

The conflict between the interests of the bank and the society in the capitalist system based on money management according to Hyman Minsky's opinions; With the presentation of implications for Iran's economy

Mehdi Razm Ahang*

Hassan Sobhani**

Abstract

In this study, it is explained that the perception of the conventional economics of the bank as an intermediary institution of funds, while not conforming to reality, distorts the analysis of monetary fluctuations and subsequent economic turmoil; but in the alternative approach, the bank, as the most important player in the monetary system, has the power to create flexible credit. The specific question of the present study is whether it can be said that in the current form of the monetary and banking system, the interests of the bank and society are inherently in conflict with each other. To answer the above question, the library and documentary method has been used and Finally, it is concluded that the bank is an institution that can outsource the costs associated with the flexible and irregular expansion of credit and affect the economic interests of individuals in society, and in return, gain the benefits of creating credit; This important result is based on Minsky's explanation of the dynamics of bank-firm relations; In his view, the internal mechanisms of the money manager capitalism and specifically the way the firm and the bank interact, cause "stability to create instability". The result of the current research is that, firstly, the conflict between the interests of the bank and the society is the natural outcome of the unrealistic understanding of the conventional economic knowledge of the "bank", and secondly, the examples of this conflict can be seen in three recurring periods: 1. Before the appearance of the initial signs of the monetary and banking crisis. 2. After the initial signs of the crisis appear. 3. The occurrence of a widespread crisis and its spread to other sectors of the economy.

Keywords: Money creation, bank, banking crisis, speculation, Minsky.

Classification JEL: B52, A20, D21, E51, G01.

* Specialized doctorate from the Faculty of Economics, University of Tehran and director of the International Economics Department of the Research Center of the Islamic Council, Razmahang@ut.ac.ir.

** Doctor of specialization, professor, faculty member of the Faculty of Economics, University of Tehran, sobhanihs@ut.ac.ir.

تزامم منافع بانك و جامعه در نظام سرمایه‌داری مبتنی بر مدیریت پول

بر مبنای آراء هایمن مینسکی و ارائه دلالت‌هایی برای اقتصاد ایران

مهدی رزم‌آهنگ*

حسن سبحانی**

چکیده

در این پژوهش توضیح داده شده است که تلقی اقتصاد متعارف از بانك به‌عنوان نهاد واسطه‌گر و جوه، ضمن عدم تطابق با واقعیت بیرونی، تحلیل نوسانات پولی و نابسامانی‌های اقتصادی متعاقب آن را دچار کژتابی می‌کند؛ اما در نگاه بدیل، نهاد بانك به‌عنوان مهم‌ترین بازیگر نظام پولی، قدرت خلق منعطف اعتبار دارد. سؤال مشخص پژوهش حاضر آن است که آیا می‌توان گفت در ساخت فعلی نظام پولی و بانکی، منافع بانك و جامعه، در التزام با یکدیگر هستند.

برای پاسخ به این سؤال، روش کتابخانه‌ای و اسنادی استفاده شده و سرانجام این نتیجه حاصل شده است که بانك نهادی است که می‌تواند هزینه‌های مرتبط با بسط منعطف و بی‌قاعده اعتبار را برون‌سازی کرده و منافع اقتصادی آحاد جامعه را تحت تأثیر قرار داده و در مقابل، منافع حاصل از خلق منعطف اعتبار را نصیب خود کند. این نتیجه مهم، بر پایه تبیین مینسکی از پویایی روابط بانك و بنگاه به‌دست آمده است. در نگاه وی، سازوکارهای درونی اقتصاد سرمایه‌داری مبتنی بر مدیریت پول و به‌ویژه نحوه تعامل بنگاه و بانك باعث می‌شود که «ثبات زمینه‌ساز بی‌ثباتی شود».

نتیجه پژوهش حاضر آن است که اولاً التزام منافع بانك و جامعه، خروجی طبیعی فهم غیرواقع‌بینانه دانش متعارف اقتصادی از «بانك» است و ثانیاً مصادیق این التزام در سه مقطع زمانی تکرارشونده قابل‌مشاهده است: ۱. پیش از بروز نشانه‌های اولیه بحران پولی و بانکی؛ ۲. پس از بروز نشانه‌های اولیه بحران و ۳. بروز بحران فراگیر و سرایت آن به دیگر بخش‌های اقتصاد.

واژگان کلیدی: خلق پول، بانك، بحران بانکی، سفته‌بازی، مینسکی.

طبقه‌بندی JEL: G01, E51, D21, A20, B52.

* دکترای تخصصی از دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران و مدیر گروه اقتصاد بین‌الملل مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی
Razmahang@ut.ac.ir

sobhanihs@ut.ac.ir

** دکترای تخصصی، استاد، عضو هیئت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۸/۰۶ تاریخ تأیید: ۱۴۰۱/۱۰/۱۱

مقدمه

بروز مکرر و مداوم نابسامانی اقتصادی مانند افزایش افسارگسیخته قیمت دارایی‌های سرمایه‌ای، سفته‌بازی‌های گسترده، نابرابری‌های درآمدی، دوره‌های رونق و رکود و بحران‌های مالی و بانکی تکرار شونده همواره اندیشمندان اقتصادی را به این فکر انداخته که ریشه این چالش‌ها را شناسایی کنند. دانش متعارف اقتصادی، بر مبنای فهم زیربنایی خود از نهاد «بانک» بر این باور است که بروز بحران‌های مالی و بانکی ناشی از ضعف قاعده‌گذاری‌های پولی و نقص نظارت‌های بانکی است؛ اما برخی نحله‌های دگراندیش اقتصادی، بروز بحران را ذاتی سیستم مالی و بانکی فعلی می‌دانند.

هدف پژوهش حاضر آن است که نشان دهد تغییر نگرش و پذیرش فهمی متفاوت از نهاد بانک، این زمینه را فراهم می‌کند که بحران‌های مالی و بانکی تکرار شونده، به صورت دقیق‌تری تحلیل و بررسی شوند. سؤال مشخص پژوهش حاضر آن است که آیا می‌توان گفت در ساخت فعلی نظام پولی و بانکی، منافع بانک و جامعه در تزامن با یکدیگر هستند.

وجه نوآوری پژوهش حاضر این است که تزامن منافع بانک و جامعه در ساخت فعلی نظام پولی و بانکی را منتسب به روبناها (ضعف در قاعده‌گذاری‌های پولی و نقص در نظارت‌های بانکی) نمی‌داند؛ بلکه مصادیق این تزامن (بحران‌های بانکی تکرار شونده) را در وهله اول ناشی از فهم غیرواقع‌بینانه دانش متعارف اقتصادی از پدیده بانک می‌داند. همچنین، در این پژوهش براساس آراء هایمن مینسکی نشان داده شده است که شکنندگی اقتصادی که ملازم است با بی‌ثباتی مالی، به صورت بنیادین نتیجه روندهای درونی بازار در اقتصاد سرمایه‌داری مبتنی بر مدیریت پول است.

۱. پیشینه پژوهش

در پژوهش‌های متعددی، نسبت نظام بانکی و مالی آزادسازی شده (بانک مندرج در نظام سرمایه‌داری مبتنی بر مدیریت پول)^۱ و تواتر بحران‌های بانکی و تبعات آن تحلیل و بررسی شده است که در ادامه به بخشی از آنها اشاره می‌شود. به دنبال آزادسازی‌های پولی و بانکی در دهه ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰، پژوهش‌های متعددی در مورد نسبت بین این آزادسازی‌ها و احتمال بروز بحران‌های مالی انجام شده است. در حقیقت سؤال این بود که عناصر آزادسازی‌های پولی تا چه حد می‌توانند بروز بحران‌ها را توضیح دهند یا پیش‌بینی کنند.

1. Money manager capitalism

دنیل و جونز (۲۰۰۷) این گزاره را مبنا قرار داده‌اند که «آزادسازی اغلب منجر به بحران می‌شود» و با مراجعه به ادبیات رایج، مشاهده کرده‌اند که اصلی‌ترین دلایل توضیح‌دهنده این گزاره، طراحی ضعیف سیستم‌های بانکداری، کژمنشی به تبع وعده‌های غیررسمی در مورد نجات بانک‌ها از ورشکستگی و سرانجام فشار ناشی از رقابت فزاینده معرفی شده‌اند. نگارندگان معتقدند این استدلال ایستاست و باید یک استدلال پویا در مورد چرایی گزاره اصلی پژوهش یافت شود که برای این هدف یک سیر تکاملی از فرصت‌ها و انگیزه‌های ریسک‌پذیری یک بانک آزادسازی شده را مدل‌سازی کرده و نتیجه گرفته‌اند که حتی اگر نظام بانکی به خوبی طراحی شود در دوره‌های آتی و نه در دوره اولیه، نظام بانکی به سمت ریسک‌پذیری‌های گسترده حرکت می‌کند.

کروتسی (۲۰۰۹) در پژوهش خود، بحران مالی ۲۰۰۸ را آخرین فاز و نتیجه روند مقررات‌زدایی رادیکال معرفی می‌کند. وی حرکت نظام پولی را به مثابه یک دایره فرض می‌کند که مقررات‌زدایی با نوآوری‌های سریع همراه شده است و این دو عامل به صورت رفت و برگشت، بخش پولی و مالی را در جهت رونق انفجاری تحریک کرده‌اند و سرانجام این رونق به بحران انجامیده است. دولت‌ها در مقابله با بحران، بسته‌های حمایتی را ابداع کرده‌اند که به تبع آنها انبساط دیگری آغاز شده است. وی در پژوهش خود مهم‌ترین نقایص نظام پولی و مالی را بررسی کرده است که به تبع آن نقایص، بحران پدید آمد. به طور عمده، این نقایص به چارچوب نظری نتولیرال در حوزه پول و بانک مربوط هستند.

پالما (۲۰۰۹) می‌نویسد اندیشمندان اقتصادی به طور عمده این دلایل را به عنوان زیربنای بحران مالی و بانکی معرفی می‌کنند: نقدینگی فزاینده، شکاف درآمدها، تعارض بین سرمایه مالی و سرمایه تولیدی، فقدان مقررات هوشمند، اطلاعات نامتقارن و...؛ اما وی معتقد است عوامل بحران مالی و بانکی را باید فراتر از موارد گفته شده دانست. وی معتقد است بحران بانکی پیامد آزادسازی و استفاده از سیستم فکری نتولیرالیسم در راستای سوق دادن سرمایه‌داری به سمت منافع گروه‌های رانتی است.

کامپل (۲۰۱۰) این موضوع را بررسی کرده که شکست نظام مالی آمریکا و در نتیجه شکست نظام اقتصادی، در کنار نقش عوامل دیگر تا چه حد ناشی از آزادسازی‌های اقتصادی است. وی معتقد است آزادسازی‌ها در تعامل با بنیان‌های نتولیرالیسم، انگیزه‌های نامیمونی را ایجاد کرد که به دنبال آن پرداخت وام در بازار وام‌های رهنی افزایش پیدا کرد و در نتیجه، سفته‌بازی در دیگر بازارهای مالی گسترش یافت. نتیجه این رویدادها، شکست بنگاه‌های وام‌رهنی، بانک‌ها، یک

شرکت بیمه اصلی و سرانجام بازار وام‌های کوتاه‌مدت کسب‌وکارها بود. این اتفاقات باعث شد یک بحران نقدینگی شکل بگیرد و کل اقتصاد در یک رکود گسترده فرو رود.

۲. مبانی نظری پژوهش

در این قسمت ذیل سه محور، مبانی نظری پژوهش بحث می‌شود.

۲-۱. شیوه خلق و بسط پول از منظر اقتصاد نئوکلاسیک و اقتصاد نئوکینزی

۲-۱-۱. شیوه خلق و بسط پول در تلقی جریان اصلی اقتصاد

تلقی تقدم بازار بر پول در نگاه جریان اصلی اقتصاد، اقتضا دارد که سیاست‌گذاران پولی، ابتدا ضرب‌آهنگ طبیعی اقتصاد را شناسایی کرده و حجم پول را به تناسب آن حرکت طبیعی تمهید نمایند. حال سؤال این است که شیوه نوعی خلق پول و بسط آن در تلقی اقتصاد متعارف به چه صورت است؟ در کتب استاندارد دانشگاهی، جهت توضیح شیوه نوعی خلق پول و بسط آن در اقتصاد، از مفاهیمی مانند پایه پولی، پول پر قدرت و ضریب فزاینده استفاده می‌شود.^۱ این متون، سازوکار خلق پول را با استفاده از نظریه ضریب فزاینده پولی توضیح می‌دهند. عدد مربوط به ضریب فزاینده نشان‌دهنده آن است که به ازاء هر نسبتی از نرخ ذخایر قانونی، بانک‌های تجاری چه مقدار قادر به خلق پول هستند (Mishkin, 2004, p.360).

نظریه ضریب فزاینده پولی سه دلالت مهم دارد: الف) بانک پیش از پرداخت وام باید منتظر ورود منابع بماند؛ از این رو بانک صرفاً واسطه و جوه است. در این نگاه، وام‌دهی بانک متوقف است بر سپرده شدن مقادیری از پول در حساب بانک؛ حال این سپرده‌ها یا از طریق پول پر قدرت بانک مرکزی تأمین می‌شوند یا از تصمیم خانوارها به پس‌انداز. تقدم سپرده بر وام و عملکرد بانک به‌عنوان نهاد واسطه‌گر و جوه، مهم‌ترین مبانی نظری جریان اصلی اقتصاد در حوزه پول و بانک هستند. هلوویگ^۲ معتقد است که در دنیای امروز که امکان نظارت خانوار بر عملکرد بنگاه وجود ندارد، بانک به‌عنوان نهاد واسطه، منابع مالی را از خانوار جمع‌آوری کرده و به‌صورت وام در اختیار بنگاه قرار می‌دهد. همچنین، بانک از طرف سپرده‌گذاران، بر رفتار بنگاه نظارت می‌کند.

1. Blanchard and Fischer, 1989 ; mishkin, 2004 ; Krugman and Wells, 2006 ; Samuelson and Nordhaus, 2009

2. Hellwig

(Hellwig, 2000, p. 1) کروگمن و آبستفیلد^۱ نیز معتقدند که بانک‌ها، با استفاده از سپرده‌های ورودی، وام می‌دهند و دارایی خریداری می‌کنند (Krugman and Obstfeld, 2000, p. 659). گودهارت^۲ واسطه‌گری بانک را به این معنا می‌داند که این نهاد، نقش انتقال وجوه از پس‌اندازکنندگان نهایی به قرض‌گیرندگان نهایی را بر عهده دارد. (Goodhart, 1989, p. 144).
 ب) بانک مرکزی قدرت اعمال کنترل نهایی را بر حجم کلی پول اقتصاد دارد. این نهاد می‌تواند از طریق تغییر نرخ ذخیره یا پایه پولی، حجم پول اقتصاد را مدیریت کند؛ ج. عرضه پول در اقتصاد نمی‌تواند از کنترل خارج شود، مگر آنکه خود بانک مرکزی چنین اجازه‌ای دهد (Laina, 2018, p.68).

در نظریات جدیدتر این‌گونه بیان می‌شود که حجم ذخایری که بانک مرکزی در اختیار بانک‌ها قرار می‌دهد نمی‌تواند یک عامل محدودکننده میزان وام‌دهی نظام بانکی باشد و اساساً بانک مرکزی نیز، حجم این ذخایر را به‌عنوان هدف سیاستی خود تعیین نمی‌کند؛ بلکه در واقعیت، دغدغه بانک مرکزی آن است که رشد اعتبار در اقتصاد به اندازه‌ای باشد که ثبات مالی و اقتصادی تضمین شود و بانک مرکزی این مهم را از طریق، تعیین نرخ و قیمت ذخایر اعطایی به نظام بانکی محقق می‌کند (Mcleay et. al, 2014, p. 15)؛ از این‌رو می‌توان گفت که در نظریات پولی متعارف، مقام سیاست‌گذار پولی و به‌طور خاص بانک مرکزی، از طریق تعیین نرخ ذخایر به فراخور شرایط اقتصادی، قاعده‌گذاری^۳ اعتباردهی نظام بانکی از طریق مقررات کفایت سرمایه^۴ و همچنین نظارت^۵ بر عملکرد بانک‌ها از طریق ابزارهای نظارتی، قادر به کنترل رفتار نظام بانکی و به‌طور خاص میزان خلق اعتبار در این سیستم است.

۲-۱-۲. شیوه خلق و بسط پول در تلقی دگران‌دیش (نئوکینزی)

پس از بروز بحران‌های مالی و اقتصادی گسترده در قرن بیست میلادی و به‌طور خاص، اواخر آن، برداشت‌های دگران‌دیش از نحوه عملکرد نظام پولی، دوباره مورد توجه قرار گرفته است. ری (۱۹۹۰) بر این باور است که پول از طریق فرایندهای طبیعی اقتصادی مندرج در اقتصاد سرمایه‌داری وارد فضای عمومی اقتصاد می‌شود و این‌گونه نیست که ورود پول به اقتصاد متوقف بر

1. Krugman and Obstfeld

2. Goodhart

3. Regulation

4. Capital adequacy

5. Supervision

دستور و اجازه باشد. این نگاه مبتنی بر سه فرض اساسی است: الف) وام سپرده را می‌سازد؛ ب) سپرده ذخیره را ایجاد می‌کند و ج) تقاضای پول، عرضه آن را سبب می‌شود. دو فرض اول این نتیجه مهم را حاصل می‌کند که بانک‌ها برای پرداخت وام، منفعلانه، منتظر ورود سپرده نمی‌مانند؛ بلکه در موضوع پرداخت وام، فعالانه عمل می‌کنند؛ پس از پاسخ فعالانه بانک‌ها به تقاضای پول، با وجود یک نظام مالی توسعه‌یافته و به‌هم پیوسته، اکثریت مخارج صورت گرفته از محل وام‌ها، دوباره در نقطه دیگری از نظام بانکی نمایان می‌شود. مدیریت دارایی و بدهی، بازار بین‌بانکی، منابع بین‌المللی تأمین نقدینگی و وام‌های بانک مرکزی، روش‌ها و منابعی هستند که به واسطه آنها بانک می‌تواند ذخایر مورد نیاز خود را تأمین کند.

رویه پیش‌گفته توضیح‌دهنده فرض سوم یعنی سببیت تقاضای پول نسبت به عرضه پول است. در این نگاه، عرضه و تقاضای پول مستقل از یکدیگر نیستند. به این رویه، درون‌زایی پول^۱ گفته می‌شود؛^۲ براساس این نظریه، زمانی که چشم‌انداز سودآوری در اقتصاد نمایان می‌شود و تقاضا برای پول جهت تأمین مالی خرید دارایی‌ها افزایش می‌یابد، عرضه پول از سوی نظام بانکی به صورت طبیعی افزایش می‌یابد؛ زیرا نهادهای مالی و به‌طور خاص بانک‌های تجاری، مشابه دیگر فعالان اقتصادی، چشم‌انداز مثبت اقتصادی را مشاهده می‌کنند (Wray, 1990, pp. 289, 72-3).

نظریه درون‌زایی پول که ابتدا توسط اقتصاددانان پست‌کینزی مانند باسیل مور،^۳ رندال ری،^۴ هایمن مینسکی،^۵ پال دیویدسون،^۶ گودهارت،^۷ آرستیس،^۸ سایر،^۹ هولز،^{۱۰} سترفیلد^{۱۱} و... مورد توجه قرار گرفت، جایگاه خود را در متون غیردانشگاهی و عملیاتی نیز باز کرده است. بانک مرکزی انگلستان در گزارشی اذعان کرده است که در نظام پولی و بانکی مدرن، حجم بالایی از پول در گردش اقتصاد، مخلوق رویه وام‌دهی بانک‌های تجاری است.

1. Endogenous money.

۲. درون‌زایی پول در مقابل نظریه برون‌زایی پول قرار می‌گیرد. قائلین به نظریه برون‌زایی پول معتقدند که حجم پول در اقتصاد به صورت برون‌زا تعیین شده و عامل ایجاد تورم است. در نتیجه از طریق کنترل حجم پول می‌توان نرخ تورم را کنترل کرد (Davidson, 2006, p. 142).

3. Basil Moore

4. Randall Wray

5. Hyman Minsky

6. Paul Davidson

7. Charles Goodhart

8. Philip Arestis

9. Malcolm Sawyer

10. Peter Howells

11. Mark Setterfield

همچنین، این گزارش بیان می‌کند که واقعیت نظام پولی و بانکی تفاوت زیادی با محتوای کتب درسی و دانشگاهی متعارف دارد؛ به طوری که تفسیر از بانک به عنوان «نهاد واسط سپرده و تسهیلات»، «وام دهنده سپرده‌های تجمیع شده» و سرانجام «دریافت‌کننده ذخایر از بانک مرکزی و اعطای وام جدید از محل آن از طریق رویه ضریب فزاینده پولی» تا حد زیادی دور از واقعیت است (Mcleay et. al, 2014, pp. 14-16).

برای دستیابی به نگاه واقع‌نما به رویه‌های پولی و بانکی و تبیین شیوه نوعی خلق و بسط پول در اقتصاد مدرن، نگاه‌های اینگهام (۲۰۰۴) استفاده می‌شود. وی گونه نوعی ساختار اجتماعی تولید پول در نظام‌های اقتصادی سرمایه‌داری را این گونه توضیح می‌دهد: در جوامع سرمایه‌داری با وجود تفاوت‌ها، در حوزه بازار پول و نحوه خلق آن، مشترکاتی وجود دارد که تجمیع این مشترکات، ساختار اجتماعی تولید پول را توضیح می‌دهد. این موارد عبارت‌اند از: الف) تقاضای درون‌زای بخش خصوصی برای پول و پاسخ فعالانه نظام بانکی؛ ب) نقش محوری بانک مرکزی؛ ج. بدهی حکومت و خلق (عرضه) «پول پُر قدرت» و د) کشمکش سه‌جانبه بین حکومت، بازار پول و پرداخت‌کنندگان مالیات.^۱

الف) تقاضای درون‌زای بخش خصوصی برای پول و پاسخ فعالانه نظام بانکی

تقاضای پول در جهت تأمین مالی تولید و مصرف خصوصی، به صورت متداول توسط نظام بانکی پاسخ داده می‌شود. شبکه بانکی، از طریق پرداخت وام، سپرده خلق کرده و این سپرده پس از خرج شدن توسط صاحب سپرده، در نقطه دیگری از نظام بانکی نمایان می‌شود. ... کارکرد «پویا»ی خلق پول در نظام بانکی سرمایه‌داری را نمی‌توان از قواعد حسابداری و قراردادهای شناخت. در این فرایند پویا، چارچوب زمانی تأخیرها و تعویق‌ها، بسط هر دو سوی ترازنامه را ممکن می‌کند. برای آنکه چنان مجموعه‌ای به ایجاد پول ادامه دهد، فقط کافی نیست که بدهی‌ها در نهایت بازپرداخت شوند؛ بلکه بازپرداخت باید در قالب زمانی قرارداد شده، انجام پذیرد. باید هنجارها یا قواعد تجویزکننده تأخیرها و تعویق‌ها رعایت شوند. به تعبیر کینز^۲ بانک‌ها باید در ساختن این ترازنامه‌های نظام‌یافته از جنس بدهی‌ها و اعتبارها، «هماهنگ با یکدیگر گام بردارند» تا بسط پولی

۱. در این قسمت به جهت ارتباط با موضوع، صرفاً بخش (الف) و (ب) مورد بررسی قرار می‌گیرد. بخش‌های (ج) و (د) علی‌رغم اهمیت قابل توجه، ارتباطی با موضوع پژوهش حاضر ندارند.

2. Keynes

رخ دهد. هرگونه گسست از روال عادی این مجموعه، با خطر فروپاشی هرم اعتباری و «ازبین رفتن» آن پولی همراه می‌شود که با روابط بدهکار- بستانکار قوام می‌گیرد.

ب) نقش محوری بانک مرکزی

تا قرن بیستم به همه مسئولان پولی کشورهای بزرگ سرمایه‌داری آشکار شده بود که بانک‌های مرکزی «در کوتاه‌مدت» چندان چاره‌ای غیر از این ندارند که پس از برآوردن تقاضای وام‌ها از سوی بانک‌های تجاری، اقدام به عرضه منابع برای توانمند کردن بانک‌ها به متعادل‌سازی دفاتر حساب‌ها و تقویت ذخایر آنها کنند. ... در رویه فعلی، ضروری است هر بانک برای گسسته‌نشدن مجموعه پیچیده اعتبار و بدهی، به وام‌های کوتاه‌مدت (حتی در صورت لزوم، وام‌های یک‌شبه) دسترسی داشته باشد که معمولاً توسط بانک مرکزی برای تراز کردن دفاتر بانک‌ها فراهم می‌شود. دسترسی ترجیحی (رانتی) بانک‌ها به پول حاکمیتی^۱ بانک مرکزی، در رأس سلسله مراتب اعتباری، به آنها مزیتی ویژه داده است. اتصال اعتباردهی نظام بانکی به پول بانک مرکزی، شرایطی را ایجاد می‌کند که آن را «رفع واسطه‌گری»^۲ می‌نامند.

تجربه اواخر قرن بیستم نشان می‌دهد تلاش‌های «مستقیم» برای در اختیار گرفتن مهار عرضه کل پول کارگر نمی‌افتد. اکنون ابزار اصلی سیاست پولی، مهار «غیرمستقیم» میل به بدهکاری^۳ (تقاضای پول اعتباری) با توسل به نرخ‌های بهره است. اکنون دیگر بیشتر بانک‌های مرکزی چندان توجهی به مقادیر کل‌های پولی نمی‌کنند. میزان خلق پول در نظام سرمایه‌داری به علت اصل ماهیتش نامعین است. ایجاد اعتبار به شکل رفع وساطت، به هنجار تبدیل شده و شکاف بین وضعیت موجود در ترازنامه‌های بانک و مقادیر واقعی بدهی می‌تواند چشمگیر باشد. بانک‌ها در دنیای واقع به بسط اعتبار و ایجاد سپرده‌ها در خلال فرایند بسط اعتبار مشغول بوده و پس از آن به جستجوی ذخایر می‌پردازند. پس موضوع از این قرار است که آیا بانک مرکزی با تقاضای ذخایر همسازی^۴ می‌کند یا خیر، و اگر بله، چگونه. بانک مرکزی در دوره بسیار کوتاه‌مدت، گزینه‌های اندک یا هیچ گزینه‌ای جز موافقت با آن تقاضا در اختیار ندارد. بنابراین، بانک‌های مرکزی در سطحی مشخص از نرخ بهره، باید با تقاضای خصوصی پول، از در همراهی درآیند؛ به عبارتی پول درون‌زاست (Ingham, 2004, pp. 134-143).

1. sovereign money

2. disintermediation

3. propensity for indebtedness

4. Accomodation.

۲-۲. شقوق مختلف سرمایه‌داری و تبیین مختصات «سیستم سرمایه‌داری مبتنی بر مدیریت پول»^۱ در ادامه، به اختصار، توضیحی در مورد تطور سرمایه‌داری از قرن نوزده میلادی به بعد ارائه خواهد شد. قرن نوزده میلادی، شاهد «سرمایه‌داری تجاری»^۲ بوده است که در این دوره، روابط مالی به‌طور عمده به‌صورت دریافت سپرده و بانکداری تجاری بوده به‌طوری‌که بانک‌ها وام‌های کوتاه‌مدت جهت استخدام نیروی کار یا خرید مواد اولیه به‌بنگاه می‌دادند. در این دوره تاریخی، بنگاه در پایان هر دوره و همزمان با پایان تولید یا فروش کالاها و خدمات، بدهی به بانک را پرداخت می‌کرد و معمولاً منابع لازم برای سرمایه‌گذاری جدید از محل سود خود شرکت تأمین می‌شد.

همچنین، در این دوره، بانکداری فعالیتی قابل اطمینان بوده، مگر آنکه به‌دلیلی، هجوم برای دریافت سپرده رخ می‌داد. پس از آن و در قرن بیستم میلادی، نوع جدیدی از سرمایه‌داری تحت عنوان «سرمایه‌داری تأمین مالی»^۳ و پس از ایجاد بانک‌های سرمایه‌گذاری روی کار آمد. تفاوت این دوران نسبت به قبل آن بود که بنگاه‌ها، برای خرید دارایی‌های سرمایه‌ای گران‌قیمت، از تأمین مالی بلندمدت خارجی (از محل بانک نه سود خود بنگاه) استفاده می‌کردند. در نتیجه، ساختار و روابط مالی نسبت به دوره قبل ریسک بیشتری داشت؛ زیرا بازپرداخت بدهی بانک، پس از دوره بلندمدت و تنها در صورت سودآور بودن سرمایه‌گذاری بنگاه میسر بود. این فاز از سرمایه‌داری در دهه ۱۹۳۰ به سقوط انجامید.

از زمان جنگ جهانی دوم، شکل جدیدی از سرمایه‌داری رخ نمود که آن را می‌توان «سرمایه‌داری دولت رفاه»^۴ نامید. در این دوره به‌واسطه برنامه جدید^۵ عملکرد نهادهای مالی محدود شده بود و تعداد زیادی از شرکت‌های دارای انحصار چندجانبه از محل درآمدهای درونی، سرمایه‌گذاری‌های خود را تأمین مالی می‌کردند. بدهی بخش خصوصی اندک بود؛ اما بدهی دولت به جهت تأمین مالی مخارج جنگ بالا بود. بیکاری نیز پایین بود و دولت چتر حمایتی گسترده‌ای برای اقشار فقیر و سالمند ایجاد کرده بود. این سیستم از جهت مالی مستحکم بود و به دلیل وجود دولت بزرگ بعید بود رکود رخ دهد.

اما شرایط باثبات چند دهه بعد از جنگ جهانی، باعث ایجاد حجم بالایی از پس‌انداز شد و به‌تبع آن زمینه برای ریسک‌پذیری‌های گسترده فراهم شد. این روند باعث ایجاد «سرمایه‌داری بر مبنای مدیریت پول» شد. در این شکل از سرمایه‌داری، مهم‌ترین بازیگران نظام مالی، عبارت‌اند از

1. Money manager capitalism.
2. commercial capitalism.
3. finance capitalism.
4. managerial welfare-state capitalism.
5. New Deal.

نهادهای دارنده حجم بالایی از پول (با قابلیت خلق پول به صورت فعال) و در جستجوی بالاترین عایدی‌ها. در این سیستم، مهندسان مالی به صورت مداوم نوآوری‌های مالی معرفی کرده و به واسطه آنها قوانین و مقررات را دور می‌زنند. تأمین گسترده اعتبار در این سیستم، باعث تشویق رشد بدهی خصوصی نسبت به درآمد شده و در کنار آن، وابستگی بخش خصوصی را به تأمین مالی‌های کوتاه‌مدت پرنوسان افزایش می‌دهد. بعضی دیگر از اندیشمندان، وجه مالی‌سازی این سیستم را تحت عنوان «سرمایه‌داری کازینویی»^۱ نام‌گذاری کرده‌اند که طی آن، به صورت روزافزون، وجه مالیه سیستم بر صنعت استیلا یافت (Wray, 2015, pp. 37-39).

۲-۳. بحران مالی و بانکی به‌مثابه ذاتی «سیستم سرمایه‌داری مبتنی بر مدیریت پول» در نگاه

مینسکی

یکی از اندیشمندانی که در موضوع نظام مالی سرمایه‌داری و به‌ویژه ناپایداری ذاتی آن پژوهش‌های گسترده انجام داده و پژوهش‌های وی به صورت گسترده مورد استناد جامعه علمی قرار گرفته هایمن مینسکی (۱۹۱۹-۱۹۹۶) است. ری (۲۰۰۸) معتقد است که مینسکی جلوتر از زمان خویش بوده به طوری که عمق تحلیل‌ها و فهم وی از نحوه عملکرد پیچیده نظام سرمایه‌داری ما را به این نتیجه می‌رساند که کتاب اصلی وی^۲ نظیر ندارد (Wray, 2008, quoted in Minsky, 2008, p. xi).

در نگاه مینسکی، اقتصاد سرمایه‌داری در بهترین حالت دارای «سازگاری مشروط»^۳ است. توضیح اینکه وی روش‌شناسی اقتصاد متعارف در مورد تعادل اقتصادی و پایداری آن را نمی‌پذیرد و معتقد است که این روش‌شناسی با یک اقتصاد سرمایه‌داری در دنیای واقعی (که در آن دارایی‌های سرمایه‌ای پیچیده و بیش‌ازحد ارزش‌گذاری شده وجود دارد) همخوانی ندارد. وی عبارت «دوره‌های آرامش»^۴ را جایگزین مفهوم «تعادل» کرد و توضیح داد که چگونه همین دوره‌های آرامش، ریسک‌پذیری فعالان اقتصادی را تشویق کرده و این میل به کسب سود بیشتر، از طریق بسط منعطف پول اعتباری توسط نظام بانکی پاسخ داده می‌شود. در نگاه وی، خود نیروهای بازار هستند که اقتصاد را از دوره‌های آرامش به سمت ناپایداری سوق می‌دهند (Wray, 2008, quoted in Minsky, 2008, p. xi).

مینسکی بسط منعطف پول اعتباری را نتیجه یک بازی پویا بین بانک‌ها و بانک مرکزی می‌داند که در این بازی، ابتکار عمل به دست بانک‌های تجاری است و درحقیقت، بازندگان این بازی

1. casino capitalism.

2. Stabilizing an Unstable Economy, 1986.

3. Conditionally coherent.

4. periods of tranquility

مردمی هستند که باید با بیکاری و تورم (که در نتیجه این بازی یک طرفه ایجاد می‌شود) دست‌وپنجه نرم کنند. در این بازی، مقامات بانک مرکزی با تعیین نرخ بهره، وضع مقررات مربوط به ذخایر و فعالیت در بازارهای پولی درصدد دستیابی به سطحی از حجم پول در اقتصاد هستند که آن را مناسب و شایسته تلقی می‌کنند؛ اما در طرف مقابل بانک‌ها پیوسته در حال نوآوری و ساخت روش‌های جدید برای دورزدن قواعد بانک مرکزی هستند.

درحقیقت، این یک بازی غیرعادلانه است و به‌طورعمده جامعه بانکی در این بازی پیروز است؛ اما در نتیجه این پیروزی، نظام بانکی به‌واسطه بسط ناهنجار پول، اقتصاد را بی‌ثبات می‌کند. اگرچه در نگاه کلاسیکی و بر پایه اندیشه آدام اسمیت، جستجوی نفع شخصی (تمثیل قصاب و نانوا) می‌تواند تعادل را در بازار ایجاد کند، اما باید گفت که در یک نظام مالی مبتنی بر سرمایه‌داری (که در آن بانک‌ها، این امکان را دارند که تقاضای وجوه را با عرضه‌ای کاملاً منطبق پاسخ دهند) این‌گونه نیست که جستجوی نفع شخصی توسط کنشگران، اقتصاد را به تعادل برساند.

درحقیقت، آنچه اقتصاد را وارد دوره‌های رونق تورمی و رکودهای همراه با بیکاری می‌کند، همین رفتارهای مبتنی بر نفع شخصی بانک‌هاست. تحلیل‌های عرضه و تقاضا (که براساس آنها، نیروهای بازار، تعادل را رقم می‌زنند) نمی‌توانند رفتار بخش مالی اقتصاد سرمایه‌داری را توضیح دهند؛ زیرا این بخش از اقتصاد سرمایه‌داری، دارای نیروهای درون‌زای ثبات‌زداست. سرانجام باید گفت شکنندگی اقتصادی که ملازم است با بی‌ثباتی مالی، به‌صورت بنیادین نتیجه روندهای درونی بازار در اقتصاد سرمایه‌داری است (Minsky, 2008, pp. 280-1).

مینسکی به تأسی از اندیشه کینز^۱ ضمن تبیین میزان خطر فعالیت‌های سفته‌بازانه، در یک چارچوب تحلیلی، نقش وام‌های بانکی یا به‌عبارت بهتر نقش بسط منعطف پول اعتباری توسط

۱. کینز در فصل دوازدهم از کتاب «نظریه عمومی اشتغال، بهره و پول» بحث مستوفایی در مورد پدیده سفته‌بازی ارائه کرده و آن را در نقطه مقابل سرمایه‌گذاری واقعی تصویر می‌کند. وی سفته‌بازی را به‌عنوان پدیده‌ای واجد ویژگی به‌خودارجاعی (self-referentiality) معرفی کرده و معتقد است انگاره «بازار خودتنظیم‌گر» در مورد این پدیده فاقد مدخلیت و موضوعیت است. در ادامه به دو بخش از سخنان کینز اشاره شده است که نشان‌دهنده زاویه نگاه زیربنایی وی به پدیده سفته‌بازی است.

- «سفته‌بازان، تا زمانی که مانند حباب‌هایی روی یک جریان مداوم کسب‌وکار هستند ممکن است زیان‌بار نباشند ولی وقتی [ماجرای برعکس شده و] کسب‌وکارها به حبابی روی یک گرداب سفته‌بازی تبدیل شوند اوضاع وخیم می‌شود. وقتی تشکیل سرمایه یک کشور، محصول جانبی فعالیت‌های یک قمارخانه باشد ممکن است آن تشکیل سرمایه به یک پدیده آسیب‌رسان تبدیل گردد» (Keynes, 2018 [1936], p. 139).

- «مشاهده وضعیت بازارهای مدرن سرمایه‌گذاری، گاه مرا به سمت این نتیجه‌گیری سوق می‌دهد که برای درمان معضلات و بحران‌های مالی معاصر، خرید یک سرمایه‌گذاری باید مانند ازدواج، دائمی و منحل‌نشده باشد؛ به‌طوری‌که به‌جز مرگ یا علت اصلی دیگر، سرمایه‌گذار نتواند از سرمایه‌گذاری خود خارج شود؛ زیرا این امر سرمایه‌گذار را مجبور می‌کند تا فکر خود را به‌سمت چشم‌اندازهای بلندمدت و فقط به سمت آنها معطوف کند» (Keynes, (1936) 2018, p. 140).

نظام بانکی در ایجاد حباب‌های سفته‌بازانه را توضیح داد. وی در اواخر دهه ۵۰ میلادی به تدریج به توسعه یک دستگاه تحلیلی همه‌جانبه و فراگیر مشتمل بر رابطه بین اعتبار، قیمت‌داری و ناپایداری پرداخت. در این نگاه، بنگاه و بانک تعامل مستمر داشته و انتظارات، شکل‌دهنده میزان تعامل این دو است.

به‌دیگرسخن، براساس فضای انتظاری پیش‌رو، نحوه و میزان تعامل بنگاه و بانک متفاوت خواهد بود و این دو در مشاهده و فهم انتظارات، مشابه هستند (Wray, 1990, p. 136). مشابهت فرض‌دهنده و فرض‌گیرنده در مشاهده چشم‌انداز مثبت اقتصادی و شکل‌گیری همزمان انتظارات مثبت نسبت به آینده در دو گروه (بانک و بنگاه) جایگاه مهمی در دستگاه تحلیلی مینسکی دارد؛ هر عاملی می‌تواند باعث ازجاکنندگی^۱ اقتصاد شده و زمینه شکل‌گیری انتظارات مثبت را فراهم کند؛ بروز هر عاملی می‌تواند به فعال شدن مکانیسم‌های اجتماعی و روان‌شناختی درونی بازارهای مالی منجر شده و زمینه شکل‌گیری جنون سفته‌بازی^۲ را فراهم کند. میل فراگیر سفته‌بازی برخاسته از چشم‌انداز مثبت اقتصادی، با پاسخ مثبت بانک مواجه شده و اعتبار مورد نیاز سفته‌بازی، به‌صورت منعطف توسط نظام بانکی خلق می‌شود (Kindleberger, 2005, pp. 25-27).

نحوه تعامل بانک و بنگاه و سازوکار شکل‌گیری بحران در نگاه مینسکی به این شرح است: مینسکی سه دسته رابطه بین بنگاه و بانک یا به‌عبارت‌دیگر سه مجموعهٔ محتمل از روابط بین جریان نقدی پیش‌بینی‌شده و دیون (بدهی) معرفی می‌کند: الف) تأمین مالی؛ حفاظتی یا پوششی؛ ب) تأمین مالی سفته‌بازانه؛ و ج) تأمین مالی پونزی. در تأمین مالی حفاظتی، درآمد مورد انتظار حاصل از دارایی سرمایه‌ای خریداری شده بیشتر از هزینه‌های عملیاتی و مبالغ موردنیاز برای بازپرداخت‌های نقدی (اعم از اصل بدهی به همراه بهره آن) مرتبط با دیون در هر دوره زمانی است. در تأمین مالی سفته‌بازانه، جریان درآمدی کوتاه‌مدت حاصل از دارایی سرمایه‌ای خریداری شده، تنها می‌تواند برای پرداخت بهره وام استفاده شود و به‌اندازه‌ای نیست که بتواند اصل بدهی را نیز پوشش دهد؛ اما انتظار می‌رود که درآمد حاصل از دارایی سرمایه‌ای به‌اندازه‌ای افزایش یابد که بتواند برای پرداخت اصل بدهی نیز کفایت کند.

در نتیجه بازپرداخت اصل و بهره وام در هر دوره، تنها از طریق توسل به بدهی جدید (امهال بدهی) میسر است که از بانک‌ها یا بازارهای سرمایه‌داری قرض گرفته شده باشد. توضیح اینکه ارزش هر واحد تأمین مالی پوشش ریسک برای همه نرخ‌های بهره، مثبت است؛ اما ارزش هر واحد تأمین مالی

1. Displacement

2. a speculative mania

سفته‌بازانه وابسته به نرخ بهره تعیین شده است. برای نرخ‌های بهره پایین، ارزش هر واحد تأمین مالی سفته‌بازانه مثبت است و در نرخ‌های بالا، برعکس.

یکی از حالت‌های خاص تأمین مالی سفته‌بازانه نیز تأمین مالی پونزی است. در این روش، جریان درآمدی کوتاه‌مدت حاصل از دارایی سرمایه‌ای خریداری شده، حتی برای پرداخت بهره وام نیز کفایت نمی‌کند. در نتیجه، بهره پرداخت نشده در هر دوره، به اصل بدهی اضافه می‌شود. بنگاه برای بازپرداخت بدهی‌های پیشین خود، مشغول قرض‌گیری با وعده بهره بالا می‌شود و در نتیجه، برای تک‌تک دوره‌های زمانی، مبالغ مورد نیاز برای بازپرداخت بدهی‌ها (اصل و بهره) بیشتر از دریافتی‌های نقدی مورد انتظار است و در کل دوره‌ها نیز، درآمدهای انتظاری کفاف بازپرداخت بدهی‌ها را نمی‌دهد (Minsky, 1982, pp. 20-24).

مینسکی معتقد است سازوکارهای درونی اقتصاد سرمایه‌داری و به‌ویژه نحوه تعامل بنگاه و بانک باعث می‌شود که «ثبات، ثبات‌زدا شود».^۱ تحلیل مینسکی از اقتصادی آغاز می‌شود که به تازگی از رکود خارج شده و به تبع ورشکستگی‌ها و کاهش نسبت‌های اهرمی در دوره رکود، نسبت بدهی اشخاص و بنگاه‌ها به خالص دارایی آنها پایین است. همچنین، بنگاه‌ها در تصمیم به قرض‌گیری و بانک در قرض‌دهی کاملاً محتاط عمل می‌کنند. در این دوره، تأمین مالی بنگاه از نوع حفاظتی یا پوششی^۲ است. سرمایه‌گذاری محتاطانه در همراهی با اقتصاد در حال رشد، شرایط را برای بازپرداخت بیشتر بدهی‌ها و موفقیت‌های پروژه‌های تأمین مالی شده فراهم می‌کند. با شکل‌گیری انتظارات مثبت نسبت به آینده، تمایل بنگاه به سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. بخشی از مبالغ مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری از محل جریان سود درونی بنگاه تأمین مالی می‌شود؛ اما بخش عمده آن باید توسط بانک تأمین شود. در چنین شرایطی، هر بنگاهی که بیشتر قرض بگیرد به میزان بیشتری عایدی به دست خواهد آورد. به تبع رونق تغذیه‌شده از محل سرمایه‌گذاری، سود بنگاه‌ها افزایش می‌یابد و این سود به بنگاه‌هایی تعلق می‌گیرد که ترازنامه خود را بزرگ کرده‌اند. در نتیجه، این بنگاه‌ها رغبت پیدا می‌کنند که سهم بیشتری از جریان درآمد انتظاری خود را به بازپرداخت بدهی‌ها اختصاص دهند.

تراز نقدی بنگاه‌هایی که با روش نسبتاً مطمئن تأمین مالی حفاظتی کار کرده‌اند، با گسترش تولید، بهبود یافته و مجالی برای بسط پول اعتباری به وجود می‌آورد؛ از این رو بانک با مشاهده این شرایط، تمایل بیشتری به پرداخت وام و بسط اعتبار پیدا می‌کند. افزایش توأمان سرمایه‌گذاری،

1. Stability is destabilizing

2. Hedge

اشتغال، قیمت دارایی و رشد تأمین مالی شده از محل بسط پول اعتباری، اقتصاد را وارد دوره «سرستی»^۱ می‌کند؛ به طوری که «ارزش حال سودهای آتی به جای آنکه بر پایه پیش‌بینی رکود انتظاری محاسبه شود با پیش‌بینی خوش‌بینانه از آینده و انتظار ادامه رونق ارزیابی می‌شود. در همین زمان نااطمینانی در مورد وضعیت آینده اقتصاد کاهش می‌یابد». افزایش اطمینان بنگاه نسبت به آینده، باعث می‌شود که زیر بار بدهی بیشتر رود و بانک نیز این تمایل بنگاه را به صورت کامل پاسخ می‌دهد. این حرکت هم‌زمان بنگاه و بانک و به طور خاص، افزایش توأمان جریان درآمدی و تعهدات بازپرداختی بنگاه، شکنندگی مالی را افزایش می‌دهد (Minsky, 1982, pp. 24-25).

هرچه ترانزنامه بانک به دنبال بسط اعتبار، بزرگ و بزرگ‌تر می‌شود یک فشار روبه‌بالا به نرخ بهره وارد می‌شود که ریشه دارد در واکنش بازار به نیاز بیشتر به وجوه نقد یا تصمیم مسئولان پولی برای میرا کردن رونق شدید. افزایش نرخ‌های بهره، بنگاه را مجبور می‌کند بخش بزرگ‌تری از جریان درآمدی خود را برای بازپرداخت بدهی‌ها تخصیص دهد. نتیجه دیگر افزایش نرخ بهره آن است که ارزش حال درآمدهای آتی ناشی از سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد و در نتیجه از سرمایه‌گذاری نیز کاسته می‌شود.

در نتیجه کاهش سرمایه‌گذاری، جریان سود بنگاه دچار کاهش شده و شرایط بنگاه برای بازپرداخت بدهی‌ها مجدداً سخت‌تر می‌شود. روند فوق باعث می‌شود که در گذر زمان، تأمین مالی حفاظتی به تأمین مالی سفته‌بازانه و سرانجام به تأمین مالی پونزی منجر شود. افزایش بدهی‌های پرداخت نشده و نکول‌ها، ضمن افزایش نرخ بهره می‌تواند به یک بحران منجر شود. در این شرایط به توجه به اینکه درآمد جاری کفاف نرخ‌های بهره بزرگ‌تر را نمی‌دهد، فروش دارایی‌ها برای کسب پول نقد و بازپرداخت بدهی در پیش گرفته می‌شود. به این ترتیب برنامه‌های سرمایه‌گذاری کنار گذاشته شده، کارگران اخراج شده و تقاضا و تولید افت می‌کند؛ اتفاقی که ماشه افزایش ارزش بدهی با تورم منفی را می‌چکاند که در نتیجه آن رکود آغاز می‌شود (Minsky, 1982, pp. 25-26).

به طور خلاصه، «دستگاه تحلیلی مینسکی بر دو گزاره مهم تأکید می‌کند: ۱. کارکردهای درونی نظام اقتصادی سرمایه‌داری موجب شکل‌گیری نوعی روابط مالی می‌شود که اوضاع را به بی‌ثباتی می‌کشاند و ۲. قیمت و روابط دارایی-ارزش که موجب راه‌اندازی بحران مالی در یک ساختار مالی شکننده می‌شوند رخدادهای کارکردی به‌هنگار (عادی) در این نظام هستند. خلق منعطف پول اعتباری از طریق پولی کردن بدهی، میل ذاتی به بی‌ثبات کردن نظام اقتصادی دارد» (Ingham, 2004, pp. 161-162).

1. euphoric economy

۳. دلالت پژوهش: تبیین مصادیق تراحم منافع بانک و جامعه در دوره‌های زمانی تکرارشونده
براساس مطالب پیشین، می‌توان تراحم منافع بانک و جامعه را در سه مقطع زمانی تکرارشونده بررسی کرد: ۱. پیش از بروز نشانه‌های اولیه بحران پولی و بانکی؛ ۲. پس از بروز نشانه‌های اولیه بحران و ۳. بروز بحران فراگیر و سرایت آن به دیگر بخش‌های اقتصاد.

۳-۱. پیش از بروز نشانه‌های اولیه بحران پولی و بانکی

در نگاه مینسکی، رفتار چرخه‌ای (هم‌جهت با چرخه) بانک باعث تشدید و تعمیق چرخه‌های تجاری شده و اقتصاد را به سمت بی‌ثباتی حرکت می‌دهد. در نگاه وی چرخه‌های تجاری مدرن درحقیقت چرخه‌های مالی هستند که در آنها، پارامتر سرمایه‌گذاری، عامل ایجاد چرخه و تأمین مالی بانکی، توضیح‌دهنده چرایی تعمیق چرخه‌هاست. درحقیقت، تئوری مینسکی را می‌توان به این صورت خلاصه کرد: «تحلیل حرکت چرخه‌های تجاری براساس پارامتر سرمایه‌گذاری و تحلیل حرکت سرمایه‌گذاری براساس روابط مالی»^۱. مصادیق این رویداد عبارت‌اند از:

۳-۱-۱. تأمین مالی سفته‌بازی روی دارایی‌های سرمایه‌ای از محل اعتبارات خصوصی

سرمایه‌داری، در سیر تاریخی خود دستخوش تطورات و تحولات گسترده‌ای شده است و در هر دوره‌ای از زمان شکل جدیدی به خود گرفته است که در بخش مبانی نظری در مورد این تطورات مطالبی آمد. مینسکی معتقد بود که عدول از سرمایه‌داری دولت رفاه^۲ (که همراه بود با حضور گسترده دولت در بخش‌های مسکن، آموزش و بهداشت) و پذیرش حداکثری برنامه‌سیاستی نتولیرالیسم اقتصادی در دهه ۱۹۸۰، باعث شد که اقتصاد به سمت سرمایه‌داری سفته‌بازانه با گسترش بازارهای مالی سوق پیدا کند و شکل جدیدی از سرمایه‌داری تحت عنوان «سرمایه‌داری بر مبنای مدیریت پول» نیز شکل بگیرد.

در این شکل جدید از سرمایه‌داری، بخش قابل توجهی از خلق پول توسط بانک‌ها، به‌جای اینکه زمینه‌ساز گسترش فعالیت‌های کارآفرینانه شود صرف تحریک سفته‌بازانه بازارهای دارایی می‌شود. چنین رفتاری ذاتی اقتصاد سرمایه‌داری مبتنی بر مدیریت پول است و امکان‌پذیری آن از طریق نظام بانکداری‌ای فراهم می‌شود که نقدینگی لازم را به‌صورت درون‌زا برای تحریک این اقتصاد تولید می‌کند (Minsky, 2008, p. xxii).

1. an investment theory of the cycle and a financial theory of investment.

2. welfare-state capitalism.

کینز (۱۹۳۰) نحوه استفاده از اعتبار و به‌طورکلی معاملات را به دو بخش کلی تقسیم می‌کند: الف) معاملات مرتبط با خرید کالاها و خدمات موجود که ارزش آنها تابعی باثبات از ارزش پولی سطح تولید فعلی است (که همان GDP اسمی است)؛ ب) معاملات مالی مشتمل بر تراکنش‌های سفته‌بازانه بر کالاها و دارایی‌های سرمایه‌ای؛ ارزش این نوع معاملات هیچ ارتباطی با سطح تولید فعلی ندارد و چه‌بسا سطح قیمتی که در آنها، کالاها و دارایی‌های سرمایه‌ای معامله می‌شود کاملاً متفاوت از قیمت مبادله کالاها و خدمات مصرفی باشد. کینز این پدیده را نتیجه عملکرد هم‌زمان تأمین‌کنندگان اعتبار، سفته‌بازان و سرمایه‌گذاران می‌داند (Keynes, 1930, pp. 41-43).

۳-۱-۲. سرریز تورم قیمت دارایی‌های سرمایه‌ای به شاخص قیمت مصرف‌کننده

حال سؤال این است که آیا این امکان وجود دارد که تورم در قیمت دارایی‌های سرمایه‌ای به شاخص قیمت سبد مصرف‌کننده سرریز کند؟ پاسخ مثبت است و این سرریز می‌تواند از کانال‌های متعددی رخ دهد. افزایش ثروت دائمی اولین کانال است. هر تغییر در قیمت مسکن به‌طوری‌که دائمی فرض شود می‌تواند باعث افزایش ثروت ادراکی صاحبان مسکن شود. ادبیات تجربی نشان می‌دهد که یکی از مهم‌ترین شاخص‌های توضیح‌دهنده مصرف، میزان ثروت است؛ بنابراین هر افزایشی در سطح ثروت می‌تواند به افزایش مصرف منجر شود.

اما این مصرف باید از یک محل جدید تأمین مالی شود که دوروش متصور است: الف) یک روش آن است که مصرف جدید، از محل پس‌انداز پیشین تأمین مالی شود (اگر فرض کنیم که ثروت هر فرد عبارت است از جمع ارزش دارایی‌های سرمایه‌ای وی به‌علاوه سپرده بانکی، با افزایش ارزش قیمت مسکن، فرد ترجیح می‌دهد بخشی از سپرده بانکی خود را به افزایش مصرف اختصاص دهد). به میزانی که پول جدید (میزان پولی که از M_2 به M_1 تبدیل می‌شود) صرف خرید کالاها و مصرفی می‌شود قیمت‌ها افزایش می‌یابد؛ اما باید دانست که افزایش در مصرف از این کانال بستگی به میزان پس‌انداز هر فرد دارد؛

ب) به‌جای استفاده از پس‌انداز، فرد می‌تواند به‌واسطه افزایش قیمت مسکن خود، اقدام به قرض‌گیری جدید از بانک کند. بانک نیز با مشاهده افزایش در قیمت وثیقه (مسکن) با خیال آسوده و با رغبت بیشتر، نسبت به بسط اعتبار اقدام می‌کند. در کانال دوم، افزایش قیمت مسکن از طریق تأثیر بر دستمزد کارگران باعث افزایش در تورم قیمت مصرف‌کننده می‌شود. روند به این صورت است که افزایش قیمت مسکن، مؤجران را به سمت افزایش اجاره‌بها و با هدف حفظ نرخ عایدی پیشین ترغیب می‌کند. افزایش در اجاره‌بها و قیمت مسکن، کارگران فاقد مسکن را مجبور به

پیشنهاد دستمزد بالاتر در جهت حفظ سطح معیشت پیشین می‌کند. اینکه تقاضای کارگران نسبت به افزایش دستمزد، تا چه حد عملیاتی شود، به عوامل متعدد بستگی دارد؛ اما چنانچه افزایش دستمزد رخ دهد تابع هزینه تولید بنگاه روبه‌بالا جابه‌جا می‌شود و در نتیجه، مصرف‌کنندگان با قیمت‌های بالاتر کالاها و خدمات مواجه خواهند شد (Jackson & Dyson, 2012, pp. 84-86).

۳-۲. پس از بروز نشانه‌های اولیه بحران

پس از بروز نشانه‌های اولیه بحران مالی، فروش دارایی‌های سرمایه‌ای به منظور بازپرداخت بدهی‌ها در دستور کار قرار می‌گیرد. افزایش ناگهانی عرضه دارایی‌های سرمایه‌ای به بازار در کنار کاهش تقاضای خرید این دارایی‌ها (به دلیل افزایش نرخ بهره و در نتیجه، افزایش هزینه قرض‌گیری از بانک) زمینه را برای کاهش قابل توجه قیمت دارایی‌های سرمایه‌ای فراهم می‌کند. در نتیجه نه فروش دارایی‌های سرمایه‌ای نه جریان درآمدی تولیدشده از محل دارایی‌ها، کفاف بازپرداخت بدهی‌های بانک را نخواهد داد. عدم امکان بازپرداخت بدهی‌ها باعث افزایش میزان وام‌های غیرجاری و به دنبال آن، ایجاد مشکل در سمت دارایی ترانزاکشن بانک‌ها می‌شود. این رویداد ابتدا باعث انقباض قابل توجه اعتباردهی می‌شود و در ادامه بانک را در معرض ورشکستگی قرار می‌دهد.

در پژوهش‌های متعددی به این موضوع اشاره شده است که حجم بدهی‌های غیرجاری^۱ نظام بانکی به حجم کل بدهی می‌تواند نشانه‌ای پیش‌نگر و هشداردهنده نسبت به وقوع بحران مالی^۲ باشد (Cheang, 2009, Rohn et. al, 2015, Davis, 2008). در این شرایط مقام سیاست‌گذار پولی در مورد بانک‌های ناتراز و در معرض ورشکستگی دو انتخاب دارد: الف) عدم حمایت از این بانک‌ها و الزام آنها به آغاز روند ورشکستگی و ب) حمایت از بانک‌ها از محل منابع عمومی باهدف جلوگیری از ورشکستگی. نکته بسیار مهم آن است که انتخاب بین این دو گزینه به دلیل ویژگی‌های ذاتی نظام پولی و بانکی و نسبت آنها با دیگر بخش‌های اقتصاد بسیار دشوار است.

بعضی از نهادهای مالی (به‌طور خاص بانک)، در بعد ملی یا بین‌المللی، از نظر حجم ترانزاکشن و گستره فعالیت در بازارهای مختلف، به حدی بزرگ^۳ هستند که ورشکسته شدن آنها، پیامدهای بسیار بزرگی برای اقتصاد ملی یا دیگر کشورها خواهد داشت. دقیقاً همین ویژگی است که زمینه را برای کژمنشی^۴ و ریسک‌پذیری‌های گسترده آنها فراهم می‌کند. نکته دیگر در مورد نظام مالی،

1. Nonperforming Loan.

2. Early warning indicators of financial crisis.

3. «too big to fail».

4. Moral hazard.

درهم‌تندگی گسترده بازیگران اصلی این بخش یعنی بانک‌هاست و این درهم‌تندگی،^۱ مشتمل بر ارتباط مستقیم و غیرمستقیم این نهادهاست. ارتباط مستقیم بین نهادهای مالی در نتیجه تعهدات قراردادی متقابل نظیر مالکیت، وام‌دهی (به‌طور خاص وام‌دهی و قرض‌گیری در بازار بین‌بانکی) و معامله مشتقات مالی پدید می‌آید. سرمایه‌گذاری هم‌زمان بانک‌ها در یک حوزه خاص نظیر مسکن، اوراق قرضه دولتی، تجارت خارجی (کالاهای خاص) و... نیز می‌تواند سطوحی از درهم‌تندگی غیرمستقیم نظام بانکی را ایجاد کند. تجمیع ارتباط مستقیم و غیرمستقیم بانک‌ها با یکدیگر و به بیان بهتر، درهم‌تندگی پیچیده این نظام باعث خواهد که سرنوشت بانک «الف» به‌طور وثیق به سرنوشت بانک «ب» و به‌طور کلی به سرنوشت نظام بانکی گره بخورد (Rohn et. al, 2015, pp. 9–10).

درحقیقت، مقام سیاست‌گذار پولی در زمان بروز نشانه‌های اولیه بحران مالی مانند ناترازی قابل توجه در ترازنامه بانک‌ها، در مقام انتخاب بین «بد» و «بدتر» با هزینه‌های اجتماعی متفاوت قرار می‌گیرد که یا باید از منابع حاصل از مالیات‌ستانی به نجات بانک‌های معسر بپردازد یا باید اجازه دهد روند ورشکستگی بانک‌های ناتراز و نقدی‌سازی دارایی‌های^۲ آنها از محل حراج^۳ آغاز شود. هزینه‌های اجتماعی انتخاب اول عبارت است از: استفاده از منابع مالیاتی (از جیب پرداخت‌کنندگان مالیات) در جهت بازسازی بخش دارایی ترازنامه بانک‌های معسر به‌علاوه تضمین جریان ورودی موقت و جوه به این نهادها تا زمان تثبیت مجدد جایگاه در بازارهای اعتباری.

البته هزینه دیگری را نیز باید مدنظر قرار داد که عبارت است از کژمنشی پیشینی (پیش از دریافت بسته نجات) و پسینی بانک معسر در نتیجه دریافت بسته نجات. در مقابل، هزینه اجتماعی انتخاب دوم بسیار بیشتر است. این هزینه‌ها عبارت‌اند از: کاهش قابل توجه ارزش دارایی‌ها در نتیجه عرضه گسترده دارایی‌های بانک‌های معسر به بازار و حراج آنها جهت تأمین نقدینگی، افزایش بی‌اعتمادی عمومی به دیگر بانک‌ها (اعم از بانک‌های سالم و بانک‌های در معرض خطر اعسار) و ایجاد صف تقاضا برای تبدیل سپرده بانکی به دارایی‌هایی سرمایه‌ای و سرانجام ایجاد ریسک گسترده بی‌ثباتی نظام مالی (Guynn, 2012, P.129).

۳-۳. بروز بحران فراگیر و سرایت آن به دیگر بخش‌های اقتصاد

پس از بروز نشانه‌های اولیه بحران بانکی مانند ناترازی گسترده در ترازنامه بانک‌ها، کاملاً محتمل است که بحران بانکی فراگیر شود. فراگیری بحران بانکی یا می‌تواند ناشی از عدم مداخله دولت در

1. «too interconnected to fail», «too systemically important to fail».

2. liquidation of the assets.

3. Firesale.

نجات بانک‌های معسر بوده یا می‌تواند نتیجه حجم گسترده ناترازی در سیستم بانکی و ناتوانی دولت در حل و فصل آنها باشد. در این شرایط، سرایت شکنندگی بخش مالی به دیگر بخش‌ها امری کاملاً محتمل است که در ادامه در مورد انواع آنها توضیح اجمالی ارائه می‌شود.

۳-۳-۱. سرایت شکنندگی نظام بانکی به بخش غیرمالی (ترازنامه خانوار و شرکت‌های غیرمالی)

رشد سریع و فزاینده اعتبارات پیش از بروز بحران بانکی، سطح بدهی بخش غیرمالی و آسیب‌پذیری این بخش را افزایش می‌دهد. پس از بروز بحران، بخش بانکی کژکارکرد شده و پدیده انقباض اعتباری^۱ رخ می‌دهد. این رویداد، بنگاه‌ها را دچار مشکل تأمین نقدینگی می‌کند. همچنین، در چنین شرایطی به دلایلی مانند بدبینی نسبت به آینده، افزایش قابل توجه نسبت بدهی به دارایی اولیه^۲ و تلاش برای بازسازی ترازنامه، بنگاه‌ها با مشکل مضاعف تأمین مالی مواجه می‌شوند. حتی اگر بنگاه راغب باشد که با وجود مشکلات خود، اقدام به تأمین مالی کند با نرخ‌های بهره بسیار بالا مواجه خواهد شد. در نتیجه، تمرکز بنگاه بر بازپرداخت بدهی‌های پیشین در همراهی با کاهش حجم سرمایه‌گذاری، نتیجه‌ای نخواهد داشت جز کاهش تولید، اشتغال و دستمزد. در ادامه این روند، حجم تقاضای کل اقتصاد کاهش خواهد یافت و این امر باعث خواهد شد که حتی بنگاه‌های سالم (بنگاه‌هایی که هم‌جهت با رونق حساب‌گونه ناشی از بسط اعتبار حرکت نکرده‌اند) نیز دچار مشکل شوند (Jackson & Dyson, 2012, p. 90).

۳-۳-۲. سرایت شکنندگی نظام بانکی به بخش عمومی

نااطمینانی در مورد سلامت بخش بانکی و به دنبال طراحی بسته‌های مالی نجات بانکی توسط دولت، اطمینان مردم را در مورد توانایی دولت در بازپرداخت بدهی‌های خدشه‌دار می‌کند. در نتیجه، در معامله اوراق قرضه دولتی، خریداران، صرف ریسک بیشتری را طلب می‌کنند^۳ که بازخورد این اتفاق به بخش بانکی اصابت می‌کند؛ زیرا معمولاً بانک‌ها مقادیر گسترده‌ای از اوراق قرضه دولتی را در اختیار دارند. در نتیجه، حمایت ضمنی دولت از بخش بانکی معسر باعث خواهد

1. Credit crunch

2. Debt to equity ratio

3. Risk premium

شد که توانمندی مالی^۱ دولت هم در واقعیت و هم در ادراک عمومی جامعه در معرض تهدید قرار بگیرد (Rohn et. al, 2015, p. 10).

۴. دلالت‌های پژوهش برای اقتصاد ایران

پژوهش‌های متعددی به رابطه هم‌جهت میان چرخه‌های اعتباردهی بانکی و میزان سفته‌بازی در اقتصاد ایران اشاره کرده‌اند (سیدنورانی، ۱۳۹۳، طیب‌نیا، ۱۳۹۸، صادقی و همکاران، ۱۴۰۰). اشتراک نگاه بانک و سفته‌باز در مشاهده فرصت‌های کسب سود از ناحیه سفته‌بازی، عامل اصلی شکل‌گیری حباب‌های سفته‌بازانه است. در این مورد، اساساً تفاوتی میان اقتصاد ایران و دیگر اقتصادها وجود ندارد.

به‌دیگرسخن، دلالت اصلی پژوهش آن است که به هر میزانی که نظام بانکداری ایران، تشابه بیشتری با بانکداری نظام سرمایه‌داری مبتنی بر پول پیدا کند آنگاه مصادیق تزامن منابع بانک و جامعه و تواتر آنها گسترده‌تر خواهد بود. بروز صعود و نزول‌های انفجاری در اقتصاد، افزایش قابل توجه قیمت دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی و سرانجام شکاف درآمدی گسترده از مصادیق آن تزامن خواهد بود. دو نکته مهم قابل ذکر است:

۱. عملکرد نظام بانکی ایران را نباید براساس پارامترهایی مانند میزان پرداخت وام قرض‌الحسنه و ازدواج و همچنین، مقادیر اسمی وام‌دهی به بخش‌های اقتصادی مورد سنجش قرار داد؛ بلکه مبنای اصلی قضاوت در مورد این نظام بانکی باید میزان، گستره زمانی و عمق هم‌جهتی میان چرخه‌های اعتباردهی بانکی و حجم سفته‌بازی در اقتصاد ایران باشد؛

۲. همان‌طورکه توضیح داده شد مهم‌ترین ویژگی نظام سرمایه‌داری مبتنی بر مدیریت پول، خلق منعطف اعتبار و تمهید آن جهت ورود به بازار کالاهای ازپیش تولیدشده است؛ ازاین‌رو به نظر می‌رسد برای مقابله با این رویداد اقداماتی به شرح زیر مناسب خواهد بود: الف) ارتقای حکمرانی در حوزه ریال؛^۲ ب) وضع مالیات بر عایدی حاصل از افزایش قیمت دارایی‌های سرمایه‌ای در راستای تحقق عدالت توزیعی و جلوگیری از انباشت و تکاثر سرمایه غیرمولد.

1. public solvency

۲. برای مطالعه بیشتر به گزارش مرکز پژوهش‌های مجلس با عنوان «ارتقای حکمرانی در حوزه ریال: مروری بر تکالیف قانونی دستگاه‌ها» به شماره مسلسل ۱۷۱۹۰ مراجعه کنید.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این پژوهش توضیح داده شد که برخلاف فهم دانش متعارف اقتصاد، ساخت فعلی نظام بانکی، این امکان را دارد که پول قانونی را از طریق رویه پرداخت وام به قرض‌گیرندگان و به صورت درون‌زا بسط دهد. سپرده ایجادشده در نتیجه وام، یک بدهی خصوصی است که در آن قرض‌گیرنده، بدهکار و بانک بستانکار است. به موازات انتقال آن سپرده از حساب قرض‌گیرنده به حساب شخص ثالث، بدهی خصوصی تبدیل به پول عمومی می‌شود؛ از این رو می‌توان گفت اقتصاد سرمایه‌داری یک مکانیسم اجتماعی را شکل داده است که در آن، قراردادهای اعتبار-بدهی خصوصی، به صورت مداوم، تبدیل به پول رایج می‌شود.

گزاره یادشده حاوی دلالت‌های مهمی است. مهم‌ترین دلالت آن است که پول یک منبع قدرت است و صاحب این قدرت زیربنایی، شخص یا نهاد کنترل‌کننده خلق پول در اقتصاد است. دلالت دیگر پژوهش آن است که تفاوت در توصیه‌های سیاستی مکاتب نظری در موضوع پول و بانک را نباید صرفاً اختلاف سلیقه دانست؛ بلکه این اختلاف‌ها در بنیان‌های نظری ریشه دارند. درحقیقت، این زاویه نگاه به موضوع، وجه تمایز پژوهش حاضر با دیگر پژوهش‌ها است.

نتیجه آنکه در «سرمایه‌داری مبتنی بر مدیریت پول» از اساس منافع بانک و جامعه در تزاخم با یکدیگر هستند. این نتیجه مهم بر پایه تبیین مینسکی از پویایی روابط بانک و نگاه به دست آمده است. در نگاه وی، سازوکارهای درونی اقتصاد سرمایه‌داری مبتنی بر مدیریت پول و به‌ویژه نحوه تعامل بنگاه و بانک باعث می‌شود که «ثبات زمینه‌ساز بی‌ثباتی شود»^۱. این روند تکرارشونده، زمینه بروز تزاخم منافع بانک و جامعه را پدید می‌آورد. در بخش چهارم پژوهش نیز مصادیق تزاخم منافع بانک و جامعه در سه مقطع زمانی تکرارشونده بررسی شد: ۱. پیش از بروز نشانه‌های اولیه بحران مالی؛ ۲. پس از بروز نشانه‌های اولیه بحران مالی و ۳. بروز بحران مالی فراگیر و سرایت آن به دیگر بخش‌های اقتصاد.

1. Stability is destabilizing

منابع

۱. سیدنورانی، سیدمحمد رضا (۱۳۹۳)، «بررسی سفته‌بازی و حباب قیمت مسکن در مناطق شهری ایران»، پژوهش‌نامه اقتصادی، ش ۵۲، ص ۴۹-۶۸.
۲. صادقی، عبدالرسول؛ حسین مرزبان، علی حسین صمدی و کریم آذربایجانی (۱۴۰۰)، «رابطه میان بازار سرمایه، سپرده‌های بانکی و سفته‌بازی ارزی: با تأکید بر نقش نرخ بهره در اقتصاد ایران»، پژوهش‌های اقتصاد ایران، ش ۸۷، ص ۴۱-۷۶.
۳. طیب‌نیا، علی؛ محسن مهرآرا و آزاده اختری (۱۳۹۸)، «حباب سفته‌بازی عقلایی در نرخ غیررسمی ارز ایران و بحران‌های ارزی: رویکرد تغییر رژیم مارکف با احتمالات انتقال متغیر»، پژوهش‌نامه اقتصادی، دوره ۱۹، ش ۷۴، ص ۱۱۱-۱۶۴.
4. Blanchard, O. A., Blanchard, O. J., & Fischer, S. (1989), *Lectures on macroeconomics*, MIT press.
5. Campbell, J. L. (2010), *Neoliberalism in crisis: Regulatory roots of the US financial meltdown*, In *Markets on Trial: The Economic Sociology of the US Financial Crisis: Part B* (pp. 65–101). Emerald Group Publishing Limited.
6. Cheang, N. (2009), "Early warning system for financial crises", *Macao Monetary Research Bulletin*, 11, 61–77.
7. Crotty, J. (2008), "If financial market competition is intense, why are financial firm profits so high? Reflections on the current 'golden age' of finance", *Competition & Change*, 12(2), 167–183.
8. Daniel, B. C., & Jones, J. B. (2007), "Financial liberalization and banking crises in emerging economies", *Journal of international Economics*, 72(1), 202–221.
9. Davidson, P. (2006), "Exogenous versus endogenous money: the conceptual foundations", *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory, Cheltenham and Northampton*: Edward Elgar, 141–149.
10. Goodhart, C. A. E. (1989), *Disintermediation*, In John Eatwell, Murray Milgate, & Peter Newman (Eds.), *The new Palgrave money*. Basingstoke: Macmillan.
11. Hellwig, M. F. (2000), "Financial intermediation with risk aversion", *The Review of Economic Studies*, 67(4), 719–742.
12. Ingham, G. (2004), *The nature of money*, polity.

13. Keynes, John Maynard (2018 [1936]), *The general theory of employment, interest, and money*, London: Palgrave Macmillan.
14. Kindleberger Keynes, J. M. (1930), *Treatise on money: Pure theory of money*, Vol. I.
15. Kindleberger, C. P., & Aliber, R. Z. (2005), *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, John Wiley & Sons, Inc.
16. Krugman, Paul R., & Obstfeld, Maurice (2000), *International Economics, Theory and Policy*, Reading, MA: Addison–Wesley Publishing Company.
17. Lainà, P. (2018), *Full–Reserve Banking: Separating Money Creation from Bank Lending*, Publications of the Faculty of Social Sciences.
18. Macleod McLeay, M., Radia, A., & Thomas, R. (2014), "Money creation in the modern economy", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1.
19. Minsky, H. P. (1982), *The financial–instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy*.
20. Minsky, H. P., & Kaufman, H. (2008), *Stabilizing an unstable economy* (Vol. 1), New York: McGraw–Hill.
21. Mishkin, F. S. (2004), *The economics of money, banking, and financial markets*, Pearson education.
22. Palma, J. G. (2009), "The revenge of the market on the rentiers. Why neo–liberal reports of the end of history turned out to be premature", *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 829–869.
23. Röhn, O., Sánchez, A. C., Hermansen, M., & Rasmussen, M. (2015), *Economic resilience: A new set of vulnerability indicators for OECD countries*.
24. Wray, L. R. (1990), *Money and credit in capitalist economies*, Books.
25. Wray, L. R. (2015), *Why Minsky matters: An introduction to the work of a maverick economist*, Princeton University Press.