

## جناب آقای دکتر سیف رییس محترم بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

باسلام واحترام:

به استحضار می‌رساند در پی اقدام اخیر بانک مرکزی در انتشار اوراق مشارکت ۶ ماهه با نرخ ۲۳٪، نوساناتی در بازار پولی و بانکی کشور ایجاد شده است که افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی یکی از نتایج آن است. با اجرای این سیاست، اولین قربانی افزایش نرخ سود سپرده های بانکی، بخش‌های مولد اقتصاد خواهد بود و در نتیجه رکود فعلی اقتصاد ایران تشدید خواهد شد. با توجه به هزینه های بالای انتشار این اوراق بر اقتصاد کشور، در ادامه نکاتی در رابطه با اهداف این اقدام بانک مرکزی خدمت جنابعالی بیان می‌شود.

### ۱- کنترل حجم نقدینگی و تورم

مدیرکل محترم اقتصادی بانک مرکزی کاهش حجم نقدینگی در کوتاه مدت و کاهش تورم را علت اصلی انتشار این اوراق مطرح کرده‌اند. به گفته ایشان در پی انتشار این اوراق، پایه پولی ۳,۰۶ درصد کاهش یافته و این موضوع باعث می‌شود ۲,۷ درصد از سطح تورم، کاسته شود.<sup>۱</sup> بنابر اظهارات جناب آقای اکرمی، منابع مالی جمع آوری شده به پروژه های سودآور داخلی یا خارجی تخصیص می‌یابد. در این خصوص ضروری است نکات زیر مورد توجه سیاست‌گذاران قرار گیرد:

- اگر هدف، کاهش نقدینگی و اعمال سیاست پولی انقباضی است، انتشار هر نوع اوراق مشارکت، منجر به تغییر حجم نقدینگی نخواهد شد و تنها منجر به هدایت نقدینگی جهت تامین مالی پروژه‌های خاص می‌شود. لذا در این موضوع هیچ تفاوتی بین اقدام بانک مرکزی و شرکت های دولتی و خصوصی وجود ندارد و تنها فرق انجام این کار توسط بانک مرکزی این است که در مقام سیاستگذار پولی نرخ پایه اوراق مشارکت را از ۲۰ درصد به ۲۳ درصد افزایش داده است.

البته در صورت انسداد منابع مالی فوق توسط بانک مرکزی، این اقدام دیگر انتشار اوراق مشارکت نیست، بلکه شبیه اقدامات بانک‌های مرکزی دیگر کشورها در خرید و فروش اوراق قرضه دولتی<sup>۲</sup> در فرآیند عملیات بازار باز<sup>۳</sup> است. انسداد این منابع، نقدینگی را به اندازه حجم انتشار اوراق در ضریب فزاینده، کاهش می‌دهد. البته این کاهش حدوداً ۱۷ هزار میلیارد تومانی نقدینگی، مقطعی است چرا که بانک مرکزی بایستی از محل پول پر قدرت، علاوه بر منابع "قرض" گرفته شده از مردم، در سررسید مبلغ ۳۴۵ میلیارد تومان دیگر نیز طی مدت ۶ ماه پرداخت نماید. این

روزنامه دنیای اقتصاد- ۱۳۹۲/۱۱/۲۳

Government Bond  
Open Market Operation

افزایش ۳۴۵ میلیاردی پایه پولی به صورت دائمی است و ۲ هزار میلیارد تومان نقدینگی کل را نسبت به حالت اولیه افزایش می دهد.

- بر اساس تئوری های اقتصادی، منشاء نقدینگی در اقتصاد دو عامل اساسی پایه پولی و ضریب فزاینده<sup>۴</sup> است. بر این اساس و بنابر اعلام مدیر کل محترم اقتصادی بانک مرکزی نقدینگی از ۴۷۳ هزار میلیارد تومان در خرداد ۹۲ طی ۵ ماه در پایان آذر به ۵۳۰٫۷ هزار میلیارد تومان رسیده است. با توجه به افزایش ضریب فزاینده از ۵٫۰۹۹ به ۵٫۴۸۷ در این مدت، ۳۸ هزار میلیارد تومان از افزایش نقدینگی صرفا از محل افزایش ضریب فزاینده بوده است<sup>۵</sup> و منافع حاصل از این افزایش نقدینگی عمدتا متوجه سیستم بانکی گردیده است و این روند همچنان ادامه دارد.

صرف نظر از درستی هر کدام از سناریوهای فوق در انتشار اوراق مشارکت، سوال این است که چرا بانک مرکزی باید هزینه افزایش نقدینگی متاثر از افزایش ضریب فزاینده را بپردازد؟ آیا افزایش توان نظام بانکی در خلق پول و نقش ضعیف و رو به افول بانک ها در تخصیص و هدایت منابع مالی به بخش های مولد، لزوم نظارت بیشتر بانک مرکزی بر فعالیت های بانکی را نمایان نمی سازد؟ بانک مرکزی می توانست به جای اتخاذ سیاست پولی انقباضی از طریق انتشار اوراق مشارکت، به کاهش ضریب فزاینده از طریق افزایش نرخ ذخیره قانونی<sup>۶</sup> بانک ها نزد بانک مرکزی، بپردازد.

## ۲- افزایش نرخ سود بانکی

یک امکان دیگر نیز در این رابطه وجود دارد و آن مجوز ضمنی بانک مرکزی به بانک ها و موسسات مالی برای افزایش نرخ سود سپرده هاست. برخی از کارشناسان اقتصادی معتقدند تا زمانیکه نرخ سود سپرده ها، حداقل به اندازه نرخ تورم نباشد، انگیزه لازم برای سپرده گذاری منابع مالی از سوی مردم در بانک ها وجود نخواهد داشت. صرف نظر از اینکه نرخ بهینه سود سپرده ها چگونه باید تعیین شود، اقدام بانک مرکزی در انتشار اوراق مشارکت مذکور با نرخ ۲۳ درصد، عملا موجب افزایش نرخ سود سپرده در تمامی بانک های کشور گردید. افزایش نرخ سپرده ها پس از این اقدام در تمامی بانک های دولتی و خصوصی به صورت مختلف قابل رویت است. این مساله در شرایط جاری که بسیاری از واحدهای تولیدی با مشکل سرمایه در گردش روبرو هستند، نه تنها کمکی به تولید نمی کند که با افزایش هزینه های تولید، مشکلات واحدهای تولیدی را بیشتر خواهد کرد زیرا اولاً هیچ تضمینی وجود ندارد که با فرض تجهیز منابع، این منابع به تولید تخصیص داده شود زیرا تمام سیاست های بانک مرکزی در این خصوص صرفا توصیه ای است. ثانياً با توجه به معافیت این اوراق از مالیات و در کنار آن اعمال نرخ ۲۵٪ مالیات بر سود شرکت ها، در صورت عدم ریسک فعالیت های اقتصادی، لازم است این فعالیت ها از سود حداقل ۳۴٪ برخوردار باشند تا فعالیت اقتصادی با فرض ریسک

Broad money = Monetary base \* Money multiplier

اظهارات مدیر کل اقتصادی بانک مرکزی در تاریخ ۵ بهمن و ۱۳ مرداد ۹۲ در گفتگو با خبرگزاری فارس

Required Reserve Ratio

صفر درصد صورت پذیرد به عبارت دیگر بانک مرکزی با این اقدام خود عملاً انگیزه سرمایه گذاری را کاهش داده که نتیجه آن تشدید رکود فعلی خواهد بود.

لازم به ذکر است که در کشورهای با تورم بالا، معمولاً از سیاست‌های ترکیبی برای مهار تورم و رکود استفاده می‌شود که در پی آن مالیات بر سود بخش‌های نامولد و فعالیت‌های سفته بازان افزایش یافته و جذابیت فعالیت‌های مولد از طریق کاهش میزان مالیات و یا پرداخت تسهیلات و یارانه افزایش می‌یابد. سوال این است که چرا همزمان با اجرای این سیاست پولی، دولت هیچ‌گونه ملاحظه دیگری را همچون سیاست‌های مالی و مالیاتی تقویت شده در نظر نگرفته است و بانک مرکزی نیز هماهنگی را با دولت در این زمینه ایجاد نکرده است. کاهش تورم از طریق دامن زدن به رکود کار ساده‌ای که هرکس اگر ۸ واحد اقتصاد کلان خوانده باشد می‌تواند آن را اجرا کند، لکن بر اساس تجربیات جهانی روش‌هایی وجود دارد که با اتکا به آن در اقتصاد رونق غیرتورمی ایجاد می‌گردد، در صورت علاقمندی جناب عالی می‌توان به صورت حضوری راهکارهای کنترل تورم و افزایش رونق در تولید به صورت همزمان را ارائه نمود.

### ۳- تثبیت نرخ ارز

هدف دیگر انتشار اوراق مشارکت، می‌تواند جلوگیری از کاهش نرخ ارز باشد. در این صورت دو سوال اساسی پیش خواهد آمد. اول اینکه آیا بانک مرکزی درصدد حفظ نرخ کنونی ارز (حدود ۳۰۰۰ تومان) است؟ اگر این چنین است چرا صریحاً آن را اعلام نمی‌کند. برخی بانک‌ها به هنگام بروز شوک ارزی، بخش عمده‌ای از منابع ریالی خود را به دلار تبدیل کرده‌اند، این اقدام از یک سو موجب تشدید نوسانات در بازار ارز شد و این بانک‌ها سود قابل توجهی از این اقدام بردند از سوی دیگر مطابق بر قوانین مصوب، بانک‌ها موظف به پرداخت نرخ ذخیره قانونی در حساب‌های ارزی خود نیستند. هم‌اکنون با کاهش نوسانات ارزی و افزایش عرضه ارز خریداری شده توسط سفته بازان، نرخ ارز کاهش خواهد یافت و در نتیجه، این بانک‌ها ممکن است بخواهند منابع خود را در بخش دیگری وارد کنند. از این رو ممکن است هدف بانک مرکزی از انتشار اوراق مشارکت، تامین منابع برای خرید اضافه عرضه ارز در بازار باشد. افزایش قیمت ارز در چند روز اخیر می‌تواند مویب این مطلب باشد که البته خود دارای تأثیرات تورمی است.

آیا در بین سیاست‌های مختلفی که به منظور پیاده‌سازی این هدف می‌توان تعریف کرد، سیاست تامین منابع ریالی از طریق فروش اوراق مشارکت بهترین گزینه است؟ آیا راهکارهایی در این زمینه وجود ندارد که بر اساس آن این ارزها را به خریدهای ارزی مواد اولیه یا کالاهای سرمایه‌ای مورد نیاز بخش‌های تولیدی تخصیص داد؟

رونوشت: جناب آقای دکتر طیب نیا - وزیر محترم امور اقتصادی و دارایی

جناب آقای مهندس نعمت زاده - وزیر محترم صنعت، معدن و تجارت