

جستارهای مبین (نشریه الکترونیکی مؤسسه مطالعات و تحقیقات مبین)

ISSN 2345-2382

سال پنجم، جستار شماره ۵۰؛ انتشار ۱۳۹۶/۰۳/۲۰

چرا اوراق سازی بدهی دولت به بانکها نوشداروی شفابخش اقتصاد ایران نیست؟؛ نقدی بر پیشنهاد دکتر علی سعدوندی

حسین درودیان
پژوهشگر مؤسسه مطالعات و تحقیقات مبین

مشخصات کتاب شناختی این اثر:

درودیان ، حسین (۱۳۹۶). « چرا اوراق سازی بدهی دولت به بانکها نوشداروی شفابخش اقتصاد ایران نیست؟؛ نقدی بر پیشنهاد دکتر علی سعدوندی، جستارهای مبین (نشریه الکترونیکی مؤسسه مطالعات و تحقیقات مبین)، سال پنجم، جستار شماره ۵۰. نشانی دسترسی اینترنتی:

<http://jostar.mrsi.ir/Vol.5/jostar50.pdf>

مؤسسه مطالعات و تحقیقات مبین

<http://www.mrsi.ir>

Email: info@mrsi.ir

نشریه الکترونیکی «جستارهای مبین»، به طور خاص برای انتشار بخشی از تأملات و تحقیقات پژوهشگران رویکرد «توسعه تعالی بخش» انتشار می‌یابد؛ ولی موضوع عام این نشریه «مسئله توسعه» است؛ و آثار تألیفی و ترجمه‌ای که با رویکردهای مختلف در موضوع توسعه به نگارش درآمده‌اند نیز در آن منتشر می‌شود. برای دسترسی به مقالات نشریه الکترونیکی «جستارهای مبین» به سایت این نشریه مراجعه کنید.

<http://www.jostar.mrsi.ir>

Email: jostar@mrsi.ir

چرا اوراق‌سازی بدهی دولت به بانک‌ها نوشداروی

شفابخش اقتصاد ایران نیست؟؛ نقدی بر پیشنهاد دکتر علی سعدوندی

حسین درودیان

این نوشته صرفاً می‌تواند برای محققین پولی و علاقه‌مندان به مباحث فنی و تخصصی در اقتصاد با گرایش پولی-بانکی جالب‌توجه باشد. در این متن به تفصیل به نقد و ارزیابی پیشنهاد آقای دکتر علی سعدوندی در باب نحوه خروج از بحران بانکی پرداخته می‌شود که مرکز ثقل آن تأکید بر اوراق‌سازی بدهی دولت به بانک‌هاست. البته پیشنهاد اوراق‌سازی بدهی دولت، عمومیتی نسبی یافته و به‌طور متناوب توسط دسته‌ای از محققین مورد تأیید و تأکید قرار می‌گیرد. این نقد جدا از نشان دادن ضعف‌های اختصاصی در تحلیل ایشان، همچنین، کلیت این ایده را بخصوص برای شرایط فعلی کشور مورد نقد و ارزیابی قرار می‌دهد. علاوه بر این لازم به ذکر است که ایشان از محدود کارشناسانی است که با علم به وجود بحرانی نهفته در نظام بانکی درصدد ارائه راهکار برون‌رفت برآمده است. به‌زعم ما و بر اساس استدلالاتی که در پی خواهد آمد، راهکار اساسی مدنظر ایشان قادر به حل و فصل بحران نبوده چراکه از خلأهای نظری و همچنین عدم برداشت‌های صحیح از شرایط واقعی نظام بانکی رنج می‌برد.

وقوف به اصل معضل به ابعاد آن واقف نیستند. به‌علاوه برداشت ناقص نسبت به علل و ریشه‌های بروز بحران نیز بخش اصلی و مهم دیگری از ضعف‌های مشهود تحلیلی در زمینه بحران بانکی است. در مقام مقایسه، در فهم این محقق ارجمند از وجود بحران بانکی و علل بروز آن، به‌طور مشهودی تقدم و پیشگامی نسبت به سایرین مشاهده می‌شود. لذا جای این تذکر مهم وجود

پیش‌تر باید متذکر شد که اختلاف اساسی که در این نوشته به آن پرداخته می‌شود، مربوط است به نحوه علاج بحران بانکی. این مباحثه در شرایطی صورت می‌پذیرد که هنوز عده زیادی از اقتصاددانان و مسئولان دخیل در سیاست‌گذاری اقتصادی، یا درکی از وجود بحرانی جدی در نظام بانکی نداشته و صرفاً آن را به مشکل نقدینگی چند بانک یا مؤسسه کوچک فرو می‌کاهند؛ یا در عین



این کار موجب کاهش نرخ بهره حقیقی، تبدیل سپرده‌های عظیم مدت‌دار به جاری و گردش بیشتر پول خواهد شد که نرخ تورم را به شدت بالا می‌برد. راه دیگر برای افزایش ارزش دارایی‌ها، تمرکز بر بخشی از دارایی بانک‌ها و بازاری کردن و انتقال نقدینگی (تورم) به آن است تا شکاف دارایی-بدهی با افزایش در ارزش آن جبران شود. در میان دارایی‌های بانکی، «بدهی‌های دولتی»، که حداقل ۲۰ درصد و حداکثر ۶۰ درصد کل دارایی‌های بانک‌ها را شامل می‌شوند، قابلیت خوبی برای بازاری کردن دارند. با اوراق‌سازی این بدهی و عرضه آن‌ها به بازار و تزریق محدود منابع بانک مرکزی، این بخش از دارایی‌ها با اتخاذ سررسید مناسب افزایش ارزش یافته و ترازنامه بانک‌ها را به تعادل می‌رساند. برای تحقق این هدف صرفاً نیاز به تزریقی محدود از منابع پول پر قدرت بانک مرکزی وجود دارد که با چکاندن ماشه افزایش قیمت اوراق و وعده افزایش بیشتر قیمت، همگان را به سوی خرید اوراق سوق دهد (مکانیزم ماشه). کارکرد اوراق مشابه ذخایر است با این مزیت که ارزش اوراق بر اساس مکانیزم بازار متغیر است حال آنکه ارزش ذخایر ثابت. اگر بدهی‌های دولت به بانک‌ها به اوراق تبدیل شود، با کاهش نرخ بهره ارزش اوراق افزایش خواهد یافت و همین موضوع طرف دارایی‌های بانک‌ها را رشد می‌دهد تا با طرف بدهی به تعادل برسد. رونق اقتصادی در اثر کاهش نرخ بهره نیز به خروج دارایی‌های بانکی از انجماد کمک می‌کند. بدون اوراق‌سازی و بهره‌گیری از مکانیزم بازار (افزایش قیمت اوراق با کاهش نرخ بهره) به ناچار باید به اندازه شکاف دارایی-بدهی

دارد که اکنون متأسفانه همچنان در مرحله انذار نسبت به وجود معضل، و هشدار بابت پیامدهای بی‌توجهی و تداوم آن قرار داریم. بحث پیرامون نحوه مواجهه و حل و فصل، احتمالاً اکنون از اولویت و تقدم کمتری برخوردار است، لیکن پرداختن نقادانه به موضوع راهکارهای برون‌رفت و به‌طور مشخص پیشنهاد محقق مذکور، دارای برکاتی جداگانه از حیث نظروری برای فهم بهتر واقعیات موجود است که صرف‌نظر از مسئله بحران بانکی و نحوه مواجهه با آن، از حیث نظری و خط سیاست‌گذاری برای اقتصاد کشور دارای اهمیت است.

چکیده تبیین و پیشنهاد

ابتدا باید به‌طور خلاصه بیانی کلی و ساده از تبیین و تجویز ایشان در باب بحران بانکی را بیان کنیم که به این شرح است:

"سیستم بانکی مبتلا به بحران اعسار (به معنای شکاف بین ارزش واقعی دارایی‌ها و ارزش بدهی‌ها) و همچنین بحران نقدینگی است. علت بحران اعسار رشد لاینقطع طرف بدهی بانک‌ها در شرایطی است که طرف دارایی دچار نکول است. حل این مشکل در گرو آن است که ارزش دارایی‌ها افزایش یافته یا در طرف بدهی نکول صورت گیرد. نکول طرف بدهی یا کاستن از حجم بدهی (سپرده‌ها) موسوم به نجات از درون (Bail in) با توجه به ایجاد ریسک سیستمی راهکار مطلوبی نیست. لذا باید به فکر افزایش ارزش دارایی‌ها بود. یک راه عبارت است از ایجاد تورم با هدف افزایش ارزش وثایق وام‌ها برای خروج از انجماد دارایی.



اوراق به عنوان وثیقه استفاده کرده و استقراض را با ریسک کمتری صورت دهند (ریپو=تفاهم بازخرد). از آنجاکه این نوع وام دارای پشتوانه است با کاهش پرمیوم ریسک، نرخ‌های بین بانکی باز هم بیش از پیش کاهش خواهند یافت. پس اوراق‌سازی بدهی دولت با کاهش تقاضا برای ذخایر، نرخ‌های بهره را کاهش داده و بدون عرضه ذخایر جدید که منجر به افزایش پایه پولی، نقدینگی و تورم خواهد شد نیاز بانک‌ها به وجوه نقد را رفع می‌کند. پس برای رفع نیاز بانک‌ها به ذخایر و کاهش نرخ بهره، راهکاری غیرتورمی و بدون نیاز به پول جدید وجود دارد و آن اوراق‌سازی بدهی دولت است.

نتیجه آنکه کلید اصلی گشایش بحران بانکی، چه بحران اعسار ترازنامه‌ای (شکاف دارایی-بدهی) و چه بحران نقدینگی، بازاری ساختن بدهی دولت به بانک‌هاست. با این کار نرخ‌های بهره بدون نیاز به عرضه وسیع ذخایر جدید کاهش خواهد یافت و لذا اقتصاد قادر می‌شود نرخ بهره را بدون عرضه پایه پولی و با اجتناب از تبعات جدی تورمی، در مقیاس وسیع کاهش دهد، اتفاقی که در سازوکارهای موجود ناممکن است. البته نیاز به حدی از عرضه ذخایر جدید توسط بانک مرکزی بابت خرید اوراق و چکاندن ماشه افزایش قیمت اوراق (کاهش نرخ بهره) وجود دارد، ولی این میزان بسیار کمتر از نیاز به عرضه ذخایر برای کنترل نرخ بهره در شرایط فقدان اوراق‌سازی بدهی دولت است."

روشن است که مضمون اصلی، تجویز اوراق‌سازی برای نجات بانک‌ها از بحران اعسار

ذخایر تزریق شود که با رشد دادن چندبرابری حجم نقدینگی در اثر مکانیزم ضریب فزاینده به تورم بالایی منجر خواهد شد. دیگر تفاوت ذخایر نزد بانک مرکزی و اوراق در این است که ذخایر کارکرد دیگری برای بانک نداشته و بانک‌ها همواره به محض دسترسی به ذخایر جدید از قدرت خود برای افزایش وام‌دهی و چندبرابر کردن حجم نقدینگی استفاده می‌کنند (ضریب فزاینده پولی). لذا اوراق‌سازی بدهی دولت ما را قادر می‌سازد بدون نیاز به عرضه متناسب پول پر قدرت، نرخ بهره را شدیداً کاهش دهیم.

بحران دوم یعنی بحران نقدینگی بانک‌ها ناظر بر نیاز بانک‌ها به ذخایر در بازار بین بانکی برای تسویه (با سایر بانک‌ها یا بانک مرکزی) است. کسری بانک‌ها آن‌ها را وادار به پرداخت بهره بالا به سپرده‌گذاران و حتی اضافه برداشت از بانک مرکزی کرده است. برای حل این معضل یا بانک مرکزی باید ذخایر را مستقیماً به بازار بین بانکی تزریق کند، که با ضریب فزاینده بر نقدینگی تأثیر می‌گذارد، یا باید نرخ ذخیره قانونی را کاهش دهد که با افزایش در ضریب فزاینده عملاً همان کارکرد را دارد. راهکار میان‌بر، نقدسازی بخشی از دارایی‌های بانک‌هاست. در میان دارایی‌ها «بدهی‌های دولتی» قابل نقدسازی و فاقد ریسک اعتباری است. بانک‌ها می‌توانند در صورت نیاز به نقدینگی این دارایی نقد را به فروش رسانده و از آن برای تسویه بین بانکی بهره گیرند. در این صورت جنگ قیمتی بانک‌ها برای جذب سپرده‌ها کاهش یافته و نیازی به اضافه برداشت با جریمه‌های سنگین نخواهد بود. بانک‌ها قادرند از



ترازنامه‌ای و نقدینگی است. از اشتراکات موجود در باب تبیین و علل بروز بحران بانکی و همچنین نقدهای وارده بر سایر اجزای پیشنهاد گذر کرده، و نقد و بررسی تفصیلی خود را معطوف به مضمون اصلی پیشنهاد که همان اوراق‌سازی بدهی دولت به بانک‌هاست، قرار می‌دهیم. نقد حاضر در قالب شش محور به شرح زیر ارائه می‌شود.

۱. مشابهت آثار عرضه ذخایر جدید و اوراق‌سازی

مهم‌ترین مدعا و در حقیقت شعبده تجویز آقای دکتر سعدوندی، امکان کاهش نرخ بهره بدون دامن زدن به پایه پولی از طریق سازوکار به اصطلاح "مکانیزم ماشه" در عملیات بازار باز است. این ادعا، بسیار بزرگ و شایسته توجه است. اهمیت آن زمانی فهم می‌شود که بدانیم هم‌اینک مهم‌ترین مانع برای کاهش نرخ بهره، بیم از تبعات عرضه وسیع پایه پولی و تورم است. آبشخور نرخ بهره، بازار بین‌بانکی است. بازار بین‌بانکی بازاری است برای معامله ذخایر یا پول نقد بانک‌ها که همان سپرده‌های آن‌ها نزد بانک مرکزی است. عرضه ذخایر در اختیار بانک مرکزی است و او قادر است به سادگی با فشردن بی‌هزینه دکمه کیبورد، برای بانک‌ها ذخیره ایجاد کرده و تب رقابت برای جذب ذخایر (چه به شکل استقراض در بازار

بین‌بانکی و چه به شکل رقابت برای جذب سپرده) را بخواباند^۱. این کار برای بانک مرکزی بسیار ساده است. در حقیقت بانک مرکزی می‌تواند در کمترین زمان ممکن نرخ بهره را حتی به صفر برساند. اما مشکل آنجاست که این کار تبعاتی غیرقابل چشم‌پوشی در بردارد. برای کنترل نرخ بهره و کاهش معنی‌دار آن (مثلاً تا حد نرخ تورم تک‌رقمی موجود) نیاز به عرضه وسیع پایه پولی (ذخایر^۲) وجود دارد (توجه کنید به شکاف عمیق بین نرخ تورم که بر اساس آخرین آمار در سال ۹۵ معادل ۹ درصد بوده، با نرخ بهره بانکی حدوداً ۱۸ تا ۲۰ درصدی در طرف سپرده و نرخ حدوداً ۲۸ تا ۳۰ درصدی در طرف تسهیلات). این موضوع یک تناقض اساسی و مهلک در سیاست‌گذاری پولی در وضعیت کنونی کشور رقم زده است: سیاست‌گذار باید بین رشد شدید پایه پولی (و تبعات احتمالی تورمی آن) و بالا ماندن نرخ بهره و تداوم (و تشدید) روند رکود و اعسار در اقتصاد کشور، که بیش از هر چیز در اثر شکاف نرخ بهره با عوامل بنیادین مؤثر بر بازپرداخت و در رأس

۱. البته باید متذکر شد که عرضه ذخایر بدون پشتوانه بدهی دولت در سایر کشورها دیگر مجاز نیست. ایران احتمالاً تنها مورد در جهان است که بانک مرکزی مستقیماً و بدون وجود هیچ وثیقه‌ای به بانک‌ها منابع نقد قرض می‌دهد. با وجود این، می‌توان مکانیزم‌هایی تمهید کرد که ذخایر جدید (در مسیر اجرای سیاست پولی) به پشتوانه بدهی دولت اما بدون وجود اوراق عرضه شود. باید توجه داشت عرضه پایه پولی برای هر مصرف و مقصدی که باشد (مثلاً اجرای طرح‌های عمرانی توسط دولت)، حساب ذخایر بانک‌ها نزد بانک مرکزی را پر می‌کند و لذا عرضه ذخایر مستقیم به بانک‌ها همواره بدترین استراتژی برای تزریق پایه پولی است.

۲. ذخایر بانک‌ها نزد بانک مرکزی بخش اصلی مصارف پایه پولی است. در برخی متون عملاً از ذخایر و پایه پولی به صورت مترادف استفاده می‌شود.



زحمت تداوم افزایش قیمت را به عهده گیرند، بدون اینکه هیچ نیازی به ادامه عرضه پایه پولی از سوی بانک مرکزی باشد. نظر به اهمیت، بیشترین تأمل نقادانه باید صرف این مدعا گردد.

الف) نخست باید دانست که اوراق قرضه دولتی و ذخایر هر دو، اشکالی از سند بدهی (IOU) دولت و دارای ماهیت مشابهاند (صرف نظر از تعلق بهره به اوراق و عدم تعلق آن به ذخایر مازاد؛ که البته طی سال‌های اخیر بعد از بحران مالی در برخی کشورها در رأس آنها ایالات متحده بانک‌های مرکزی با هدف فریز کردن ذخایر عظیم عرضه شده در خلال اجرای طرح‌های نجات، به ذخایر مازاد نیز بهره می‌پردازند). مشابهت ذخایر و اوراق قرضه، در تحلیل بیان شده در بالا نیز تلویحاً مورد تأکید قرار گرفته چنانکه استفاده مستقیم از اوراق به‌عنوان ابزار تسویه یا استفاده از آن به‌عنوان وثیقه برای استقراض ذخایر، چنین معنایی دارد. نکته اساسی در نقد این پیشنهاد آن است که اگر اوراق بدهی دولت بناست کارکردی یابد که عملاً جانشین ذخایر در تسویه بین بانکی و پاس کردن الزام ذخیره قانونی شود، این اوراق‌سازی کارکردی مشابه عرضه ذخایر جدید خواهد یافت. تفاوتی ماهوی وجود ندارد بین آنکه بانک مرکزی اکنون بدهی دولت به بانک‌ها را با پرداخت ذخایر جدید تسویه کند؛ با اینکه دولت در ازای بدهی خود اوراقی به بانک‌ها بدهد که همان کارکرد ذخایر را دارد. اگر در این تجویز قرار است

آن‌ها تورم ایجاد شده، یکی را انتخاب کند^۳. این شرح کوتاه، توضیح تناقضی است که بانک مرکزی طی دوره متأخر با آن روبرو بوده؛ از یکسو به سبب فشار رکود و انتقاد دائمی از بالا بودن نرخ بهره، نمی‌تواند نرخ‌های بهره بالا را تحمل کند؛ اما از سوی دیگر میانه‌ای با رشد بالا در پایه پولی نیز ندارد حال آنکه کاهش شدید نرخ بهره نیازمند عرضه گشاده‌دستانه پایه پولی است. نتیجه آن شده که بانک مرکزی در عمل، هدف کنترل تورم و اجتناب از رشد پایه پولی (که از مشخصه‌های اقتصادی-سیاسی دولت مستقر است) را ترجیح داده و عملاً به وجود نرخ بهره بالا و مهلک برای اقتصاد کشور رضایت داده است.

در این میان اهمیت پیشنهاد محقق ارجمند در این است که مدعی کشف راهی میان‌بر و غلبه بر تناقض مذکور است: «با اوراق‌سازی بدهی دولت می‌توان بدون تن دادن به رشد بالای پایه پولی، رقابت بانک‌ها در جذب ذخایر و در نتیجه نرخ بهره را تخفیف داد». استدلال این است که با اوراق‌سازی، از آنجا که اوراق عملاً کارکردی مشابه ذخایر داشته و می‌توانند به‌صورت مستقیم به‌عنوان ابزار تسویه (مانند ذخایر) به کار رود، نرخ بهره ذخایر فروکش کرده و با افزایش ارزش اوراق ناشی از کاهش نرخ بهره، دارایی بانک‌ها نیز ذی‌قیمت می‌گردد. فقط کافی است بانک مرکزی با اندکی تحریک قیمت اوراق (رشد پایه پولی) ماشه افزایش قیمت را بچکاند تا سفته‌بازان سودجو

۳. شواهد و قرائن در مورد سیاست پولی در کشورهای مختلف نیز نشان داده در مقطع انتقال از سیاست‌های مستقیم به غیرمستقیم، برای مدتی کنترل کل‌های پولی از اختیار مقام پولی خارج می‌گردد (Jilek, 2006). وضعیت ایران اما، در اثر شکاف عمیق بین نرخ بهره و نرخ تورم، بسیار خاص و مستلزم رشد انفجاری پایه پولی است.



بانک به سایر بانک‌ها و بانک مرکزی کاربرد یابد، گویا معادل این اوراق ذخایر جدید عرضه شده؛ و اگر چنین کارکردی به آن داده نشود، پس به چه کار بانک آید و چگونه نرخ بهره را کاهش دهد؟ باز هم سیستم محتاج پمپاژ ذخایر برای کنترل نرخ بهره باقی خواهد ماند. بدین ترتیب اوراق سازی بدهی دولت و جایگزین ساختن آن با ذخایر (در کارکرد تسویه بین بانکی) به منزله عرضه نوعی "شبه ذخیره" به جای ذخیره برای کنترل و کاهش نرخ بهره با آثاری مشابه است (در لسان مثل، گفته می‌شود "اسمش را نیاور ولی خودش را بیاور"). هیچ شعبده و میانبری برای کاهش نرخ بهره در کار نخواهد بود.

ب) نکته مرتبط دیگر، اشاره به تأثیر مثبت وثیقه‌گذاری اوراق در استقراض بین بانکی بر کاهش نرخ بهره است. غفلت از این نکته بدهی عجیب است که بانک‌ها در بازار بین بانکی با یا بدون وثیقه، به دنبال استقراض ذخایر از یکدیگرند. در شرایط موجود، سیستم بانکی دچار کسری سیستماتیک ذخایر است که روند اضافه برداشت بانک‌ها و میل دائمی بانک مرکزی و دولت به کاهش نسبت ذخیره قانونی و شدت رقابت بانک‌ها در جذب و حفظ سپرده‌ها، علائمی کافی برای اثبات آن است. در چنین شرایطی، تمهید وثیقه چقدر در کاهش نرخ بهره راهگشایی می‌کند؟ وقتی موجودی ذخایر به صورت سرجمع کمتر از میزان مورد نیاز بانک‌هاست، وثیقه (در اینجا اوراق بدهی دولت) قادر به ایجاد ذخیره جدید نیست. سیستمی که هم‌اکنون با کسری سیستماتیک ذخایر روبروست، با وثیقه‌های بهتر نیز

اوراق بدل از بدهی دولت به بانک‌ها کارکردی مشابه ذخایر بیابد، پس اوراق سازی آثاری متفاوت از عرضه ذخایر جدید نخواهد داشت، و اگر قرار نیست اوراق کارکردی مشابه ذخایر بیابد، پس اصل مدعا باطل خواهد شد زیرا همچنان عطش بانک‌ها در دسترسی به ذخایر و کسری وجوه نقد، نرخ بهره را بالا نگاه خواهد داشت. نگرانی اصلی از عرضه ذخایر جدید یعنی تبعات تورمی، در مورد اوراق نیز به طور مشابهی مصداق خواهد داشت. مکانیزم بازاری افزایش قیمت (ارزش) اوراق با کاهش نرخ بهره نیز عملاً مشابه عرضه ذخایر جدید به میزان افزایش قیمت اوراق عمل خواهد کرد و از این حیث نیز اوراق سازی امتیازی بر عرضه ذخایر جدید ندارد. تفاوتی نمی‌کند که مثلاً ۱۰۰ واحد ذخیره جدید به بانک عرضه شود یا ارزش اوراق بدهی نزد بانک به ۱۰۰ واحد افزایش یابد، ۱۰۰ واحد جدیدی که بانک می‌داند که می‌تواند به راحتی آن را تبدیل به ذخایر جدید یا از طریق فروش یا از طریق عملیات ریپو بر اساس نرخ بهره موجود کند. خلاصه آنکه ذخایر برای بانک‌ها به این علت خواستنی است که پول نقد بانک‌ها و ابزار تسویه بانکی (در اتاق کلر) و تسویه با بانک مرکزی (پرداخت ذخیره قانونی) است. هر چیزی که کارکردی مشابه یابد، تأثیراتی مشابه عرضه ذخایر جدید خواهد داشت و تفاوت آن با عرضه ذخایر جدید، فقط یک تفاوت صوری در نام‌گذاری است، نه تفاوت در آثار و تبعات (در اینجا تورم). اگر در این تجویز پیشنهادی اوراق بدهی دولت به مثابه ابزاری آماده (=قابلیت سریع تبدیل شدن به ذخایر) برای پرداخت‌های نقدی



حجم ذخایر اضافی در اختیار بانک‌ها، قیمت ذخایر (نرخ بهره) تنزل می‌کند. آنچه بانک‌ها را در خلق پول تحریک یا بی‌میل می‌کند، قیمت ذخایر در کنار عوامل تعیین‌کننده ریسک اعتباری است. لذاست که به‌عکس ادعای نویسنده، چنین نیست که لزوماً «بانک‌ها همواره به‌محض دسترسی به ذخایر جدید از قدرت خود برای افزایش وام‌دهی استفاده کنند». وجود انبوهی از ذخایر مازاد در شرایط رکود اقتصادی (افزایش ریسک اعتباری) در سیستم بانکی در بسیاری از کشورها نشان می‌دهد بانک‌ها به‌صورت خودکار به‌پشتوانه ذخایر جدید اقدام به وام‌دهی نکرده؛ از سوی دیگر رشد اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی (مثلاً در ایران امروز) حکایت از آن دارد که بانک‌ها در خلق پول، به آن میزان که در نظریه متعارف پولی ادعا می‌شود، وابسته به در اختیار داشتن ذخایر نیستند، بلکه «قیمت ذخایر» یا همان نرخ بهره در رفتار آن‌ها مؤثر است؛ گرچه واضح است که قیمت ذخایر با دردسترس بودن (عرضه ذخایر) مرتبط است. این موضوع همان انتقاد طرفداران درون‌زایی پول و حتی افرادی نظیر توبین (۱۹۶۳) به تلقی مکانیکی ضریب فزاینده پولی است که گویا ذخایر جدید را به‌منزله ورودی به یک دستگاه خودکار و لاشعور تلقی می‌کند، دستگاهی که به‌طور خودکار ۱ واحد ذخیره جدید را به مثلاً ۵ واحد نقدینگی تبدیل می‌کند. در حقیقت سرنوشت میزان خلق پول توسط بانک‌ها به اتکالی ذخایر جدید کاملاً به شرایط و محیط اقتصادی بستگی دارد. چنانچه محیط اقتضا نکند، ذخایر جدیداً عرضه‌شده مازاد باقی می‌ماند و چنانچه

با کسری سیستماتیک ذخایر روبرو باقی خواهد ماند. مگر آنکه خود این وثیقه به‌جای ذخایر در تسویه‌ها بکار رود تا بانک‌ها را اساساً بی‌نیاز از تقاضای ذخایر کند. این نیز مطابق توصیفات فوق دقیقاً کارکرد و آثاری مشابه عرضه ذخیره جدید دارد. ایضاً وثیقه‌گذاری اوراق بدهی دولت نزد بانک مرکزی برای استقراض ذخایر نیز پیامدی مشابه در بردارد.

ج) برای توضیح بیشتر در این باب، باید شرحی بیشتر در خصوص نحوه تأثیر عرضه ذخایر (پایه پولی) جدید بر رشد نقدینگی و تورم ارائه کرد تا دریافت چرا تمام نگرانی‌های موجود در کاهش نرخ بهره با ابزار عرضه مستقیم ذخایر، در مورد اوراق‌سازی نیز پابرجا باقی می‌ماند. در تبیین متعارف از خلق پول که مورد استناد آقای سعدوندی قرار گرفته، زمانی که بانک مرکزی ذخایر جدید عرضه می‌کند، بانک‌ها بی‌درنگ از این ذخایر جدید برای وام‌دهی بیشتر بهره می‌گیرند که به دلیل مکانیزم وام‌دهی مجدد، حجم نقدینگی را به میزان چند برابر ذخایر جدیداً عرضه‌شده افزایش می‌دهد. این تبیین، همان نظریه ضریب فزاینده، البته ناقص و ناصحیح است. اولاً بانک‌ها هرگز ذخایر را قرض نمی‌دهند، بانک پولی را که رأساً خلق می‌کند قرض می‌دهد. ثانیاً در واقعیت به دلیل اینکه هیچ دلیلی ندارد فرض کنیم ذخایر جدید تنها در اختیاریک بانک قرار می‌گیرد، چیزی به نام دست‌به‌دست شدن ذخایر از یک بانک به بانک‌های بعدی معنی ندارد. همه بانک‌ها در موقعیتی مشابه قرار دارند. در واقعیت، زمانی که بانک مرکزی ذخیره جدید عرضه می‌کند با افزایش



به همان میزان پشت بانک را برای خلق پول گرم می‌کند. لذا اشکال اصلی وارد به مدعای نویسنده، این تصور است که ذخایر نزد بانک مرکزی برای بانک به‌عنوان اهرمی برای خلق پول چندبرابری تلقی می‌شود، اما اوراق نقد قابل تبدیل به ذخایر یا اساساً جانشین شده به جای ذخایر چنین تأثیری ندارد! در واقعیت هر تأثیری که ذخایر جدید بر خلق پول توسط سیستم بانکی دارد، بر اوراق بدهی نیز مترتب است. این مدعا که اوراق بدهی دولت، تمام مزایای ذخایر (رفع نیاز بانک‌ها به نقدینگی و کاهش نرخ بهره) را دارد اما از مضرات آن عاری است، حکایت یک بام و دو هواست.

مجدداً باید متذکر شد که بلا موضوع شدن این اشکال در گرو آن است که اوراق بدهی دولت کارکردی در تسویه بین بانکی نداشته و هر نوع امکان تبدیل سریع آن به ذخایر از جمله وثیقه‌گذاری آن در بازار بین بانکی یا بانک مرکزی برای استقراض ذخایر منتفی گردد. این تضمین می‌دهد که سیستم بانکی از اهرم اوراق قرضه دولتی (مشابه ذخایر) برای خلق پول چندبرابری بهره نمی‌گیرد. این کار سالبه به انتفاع موضوع است؛ در این صورت دیگر نباید امیدی به کاهش نرخ بهره در اثر اوراق سازی بدهی دولت به نظام بانکی داشت.

۲. عدم وجاهت کاهش نرخ بهره بر اساس مکانیزم ماشه

مدعای مهم دیگر در امکان‌پذیر دانستن کاهش نرخ بهره بدون نیاز به تزریق حجمی عظیم از پایه پولی و اجتناب از تورم بالا، تأثیری برخاسته از

اقتضا کند، بانک‌ها بدون داشتن ذخایر از طریق کنش جمعی و مشابه، مقام پولی را ناچار به عرضه (ولو به شکل اضافه برداشت) می‌کنند.

به‌طور خلاصه علت اصلی رشد خلق پول بانک‌ها (افزایش چندبرابری نقدینگی) در اثر عرضه ذخایر جدید به آن بازمی‌گردد که با عرضه ذخایر جدید و کاهش نرخ بهره، از یک سو متغیر مؤثر بر طرف درآمد بانک یعنی ریسک اعتباری بهبود می‌یابد (وام با بهره پایین‌تر امکان نکول کمتری نسبت به وام با بهره بالاتر دارد) و از سوی دیگر متغیر مؤثر بر هزینه بانک یعنی هزینه صریح یا هزینه فرصت ذخایر (نرخ بهره) کاهش می‌یابد. لذا اکنون میل به وام‌دهی بیشتر خواهد شد. در شرایط کاهش نرخ بهره و وفور ذخایر (با دارایی‌های نقد قابل تبدیل به ذخایر)، بانک جرأت بیشتری برای فشردن دکمه کیبورد و خلق پول پیدا می‌کند، زیرا وام‌دهی بیشتر بانک او را محتاج ذخیره اضافی برای تسویه بین بانکی و تأمین ذخیره قانونی می‌کند و بانک ذخایر مازادی در اختیار دارد.

وقتی در توضیحات فوق تأمل کنیم، در خواهیم یافت اوراق سازی بدهی دولت به بانک‌ها و کاربرد یافتن آن به‌عنوان جانشین ذخایر، از حیث تأثیر بر خلق پول بانکی (نقدینگی) دقیقاً تأثیری مشابه با عرضه ذخایر جدید دارد. همان‌طور که ذخایر جدید و مازاد، با کاهش نرخ بهره و همچنین در دسترس بودن دارایی مورد نیاز برای تأدیه بدهی، جرئت بانک را در خلق پول افزایش می‌دهد، اوراق قرضه‌ای که به‌سرعت قابل تبدیل به ذخایر بوده یا اساساً در تسویه بین بانکی جانشین ذخایر است نیز



می‌شود چون پول بانک مرکزی، از جنس ذخایر است. ذخایر جدید عرضه شده، قیمت ذخایر (بهره بین بانکی) را کاهش می‌دهد. لذا در سیاست عملیات بازار باز انبساطی بین نرخ بهره اوراق و نرخ بازار بین بانکی همسویی خواهد بود. معکوس این وضعیت در شرایط سیاست انقباضی موضوعیت می‌یابد. به‌طور خلاصه در عملیات بازار باز به‌عنوان مهم‌ترین ابزار سیاست پولی بانک‌های مرکزی امروزی، جهت حرکت نرخ بهره در بازار اوراق قرضه و بازار بین بانکی مشابه است. اما در پیشنهاد موسوم به مکانیزم ماشه (که در ادبیات موضوع به‌سختی می‌توان اثری از نقش آن در عملیات بازار باز یافت) توضیحی از چگونگی همسویی بین نرخ بهره اوراق و بازار بین بانکی وجود ندارد. در پیشنهاد مورد بحث حاضر، اوراق بدهی دولتی در اختیار بانک‌ها قرار می‌گیرد. لذا بازیگران دخیل در بازار اوراق قرضه بانک‌ها خواهند بود و بانک مرکزی به هنگام خرید این اوراق (چکاندن ماشه) باید قیمت مناسب پیشنهادی را به بانک‌ها ارائه دهد. زمانی که انتظار بر افزایش قیمت اوراق به وجود می‌آید، رقابت بانک‌ها برای خرید اوراق قرضه بالا خواهد گرفت، زیرا قرار است قیمت آن بالا رود. انعکاس این رقابت، افزایش تقاضای ذخایر است به این علت که می‌دانیم بانک‌ها پرداخت به یکدیگر را با ذخایر نزد بانک مرکزی کارسازی می‌کنند. بدون مداخله بانک مرکزی، تقاضای بالاتر برای ذخایر به منزله فشار بر نرخ بهره در بازار بین بانکی خواهد بود که از طریق مکانیزم آریترژ و پیوند بین نرخ بهره در این دو بازار، این نرخ بهره بالاتر به اوراق نیز منتقل

سازوکاری موسوم به «مکانیزم ماشه» است. مدعای محقق ارجمند آن است که پس از اوراق‌سازی بدهی دولت به بانک‌ها، بانک مرکزی فقط کافیست اندکی سرکیسه پایه پولی را شل کرده و شروع به خرید اوراق کند. افزایش قیمت اوراق و وعده بانک مرکزی مبنی بر اینکه قیمت اوراق بیش از این افزایش خواهد یافت، با علم به اینکه بانک مرکزی قدرت این کار را دارد، سفته‌بازان را متقاعد به خرید اوراق می‌کند. لذا بقیه نیروی افزایش تقاضا برای افزایش قیمت اوراق که معادل کاهش نرخ بهره است، را بازار تقبل می‌کند. این حقه یا میان‌بری است که اجازه می‌دهد نرخ بهره بدون نیاز به عرضه وسیع ذخایر، به‌طور معنی‌داری کاهش یابد.

مدعای فوق مبتنی بر عدم درک صحیح از شکل‌گیری نرخ بهره و ارتباط بازار اوراق و بازار بین بانکی است. در این تبیین ارتباط بین نرخ بهره اوراق و نرخ بهره بازار بین بانکی روشن نشده و توضیح داده نشده که چگونه افزایش قیمت (کاهش بهره) اوراق در ارتباط با کاهش نرخ بهره بین بانکی قرار می‌گیرد. در سیاست‌های متعارف پولی پیوندی روشن بین نرخ بهره اوراق و نرخ بین بانکی وجود دارد. مهم‌ترین سیاست پولی امروزی بانک‌های مرکزی، عملیات بازار باز است. بانک‌های مرکزی در عملیات بازار باز و زمانی که با سیاست انبساطی درصدد کاهش بهره‌اند، اوراق قرضه خریداری می‌کنند. با خرید اوراق قرضه قیمت آن افزایش و نرخ بهره مؤثر اوراق کاهش می‌یابد. از سوی دیگر در فرآیند خرید اوراق توسط بانک مرکزی ذخایر جدید عرضه



۳. اغراق در تأثیر اوراق‌سازی بر جبران شکاف دارایی-بدهی (بحران اعسار)

محقق ارجمند وعده می‌دهد که اوراق‌سازی بدهی دولت و سپس افزایش معنی‌دار قیمت اوراق در اثر کاهش نرخ بهره، شکاف دارایی-بدهی بانک (اعسار ترازنامه‌ای) را به‌طور چشمگیری بهبود داده یا اساساً حل خواهد کرد. اغراق‌آمیز بودن این ادعا از چند جهت قابل اثبات است:

الف) برخلاف ادعای مطرح‌شده، اندازه بدهی دولت به نظام بانکی بین ۲۰ تا ۶۰ درصد دارایی بانک‌ها نیست و مشخص نیست چنین عددی آن هم با این فاصله اطمینان عجیب (۲۰ تا ۶۰ درصد) از کجا به‌دست آمده است. بر اساس آخرین آمار مستخرج از ترازنامه کلی نظام بانکی (بهمن ۹۵)، حجم بدهی دولت به نظام بانکی ۱۵۰ هزار میلیارد تومان است. این در حالی است که این عدد مبتنی بر اظهارنظر بانک‌ها و محاسبه بانک مرکزی بوده که بیش برآوردی داشته و در زمان حسابرسی از آن کاسته خواهد شد، زیرا دولت در اغلب موارد نرخ‌های بهره محاسبه‌شده توسط بانک‌ها را قبول ندارد. لذا عدد ۱۵۰ هزار میلیارد تومانی یک برآورد دست بالا از بدهی دولت به بانک‌هاست. اگر توجه کنیم که کل دارایی سیستم بانکی در همین زمان ۲۳۵۰ هزار میلیارد تومان است، درخواهیم یافت بدهی دولت به نظام بانکی حداکثر ۳/۶ درصد از دارایی بانک‌ها را به خود اختصاص داده است. به‌علاوه بر اساس آخرین اظهارنظر مقامات دولتی، بیش از ۱۳ هزار میلیارد تومان از بدهی دولت به بانک‌ها نیز از محل استفاده از تسعیر دارایی خارجی بانک مرکزی

خواهد شد. نکته مغفول اینجاست که روی دیگر سکه داغ‌شدن بازار اوراق و رشد تمایل به خرید آن، افزایش تقاضا برای ذخایر در بازار بین‌بانکی است که با افزایش نرخ بهره، بلافاصله تأثیر مکانیزم موسوم به ماشه را خنثی می‌کند. در شرایطی که بانک مرکزی به عرضه ذخایر ادامه نداده و تقاضای ذخایر بیشتر اجابت نشده باقی می‌ماند، نرخ بهره بین‌بانکی افزایش یافته که انعکاس آن بر اوراق قرضه، تمایل به فروش و در نتیجه افزایش بهره است. خلاصه آنکه بدون تداوم عرضه ذخایر و خرید اوراق توسط بانک مرکزی، نرخ بهره بین‌بانکی بالا مانده و نیروهای بازاری به کاهش نرخ بهره منجر نخواهند شد. این موضوع کاملاً طبیعی و بدیهی است زیرا نرخ بهره در اصل و اساس، تابع میزان عرضه و در دسترس بودن ذخایر است. بدون این عامل بنیادین، کاهش پایدار و ماندگار در نرخ بهره در قالب مکانیزم‌های متعارف پولی به وقوع نخواهد پیوست و وعده توخالی بانک مرکزی مبنی بر افزایش دادن قیمت ذخایر، به سبب داغ‌شدن بازار بین‌بانکی (تقاضای استقراض ذخایر برای خرید اوراق) و افزایش نرخ بهره بین‌بانکی خنثی خواهد شد.

با این وصف می‌توان تشخیص داد که راهکارهای میان‌بر برای کاهش معنی‌دار نرخ بهره بدون عرضه وسیع ذخایر، فاقد وجاهت نظری بوده و در ادبیات موضوع سیاست‌گذاری پولی اثری از آن موجود نیست.



زمانی که نرخ بهره اوراق ۲۵ درصد است (رقم نزدیک به واقعیت در شرایط کنونی کشور)، یک ورقه قرضه دولتی با فاصله یک سال تا سررسید ارزشی معادل ۸۰ خواهد داشت. وقتی نرخ بهره به نصف این عدد یعنی ۱۲ درصد کاهش یابد (که اکنون هدفی رؤیایی برای اقتصاد ایران محسوب می‌شود)، ارزش اوراق از ۸۰ تنها به ۸۹ خواهد رسید. این به معنای آن است که نباید امیدوار بود کاهش شدید نرخ بهره به افزایشی شدید و معنی‌دار در ارزش اوراق و ترمیم شکاف دارایی-بدهی بانک‌ها و کاهش نیاز آن‌ها به ذخایر منتهی شود. گذشته از آنکه در بند اول عیان شد که هر اندازه افزایش در ارزش اوراق کارکردی مشابه همان میزان عرضه ذخیره جدید با تمام تبعات آن بر نقدینگی و تورم دارد.

د) موضوع مغفول دیگر در مورد بدهی دولت به بانک‌ها، رقم بالای بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی است. بانک‌ها طی سال‌های اخیر به جهت خست بانک مرکزی در عرضه ذخایر و سیاست محدودکردن رشد منابع پایه پولی، در شرایطی که مصارف پایه پولی به سرعت رو به افزایش بود، به صورت سیستماتیک دچار اعسار نقدینگی و اضافه برداشت از بانک مرکزی شدند. هم‌اکنون بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی از مرز ۱۰۰ هزار میلیارد تومان گذشته است؛ بدهی‌هایی بدون وثیقه و پشتوانه که در اسرع وقت باید تسویه گردد. پرداخت بدهی دولت به بانک‌ها چه به شکل اوراق‌سازی و چه عرضه ذخایر جدید در درجه اول باید صرف بازپرداخت بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی شود. این بدان معناست که عرضه ذخایر یا

پرداخت شده و لذا در ارقام جدید باید منتظر کاهش میزان بدهی دولت به بانک‌ها نیز بود. تبدیل به اوراق کردن این بدهی با توجه به سهم پایین آن در دارایی بانک‌ها به هیچ وجه قادر به پرکردن شکاف عمیق بین دارایی و بدهی بانک‌ها نیست. این در حالی است که برآورد ما از حجم دارایی سوخته نظام بانکی عددی بین ۴۵۰ تا ۷۰۰ هزار میلیارد تومان است. به نظر می‌رسد تحلیل محقق ارجمند در باب اهمیت و اندازه بدهی دولت در دارایی‌های نظام بانکی اکیداً دچار اغراق و مبتنی بر تلقی ناصحیح آماری است.

ب) محور انتقادی دیگر مربوط است به شمولیت بدهی دولت به نظام بانکی. ادعای علاج بحران بانکی با اوراق‌سازی بدهی دولت به نحوی است که گویی بدهی دولت به نظام بانکی در بین کلیه بانک‌ها توزیع شده است. حال آنکه بدهی دولت به بانک‌ها اصولاً محدود به بانک‌های دولتی و معدود بانک‌های سابقاً دولتی است. جالب است که بدترین بانک‌ها از حیث کفایت سرمایه (رسالت، قوامین، سرمایه، شهر، آینده) و مطالبات معوق (پارسیان، سامان، سرمایه، اقتصادنویان) بانک‌هایی هستند که اساساً دولت به آن‌ها بدهی ندارد. اوراق‌سازی بدهی دولت هیچ گرهی از کار مسئله‌دارترین بانک‌ها نخواهد گشود. ج) گذشته از نسبت پایین بدهی دولت در دارایی نظام بانکی و عدم شمولیت آن، افزایش ارزش اوراق در اثر کاهش نرخ بهره نیز محدود است. می‌دانیم ارزش بازاری اوراق رابطه عکسی با نرخ بهره دارد. اما درصد افزایش در ارزش اوراق متناسب با تغییر نرخ بهره نیست. به عنوان مثال



بهره حقیقی است، این معضل خود را در کجای ترازنامه بانک نشان می‌دهد؟ آیا دلالت نرخ بهره واقعی بالا، ارجاع شکاف دارایی-بدهی به بدهی دولت است؟ پاسخ این است که خیر؛ نرخ بهره حقیقی بالا منتهی به نکول بدهی‌های خصوصی می‌گردد که موضوعی غیر از بدهی دولت بوده و قابل اوراق شدن نیست.

۴. ناکافی بودن کاهش نرخ بهره در حل بحران اعسار انباشته

یکی از تصورات ناصحیح در باب بحران شکاف دارایی-بدهی سیستم بانکی آن است که با کاهش نرخ بهره و رونق اقتصادی این مشکل برطرف خواهد شد. دارایی سوخته قبلی با کاهش نرخ بهره و رونق علاج نمی‌گردد. در این بین باید میان «انجماد دارایی» با «سوخته/موهومی بودن دارایی» تمایز قائل شد. انجماد دارایی مربوط به شرایطی است که دارایی‌های بانک ذی‌قیمت و معادل با ارزش بدهی‌هاست و تنها معضل بانک، نقدشوندگی و گردش آن است. لیکن سوخت شدن دارایی به منزله آن است که اساساً دارایی به میزان رشد بدهی قابلیت رشد نیافته و رشد گزارش شده در صورت‌های مالی بانک‌ها چیزی جز پدیده دارایی موهومی (Fictitious Asset) نیست. کاهش نرخ بهره و رونق اقتصادی، ممکن است دارایی‌های ذی‌قیمت را از انجماد و نقدناشوندگی نجات دهد، لیکن حل و فصل اعسار انباشته (دارایی‌های موهومی) نیازمند رشد اقتصادی شگفت‌انگیز یا تورمی بالاست، به نحوی که تمام شکاف سال‌های قبل بین رشد

اوراق بابت پرداخت بدهی به بانک‌ها، قدرت بازپرداخت بدهی موجود بانک‌ها به بانک مرکزی را افزایش خواهد داد، کم‌اینکه اساساً این عرضه ذخایر جدید به بانک‌ها بابت تسویه بدهی دولت می‌تواند و باید منوط به بازپرداخت استقراض قبلی آن‌ها از بانک مرکزی شود (کاری شبیه به آنچه دولت سال گذشته در استفاده از منابع تسعیر دارایی ارزی قصد آن را داشت و تا حدی نیز مجوز آن را دریافت کرد). این واقعیت نیز به معنای آن است که اوراق‌سازی بدهی دولت یا حتی عرضه ذخایر جدید (به‌طورکلی تسویه بدهی دولت برای خارج کردن بانک‌ها از کسری نقدینگی) به‌طور اصلی باید صرف تسویه بدهی قبلی بانک‌ها به بانک مرکزی شود و دلخوش کردن به جبران شکاف دارایی-بدهی بانک‌ها از محل اوراق‌سازی فاقد وجهت است، شکافی که در درجه اول ناشی از عدم تناسب حجم سپرده‌های بانکی با دارایی بانک‌هاست.

کنار هم گذاشتن این واقعیات، یعنی رقم پایین بدهی دولت در دارایی سیستم بانکی، تعلق داشتن آن به بانک‌هایی معدود، بدهی عظیم انباشته بانک‌ها به بانک مرکزی و محدود بودن افزایش موعود در قیمت اوراق با کاهش نرخ بهره، نشان می‌دهد که اوراق‌سازی بدهی دولت صرف‌نظر از اشکالات نظری و عملی وارد بر آن، اساساً در قواره‌ای نیست که بحران اعسار ترازنامه‌ای سیستم بانکی به‌ویژه مسئله‌دارترین بانک‌ها را حل و فصل کند. وعده حل شکاف دارایی-بدهی بانک‌ها در اثر اوراق‌سازی از این حقیقت غفلت می‌کند که اگر مسئله اصلی در بروز بحران بانکی بالا بودن نرخ



هدفی دیگر و بالاتر می‌بیند. بسیار متفاوت است که نجات نظام بانکی خود هدفی فی‌نفسه باشد یا ابزاری باشد برای هدفی عالی‌تر. در واقعیت، سیستم بانکی (صرف‌نظر از بخش از کارکرد آن به‌عنوان نظام پرداخت) دارای اهمیت و ارزش استقلالی نبوده و ارزش آن در نحوه ارتباط و تمهید بستر برای رشد اقتصاد کشور است. بدون شک حل‌وفصل بحران بانکی با کاهش نرخ بهره قادر است رشد و رونقی در اقتصاد رقم بزند لیکن این تمام ماجرا نخواهد بود. در این خصوص، پیشنهاد حل‌وفصل بحران بانکی و کاهش نرخ بهره با اوراق‌سازی بدهی دولت حتی به فرض تحقق و صرف‌نظر از همه اشکالات پیشین، با دو تهدید اساسی روبروست:

نخست آنکه برای بنگاه‌های مولد اقتصادی، علاوه بر متناسب بودن نرخ بهره تسهیلات، دسترسی به تسهیلات بانکی نیز دارای اهمیت است. پایش محیط کسب‌وکار در کشور توسط مراکز رسمی حکایت از آن دارد که همواره مهم‌ترین مشکل در فضای کسب‌وکار در کشور بر اساس نظرخواهی از فعالان اقتصادی، «دسترسی به اعتبارات بانکی» است.

اسمی اقتصاد و نرخ بهره را جبران کند. کارکرد رونق اقتصادی و تناسب نرخ بهره با بنیان‌های اقتصادی، عملکرد صحیح نظام اقتصادی و عدم بروز مشکل دارایی‌های موهومی و سوخت‌شدن دارایی بانکی در سطحی وسیع است، نه حل‌وفصل بحران انباشته از گذشته. به‌عبارت‌دیگر روش متعارف حل مسئله آن است که نرخ بهره حقیقی مثبت و بالا در چند سال اخیر با نرخ بهره حقیقی منفی در چند سال خنثی گردد.

۵. فقدان استراتژی صحیح در علاج بحران و تبعات مغرب آن

پیشنهاد راهکارهایی برای حل‌وفصل بحران بانکی صرف‌نظر از جزئیات عملی، نیازمند اتخاذ درجه و ورودی صحیح و استراتژی مناسب است. یکی از مشکلات انواع پیشنهادات برای اصلاح نظام بانکی فقدان نگاه استراتژیک به بحران بانکی و عدم درک کافی از آن به‌عنوان یک تهدید مرتبط با سایر اجزای اقتصاد کلان است. بر این اساس دو رویکرد در تجویزهای سیاستی برای بحران بانکی قابل‌تصور است: رویکردی که حل بحران بانکی را صرفاً برای نجات سیستم بانکی هدف‌گیری کرده؛ و رویکردی است که اصلاح بانک‌ها را معطوف به



ارزیابی تشکل‌های اقتصادی کشور از مهم‌ترین موانع کسب‌وکار در ایران

رتبه	تابستان ۹۰	تابستان ۹۱	تابستان ۹۲	تابستان ۹۳	تابستان ۹۴	تابستان ۹۴
مشکلات حوزه کسب‌وکار بر حسب درجه اهمیت برای فعالان اقتصادی	۱	دریافت تسهیلات از بانک‌ها	بی‌ثباتی قیمت مواد اولیه	دریافت تسهیلات از بانک‌ها	دریافت تسهیلات از بانک‌ها	دریافت تسهیلات از بانک‌ها
	۲	بی‌ثباتی قیمت مواد اولیه	دریافت تسهیلات از بانک‌ها	بی‌ثباتی قیمت مواد اولیه	ضعف بازار سرمایه در تأمین مالی تولید و نرخ بالای تأمین سرمایه از بازار غیررسمی	ضعف بازار سرمایه در تأمین مالی تولید و نرخ بالای تأمین سرمایه از بازار غیررسمی
	۳	ضعف بازار سرمایه در تأمین مالی تولید و نرخ بالای تأمین سرمایه از بازار غیررسمی	تحریم	تحریم	نرخ بالای بیمه اجباری	عدم پرداخت بدهی توسط دولت

منبع: مرکز پژوهش‌های مجلس

از این واقعیت مخابره می‌کند. این واقعیات، به‌طور جدی این ریسک را مطرح می‌کند که حتی به فرض محال تحقق هدف کاهش نرخ بهره در اثر اوراق‌سازی بدهی دولت، اعتبارات و تسهیلات ارزان‌شده و قابل پرداخت نه به بخش‌های مولد و دارای آورده برای تولید ملی بلکه به فعالیت‌های تجاری و سفته‌بازانه تخصیص یابد. تجربه اقتصادهای غربی به کوتاه‌ترین بیان در جمله مشهور مارتین ولف، سردبیر فایننشیال تایمز، تجلی یافت که «جوهره سیستم پولی معاصر عبارت

یکی از محورهای مهم نقد سیستم پولی-بانکی در دنیای امروز، عدم ارتباط قوی بین دارایی‌های بانکی (وام‌دهی) با بخش‌های دارای اولویت اقتصادی است. شواهد و قرائن مکرر نشان می‌دهد بانک‌های قاعده‌گذاری نشده، تمایلی اکید به تأمین مالی فعالیت‌های تجاری، سفته‌بازی و خدماتی دارند که مرور روند تغییر ترکیب تسهیلات اعطایی پس از خصوصی‌سازی نظام بانکی در کشور و مقایسه ترکیب تسهیلات بانک‌های دولتی و خصوصی علامتی کلی و گویا



وقوع این اتفاق، تأثیر سپرده‌های عظیمی که فعلاً با دریافت باج بهره حقیقی ۱۰ الی ۱۵ درصدی آرام گرفته‌اند، بر تورم بر جای خود باقی است. هم‌اینک حدود هزار هزار میلیارد تومان سپرده مدت‌دار با کمترین گردش سالانه در نظام بانکی وجود دارد که به سیاق قبل با دریافت بهره بالا به سرعت در حال چاق شدن هستند. چنانچه تجویز اوراق‌سازی بدهی دولت و کاهش نرخ بهره بدون عرضه چشمگیر ذخایر جدید و خلق وسیع نقدینگی عملی شود (که محال است)، گردش جزئی از سپرده‌های انباشته پیشین هم برای بروز یک تورم تلخ در اقتصاد کشور کافی است. تصور کنید گردش تنها ۲۰ درصد از این رقم (معادل ۲۰۰ هزار میلیارد تومان) در بازار نحیفی مانند بازار ارز آزاد یا حتی مستغلات، چگونه اقبال ضعیف را از زندگی ساقط خواهد کرد. به این علت، تجویز صرف کاهش نرخ بهره اکنون برای اقتصاد کشور می‌تواند به فاجعه منتهی شود. این خطر حتی تا دو سال پیش نیز چنین جدی نبود. در دو سال اخیر (۹۴ و ۹۵) تنها حدود ۵۰۰ هزار میلیارد تومان به حجم نقدینگی افزوده شده که عمده آن‌ها در حساب‌های مدت‌دار آرام گرفته و کاهش نرخ بهره به مثابه جرعه انفجاری ناشی از حرکت آن‌ها خواهد بود (این عدد برای سال‌های ۹۵ و ۹۶ حدود ۷۰۰ هزار خواهد بود). از سوی دیگر نمی‌توان از بیم گردش هول‌انگیز این ارقام حیرت‌آور، رضایت به تداوم نرخ‌های بهره بالا و بحران‌آفرین کنونی داد. این بدان معناست که اکنون در ایران توصیه‌ها و تجویزهای متعارف و تک‌سیاستی (مانند اوراق‌سازی و کاهش نرخ بهره) زمینه‌ساز بروز

است از خلق پول از هیچ به‌وسیله وام‌های اغلب احمقانه بانک‌های خصوصی». معضل عدم همسویی نفع شخصی بانک‌ها در تخصیص اعتبارات بانکی با نفع اجتماع، در کشورهای درحال توسعه از شدت و حدت بیشتری برخوردار بوده و حتی بیش از کشورهای توسعه‌یافته مصداق دارد. با این حساب این تصور که با کاهش نرخ بهره به‌طور خودکار اعتبارات بانکی به بخش‌های دارای آورده برای تولید ملی اختصاص یافته و رونق اقتصادی اقتصاد کشور را متنعم خواهد ساخت، تصویری ناشی از عدم اشراف بر پیچیدگی‌های ارتباط سیستم بانکی با بخش حقیقی است. خلاصه: صرف کاهش نرخ بهره موقعیتی مناسب برای کسب بازدهی از فعالیت‌های غیرمولد یا کمترمولد است و هیچ تضمین خودکاری بابت نفع‌بری جدی اقتصاد ملی از جهت دسترسی به اعتبارات پس از کاهش نرخ بهره وجود ندارد. با این توصیف، چنانچه کاهش نرخ بهره با رژیم روشن و طراحی شده از «هدایت اعتبارات» بانکی همراه نباشد، این ریسک وجود خواهد داشت که حل و فصل بحران بانکی منتج به نجات و نفع‌بری بانک‌ها و نه نجات اقتصاد ملی شود.

اشکال دوم در کاهش موعود نرخ بهره با اوراق‌سازی بدهی دولت، وجود پتانسیل تورمی باقیمانده از گذشته است. مستنداً بیان شد این مدعا که بدون عرضه وسیع ذخایر (یا شبه‌ذخایر که همان اوراق بدهی نقدپذیر و قابل استفاده در تسویه بانکی است) می‌توان نرخ بهره را با اوراق‌سازی بدهی و حربه‌هایی نظیر مکانیزم موسوم به ماشه کاهش داد، صرفاً توهم است. لیکن حتی با فرض



جذاب‌تر بودن اوراق جدیداً وارد شده برای سرمایه‌گذاران مالی است. این امر نیازمند عرضه اوراق جدید در قیمتی کمتر از قیمت‌های موجود است که به‌منزله افت قیمت اوراق و افزایش نرخ بهره است. مقامات بانک مرکزی کشور مکرراً بر تأثیر رویه اوراق‌سازی بر افزایش نرخ بهره تأکید کرده و عدم توفیق خود در کاهش نرخ بهره بین‌بانکی در سال گذشته را گسترش ابعاد اوراق‌سازی بدهی دولت معرفی کرده‌اند.^۴ بدین‌وسیله تأثیر سوء اوراق‌سازی بر نرخ بهره یک مشاهده عینی و تجربی نقد دارد. برای عدم بروز این مشکل یا خنثی کردن آن، بانک مرکزی باید متناسب با عرضه اوراق جدید ذخیره عرضه کند، صرفاً برای اینکه نرخ بهره را به همان تعادل قبلی بازگرداند. کاهش بیشتر نرخ بهره از تعادل اولیه (که نیاز امروز اقتصاد ایران است) محتاج عرضه بیشتر ذخایر است. در مجموع اوراق‌سازی حتی بر میزان نیاز به عرضه ذخایر برای کاهش نرخ بهره می‌افزاید. این ادعا که با تبدیل ۱۵۰ هزار میلیارد بدهی دولت به نظام بانکی و سپس خرید مثلاً ۲۰ هزار میلیارد تومان از این اوراق توسط بانک مرکزی، نرخ بهره حتی پایین‌تر از قبل قرار خواهد گرفت، ادعایی

فاجعه است. حل و فصل بحران بانکی باید در قالب یک بسته سیاستی با لحاظ وجوه متعدد صورت گیرد که یکی از آنها، اتخاذ تمهیداتی غیرمتعارف برای کمینه‌کردن نرخ تورم پس از کاهش نرخ بهره است.

۶. اشکالات وارد بر نفس اوراق‌سازی بدهی دولت

محور انتقادی قابل‌طرح دیگر بر پیشنهاد اوراق‌سازی بدهی دولت، اشکالات ویژه اوراق‌سازی است. این اشکالات پیش‌تر و به‌صورت پراکنده در تحلیل‌های مؤسسه مبین تبیین شده است. مهم‌ترین آن‌ها عبارت‌اند از:

اولاً اوراق‌سازی بدهی خود نیرویی برای افزایش نرخ بهره است و این نقض غرض مترتب بر پیشنهاد اوراق‌سازی بدهی است. وقتی دولت بدهی خود را به اوراق بدل کرده و به طلبکار می‌دهد، تلاش طلبکار برای فروش اوراق و تبدیل کردن آن به نقد نیرویی در جهت افزایش نرخ بهره برمی‌انگیزد. زمانی که اقتصاد در تعادل اولیه نرخ بهره قرار دارد، و در این میان صاحبان اوراق وارد بازار شده و در فروش آن می‌کوشند، فروش اوراق مستلزم تغییر تعادل قبلی و به‌طور مشخص،

۴. به‌عنوان نمونه رئیس‌کل بانک مرکزی در خصوص علت تخطی از نرخ‌های مصوب در سیستم بانکی اظهار داشت که «بخشی از عدم تعادل ایجادشده به دلیل حجم اوراق (اوراق اسناد خزانه) بود». (خبرگزاری فارس، ۹۶/۱/۲۳). همچنین معاون نظارتی بانک مرکزی با انتقاد از حجم انتشار اوراق خزانه و تأثیر آن بر نرخ سود بانکی بیان داشت «اگر دو رکن تصمیم‌ساز پولی و مالی یکجا باشد، نرخ سود؛ قابل مدیریت و کنترل است. در غیر این صورت این گونه می‌شود که بانک مرکزی در زمینه نرخ سود تسهیلات به‌صورت دستوری عمل می‌کند و در مکانیزمی دیگر، این نرخ بر اساس عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. بنابراین باید سیاست‌های پولی و مالی در کشور به‌طور همزمان و یکجا به عهده بانک مرکزی و شورای پول و اعتبار باشد. ... سیاست‌های ما [در خصوص کاهش نرخ سود بانکی] تا مهر ۹۵ موفق بود که از آن‌پس به دلایل مختلف به‌طور کامل این سیاست‌ها انجام نشد... در مهر ۹۵ دولت اوراق خزانه اسلامی را در بازار سرمایه تزریق کرد که این بازار کشش جذب آن‌ها را نداشت» (گفتگوی ویژه خبری شبکه دو سیما، ۹۶/۱/۱۹)



برای هزینه‌کرد بدل خواهد شد، مگر آنکه انتشار اوراق به‌طور نمایی افزایش یابد که حکم دست‌وپا زدن در باتلاقی بی‌انتها دارد. با این حساب اگر اوراق بدهی قرار است همان کارکرد ذخایر را یافته و در آن صورت همان تبعات تورمی عرضه ذخایر جدید را در پی داشته باشد، عرضه ذخایر جدید بر انتشار اوراق بسی مزیت دارد زیرا استقراض مستقیم دولت از بانک مرکزی، به‌عکس انتشار اوراق بدهی، فاقد بهره بوده و هزینه‌ای بابت بهره به دولت تحمیل نخواهد کرد و از سوی دیگر یک‌بار برای همیشه به بدهکاری دولت پایان می‌دهد.

جمع‌بندی

به‌طور خلاصه بر اساس استدلال‌ات فوق می‌توان نتیجه گرفت که اوراق‌سازی بدهی دولت در مقام مقایسه با راهکار خامی نظیر عرضه ذخایر جدید جهت بازپرداخت بدهی دولت به نظام بانکی، سیاستی فاقد مزیت و بلکه مخرب‌تر محسوب می‌شود. اوراق‌سازی بدهی و امید به کاهش مشکل نقدینگی در نظام بانکی به سبب آن، از حیث افزایش قدرت خلق پول بانک و بیم از تورم، ریسکی مشابه عرضه ذخایر جدید دربردارد. مداخله بانک مرکزی برای خرید این اوراق و کاهش نرخ بهره، چنانچه موقتی و محدود باشد، در برابر افزایش تقاضای ذخایر بابت خرید اوراق و افزایش نرخ بهره بین‌بانکی کاری از پیش نخواهد برد. اندازه بدهی دولت در دارایی نظام بانکی اندک و محدود به بانک‌های خاص دولتی و شبه‌دولتی است که تأثیرگذاری وسیع آن بر رفع مشکل

تعجب‌انگیز و بیشتر شبیه شعبده‌بازی است. تجربه انتشار محدودتر اوراق بدهی توسط دولت در سال گذشته و افزایش نرخ بهره ناشی از آن نیز به لحاظ تجربی برای رد این مدعای شگرف کافی است. اگر در پاسخ به این اشکال گفته شود که بانک‌ها اساساً نیازی به فروش این اوراق نداشته و مستقیماً از آن به‌عنوان ابزار تسویه استفاده می‌کنند، به‌صورت ضمنی اعتراف شده که اوراق‌سازی بدهی اقدامی مشابه عرضه ذخایر جدید و سیاستی فاقد مزیت بر عرضه ذخایر است.

ثانیاً اصولاً اوراق‌سازی بدهی به‌منزله قراردادان دولت در مسیری شبیه بازی پانزی است. اوراق صادرشده در سررسید باید در قیمت اسمی تسویه شود، حال آنکه در قیمتی کمتر از آن واگذار شده است. این بدان معناست که در دوره انتشار تا سررسید، دولت در حالی متحمل هزینه‌ای بابت پرداخت بهره شده که در سررسید مجدداً همان بدهی قبلی بازخواهد گشت. با عنایت به محدودیت‌های بودجه‌ای کشور، پرداخت اصل و بهره اوراق بعید است جز با انتشار بدهی جدید قابل انجام باشد و این یعنی قراردادان دولت (و بلکه ملت) در مسیر حرکت به سوی ورشکستگی. سرعت حرکت در این مسیر را نرخ بهره تعیین می‌کند، نرخ که اکنون در اقتصاد ایران از حیث بالا بودن، منحصر به فرد است. اوراق‌سازی بدهی دولت آن هم در شرایط فعلی هم از جهت نرخ بهره و هم چشم‌انداز آتی هزینه و درآمد دولت، تنها برای اولین ناشران اوراق بدهی و در همان سال‌های اولیه شیرین و جذاب است. به‌سرعت اوراق صادره از محلی برای ایجاد درآمد تبدیل به چاهی

جریان کاهش نرخ بهره، بلکه تنها به علت گردش سپرده‌های عظیم انباشته قبلی، ضمن اینکه رشد و رونق اقتصاد در گرو تضمین اصابت اعتبارات بانکی با نرخ‌های پایین به بخش‌های دارای آورده بیشتری برای اقتصاد ملی است، رخدادی که بر اساس قواعد هدایت‌نشده و خودکار بازاری نباید چندان بدان امیدوار بود. گذشته از این‌ها، اوراق‌سازی به لحاظ نظری و مستند به تجربه یک سال اخیر در اقتصاد کشور، افزایش دهنده نرخ بهره و ناقض غرض بوده مضاف بر اینکه فی‌نفسه به‌منزله آغاز یک بازی شبه‌پانزی با سرعتی بالا در اندازه نرخ‌های بهره دو رقمی در اقتصاد کشور است.

نقدینگی و اعسار ترازنامه‌ای کل نظام بانکی را بی‌معنا می‌کند، گذشته از آنکه چنانچه این دارایی احیاء شده صرف بازپرداخت بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی شود، هیچ قدرتی بر جبران شکاف بین سپرده‌های عظیم با دارایی‌های منجمد یا موهوم نخواهد داشت. تأثیر کاهش نرخ بهره بر افزایش قیمت اوراق نیز در حدی نخواهد بود که ادعا شود سهمی معنی‌دار در جبران شکاف دارایی-بدهی بانک‌ها خواهد داشت. صرف یک تجویز سیاستی به نام کاهش نرخ بهره در فضای امروز اقتصاد کشور و نظام بانکی، می‌تواند زمینه‌ساز جهش تورمی شود، نه فقط به سبب نیاز به عرضه وسیع ذخایر (یا اوراق‌سازی که ماهیتاً مشابه آن است) در

منابع

۱. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، «پایش محیط کسب‌وکار ایران (ارزیابی ۲۹۲ تشکیل اقتصادی سراسر کشور از مؤلفه‌های ملی محیط کسب‌وکار در ایران)».
2. Jílek, Josef (2006) "Money and Monetary Policy Current Practice", Institute for Economic and Environmental Policy University of Economics, Prague
3. Tobin, James, (1963), "Commercial banks as creators of money", in: Dean Carson, ed., Banking and monetary studies (Irwin, Homewood, IL) 408419.