



بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۸ کل کشور

۶۰. تبصره «۵» بند «م»

عملیات بازار باز و توثیق اوراق بهادار دولتی

مقدمه

بند «م» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۸، پیشنهادی ناظر به افزایش اختیارات بانک مرکزی در سیاستگذاری پولی مطرح کرده است:

«به منظور اجرای سیاست پولی و مدیریت نرخ‌های سود و کنترل تورم، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران انجام عملیات بازار باز و خرید و فروش اوراق مالی اسلامی منتشره دولت و وثیقه‌گیری اوراق مذکور در ازای اضافه برداشت بانک‌ها و یا اعطای خط اعتباری را انجام می‌دهد».

بخش ابتدایی بند فوق، اجرای عملیات بازار باز که به معنای خرید و فروش اوراق بهادار دولتی از سوی بانک مرکزی است و در ادامه وثیقه‌گذاری اوراق مذکور نزد بانک مرکزی در مقابل اضافه برداشت‌ها و اعطای خطوط اعتباری را مجاز کرده است. در حال حاضر بانک‌هایی که منابع نقدی مورد نیاز برای تسویه بین‌بانکی را در اختیار نداشته باشند، بدون تسلیم هیچ وثیقه‌ای از بانک مرکزی اضافه برداشت می‌کنند؛ بخش دوم بند فوق، این اختیار را به بانک مرکزی داده است که عنداللزوم، به این رویه غلط پایان دهد و با الزام بانک‌ها به تسلیم وثیقه در ازای اضافه برداشت‌ها و همچنین خطوط اعتباری، استفاده از منابع بانک مرکزی را همچون بانک‌های مرکزی سایر کشورها، قاعده‌مند کند. در ادامه چستی و ضرورت عملیات بازار باز و همچنین وثیقه‌گذاری بانک‌ها نزد بانک مرکزی به صورت تفصیلی و پیامدها و لوازم اجرای بهینه هریک توضیح داده خواهد شد.

۱. چستی و ضرورت عملیات بازار باز

عملیات بازار باز یکی از ابزارهای سیاست پولی بوده و به خرید و فروش اوراق بهادار دولتی از سوی بانک مرکزی با هدف تأثیر بر نرخ سود یا حجم پایه پولی^۱ اطلاق می‌شود. بانک مرکزی با اجرای عملیات بازار باز و خرید و فروش اوراق دولتی، نرخ بهره بین بانکی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، بدین نحو که با خرید اوراق دولتی توسط بانک مرکزی، میزان پایه پولی (ذخایر نقد بانک‌ها) افزایش یافته و با افزایش حجم پایه پولی، نرخ بهره بین بانکی کاهش می‌یابد. فروش اوراق دولتی از سوی بانک مرکزی نیز با کاهش مانده پایه پولی، نرخ بهره بین بانکی را افزایش خواهد داد. بنابراین خرید و فروش اوراق دولتی همچون تعیین نسبت ذخیره قانونی یک ابزار اجرای سیاست پولی است که با کمک آن بانک مرکزی می‌تواند در راستای اهداف خود حرکت کند. امروزه اکثریت قریب به اتفاق بانک‌های مرکزی از این ابزار برای رسیدن به اهداف سیاست پولی (کنترل تورم و حمایت از اشتغال) استفاده می‌کنند.

مشخصات لایحه

دوره دهم - سال سوم

شماره ثبت:

۵۲۵

شماره چاپ:

۱۲۴۷

تاریخ چاپ:

۱۳۹۷/۱۰/۵

معاونت پژوهش‌های

اقتصادی

دفتر: مطالعات

اقتصادی

مشخصات گزارش

شماره مسلسل:

۲۲۰۱۶۲۹۴

تاریخ انتشار:

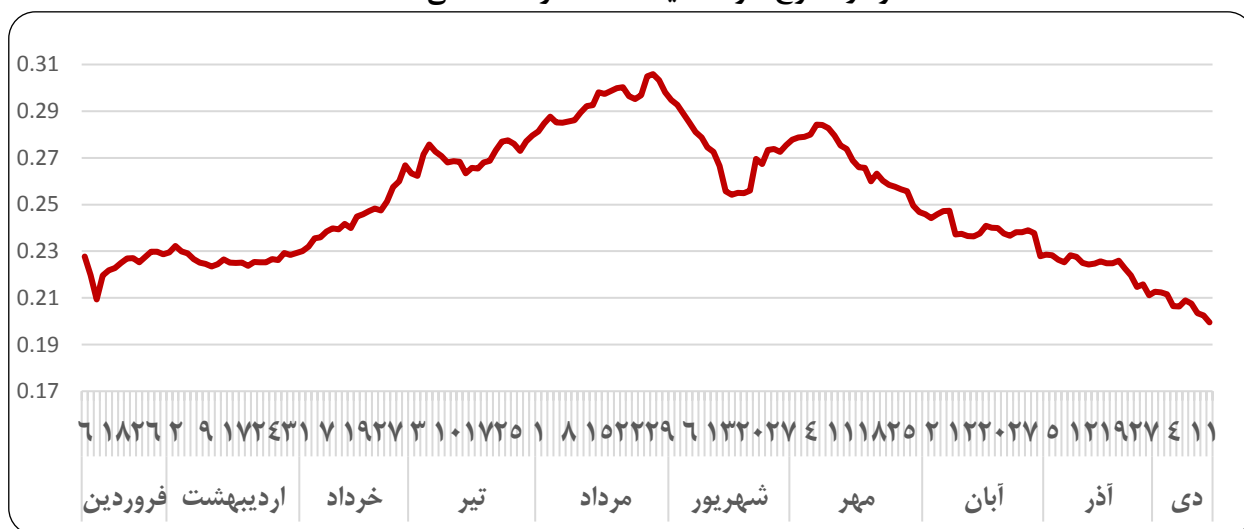
۱۳۹۷/۱۰/۲۹

۱. در اینجا تغییرات ذخایر بانکی یا همان Reserves موجب تغییر پایه پولی می‌شود.

علاوه بر اینکه عملیات بازار باز، ابزاری برای انجام سیاست پولی در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهد، مداخله بانک مرکزی در بازار اوراق دولتی ضرورت جدی دارد؛ زیرا انتشار اوراق از سوی دولت به معنای بزرگ‌ترین متقاضی وجوه در هر اقتصادی، نرخ سود در اقتصاد را متأثر می‌کند.

افزایش انتشار اوراق دولتی، به معنای افزایش استقراض بوده و موجب افزایش نرخ سود مؤثر (سود اسمی + عایدی ناشی از افزایش قیمت) این اوراق در بازار می‌شود. از آنجایی که اوراق بهادار دولتی و سپرده‌های سرمایه‌گذاری ضریب جانشینی بسیار بالایی دارند استقراض دولت، نرخ سود بانکی و بین بانکی را نیز متأثر خواهد کرد و مداخله بانک مرکزی ضرورت جدی می‌یابد. به عبارت روشن‌تر، زمانی که نرخ سود اوراق دولتی بالاتر از نرخ بین بانکی باشد، بانکی که مازاد ذخایر دارد ترجیح می‌دهد به جای سپرده‌گذاری در بازار بین بانکی، اوراق دولتی خریداری کند و وجود این گزینه برای بانک مورد نظر، نرخ سود بازار بین بانکی و به تبع آن، نرخ سود سپرده و تسهیلات را افزایش می‌دهد. به همین دلیل، بانک‌های مرکزی همواره یکی از خریداران عمده این اوراق در بازارهای ثانویه هستند تا بتوانند نرخ سود اقتصاد را کنترل کنند. نمودار زیر به عنوان مثال، نرخ سالیانه یکی از اسناد خزانه اسلامی را طی سال ۱۳۹۷ نشان می‌دهد که با واریانسی نسبتاً بالا (ضریب تغییرات ۱۰ درصدی) در بازه [۳/۳۰؛ ۹/۱۹] درصد نوسان کرده است. نکته قابل توجه اینجاست که میانگین نرخ این اوراق در بازه مذکور حدوداً ۲۵ درصد و همواره بالاتر از نرخ سود بازار بین بانکی و نرخ سود تسهیلات ۱۸ درصدی (مصوبه شورای پول و اعتبار^۱) بوده است. بنابراین به منظور اجتناب از اثرگذاری انتشار اوراق دولت بر نرخ‌های سود، ضرورت اجرای عملیات بازار باز بر کسی پوشیده نیست.

نمودار ۱. نرخ سود سالیانه اسناد خزانه اسلامی (۶۰۹)



مآخذ: تارنمای شرکت فرابورس ایران و محاسبات تحقیق.

بند «۵» ماده (۱۳) قانون پولی و بانکی مصوب ۱۳۵۱، به منظور بهره‌مندی از این ابزار سیاست پولی، بانک مرکزی را مجاز به خرید و فروش اسناد خزانه و اوراق قرضه دولتی ساخته است. انتشار اوراق قرضه پس از انقلاب اسلامی به دلیل ربوی بودن و مغایرت با شرع، متوقف شده است، اما اسناد خزانه اسلامی انتشار یافته در سال‌های اخیر را می‌توان یکی از انواع اسناد خزانه مذکور در قانون پولی و بانکی دانست.

۱. بخشنامه شماره ۹۵/۱۱۶۵۹۵ حداکثر نرخ سود علی‌الحساب سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار را ۱۵ درصد و نرخ سود مورد انتظار تسهیلات را ۱۸ درصد تعیین نموده است.

بنابراین در حال حاضر بانک مرکزی مجوز قانونی برای خرید و فروش اوراق دولتی غیر از اسناد خزانه اسلامی را نداشته و لایحه بودجه سعی کرده است در بند «م» تبصره «۵»، خرید و فروش سایر اوراق مالی اسلامی را نیز در قالب عملیات بازار باز، قانوناً بلامانع کند.^۱

۲. توثیق اوراق بهادار دولتی نزد بانک مرکزی

اگرچه ادبیات و نوشتار بند «م» تبصره «۵»، نیازمند بازنگری جدی است، ولی علاوه بر اعطای مجوز ضمنی به بانک مرکزی در اجرای عملیات بازار باز، بانک مرکزی را مجاز به پذیرش اوراق دولتی به عنوان وثیقه بانکها نزد خود در ازای اضافه برداشت‌ها و اعطای خطوط اعتباری، ساخته است. منوط کردن اضافه برداشت از بانک مرکزی به توثیق اوراق دولتی، مکانیسمی است که نگهداری این اوراق را برای بانکها الزامی کرده و تقاضای این اوراق را افزایش می‌دهد. طی این مکانیسم در صورتی که بانکها در پایان روز و برای تسویه با سایر بانکها با کسری نقدینگی مواجه شوند، باید بیش‌تر از میزان نقدینگی مورد نیاز خود، اوراق دولتی را نزد بانک مرکزی به عنوان وثیقه قرار دهند، نسبت و وثایق به نقدینگی مورد نیاز (hair-cut) از سوی بانک مرکزی تعیین می‌شود. اگر بانکی قادر به وثیقه‌گذاری نباشد، بانک مرکزی، جرائم مالی و غیرمالی برای بانک در نظر می‌گیرد که در بدترین حالت، منجر به گزیر (Resolution) بانک می‌شود. این طراحی مکانیسم و افزایش تقاضای اوراق، موجب می‌شود:

۱. انگیزه بانکها برای تملک دارایی‌های با درجه نقدشوندگی بالا، از جمله اوراق بهادار دولتی، افزایش یافته و ریسک نقدینگی بانکهای سالم کاهش یابد.

۲. با افزایش تقاضا برای اوراق دولتی، نرخ سود این اوراق، کاهش خواهد یافت و برای نزدیک کردن نرخ اوراق به نرخ هدف، مداخله کم‌تری از سوی بانک مرکزی نیاز خواهد بود. مداخله کم‌تر بانک مرکزی، به معنای صرف پایه پولی کم‌تر برای کاهش نرخ سود در اقتصاد است.

بنابراین منوط کردن اضافه برداشت‌ها و بهره‌مندی از خطوط اعتباری از آنجایی که تقاضای اوراق دولتی را افزایش داده و نظام انگیزشی شبکه بانکی را در تحصیل دارایی‌های با نقدشوندگی بالا اصلاح می‌کند، به خودی خود اقدام مطلوبی است، اما اجرایی شدن آن لوازمی دارد که در بخش پیش‌نیازهای اجرای بهینه عملیات بازار باز و توثیق اوراق بهادار دولتی نزد بانک مرکزی، بدان اشاره خواهد شد. توجه به این نکته نیز ضروری است که بانک مرکزی در صورتی که لوازم اجرای توثیق فراهم نشد، می‌تواند از اجرای آن خودداری کند و بند «م» تنها «مجوز» اجرای چنین اقدامی را به بانک مرکزی داده است.

۳. آثار مثبت اجرای عملیات بازار باز

اجرای عملیات بازار باز و خرید اوراق دولتی از جانب بانک مرکزی، به واسطه تقاضای بالایی که برای اوراق دولتی ایجاد می‌کند، نرخ سود مؤثر این اوراق را کاهش داده و نقد شونده‌گی اوراق دولتی را افزایش می‌دهد. کاهش نرخ سود اوراق دولتی، موجب کاهش هزینه استقرار دولت شده و افزایش نقدشوندگی اوراق دولتی، فرایند استقرار دولت را تسهیل می‌کند. بانک مرکزی با مداخله اثربخش، می‌تواند نرخ سود مؤثر اوراق دولتی را حداقل به نرخ بازار بین بانکی برساند؛ بنابر گزارش بانک مرکزی، نرخ سود متوسط موزون بازار

۱. شایان ذکر است شورای عالی هماهنگی اقتصادی در چهاردهمین جلسه خود مورخ ۹۷/۷/۱۰ ذیل بند «۹» به شرح زیر به بانک مرکزی مجوز یک‌ساله اجرایی عملیات بازار باز اعطا کرده است:

بند «۹»- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در چارچوب ضوابط و مقررات بازار سرمایه مجاز به انجام عملیات بازار باز می‌باشد و می‌تواند برای اعمال سیاست پولی، نسبت به خرید و فروش اوراق مالی اسلامی منتشره توسط دولت و همچنین انتشار اوراق ارزی- ربالی با هماهنگی کمیته بند «ک-۱» تبصره «۵» قانون بودجه سال ۱۳۹۷ اقدام نماید.

تبصره «۱»- هرگونه دریافت پول از مردم باید به عنوان ودیعه باشد و نه قرض.

تبصره «۲»- این منابع، صرفاً در اختیار بانک مرکزی قرار می‌گیرد و دولت حق بهره‌برداری از آن را ندارد.

بین‌بانکی در ۶ ماهه نخست سال ۱۳۹۷، برابر با ۱۹/۵۹ درصد بوده است.^۱ این در حالی است که نمودار ۱ نشان می‌دهد در پایان مردادماه سال جاری نرخ سود واقعی اوراق ۱۰/۵ درصد بالاتر از نرخ بازار بین بانکی بوده است. بنابراین یکی از پیامدهای مثبت اجرای عملیات بازار باز، کاهش هزینه استقراض و در عین حال تسهیل استقراض دولت برای جبران کسری بودجه است. از آن‌رو که کسری بودجه سال آینده دولت بسیار بیش‌تر از سنوات گذشته پیش‌بینی می‌شود،^۲ اعطای مجوز به بانک مرکزی برای اجرای عملیات بازار باز، اهمیت بسیار ویژه‌ای پیدا می‌کند.

کاهش نرخ سود در اقتصاد که می‌توان با عملیات بازار باز و انتظام‌بخشی به بازار پول و شبکه بانکی آن را زمینه‌سازی کرد، آثار اقتصادی بسیاری در کشور دارد، از جمله اینکه هزینه تجهیز منابع بانک‌ها را کاهش داده و به تبع آن نرخ سود تسهیلات نیز کاهش خواهد یافت. کاهش هزینه تجهیز منابع با توقف روند زیان‌دهی بانک‌ها، موجب افزایش قدرت تسهیلات‌دهی آنها می‌شود. همچنین کاهش نرخ سود تسهیلات بانکی نیز باعث می‌شود، هزینه تأمین مالی در اقتصاد کاهش یافته و بخش واقعی اقتصاد نیز بتواند با استفاده از تأمین مالی ارزان‌تر فعالیت مولد خود را دنبال کند.

پیش‌بینی می‌شود ترکیب دارایی‌های بانک مرکزی، با اجرای عملیات بازار باز تغییر کرده و سهم بدهی دولت به بانک مرکزی در پایه پولی افزایش یابد. شایان ذکر است که این کانال، مهم‌ترین مجرای افزایش پایه پولی در کشورهای مختلف است و برخی حساسیت‌ها در داخل کشور بی‌مورد است. برای مثال، پیش از بحران مالی سال ۲۰۰۸، بدهی دولت به فدرال رزرو (اوراق دولتی)، ۹۶ درصد پایه پولی ایالات متحده آمریکا را تشکیل می‌داد؛ پس از بحران نیز که بانک‌های مرکزی با دنبال کردن سیاست پولی غیر متعارف برخی از اوراق بهادار غیردولتی را خریداری کردند و سهم بدهی دولت از پایه پولی موقتاً کاهش یافت، بنابر آخرین گزارش ترازنامه‌ای فدرال رزرو، سهم اوراق بهادار دولتی در پایه پولی به ۵۵ درصد رسیده است.^۳ این در حالی است که بر اساس گزیده آمارهای اقتصادی بانک مرکزی در پایان مهرماه ۱۳۹۷، سهم خالص بدهی دولتی به بانک مرکزی از پایه پولی در ایران، حدود ۲/۵ درصد است. لذا افزایش سهم بدهی دولتی در مصارف پایه پولی که پیامد اجرای عملیات بازار باز است، امری رایج و جاافتاده در کشورهای توسعه‌یافته است و نمی‌توان آن را به عنوان نکته منفی اجرای عملیات بازار باز مطرح کرد.

۴. پیش‌نیازهای اجرای بهینه عملیات بازار باز و توثیق اوراق بهادار دولتی نزد بانک مرکزی

اجرای بهینه عملیات بازار باز پیش‌نیازهایی دارد که در ادامه به مهم‌ترین آنها اشاره می‌شود:

اجرای بهینه عملیات بازار باز، مستلزم عمق کافی بازار اوراق دولتی است؛ به عبارت روشن‌تر، باید به قدر کافی، اوراق دولتی منتشر شده باشد، تا بانک مرکزی قدرت مانور داشته و بتواند اوراق مورد نیاز برای مهار نرخ سود را خرید و فروش کند. بر اساس آخرین گزارش سازمان برنامه و بودجه کشور در خردادماه ۱۳۹۷ میزان اوراق بهادار اسلامی موجود در بازار برابر ۶۱ هزار میلیارد تومان بوده است که ۲۷ هزار میلیارد تومان آن در سال بعد سررسید خواهد شد. بنابراین با احتساب میزان اوراق پیش‌بینی شده در لایحه، موجودی اوراق در بازار در سال ۱۳۹۸، به میزان ۹۱ هزار میلیارد تومان می‌رسد.

۱. گزارش عملکرد بازار بین بانکی ریالی پیوست نامه بانک مرکزی به شماره ۹۷/۲۳۰۰۰۹.

۲. بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۸ کل کشور ۳. منابع بودجه (ویرایش اول) (۱۳۹۷)، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، شماره مسلسل ۱۶۲۲۱.

3. <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/h41.htm#h41tab10a>

جدول ۱. اوراق بهادار دولتی موضوع عملیات بازار باز در لایحه بودجه سال ۱۳۹۸ (هزار میلیارد ریال)

| تبصره و بند | ناشر | نوع اوراق | موضوع انتشار | تضمین کننده | مبلغ در لایحه ۱۳۹۸ |
|--|------|---|---|-------------|-----------------------|
| تبصره «۵» بند «ب» | دولت | اوراق مالی اسلامی (ریالی-ارزی) | طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نیمه‌تمام و طرح‌های ساماندهی دانشگاه‌ها | دولت | ۲۹۰ |
| تبصره «۵» بند «ه» | دولت | اسناد خزانه اسلامی | ابلاغ اعتبار و تخصیص‌های صادره توسط سازمان برنامه و بودجه از محل اعتبارات هزینه‌ای و تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مندرج در قانون بودجه | دولت | ۱۳۰ |
| تبصره «۵» بند «ز» | دولت | اسناد خزانه اسلامی (باسررسید کمتر از یک سال) | استمرار جریان پرداخت‌های خزانه‌داری کل کشور - صرف تخصیص‌های ابلاغی از سوی سازمان برنامه و بودجه (با اولویت اعتبارات استانی) | دولت | ۱۰۰ |
| تبصره «۵» بند «ح» | دولت | اوراق مالی اسلامی | پرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۷ | دولت | ۵۰ |
| اوراق ریالی دولتی لایحه (موضوع عملیات بازار باز) | | | | | |
| مانده اوراق ریالی انتشار یافته پیش از سال ۱۳۹۸ | | | | | |
| حداکثر میزان اوراق ریالی سال ۱۳۹۸ | | | | | |
| ۵۷۰ | | | | | |
| ۳۴۰ | | | | | |
| ۹۱۰ | | | | | |

مأخذ: بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۸ کل کشور؛ وضعیت بدهی دولت و انتشار اوراق مالی، مرکز پژوهش‌های مجلس، منتشر نشده.

همان‌گونه که در ابتدای این بخش ذکر شد، اجرای عملیات بازار باز به خودی خود، متوقف بر عمق بازار اوراق نیست، زیرا عملیات بازار باز با خرید و فروش حجم اندکی از اوراق بهادار دولتی نیز می‌تواند تحقق یابد؛ بلکه اجرای «بهینه» عملیات بازار باز، نیازمند عمق کافی این بازار است. به عبارت دیگر اگر بانک مرکزی بخواهد از این پس، پایه پولی را از محل خرید اوراق دولتی رشد دهد، عمق فعلی بازار اوراق دولتی، هیچ محدودیتی برای بانک مرکزی ایجاد نمی‌کند، زیرا نرخ رشد بلند مدت سالیانه پایه پولی مستلزم افزایش حدوداً ۴۵-۵۰ هزار میلیارد تومانی پایه پولی در سال آتی بوده^۱ و این میزان از خالص اوراق دولتی سالیانه کمتر است، اما اگر بانک مرکزی بخواهد عملیات بازار باز را با هدفگذاری نرخ سود در بازار بین بانکی، ترکیب کرده و مداخلات بانک مرکزی با هدف رساندن نرخ سود به نرخ سود هدف انجام شود، در اثربخشی این مداخلات، عمق بازار، فاکتور مهمی است. برای پاسخ به این سؤال که آیا عمق بازار اوراق دولتی برای اجرای «بهینه» عملیات بازار باز (با مختصات فوق)، کافی است یا خیر، باید بدانیم هر درصد کاهش نرخ سود اوراق دولتی، مستلزم چه میزان خرید اوراق از سوی بانک مرکزی است؟ بنابراین کشش تقاضای بازار اوراق دولتی، در میزان مداخله مورد نیاز بانک مرکزی برای رسیدن به نرخ هدف، تعیین کننده است و ممکن است هدایت نرخ سود با توجه کشش پایین تقاضای بازار مستلزم خرید اوراق یا تزریق ذخایر بسیار زیادی به بازار بین بانکی باشد. البته محاسبه کمی کشش تقاضای اوراق دولتی با حضور یک بازیگر پیشرو در بازار بین بانکی است که خود تحقیق مستقل و مفصلی می‌طلبد؛ اما می‌توان ضمن اشاره به پارامترهایی که بر میزان این کشش مؤثر هستند، مشروط به این پارامترها، اظهار نظر کرد. اصلاح نظام بانکی، مهم‌ترین پارامتر مؤثر بر کشش تقاضای بازار اوراق دولتی است که مکانیسم تأثیر آن در ادامه خواهد آمد.

در پی منوط کردن اضافه برداشت به توثیق اوراق دولتی، بانک‌ها مهم‌ترین متقاضیان این اوراق هستند و حضور بانک‌های ناسالم در بازار پول، به معنای کاهش شدید کشش تقاضای اوراق نسبت به نرخ، در بازار است، زیرا این بانک‌ها به هر قیمتی نیازمند ذخایر برای اضافه برداشت و تسویه با دیگر بانک‌ها هستند. حضور بانک‌هایی با کشش تقاضای تقریباً صفر در بازار بین بانکی، نرخ این بازار را بالا برده و در چنین شرایطی مهار نرخ سود بین بانکی نیازمند عرضه پایه پولی بیش تری از سوی بانک مرکزی است و این مخاطره عملیات بازار باز را از بهینگی دور می‌کند. لذا یکی از پارامترهای مؤثر بر کشش تقاضای اوراق بهادار دولتی نسبت به نرخ سود، اصلاح نظام بانکی و خارج کردن بانک‌های ناسالم از شبکه

۱. در اینجا فرض شده است پایه پولی با نرخ رشد متوسط بلندمدت خود ۱۸/۹ درصد رشد کند. در این صورت پایه پولی در پایان سال ۱۳۹۷ به ۲۵۴۳ هزار میلیارد ریال و در پایان سال ۱۳۹۸ به میزان ۳۰۲۳ هزار میلیارد ریال خواهد رسید. بنابراین پیش‌بینی می‌شود ۴۸۰ هزار میلیارد ریال پایه پولی در سال ۱۳۹۸ به اقتصاد افزوده شود.

بانکی است که انجام آن پیش از شروع عملیات بازار باز در افزایش کشش تقاضا و اثربخشی بیش تر مداخلات بانک مرکزی و همچنین اظهار نظر راجع به اینکه آیا عمق بازار اوراق برای انجام عملیات بازار باز و لوازم آن کافی است یا خیر، بسیار تعیین کننده و حائز اهمیت است. علاوه بر این اساساً اصلاح نظام بانکی، برای عملیاتی شدن وثیقه گیری در ازای اضافه برداشت که در بخش دوم بند «م» مورد اشاره بوده ضروری است، زیرا برخی از بانکها اساساً ذخیره های برای خرید اوراق دولتی ندارند و برای خرید اوراق نیز نیازمند اضافه برداشت هستند که این، نقض غرض است. بنابراین تا زمانی که بانکهای مشکل دار در بازار حضور دارند، نخواهند توانست اوراق دولتی به عنوان وثیقه به بانک مرکزی ارائه کنند و بانک مرکزی نیز اگر مانند گذشته با این تخلفات مسامحه کند و اجازه ادامه فعالیت بانک ناسالم را به هر قیمت بدهد، چاره ای جر همراهی ندارد و شرایط بازار نیز با دوره ای که وثیقه الزامی نیست، تفاوتی نخواهد کرد. لذا در صورتی که بانک مرکزی تصمیم به الزام بانکها به توثیق اوراق دولتی بگیرد، یکی از مواردی که باید در دستورالعمل مربوط به این بند تعیین تکلیف شود این است که اگر بانکی نتوانست اوراق دولتی به عنوان وثیقه تهیه نماید، بانک مرکزی چه اقدامی خواهد کرد؟ این مسئله در اجرایی شدن توثیق بسیار حیاتی است. یکی دیگر از لوازم اجرایی شدن این مسئله، عمق کافی بازار اوراق دولتی متناسب با میزان اضافه برداشت های بانکها و مؤسسات اعتباری است، اگر اوراق کافی برای وثیقه گذاری در بازار وجود نداشته باشد، اجرایی شدن پیشنهاد این بند از لایحه، عملاً غیرممکن خواهد بود.

جمع بندی و نتیجه گیری

با توجه به تأثیر نرخ سود واقعی اوراق دولتی بر نرخ سود بانکی، فراهم سازی زمینه های قانونی اجرای عملیات بازار باز به عنوان یک ابزار سیاست پولی، یک ضرورت است. قانون پولی بانکی مصوب ۱۳۵۱ بانک مرکزی را تنها مجاز به خرید و فروش اسناد خزانه و اوراق قرضه دولتی دانسته است، لذا بانک مرکزی در راستای خرید اوراق دولتی غیر از اسناد خزانه اسلامی، نیازمند مجوز قانونی است. بنابراین اعطای مجوز قانونی به بانک مرکزی در قالب این بند از تبصره «۵» از سوی لایحه بودجه، اقدام مناسبی ارزیابی می شود. گذشته از این، اجرای بهینه این عملیات با کاهش هزینه استقراض دولت و نقدشوندگی اوراق دولتی، هزینه تأمین مالی دولت را کاهش می دهد و با کاهش هزینه تجهیز منابع بانکها موجب افزایش توان تسهیلات دهی آنها شده و بدین ترتیب آثار اقتصادی مثبتی به دنبال دارد. البته اجرای بهینه عملیات بازار باز و توثیق اوراق بهادار نزد بانک مرکزی برای اضافه برداشت یا دریافت خط اعتباری، نیازمند عمق کافی بازار اوراق دولتی است که اظهار نظر راجع به اینکه عمق کنونی بازار اوراق دولتی کافی است یا خیر به پارامترهایی وابسته است که مهم ترین آن، اصلاح نظام بانکی است. همچنین، اجرایی شدن وثیقه گیری، نیازمند تعریف جریمه هایی بازدارنده برای بانکهایی است که قادر به تسلیم وثایق نیستند بنابراین باید توجه داشت که از جهات متعدد، اجرای موفق عملیات بازار باز و توثیق اوراق، در گرو اصلاح نظام بانکی و تعیین تکلیف بانکهای ناسالم است.

پیشنهاد

پیشنهاد می شود متن این بند به نحو زیر تغییر کند تا بر اعطای مجوز قانونی به بانک مرکزی، تصریح داشته و در عین حال با توجه ملاحظات اجرایی عملیات بازار باز و وثیقه گیری اوراق بهادار دولتی در ازای اضافه برداشت یا خط اعتباری، اختیار اجرای این عملیات را به بانک مرکزی واگذار کند: «به منظور اجرای سیاست پولی و مدیریت نرخ های سود و کنترل تورم، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران مجاز به انجام عملیات بازار باز و خرید و فروش اوراق مالی اسلامی منتشره دولت است. همچنین بانک مرکزی می تواند در ازای اضافه برداشت بانکها و یا اعطای خطوط اعتباری به بانکها، اوراق مذکور را به عنوان وثیقه بپذیرد. شورای پول و اعتبار موظف است حداکثر دو ماه پس از ابلاغ این قانون دستورالعمل اجرای این بند را تصویب و ابلاغ نماید».