

پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



الزامات و راهبردهای سیاست‌گذاری پولی فعال در اقتصاد ایران

گزارش سیاستی

دی ۱۳۹۹

www.mbri.ac.ir



پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

MBRI-PR-9924

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش سیاستی: الزامات و راهبردهای سیاست‌گذاری پولی فعال در اقتصاد ایران

نویسندگان: حسین باستان‌زاد، مهدی هادیان

ناظر علمی: سیداحمدرضا جلالی نائینی

داوران: سیدعلی مدنی‌زاده، هومن کرمی

واژگان کلیدی: اوراق قرضه، بازار بدهی، عملیات بازار باز، سیاست پولی، پایه پولی

طبقه‌بندی JEL: G21، G12، G23، E52

تاریخ انتشار گزارش: دی ۱۳۹۹

خلاصه مدیریتی

عملیات بازار باز به عنوان ابزار سیاستی سنتی که فعال‌ترین و مؤثرترین قابلیت استفاده را در اقتصادهای صنعتی و نوظهور طی پنج دهه گذشته داشته، اخیراً در اقتصاد ایران مورد استفاده قرار گرفته است. آرمان چنین رویکردی امکان واکنش فعالانه و اثربخش بانک مرکزی به پویایی‌های نرخ‌های سود و هدایت بردار نرخ‌های سود اقتصاد در مسیر سازگار با اهداف سیاستی است. در این راستا، علی‌رغم ضرورت انتقال سیاست‌گذار پولی از مدیریت پایه پولی به مدیریت نرخ‌های سود، چالش‌های ناظر بر ضعف کارایی و محدودیت‌های ناظر بر عدم تنوع در ابزارهای سیاست‌گذاری پولی، ضعف‌های نهادی و مقرراتی، و تشکیل نشدن بازار یکپارچه پول سبب شده است سیاست‌گذاری پولی مستلزم اعمال اصلاحات گسترده به منظور مدیریت و رفع چالش‌های مذکور باشد. به بیان دیگر، با توجه به تجارب چند دهه گذشته و همچنین شکل‌گیری ساختارهای نهادی در روابط مالی متقابل بین هریک از اجزای دولت، بانک‌ها، و بانک مرکزی به دلایل پولی شدن مستمر کسری خالص پس‌انداز ناخالص داخلی (سلطه مالی)، رشد مستمر خالص ریالی دارایی‌های خارجی، مالیات تسعیر ادواری، و همچنین سهم بالای مبادلات برون‌ترانزنامه‌ای در رشد پایه پولی، هدف‌گذاری بر روی کل‌های پولی به‌طور عام و پایه پولی به‌طور خاص طی دوره گذار و تحقق نهایی رویکرد هدف‌گذاری نرخ‌های سود کلیدی در راستای تنظیم بردار نرخ‌های سود اقتصاد کلان ضروری خواهد بود؛ اما طی دوره گذار نیز لازم است اقدامات اساسی برای ارتقای کارایی و اثربخشی ابزارهای سیاست پولی در کوتاه‌مدت و میان‌مدت انجام شود که در این فرایند، تقویت اقدامات نظارتی و احتیاطی بر رشد اقلام ترانزنامه بانک‌ها، توثیق کردن روابط مالی بخش دولتی و شبکه بانکی با بانک مرکزی، عمق‌بخشی به عملیات بازار باز از طریق راه‌اندازی سیستم معامله‌گران اختصاصی برای پذیره‌نویسی و بازارگردانی اوراق بدهی دولتی، همگام با توسعه بازار بدهی از طریق اوراق بهادارسازی دیون انباشته دولت به نهادهای عمومی و اشخاص حقوقی، اوراق بهادارسازی دیون نهادهای عمومی و رتبه‌بندی آنها، تنوع ابزارهای بازار پول از جمله صندوق‌ها و حساب‌های بازار پول از اهمیتی ویژه برخوردار خواهد بود.

فهرست مطالب

۱.....	۱ مقدمه.....
۲.....	۲ ضرورت حرکت به سمت مدیریت نرخ‌های سود.....
۳.....	۳ الزامات و راهبردهای تحقق سیاست پولی فعال.....
۳.....	۱.۳ طراحی کریدور نرخ سود و اجرای عملیات بازار باز.....
۴.....	۱.۱.۳ انواع اوراق بدهی قابل مبادله در عملیات بازار باز.....
۵.....	۲.۱.۳ تعریف و تعیین معامله‌گران اختصاصی.....
۶.....	۲.۳ عمق بخشی به بازار پول و بدهی.....
۶.....	۱.۲.۳ اوراق بهادارسازی دیون نهادی‌های عمومی، رتبه‌بندی آن‌ها، بازارگردانی آن‌ها.....
۷.....	۲.۲.۳ تضمین نکردن ریسک اوراق بدهی شرکت‌ها.....
۸.....	۴ جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی.....
۹.....	منابع و مآخذ.....

بعد از چند دهه اجرای سیاست‌گذاری پولی مبتنی بر هدف‌گذاری کل‌های پولی در اقتصاد ایران و به‌دست نیامدن نتایج قابل‌دفاع در حوزه ثبات قیمت‌ها و کنترل تورم به‌عنوان برجسته‌ترین معیار موفقیت سیاست‌های پولی، از نیمه دوم سال ۱۳۹۸، مقام پولی با بهره‌گیری از تجارب موفق جهانی در کنترل تورم و دستیابی به ثبات نسبی سطح عمومی قیمت‌ها، رویکرد سیاست‌گذاری پولی را به هدف‌گذاری نرخ‌های سود کلیدی تغییر داده‌اند. آرمان چنین رویکردی امکان واکنش فعالانه و اثربخش بانک مرکزی به پویایی‌های نرخ‌های سود و هدایت بردار نرخ‌های سود اقتصاد در مسیر سازگار با اهداف سیاستی است.

البته باید متذکر شد، آنچه در اینجا بر آن تأکید می‌شود بُعد امکان‌پذیری واکنش مناسب و متناسب^۱ مقام پولی و حصول نتیجه در عمل است؛ از این منظر، ممکن است علی‌رغم وجود امکانات و ابزارهای لازم، با توجه به چشم‌اندازی که برای تنظیم فعالیت‌های اقتصادی و در نتیجه نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی متصور است، شواهد کافی برای لزوم مداخله در بازار وجود نداشته باشد؛^۲ اما در وجهی دیگر، ممکن است علی‌رغم مداخله بانک مرکزی، به دلایل متعدد این مداخله اثری معنادار و مطلوب در نرخ‌های سود بازار و همچنین منحنی ساختار زمانی نرخ سود اقتصاد نداشته باشد.^۳ در چنین شرایطی، با توجه به اثربخشی محدود اقدامات سیاست‌گذار در بردار نرخ‌های سود اقتصاد، سیاست پولی به‌صورت پسینی و منفعل نسبت به عوامل تغییردهنده ترازنامه بانک مرکزی اجرا می‌شود که در نتیجه آن، انتظار توثیق اوراق بدهی دولتی برای بخشی از تغییرات پول بیرونی فراهم خواهد شد.

با چنین توصیفی از سیاست‌گذاری پولی فعال برای دستیابی به اهداف ارائه‌شده و به‌ویژه حصول تورم مدنظر، الزامات و پیش‌شرط‌هایی برای امکان واکنش به پویایی‌های نامطلوب اقتصاد کلان و در نتیجه تنظیم مجدد منحنی بازده تا سررسید اقتصاد وجود خواهد داشت. بدین منظور، گزارش پیش‌رو قصد دارد با بررسی وضع موجود و ترسیم وضع مطلوب، الزامات گذر از چهارچوب هدف‌گذاری کل‌های پولی به مدیریت نرخ‌های سود را از ابعاد مختلف مورد بررسی قرار داده و با شناسایی چالش‌های تحقق هر یک از این الزامات نیز، راهبردهایی برای افزایش اثربخشی دستیابی به اهداف ارائه دهد؛ بنابراین، سؤالات پژوهش به شرح ذیل ارائه و بررسی خواهد شد:

الف- دلایل و ضرورت حرکت به سمت هدف‌گذاری نرخ‌های سود کلیدی چیست؟

ب- الزامات و راهبردهای تحقق سیاست‌گذاری پولی فعال در اقتصاد ایران چیست؟

در این شرایط، چهارچوب ارائه‌شده درکی روشن از سازوکار سیاست‌گذاری پولی فعال را در قالب رویکرد هدف‌گذاری نرخ‌های سود کلیدی برای عملکرد قابل‌قبول در رسیدن به اهداف اقتصاد کلان فراهم خواهد آورد.

^۱ در شرایط معین، از صفت بهینه می‌توان استفاده کرد.

^۲ در شرایط نااطمینانی و دانش کم راجع به پارامترهای ساختاری اقتصاد و تابع واکنش، اصل محافظه‌کاری برینارد (۱۹۶۷) بر این است که سیاست‌گذار کمتر دخالت کند تا فضا برای او روشن‌تر و قابل‌اطمینان‌تر شود. تمثیل این مطلب: در اتاق تاریک، اشخاص قدم‌های کوچک برمی‌دارند.

^۳ در شرایط نرمال اقتصادی، سیاست‌گذار به‌علت عدم انحراف معنادار از اهداف سیاستی لزومی برای مداخله و تغییر روند در استفاده از ابزارهای سیاستی و نیز عملیات مداخله احساس نمی‌کند. در شرایط بحران اقتصادی (بخش‌های مالی و حقوق) نیز علی‌رغم انحراف معنادار در اهداف سیاستی، لزوم اعمال سیاست‌های پولی فعال، و مداخلات گسترده مقامات پولی عملاً استفاده صرف از ابزارهای سیاست پولی به‌علت احتمال بروز نامتقارن چهار چالش گسترده بحران، ضعف کارایی ابزارهای سیاست پولی، اعتبار پایین سیاست‌گذار، و نیز دام نقدینگی کارایی ندارد و نتیجتاً عملیات مداخله نیز به‌طور خاص اثرگذاری محدودی خواهد داشت.



۲ ضرورت حرکت به سمت مدیریت نرخ‌های سود

همان‌طور که تجربه آمریکا، کشورهای اروپایی، و شماری از کشورهای نوظهور نشان داد، تابع تقاضا برای پول دچار کم‌ثباتی شده است و در نتیجه آن، بانکداران مرکزی به این اجماع رسیدند که رویکرد هدف‌گیری کل‌های پولی کارایی خود را از دست داده است و در قالب رویکردهای سیاست‌گذاری پولی نوین، نرخ بهره به ابزار اصلی سیاست پولی تبدیل شد. در اقتصاد ایران نیز شواهدی در این راستا وجود دارد که این تغییر رویکرد را ضروری ساخته است.

تحولات پایه پولی در اقتصاد ایران به‌طور سنتی متأثر از مبادلات و تراکنش‌های غیرمتمقارن نقدی و تعهدی است. این مبادلات به‌دلیل احکام قوانین سنواتی بودجه و برنامه‌های توسعه‌ای کشور، به‌شدت تحت تأثیر رشد ادواری خالص دیون دولت به بانک مرکزی (سلطه مالی) و مبالغ بالای خطوط اعتباری غیرتوثیقی به بانک‌های تخصصی و تجاری است، به‌گونه‌ای که عملاً رابطه میان تغییرات پایه پولی با بردار نرخ‌های سود را تضعیف کرده است. در این شرایط، تغییرات پایه پولی و نقدینگی غالباً با تغییرات محدود و بعضاً همسو با نرخ‌های سود اسمی و واقعی همراه بوده است که با توجه به ناچیز بودن سهم مبادلات توثیقی در تغییرات پایه پولی، به‌طور ضمنی دلالت بر ناکارآمدی سیاست‌گذاری پولی در دستیابی به رشد پایدار غیرتورمی دارد؛ بنابراین، تا زمانی که سهم مبادلات و تراکنش‌های توثیقی در تغییرات پایه پولی به میزان چشم‌گیری افزایش نیابد، مکانیسم اثرگذاری تغییرات پایه پولی در بردار نرخ‌های سود اقتصاد کلان و در نتیجه تغییرات تقاضای کل و حصول به اهداف سیاستی دچار اختلال و ضعف کارایی خواهد بود. این بدان معناست که در صورت مهیا نشدن این پیش‌شرط اساسی، حتی در صورت تغییر رویکرد سیاست پولی از مدیریت پایه پولی به مدیریت نرخ‌های سود، از آنجا که ارتباطی بین بدهی‌های کارگزاران اقتصادی و بالأخص بدهی بخش دولتی با بردار نرخ‌های سود اقتصاد وجود ندارد، تغییرات نرخ سود نیز توانایی اثرگذاری در تقاضای کل اقتصاد و در نتیجه کنترل تورم نخواهد داشت. این بدان معناست که مکانیسم اعتباری انتقال سیاست پولی برای حداقل کردن نوسانات تورم مؤثر نخواهد بود. از سوی دیگر، در صورت افزایش سهم مبادلات توثیقی پایه پولی، تغییرات پایه پولی و بردار نرخ‌های سود اقتصاد کلان از پیوند و همبستگی بیشتری برخوردار خواهد شد و در نتیجه با فراهم شدن زیرساخت‌های اساسی و غنای ابزارهای پولی موردنیاز، رویکرد هدف‌گذاری نرخ‌های سود کلیدی عملیاتی خواهد شد، به‌نحوی که نتایج غایی دو رویکرد هدف‌گذاری کل‌های پولی و هدف‌گذاری نرخ‌های سود کلیدی برای تنظیم بردار نرخ سود اقتصاد در دستیابی به اهداف کلان مشابه و جایگزین یکدیگر خواهند بود.

ملاحظات فوق بیانگر آن است که با توجه به تجارب چند دهه گذشته و همچنین شکل‌گیری ساختارهای نهادی در روابط مالی متقابل بین هریک از اجزای دولت، بانک‌ها، و بانک مرکزی به‌دلایل پولی شدن مستمر کسری خالص پس‌انداز ناخالص داخلی (سلطه مالی)، رشد مستمر خالص ریالی دارایی‌های خارجی، مالیات تسعیر ادواری و همچنین سهم بالای مبادلات برون‌ترازنامه‌ای در رشد پایه پولی، هدف‌گذاری بر روی کل‌های پولی به‌طور عام و پایه پولی به‌طور خاص طی دوره گذار و تحقق نهایی رویکرد هدف‌گذاری نرخ‌های سود کلیدی در راستای تنظیم بردار نرخ‌های سود اقتصاد کلان ضروری خواهد بود؛ اما طی دوره گذار نیز نیاز است که اقدامات اساسی برای ارتقای کارایی و اثربخشی ابزارهای سیاست پولی در کوتاه‌مدت انجام شود که در این فرایند، توثیقی کردن روابط مالی بخش دولتی و شبکه بانکی با بانک مرکزی و عمق‌بخشی به عملیات بازار باز، همگام با توسعه بازار بدهی و تنوع ابزارهای بازار پول از اهمیتی ویژه برخوردار خواهد بود. این تحولات سبب می‌شود در مجموع با شکل‌گیری منحنی بازدهی تا سررسید اقتصاد مبتنی بر طیفی متنوع و گسترده از ابزارهای پولی متداول، امکان واکنش فعالانه و اثربخش مقام پولی به نوسانات کوتاه‌مدت اقتصاد کلان با استفاده از تنظیم مجدد دالان نرخ سود و عملیات بازار باز فراهم شود و در نتیجه، با اثرگذاری در بردار نرخ‌های سود اقتصاد کلان، عملاً کارایی سیاست پولی در قالب مکانیسم انتقال اعتباری جهت تحقق اهداف سیاست‌گذار افزایش یابد.



۳ الزامات و راهبردهای تحقق سیاست پولی فعال

۱.۳ طراحی دالان نرخ سود و اجرای عملیات بازار باز

سیاست پولی در چهارچوب مدیریت نرخ سود در قالب دو ابزار تسهیلات قاعده‌مند^۱ و عملیات بازار باز انجام می‌شود. تسهیلات قاعده‌مند مجموعه عملیاتی است که به سبب عملکرد شبکه بانکی در تغییرات کل‌های پولی اثرگذار است. در این عملیات، بانک مرکزی با تعیین سقف نرخ سود به‌عنوان آخرین وام‌دهنده^۲ و با تعیین کف نرخ سود نیز به‌عنوان سپرده‌پذیری^۳ از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بر روند ذخایر شبکه بانکی اثرگذار است.^۴ هریک از بانک‌ها با توجه به عملکرد و ذخایری که نزد بانک مرکزی نگهداری می‌کند، از کف نرخ‌های سود برخوردار است و همچنین در شرایط اضطراری که با کسری منابع مواجه می‌شود، با تنزیل اسناد بدهی خود نزد بانک مرکزی، می‌تواند از تسهیلات وام‌دهی این نهاد استفاده کند. بدیهی است با توجه به بالا بودن نرخ تنزیل بانک مرکزی، بانک‌ها، و یا مؤسسات اعتباری تحت پوشش تنها در شرایط بحرانی و نه به‌عنوان ابزاری دائمی از این منبع استفاده خواهند کرد و در شرایط معمول، کسری و مازاد وجوه خود را از طریق بازار بین‌بانکی مدیریت می‌کنند.^۵

در مقابل تسهیلات قاعده‌مند، عملیات بازار باز فرایندی است که توسط بانک مرکزی و برای مدیریت نوسانات ذخایر کوتاه‌مدت بانک‌ها آغاز می‌شود. به‌طور کلی عملیات بازار باز با دو رویکرد دائمی و موقتی انجام می‌شود.

عملیات دائمی بازار باز

عملیات دائمی بازار باز با هدف همراهی رشد بلندمدت ترازنامه بانک‌ها و پول در گردش با رشد بلندمدت اقتصاد و از طریق خریدوفروش اوراق قرضه دولتی (در شرایط کمبود اوراق مذکور اوراق قرضه نهادی غیردولتی با رتبه اعتباری بالا) انجام می‌شود. عملیات مذکور با مدیریت کل‌های پولی و تقاضای کل اقتصاد، عملاً شکاف میان مقادیر عملکردی تورم و رشد اقتصادی را نسبت به مقادیر موردهدف سیاست‌گذار، در ادوار مختلف تجاری به حداقل می‌رساند. در رویکرد دائمی، بانک‌های مرکزی به‌صورت مستمر و در بازه‌های مختلف زمانی و متناسب با مقادیر هدف‌گذاری‌شده، اندازه اوراق قرضه دولتی و غیردولتی را در بخش دارایی‌های ترازنامه خود منقبض یا منبسط می‌کند. اندازه تغییرات اوراق مذکور دقیقاً متناظر با تغییرات اندازه اوراق قرضه فوق در ترازنامه نهادی اشخاص به‌طور عام و نهادهای مالی بازار سرمایه به‌طور خاص است، به‌طوری‌که در شرایط اعمال سیاست‌های پولی انبساطی (انقباضی) با کاهش (افزایش) نرخ‌های سود سیاستی، اندازه و سهم نسبی اوراق قرضه در مجموع دارایی‌های نهادهای مالی کاهش (افزایش) می‌یابد و از این طریق، دسترسی به منابع اعتباری و تأمین مالی با نرخ‌های سود موردهدف سیاست‌گذار گسترش (کاهش) می‌یابد. در همین راستا، پدیده مذکور مستقیماً از طریق تغییرات اندازه منابع و قدرت وام‌دهی (مؤسسات اعتباری) و سرمایه‌گذاری (نهادهای سرمایه‌گذار مالی و صندوق‌های بیمه و بازنشستگی)، زمینه تغییرات هدفمند مصرف کالاهای بادوام توسط خانوار، تغییرات سرمایه‌گذاری ناخالص داخلی، تغییرات شکاف پس‌انداز ناخالص داخلی، و نتیجتاً سطح عمومی قیمت‌ها را فراهم می‌سازد. بدیهی است در این عملیات، معاملات انجام‌شده قطعی است و در آن بانک مرکزی با شناسایی ذخایر موردنیاز در مسیر بلندمدت، اقدام به مبادله اوراق در طیفی از سررسیدهای مختلف با حجم‌های متفاوت می‌کند تا زمانی که ذخایر بانک‌ها به سطح مطلوب و موردهدف مسیر بلندمدت آن برسد.

¹ Standing Facilities

² Marginal Lending Facility

³ Deposit Facility

^۴ چالش‌های مختلف که در فرایند مدیریت بلندمدت و کارای کریدور نرخ‌های سود در اقتصاد ایران وجود داشته به‌ترتیب شامل الف- رابطه ضعیف آماری روند تغییرات کل‌های پولی با جهت‌گیری کریدور نرخ‌های سود در اقتصاد ایران (برخلاف اقتصادهای صنعتی و نوظهور)، ب- تأثیرگذاری محدود تغییرات ذخایر ناشی از تراز جریان وجوه روزانه و هفتگی مؤسسات اعتباری با تغییرات نرخ سود شبانه، و ج- خروج برخی از نرخ‌های سود تسهیلات اعتباری خارج از دامنه نرخ سود عملیات بازار باز (نرخ حداقلی) و نرخ اضافه برداشت توثیقی و غیرتوثیقی از بانک مرکزی (نرخ سقف) با قابلیت رشد پول بیرونی (با فرض مدیریت توثیقی کل تغییرات پایه پولی) است.

^۵ برخی از اصلاحات تدریجی زیرساختی در فرایند ارتقاء مدیریت کارای کریدور نرخ‌های سود در اقتصاد ایران به‌ترتیب شامل الزام توثیق مؤسسات اعتباری در قبال افزایش خالص بدهی آن‌ها به بانک مرکزی، کاهش تدریجی سهم خطوط اعتباری به مؤسسات اعتباری (بانک‌های ملی، کشاورزی، مسکن، و...) در تغییرات خالص بدهی بانک‌ها، ذخیره‌گیری حداکثری در تعدیل ارزش دارایی‌های بانک مرکزی، و نیز هدف‌گذاری بر روی کل‌های پولی با هدف کاهش تدریجی نرخ‌های سیاستی حقیقی منفی است.



عملیات موقتی بازار باز

درحالی‌که عملیات دائمی بازار باز در قالب معاملات قطعی و با رویکرد بلندمدت انجام می‌شود، عملیات موقتی بازار باز برای مدیریت ذخایر کوتاه‌مدت بانک‌ها و در قالب معاملات توافق‌نامه‌های بازخرید^۱ و بازخرید معکوس^۲ انجام می‌شود. تجارب کشورها نشان می‌دهد که در مواقع خاصی از سال، نیاز به نقدینگی در بانک‌ها و مؤسسات مالی برای پاسخ‌گویی به نیاز مشتریان افزایش می‌یابد. این‌گونه تغییرات که منابع و زمان آن از قبل قابل‌شناسایی است، عمدتاً به مناسبات هفتگی و یا تعطیلات سالانه مرتبط است؛ هرچند که ممکن است این وضعیت تحت تأثیر رفتار گروهی مردم ناشی از اخبار منفی نیز نشأت گیرد، درهرصورت با توجه به ماهیت موقتی بودن آن، مقام پولی صرفاً از طریق معامله‌گران اختصاصی^۳ وارد معامله‌ای دوطرفه تحت عنوان توافق‌نامه بازخرید یا ریو می‌شود. در این شرایط، با افزایش فشارهای نقدینگی و افزایش موقتی نرخ سود بین‌بانکی از نرخ هدف سیاستی، بانک مرکزی اوراق معامله‌گران اختصاصی را خریداری می‌کند و فروشنده متعهد می‌شود، همان اوراق را مجدداً به قیمت موردتوافق بازخرید کند. البته این مدت بسیار محدود است و طی چند روز یا هفته بازخرید انجام می‌شود. دوره کوتاه‌مدت قراردادهای ریو از یک‌طرف ریسک‌های اعتباری بانک‌های مرکزی را جهت تأمین مالی نهادی اعتبارگیرنده مذکور کاهش می‌دهد و از طرف دیگر، با ایجاد سازگاری میان نرخ‌های سود سیاستی و نیز نرخ‌های سود کوتاه‌مدت، کسری کوتاه‌مدت جریان نقدی نهادهای مختلف مالی فعال در بازار پول را تأمین مالی می‌کند. در مقابل، زمانی که شرایط عکس روی دهد، به‌نحوی‌که بانک‌ها و مؤسسات اعتباری از ذخایر کوتاه‌مدت اضافی برخوردار شوند، بانک مرکزی با انجام دادن معاملات توافق‌نامه‌های بازخرید معکوس^۴ با طیفی از بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری و نه صرفاً معامله‌گران اختصاصی، اقدام به جذب و تعدیل ذخایر مازاد آن‌ها می‌کند.

تجربه بانک مرکزی ج.ا.ی. در اجرای عملیات بازار باز طی یک سال گذشته، حاکی از آن است که هرچند دالان نرخ سود طراحی و عملیاتی شده است، عملیات بازار باز تاکنون نقشی مؤثر در مدیریت ذخایر کوتاه‌مدت شبکه بانکی بر عهده نداشته است^۵، به‌نحوی‌که عمده نتایج تغییرات نرخ سود در بازار از طریق تغییرات دالان نرخ سود و افزایش کف نرخ سود سپرده‌های شبکه بانکی به‌دست آمده است. علاوه‌براین، معاملات محدود انجام‌شده نیز از نوع معاملات دائمی و قطعی بوده و از اواسط آبان ماه با مشاهده افزایش نرخ سود بین‌بانکی، معاملات موقتی که در مدیریت ذخایر کوتاه‌مدت نقش برجسته دارد، موردتوجه قرار گرفته است. شایان ذکر است، به‌منظور اجرای موفق سیاست پولی مبتنی بر کل‌های پولی و یا هدف‌گذاری تورم، عملاً ترانزنامه بانک مرکزی به‌طور عام و پایه پولی به‌طور خاص می‌باید منحصراً متأثر از اهداف سیاست‌گذار (اهداف ثبات قیمتی، رشد پایدار، و ثبات مالی) بوده و هرگونه اختلال در ارقام ترانزنامه بانک مرکزی متأثر از سلطه مالی و یا تسعیر دارایی‌های ارزی زمینه انحراف در شکاف اهداف سیاست‌گذار و نیز زمان تحقق اهداف سیاست پولی را فراهم می‌سازد. در همین راستا، استقلال در فرایند استفاده از ترکیب ابزارهای سیاست پولی، اجتناب از انتقال عدم تعادل‌های ناشی از کسری پس‌انداز ناخالص داخلی، و یا بی‌ثباتی مالی ضروری است. علاوه‌براین، تعریف ابزارها و اوراق مالی قابل‌توثیق و همچنین راه‌اندازی سیستم معامله‌گران اختصاصی در تعمیق عملیات بازار باز نقش اساسی خواهد داشت که در ادامه به آن اشاره می‌شود.

۱.۱.۳ انواع اوراق بدهی قابل‌مبادله در عملیات بازار باز

با توجه به آنکه ابزارهای مبادله‌شده در عملیات بازار باز به‌صورت مستقیم در ستون دارایی‌های ترانزنامه بانک مرکزی قرار می‌گیرد و حجم پایه پولی را متأثر می‌سازد، لازم است مقام پولی بر اساس ویژگی‌هایی از جمله رتبه اعتباری، درجه نقدشوندگی، سررسید اوراق، قابلیت بلوکه کردن منابع و وثیقه‌گذاری اوراق، و همچنین عمق بازار فهرستی از اوراق بهادار قابل‌پذیرش در اجرای این عملیات را اعلام کند^۶. درواقع، مجموعه ابزارهای تعهدی غیراهرمی به‌طور عام و اوراق قرضه با بالاترین رتبه اعتباری به‌طور خاص (اوراق قرضه دولت مرکزی و در شرایط خاص اوراق قرضه نهادهای اعتباری با محدودیت سقف) که در فرایند مبادله دائمی با پایه پولی بوده، به‌عنوان اوراق بدهی قابل‌تنزیل توسط بانک مرکزی در عملیات بازار باز در چرخش‌های ادواری سیاست پولی قابلیت استفاده دارد. اوراق مذکور به‌ترتیب رتبه اعتباری در لیست خرید (در شرایط انبساط کل‌های پولی) و در ترکیب دارایی‌های بانک مرکزی قرار می‌گیرد. این اوراق بر اساس اعتبار

^۱ Repo

^۲ Reverse Repo

^۳ Primary Dealers

^۴ Reverse Repo

^۵ با توجه به اینکه اندازه مانده اوراق بدهی ناشی از انجام عملیات بازار باز به پایه پولی کمتر از ۳ درصد بوده و تداوم نرخ‌های سود حقیقی منفی در بازار عملیات مذکور، علی‌رغم شروع این عملیات در خصوص نتایج مورد انتظار آن نمی‌توان ارزیابی قطعی داشت.

^۶ انواع اوراق قابل‌معامله در دستورالعمل عملیات بازار باز در ماده ۱ (تعاریف و اصطلاحات) تشریح شده است. همچنین در اطلاعیه‌های بانک مرکزی در خصوص عملیات بازار باز، ویژگی‌های اوراق مذکور همانند تاریخ تا سررسید و نیز حداقل مدت مالکیت اوراق نزد بانک مرکزی ذکر شده است.



صادرکننده شامل اوراق قرضه دولت، اوراق قرضه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، گواهی‌های سپرده بانکی، و بعضاً اوراق قرضه نهادهای عمومی با سرسیدهای متنوع و عمدتاً کوتاه‌مدت در بازار اوراق قرضه به‌طور عام و نیز عملیات بازار باز به‌طور خاص مورد استفاده قرار می‌گیرد. در همین راستا، باید تأکید کرد که فهرست اوراق مذکور، طی ادوار تجاری (رونق و رکود) با تغییر شرایط مالی و اعتباری قابلیت تعدیل دارد. علاوه بر این، با توجه به معیارهای حداقلی پذیرش اوراق مورد استفاده در عملیات بازار باز، اوراق تعهدی اهرمی از قبیل ضمانت‌نامه‌های مختلف غیرمشروط، اعتبارات اسنادی فعال مدت‌دار، اسناد خرید دین، و حتی گواهی گام قابلیت مبادله در فرایند عملیات بازار باز را توسط بانک مرکزی ندارد.

لازم به ذکر است، در اقتصاد ایران به‌علت ماهیت تعهدی دیون دولت و عدم اوراق بهادارسازی دیون دولتی، بازار بدهی عمق کمی دارد. به‌منظور برون‌رفت از چالش مذکور، دولت باید دیون خود به نهادهای عمومی (صندوق‌های بازنشستگی و خدمات درمانی، شهرداری‌ها، پیمانکاران، و سایر اشخاص) را از طریق فروش اوراق بدهی در بازار اولیه اوراق مالی اسلامی به‌تدریج تأمین مالی و یا تهاتر کند. در نتیجه این اقدام، علاوه بر انضباط‌بخشی به پرداخت بدهی‌های دولتی و افزایش رتبه اعتباری آن، اندازه بازار بدهی نسبت به سایر بازارهای مالی و غیرمالی افزایش می‌یابد و عملاً زمینه تأثیرگذاری چرخش‌های سیاست پولی در قالب عملیات بازار باز را در بردار نرخ‌های سود سیاستی، جریان وجوه و بازدهی بازارهای مختلف مالی، و نیز تقاضای کل اقتصاد فراهم می‌سازد.

۲.۱.۳ تعریف و تعیین معامله‌گران اختصاصی

در عمده‌کشورهایی که عملیات بازار باز به‌صورت مؤثر اجرایی می‌شود، پذیره‌نویسی و بازارگردانی اوراق قرضه دولتی با استفاده از معامله‌گران اختصاصی که مجموعه منتخبی از بانک‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه برگزیده هستند، انجام می‌شود. از آنجاکه معامله‌گران اختصاصی به‌صورت لحظه‌ای بازارها را رصد می‌کنند نسبت به بانک مرکزی دارای مزیت اطلاعاتی هستند و لذا سیاست‌گذار ترجیح می‌دهد ضمن استفاده از اشراف اطلاعاتی آن‌ها در قالب دریافت گزارش‌های منظم از مظنه‌ها و معاملات روزانه، هفتگی، و ماهانه، در هنگام معامله اوراق دولتی نیز با این مؤسسات معتبر که به‌نوعی نقش مشاور بانک مرکزی و ناشر اوراق دولتی در مورد حجم، نرخ، و سررسید اوراق دولتی محسوب می‌شوند، طرف قرارداد باشد.

شایان ذکر است، هماهنگی معامله‌گران اختصاصی با نهاد ناظر عملیات بازار باز سبب کنترل غیرمستقیم نرخ‌های بازدهی و هدایت آن بر اساس نرخ‌های سیاستی مقام پولی می‌شود. به‌عنوان مثال، در صورتی که مقام پولی قصد کاهش نرخ تنزیل اوراق به‌سمت نرخ سیاستی داشته باشد، می‌تواند به این معامله‌گران قرض‌های کوتاه‌مدت با نرخ سود سیاستی اعطا کند و در مقابل، آن‌ها نیز اوراق بازار را با قیمت بالاتری که معادل نرخ تنزیل پایین‌تر است، خریداری می‌کنند؛ یا اینکه می‌تواند اوراق دولتی سبد معامله‌گران اختصاصی را با قیمت بالاتری خریداری کند و در مقابل، آن‌ها نیز اوراق موجود در بازار را با قیمت‌های بالاتر خریداری می‌کنند و در مجموع سبب کاهش نرخ‌های بازار شود. استفاده هم‌زمان از این دو معامله نیز در قالب توافق‌نامه‌های بازخرید از دیگر ابزارهای متداول بانک‌های مرکزی است. در مجموع، حضور در لیست معامله‌گران اختصاصی بانک مرکزی معمولاً بر اساس معیارهایی همانند نسبت‌های مالی و الزامات سرمایه‌ای مؤسسات، سهم از بازار اوراق بدهی، مشارکت فعال در حراج‌ها، بازارگردانی معاملات ثانویه، و نحوه گزارش‌دهی‌های شفاف و منظم انجام می‌شود و لذا در مقابل تعهدات و مسئولیت‌هایی که برای آن‌ها در بر خواهد داشت، یک‌سری مزایا نیز برای آن‌ها به‌همراه خواهد داشت که به‌صورت خلاصه عبارت‌اند از:

● مزایای قرارداد:

- ✓ انحصار در تعهد پذیره‌نویسی حراج‌های اوراق دولتی و دریافت کارمزدهای آن؛
- ✓ استفاده از تسهیلات بانک مرکزی جهت عملیات بازار باز؛
- ✓ محدودیت‌های کمتر در حجم سفارش‌های خرید و همچنین فرصت زمانی بیشتر برای ارسال سفارش؛
- ✓ سهمیه ویژه برای خرید اوراق بدهی دولتی و همچنین کارمزد صفر برای معاملات بازگردانی آن‌ها؛ و
- ✓ مشورت دادن به ناشر اوراق و سیاست‌گذار پولی در بازار بدهی و بازارهای مالی.

● تعهدات و مسئولیت‌ها:

- ✓ تعهد پذیره‌نویسی بخشی از حجم عرضه‌های اولیه اوراق دولتی؛
- ✓ تعهد بازگردانی و تضمین نقدشوندگی اوراق در بازار ثانویه؛
- ✓ گزارش‌دهی شفاف و منظم از حجم و مظنه سفارش‌های ارسالی و معاملات انجام‌شده؛ و
- ✓ توزیع و فروش اوراق قرضه دولتی به سرمایه‌گذاران خرد.



البته باید توجه داشت، مهم‌ترین هدف دولت‌ها از انتشار اوراق قرضه تأمین مالی کم‌هزینه کسری بودجه به‌عنوان ابزار ضد تورمی در مقایسه با استقراض از بانک مرکزی و شبکه بانکی است. در چنین شرایطی، نبود کنترل و تنظیم مقررات چه در معاملات اولیه و چه در معاملات ثانویه، مانند فقدان متعهد پذیرهنویسی و نبود بازارگردان، ممکن است سبب شکل‌گیری نرخ‌هایی شود که تأمین مالی دولت را پرهزینه کند و در نتیجه، دولت تمایلی به انتشار اوراق و بسط بازار بدهی نداشته باشد. در مباحث مربوط به پایداری مالی^۱، وزارت امور اقتصادی و دارایی در خصوص تصمیم بانک مرکزی باید کاملاً مجاب شود که نگاه خود را از نرخ سود اوراق به وضعیت پایداری مالی خود معطوف سازد. به عبارت دیگر، مدیریت نرخ سود در اقتصاد نیازمند همکاری مقامات اقتصادی مختلف (شامل بانک مرکزی، سازمان برنامه و بودجه، و وزارت امور اقتصادی و دارایی) است و لذا ضروری است که در بازار اوراق بدهی بین بانک مرکزی و خزانه‌داری تقسیم کار صورت گیرد که این نیز با توجه به مختصات و ویژگی‌های هر کشور، مانند اندازه بازارهای مالی (پول و سرمایه)، تنوع و گستردگی اوراق مبادله‌شده، و سایر ویژگی‌های نهادی و ساختاری می‌تواند روابط متفاوتی بین مقام پولی و خزانه‌داری را دربر داشته باشد؛ اما به‌طور معمول، انتخاب و نظارت بر مجموعه معامله‌گران اختصاصی، ارائه زیرساخت‌های حراج اوراق، و نظارت بر آن از وظایف بانک مرکزی بوده و در مقابل، تعیین زمان‌بندی و انتشار اوراق، حجم عرضه‌ها، نوع ابزارها و سررسیدها، پرداخت به‌موقع تعهدات دولت به دارندگان اوراق، و کمک به توسعه یکپارچه بازارهای مالی از وظایف خزانه‌دار است.

۲.۳ عمق‌بخشی به بازار پول و بدهی

همان‌گونه که در قسمت نخست به آن اشاره شد، همگام با توسعه عملیات بازار باز، ضروری است که به‌منظور شکل‌گیری منحنی بازده تا سررسید در اقتصاد، توسعه بازار بدهی، و تنوع‌بخشی ابزارهای بازار پول نیز مورد توجه قرار گیرد. از یک‌سو، نسبت ارزش بازار بدهی به تولید ناخالص داخلی کشور و از سوی دیگر، نسبت ارزش بازار بدهی به بازار سرمایه در اقتصاد ایران در مقایسه با متوسط عملکرد دیگر کشورها فاصله‌ای معنادار دارد که ضروری است با همکاری وزارت امور اقتصادی و دارایی و عرضه اوراق مشارکت و اسناد خزانه در طیفی از سررسیدهای مختلف این بازار عمق بیشتری بیابد.^۲ البته یکی از دغدغه‌های اساسی سیاست‌گذار مالی نیز بحث پایداری مالی بودجه است که ممکن است با توجه به نرخ‌های سود کنونی، امکان انتشار اسناد بدهی بلندمدت را نداشته باشد و در نتیجه سررسید اوراق بیشتر کوتاه‌مدت و حداکثر میان‌مدت باشد. علی‌رغم این موضوع، سیاست‌گذار پولی می‌تواند با معرفی ابزارهای پولی جدید نقشی برجسته در این حوزه داشته باشد. در این راستا، راه‌اندازی صندوق‌های بازار پول^۳ با استفاده از ظرفیت شبکه بانکی و تنوع ابزارهای قابل‌مبادله در این صندوق‌ها از جمله گواهی‌های سپرده بانکی، اسناد تجاری، و گواهی‌های پذیرش بانکی یکی از اقدامات موردنیاز خواهد بود. همچنین معرفی و کاربردی کردن حساب سپرده بازار پول^۴ از دیگر ابزارهایی است که در غنای ابزارهای بازار پول و در نتیجه، شکل‌گیری نرخ سودهایی که قرابت بیشتری با بازدهی‌های بازار پول دارد، مؤثر خواهد بود و به‌نوعی نقش سیگنال‌دهی به سیاست‌گذاری پولی نیز خواهد داشت.^۵ علاوه بر آن، می‌توان برای توسعه و عمق‌بخشی به بازار بدهی نیز، حتی در همین سطح از اوراق موجود، با طراحی مشتقات مالی همانند قراردادهای آتی، اختیار، و معاوضه نیز به تعمیق بیشتر این بازار کمک کرد. شایان ذکر است، به‌منظور تقویت هرچه بیشتر بازار بدهی و همبستگی بیشتر بدهی‌های هر یک از کارگزاران اقتصادی با تحولات نرخ‌های سود، اقدامات دیگری نیز متصور است که در ادامه به اهم این موارد اشاره می‌شود.

۱.۲.۳ اوراق بهادار سازی دیون نهادی‌های عمومی، رتبه‌بندی آن‌ها و بازارگردانی آن‌ها

اوراق بهادار سازی دیون انباشته دولت مرکزی به نهادهای عمومی و اشخاص حقوقی همواره یکی از چالش‌های تاریخی نظام بودجه‌ریزی اقتصاد ایران بوده که به‌علت اجتناب از افزایش مستمر سود مرکب و تعهدات مذکور عملاً مورد استفاده نبوده است. ایفا نشدن تعهدات

^۱ Fiscal Sustainability

^۲ تبدیل تدریجی دیون انباشته دولت مرکزی به اوراق قرضه کوتاه‌مدت و میان‌مدت (با فرض حفظ پایداری بدهی بخش دولتی) از یک‌طرف زمینه‌تعمیق مالی را برای تأمین مالی نهادی در بازار اوراق بدهی فراهم می‌سازد و از طرف دیگر، شرایط اجرای عملیات بازار باز را در راستای تحقق اهداف سیاست پولی (حرکت از سیاست هدف‌گذاری بر روی کل‌های پولی به سمت هدف‌گذاری تورم) تسهیل می‌کند. فرایند مذکور در سال جاری موجب کاهش تدریجی سهم دیون تعهدی غیرتوثیقی (جایگزینی اوراق قرضه دولتی) در مجموع دارایی‌های بانک مرکزی شده است. تبدیل تدریجی دیون انباشته حدود ۵۵۰ هزار میلیارد تومانی دولت مرکزی در پایان سال ۱۳۹۸ به اوراق قرضه زمینه‌انکای بیشتر تغییرات پایه پولی را از عملیات بازار باز (دائمی و موقتی) مهیا می‌سازد (با فرض نبود تغییرات بالای نرخ تسعیر خالص دارایی‌های خارجی).

^۳ Money Market Mutual Funds

^۴ Money Market Deposit Account

^۵ شایان ذکر است، توضیحات تفصیلی در این خصوص در قالب گزارشی تحت عنوان «ضرورت تنوع‌بخشی به ابزارهای بازار پول: از صندوق‌ها تا حساب‌های بازار پول» توسط نویسندگان در پژوهشکده انجام و منتشر شده است.



مالی دولت در قالب قوانین بودجه سنواتی به نهادهای مالی و خدماتی همانند صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های خدمات درمانی، و نیز شهرداری‌ها از یک طرف موجب رشد مطالبات انباشته نهادهای مذکور از دولت مرکزی و از طرف دیگر زمینه کسری مستمر جریان وجوه نقدی و رشد دیون انباشته آن‌ها به اشخاص را فراهم ساخته است. زنجیره کسری جریان نقد مذکور که از طرف دولت مرکزی به بانک‌ها و نهادهای عمومی و همچنین از طرف نهادهای عمومی به بانک‌ها، بنگاه‌ها، و اشخاص منتقل شده، عملاً موجب شکل‌گیری فرایند ضد رشد افزایش دیون تعهدی (عدم اوراق بهادارسازی دیون نهادی) و تضعیف ثبات مالی در عرصه اقتصاد کلان شده است.

در این راستا، انتشار اوراق بدهی^۱ برای تهاترسازی دیون دولت به نهادهای عمومی مذکور زمینه تسویه دیون انباشته را مهیا می‌سازد و همچنین موجب تسهیل جریان وجوه در بخش‌های مالی و واقعی اقتصاد کلان می‌شود. پدیده مذکور سبب تعمیق بازار بدهی و تسهیل عملیات بازار باز (خصوصاً در شرایط انبساط پولی و کافی نبودن اندازه اسناد خزانه اسلامی) می‌شود. علاوه بر این، پس از رتبه‌بندی اعتباری اوراق بدهی، در شرایط چرخش در سیاست پولی به ترتیب اولویت با اوراق دولت مرکزی، نهادهای مالی و اعتباری، نهادهای عمومی و اشخاص است که در قالب دستورالعمل‌های جاری عملیات بازار باز قابلیت استفاده خواهند داشت.

بانک مرکزی می‌تواند با اتخاذ راهبردی میانی امکان تسهیل فرایند صدور اوراق مالی مذکور را فراهم سازد. بدین منظور پیشنهاد می‌شود بانک مرکزی به جای اعطای تسهیلات بدون وثیقه به دولت و بانک‌ها (ناشی از دیون دولت و شرکت‌های دولتی)، با تضمین سود اوراق بدهی از یک طرف مقوله تأمین مالی بدون وثیقه دولت و بانک‌ها را در ترازنامه خود مرتفع سازد و از طرف دیگر، ابزاری مؤثر برای انجام دادن عملیات بازار باز به دست آورد. این اقدام باعث می‌شود ثبات مالی اقتصاد کلان با انتقال هزینه مالی ناشی از عدم النفع مطالبات انباشته اشخاص از دولت و نهادهای عمومی به ترازنامه بانک مرکزی بهبود یابد و همچنین علاوه بر کاهش مطالبات غیرجاری بانک‌ها، جریان نقدی نهادهای مالی و خصوصاً بنگاه‌های تولیدی بستانکار به شدت تسهیل و ترمیم خواهد شد. راهبرد میانی مذکور مانع از انبساط بدون وثیقه دارایی‌های ترازنامه‌ای بانک مرکزی می‌شود و از طرف دیگر، هزینه تأمین مالی و جریان وجوه نهادهای بستانکار دولت را در راستای تسهیل رشد همراه با ثبات مالی بهبود بخشد.

علاوه بر این، به منظور عمق‌بخشی و افزایش شفافیت بازار بدهی، ضروری است که بازارگردانی مؤثر اوراق بدهی مذکور مورد مطالبه بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار و شرکت فرابورس ایران باشد. به عنوان نمونه، در حال حاضر اوراق منفعت و مباحه دولت فاقد بازارگردان است که معرفی بازارگردان علاوه بر افزایش شفافیت و تعمیق بازار بدهی دولت، کارایی و اثربخشی عملیات بازار باز را بهبود می‌بخشد.

۲.۲.۳ عدم تضمین ریسک اوراق بدهی شرکت‌ها

تجارب بین‌المللی نشان می‌دهد، مجموعه اوراق قرضه مورد مبادله در بازار اوراق قرضه از یک طرف باید توسط یک نهاد عمومی رتبه‌بندی شود و از طرف دیگر، هیچ نهاد مالی یا اعتباری مجاز به تضمین ریسک اوراق مذکور نیست^۲. در اقتصاد ایران ریسک‌های ناظر بر نقدپذیری و اعتباری اوراق قرضه نهادی غالباً توسط مؤسسات اعتباری، بانک‌ها، و یا صندوق‌های تأمین سرمایه مورد تضمین قرار می‌گیرد که موجب پوشش و تمرکز ریسک‌های اوراق قرضه در مؤسسات اعتباری (ریسک نظام‌مند) و همسان‌سازی نرخ‌های سود اوراق قرضه در بازار مذکور شده است، به طوری که از یک طرف زمینه محاسبه منحنی ساختار زمانی نرخ سود را دشوار ساخته و از طرف دیگر، تلقی نادرستی در خصوص استفاده از مجموعه اوراق قرضه نهادی غیردولتی برای انجام دادن عملیات بازار باز، حتی در شرایط نرمال، به وجود آورده است.

^۱ منظور اوراق مالی اسلامی است که شامل دو بخش اسناد خزانه جهت تأمین مالی (اخزا) و اوراق دیگر به منظور تهاتر دیون دولت به اشخاص و نهادها در قالب سخاب است.

^۲ در شرایطی که اوراق قرضه اشخاص توسط نهادهای اعتباری و یا بانک‌ها تضمین قرار شود (بازخريد در زمان سررسيد و عدم نکول اصل و سود اوراق) عملاً مقوله رتبه بندی آن و ارزیابی ریسک ذینفع منتفی می‌شود و در واقع ارزیابی ریسک نهاد اعتباری و بانک می‌باید جایگزین ارزیابی ریسک ذینفع شود.



۴ جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی

سیاست‌گذاری در حوزه‌های مختلف اقتصاد کلان مستلزم مراحل مختلفی از قبیل تبیین الزامات محیط سیاستی (اقتصادی-سیاسی)، معرفی ابزارهای کارای سیاستی، تبیین اهداف غایی و میانی کمی، پیش‌بینی دوره زمانی تحقق اهداف، و نهایتاً طراحی سیستم پایش مجموعه فرایند سیاست‌گذاری است. در حوزه سیاست‌گذاری پولی نیز به‌علت تضاد میان اهداف سیاست‌گذار (کنترل تورم، رشد پایدار، ثبات مالی، و پایداری بخش خارجی)، تفاوت در دوره‌های زمانی تحقق اهداف مذکور، و نیز کارایی متفاوت ابزارهای سیاستی در ادوار مختلف تجاری-سیاسی سبب شده است که عملاً سیاست‌گذاری پیچیدگی‌های بیشتر داشته باشد. در این راستا، مدیریت نرخ‌های سود کلیدی به‌عنوان ابزار سیاستی سنتی که فعال‌ترین و مؤثرترین قابلیت استفاده را در اقتصادهای صنعتی و نوظهور طی پنج دهه گذشته داشته، اخیراً در اقتصاد ایران مورد استفاده قرار گرفته است؛ اما تجارب سایر کشورها نشان می‌دهد که اجرای اثربخش این رویکرد و یا به عبارتی، اثرگذاری نرخ سود سیاستی در نرخ سودهای رایج در اقتصاد، مستلزم فراهم آوردن زیرساخت‌ها و اعمال اصلاحات مکمل در حوزه‌های نهادی، مقرراتی، بازار، و سایر ابزارهای سیاستی است. برای مثال، مدیریت بلندمدت کسری خالص پس‌انداز ناخالص داخلی به‌طور عام و کسری بودجه دولت به‌طور خاص، اجتناب از پولی شدن عدم تعادل مالی مذکور در کنار یکسان‌سازی نرخ‌های بهره تسهیلات اعتباری (تفاوت بر مبنای ریسک نهادی) در دامنه بردار نرخ‌های بهره، و نیز ارتقاء مؤلفه‌های سلامت مالی و نظارت احتیاطی واسطه‌گران مالی (نهادهای مالی و اعتباری) از یک‌طرف بستر اجرای سیاست پولی را بهبود بخشیده و از طرف دیگر، کارایی مکانیسم انتقال پولی افزایش می‌یابد. همچنین در بخش تجدید ارزش دارایی‌ها در ترازنامه بانک مرکزی و اجتناب از بروز آثار انتقالی بر پایه پولی، عملاً کلیه سودهای غیرعملیاتی ناشی از تجدید ارزش دارایی‌های ریالی و ارزی باید در قالب حساب ذخیره تسعیر (همانند دهه هفتاد و هشتاد) بلوکه و نگهداری شود.

در مجموع، بررسی الزامات و چالش‌های رویکرد مدیریت نرخ‌های سود برای دستیابی به رشد پایدار غیرتورمی نشان می‌دهد که علی‌رغم ضرورت انتقال سیاست‌گذار پولی از مدیریت پایه پولی به مدیریت نرخ‌های سود، چالش‌های ناظر بر ضعف کارایی و محدودیت‌های ناظر بر نبود تنوع در ابزارهای سیاست‌گذاری پولی، ضعف‌های نهادی، و مقرراتی و تشکیل نشدن بازار یکپارچه پول سبب شده است سیاست‌گذاری پولی مستلزم اعمال اصلاحات گسترده به‌منظور مدیریت و رفع چالش‌های مذکور باشد. به‌بیان‌دیگر در شرایط کنونی، زیرساخت‌های اثرگذاری مکانیسم اعتباری انتقال نیاز به تقویت دارد به‌گونه‌ای که با فرارگیری اوراق به‌عنوان وثیقه بدهی‌های دولت به بانک مرکزی و شبکه بانکی، حتی با وجود رشد پیوسته و نامتناسب سایر اقلام دارایی‌های ترازنامه بانک مرکزی (دارایی خارجی و سایر دارایی‌ها)، اجرای عملیات بازار باز برای تأثیرگذاری در متوسط نرخ‌های سود سیاستی و در نتیجه تقاضای کل، با افزایش کارایی همراه شود؛ لذا در دوره کوتاه‌مدت و میان‌مدت، مدیریت کل‌های پولی همچنان غیرقابل اجتناب است؛ اما طی دوره گذار، ضروری است به‌منظور فراهم شدن زیرساخت‌های سیاست‌گذاری پولی مبتنی بر نرخ‌های سود اقداماتی به شرح زیر اجرایی شود.^۱

الف- دوره کوتاه‌مدت

- تنوع‌بخشی به ابزارهای بازار پول همانند حساب‌های بازار پول، همچنین صندوق‌های بازار پول با استفاده از ظرفیت شبکه بانکی، و استفاده از جوه آن در پذیره‌نویسی اوراق مشارکت دولتی و اسناد خزانه، و
- تقویت اقدامات احتیاطی و نظارتی بر رشد اقلام ترازنامه بانک‌ها، ترکیب دارایی، و همچنین ساختار سرمایه و بدهی آن‌ها.

ب- دوره میان‌مدت

- اوراق بهادارسازی دیون انباشته دولت به نهادهای عمومی و اشخاص حقوقی،
- اوراق بهادارسازی دیون نهادهای عمومی و رتبه‌بندی آن‌ها، و
- راه‌اندازی سیستم معامله‌گران اختصاصی برای پذیره‌نویسی و بازارگردانی اوراق بدهی دولتی.

ج- دوره بلندمدت

- تنوع ابزارهای بازار بدهی با استفاده از مشتقات مالی،
- تعمیق بازار بدهی با انتشار ابزارهای مالی با سررسید بلندمدت، و
- انتقال مکانیسم نرخ‌گذاری سود سپرده و تسهیلات از دستورات شورای پول و اعتبار به نرخ‌های مبتنی بر عملکرد دالان سود

^۱ کارایی عملیات بازار باز در سه مرحله مدیریت کریدور نرخ‌های سود (اسمی و حقیقی)، مدیریت اهداف سیاست‌گذاری پولی (مدیریت به ترتیب کل‌های پولی، شکاف تورمی، شکاف تولید و ثبات مالی) و نیز مدیریت انتظارات تورمی قابل ارزیابی بوده که در اقتصاد ایران اقدامات مثبت و مؤثری طی یک سال گذشته جهت مدیریت کریدور نرخ‌های سود اسمی انجام شده و بقیه مراحل سه‌گانه در بلندمدت مورد هدف است.



منابع و مآخذ

فراپورس ایران (۱۳۹۵)، «راهبردهای توسعه بازار اوراق بدهی دولت، بررسی سازوکار کشورهای منتخب».

- Arnone, M. & Ugolini, P. (2005). "Primary dealers in government securities." *International Monetary Fund*.
- Arnone, M. & Ugolini, P. (2005). "Rationale for a Primary Dealer System. In Primary Dealers in Government Securities." *International Monetary Fund*.
- Brainard, W C (1967), "Uncertainty and the Effectiveness of Policy", *American Economic Review* 57(2): 411-425.
- Breuer, W. (1999). "The relevance of primary dealers for public bond issues." *CFS Working Paper*: 1999/11.
- Disyatat, P. (2008). "Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences." *BIS working paper*, 269.
- Grigolashvili, T. (2019). "Open Market Operations as a Main Tool of Monetary Policy." *Ovidius University Annals, Economic Sciences Series*, 19(2), 290-293.
- Langenohl, A. (2017). "Securities markets and political securitization: The case of the sovereign debt crisis in the Eurozone." *Security Dialogue*, 48(2), 131-148.
- Marchesiani, A., & Berentsen, A. (2010). "Standing Facilities versus Open Market Operations: Equivalence Results." In 2010 Meeting Papers, No. 929. *Society for Economic Dynamics*.
- Martin, Antoine; McAndrews, James; Palida, Ali; Skeie, David (2013). "Federal reserve tools for managing rates and reserves," *Staff Report*, No. 642, Federal Reserve Bank of New York, New York, NY
- Mayes, D., & Toporowski, J. (Eds). (2007). "Open market operations and financial markets." *Routledge*.
- Mendez-Carbajo, D. (2020). "Temporary Open Market Operations and Large-Scale Asset Purchases." *Page One Economics*®.
- Rocheteau, G., Wright, R., & Xiao, S. X. (2018). "Open market operations." *Journal of Monetary Economics*, 98, 114-128.
- Jobst, A. A. (2006). "Sovereign securitization in emerging markets." *The Journal of Structured Finance*, 12(3), 68-79.



پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰
کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

www.mbri.ac.ir