

عملیات بازار باز بانک مرکزی در ایران

معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

کد موضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۶۵۷۸
شهریورماه ۱۳۹۸

به نام خدا

فهرست مطالب

۱	چکیده
۲	مقدمه
۳	۱. جایگاه چارچوب عملیات پولی در سلسله مراتب سیاستگذاری پولی
۳-۱	۱-۱. سلسله مراتب اهداف و ابزارهای سیاست پولی
۷-۲	۱-۲. انتخاب استراتژی سیاستگذاری پولی
۸-۳	۱-۳. معیارهای انتخاب استراتژی و اهداف واسط سیاستگذاری پولی
۹-۴	۱-۴. عملیات و ابزارهای پولی
۱۰-۲	۲. عملیات بازار باز
۱۰-۲-۱	۲-۱. اجزای چارچوب عملیاتی بانکهای مرکزی برای اجرای عملیات بازار باز
۱۱-۲-۱-۱	۲-۱-۱. قواعد و فرایندهای عملیات پولی
۱۲-۲-۱	۲-۲-۱. هدف عملیاتی
۱۳-۲-۲	۲-۲. عملیات بازار باز و کریدور نرخ بهره
۱۴-۲-۲-۱	۲-۲-۱. عملیات بازار باز و مدیریت ذخایر
۱۵-۲-۲-۲	۲-۲-۲. مازاد ذخایر و کریدور نرخ بهره
۱۶-۳	۳. عملیات بازار باز در ایران
۱۷-۳-۱	۳-۱. انتخاب اهداف واسط در ایران
۱۷-۳-۱-۱	۳-۱-۱. انتقال تغییرات نرخ بهره بین بانکی به سایر نرخها
۲۱-۳-۱-۲	۳-۱-۲. انتقال تغییرات نرخ بهره به تقاضای کل
۲۳-۳-۲	۳-۲. عوامل ساختاری تزریق ذخایر
۲۳-۳-۲-۱	۳-۲-۱. سلطه مالی
۲۴-۳-۲-۲	۳-۲-۲. ضعفهای شبکه بانکی
۲۷-۳-۳	۳-۳. ویژگیهای بازارهای مالی در ایران
۲۸-۳-۳-۱	۳-۳-۱. عدم توسعه یافتگی بازار بین بانکی
۲۹-۳-۳-۲	۳-۳-۲. عدم توسعه یافتگی بازارهای اوراق بهادار
۳۱-۳-۳-۳	۳-۳-۳. نقش معامله‌گران اولیه در عملیات بازار باز
۳۲-۳-۴	۳-۴. سایر ملاحظات
۳۲-۳-۴-۱	۳-۴-۱. مدیریت نقدینگی دولت
۳۲-۳-۴-۲	۳-۴-۲. نظام تسویه اوراق بهادار
۳۳	سخن آخر
۳۴	منابع و مآخذ



عملیات بازار باز بانک مرکزی در ایران

چکیده

عملیات بازار باز یکی از عملیات‌ها و ابزارهای مؤثر در سیاستگذاری پولی است که بانک‌های مرکزی در بسیاری از کشورهای دنیا برای تحقق اهداف خود از آن بهره می‌برند؛ متأسفانه تاکنون بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران از این ابزار مهم بی‌بهره بوده است. صرفنظر از اینکه قانون بودجه جای این قسم از قانونگذاری نیست، اما به هر تقدیر دولت در لایحه بودجه سال ۱۳۹۸ پیشنهاد اجازه انجام عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی را مطرح نمود که از سوی مجلس به تصویب رسید.

اجرای مؤثر عملیات بازار باز منوط به وجود شرایط، قواعد و بسترهای ویژه‌ای است، از جمله استقلال بانک مرکزی از دولت، التزام دولت به پیروی از قاعده مالی، اقتدار مقام ناظر (بانک مرکزی) بر بانک‌ها و عدم تفوق بخش بانکی بر بانک مرکزی، تعیین تکلیف بانک‌های ناسالم (بانک‌هایی که وضعیت ترازنامه‌ای نامناسب دارند)، چارچوب‌های مربوط به گزیر و ورشکستگی بانکی، عمق کافی بازار بین بانکی، عمق کافی بازار اوراق بدهی دولت، دانش کافی در بدنه سیاستگذاری و عملیاتی بانک مرکزی و

در حال حاضر، این مقدمات به نحو مطلوب فراهم نیست و باید توجه داشت که فراهم شدن آنها قطعاً زمانبر خواهد بود. بر این اساس ممکن است در کوتاه‌مدت نتوان عملیات بازار باز را ابزاری قابل اعتماد برای پاسخ‌گویی به نیازهای بانک مرکزی (در اجرای سیاست پولی) قلمداد کرد؛ لکن باید با برنامه‌ریزی و جامع‌نگری کافی دوره زمانی دسترسی به شرایط مطلوب را کاهش داد.

مخاطره جدی که باید در شرایط کنونی در نظر داشت، آن است که با توجه به کسری بودجه دولت در سال ۱۳۹۸ (به واسطه کاهش درآمدهای نفتی)، عملیات بازار باز در عمل تبدیل به ابزاری برای تأمین کسری بودجه دولت از طریق پایه پولی شود. به این صورت که دولت برای تأمین هزینه‌های خود اوراق بدهی منتشر کند و بانک مرکزی در پوشش عملیات بازار باز، موظف به خریداری این اوراق شود. در این صورت تمام مضرات پولی کردن کسری بودجه در اقتصاد پدیدار خواهد شد.

از سوی دیگر نیز با توجه به وجود بانک‌های ناسالم در نظام بانکی کشور، در صورتی که موضع انفعالی بانک مرکزی در قبال اضافه برداشت توسط بانک‌های ناسالم ادامه یابد (مشابه آنچه طی سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۹۳ شاهد بودیم)، کارکرد عملیات بازار باز به‌عنوان یک ابزار سیاست پولی کاملاً از بین خواهد رفت و صرفاً کارکرد نمایشی خواهد یافت. بر این اساس توجه به تمهید پیش‌نیازهای موفقیت عملیات بازار باز در شرایط کنونی ضرورت دارد.

مقدمه

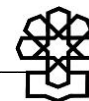
بانک‌های مرکزی در دنیا، بسته به تاریخچه تشکیل بانک مرکزی، نحوه تدوین قانون آن و جایگاه این بانک در ساختار اقتصاد کشور، می‌توانند طیفی از وظایف را برعهده بگیرند که مهم‌ترین این وظایف عبارتند از: سیاست‌گذاری پولی و ارزی، مقررات‌گذاری و نظارت بر تمام یا بخشی از نظام مالی، مدیریت ذخایر ارزی، مدیریت، مقررات‌گذاری و نظارت بر گردش اسکناس و مسکوک، بانکداری دولت و بانک‌ها، ایفای نقش آخرین قرض‌دهنده و راهبری، پایش، مقررات‌گذاری و نظارت بر نظام‌های پرداخت.

در میان مجموعه وظایف بر شمرده شده برای بانک‌های مرکزی، سیاست‌گذاری پولی یکی از وظایفی است که منحصراً به بانک‌های مرکزی تفویض می‌شود. پول در دست آحاد اقتصادی موجب یک تقاضای بالقوه برای کالاها و خدمات است و این واقعیت را می‌توان منشأ اصلی آثار اقتصادی پول در اقتصاد دانست. لذا در یک نگاه کلی می‌توان گفت بانک‌های مرکزی در چارچوب سیاست‌های پولی خود، تلاش می‌کنند جریان پول در اقتصاد را به گونه‌ای مدیریت کنند که در ثبات بخش واقعی و اسمی اقتصاد اختلال ایجاد نشود و فعالیت‌های تولیدی بنگاه‌های اقتصادی با کارایی بیشتر ادامه پیدا کند.

معمولاً در کشورهای مختلف اهدافی نظیر ثبات قیمت‌ها، ثبات تولید و کمک به رشد و اشتغال و همچنین ثبات بانکی به عنوان اهداف بانک مرکزی در نظر گرفته می‌شود؛ البته در قوانین متأخر بانک‌های مرکزی (در طیف وسیعی از قوانین بانک مرکزی از جمله اسناد حقوقی بانک مرکزی اروپا و حتی قانون بانک مرکزی شورهای نظیر عراق و افغانستان که در سال‌های اخیر تصویب شده است) اولویت اول بانک مرکزی دستیابی به ثبات قیمت‌هاست و در عین حال بانک مرکزی، مشروط به عدم تخطی از هدف ثبات قیمت‌ها، می‌تواند از رشد اقتصادی و سایر سیاست‌های اقتصادی کشور حمایت و به تحقق آنها کمک نماید. ثبات قیمت‌ها در ادبیات اقتصاد پولی و نیز عرف بانکداری مرکزی به تورم کم (حدود ۲ درصد) و البته پایدار تعبیر می‌شود و به‌عنوان یکی از اجزای ثبات اقتصادی، نقش مهمی در ایجاد ظرفیت رشد بالای اقتصادی دارد.

علاوه بر این، امروزه با فراگیر شدن اعطای استقلال به سیاستگذاران پولی، دولت‌ها انتظار دارند سیاستگذاران پولی در قبال اهداف محول شده به آنها شفاف عمل کنند و پاسخ‌گو باشند. این الزام به شفافیت و پاسخ‌گویی در حالی است که آثار سیاست‌گذاری‌های پولی با تأخیر نمایان می‌شود. بر این مبنا سیاست‌گذاری پولی برای دستیابی به اهداف خود باید چارچوب مدونی برای تصمیم‌گیری و اجرای سیاست پولی داشته باشد. یکی از الزامات چنین ساختار مدون تصمیم‌گیری و اجرای سیاست پولی، برقراری ارتباط بین بخش عملیات پولی و سطوح دیگر سیاست‌گذاری پولی است.

این گزارش تلاش می‌کند ضمن بررسی ابعاد عملیات بازار باز به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ارکان عملیات پولی بانک‌های مرکزی، ملاحظات راه‌اندازی چنین عملیاتی را برای ایران تبیین کند. بر این



اساس بخش اول به اختصار جایگاه چارچوب عملیات پولی در سلسله مراتب سیاستگذاری پولی را تبیین می‌کند. در این بخش سلسله مراتب اهداف و ابزارهای سیاست پولی تبیین و با تشریح اینکه انتخاب استراتژی و اهداف واسط پولی به شرایط و ویژگی‌های هر اقتصاد وابسته است معیارهای کلی برای انتخاب استراتژی و اهداف واسط پولی بیان می‌شوند. در این بخش همچنین یک تصویر کلی از مجموعه عملیات و ابزارهای پولی شناخته شده بانک‌های مرکزی ارائه و بیان می‌شود که چرا عملیات بازار باز در این بین از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

بخش دوم چگونگی اجرای عملیات بازار باز را تبیین می‌کند. در این بخش برخی الزامات اجرایی مربوط به عملیات پولی بانک مرکزی مورد توجه قرار می‌گیرد. علاوه بر این در این بخش چگونگی اجرای عملیات بازار باز در شرایط عادی مطرح و سپس چرایی رواج چارچوب کریدور نرخ بهره در عملیات پولی تشریح می‌شود.

بخش سوم براساس آنچه در بخش‌های اول و دوم بیان شد، شرایط موجود ایران برای اجرای عملیات بازار باز را ارزیابی می‌کند. تشریح عوامل ایجادکننده مازاد ذخایر در شبکه بانکی از جمله محورهای این بخش به‌شمار می‌رود و در ادامه بازارهای مالی ایران از این منظر که تا چه حد امکانات لازم برای اجرای عملیات بازار باز را فراهم می‌کنند ارزیابی می‌شوند. معامله‌گران اولیه نیز از جمله بازیگران مرسوم بازار اوراق دولت و طرف‌های مؤثر بر عملیات بازار باز هستند که توجه به جایگاه آنها در ایران مغفول مانده و در این بخش به صورت گذرا به نقش آنها پرداخته می‌شود. بخش چهارم نیز سخن نهایی این گزارش را ارائه می‌کند.

۱. جایگاه چارچوب عملیات پولی در سلسله مراتب سیاستگذاری پولی

۱-۱. سلسله مراتب اهداف و ابزارهای سیاست پولی

سیاستگذاری پولی جزئی از مجموعه سیاستگذاری‌های مختلف اقتصادی هر کشوری قلمداد می‌شود که به‌صورت ویژه به بانک‌های مرکزی واگذار می‌شود. در فرایند واگذاری چنین مسئولیتی به بانک‌های مرکزی، سیاستمداران و قانونگذاران معمولاً در قوانین مربوطه، مجموعه اهدافی را برای سیاستگذار پولی تصریح می‌کنند که این دسته از اهداف، اهداف نهایی بانک مرکزی قلمداد می‌شوند و معمولاً اهداف غایی سیاستگذار پولی تلقی می‌گردند.

عموماً به موجب قوانین مهم‌ترین اهداف نهایی سیاست پولی، حفظ ثبات قیمت‌ها (کنترل تورم)^۱ و

۱. در مواردی در قوانین ثبات پولی نیز به‌عنوان هدف نهایی بانک مرکزی تصریح می‌شود که البته با کمی اغماض این هدف نیز در مجامع تخصصی به‌عنوان معادل هدف ثبات قیمتی تفسیر می‌شود. برخی از اقتصاددانان نیز معتقدند ثبات پولی به معنای تعیین استراتژی سیاست پولی است که در واقعیت معمولاً کنش‌هایی که در قوانین آنها چنین عبارتی ذکر شده است خود را مکلف به اتخاذ استراتژی هدفگذاری پولی نمی‌دانند.

ثبات تولید (رشد اقتصادی) است. در سال‌های اخیر به‌ویژه پس از بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸، حفظ ثبات مالی نیز به یکی از اهداف مهم سیاست پولی تبدیل شده است.^۱ بنابراین باید توجه داشت که بانک مرکزی به‌عنوان متولی اصلی سیاست پولی، همزمان باید اهداف متنوع و در بعضی مواقع متضاد شامل حفظ ثبات قیمت‌ها، حفظ ثبات تولید و حفظ ثبات مالی را به‌عنوان اهداف نهایی (در برخی موارد دارای اولویت متفاوت) سیاست پولی پیگیری نماید.^۲

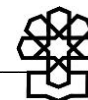
تمرکز سیاست پولی بر دستیابی به اهداف نهایی مورد نظر، درحالی است که آثار سیاست پولی با تأخیر بر اهداف نهایی نمایان می‌شود. این تأخیر باعث می‌شود که سیاستگذاران پولی برای تصمیم‌گیری و اجرای سیاست پولی معمولاً از دو لایه هدف واسط به‌صورت یک ساختار سلسله‌مراتبی استفاده کنند. در لایه اول هدف میانی^۳ (یا لنگر اسمی^۴) و در لایه دوم ابزار^۵ سیاست پولی (و معمولاً همان هدف عملیاتی^۶) خود را تعیین می‌کند. این ساختار سلسله‌مراتبی باعث می‌شود که اهداف بلندمدت به اهداف کوتاه‌مدت‌تر و با قابلیت ارزیابی بیشتر شکسته شود و در فرایندی کنترل‌پذیر، اهداف نهایی پیگیری شود.

نکته مهم در زمینه تعیین اهداف بانک مرکزی این است که قانونگذاران، سیاستگذاری پولی را امری تخصصی قلمداد می‌کنند و برای جلوگیری از خدشه‌دار شدن استقلال و اختیار عمل بانک مرکزی، معمولاً در قوانین کشورها، انتخاب بین جایگزین‌های مختلف در سطوح هدفگذاری و اجرایی را به خود بانک مرکزی واگذار می‌کنند.

بر این اساس بانک‌های مرکزی به اقتضای شرایط ساختاری و ویژگی‌های اقتصاد خود، با انتخاب کمیت‌های مختلف به‌عنوان اهداف واسط، چارچوب یا استراتژی‌های مختلفی را برای سیاستگذاری پولی خود تعریف می‌کنند. به‌صورت خاص، ویژگی مهم این چارچوب باید اثربخشی و کارایی بالای آنها در تأمین اهداف نهایی تعیین شده برای بانک مرکزی باشد. شکل ۱ نمایشی از سلسله‌مراتب اهداف و ابزارهای بانک مرکزی، مهم‌ترین چارچوب‌ها و استراتژی‌های پولی یعنی هدفگذاری ارزی و هدفگذاری پولی و هدفگذاری تورم و اهداف واسط هریک از این چارچوب‌ها را تصویر می‌کند.

۱. پس از بحران برخی سیاست پولی را ملزم به توجه به آثار سیاست‌های خود بر ثبات مالی می‌دانند و برخی معتقدند سیاست پولی باید صرفاً تا حدی به ثبات مالی توجه کند که اهداف اصلی آن از جمله ثبات قیمتی اقتضا می‌کند.
 ۲. بر این مبنا زمانی پیچیدگی و مسئولیت ویژه بانک مرکزی در اعمال سیاست پولی به خوبی مشخص خواهد شد که این اهداف سه‌گانه بانک مرکزی به‌عنوان متولی سیاست پولی را در کنار یکدیگر قرار دهیم و به این نکته توجه نماییم که دستیابی همزمان به تمامی این اهداف ممکن است نه تنها در دسترس نباشد، بلکه در تقابل با یکدیگر قرار گیرد. تشریح بیشتر این موضوع و راه‌حل‌های آن از چارچوب این گزارش خارج است.

3. Intermediate target
 4. Nominal anchor
 5. Instrument
 6. Operational target



شکل ۱. سلسله مراتب اهداف و ابزارهای سیاست پولی

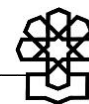


نکته قابل توجه در مورد سلسله مراتب اهداف و ابزارهای سیاست پولی، این است که صرفنظر از استراتژی پولی و اینکه یک بانک مرکزی هدفگذاری ارزی، هدفگذاری پولی یا هدفگذاری تورم را انتخاب کرده باشد، عملیات و ابزارهای پولی برای این استراتژی‌ها متفاوت نخواهد بود. بر این مبنا هر بانک مرکزی مدرن باید عملیات و ابزارهای پولی متنوع و کارآمد را در اختیار داشته باشد و این مسئله ارتباطی به استراتژی سیاستگذاری پولی اتخاذ شده ندارد.

در نهایت بیان این نکته ضروری است که در سیاستگذاری مدرن پولی، سطح سیاستگذاری و اجرا از یک دیگر تفکیک شده‌اند. بدین صورت که معمولاً تصمیم در مورد سیاستگذاری پولی توسط یک کمیته متخصص - که این کمیته معمولاً از ارکان بانک مرکزی است - اتخاذ می‌شود. در این فرایند، اعضای کمیته مذکور - یا همان کمیته سیاست پولی (و نظایر آن) - با بررسی طیف وسیعی از شاخص‌های اقتصادی و بحث و تبادل نظر درباره وضعیت اقتصاد و از جمله تغییرات شاخص تعیین شده به‌عنوان هدف میانی و انحراف آن از مقادیر سازگار با مقادیر مطلوب اهداف نهایی، در مورد شدت و جهت تغییر مقدار هدف برای ابزار سیاست پولی تصمیم می‌گیرند. در ادامه بخش عملیاتی بانک‌های مرکزی مقدار هدف تعیین شده برای ابزار سیاست پولی را به اهداف عملیاتی جزئی ترجمه می‌کند و عملیات و ابزارهای پولی را به گونه‌ای تغییر می‌دهد که تا برگزاری نشست بعدی کمیته سیاست پولی، مقدار هدف تعیین شده برای ابزار سیاست در دنیای واقع محقق شود. در بخش‌های بعدی جزئیات عملیات پولی با دقت بیشتری بیان می‌شود.

شکل ۲. چرخه تصمیم‌گیری و اجرای سیاست پولی





۲-۱. انتخاب استراتژی سیاستگذاری پولی

در بخش قبل مختصراً برخی مباحث مرتبط با استراتژی‌های پولی تبیین گردید. در این بخش این استراتژی‌ها و نقاط قوت و ضعف آنها به صورت گذرا بررسی می‌شود.

امروزه از منظر بسیاری از کشورها استراتژی هدفگذاری تورم به عنوان بهترین عملکرد بین‌المللی شناخته می‌شود که بخشی از این اقبال به کارآمدی بهتر لنگر تورمی نسبت به لنگر پولی و لنگر ارزی برمی‌گردد. از دهه ۱۹۸۰ میلادی آزادسازی‌های بخش مالی، ابتدا در کشورهای توسعه‌یافته و سپس در کشورهای در حال توسعه آغاز شد به طوری که در بسیاری کشورها به دلیل توسعه بازارهای مالی و نیز گسترش ابداعات مالی در عمل ثبات تقاضای پول از بین رفته است و رابطه بین معیارهای اندازه‌گیری کل‌های پولی در اقتصاد با تورم تضعیف شده است. وقوع این پدیده کارایی هدفگذاری کل‌های پولی برای سیاستگذاری پولی را کاهش می‌دهد.

علاوه بر کاهش تمایل به هدفگذاری کل‌های پولی، جریان آزاد سرمایه، از دست رفتن ابتکار عمل سیاست پولی و نیز افزایش آسیب‌پذیری در مقابل بحران‌های ارزی از جمله مواردی است که موجب کاهش تمایل به اتخاذ چارچوب هدفگذاری ارزی شده است و عملاً به ندرت می‌توان در طیف کشورهای با درآمد سرانه متوسط به کارگیری استراتژی هدفگذاری ارزی را مشاهده نمود.

صرفنظر از معایب هدفگذاری کل‌های پولی و هدفگذاری ارزی که باعث افزایش گرایش به اتخاذ چارچوب رقیب یعنی هدفگذاری تورم شده است، در ادبیات اقتصادی برای این چارچوب، مزایای دیگری نیز بر شمرده می‌شود که با نگاهی موشکافانه‌تر باید این ویژگی‌ها را ویژگی‌های سیاستگذاری پولی مدرن، صرفنظر از استراتژی پولی آن دانست. برخی از این موارد عبارتند از: الزامی بودن رفع سلطه مالی در این چارچوب، استقلال و پاسخگویی سیاستگذار پولی و رعایت اصول شفافیت در عملکرد سیاستگذار پولی و تأکید ویژه بر پایش و مدیریت انتظارات تورمی.^۱

بر این اساس علی‌رغم وجود تأکید بیشتر بر مزایای اتخاذ چارچوب هدفگذاری تورم در ادبیات اقتصادی به ویژه نسخه‌های تعدیل شده آن پس از بحران ۲۰۰۸، تصمیم‌گیری در مورد اتخاذ چارچوب اجرایی آن برای سیاست پولی نیازمند دقت بیشتر در ویژگی‌های اقتصاد است. به عبارت دقیق‌تر اگر ویژگی‌های چارچوب هدفگذاری تورم را به دو دسته ساختاری و اجرایی تقسیم کنیم لزوماً استفاده از چارچوب اجرایی هدفگذاری تورم برای همه کشورها بهینه نیست. بر این مبنا اگر چه مجهز شدن چارچوب سیاست پولی به ساختارهای ایجادکننده ویژگی‌هایی همچون استقلال، عدم بروز سلطه مالی، پاسخگویی، شفافیت و توجه به مدیریت انتظارات یک مجموعه مطلوب است، اما بهینگی استفاده از لنگر تورم و مهم‌تر از آن استفاده از ابزار نرخ بهره برای سیاست پولی منوط به وجود مقدماتی است که یکی از مهم‌ترین آنها، وجود بازارهای مالی عمیق و توسعه‌یافته است تا سرایت سیاست پولی به بخش واقعی اقتصاد به‌طور کامل صورت پذیرد.

۱. باید توجه داشت حتی می‌توان اعلام یا تعهد صریح به یک نرخ اسمی تورم را نیز منحصر به هدفگذاری تورم ندانست.

۳-۱. معیارهای انتخاب استراتژی و اهداف واسط سیاستگذاری پولی

پس از آشنایی با سلسله مراتب اهداف در سیاستگذاری پولی و شناخت استراتژی‌های پولی در این بخش چگونگی انتخاب اهداف واسط سیاستگذاری پولی تشریح می‌شود. به‌طور کلی برای انتخاب اهداف واسط برای سیاست پولی، حداقل سه معیار مورد توجه قرار می‌گیرد. اولین معیار قابلیت اندازه‌گیری^۱ است. متغیرهای مورد نظر برای اهداف واسط باید با سرعت و دقت بالا قابلیت اندازه‌گیری داشته باشند زیرا میزان انحراف این متغیرها با اهداف تعیین شده جهت و شدت تغییر سیاستگذاری یا عملیات پولی را تعیین خواهد کرد. متغیرهای قیمتی - نرخ‌های بهره - عموماً قابلیت مشاهده آبی دارند در حالی که متغیرهای مقداری معمولاً با تأخیر زمانی اندازه‌گیری می‌شوند. این در حالی است که متغیرهای قیمتی نیز از منظر قابلیت اندازه‌گیری کامل نیستند زیرا معمولاً سیاستگذاران پولی مجبورند برای استفاده از این متغیرها مقدار هدف را با استفاده از تخمین نرخ بهره طبیعی^۲ یا نرخ بیکاری غیرشتاب‌دهنده تورم^۳ تعیین کنند. علاوه بر این در نگاه مرسوم به سیاست پولی، سیاستگذار در درجه اول نیازمند بررسی وضعیت نرخ بهره واقعی^۴ است. این در حالی است که نرخ بهره واقعی به تورم انتظاری وابسته است و این مسئله باعث می‌شود قابلیت اندازه‌گیری متغیرهای قیمتی برای سیاست پولی با کاستی‌هایی روبه‌رو باشد. قابلیت کنترل^۵، معیار دوم برای انتخاب اهداف واسط در سیاستگذاری پولی است. قابلیت کنترل یک هدف واسط از این جهت برای سیاستگذاری پولی اهمیت دارد که بانک مرکزی باید بتواند اثر قابل توجهی در تعیین آن متغیر داشته باشد. در متغیرهای قیمتی معمولاً نرخ‌های بسیار کوتاه‌مدت و مربوط به مبادلات بین بانکی از عملیات پولی تأثیر بسیاری می‌پذیرند در حالی که در عمل و در شرایط عادی^۶ نرخ‌های بلندمدت‌تر در کنترل بانک مرکزی نیستند^۷ بلکه به‌صورت غیرمستقیم از نرخ‌های کوتاه‌مدت تأثیر می‌پذیرند. در مورد متغیرهای مقداری نیز اقلامی همچون ذخایر بانک‌ها نزد بانک مرکزی و پایه پولی قابلیت کنترل بیشتری نسبت به معیارهای گسترده‌تر پولی - همچون نقدینگی - برای بانک مرکزی دارند زیرا در میزان تغییر معیارهای گسترده پولی رفتار خانوارها، سرمایه‌گذاران و بانک‌داران نیز دخالت دارند که باعث می‌شود توان بانک مرکزی برای کنترل و تأثیرگذاری بر تغییر این متغیرها کاهش یابد. برتری نسبی در اثرگذاری نیز معیار سوم انتخاب اهداف واسط برای سیاستگذار پولی است. این معیار تلاش می‌کند اهداف واسطی را شناسایی کند که تغییراتشان بیشترین و قابل پیش‌بینی‌پذیرترین اثر را بر

1. Measurability

2. Natural Interest Rate

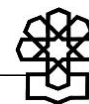
3. Non-accelerating Inflation Rate of Unemployment (NAIRU)

4. Real Interest Rate

5. Controllability

۶. در شرایط خاص از جمله پس از بحران‌های مالی، بسیار از بانک‌های مرکزی تزریق نقدینگی به بازارهای بلندمدت را نیز تحت عنوان عملیات تسهیل پولی انجام می‌دهند.

۷. در اینجا فرض شده است که بانک مرکزی دخالت‌های خود را از طریق مکانیسم‌های بازار یا غیرمستقیم اعمال می‌کند.



اهداف بالاتر از خود در سلسله مراتب اهداف سیاست پولی بگذارد. تعیین اینکه متغیرهای مقداری یا متغیرهای قیمتی در هر اقتصادی برتری نسبی در اثرگذاری دارند نیازمند بررسی شواهد ارائه شده توسط تحقیقات تجربی و کمی است. این ضرورت از این واقعیت نشئت می‌گیرد که ساختار و توسعه‌یافتگی هر اقتصاد تعیین‌کننده سازوکار انتقال پولی^۱ است.

۴-۱. عملیات و ابزارهای پولی

در بخش‌های قبل تصویری کلی از سلسله اهداف در سیاست پولی مدرن ارائه شد. در این بخش عملیات و ابزارهای پولی به صورت مختصر مورد توجه قرار می‌گیرند.

به صورت کلی دو دسته از عملیات و ابزارهای پولی^۲ شناخته شده برای اجرای سیاست پولی در اقتصاد وجود دارد. دسته اول ابزارهای مستقیم نام دارند که شامل اقداماتی همچون اعمال محدودیت مقرراتی بر اعتبارات یا تعیین نرخ‌های سود سپرده‌ها یا تسهیلات در اقتصاد هستند و از آنجا که در این دسته از اقدامات، رابطه یک به یک بین این ابزارها و با اهداف (واسط) سیاستی سطح بالا وجود دارد، این ابزارها، ابزارهای مستقیم نام دارند. کنترل نرخ‌های بهره، سقف اعتباری و تسهیلات‌دهی هدایت شده از جمله مهم‌ترین ابزارهای مستقیم هستند.

دسته دوم از عملیات و ابزارهای پولی، ابزارهای غیرمستقیم همچون عملیات بازار باز، تسهیلات قاعده‌مند، نرخ سپرده (ذخیره) قانونی و خرید و فروش ارز هستند که اثرگذاری آنها بر اهداف سطح بالاتر براساس سازوکار بازار و ایجاد تغییر در عرضه و تقاضای ذخایر^۳ بانکی است.

ابزارهای مستقیم به آسانی قابلیت ابلاغ دارند و لذا (در نگاه اول) به لحاظ اجرایی ساده‌تر و مؤثرتر به نظر می‌رسند. ر این به دولت‌ها این امکان را می‌دهند که سیاست‌های پولی را با نوعی تبعیض نسبت به بخش‌ها و پروژه‌های خاص نیز همراه کنند. اما واقعیت‌های اجرایی در کشورهای مختلف نشان می‌دهد این ابزارها معمولاً در معرض فساد، سوءاستفاده، هزینه‌های بالای نظارت، عدم کارایی، رعایت صوری و فرار از اجرا قرار دارند. علاوه بر این با تشدید اقدامات نظارتی معمولاً ساختاری چندلایه و غیرشفاف از نرخ‌ها و روابط مالی در اقتصاد شکل می‌گیرد که ناکارایی‌های بسیاری را به دنبال خواهد داشت.

معایب ابزارهای مستقیم نهایتاً باعث شده است که بسیاری از بانک‌های مرکزی دنیا معمولاً همراه با

1. Monetary Transmission Mechanism

۲. در متون لاتین این حوزه برای اشاره به این نوع عملیات و ابزارها که برای اجرای سیاست پولی استفاده می‌شوند از عبارت Tools یا Instrument استفاده می‌شود که معمولاً در ترجمه فارسی به ابزار ترجمه می‌شود اما چنانچه در بخش‌های قبل نیز اشاره شد ابزار پولی در ادبیات علمی اقتصاد بیشتر برای اشاره به هدف عملیاتی بانک مرکزی شامل نرخ سود بازار بین بانکی یا ذخایر بانک‌ها به کار می‌رود.

۳. ذخایر ترجمه عبارت Reserve است و منظور از آن موجودی حساب‌های بانک‌ها نزد بانک مرکزی است. چنانچه می‌دانیم پایه پولی از سمت مصارف از حساب‌های بانک‌ها نزد بانک مرکزی و اسکناس و مسکوک منتشره تشکیل شده است و از آنجا که با رواج ابزارهای نوین پرداخت و بانکداری الکترونیک، سهم اسکناس و مسکوک در مبادلات اقتصادی کاهش یافته است حساب‌های بانک‌ها نزد بانک مرکزی سهم بالایی در پایه پولی دارند. شرایط دسترسی بانک‌های به موجودی بیشتر در این حساب‌ها -از طریق استفاده از تسهیلات بانک مرکزی یا استقراض از سایر بانک‌ها- یکی از عوامل مهم مؤثر بر انگیزه خلق پول هر بانک به شمار می‌رود.

بسته‌ای از اصلاحات که دادن آزادی عمل بیشتر به بازیگران بازار پول و حرکت به سمت بازار محوری از اجزای این بسته بوده است، استفاده از ابزارهای غیرمستقیم را نیز در دستور کار خود قرار دهند. شایان ذکر است تجربه کشورهای مختلف نشان می‌دهد تأمین استقلال بانک مرکزی و رفع سلطه مالی، تقویت و افزایش نقدشوندگی بازار اوراق ابزارهای بازار پول و بازار بین بانکی، تقویت و اصلاح برخی خلأهای نظام پرداخت و تسویه، تقویت توان مقرراتی و نظارتی بانکی برای جلوگیری از آثار مخرب برخی آزادسازی‌ها، ایجاد زیرساخت‌های فنی و ارتباطی برای تبادل اطلاعاتی بین بخش‌های مختلف و درون بانک مرکزی و همچنین ارتقای ظرفیت نیروی انسانی بانک مرکزی برای تحلیل اطلاعات و پشتیبانی از عملیات پولی از جمله اجزای برنامه تغییر ابزارهای مستقیم به غیر مستقیم بوده است. همچنین اجرای قدم به قدم اصلاحات و عدم رهاسازی دفعی ابزارهای مستقیم در گام‌های اولیه از جمله مؤلفه‌های موفقیت در برخی اقتصادها به‌شمار می‌رود.

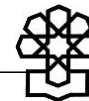
هرچند که معمولاً بانک‌های مرکزی از همه ابزارهای غیرمستقیم پولی برای اجرای سیاست پولی بهره می‌گیرند، اما در این بین عملیات بازار باز دارای ویژگی‌هایی است که باعث افزایش تمایل بانک‌های مرکزی به استفاده از این ابزار شده است. اول اینکه در عملیات بازار باز در مقایسه با ابزار تسهیلات قاعده‌مند، ابتکار عمل با بانک مرکزی است و در این عملیات، بانک مرکزی تعیین می‌کند که چه میزان ذخایر به شبکه بانکی تزریق شود. دوم اینکه این عملیات انعطاف لازم را برای پشتیبانی از شرایط مختلف دارد به‌طوری که امکان فراهم کردن هر میزان (زیاد یا کم) از ذخایر را برای بانک‌های مرکزی فراهم می‌کند. سوم اینکه در نتیجه انعطاف این عملیات، بانک‌های مرکزی می‌توانند تصحیح اشتباهات عملیاتی خود یا تغییرات لازم ناشی از به‌دست‌آمدن اطلاعات جدید را به سرعت در عملیات خود اعمال کنند. چنانچه در بخش‌های بعدی بیان می‌شود ویژگی‌های یاد شده معیارهایی برای سنجش شرایط بازارهای مالی ایران در راستای حمایت از اجرای عملیات بازار باز فراهم می‌کند.

۲. عملیات بازار باز

در بخش قبل به‌صورت خلاصه سلسله مراتب اهداف و چارچوب‌های سیاست پولی و انواع عملیات پولی بررسی شد. در این بخش ابتدا به‌صورت گذرا پیش‌نیازهای فنی و مقرراتی موجود در بانک‌های مرکزی برای اجرای عملیات بازار باز بیان و سپس چگونگی اجرای سیاست پولی با استفاده از عملیات بازار باز بررسی می‌شود.

۲-۱. اجزای چارچوب عملیاتی بانک‌های مرکزی برای اجرای عملیات بازار باز

چنانچه از مطالب قبلی برمی‌آید اجرای موفق سیاست پولی بعد از تصمیم‌گیری در مورد سیاست پولی مناسب، یکی از مهم‌ترین ارکان برای تحقق اهداف نهایی بانک مرکزی است. زمانی یک بانک مرکزی



می‌تواند سیاست پولی مؤثری را اجرا کند که چارچوب عملیاتی دقیق و شفافی برای انجام عملیات پولی و اجرای تصمیمات سیاست پولی داشته باشد. چارچوب عملیات پولی را می‌توان شامل سه محور عمده دانست این سه محور عبارتند از: قواعد و فرایندهای عملیات پولی، هدف عملیاتی و اجرای سیاست پولی.

۱-۱-۲. قواعد و فرایندهای عملیات پولی

قواعد و فرایندهای عملیات پولی به چهار دسته کلی قابل تقسیم هستند: تعیین مؤسسات مجاز به انجام مبادله با بانک مرکزی در قالب تسهیلات قاعده‌مند و ضوابط این مبادلات، تعیین مؤسسات مجاز به شرکت در مبادلات عملیات بازار باز بانک مرکزی و ضوابط آن، ضوابط تودیع سپرده قانونی و ضوابط مربوط به تأمین نقدینگی (ذخایر) اضطراری^۱ برای حفظ ثبات بخش مالی.

دسته اول قواعد و فرایندهای عملیات پولی، علاوه بر تعیین مؤسسات مجاز به انجام مبادله با بانک مرکزی در قالب تسهیلات قاعده‌مند، ضوابط این مبادلات را نیز تعیین می‌کند. این ضوابط شرایط دسترسی به تسهیلات قاعده‌مند^۲ (تسهیلات سپرده‌گذاری و تسهیلات قرض‌گیری) اعم از وثیقه‌های مورد پذیرش و مدت تسهیلات را شامل می‌شود. بانک‌های مرکزی از آنجا که تمایل دارند نرخ‌های بهره‌ای را هدفگذاری کنند که بدون ریسک هستند و صرف ریسک زمانی^۳ چندانی نیز ندارند، بر عملیات پولی خود با بانک‌ها تأکید دارند زیرا این مبادلات معمولاً بسیار کوتاه‌مدت و در بسیاری موارد شبانه هستند. اگرچه در این مبادلات به دلیل ماهیت کوتاه‌مدت مبادلات، اثر صرف ریسک زمانی زیاد نیست، اما ریسک‌های دیگر از جمله ریسک نکول در این مبادلات وجود دارند. بر این مبنا بانک‌های مرکزی تأکید بسیاری بر انجام مبادلات با دارا بودن وثیقه‌های بسیار معتبر و نقد شونده دارند تا اثر ریسک نکول نیز بر نرخ‌ها به حداقل برسد. وثایق مورد پذیرش معمولاً اوراقی کم‌ریسک و تا حد زیادی نقدشونده هستند زیرا اولاً احتمال نکول طرفین در مبادلات را کاهش می‌دهد و ثانیاً در صورت بروز نکول برای قرض‌دهنده (بانک مرکزی) این امکان را فراهم می‌کنند که با فروش این اوراق ذخایر مورد نیاز را دوباره از بازار جمع‌آوری نماید. شایان ذکر است یکی از عملیات سنتی بانک‌های مرکزی، به کارگیری پنجره تنزیل (پنجره تنزیل مجدد) است که در این عملیات بانک مرکزی نقدینگی لازم را از طریق تنزیل اوراق بهادار بانک‌ها (و نه قرض‌دهی با وثیقه اوراق) برای آنها فراهم می‌نماید.

دسته دوم قواعد و فرایندهای عملیات پولی، ضوابطی است که بانک مرکزی در راستای انجام عملیات بازار باز اعلام می‌کند و در آن تعیین می‌شود چه مؤسساتی می‌توانند طرف مبادله عملیات بازار باز بانک مرکزی باشند و استانداردهای مربوط به این مؤسسات چیست. معمولاً بانک‌های مرکزی در عملیات بازار

1. Emergency Liquidity Assistance
2. Standing Facilities
3. Term Premium

باز، معامله‌گران اولیه را به‌عنوان مؤسسات مجاز به شرکت در عملیات بازار باز تعیین می‌کنند (ر.ک. به بخش ۳-۳-۳ نقش معامله‌گران اولیه در عملیات بازار باز). از طرفی شرایط مبادلات عملیات سیاست پولی اعم از یکجا^۱ و یا ریپو - بر روی دارایی‌های مجاز - به‌صورت شفاف تعیین می‌شود. دارایی‌های موضوع قرارداد ریپو معمولاً اوراقی کم‌ریسک و تا حد زیادی نقدشونده و بیشتر اوراق بدهی دولتی هستند. دسته سوم قواعد و فرایندهای عملیات پولی شامل ضوابط تودیع سپرده قانونی از جمله دوره میانگین‌گیری، نحوه محاسبه، نرخ بهره پرداختی به سپرده تودیع شده، نرخ جریمه عدم تودیع سپرده قانونی است که بانک‌های مرکزی برای بانک‌ها و مؤسسات اعتباری مشمول تودیع سپرده قانونی تعیین می‌کنند.

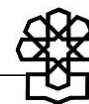
دسته چهارم قواعد و فرایندهای عملیات پولی به تأمین نقدینگی (ذخایر) اضطراری برای حفظ ثبات بخش مالی یا همان انجام وظیفه آخرین قرض‌دهنده مربوط می‌شود. در شرایط اضطراری و بحرانی که در نتیجه حاکم شدن فضای نااطمینانی در بازارهای مالی، تعداد مبادلات مربوط به تأمین ذخایر، دچار افت شدید و افزایش قابل توجه نرخ‌ها (بروز پدیده موسوم به انجماد بازارها) می‌شود و عدم دسترسی به نقدینگی، ثبات بخش مالی را به خطر می‌اندازد، بانک‌های مرکزی آخرین پناهگاه فراهم‌کننده ذخایر به‌شمار می‌روند؛ لذا بانک‌های مرکزی به منظور حفاظت از ثبات بخش مالی، نهادهای مجازی را تعیین می‌کند که در شرایط اضطراری امکان دسترسی به تسهیلات بانک مرکزی را دارند. این نهادها به‌ویژه پس از بحران مالی ۲۰۰۸ صرفاً بانک‌ها نیستند، بلکه برخی از نهادهای مالی مهم و دارای اهمیت سیستمی دیگر را نیز شامل می‌شوند و معمولاً دایره شمول این نهادها، گسترده‌تر از نهادهای دارای دسترسی به تسهیلات قاعده‌مند است. ضوابط مربوط به تأمین نقدینگی (ذخایر) اضطراری، شرایط دسترسی این نهادها به ذخایر در وضعیت اضطراری را نیز در برمی‌گیرد.

نکته مهم در تدوین مجموعه ضوابط فوق این است که این ضوابط به همراه ضوابط نظارتی، معمولاً به گونه‌ای تدوین می‌شوند که امکان به‌وجود آمدن رفتار کژمنشانه^۲ و انگیزه عدم مدیریت صحیح ریسک‌ها در نهادهای مالی از جمله ریسک نقدینگی و اتکای سیستماتیک این نهادها به ذخایر تأمین شده توسط بانک مرکزی را به میزان زیادی از بین ببرد.

۲-۱-۲. هدف عملیاتی

پس از اینکه رکن تصمیم‌گیرنده در مورد سیاست پولی (معمولاً کمیته سیاست پولی) متناسب با تحلیل وضعیت اقتصاد و پیش‌بینی آینده، میزان مشخصی را به‌عنوان هدف برای ابزار سیاست پولی در یک افق

1. Outright
2. Moral Hazard



مشخص تعیین کرد، بخش اجرایی بانک مرکزی، هدف عملیاتی مشخصی را برای میز عملیاتی بانک تعیین می‌کنند. این متغیر در حقیقت راهنمای میز عملیاتی^۱ سیاست پولی برای دستیابی به شرایط پولی مد نظر کمیته سیاست پولی در مورد ابزار سیاست پولی است. مطابق با آنچه در بخش‌های قبلی اشاره شد برای تعیین هدف عملیاتی معمولاً سه دسته معیار - یعنی قابلیت اندازه‌گیری، قابلیت کنترل و برتری نسبی در اثرگذاری - را باید در نظر گرفت.

همچنین عنوان شد در بسیاری از کشورهای ابزار سیاست پولی، یک نرخ سیاستی^۲ (هدف) است و به‌صورت ویژه در چارچوب استراتژی هدفگذاری تورم، بانک‌های مرکزی دنیا عموماً نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت را ابزار سیاست پولی خود قرار می‌دهند، زیرا توسعه‌یافتگی بازارهای مالی باعث می‌شود نرخ بهره، تعیین‌کننده بخش مهمی از سازوکار انتقال سیاست پولی باشد. در برخی کشورها مانند آمریکا نرخ سیاستی - یا همان نرخ وجوه فدرال (هدف) که توسط کمیته فدرال بازار باز^۳ تعیین می‌شود - همان هدف عملیاتی بانک مرکزی نیز قلمداد می‌گردد. فاصله نرخ بهره در بازار بین بانکی از مقدار هدفگذاری شده، معیار لازم برای تعیین جهت و میزان عملیات پولی را به‌دست می‌دهد.

از این به بعد میز عملیاتی بانک مرکزی تلاش می‌کند عرضه و تقاضای ذخایر بانکی در سطح کل شبکه بانکی را به گونه‌ای مدیریت کند که هدف عملیاتی مشخص شده در دنیای واقع محقق شود. برای مثال در آمریکا میز عملیاتی فدرال رزرو نیویورک، با خرید و فروش اوراق قرضه دولتی و سایر عملیات مشابه، تلاش می‌کند عرضه و تقاضای ذخایر به گونه‌ای سامان یابد که نرخ بازار وجوه فدرال مطابق با نرخ سیاستی تعیین شده توسط کمیته فدرال بازار باز باشد.^۴

۲-۲. عملیات بازار باز و کریدور نرخ بهره

تا اینجا با دو جزء از اجزای چارچوب عملیاتی بانک‌های مرکزی برای اجرای عملیات بازار باز - یعنی قواعد و فرایندهای عملیات پولی و نیز هدف عملیاتی - آشنا شدیم. در این بخش به دلیل اهمیت موضوع، به‌صورت مجزا، اجرای سیاست پولی را در قالب عملیات بازار باز بررسی می‌کنیم.

در یک نگاه کلی می‌توان گفت معماری نظام بانکی مدرن بر مبنای نظام بانکی دورکنی^۵ - یعنی تفکیک بانک مرکزی و سایر بانک‌ها، اعم از تجاری و غیرتجاری - بنا شده است. بانک مرکزی بانک بانک‌ها و بانک دولت (مشخصاً خزانه) است و مؤسسات سپرده‌پذیر و بانک‌های دیگر - اعم از تجاری، توسعه‌ای، تخصصی و غیره - به‌عنوان مؤسسات و بانک‌های ارائه‌دهنده خدمات مالی به اشخاص حقیقی

1. Operation Desk

2. Policy Rate

3. Federal Open Market Committee (FOMC)

۴. چنانچه خواهیم دید این روایت حداقل تا قبل از افزایش ذخایر مازاد و تدوین ساختار جدید عملیات پولی صادق است.

۵. در ادبیات اقتصادی نظام بانکی دوگانه به تفکیک بانک‌های ایالتی و بانک‌های ملی اشاره دارد، اما در اینجا لفظ دورکنی برای تفکیک بانک مرکزی از بانک‌های تجاری، توسعه‌ای و غیره استفاده شده است.

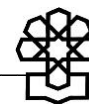
و حقوقی فعالیت می‌کنند. در این معماری بانک مرکزی در مقام بانک بانک‌ها علاوه بر نگهداری حساب‌های بانک‌ها نزد خود، مبادلات بین بانکی را به دستور بانک‌ها از طریق جابه‌جایی ذخایر (سپرده) موجود در این حساب‌ها انجام می‌دهد.

به‌صورت کلی دو حالت در مورد وضعیت ذخایر نسبت به نیاز شبکه بانکی به این ذخایر، متصور است، در حالت اول ذخایر عرضه شده توسط بانک مرکزی در سطح کل شبکه بانکی به گونه‌ای است که تقریباً متناسب با نیاز و تقاضای بانک‌ها برای این ذخایر است. به این حالت شرایط عادی گفته می‌شود. در حالت دوم که به‌صورت ویژه پس از بحران ۲۰۰۸ مصداق پیدا کرده است، کل شبکه بانکی دارای حجم بالایی ذخایر مازاد نسبت به نیاز و تقاضای خود است و معمولاً علت این امر، تزریق شدید و بی‌مهابای ذخایر توسط بانک‌های مرکزی به بازارهای مالی برای مهار بحران قلمداد می‌شود. در حالت کلی مدیریت عملیات پولی در این دو شرایط متفاوت خواهد بود که در بخش‌های بعدی به آن پرداخته می‌شود.

۱-۲-۲. عملیات بازار باز و مدیریت ذخایر

در شرایط عادی ذخایر کافی برای انجام مبادلات وجود دارد، اما به دلیل انتقالات وجوه سپرده‌گذاران بین بانک‌ها به‌صورت تصادفی برخی از بانک‌ها دچار کمبود ذخایر و برخی دیگر دارای ذخایر مازاد خواهند شد. در این شرایط بانک‌هایی که دچار کمبود ذخایر شده‌اند، در بازار بین بانکی حضور پیدا می‌کنند وجوه مورد نیاز خود را از بانک‌های دارای مازاد ذخایر تأمین می‌کنند. در نتیجه این مبادلات برخی در بازار بین بانکی شکل می‌گیرد که در بسیاری از کشورها، بانک مرکزی هدف عملیاتی خود را، روی این نرخ تعیین می‌کند. باید توجه کرد که میزان عرضه و تقاضای ذخایر در بازار بین بانکی همواره با تکانه‌هایی روبه‌رو است. با تغییر تمایل آحاد اقتصادی به نگهداری اسکناس و مسکوک، برخی ذخایر بانکی به اسکناس و مسکوک تبدیل می‌شوند، لذا میزان ذخایر در دسترس بانک‌ها برای انجام مبادلات با تغییر میزان اسکناس و مسکوک تغییر می‌کند. از طرف دیگر با تغییرات نرخ ذخیره قانونی یا حجم و ترکیب سپرده‌های بانکی میزانی از ذخایر بانک‌ها که به‌عنوان سپرده قانونی نزد بانک مرکزی باید تودیع شود تغییر می‌کند و طبیعتاً میزان ذخایر مازاد برای انجام مبادلات بین بانکی نیز تغییر می‌کند. علاوه بر این عملیات خزانه‌داری دولت نیز بر میزان ذخایر مازاد بانک‌ها مؤثر است، زیرا حساب‌های خزانه‌داری دولت نزد بانک مرکزی نگهداری می‌شوند و هر نوع جریان پرداخت یا دریافت خزانه‌داری با بانک‌ها موجب تغییر در ذخایر مازاد بانک‌ها می‌شود. میزان خرید و فروش ارز توسط بانک مرکزی نیز از جمله مواردی است که ذخایر مازاد بانک‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

از آنجا که اسکناس و مسکوک، ذخایر قانونی، حجم و ترکیب سپرده‌ها، عملیات خزانه‌داری و مبادلات ارزی بانک مرکزی مرتباً در هر روز در حال تغییر هستند، نرخ بازار بین بانکی نیز از این تغییرات



اثر می‌پذیرد. در کشورهایی که هدفگذاری نرخ بهره در بازار بین بانکی مورد توجه سیاستگذاران قرار دارد به صورت روزانه و با فواصل ساعتی مشخص وضعیت ذخایر در بازار بین بانکی بررسی می‌شود. علاوه بر این، بخش عملیات پولی بانک مرکزی، به صورت منظم پیش‌بینی‌هایی از وضعیت عرضه و تقاضای ذخایر بازار در هر روز ارائه می‌کند. همچنین از برخی معامله‌گرهای فعال در بازارهای مالی، اطلاعات و برخی پیش‌بینی‌های مربوط به وضعیت بازار دریافت می‌شود. بانک مرکزی از خزانه‌داری دولت نیز اطلاعات دریافت و پرداخت‌های دولتی را نیز دریافت می‌کند.

مدیران و کارکنان میز عملیاتی بانک مرکزی، مجموعه اطلاعات فوق را با اطلاعات مبادلات ارزی بانک مرکزی ترکیب می‌کنند و بر این مبنا در مورد بروز مازاد یا کمبود ذخایر در بازار بین بانکی و میزان آن قضاوت می‌کنند. این قضاوت نهایتاً نشان می‌دهد میز عملیاتی در هر روز چه میزان ذخایر را باید به بازار تزریق یا از بازار جمع‌آوری کند تا نرخ بازار بین بانکی برابر با میزان نرخ تعیین شده توسط کمیته سیاست پولی باشد.

با توجه به این عوامل، میز عملیاتی بانک مرکزی، نیاز ذخایر کل شبکه بانکی و تغییرات آن را پیش‌بینی و اقدام به قبض و بسط ذخایر (پایه پولی) از طریق عملیات بازار باز می‌کند تا نرخ بازار بین بانکی با میزان مورد نظر برای سیاست پولی منطبق شود. شایان ذکر است در صورتی که بانک مرکزی تغییرات ذخایر را در شبکه بانکی ماندگار تلقی کند از عملیات بازار باز یکجا^۱ استفاده می‌کند که شامل خرید یا فروش اوراق دولت می‌شود و در صورتی که تغییرات ذخایر موقت قلمداد شود از عملیات بازار باز موقت در بازار ریپو استفاده می‌شود.

۲-۲-۲. مازاد ذخایر و کریدور نرخ بهره

هر چند تجربه استفاده از کریدور نرخ بهره، پیش از بحران مالی ۲۰۰۸ نیز وجود داشته است، اما پس از این بحران، استفاده از کریدور نرخ بهره بیشتر مورد توجه قرار گرفته است. در جریان بحران ۲۰۰۸ بانک‌های مرکزی در فاز مهار بحران، برای جلوگیری از بی‌ثباتی بخش مالی ناشی از مشکل نقدینگی و دسترسی به ذخایر، مجبور شدند به مؤسسات و بازارهای مالی ذخایر (پایه پولی) بسیاری تزریق کنند. این برنامه‌های تزریق ذخایر در فازهای بعدی و با هدف تحریک بخشی به بخش واقعی، با اجرای عملیات تسهیل مقداری^۲ تداوم یافت. در نتیجه مجموعه این موارد، ذخایر مازاد بانک‌ها به شدت افزایش یافت و مبادلات در بازار بین بانکی کاهش یافت.

این مازاد ذخایر باعث می‌شود عملاً روش‌های مرسوم برای مدیریت بازار بین بانکی تا پیش از بحران - یعنی روش‌های مربوط به شرایط عادی که در بخش قبل توضیح داده شد - توانایی مدیریت نرخ در این بازار را نداشته باشند. به همین دلیل برخی از بانک‌های مرکزی چارچوب عملیات پولی خود را طوری

1. Outright
2. Quantitative Easing

تغییر دادند تا مدیریت نرخ بازار بین بانکی، همزمان با حجم بالای ذخایر مازاد نیز ممکن شود. چارچوب جدید عملیات سیاست پولی علی‌رغم وجود تفاوت‌هایی در نحوه به‌کارگیری آن در کشورهای مختلف، از منطق کریدور نرخ بهره^۱ تبعیت می‌کند. کریدور نرخ بهره بانک مرکزی یک نرخ سقف برای نرخ بهره بازار بین بانکی ایجاد می‌کند و این سقف بدین صورت است که نرخ تسهیلات قاعده‌مند بانک مرکزی به‌صورت غیر مستقیم در عمل، سقف نرخ بهره برای بانک‌ها را تعیین می‌کند. هر نرخ بالاتر از این نرخ که در بازار بین بانکی پیشنهاد شود در عمل به معامله منجر نخواهد شد، زیرا بانک نیازمند به ذخایر، این امکان را پیش‌رو دارد که از تسهیلات بانک مرکزی با نرخ کمتر استفاده کند. از طرف دیگر نرخ بهره در کریدور نرخ بهره دارای یک کف قیمتی نیز هست. بانک‌های مرکزی در کشورهای مختلف عموماً برای بانک‌ها، امکان سپرده‌گذاری ذخایر مازاد را نزد بانک مرکزی ایجاد کرده‌اند. سپرده‌گذاری این ذخایر مازاد نزد بانک مرکزی با یک نرخ بهره مشخص خواهد بود که این نرخ به صورت غیر مستقیم در عمل، کف کریدور نرخ بهره را مشخص می‌کند. هر نرخی که در بازار بین بانکی کمتر از نرخ بهره سپرده‌گذاری در بانک مرکزی پیشنهاد شود مبنای معامله قرار نمی‌گیرد چرا که همواره امکان سپرده‌گذاری ذخایر مازاد نزد بانک مرکزی برای بانک‌ها وجود دارد.^۲

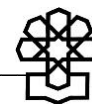
البته باید تأکید کرد که استفاده از کریدور نرخ بهره منحصراً در شرایط مازاد ذخایر صورت نمی‌گیرد و در شرایط عادی نیز می‌توان از طریق آن، نرخ بهره بازار بین بانکی را در چارچوب هدف عملیاتی بانک مرکزی نگه داشت. به بیان بهتر، اگر چه استفاده از کریدور نرخ بهره در شرایط عادی، مشروط به تنظیم مناسب سطح ذخایر توسط بانک مرکزی ضرورتی ندارد، اما به‌کارگیری از این چارچوب در این شرایط، باعث ایجاد ثبات بیشتر نرخ در بازار بین بانکی می‌شود.

۳. عملیات بازار باز در ایران

در بخش‌های قبلی تلاش شد به‌صورت خلاصه تصویر نسبتاً مناسبی از جایگاه عملیات بازار باز در سیاست‌گذاری پولی و مقتضیات این عملیات ارائه شود. اکنون با تکیه بر مطالب بخش‌های قبل نکاتی در مورد اجرای عملیات بازار باز در ایران مطرح می‌شود. ابتدا به‌صورت مختصر ملاحظاتی در مورد انتخاب اهداف واسط در ایران مطرح شده و سپس به شرایط بازارهای مالی ایران برای پشتیبانی از اجرای عملیات بازار باز پرداخته می‌شود.

1. Interest Rate Corridor

۲. لازم به‌ذکر است که در آمریکا برای مدتی علی‌رغم استفاده از همین روش نرخ وجوه فدرال کمتر از نرخ سپرده‌گذاری ذخایر تعیین می‌شد و علت این امر عدم وجود امکان سپرده‌گذاری برخی مؤسسات نزد فدرال رزرو بود. برای رفع این مشکل فدرال رزرو اقدام به ایجاد تسهیلات معامله در قالب قرارداد ریپو برای این مؤسسات با نرخ سپرده‌گذاری کرد.



۳-۱. انتخاب اهداف واسط در ایران

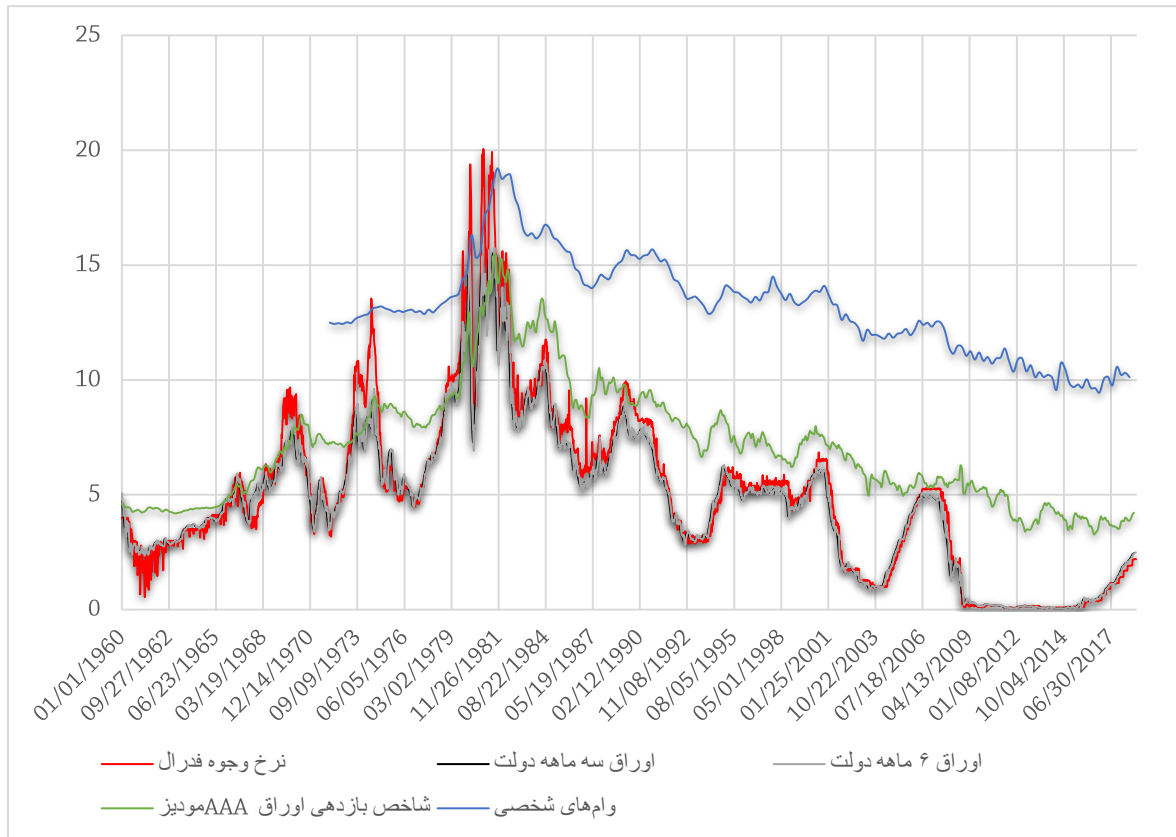
در بخش‌های قبلی اشاره شد که برای تعیین اهداف واسط سیاست پولی معمولاً سه دسته معیار - یعنی قابلیت اندازه‌گیری، قابلیت کنترل و برتری نسبی در اثرگذاری - را باید در نظر گرفت. در سال‌های اخیر به دنبال رواج هدف‌گذاری نرخ بهره به‌عنوان ابزار سیاست پولی در دنیا، در ایران نیز استفاده از این ابزار مورد توجه قرار گرفته است. با وجود این، باید توجه داشت که مطابق با مطالب ارائه شده در بخش «۱. جایگاه چارچوب عملیات پولی در سلسله مراتب سیاستگذاری پولی»؛ اولاً استفاده از این ابزار ملاحظات و مقدماتی دارد و ثانیاً استفاده از این ابزار به‌عنوان شرط لازم مدرن‌سازی سیاست پولی یا هم‌زاد و پیش‌نیاز استفاده از عملیات بازار باز قلمداد نمی‌شود. به‌عبارت دیگر صرف‌نظر از استفاده یا عدم استفاده ابزار نرخ بهره بین بانکی و هدفگذاری برای آن، می‌توان از عملیات بازار باز برای تحقق اهداف نهایی سیاست پولی استفاده کرد. در این بخش با بررسی چگونگی انتقال نرخ بهره بین بانکی به سایر نرخ‌ها و تقاضای کل؛ ملاحظاتی در مورد انتخاب ابزار سیاست پولی مطرح می‌شود.

۳-۱-۱. انتقال تغییرات نرخ بهره بین بانکی به سایر نرخ‌ها

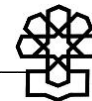
مطابق با مطالب طرح شده، امروزه عملیات پولی بسیاری از بانک‌های مرکزی، با هدف‌گذاری بر روی نرخ بازار بین بانکی و تزریق ذخایر لازم به شبکه بانکی از طریق عملیات بازار باز انجام می‌شود. به‌نظر می‌رسد با کمی مسامحه در ایران از تزریق ذخایر از سوی بانک مرکزی به‌عنوان دخالت در بازار بین بانکی یاد می‌شود. در کشورهای پیشرفته، کاهش نرخ در بازار بین بانکی ناشی از این عملیات به سرعت به بازارهای مالی مختلف سرایت می‌کند و نتیجه آن تغییر نرخ در (تقریباً) همه بازارهاست.^۱ این امر در نمودار ۱ برای اقتصاد آمریکا نشان داده شده است. اما برای بهره‌گیری از این ابزار به‌عنوان هدف بانک مرکزی، بررسی سازوکار انتقال این نرخ به بازارهای مختلف از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

۱. امروزه برخی اقتصاددانان با اشاره به اهمیت اثر انتظارات آحاد اقتصادی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌های جوامع امروزی، معتقدند به‌علت اعتبار بالای بانک‌های مرکزی این کشورها، به محض اعلام هدف سیاستی توسط بانک مرکزی، این نرخ‌ها در بازارهای مالی مختلف منتشر می‌شوند.

نمودار ۱. روند انتقال نرخ بهره بین بانکی به سایر نرخ‌های بهره در آمریکا



به نظر می‌رسد حداقل سه سازوکار را می‌توان مبنای این سرایت نرخ دانست. اول اینکه وجود بازار اوراق نقد در سرسیدهای مختلف و گسترده، عملاً سبب دارایی بانک مرکزی، بانک‌ها، نهادهای مالی، بنگاه‌های اقتصادی و حتی خانوارها را به یکدیگر پیوند می‌دهد. این سازوکار در حقیقت ناظر به این واقعیت است که بازار اوراق، عملاً مدیر مالی بانک‌ها و بنگاه‌ها را در معرض انتخاب نسبتاً شبیه به هم قرار می‌دهد. برای مثال مدیر مالی یک بنگاه اقتصادی برای مدیریت نقدینگی خود حداقل دو انتخاب - یعنی اوراق خزانه و سپرده بانکی - پیش‌روی خود دارد و این تصمیم برای بانک‌ها به صورت انتخاب (حداقل) بین نگهداری ذخایر و اوراق خزانه است. شایان ذکر است هرچند ممکن است خانوارهای یک اقتصاد به دلیل دارا نبودن تخصص کافی از ورود مستقیم به بازارهای مالی اجتناب کنند، اما در بسیاری از کشورها در بازارهای مالی، مدیران حرفه‌ای و نهادهای واسطی مثل صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود دارند که امکان برقراری ارتباط غیرمستقیم سبد دارایی‌های خانوار با بازار اوراق خزانه را به وجود می‌آورند. علاوه بر بازار اوراق خزانه دولتی، وجود بازارهای مالی گسترده و کارا در کشورهای مختلف دنیا، ارتباطات بین (نرخ دارایی‌های مالی موجود در) سبد آحاد اقتصادی مختلف را تقویت می‌کند. لذا عملاً با ایجاد آربیتراژ بین نرخ‌ها به سرعت، مبنایی برای انتقال و سرایت تغییرات نرخ‌ها از یک بازار به نرخ‌های بازارهای مختلف دیگر ایجاد می‌شود.



باید توجه داشت که امکان انتقال نرخها از بازار بین بانکی به نرخ ابزارهای موجود در بازارهای مختلف، به برخی ویژگیهای این بازارهای مالی وابسته است. از جمله مهم‌ترین این ویژگیها میزان ریسکها و نقدشوندگی ابزارهای موجود در این بازارهای مالی و نیز درجه کارایی این بازارهاست. نقدشوندگی این بازارها به تعداد خریداران و فروشندگان این بازار یا ساختار عملیاتی فراهم‌کنندگان نقدینگی در این بازارها وابسته است. علاوه بر این هزینه انجام مبادله در این بازارها از جمله مواردی است که نقدشوندگی اوراق بهادار در بازارها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در بسیاری از کشورهای دنیا وجود صندوقهای سرمایه‌گذاری خودکار که بر مبنای الگوریتمهای مشخص از وجود آربیتراژ در بازارهای مالی کسب سود می‌کنند نقش مهمی در تقویت سازوکارهای از بین‌برنده آربیتراژ در بازارهای مالی برعهده دارند. در همین راستا مهارت بازیگران فعال در بازارها و نیز بلوغ دانشی و حرفه‌ای بازیگران نقش مهمی در کارایی این بازارها دارد.

ساعت کاری بازارهای مالی از دیگر مواردی است که میزان اقبال آحاد اقتصادی را به بازارهای مالی و ایجاد اشتراک در سبدهای دارایی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. پیوستگی ساعات کاری بازارهای مالی در کشورهای توسعه‌یافته، بازارهای مالی را طوری به یکدیگر پیوند داده است که اوراق بهادار این کشورها همواره قابل خرید و فروش است. به هر حال افزایش ساعات کاری و تسریع در فرایند تسویه در بازارهای مالی به طوری که آحاد اقتصادی بتوانند نیاز به نقدینگی خود را در طول مبادلات خود و در زمان مقتضی به سادگی به دست آورند از جمله شرایط لازم برای افزایش خریداران، فروشندگان و نهایتاً نقدینگی و کارایی این بازارهاست.^۱

دومین سازوکاری که به انتقال نرخهای بهره در بازارهای مالی کمک می‌کند نحوه قیمتگذاری داراییهای مالی در این بازارهاست. متناسب با ادبیات اقتصاد مالی سرمایه‌گذاران از هر دارایی مالی، میزانی از نرخ بهره را تقاضا می‌کنند که حداقل سه جزء را شامل می‌شود؛ این سه جزء عبارتند از: نرخ بهره بدون ریسک (بدون تفاوت در صرف زمانی)، نرخ تورم انتظاری و صرف ریسک. در بسیاری کشورها نرخ بهره بدون ریسک برای بازار پول و در سررسیدهای کوتاه‌مدت، نرخ بهره بازار بین بانکی است. این نرخ حداقل از سه منظر دارای ویژگیهایی است آن را مبنای دیگر معاملات قرار می‌دهد. اولاً این نرخ از این جهت بدون ریسک تلقی می‌شود که مؤسسات مالی بزرگ و دارای رتبه اعتباری بالا طرفین معامله در این بازار هستند. ثانیاً این نرخها، معمولاً نرخهای وجوه کوتاه‌مدتی (کوتاه‌مدت‌ترین نرخها معمولاً شبانه) است که معمولاً صرف زمانی ناچیزی دارد. ثالثاً اینکه بسیاری از مبادلات بازار بین بانکی به صورت

۱. به نظر می‌رسد این سازوکار انتقال نرخ بهره بین بانکی به سایر نرخها در اقتصاد ایران به‌طور نسبی فعال باشد، به این معنا که بانکهای دارای ذخایر مازاد، از امکان خرید اوراق نقدشونده دولتی پس از نهایی شدن تعدیلات لازم (کاهش زمان تسویه بازار از $2T+$ به تسویه روزانه) برخوردار خواهند بود و از این کانال نرخ بهره بین بانکی به نرخ اوراق دولتی سرایت خواهد کرد. تغییر نرخ بهره اوراق دولتی موجب تعدیل پورتهوی سرمایه‌گذاریها و تغییر نرخ بهره سایر اوراق مالی در اقتصاد خواهد گردید. لذا می‌توان انتظار داشت این مجرای سرایت در ایران به‌طور نسبی فعال باشد و ضروری است با بهبود سازوکارها و تعمیق و گسترش بازارهای مالی این کانال سرایت تقویت گردد.

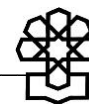
توافقنامه باز خرید (ریپو) انجام می‌شود که دارای اوراق مبنای معتبر و بسیار نقدشونده هستند. مبنا قرار گرفتن این اوراق در حضور بازارهای بسیار نقدشونده آنها، به معنای این است که در صورت وقوع نکول در ایفای تعهدات در این بازار، قرض‌دهنده از طریق فروش اوراق به سرعت می‌تواند نقدینگی مورد نیاز خود را تأمین کند. بر این مبنا وجوه این بازار، صرف ریسک نقدینگی یا صرف ریسک اعتباری بسیاری ناچیزی دارند.

مجموعه این ویژگی‌ها موجب می‌شود نرخ بازار بین بانکی یکی از بهترین گزینه‌ها برای انتخاب نرخ مبنا در قیمتگذاری دارایی‌ها باشد. البته در کشورهایی که بازار اوراق بهادار گسترده وجود دارد ممکن است نرخ اوراق دولتی نیز در کنار نرخ بازار بین بانکی، مبنای قیمتگذاری دارایی‌های دیگر قرار گیرد. حتی در این صورت نیز وجود آربیتراژهای مختلف بین بازار بین بانکی و بازار اوراق دولتی عملاً نرخ بازار اوراق دولتی نیز به نرخ بازار بین بانکی پیوند می‌خورد. مبنا قرار گرفتن این نرخ‌ها باعث می‌شود تغییرات این نرخ‌ها به سرعت در ارزیابی سرمایه‌گذاران از موقعیت‌های مختلف سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد و سریعاً اثر عملیات پولی در اقتصاد پخش شود. به عبارت دیگر در صورت وجود بازارهای مالی گسترده، بازارهای مختلف به دلیل روش‌های قیمتگذاری دارایی‌ها و رفتار سرمایه‌گذاران در این بازارها به گونه‌ای به هم متصل هستند که سازوکار انتقال نرخ‌های بهره از بازار بین بانکی به بازارهای سایر دارایی‌ها منتقل می‌شود.^۱

سومین دلیل انتقال تغییرات نرخ بهره از بازار بین بانکی به بازارهای دیگر - در کشورهایی که دارای بازارهای پیشرفته هستند - وجود قراردادهای موجود با نرخ‌های شناور است. البته به‌طور طبیعی نرخ بهره بین بانکی مهم‌ترین عامل مؤثر بر نرخ سود سپرده‌ها و تسهیلات بانکی در افتتاح قراردادهای جدید است اما تأثیرگذاری نرخ بین بانکی بر قراردادهای پیشین منوط به وجود قراردادهای شناور خواهد بود. در بسیاری از کشورها بسیاری از ابزارهای مالی و قراردادهای بانکی و مؤسسات اعتباری برای گریز از ریسک‌های نرخ بهره و ریسک نقدینگی به‌صورت شناور طراحی می‌شوند. در این قراردادها نرخ‌های شناور معمولاً به یک نرخ مبنا - در بسیاری موارد نرخ‌های بازار بین بانکی - متصل می‌شوند. برای مثال نرخ وام‌های رهنی و کارت‌های اعتباری معمولاً بر این مبنا تعیین می‌شوند.

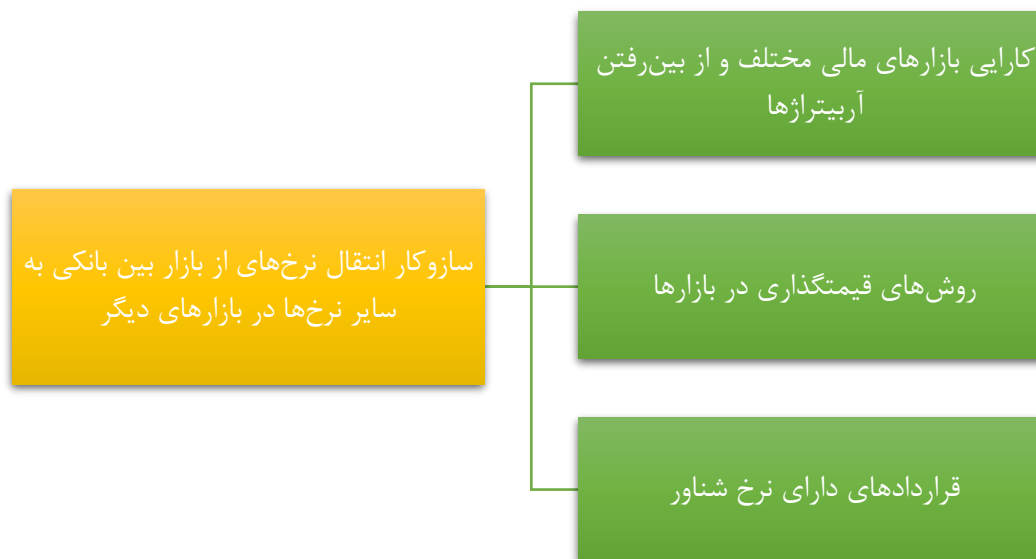
وجود این قراردادهای مالی باعث می‌شود نوعی فرایند تعدیل خودکار نیز در مورد نرخ‌ها در اقتصاد جاری باشد. وجود سازوکار تعدیل خودکار نرخ‌ها در کنار جانشینی مناسب بین ابزارهای متنوع پس‌انداز و تأمین مالی باعث می‌شود که آربیتراژهای بسیاری در بازارهای مالی پدید آید به‌طوری که تغییر نرخ‌ها

۱. فعال شدن این کانال سرایت نرخ بهره بین بانکی به سایر نرخ‌ها نیازمند لوازمی است که مهم‌ترین آن تعریف ضوابط معاملات بین بانکی از حیث وثائق به نحوی است که احتمال نکول مؤسسات اعتباری در معاملات مذکور به صفر برسد و در عمل نیز این نرخ به‌عنوان یک نرخ بدون ریسک در اقتصاد جا باز کند. حضور مؤسسات اعتباری دارای مشکلات مزمین نقدینگی و اضافه برداشت دائمی در بازار بین بانکی را می‌توان یکی از چالش‌های تبدیل نرخ بهره بین بانکی به نرخ بهره بدون ریسک تلقی کرد. حضور مؤسساتی که چشم‌انداز مثبتی برای بهبود وضعیت نقدینگی آنها در بازار وجود نداشته باشد و عملاً کسری ذخایر از یک پدیده تصادفی به یک رویه در آنها تبدیل شده باشد، موجب خواهد شد نرخ بین بانکی از جایگاه نرخ بهره بدون ریسک در اقتصاد فاصله بگیرد.



به سایر بازارهایی سرایت می‌کند که نرخ شناور نیز ندارند. این در حالی است که در ایران در کنار فقدان یا ضعف سازوکارهای سه‌گانه مذکور، در مواقعی شرایط ترازنامه‌ای شبکه بانکی و رقابت برای جذب سپرده و حتی امکان وجود تبانی در تعیین نرخ بازار سپرده و تسهیلات که نمونه آن را می‌توان در تصمیمات شورای‌های هماهنگی یا کانون‌های بانک‌ها و مؤسسات فعال در بازار پول دید، موجب می‌شود نتوان به سادگی به انتقال تغییرات نرخ سود بازار بین بانکی به نرخ سپرده‌ها و تسهیلات امیدوار بود. یکی از مهم‌ترین نکات در این حوزه، توجه به این واقعیت است که به‌نظر می‌رسد از نگاه مدیریت نقدینگی بانک‌ها در ایران به راحتی نمی‌توان بازار اوراق دولتی را جایگزین مناسبی برای بازار بین بانکی به‌شمار آورد. بازار اوراق دولتی در ایران، به‌عنوان بازاری نوپا شناخته می‌شود و هنوز بخشی از ساختارها و ویژگی‌های آن با شرایط مطلوب فاصله دارد، لذا برطرف نمودن این ضعف‌ها باید بیش از پیش مورد توجه قرار گیرد. معمولاً کشورهای موفق در زمینه توسعه بازارهای مالی، برنامه‌های جامع چندساله با چارچوب‌ها و هدفگذاری مشخص برای توسعه بازارهای خود تدوین و اجرا کرده‌اند. اگر چه بررسی تجارب این کشورها، خارج از موضوع این گزارش است لکن به‌صورت خلاصه باید عنوان کرد که تجارب این کشورها، نشان می‌دهد توسعه بازارهایی نظیر بازار اوراق دولتی نیازمند انجام اصلاحات نسبتاً وسیع در بسیاری از حوزه‌ها از جمله ساختارهای مدیریت بدهی و مدیریت نقدینگی دولت، اصلاح ساختار و بازیگران بازار اوراق دولتی و همچنین سازوکارهای انتشار اوراق و زیرساخت‌های مقرراتی و فنی بازار است.

شکل ۳. سازوکارهای انتقال نرخ‌های از بازار بین بانکی به سایر نرخ‌ها در بازارهای دیگر



۳-۱-۲. انتقال تغییرات نرخ بهره به تقاضای کل

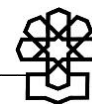
به‌طور کلی زمانی تغییرات نرخ بهره می‌تواند به تقاضای کل منتقل شود که بازارهای مالی شرایط لازم برای سازوکار انتقال تغییرات نرخ بهره به تقاضای کل را نیز فراهم کنند.

تا پیش از بحران ۲۰۰۸ سازوکار مرسوم مورد توجه بانکداران مرکزی در دو قالب نرخ بهره و نرخ ارز دسته‌بندی می‌شد. به صورت معمول تا پیش از وقوع بحران مالی اخیر، در مدل‌های مورد استفاده بانک‌های مرکزی، ساده‌سازی‌های بسیاری وجود داشت؛ برای مثال هر چند این مدل‌ها چسبندگی اسمی قیمت‌ها را در نظر می‌گرفتند، اما در این مدل‌ها از اصطکاک‌های مالی و نیز رفتار آبخاری نرخ بهره در اقتصاد صرف‌نظر می‌شد. به عبارتی فرض کامل بودن بازارهای اعتبار و بدیهی انگاشتن انتقال آبخاری نرخ‌های بهره نقش مهمی در این مدل‌ها ایفا می‌کرد. در همین راستا تغییر نرخ‌های سیاستی مستقیماً بر مسئله تصمیم بین دوره‌ای خانوارها برای مصرف تأثیر می‌گذاشت و موجب تغییر تقاضای کل اقتصاد می‌شد. از طرف دیگر این تغییرات نرخ بهره در قالب مدل‌های اقتصاد باز کوچک - که جریان آزاد سرمایه را بین کشورها مفروض می‌پندارند - از طریق روابطی به نرخ‌های ارز کشورها منتقل می‌شود. این فرض جریان آزاد سرمایه عموماً در روابطی همچون نرخ برابری بهره پوشش داده نشده^۱ و نرخ برابری بهره پوشش داده شده^۲ تجلی پیدا می‌کند.

در مقابل توضیحات فوق در خصوص سازوکار انتقال تغییرات نرخ بهره بین بانکی به تقاضای کل، محدودیت‌هایی برای سازوکار انتقال تغییرات نرخ بهره به تقاضای کل اقتصاد در کتب و مقالات اقتصادی بیان می‌شود. جیره‌بندی اعتبار^۳ اولین محدودیتی است که باعث می‌شود نرخ بهره تسویه‌کننده عرضه و تقاضای بازار نباشد، بلکه این نرخ بسته به انتظارات عرضه‌کنندگان اعتبار از درآمد آتی خود ناشی از اعطای تسهیلات تعیین شود. در صورت وجود جیره‌بندی اعتبارات، این تنها نرخ‌ها نیستند که تقاضای کل را تحت تأثیر قرار می‌دهند، بلکه مهم‌تر از نرخ‌ها، حجم تسهیلات، تقاضای کل را تحت تأثیر قرار می‌دهد. برخی تحقیقات و نظرسنجی‌ها شواهدی بر وجود جیره‌بندی اعتبار در ایران و سایر کشورها ارائه می‌کنند.

دومین محدودیت در مسیر انتقال تغییرات نرخ بهره به تقاضای کل، مسئله دسترسی به اعتبار و ادبیات نظری مشارکت در بازار دارایی^۴ است. در این حوزه با افزایش محرومیت از اعتبار و نیز کاهش مشارکت در بازار دارایی‌ها می‌توان انتظار داشت تغییرات نرخ بهره بر تقاضای کل اقتصاد اثر کمتری بگذارد. سومین و چهارمین محدودیت در مسیر انتقال تغییرات نرخ بهره به تقاضای کل، نبود جریان آزاد سرمایه و نیز کشش‌پذیری پایین تقاضای واردات نسبت به نرخ ارز است. در صورتی که جریان آزاد سرمایه در اقتصاد وجود نداشته باشد رابطه نرخ بهره پوشش داده شده و نرخ بهره پوشش داده نشده در اقتصاد برقرار نخواهد بود و در نتیجه رابطه نرخ ارز با نرخ بهره تضعیف خواهد شد. از طرف دیگر اگر واردات یک کشور عمدتاً کالاهای ضروری، کالاهای با تکنولوژی بالا و نیز کالاهایی باشند که جانشین

-
1. Uncovered Interest Parity (UIP)
 2. Covered Interest Parity
 3. Credit Rationing
 4. Asset Market Limited Participation



مناسبی در اقتصاد داخلی ندارند، انتظار می‌رود سازوکار انتقال تغییرات نرخ بهره به تقاضای کل از طریق نرخ ارز به خوبی محقق نشود.

توضیحات فوق برخی چالش‌هایی را نشان می‌دهد که بسیاری از کشورها از جمله کشورهای درحال توسعه نظیر ایران در استفاده از نرخ بهره به‌عنوان ابزار سیاست پولی با آن روبه‌رو هستند و بر این مبنا می‌توان انتظار داشت این موارد سازوکار انتقال تغییرات نرخ بهره به تقاضای کل را در اقتصاد ایران تضعیف کنند. مباحث فوق نشان می‌دهد انتقال تغییرات نرخ بهره بین بانکی به سایر نرخ‌ها و تقاضای کل نیازمند وجود بسترها و فعال بودن سازوکارهایی است که نقصان‌هایی مبنی بر وجود یا کفایت آنها در اقتصاد ایران وجود دارد. بر این اساس برای افزایش اثرگذاری استفاده از این ابزار در ایران باید این نقصان‌ها و کمبودها را مرتفع کرد. لذا استفاده از نرخ بهره به‌عنوان ابزار سیاست پولی منوط به دستیابی به شواهد کافی منبث از تحقیقات تجربی مبنی بر برتری نرخ بهره به‌عنوان ابزار سیاست پولی است. البته باید تأکید کرد که چنانچه در بخش‌های قبلی نیز بیان شد استفاده از عملیات بازار باز مشروط به استفاده از ابزار هدفگذاری نرخ بهره به‌عنوان ابزار سیاست پولی نیست.

۳-۲. عوامل ساختاری تزریق ذخایر

در بخش‌های قبل عنوان شد که عملیات بازار باز در حقیقت بر مدیریت ذخایر در سطح کل شبکه بانکی متکی است. بر این اساس انتظار می‌رود وجود عواملی در درون و بیرون شبکه بانکی که باعث انفعال بانک مرکزی در زمینه مدیریت این ذخایر می‌شوند، مشکلات عدیده‌ای برای بانک مرکزی در زمینه استفاده از عملیات بازار باز ایجاد کنند. این بخش ذیل دو زیرعنوان - یعنی سلطه مالی و دیگری ضعف‌های شبکه بانکی - به مهم‌ترین عواملی می‌پردازد که می‌توانند به‌صورت ساختاری منجر به تزریق ذخایر در شبکه بانکی شوند.

۳-۲-۱. سلطه مالی

سلطه مالی حوزه‌ای از ادبیات اقتصادی است که بر انفعال سیاستگذار پولی در برابر درخواست دولت برای تأمین کسری بودجه و یا تکالیف مشخص از طرف دولت تأکید دارد. با توجه به ویژگی‌های اقتصاد ایران، مباحث مربوط به سلطه مالی از جمله موضوعات شناخته شده به‌شمار می‌رود و تحقیقات بسیاری ابعاد مختلف این مسئله را بررسی کرده‌اند.

در شرایط فعلی استقراض مستقیم دولت از بانک مرکزی ممنوع است، اما تکالیف دولتی عمدتاً به‌صورت مستقیم از طریق اعطای خطوط اعتباری به بانک‌ها (و در برخی موارد حتی شرکت‌های دولتی با مجوزهای موردی) برای مقاصد مشخص یا به‌صورت غیرمستقیم از طریق اضافه برداشت بانک‌هایی که تکالیف دولتی را انجام داده‌اند صورت می‌پذیرد.

صرفنظر از تحلیل ابعاد و آثار مختلفی که چنین تکالیفی برای اقتصاد کشور به همراه دارد و از حوزه مباحث این گزارش خارج است، باید به این نکته توجه داشت که چنین تکالیفی عموماً به تبع خود افزایش پایه پولی و تزریق ذخایر به شبکه بانکی را به همراه دارند و مشکلات زیادی برای انجام عملیات بازار باز بانک مرکزی ایجاد می‌کنند. در حقیقت در مواجهه با این شرایط، جهت عملیات بازار باز عمدتاً براساس ضرورت خنثی‌سازی ذخایر تزریق شده تعیین می‌شود.

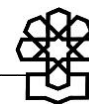
در مورد امکان خنثی‌سازی آثار تکالیف مذکور با استفاده از عملیات بازار باز نیز دو مانع قابل شناسایی است. اولین مانع، عمق بازار بدهی دولت به نسبت حجم عملیاتی بانک مرکزی است (ر.ک. به بخش «۲-۳-۳ عدم توسعه‌یافتگی بازارهای اوراق بهادار»). دومین مانع، فشارهای سیاسی مورد انتظاری هستند که در صورت فروش مداوم اوراق دولت توسط بانک مرکزی (با هدف خنثی‌سازی) و در نتیجه افزایش نرخ اوراق دولتی در بازار به بانک مرکزی وارد می‌شود تا چنین عملیاتی را متوقف کند. عدم پیروی از قاعده مالی از سوی دولت و عدم استقلال بانک مرکزی از دولت در چارچوب قوانین و مقررات کنونی از جمله عواملی است که باعث می‌شود عملیات بازار باز از کارویژه خود یعنی ابزار سیاست پولی منحرف شود و عملاً اثرگذاری مورد انتظار در تحقق اهداف سیاست پولی را نداشته باشد.

توجه به این نکته نیز ضروری است که تجربه برخی کشورها نشان می‌دهد دولت‌ها بعضاً تمایل دارند به جای استقراض مستقیم از بانک مرکزی و پذیرش هزینه‌های بالای سیاسی چنین استقراضی، به صورت غیرمستقیم اوراق بدهی خود را به بانک مرکزی تحمیل کنند. در این راستا مواردی همچون ایجاد تکلیف برای انجام عملیات بازار باز بانک مرکزی در بازار اوراق بدهی دولتی یا تحمیل وثیقه‌گیری اوراق دولتی برای مبادلات با بانک‌ها - علی‌رغم آثار مثبتی که می‌توان برای این تکالیف برشمرد - می‌توانند به محملی برای تحمیل شدن بدهی‌های دولت به بانک مرکزی مبدل شوند. بر این مبنا، انجام اصلاحات مربوطه در خصوص وثیقه‌گیری اوراق دولتی در مبادلات بانک‌ها و یا انجام عملیات بازار باز را باید به صلاحدید بانک مرکزی واگذار گردد تا بتواند فارغ از فشارهای سیاسی، عملیات بازار باز و اصلاح مبادلات بانک‌ها را اجرایی نماید.

۲-۳-۳. ضعف‌های شبکه بانکی

مطابق با آنچه که در بخش‌های قبلی ذکر شد در یک نگاه کلی می‌توان گفت معماری نظام بانکی مدرن بر مبنای نظام بانکی دو رکنی^۱ - یعنی تفکیک بانک مرکزی و سایر بانک‌ها، اعم از تجاری و غیرتجاری - بنا شده است. در نظام بانکی مدرن، این دو رکن با یکدیگر دارای تعامل‌هایی هستند که می‌توانند مشکلات مهمی برای اجرای عملیات بازار باز ایجاد کنند.

۱. در ادبیات اقتصادی نظام بانکی دوگانه به تفکیک بانک‌های ایالتی و بانک‌های ملی اشاره دارد اما در این جا لفظ دورکنی برای تفکیک تفکیک بانک مرکزی و سایر بانک‌ها، استفاده شده است.



در یک شبکه بانکی نسبتاً کارآمد، انجام مبادلات بین بانکی (از طریق ذخایر) با نظارت و مدیریت بانک مرکزی، باعث می‌شود تنها بخشی از نیازهای موقت شبکه بانکی توسط تسهیلات بانک مرکزی تأمین شود. در حقیقت هر چند نظام نظارت بانکی از بانک‌ها، مدیریت ریسک نقدینگی را مطالبه می‌کند، اما این مدیریت ریسک نقدینگی به معنای پیش‌بینی همه نیازهای نقدینگی یا تکانه‌های اقتصاد نیست، بلکه بنا به تحولات صورت گرفته در بخش حقیقی و بخش دولتی، تغییراتی در نیاز بانک‌ها به ذخایر ایجاد می‌شود و از آنجا که بانک مرکزی نیز به مدیریت تکانه‌ها و نیازهای کل شبکه بانکی توجه دارد، انتظار می‌رود نیاز بانک‌ها به‌طور معمول از طریق فروش دارایی‌های نقد، مبادله وجوه بازار بین بانکی و سایر ابزارها تأمین شود. اما در صورتی که به هر دلیلی یک بانک نتواند نیاز موقت خود به ذخایر را از سایر راه‌ها تأمین کند بانک مرکزی به‌طور خاص و به‌صورت موقت این نیاز را تأمین می‌کند.

در مقابل، در یک نظام بانکی غیرکارآمد می‌توان ضعف‌های مهمی را شناسایی کرد که می‌تواند موجب افزایش رجوع بانک‌ها به بانک مرکزی شوند. اگر شبکه بانکی به‌علت عدم به‌کارگیری چارچوب‌های مدیریت ریسک کارآمد، نتواند نیاز خود به ذخایر و ریسک مربوط به آن را مدیریت کند این امکان بالقوه وجود دارد که رجوع بیش از حد به منابع بانک مرکزی رخ دهد. علاوه بر مدیریت ریسک نقدینگی، مدیریت ریسک اعتباری مشتریان نیز می‌تواند از جمله ضعف‌هایی باشد که به‌صورت بالقوه رجوع به بانک مرکزی را افزایش دهد، زیرا مدیریت ریسک اعتباری میزان تسهیلات غیرجاری و گردش وجوه در بانک را تحت تأثیر قرار می‌دهد. نمود بارز افزایش اضافه برداشت از بانک مرکزی به‌علت عدم مدیریت ریسک اعتباری را در تجارب بسیاری از کشورهای مداراکننده با ضعف‌های ترازنامه‌ای شبکه بانکی می‌توان دید. شایان ذکر است ضعف‌های مربوط به ساختار بازارهای مالی نیز از دیگر عوامل تأثیرگذار بر مدیریت ریسک نقدینگی و رجوع بانک‌ها به بانک مرکزی هستند. در حقیقت در یک نظام بانکی کارآمد، بازار وجوه بین بانکی یکی از ابزارهای لازم برای مدیریت نیازهای کوتاه‌مدت بانک‌ها به ذخایر را فراهم می‌کند. بر این مبنا عدم توسعه یافتگی بازار بین بانکی به‌عنوان یک محدودیت در مسیر رفع نیاز بانک‌ها، رجوع مستقیم بانک‌ها به بانک مرکزی را افزایش می‌دهد. همچنین عدم دسترسی بانک‌ها به بازار اوراق بهادار با نقدشوندگی بالا می‌تواند امکان مدیریت صحیح ریسک نقدینگی را با محدودیت روبه‌رو کند.

مجموعه این تحلیل‌ها نشان می‌دهد در صورتی که بانک‌های فعال در شبکه بانکی به‌دلیل عدم مدیریت ریسک نقدینگی و اعتباری - ناشی از عدم توسعه یافتگی دانش فنی، آشنا نبودن به استانداردهای روز و ... - و یا وجود محدودیت‌های دیگر مانند نبود بازار بین بانکی عمیق یا بازار اوراق نقد و یا حتی وضعیت نامناسب ترازنامه‌ای، در عمل مدیریت نقدینگی صحیحی نداشته باشند، رشد مزمین پایه پولی ناشی از بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی امری طبیعی به‌شمار می‌رود.

علاوه بر این موارد یکی دیگر از سازوکارهای اثرگذاری شبکه بانکی بر کیفیت اجرای عملیات مدیریت ذخایر توسط بانک مرکزی، اقتضانات مربوط به وظیفه آخرین قرض‌دهندگی است. اینکه بانک مرکزی

عهده‌دار وظیفه آخرین قرض‌دهنده است بدین معناست که انتظار می‌رود بانک مرکزی تنها در موارد بسیار ویژه - که نظام مالی با خطر سیستمی مواجه است - موقتاً از هدف ثبات سطح عمومی قیمت‌ها - به‌عنوان هدف اصلی سیاست پولی - به نفع ثبات نظام مالی صرف‌نظر کند^۱ و به تأمین ذخایر مورد نیاز به‌صورت اضطراری برای مؤسسات مالی در این شرایط بپردازد.

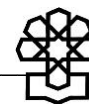
تجربه بحران‌های مالی -به‌ویژه بحران ۲۰۰۸- به خوبی نشان می‌دهد مقررات‌گذاری و نظارت در بخش مالی و نیز اعمال سیاست‌های احتیاطی کلان در تأمین ثبات بخش مالی نقش بسیار مهمی دارند، لذا تأمین ذخایر مورد نیاز ناشی از وظیفه آخرین قرض‌دهندگی نمی‌تواند و نباید تنها ابزار یا اولین ابزار برای حفظ ثبات بخش مالی باشد. در هر حال در صورتی که مجموعه اقدامات لازم برای تأمین ثبات بخش مالی -اعم از مقررات‌گذاری و نظارت در بخش مالی، اعمال سیاست‌های احتیاطی کلان - به خوبی طراحی نشود مدیریت ترازنامه بانک مرکزی (پایه پولی) در سایه هزینه‌های سنگین بی‌ثباتی بخش مالی به هدفی درجه دوم تبدیل خواهد شد.

شایان ذکر است هرچند نمی‌توان این واقعیت را انکار کرد که وظیفه آخرین قرض‌دهندگی مربوط به کمبود ذخایر کوتاه‌مدت بانک است، اما در شرایطی، ابعاد ضعف‌هایی که می‌تواند منجر به انفعال سیاستگذار پولی شود از کمبود ذخایر کوتاه‌مدت بانک‌ها، می‌تواند فراتر رود و به یک رویه معمول تبدیل شود. برای مثال اگر کشوری از سازوکارهای قانونی و اجرایی لازم برای طی کردن فرایندهای ورشکستگی،

۱. در بخشی از ادبیات بر تعارض بین این دو هدف تأکید نمی‌شود، بلکه بی‌ثباتی مالی را به‌عنوان عامل بر هم‌زننده ثبات قیمتی مطرح می‌کنند. از آنجا که ثبات قیمتی در عمل به‌صورت تورم کم و باثبات (مثلاً ۱ تا ۳ درصد) تعبیر می‌شود، لذا هم افزایش و هم کاهش تورم بد تلقی می‌شود. بر این مبنا در بیانی دقیق‌تر باید گفت معمولاً در کشورهای توسعه‌یافته -که انتظارات تورمی به خوبی لنگر شده‌اند و ساختار نهادی مناسبی بر اقتصاد حاکم است- زمانی که نظام مالی با ریسک سیستمی مواجه می‌شود، معمولاً به‌دلیل سرایت تبعات بحران مالی به بخش حقیقی، تقاضای کل کاهش می‌یابد، لذا در این شرایط معمولاً امکان بروز تورم سمت تقاضا (مثلاً افزایش تورم به نرخ‌های بالاتر از ۳) در اقتصاد مطرح نیست و دنبال کردن ثبات بخش مالی تعارضی با دنبال کردن ثبات قیمتی -به معنای جلوگیری از تورم بالا- ندارد، هرچند که ممکن است ناشی از کاهش تقاضای کل، ثبات قیمتی -به معنای جلوگیری از بروز تورم منفی- در معرض خطر قرار گیرد. برای مثال این پدیده در بحران ۲۰۰۸ مشاهده شد به‌طوری که بسیاری از کشورها با احتمال منفی شدن تورم روبه‌رو شدند. شایان ذکر است در این صورت کمک سیاستگذار پولی به ثبات مالی از طریق تأمین نقدینگی اضطراری می‌تواند به ثبات قیمتی و مبارزه با تورم منفی نیز کمک کند.

تجربه برخی کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد اهمیت بخش مالی به‌ویژه شبکه بانکی و ضعف ساختار نهادی در این کشورها موجب می‌شود بانک‌های مرکزی به ناچار ثبات بخش مالی را بر ثبات قیمتی ترجیح دهند. اهمیت ویژه نظام بانکی در این کشورها عمدتاً به بانک‌محور و وابستگی اقتصاد کشورهای در حال توسعه به بانک برمی‌گردد. در این شرایط هزینه پذیرش ورشکستگی یک یا چند بانک در اقتصاد و سرایت این ورشکستگی به بانک‌های دیگر می‌تواند برای بانک مرکزی آنچنان زیاد باشد که در عمل نظام بانکی ناسالم در این کشورها سیاست پولی را در مقابل ضعف‌های خود منفعل کند. در این صورت به‌دلیل بروز تفوق بخش مالی بر سیاست پولی، دستیابی به هدف ثبات قیمت در مقابل ثبات نظام بانکی به موضوعی حاشیه‌ای تبدیل می‌شود.

برای مثال تجربه کشور ترکیه نشان می‌دهد بانک مرکزی ترکیه در دهه ۱۹۹۰ میلادی منفعلانه به نوسانات بخش بانکی و بخش عمومی پاسخ می‌داد و در نتیجه تورم ترکیه در این دهه همواره بالای ۲۵ درصد بود. این ضعف‌ها در سال ۲۰۰۱ منجر به بحران فراگیری در نظام بانکی ترکیه شد، که با دخالت صندوق بین‌المللی پول و اصلاحات عمیق قانونی و ساختاری این بحران خاتمه یافت. برخی از این اقدامات که در بازسازی نظام بانکی ترکیه انجام شد عبارتند از: تجدید ساختار بانک‌های عمومی (افزایش سرمایه، رفع ضرر تسهیلات تکلیفی، ادغام برخی بانک‌ها، کاهش تعداد شعب و کارکنان و خصوصی سازی برخی بانک‌ها)، حل مشکلات بانک‌های تحت کنترل بیمه سپرده (مدیریت بانک‌های لغو امتیاز شده، افزایش سرمایه، پشتیبانی نقدینگی و رفع بدهی‌های جریمه‌دار بانک‌های آسیب‌دیده)، دستیابی به ساختار مناسب بانک‌های خصوصی (ایجاد انگیزه‌های مالیاتی برای ادغام بانک‌ها و مؤسسات و حل مشکل مطالبات غیرجاری با تأسیس یک شرکت مدیریت دارایی) و بازسازی نظام نظارت بانکی (یکسان‌سازی تعاریف و استانداردهای داخلی با استانداردهای نظارتی اتحادیه اروپا، تعیین و تغییر رویکرد و نحوه محاسبه ریسک و کفایت سرمایه، الزام استفاده از مدل‌های ارزیابی ریسک و تقویت نظارت درونی).



حل و فصل^۱ و بازسازی بانک‌ها یا شبکه‌های ایمنی کارآمد (بیمه سپرده و...) برخوردار نباشد، در این صورت نیز می‌توان پذیرفت که احتمال دارد سیاستگذار پولی به‌علت اهمیت ثبات مالی و جایگاه حساس بانک‌ها در این بخش مالی بپذیرد به هزینه از دست رفتن کنترل ترازنامه خود، از ورشکستگی و حل و فصل بانک‌ها دوری کند. این عدم تمایل به ورشکستگی، حل و فصل و بازسازی بانک‌های مشکل‌دار حتی در شرایطی دیگری نیز محتمل است، زیرا اگر مقام ناظر به موجب زیرساخت‌های قانونی و اجرایی توانایی انجام نظارت دقیق و اعمال اقدامات اصلاحی سریع^۲ در بانک‌ها را نداشته باشد، انفعال سیاستگذار پولی در مقابل ضعف‌های نظام بانکی از طریق اعطای مداوم ذخایر به بانک‌های پرریسک ادامه خواهد داشت. تا بدین‌جا بررسی سازوکارهایی نظیر عدم مدیریت مؤثر ریسک نقدینگی در شبکه بانکی و وظیفه آخرین قرض‌دهندگی نشان داد که برخی ضعف‌های موجود در نظام بانکی به‌صورت بالقوه می‌تواند توان مدیریت فعالانه بانک‌های مرکزی بر ترازنامه خود (پایه پولی) را از بین ببرند یا به‌عبارت دیگر بانک مرکزی را در معرض بروز تفوق بخش مالی^۳ (سلطه بخش مالی بر بانک مرکزی)^۴ قرار دهد. بر این اساس به‌دلایلی مشابه با دلایل مطرح شده در مورد سلطه مالی (بودجه‌ای) در بخش قبل؛ می‌توان اذعان داشت که تفوق بخش مالی نیز می‌تواند به عدم موفقیت مدیریت ذخایر (پایه پولی) از سوی بانک مرکزی منجر شود. بر این اساس اصلاح بسترهای مربوط به رابطه میان بانک مرکزی با بانک‌ها به‌منظور احیای اقتدار بانک مرکزی در تعامل با آنها که با تقویت ابزارهای نظارتی و تنبیهی و سازوکارهای مربوطه به ورشکستگی و حل و فصل بانک‌های مشکل‌دار ممکن می‌شود، یکی از الزامات اجرای بهینه عملیات بازار باز است.

۳-۳. ویژگی‌های بازارهای مالی در ایران

چنانچه گفته شد امروزه تعداد زیادی از بانک‌های مرکزی - در کشورهای توسعه‌یافته و کشورهای در حال توسعه - عملیات بازار باز را مبنای اعمال سیاست پولی خود قرار داده‌اند. تکیه بر عملیات بازار باز نشان می‌دهد بازارهای مالی برای یک سیاستگذار پولی جایگاه ویژه‌ای دارند، زیرا بستر عملیاتی سیاستگذار پولی را مهیا می‌کنند. در حقیقت بسترهای عملیاتی سیاست پولی بخشی از بازارهای مالی - یعنی بازار بین بانکی و بازار اوراق - هستند که میز عملیاتی بانک مرکزی، عملیات پولی خود را براساس هدفگذاری یا خرید و فروش اوراق در آنها انجام می‌دهد.

توضیحات بالا بدین معناست که یکی از ملزومات انجام مدیریت ذخایر (پایه پولی) مؤثر توسط بانک مرکزی، در دسترس بودن بسترهای عملیاتی مناسب برای بانک مرکزی است. به‌طور مشخص‌تر لازمه

1. Resolution

2. Prompt Corrective Action

3. Financial Dominance

۴. عبارت Financial Dominance به‌منظور ایجاد تمایز لازم با پدیده سلطه مالی (Fiscal Dominance) به تفوق بخش مالی ترجمه شده است.

امکانپذیری عملیات بازار باز وجود چند بازار مالی توسعه‌یافته و دارای تعامل متقابل است. بازار وجوه بین بانکی و بازار اوراق دولتی مهم‌ترین این بازارها هستند. از یک سو تغییرات حجم مبادلات و نرخ‌های بازار بین بانکی مبنایی برای شناسایی وضعیت بازار را در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهد و از سوی دیگر عمق بازارهایی که عملیات بازار باز در آنها انجام می‌شود (بازار اوراق قرضه یا بازار ریپو^۱) امکان خرید و فروش را تا رسیدن به حجم ذخایر کل هدف بانک مرکزی فراهم می‌کنند.

چنانچه در ادامه خواهیم دید در صورتی که بانک مرکزی ایران بخواهد عملیات بازار باز را مبنای عملیات تأمین ذخایر خود قرار دهد با دشواری‌هایی در بازارهای مالی روبه‌رو خواهد شد. این دشواری‌ها را می‌توان حداقل در دو حوزه دسته‌بندی کرد. این دو حوزه عبارتند از: عدم توسعه‌یافتگی بازار بین بانکی و عدم توسعه‌یافتگی بازارهای اوراق مبنای مناسب^۲ برای اجرای عملیات بازار باز.

پس از بررسی موضوعات فوق، فراز نهایی این بخش به‌صورت خلاصه یک الگوی قابل قبول در مورد ساختار بازار اوراق دولت در کشورهای مختلف را معرفی می‌کند که می‌تواند از زاویه‌ای دیگر برخی کاستی‌های بازارهای مالی ایران برای پشتیبانی از عملیات بازار باز را نشان بدهد.

۱-۳-۳. عدم توسعه‌یافتگی بازار بین بانکی

بازار بین بانکی در ایران در سال ۱۳۸۷ آغاز به‌کار کرد و علی‌رغم اینکه حجم و تعداد معاملات آن در سال‌های اخیر رشد مناسبی داشته است اما به‌نظر می‌رسد هنوز این بازار نسبت به وضعیت مطلوب برای پشتیبانی از عملیات پولی فاصله زیادی دارد. باید توجه داشت که در شرایطی که بازار و نرخ‌های آن با تغییرات تقاضا یا عرضه یک یا چند بازیگر بازار شدیداً تغییر می‌کند، نرخ‌های این بازار نمی‌تواند مبنای مناسبی برای جهت‌دهی به سیاست پولی باشد.

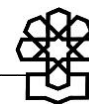
بازار بین بانکی در ایران به‌شدت می‌تواند در معرض تغییرات عرضه و تقاضای بانک‌های بزرگ و یا تفکیک بازار وجوه (مبادلات) بانک‌های خصوصی و دولتی باشد. هرچند به‌دلیل در اختیار نداشتن آمار دقیق نمی‌توان اطلاعات دقیق‌تری در مورد این بازار ارائه کرد اما به‌نظر می‌رسد تعمیق بازار بین بانکی در ایران برای فراهم کردن ذخایر لازم برای شبکه بانکی و بسترسازی برای عملیات سیاست پولی ضروری باشد.

علاوه بر موارد فوق، برخی محدودیت‌های ابزاری نیز در بازار بین بانکی ایران نیز وجود دارد. مهم‌ترین ابزارهای مورد استفاده در بازار بین بانکی عموماً ریپو و قرض‌دهی مستقیم (تودیع سپرده) هستند. در بازار بین بانکی به‌علت اعتبار بالای بانک‌ها نزد یکدیگر وجوه استقراری عموماً بدون وثیقه و حتی بدون قرارداد رسمی منتقل می‌شوند، اما در این حالت به‌علت وثیقه‌دار نبودن^۳ امکان نکول قرض‌گیرنده -

1. Repo

۲. این اوراق در سایر کشورها به‌ویژه در شرایط عادی اقتصادی عمدتاً اوراق قرضه دولتی هستند که ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری کمی دارند.

3. Unsecured



هرچند کم- وجود دارد. در صورتی که بانک‌ها بخواهند از ریسک نکول قرض‌گیرنده‌هایی یابند، در مقابل قرض‌دهی وجوه خود، از قرض‌گیرنده اوراق بهادار نقدشونده‌ای به‌عنوان وثیقه می‌گیرند. این واقعیت نشان می‌دهد وجود امکان وثیقه‌گیری اوراق بهادار (از منظر قانونی، بخشنامه‌ای و اجرایی) و نیز وجود داشتن اوراق بهاداری که دارای بازار نقدشونده دارند در حضور ریسک نکول نقش مهمی بر توسعه معاملات این بازار دارند. شایان ذکر است به‌طور خاص کشورهای اسلامی نیز در راستای توسعه برای بازار بین بانکی ابزارهایی سازگار با ضوابط شریعت برای تودیع سپرده در این بازار طراحی کرده‌اند.

۲-۳-۳. عدم توسعه یافتگی بازارهای اوراق بهادار

در حوزه دوم نیز به‌نظر می‌رسد بانک مرکزی در ایران برای اجرای عملیات بازار باز با مشکل عدم توسعه یافتگی بازارهای اوراق مبنا (اوراق دولتی) نیز روبه‌رو است. البته توسعه یافتگی این بازار با فعالیت بانک مرکزی و بانک‌ها در این بازار رابطه‌ای دوسویه دارد. به‌عبارت دیگر توسعه نیافتگی بازار اوراق دولتی می‌تواند مانعی در اجرای عملیات بازار باز و مدیریت نقدینگی بانک‌ها با استفاده از این اوراق به‌شمار آید و این در حالی است که فعالیت بانک مرکزی و بانک‌ها در این بازار می‌تواند به توسعه این بازار کمک کند. یکی از ویژگی‌های منحصر به فرد عملیات بازار باز معکوس‌پذیری^۱ این عملیات است که موجب افزایش اهمیت و جذابیت این عملیات در بین سیاستگذاران پولی شده است. این مسئله در بعد عملیاتی اهمیت بسیاری دارد، زیرا میز عملیاتی بانک مرکزی برای دستیابی به هدف عملیاتی خود نیازمند تنظیم دقیق ذخایر شبکه بانکی است. از این‌رو عملیات بازار باز معمولاً بر مبنای پیش‌بینی و رصد دقیق ذخایر در بازار بین بانکی، با فواصل زمانی چند ساعته و بر مبنای آخرین اطلاعات دریافتی صورت می‌گیرد. با توجه به اینکه هر پیش‌بینی از واقعیت تحقق یافته فاصله دارد، لذا پس از مشاهده خطاهای پیش‌بینی، امکان اجرای عملیات مناسب از جمله عملیات معکوس، در عرض چند ساعت برای بانک مرکزی اهمیت بسیاری دارد. از سوی دیگر در طول یک روز، این امکان وجود دارد که اطلاعات جدیدی در اختیار میز عملیاتی قرار بگیرد. به همین دلیل در طول عملیات بازار باز در یک روز، میز عملیاتی باید قادر باشد خرید، فروش یا حتی تغییر جهت عملیات را مدیریت کند.

این ضرورت نشان می‌دهد باید نقدشوندگی بازار اوراق، با حجم مورد نیاز برای عملیات و نیز تغییر جهت عملیات سازگاری داشته باشد. از سوی دیگر حجم مبادلات بازارهای اوراق دولتی باید به گونه‌ای باشد که عملیات بازار باز بانک‌های مرکزی در صورت نیاز ممکن باشد و قیمت‌های بنیادین بازار (با در نظر گرفتن اثر تغییر نرخ سود سیاستی بر محاسبه نرخ بدون ریسک) را نیز شدیداً تحت تأثیر قرار ندهد. به‌عبارت دیگر حجم عملیات بانک مرکزی در بازار اوراق باید نسبت به عرضه و تقاضای سایر آحاد

۱. منظور از معکوس‌پذیری (Reversibility) انعطاف عملیات بازار باز در مقابل تصحیح اشتباهات احتمالی است برای مثال گاهی حجم عملیاتی پیش‌بینی‌شده یا جهت عملیات نیاز به تصحیحاتی دارد که در عملیات بازار باز به‌صورت نسبتاً ساده قابل رفع است مشروط به اینکه بازار اوراق مبنا به اندازه کافی عمق داشته باشد.

اقتصادی به گونه‌ای باشد که چنانچه میز عملیاتی تمایل به خرید (فروش) اوراق داشت سایر آحاد اقتصادی بتوانند در همان قیمت‌های جاری خرید و فروش لازم را انجام بدهند و فعالیت میز عملیاتی با یک‌سویه کردن مبادلات، اخلاقی در عملیات سایر بازیگران ایجاد نکند. مثلاً در صورت تقاضای میز عملیاتی برای خرید (فروش) اوراق، باید تعداد و حجم فروش فروشندگان به گونه‌ای باشد که سایر خریداران (فروشنندگان) از عملیات بانک مرکزی آسیب نبینند و بتوانند اوراق مورد نیاز خود را بدون مشکل تهیه کنند. شایان ذکر است این میزان از عمق بازار، ناظر به عملیات روزانه بانک مرکزی است (یعنی زمانی که میز عملیاتی به دلیل شوک‌های تقاضای پول نیازمند خرید و فروش روزانه است و نقش تنظیم‌کننده^۱ را برعهده دارد) و منافاتی با تغییر نرخ‌های (قیمت‌ها) بازار پس از اعلام نرخ سیاستی جدید ندارد.

برای نمایان شدن بهتر مفهوم مورد نظر، می‌توان به آمار عملیات بازار باز یکجای^۲ فدرال رزرو در سال ۲۰۱۳ و ۲۰۱۴^۳ رجوع کرد. علی‌رغم اینکه در این فصل عملیات بازار باز متنوعی توسط فدرال رزرو انجام شده است، اما در بازار اوراق کوتاه‌مدت خزانه^۴ حجم میانگین عملیات روزانه در این بازه کمتر از ۱ میلیارد دلار (میانگین ۹۳۰ میلیون دلار) بوده است در حالی که میانگین ارزش مبادلات روزانه در بازار همین اوراق در این بازه ۷۳/۷ میلیارد دلار بوده است. به عبارت دیگر دخالت فدرال رزرو در این بازار در این بازه به صورت میانگین کمتر از ۱/۵ درصد ارزش مبادلات بازار بوده است.^۵

در بازار سرمایه ایران کل ارزش اوراق بدهی (که بیش از ۸۰ درصد آن اوراق دولتی است) در پایان سال ۱۳۹۷ برابر با ۸۹۶ هزار میلیارد ریال بوده است. میانگین ارزش معاملاتی روزانه این اوراق در سال ۱۳۹۷ برابر با ۲۷۶۲ میلیارد ریال بوده است. ضمن اذعان به اینکه محاسبه نیاز عملیاتی بانک مرکزی در شرایط فعلی، مستلزم در اختیار داشتن اطلاعات زیادی است که این اطلاعات به صورت عمومی در دسترس نیستند، برای تبیین بهتر موضوع می‌توان به آمار سابقه عملیات پولی بانک مرکزی رجوع کرد. بانک مرکزی در سال ۱۳۹۲ به منظور مدیریت نقدینگی کشور برای ۶ روز برنامه فروش ۳۰ هزار میلیارد ریال اوراق را - با قابلیت افزایش این میزان به ۵۰ هزار میلیارد ریال - اعلام کرد.^۶ به عبارت دیگر بانک مرکزی در این نوبت در نظر داشت در هر روز به طور متوسط ۵ هزار میلیارد ریال را - با قابلیت افزایش حجم به حدود ۸/۳ هزار میلیارد ریال - اوراق بفروشد. مقایسه این ارقام با ارزش مبادلات بازار اوراق دولتی در ایران نشان می‌دهد حجم مورد نیاز عملیات بانک مرکزی در سال ۱۳۹۲ بیشتر از ارزش معاملات روزانه بازار اوراق در سال ۱۳۹۷ بوده است. لذا می‌توان گفت این حجم از ارزش معاملات روزانه

1. Fine-tuning

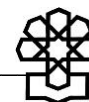
2. Out-right

۳. این بازه زمانی براساس اطلاعات ارائه شده در فدرال رزرو نیویورک و براساس معیارهایی همچون حجم و تواتر داده‌ها انتخاب شده است.

4. Treasury Bill

۵. این محاسبات بر مبنای داده‌های پایگاه اطلاعاتی فدرال رزرو نیویورک انجام شده‌اند. نحوه محاسبه و نتایج در صورت تمایل خواننده قابل ارائه هستند.

6. <http://www.cbi.ir/showitem/11464.aspx>



تناسبی با عمق مورد نیاز این بازار برای اجرای عملیات بازار باز ندارد.

۳-۳-۳. نقش معامله‌گران اولیه در عملیات بازار باز

یکی از مهم‌ترین سؤالاتی که در ساماندهی عملیات بازار باز قابلیت طرح دارد این موضوع است که بانک مرکزی باید عملیات بازار باز خود را با چه اشخاص حقیقی یا حقوقی انجام بدهد و آیا محدودیتی را می‌توان یا باید در مورد اشخاصی که طرف بانک مرکزی در عملیات بازار باز هستند در نظر گرفت؟ به‌طور کلی می‌توان گفت که امروزه بانک‌های مرکزی زیادی در دنیا هستند که مستقیماً با تمامی اشخاص حقیقی یا حقوقی حاضر در بازار اوراق دولت، معاملات مربوط به عملیات بازار باز را انجام نمی‌دهند، بلکه اشخاص طرف این بانک‌های مرکزی مؤسساتی به نام معامله‌گران اولیه^۱ هستند.^۲

معامله‌گران اولیه در حقیقت دسته‌ای مشخص از معامله‌گران بازار اوراق دولت هستند که به‌دلیل گستره بالای فعالیت خود در این بازار در معاملات عمده این بازار و نیز معاملات خرد آن حضوری پررنگ دارند. معامله‌گران اولیه معمولاً در درجه اول طرف دولت در انتشار و توزیع اوراق دولتی به حساب می‌آیند که به‌دلیل گستره فعالیت خود می‌توانند به‌صورت کارایی نقش واسطه‌گری بین بازیگران خرد و کلان بازار اوراق دولت را برعهده بگیرند و نقدینگی کافی را در بازار ایجاد کنند. این معامله‌گران معمولاً تعهداتی خاص نسبت به فعالیت در بازار اوراق دولتی - از قبیل الزام به شرکت در بازار اولیه و حراج‌های فروش اوراق دولت و تعهد خرید (متعهد پذیرهنویسی)^۳ این اوراق، شرکت در معاملات عمده بازار، بازارسازی برای اوراق دولت، ایجاد امکان کشف قیمت به‌صورت مداوم و کارا، ارائه گزارش‌های منظم از وضعیت بازار، مشاوره‌دهی به دولت در مورد بازار اوراق - دارند به گونه‌ای که دولت بتواند نیازهای خود به تأمین مالی را با حداقل هزینه برطرف نماید.

در مقابل این تعهدات معمولاً امتیازات ویژه‌ای نیز برای معامله‌گران اولیه در نظر گرفته می‌شود. دسترسی انحصاری یا دارای اولویت در حراج‌های مربوط به اوراق دولت، دسترسی انحصاری یا دارای اولویت به مبادله با بانک مرکزی، دریافت برخی حق‌عمل‌ها و کارمزدها، برخی معافیت‌های مالیاتی از جمله امتیازات ویژه‌ای است که در قبال تعهدات مبادله‌گران اولیه به آنها داده می‌شود.

برای انتخاب معامله‌گران اولیه معیارهایی نظیر وضعیت سرمایه، گستره و کیفیت فعالیت در بازار اوراق دولت، ظرفیت‌های مدیریتی و نیروی انسانی، ظرفیت‌های زیرساختی و فناوری‌ها، حداقل رتبه اعتباری و... در نظر گرفته می‌شود و معمولاً براساس این معیارها، معامله‌گران مذکور توسط مقامات ناظر مورد نظارت قرار می‌گیرند. معامله‌گرانی که به‌عنوان معامله‌گران اولیه به‌شمار می‌روند به محض از دست دادن شرایط تعیین شده یا به‌صورت دوره‌ای با سایر معامله‌گران حائز شرایط جایگزین می‌شوند.

1. Primary Dealers

۲. در برخی کشورها نظیر آلمان، استرالیا و نیوزلند ساختار بازار اوراق دولت مبتنی بر مجموعه‌ای از معامله‌گران اولیه نیست.

3. Underwriting

به صورت کلی باید اذعان داشت که تشریح دقیق ساختار بازار اوراق بدهی در کشورهایی که معامله‌گران اولیه در بازار این کشورها حضور دارند نیازمند بیان مطالب گسترده‌ای است که از حیث اهداف این گزارش خارج است، اما باید توجه داشت همین بیان مختصر در مورد ساختار بازار اوراق بدهی به خوبی نشان می‌دهد بازار اوراق دولت در ایران حتی از بعد ساختار بازار نیز با وضعیت مرسوم در بسیاری از کشورها تفاوت‌های قابل توجهی دارد که به صورت بالقوه می‌تواند موجب ایجاد محدودیت‌های مهمی برای سیاستگذار پولی در ایران شود. لذا ضروری است برای اثرگذاری بیشتر عملیات بازار باز اصلاحات لازم در ساختار بازار اوراق دولت نیز صورت گیرد.

۳-۴. سایر ملاحظات

در این بخش برخی ملاحظات تکمیلی در مورد عملیات بازار باز در ایران ارائه می‌شود.

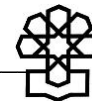
۳-۴-۱. مدیریت نقدینگی دولت

چنانچه گفته شد مبادلات دولت به عنوان یک عامل مستقل تأثیرگذار بر نقدینگی شبکه بانکی به شمار می‌رود. بر همین اساس کشورهای مختلف دریافته‌اند که باید این مبادلات در چارچوبی انجام شوند که پیش‌بینی‌پذیری هزینه و درآمد بخش دولتی را برای بانک مرکزی افزایش بدهد. تدوین ضوابط و چارچوب فراهم‌کننده این ویژگی، توسط بانک مرکزی با مشارکت بخش دولتی از اهمیت بالایی برخوردار است. استفاده و تقویت چارچوب حساب واحد خزانه^۱ یکی از این راه‌حل‌هاست. هرچند تقاضای ذخایر بانک‌ها تحت تأثیر عملیات بودجه قرار می‌گیرد، این چارچوب باعث می‌شود این تأثیرات حداقل و پیش‌بینی‌پذیر باشند. در ایران نیز فرایند جمع‌بندی حساب‌های دولتی نزد بانک مرکزی آغاز شده است، اما در حال حاضر هنوز تمام حساب‌های درآمدی و هزینه‌ای دولت و زیرمجموعه‌های در بانک مرکزی عملیاتی نشده است.

۳-۴-۲. نظام تسویه اوراق بهادار

یکی از مهم‌ترین ضرورت‌های اجرای موفق عملیات بازار باز تسویه بموقع وجوه بین فروشنده و خریدار اوراق است، زیرا در غیر این صورت تنظیم ذخایر شبکه بانکی که هدف عملیات بازار باز است محقق نمی‌شود، بر این مبنا، مهیا شدن تسویه آنی یا حداقل در فواصل زمانی مشخص از ضروریات موفقیت عملیات بازار باز است. همچنین در سایر کشورها عموماً مبادلات چنین اوراقی به صورت تحویل در مقابل پرداخت^۲ صورت می‌پذیرد.

1. Treasury Single Account
2. Delivery Versus Payment (DVP)



بانک‌های مرکزی در چارچوب سیاست‌های پولی خود، تلاش می‌کنند جریان پول در اقتصاد را به گونه‌ای مدیریت کنند که در ثبات بخش واقعی و اسمی اقتصاد اختلال ایجاد نشود و فعالیت‌های تولیدی بنگاه‌های اقتصادی با کارایی بیشتر ادامه پیدا کند. عملیات بازار باز یکی از اجزای سیاست‌گذاری پولی مدرن است که بسیاری از بانک‌های مرکزی در دنیا از آن بهره می‌برند؛ اما متأسفانه بانک مرکزی ایران از این ابزار محروم بوده است. طراحی و راه‌اندازی این عملیات برای بانک مرکزی یک ضرورت فوری به‌شمار می‌رود و نباید اهتمام به اجرای این امر به تأخیر بیفتد. صرف‌نظر از اینکه قانون بودجه جای این قسم از احکام نیست، اما به هر تقدیر در بند «م» تبصره «۵» قانون بودجه سال ۱۳۹۸ بانک مرکزی مجاز به 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 شده است.

اجرای مؤثر عملیات بازار باز منوط به وجود قواعد و بسترهای ویژه‌ای است که در گزارش به تفصیل بیان شده است. به‌طور مشخص عدم پیروی از قاعده مالی ازسوی دولت و عدم استقلال کافی بانک مرکزی از دولت در چارچوب قوانین و مقررات کنونی، از جمله عواملی است که باعث می‌شود عملیات بازار باز از کارویژه خود یعنی ابزار سیاست پولی منحرف شود و عملاً اثرگذاری مورد انتظار در تحقق اهداف سیاست پولی را نداشته باشد. ازسوی دیگر در صورتی که بانک‌های فعال در شبکه بانکی به دلیل عدم مدیریت ریسک نقدینگی و اعتباری - ناشی از عدم توسعه‌یافتگی دانش فنی، آشنا نبودن به استانداردهای روز، تخلف از مقررات و ... - و یا وجود محدودیت‌های دیگر مانند نبود بازار بین بانکی عمیق یا بازار اوراق نقد و یا حتی وضعیت نامناسب ترازنامه‌ای، در عمل مدیریت نقدینگی صحیحی نداشته باشند، عملیات بازار باز فاقد کارایی و کارآمدی مد نظر در سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی خواهد شد.

علاوه بر این، آماده و در دسترس بودن بسترهای عملیاتی مناسب برای بانک مرکزی یکی دیگر از لوازم اجرای مؤثر عملیات بازار باز است. به‌طور مشخص لازمه امکان‌پذیری عملیات بازار باز وجود چند بازار مالی توسعه‌یافته و دارای تعامل متقابل است. بازار وجوه بین بانکی و بازار اوراق دولتی مهم‌ترین این بازارها هستند، اما هنوز این بازارها نسبت به وضعیت مطلوب برای پشتیبانی از عملیات پولی فاصله زیادی دارند.

باید توجه داشت که فراهم شدن این مقدمات و لوازم قطعاً زمانبر خواهد بود. بر این اساس ممکن است در کوتاه‌مدت نتوان این عملیات را ابزاری قابل اعتماد برای پاسخگویی به نیازهای بانک مرکزی قلمداد کرد. البته انتظار می‌رود طول این دوره زمانی به کیفیت برنامه‌ریزی، اهتمام‌ورزی، جامع‌نگری مذکور وابسته باشد.

در شرایط کنونی، نیاز دولت به تأمین منابع مالی و نیز شرایط ویژه نظام بانکی کشور، این امکان را

به وجود آورده‌اند که عدم دقت در راه‌اندازی عملیات بازار باز و عدم رعایت اقتضائات مربوطه، به راحتی باعث سرریز شدن بخش مهمی از مشکلات دولت و شبکه بانکی به ترازنامه بانک مرکزی شود. به عبارت دیگر مخاطره جدی که باید آن را در نظر داشت آن است که عملیات بازار باز تبدیل شود به ابزاری برای پوشاندن کسری بودجه دولت از طریق پایه پولی به این صورت که دولت برای تأمین هزینه‌های خود اوراق بدهی منتشر کند و بانک مرکزی موظف شود این اوراق را خریداری کند. به بیان دیگر، در شرایط کنونی این خطر وجود دارد که عملیات بازار باز که یکی از عملیات‌ها و ابزارهای سیاستگذاری پولی است، به ابزاری برای پولی کردن کسری بودجه دولت تبدیل شود.

از سوی دیگر نیز با توجه به وجود بانک‌های ناسالم در نظام بانکی کشور، در صورتی که موضع انفعالی بانک مرکزی در قبال اضافه برداشت توسط بانک‌های ناسالم ادامه یابد (مشابه آنچه طی سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۹۳ شاهد بودیم)، کارکرد عملیات بازار باز به عنوان یک ابزار سیاست پولی کاملاً از بین خواهد رفت و صرفاً کارکرد نمایشی خواهد یافت. بر این اساس توجه به تمهید پیش‌نیازهای موفقیت عملیات بازار در شرایط کنونی ضرورت دارد.

منابع و مأخذ

1. Akhtar, M. A. (1997). Understanding open market operations. Public Information Department, Federal Reserve Bank of New York.
2. Arnone, M. M., & Ugolini, P. (2005). Primary dealers in government securities. International Monetary Fund.
3. Chapter 18: Conduct of Monetary Policy: Goals and Targets. (2004). In F. Mishkin, The Economics of Money, Banking and Financial Markets Addison Wesley Longman.
4. Hammond, G. (2012). State of the art of inflation targeting. Centre for Central Banking Studies.
5. Potter, S. (2016). Implementing Monetary Policy Post-Crisis: What Have We. Federal Reserve Bank of New York.
6. Tomás, B., Enoch, C., & Alexan, W. (1995). Direct and Indirect Monetary Instruments. International Monetary Fund.
۷. بهادر، ع. کاستی‌های بازارهای مالی ایران و ثبات قیمتی: تحلیل نقش بسترهای عملیاتی و سازوکارهای انتقال پولی. بیست و پنجمین کنفرانس سالانه سیاست‌های پولی ارزی، ۱۳۹۴.
۸. بهادر، ع. لزوم اصلاحات ساختاری پایدارکننده تورم یک‌رقمی در شبکه بانکی: شواهدی از بروز تفوق بخش مالی-بانکی بر سیاستگذاری پولی. بیست و پنجمین کنفرانس سالانه سیاست‌های پولی ارزی، ۱۳۹۴.
۹. کمیجانی، ا.، زمان‌زاده، ح. و بهادر، ع. سازوکار مدیریت نرخ‌های سود در چارچوب سیاست پولی، بیست و ششمین کنفرانس سالانه سیاست‌های پولی ارزی، ۱۳۹۵.



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۶۵۷۸

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: عملیات بازار باز بانک مرکزی در ایران

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه مطالعات بازارهای مالی)

مدیر مطالعه: سیدمهدی حسینی دولت آبادی

تهیه و تدوین: علی بهادر

اظهار نظر کنندگان: سیدعلی مدنی‌زاده، تیمور رحمانی، میثم خسروی

ناظران علمی: محمدجواد شریف‌زاده، کامران ندری، سیدعلی روحانی

واژه‌های کلیدی:

۱. عملیات بازار باز

۲. سیاست پولی

۳. بانک مرکزی،

۴. اوراق بدهی دولت



تاریخ انتشار: ۱۳۹۸/۶/۲