

تحلیل عملیات بازار باز بانک مرکزی

سخنران:

دکتر سیدعلی مدنی زاده (عضو هیئت علمی دانشگاه صنعتی شریف)

دبیر جلسه:

دکتر علی متوسلی

(مدیر کل دفتر خدمات پژوهشی و عضو هیئت علمی موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی)

اعضای پنل:

دکتر کامران ندری (عضو هیئت علمی دانشگاه امام صادق)

دکتر رضا بوستانی (کارشناس اقتصادی)

۱۳۹۹/۴/۸



موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی

مطالب مندرج در این گزارش منحصرآ گفته‌های سخنرانان است و به هیچ‌وجه منعکس‌کننده نظر موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی نیست.

نشست تخصصی «تحلیل عملیات بازار باز بانک مرکزی» با حضور آقای دکتر سیدعلی مدنی زاده (عضو هیئت علمی دانشگاه صنعتی شریف) به عنوان سخنران و آقایان دکتر کامران ندری و دکتر رضا بوستانی به عنوان اعضای پنل و با حضور جمعی از کارشناسان در تاریخ ۹۹/۴/۸ به صورت غیرحضوری (آنلاین) برگزار گردید.

دکتر سیدعلی مدنی زاده

پس از ده‌ها سال مشکلات متعدد در عرصه اداره اقتصادی کشورها و همچنین بعد از انقلاب انتظارات عقلایی این بود که تورم نتیجه سیاست‌گذاری پولی است و کنترل تورم، شرط لازم ثبات و رشد اقتصاد کلان یک کشور است. به همین جهت سیاست‌گذاران و اقتصاد دانان حوزه کلان سال‌ها به بررسی این موضوع پرداختند تا راهی برای هدف‌گذاری تورم پایین و با ثبات را بیابند. کشورهای مختلف پس از دهه هشتاد تجربه موفق در کنترل تورم داشته‌اند و امروزه نرخ تورم متوسط جهانی زیر پنج درصد است. بر اساس آمار رسمی تا سال ۲۰۱۴ کشورهای مختلف در سراسر جهان توانسته‌اند نرخ تورم خود را با روند کاهشی زیر ده درصد کنترل کرده و نوسانات آن را به خوبی مدیریت کنند.

نیوزلند اولین کشوری بود که برنامه هدف‌گذاری تورم^۱ را اجرا کرد. این کشور قبل از هدف‌گذاری دارای نرخ تورمی دوازده درصدی که دامنه نوسانات آن تا پنج می‌رسید، بود. در طی سال‌های ۱۹۹۰ به بعد به تورم میانگین دو درصدی با دامنه نوسان هفت دهم درصدی رسید. در این زمان که برخلاف باورهای پیش از دهه هفتاد میلادی و منحنی فیلیپس که افزایش در تورم را لازمه رشد اقتصادی می‌دانستند به تجربه ثابت شد که رشد و توسعه اقتصادی در ابتدا نیازمند نرخ تورمی پایین و کنترل شده و با ثبات است. در مورد مثال نیوزلند رشد اقتصادی این کشور از متوسط یک‌ونیم درصد به سه و چهار دهم درصد افزایش پیدا کرد.

یکی از عوامل دیگری که موثر بر تورم شناخته شده است، پیش‌بینی و انتظارات مردم از روند تورمی است. در مفهوم تورم انتظاری، چنانچه مردم انتظار داشته باشند نرخ تورم بالاتر خواهد رفت و در عمل نیز تورم روندی صعودی خواهد گرفت. یکی از مزایای برنامه هدف‌گذاری این بود که ذهنیت مردم نسبت به تورم را بهبود می‌بخشید و افراد انتظار پایین آمدن و تحت کنترل بودن نرخ تورم را پیدا می‌کردند. با توجه به اجرای موفق هدف‌گذاری در کشورهای مختلف که حتی تورم‌های هزار درصدی را تجربه کرده‌اند (مانند برزیل که در نهایت موجب کنترل و بهبود وضعیت اقتصادی شده است) می‌توان نتیجه گرفت با هدف‌گذاری مناسب بهبود تورم مزمن نیز امکان‌پذیر است.

عملیات بازار باز^۲

عملیات بازار باز به خرید و فروش اوراق دولت در بازار ثانویه توسط بانک مرکزی اطلاق می‌گردد. در واقع این عملیات اعمال نقش بازسازی بانک مرکزی در بازار پول است. به صورت سنتی این نقش از بانک مرکزی

1. Inflation Targeting
2. Open Market Operation

انتظار می‌رفت که با خرید و فروش اوراق دولت جریان‌های مالی در بازار را به تعادل برساند. به عنوان مثال برای جهت‌دهی منابع، با فروش اوراق و جمع کردن نقدینگی تورم را کاهش دهد و یا به هنگام تلاش برای افزایش تورم و یا خروج از رکود با تزریق نقدینگی و خرید اوراق، حجم پول را بالا برده و تورم را کنترل شده بالا ببرد. اخیراً راه‌های دیگری بدین شکل مرسوم شده است که بانک‌های تجاری با ارتباطی که با بانک مرکزی دارند در ازای وثیقه‌گیری (اوراق دولت و یا طلا، ارز...) نقدینگی را بالا می‌برند. در بازار اولیه، اوراق دولتی به فروش می‌رسد و در بازارهای ثانویه است که بانک مرکزی وارد می‌شود.

در عملیات بازار باز پویا^۳ بانک مرکزی قصد پیاده‌سازی سیاست پولی را جهت کاهش یا افزایش نرخ بازار بین بانکی را دارد و به همین جهت است که اقدام به خرید یا فروش اوراق دولتی می‌کند و در نوع دوم، عملیات بازار باز دفاعی^۴ است که بانک مرکزی قصد اعمال سیاست پولی جدیدی را ندارد ولی برای اینکه بتواند به نوسانات روز بازار پاسخ بدهد اقدام به خرید و فروش اوراق و کنترل نرخ بهره در کریدور مدنظر کند. در جریان عملیات بازار باز برای حضور در بازار اولیه دولت معامله‌گران اولیه‌ای در این بازار دارد که شامل بانک‌های تجاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری است، که بر اساس معیارهای مدنظر دولت انتخاب شده‌اند و در زمانی از پیش تعیین شده دولت انحصاراً در این بازار اولیه اوراق را به فروش می‌رساند. این موسسات پس از خرید اوراق اقدام به فروش مجدد آن در بازار سرمایه می‌نمایند و یا در بازار ثانویه وارد معامله با بانک مرکزی می‌شود.

در ساختاری که هدف‌گذاری برای کنترل تورم وجود دارد، بانک مرکزی با کریدور نرخ بهره‌ای که پدید می‌آورد از طریق کنترل انتظارات تورمی به کنترل تورم می‌پردازد. به این صورت که بانک مرکزی با تعیین هدف نرخ تورم مورد نظر و اختصاص دو حد مثبت و منفی برای نوسانات، سعی می‌کند تا با استفاده از ابزار کنترل نرخ بهره به جریان نقدینگی به نفع تضمین نرخ تورم هدف‌گذاری شده جهت دهد. بانک مرکزی نوسانات نرخ را در این کریدور کنترل می‌کند و اجازه خارج شدن از این محدوده را نمی‌دهد. طبق بانکداری مرکزی متداول، نرخ بهره بازار بین بانکی کاملاً در اختیار بانک مرکزی قرار می‌گیرد و هزینه پولی برای بانک‌ها عددی مشخص ثابت می‌گردد. به همین جهت نرخ پایه تثبیت شده و بازه محدود مشخصی برای نوسانات بسته به شرایط و ریسک‌پذیری بازار به وجود می‌آید و در ادامه در سایر بازارهای مالی نیز نرخ‌های سپرده و یا انواع تسهیلات با این نرخ تنظیم می‌شوند.

نحوه عملکرد بانک مرکزی در کریدور نرخ بهره به این صورت است که در حد بالایی (مثبت) به بانک‌ها در ازای وثیقه تا هر میزانی که تقاضا وجود داشته باشد تسهیلات ارائه می‌گردد و در کف کریدور (حد پایینی - منفی) سپرده‌های ویژه و یا مازاد منابع را می‌پذیرد. نقل و انتقالات اصلی بازار ثانویه بین این دو بازه جریان دارد و سیاست پولی جهت کنترل نرخ تورم تعیین می‌گردد. با توجه به نحوه عملکرد بانک مرکزی در کنترل بازار پولی بین بانکی در این بازه است که قواعد نظارتی اعمال می‌شود و بانک‌های تجاری دائماً باید پاسخگوی

^۳ . Dynamic OMO

^۴ . Defensive OMO

رفتار خود در بازار باشند. در ایران بانک مرکزی قادر به اعمال قواعد نظارتی نبود تا آنجا که پدیده اضافه برداشت بانکها به رویه سیستماتیکی تبدیل شده بود. با توجه به قاعده تیلور که به واکنش سریع سیاستگذار پولی به تورم و تولید به صورت فعالانه گفته می شود کارکرد عملیات بازار باز و عملکرد آن توجیه می گردد. بانک مرکزی برای آنکه بتواند ضامن ثبات رشد اقتصادی باشد باید تورم را کنترل شده هدایت کند و برای این امر به ابزاری مانند نرخ بهره احتیاج پیدا می کند.

سازوکاری که مطرح شد مختص اقتصادهایی با تورم پایین و کنترل شده است که دارای زیرساختهای مناسب است و در وضعیتی که کشوری سی درصد تورم داشته باشد مسلماً هیچ توصیه نمی شود که برای کنترل آن نرخ بهره را تا چهل درصد بالا ببرد. پیش نیازهایی که برای اجرای این عملیات وجود دارد در وهله اول استقلال بانک مرکزی است. بانک مرکزی که نمی تواند مستقل از دولت به سیاستگذاری بپردازد در عملیات بازار باز عملاً تحت فشار دولت برای تامین مالی کسری بودجه دائمی به گوشه ای رانده خواهد شد. استقلال بانک مرکزی از دولت هم باید از لحاظ ساختاری و حقوقی باشد و هم به لحاظ عملیاتی. بانک مرکزی باید بتواند مستقلاً به سیاستگذاری و تصمیم گیری، انتخاب ابزار، تبیین و تعیین مصادیق بپردازد. در صورت حصول همه این ویژگی ها بانک مرکزی قادر خواهد بود به سیاست گذاری پولی بپردازد.

عملیات بازار باز می تواند در صورت عدم استقلال بانک مرکزی خطرهایی را برای اقتصاد داشته باشد و در عمل باعث تحمیل غیرمستقیم بدهی شود. به این شکل که در صورت نبود قاعده بدهی، بدهی دولت به بانک مرکزی منتقل شود و موجب افزایش پایه پولی و افزایش تورم گردد و در نهایت موجب تعیین نرخ دستوری توسط دولت شود.

سیاست گذاری پولی می تواند سه هدف ارزی، پولی و تورمی را دنبال نماید. تجربه اقتصادهای سایر کشورها نشان داده است که هدف گذاری ارزی و هدف گذاری پولی نمی تواند در کنترل تورم موفق باشد. هدف گذاری تورمی هم به لحاظ نظری و هم به لحاظ تجربی کارآمدتر تشخیص داده شده است. ابزار مورد نظر این روش عملیات بازار باز است.

از فواید عملیات بازار باز می توان به موارد زیر اشاره داشت:

- ایجاد امکان برای اجرای سیاست گذاری پولی و ارزی و کنترل تورم
- ایجاد امکان برای اعمال نظارت بانکی موثر و جلوگیری از اضافه برداشت
- ایجاد امکان برای استقلال عملیاتی بانک مرکزی
- ایجاد امکان تامین نقدینگی سالم برای بانکها
- نجات بانکها و دیگر طلبکاران دولت از فشار بدهی دولت
- ایجاد ظرفیت برای رشد اقتصادی
- ایجاد ظرفیت برای انتشار اوراق دولت

- جلوگیری از وقفه در پرداخت‌های بودجه دولت به دستگاه‌ها و افزایش انضباط مالی دولت
- توسعه بازار بدهی
- ایجاد امکان جذب نقدینگی از بازار
- پایدارسازی بازارهای مالی^۵ و کاهش نوسانات نرخ بهره
- پیش‌بینی پذیر کردن اقتصاد

اجرای عملیات بازار باز در ایران می‌تواند چنین آثاری در پی داشته باشد:

- کمک به بانک مرکزی برای اعمال سیاست‌های پولی و ارزی
- کمک به کنترل نقدینگی و کنترل تورم
- کمک به افزایش قدرت نظارت بانک مرکزی بر بانک‌ها
- تامین مالی سالم کسری بودجه کوتاه مدت دولت
- کمک به مدیریت نقدینگی بودجه دولت و کمک به ارتقای کیفیت اجرا و نظارت بودجه
- کمک به اعمال سیاست‌های اعتباری دولت و هدایت اعتبارات به سمت پروژه‌های زیرساختی
- کمک به کاهش ریسک نقدینگی در بازارهای مالی
- کمک به مدیریت بهینه بازار ارز

در صورت بهره‌مند بودن از عملیات بازار باز در طی سالیان گذشته، موارد زیر را شاهد بودیم:

- کنترل تورم در طی چند دهه گذشته
- کنترل نقدینگی اضافه برداشت‌ها در سالهای ۹۶-۹۳ و در عین حال کمک به بودجه دولت
- کاهش نرخ‌ها در سالهای ۹۶-۹۳
- عدم ایجاد زمینه برای بحران بانکی
- حل و فصل سریعتر بحران بانکی در سال‌های اخیر
- کنترل کف نرخ در بازار بین بانکی در سال ۹۹
- کمک به کسری بودجه دولت در سال‌های ۹۹-۹۷
- اعمال سیاست‌های انقباضی در سال‌های ۹۶ و ۹۷
- کمک به دولت برای سیاست‌های جبرانی مقابله با کرونا

- پرداخت‌های منظم خزانه و سازمان برنامه به دستگاه‌های اجرایی و اجرای پروژه‌های عمرانی به صورت منظم‌تر و با هزینه کمتر

- عدم انباشت بی‌رویه بدهی‌های دولت به بانک‌ها و ...

- عدم وجود انحصار در بازارهای مالی

- عدم وجود تلاطمات نرخ در بازارهای مالی

دکتر کامران ندری

هرچند که ما در ایران عملیات بازار باز را به صورتی که بانک مرکزی مسئول مستقیم خرید و فروش اوراق دولتی بوده باشد، نداشته‌ایم اما بانک مرکزی این قدرت را داشته که پایه پولی را منبسط یا منقبض کند. در طی چهار دهه گذشته، دولت همواره کسری بودجه داشته و از محل درآمدهای نفتی و فروش ارز به بانک مرکزی آن را تامین کرده است. آنچه در سال‌های اخیر اهمیت پیدا کرده نرخ ارز بوده که در راستای تورم مهار نمی‌شده است بلکه در راستای برنامه توسعه‌ای که دولت در نظر داشته تعیین می‌شده است و بانک مرکزی حتی در تعیین نرخ ارز استقلال نداشته و نرخ دستوری از بیرون (دولت) دیکته می‌شده است. در این سال‌ها که بانک مرکزی نتوانسته است با استفاده از نرخ بهره، کنترلی بر روی نرخ ارز داشته باشد عملاً ارتباطی که می‌توانسته بین کنترل نرخ ارز و کنترل نرخ تورم ایجاد شود هم از دست رفته است.

از دهه نود میلادی تا به امروز آنچه را که در جهان شاهد بوده‌ایم هدف‌گذاری تورمی بوده است؛ در این چارچوب سیاست‌گذاری نوین آنچه که به عنوان ابزار سیاستی اهمیت پیدا کرده نرخ بهره بازار بین بانکی یا قیمتی که بانک مرکزی بر روی ذخایر خود دارد، است. بانک مرکزی تلاش می‌کند تا با سیاست‌گذاری بر روی این نرخ، اهداف سیاست‌گذاری خود را دنبال کند. تغییر مهمی که در این سال‌ها در روند اداره امور بانک‌های مرکزی رخ داده است: اول آنکه اولویت خود را به کنترل و ایجاد ثبات در نرخ تورم اختصاص داده‌اند و نرخ تورم هدفی را تعیین کرده و در راستای کنترل انحرافات از نرخ تورم هدف فعالیت‌های خود را پیش برده‌اند. بانک مرکزی ایران برای اولین بار اخیراً خود را متعهد به یک نرخ تورم هدف‌گذاری شده کرده است که این را می‌توان به فال نیک گرفت و نشانه‌ای از تحول در نظام پولی ایران در نظر گرفت.

در وهله دوم، امروزه همگان مطلع شده‌اند که نرخ ارز متغیر سیاستی برای رسیدن به هدف تورمی نیست. امنیت نرخ ارز در سیاست‌گذاری پولی کاهش پیدا کرده و کشورها سعی می‌کنند قیمت ذخایر بانک مرکزی (نرخ بهره پولی بین بانکی) را به عنوان اهرم سیاستی در کنترل خود داشته باشند.

اگر این دو تحول به عنوان پیش شرط تحقق نیابد نمی‌توان امید به بهبود و تغییر اوضاع کنونی داشت. آنچه امروز اهمیت دارد ایجاد نرخ تورم هدف‌گذاری شده و کنترل نرخ بهره بین بانکی در راستای کنترل تورم است. در این میان ایجاد کریدور نرخ بهره در بانک مرکزی و اصلاح رابطه بانک‌ها با بانک مرکزی از اهمیت بسیار

بالایی برخوردار است. حتی در صورتی که بازار بدهی و بازار ثانویه با حضور بانک مرکزی برای خرید و فروش اوراق دولتی از عمق لازم برخوردار نباشد، باز هم عملکرد صحیح کریدور نرخ بهره می‌تواند اثر چشمگیری در کنترل نرخ بهره بین بانکی و نرخ تورم داشته باشد. به همین سبب ضمانت اجرایی کریدور نرخ بهره از اجرای کامل عملیات بازار باز اهمیت بیشتری دارد.

بانک مرکزی قبل از تحریم‌های گسترده و حتی در زمان وفور منابع نفتی نیز نرخ تورم را در سطح قابل قبولی کنترل نکرده است. این کاستی به این دلیل بود که در آن زمان هم دولت دخالت کرده و نرخ ارز بیرون از بانک مرکزی تعیین می‌شد و همین امر سبب تورم چند ده درصدی می‌گشت. امروزه حتی با این که عملیات بازار باز در حال اجرا شدن است اما با این حال باز هم نرخ اوراق به صورت دستوری از حاکمیت به بانک مرکزی اعلام می‌گردد و کریدور تشکیل شده هم در تلاش برای رسیدن به آن نرخ برونزای اعلام شده توسط دستگاه دولتی است. در این وضعیت اگر قرار باشد نرخ بهره بین بانکی نیز به صورت دستوری به بانک مرکزی اعلام گردد به نظر می‌رسد نمی‌تواند هیچ کمکی در جهت تثبیت و رسیدن به نرخ تورم هدف‌گذاری شده کند. نرخ بهره سیاستی اگر بخواهد به این شکل توسط وزارت اقتصاد تعیین گردد، به احتمال زیاد سازگار با هدف نرخ تورم بیست و دو درصدی نباشد.

تعیین نرخ تورم هدف و پابندی بانک مرکزی به آن عملی بسیار کلیدی است و بانک مرکزی حداقل باید آنقدر استقلال داشته باشد که بتواند نرخ بهره سیاستی بین بانکی را تعیین کند.

دکتر رضا بوستانی

بانک مرکزی به تنهایی نمی‌تواند مسئول و حلال تمامی مشکلات باشد. در مسئله استقلال بانک مرکزی این نهاد قانون‌گذاری است که باید ساختار، وظایف و اختیارات بانک مرکزی را مشخص کند و از بانک مرکزی بخواهد در این چارچوب قانونی حرکت کند و آزادی عمل داشته باشد. همین رویکرد در اجرای عملیات بازار باز وجود داشته است؛ یعنی بانک مرکزی در بستر قانونی که نهادهای ذی‌صلاح فراهم کرده‌اند عملیات بازار باز را اجرا کرده است. نخست، شورای سران قوا تایید کرد که بانک مرکزی اجازه دارد چنین فعالیتی را آغاز کند، در مرحله بعد در قانون بودجه به آن اشاره شد و سپس شورای پول و اعتبار دستورالعمل عملیات بازار باز را تصویب کرد و در نهایت بانک مرکزی ساختار داخلی خود را متناسب با اختیارات جدید اصلاح کرد. در مباحث مربوط به سیاست‌گذاری پولی همواره نخست به مسئله عدم استقلال بانک مرکزی اشاره می‌شود، در حالی که این قانون‌گذار است که مستقیماً مسئول ایجاد فضای قانونی مناسب برای آزادی عمل بانک مرکزی است. در نبود استقلال بانک مرکزی است که دولت از منابع بانک مرکزی برای تامین مالی کسری بودجه خود استفاده می‌کند.

بعد از این مقدمه، برای درک بهتر از عملیاتی که بانک مرکزی در جهت هدف‌گذاری نرخ تورم در دست اجرا دارد به بررسی چگونگی اجرای بهبود جریان نقدینگی در شبکه بانکی می‌پردازیم.

اجرای عملیات بازار باز؛ بهبود جریان نقدینگی در شبکه بانکی

برای اجرای عملیات بازار باز، سیاست‌گذار تعیین می‌کند نرخ بهره بین‌بانکی در یک بازه مشخص یا نرخ مشخص تثبیت شود. البته این تثبیت نرخ یک عمل دستوری نیست، بلکه سیاست‌گذار می‌خواهد با استفاده از عملیات بازار باز به این نرخ دست یابد. بانک مرکزی بر اساس پیش‌بینی جریان نقدینگی در بازار بین‌بانکی، میزان کسری یا مازاد منابع در بازار را تعیین می‌کند. پس از شناسایی اینکه با توجه به هدف عملیاتی، بازار با کسری یا مازاد منابع مواجه است با عملیات بازار باز اقدام به جلوگیری از انحراف نرخ در بازار از نرخ هدف می‌کند.

فرض کنید بانک مرکزی تشخیص دهد که بازار با کسری مواجه است. پس، اداره عملیات بازار باز، این عملیات را از طریق خرید اوراق بدهی دولت در فرآیند حراج انجام می‌دهد. بانک مرکزی ساعت انجام حراج را اعلام می‌کند، بانک‌هایی که تمایل به شرکت در حراج دارند سفارش فروش اوراق خود را در زمان مقرر در همان روز به بانک مرکزی ارسال می‌نمایند. در همان روز هم درخواست‌ها بررسی و نتایج حراج اعلام می‌گردد. بر اساس مقدار و نرخ‌های پیشنهادی برنده حراجی، کارگزاران بانک مرکزی سفارش‌های فروش را در سامانه مبادلات بورس وارد می‌کنند و به این صورت مالکیت اوراق به بانک مرکزی منتقل می‌شود. معمولاً تسویه ریالی مبادلات تا پایان ساعت کاری ساتنا اعمال می‌شود. از طریق انتقال منابع به حساب بانک‌ها، کسری بازار بین‌بانکی تامین شده و نرخ سود به ثبات می‌رسید.

نکته فنی که موجب محدودیت عمده در فعالیت عملیات بازار باز می‌شود این است که اوراق دولتی نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی نگهداری می‌شوند و به همین جهت، بانک مرکزی برای خرید و فروش این اوراق باید با ساعات کاری و سفارش‌گیری شرکت متبوع هماهنگ باشد. چنان که می‌دانیم ساعات فعالیت بازار سرمایه از ساعت ۹ صبح تا ۱۲:۳۰ بعد از ظهر است. در حالی که بازار بین‌بانکی تا پایان ساعت کاری سامانه ساتنا (نقل و انتقال ریالی) به فعالیت و تسویه ریالی معاملات مشغول است. محدودیت زمانی بازار سرمایه، فعالیت بانک مرکزی در خرید و فروش اوراق را با محدودیت اجرایی به خصوص در زمان انجام معاملات در نرخ سقف کریدور نرخ سود مواجه کرده است.

پرسش و پاسخ

- کیفیت طراحی و اجرای عملیات بازار باز در بانک مرکزی با چه کیفیتی صورت پذیرفته است؟ از چه سازوکاری برای تحلیل بازار و پیش‌بینی انتظارات بازار استفاده می‌شود؟

○ دکتر رضا بوستانی: کمیته سیاست‌سازی در بانک مرکزی تشکیل شده است که با جلسات هفتگی خود به بررسی وضعیت و پیش‌بینی تورم می‌پردازد و پیشنهادات مربوط به نرخ کف و سقف کریدور نرخ سود و همچنین نرخ سود سیاستی را مطرح می‌کند. نتایج به هیات عامل

بانک مرکزی ارسال می‌شود و در آنجا تصویب می‌گردد. قواعد و چارچوب فعالیت‌ها وجود دارد اما مسلماً در گذر زمان است که باید هماهنگی و ایجاد هم‌افزایی در اجرای تعاملات و امور در نهادهای مختلف به وجود آید. همچنان به مقررات‌زدایی‌های فراوانی برای آزادی عمل بانک مرکزی برای اجرای با کیفیت عملیات بازار باز نیاز است.

● با توجه به تناقض دو گزاره هدف‌گذاری نرخ تورمی ۲۲٫۵ درصدی و کاهش نرخ بهره در جهت رونق بازار بورس، آیا بانک مرکزی توانایی دستیابی به نرخ تورم هدف‌گذاری شده را داراست؟

○ دکتر سیدعلی مدنی زاده: پایین ماندن نرخ بهره نه تنها بازار بورس بلکه سایر بازارهای دارایی مانند مسکن را نیز ملتهب می‌نماید. با توجه به کسری بودجه ۹۹ که البته با فروش داراییهای دولت به راحتی قابل حل است، انتظاراتی مبنی بر افزایش تورم وجود داشت و در بازار بورس نیز نشانه‌هایی از پاسخ به این سیگنال وجود داشت. در صورت اعمال برخی الزامات مانند کاهش انتظارات تورمی و ارایه یک برنامه سیاست‌گذاری کلان جهت کاهش مدیریت کسری بودجه و مدیریت بازارهای دارایی، امکان دستیابی به نرخ تورم هدف‌گذاری شده وجود دارد.

● آیا بانک مرکزی اعتبار لازم برای تحقق بخشیدن به اهداف تعیین شده را داراست؟ ارتباط بانک مرکزی با بازیگران بازار سرمایه چگونه است؟

○ دکتر کامران ندیری: در تجربه کشورهای توسعه یافته، صرف اعلام نرخ بهره بین بانکی بدون آنکه اقدامات گسترده‌ای در کنترل و ایجاد بازه جدید کریدور نرخ بهره به وجود بیاید، بازار نرخ جدید را می‌پذیرد. در وضعیت فعلی، ایران در مراحل ابتدایی اجرای عملیات بازار باز قرار دارد و نرخ بهره سیاستی مناسب با نرخ تورم هدف‌گذاری شده هنوز مورد بحث است. در چنین وضعیتی عرضه ذخایر در بازار بین بانکی به شدت افزایش یافته است و چنین چیزی به تناقضات فعالیت‌های درونی بانک مرکزی دامن می‌زند. صرف نظر از اعتبار بانک مرکزی برای سیاست‌گذاری، تنها بخشی که از عملیات بازار باز در آن اعمال نفوذ شده است حفظ حد نرخ کف است که بر روی نرخ بهره بین بانکی تاثیر داشته است.

● با توجه به محدودیت‌هایی که در دستیابی نرخ سقف وجود دارد، آیا دستیابی به آن امکان‌پذیر است؟ آیا بانک مرکزی برنامه‌ای برای اعلام رسمی نرخ هدف‌گذاری شده دارد؟

○ دکتر رضا بوستانی: در طول فعالیت شش ماهه بانک مرکزی در راستای اجرای عملیات بازار باز، در سه ماهه اول نرخ هدف‌گذاری شده وجود داشت اما به جهت آنکه محدودتر کردن بازه کریدور اهمیت بیشتری داشت اعلام نشد، متأسفانه پس از شیوع بیماری کرونا شوک بزرگی به بازار بین بانکی وارد شد و موجب کاهش نرخ‌های بهره در این بازار گشت. در حالی که نرخ کف ده درصدی اجرا شده بود، از ابتدای تیرماه نرخ کف به دوازده درصد افزایش یافت. در این میان حفظ نرخ کف موجب شد تا بازار نوسانات شدیدتری را تجربه نکند.

تا به امروز بانک مرکزی اوراق بدهی دولت در اختیار نداشته است و هر آنچه در ترازنامه بانک مرکزی وجود داشته، بدهی دولت بوده است که در قالب بدهی غیربازاری و غیرقابل مبادله ثبت گشته است، که این امر خود به معضلی در جهت اجرای عملیات بازار باز بدل گشته است. اگر بانک مرکزی به جای بدهی دولت، اوراق بدهی دولتی در اختیار داشت، می توانست با خرید و فروش اوراق، اثر بیشتری در بازار بین بانکی داشته باشد.

با توجه به محدودیت های قانونی و ترازنامه ای، بانک مرکزی از ابزار نرخ سود کف برای تعیین نرخ سود در بازار بین بانکی استفاده کرده است و این اقدامات را نیز به صورت شفاف گزارش کرده است؛ لذا می توان نتیجه گرفت که بانک مرکزی عملکرد قابل قبولی از خود نشان داده است.

○ دکتر سید علی مدنی زاده: به عملکرد بانک مرکزی نقدهای جدی وارد است از جمله در بحث کاهش نرخ بهره بین بانکی که از اسفند سال ۹۸ درگیر آن بوده ایم و بانک مرکزی با تاخیر چند ماهه در تیرماه واکنش نشان داد. ممکن است عوامل متعددی در چنین عملکردی دخیل باشند اما تداوم آن برآیند تصمیمات درونی در بانک مرکزی بوده است. همانگونه که بانک مرکزی با ابزار سود سپرده کف بدون نیاز به اوراق دولتی قدرت اعمال سیاست گذاری در تغییر نرخ کف داشته است و آن را از ده به دوازده درصد تغییر داده است، می توانسته از همان ابتدا مانع کاهش شدید آن از نرخ هفده درصدی باشد و به تداوم آن در نرخ ده درصدی ادامه دهد. در حالی که افزایش دو درصدی کف کریدور نرخ بهره بین بانکی نیز توجیه پذیر نیست و به کندی صورت می پذیرد. به ادعای محدودیت بانک مرکزی در تاثیرگذاری بازار نیز نقد وارد است، حدود ۱۵۰ هزار میلیارد تومان بدهی بانکها به بانک مرکزی وجود دارد که می توانست بدهی های بانکی را در بازار عرضه کند و حجم نقدینگی را کاهش دهد. در بالا اشاره شده بود که اجرای عملیات بازار باز منوط به تصویب سازمان برنامه بودجه بوده است، در حالی که بهتر است این گزاره اینگونه تصحیح شود که تصویب این عملیات تحت فشار سازمان برنامه به ثمر رسید و بانک مرکزی علاقه ای به تصویب اجرای عملیات بازار باز نشان نمی داد. طبق ماده قانونی تبصره پنج بند م جز ۲: «به دولت اجازه داده می شود در صورت اجرای بازار باز و نیز وثیقه گیری اوراق مالی اسلامی دولتی از بانکها توسط بانک مرکزی بخشی از بدهی های قطعی و حسابرسی شده بانکها را که در چارچوب قوانین تا پایان سال ۹۷ ایجاد شده است را تا سقف دویست هزار میلیارد ریال بهادار سازی کند.» شرط قانون برای اجرای عملیات بازار باز وثیقه گیری اوراق دولت را به عهده بگیرد و بانک مرکزی وثیقه گیری را انجام نداد. همچنین عملیات بازار باز نیز اولین بار معاملات آن با تاخیر ده ماهه در دی ماه آغاز شد و چنین نقص عملکردی بانک مرکزی توجیه پذیر نیست و به صورت جدی ایراد بر آن وارد است. چنانچه که در بالا به درستی به محدودیت های قانونی بانک

مرکزی اشاره شد اما به عنوان مثال باید توجه داشت که برخی از کارشناسان بانک مرکزی مانع اصلاحات قوانین پولی بانکی بوده‌اند. البته که قانون‌گذار باید پاسخگوی وظیفه خود در قبال اجرا و ایجاد قوانین مناسب باشد اما بانک مرکزی نیز به عنوان بازوی تخصصی قانون باید به راهنمایی قانونگذار و دولت بپردازد در حالی که چنین درخواستی از طرف بانک مرکزی مطالبه نمی‌شود.