سی‌وچهارمین همایش بانکداری اسلامی: طرح بانکداری جمهوری اسلامی ایران
۲۰ و ۲۱ شهریور ماه ۱۴۰۳، صص. ۹۵-۵۹

چهارچوب نوین سیاست‌گذاری پولی در ایران؛ فرصت‌ها و تهدیدها

محمد نادعلی[۱]
معصومه رسولی[۲]

چکیده

هدف اصلی نگارش این مقاله، بررسی فرصت‌ها و تهدیدهای اجرای چهارچوب نوین سیاست‌گذاری پولی در اقتصاد ایران است. بر همین اساس، تلاش می‌شود با رویکرد تحلیلی و توصیفی و بهره‌گیری از اطلاعات و آمار در دسترس، نشان داده شود که با چرخش سیاست‌گذاری پولی از ابزارهای سنتی، دستوری و غیرکارآ به ابزارهای مدرن، بازارمحور و پویای سیاست پولی و اجرای عملیات سیاست پولی نوین توسط بانک مرکزی ایران، ضمن فراهم شدن زمینه تأمین مالی بازاری کسری بودجه دولت (از طریق بازار بدهی دولتی)، تعامل اعتباری بانک مرکزی با بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی، وثیقه‌محور شده و نوسانات نرخ سود بازار بین بانکی ریالی نیز در دامنه مدنظر سیاست‌گذار پولی قرار گرفته است. با وجود این، برخی تهدیدها در محیط سیاست‌گذاری نوین سیاست پولی وجود دارند که عمدتاً از عدم‌کفایت نهادها و ارکان بازار بدهی دولتی و به تبع آن عدم‌تعمیق کافی بازار بدهی دولتی و نبود تعامل مالی شفاف میان بانک‌ها و دولت نشأت می‌گیرند که می‌توانند کارایی ابزارهای نوین سیاست‌گذاری پولی را با چالش‌های جدید مواجه کنند.

واژه‌های کلیدی: سیاست پولی، عملیات بازار باز، اوراق بدهی، کسری بودجه دولت

---

[۱] مدیرکل عملیات پولی و اعتباری بانک مرکزی، (نویسنده مسئول)؛ m.nadali@cbi.ir
[۲] رییس گروه مطالعات و تحقیقات اداره عملیات بازار باز بانک مرکزی

مقدمه

بانک‌های مرکزی در دستیابی به هدف مهم ثبات قیمت‌ها در تلاش بوده‌اند تا یک لنگر اسمی برای اقتصاد فراهم کنند. در دهه‌های قبل از دهه ۱۹۷۰ میلادی، نظام میخکوب ارزی از مهم‌ترین لنگرهای اسمی استفاده شده توسط اغلب بانک‌های مرکزی بود. اما نظام ارزی مزبور، سیاست پولی بانک‌های مرکزی را اساساً منفعل می‌کرد. در نتیجه، بیشتر کشورها به‌تدریج نظام نرخ ارز انعطاف‌پذیر را پذیرفتند که به‌معنای فاصله گرفتن از لنگر اسمی میخکوب ارزی بود. از سوی دیگر، در دهه ۱۹۷۰، بانک‌های مرکزی برای حرکت به‌سمت هدف ثبات قیمت‌ها، کنترل مستقیم عرضه پول از طریق نظارت بر کل‌های پولی[1] را به‌عنوان یک هدف میانی در نظر گرفتند. اما افزایش نرخ تورم در دهه ۱۹۷۰ باعث شد تأمین اهداف رشد کل‌های پولی دشوار و حتی ناممکن شود. بر همین اساس، اغلب بانک‌های مرکزی برای دستیابی به هدف ثبات قیمت‌ها، به‌تدریج هدفگذاری تورم را جایگزین هدفگذاری کل‌های پولی کردند که نتیجه غالب آن، نرخ تورم پایین و نرخ رشد اقتصادی پیوسته و پایدار بوده است.

برخلاف تغییرات گسترده در سیاست‌گذاری پولی اغلب بانک‌های مرکزی، بانک مرکزی ایران تا سال ۱۳۹۸ همچنان با اتکا به ابزارهای مستقیم سیاست پولی در صدد دستیابی به هدف مصرح در بند (ب) ماده۱۰ قانون پولی و بانکی مصوب سال ۱۳۵۱ بود.[2] با توجه به اثبات کارآمدی ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی و جایگزینی مناسب آن‌ها با ابزارهای مستقیم سیاست پولی برای کنترل تورم توسط بیشتر بانک‌های مرکزی، بانک مرکزی ایران از سال ۱۳۹۸ در صدد نوین‌سازی چهارچوب سیاست‌گذاری پولی بوده است. اما با وجود تجهیز بانک مرکزی به برخی از ابزارهای نوین سیاست‌گذاری پولی، وجود برخی تهدیدها در محیط سیاست‌گذاری نوین پولی نظیر عدم‌کفایت نهادها و ارکان بازار بدهی دولتی و به تبع آن، عدم‌تعمیق کافی بازار بدهی دولتی و نیز نبود تعامل مالی شفاف میان بانک‌ها و دولت می‌توانند کارایی ابزارهای نوین سیاست‌گذاری پولی را با چالش‌های جدید مواجه کنند.

ساختار کلی مقاله بدین‌شرح است که پس از مرور مختصر ادبیات و پیشینه محیط نوین سیاست‌گذاری پولی، به سیاست‌گذاری پولی در ایران (از ابزارهای مستقیم تا ابزارهای غیرمستقیم پولی) پرداخته و سپس به فرصت‌ها و تهدیدهای ابزارهای نوین سیاست‌گذاری پولی در ایران پرداخته می‌شود. در نهایت نیز نتیجه‌گیری و توصیه‌هایی برای استفاده بهینه از فرصت‌های به‌دست آمده از محیط جدید سیاست‌گذاری پولی ارایه می‌شود.

---

[1] Monetary Aggregates

[2] هدف بانک مرکزی ج.ا.ا. حفظ ارزش پول و موازنه پرداخت‌ها و تسهیل مبادلات بازرگانی و کمک به رشد اقتصادی کشور است.

ادبیات و پیشینه سیاست‌گذاری پولی در دهه‌های اخیر

مطابق با ادبیات سیاست‌گذاری پولی، بانک‌های مرکزی از طریق چهارچوب سیاست پولی می‌توانند یک لنگر اسمی[۱] برای اقتصاد فراهم کنند. یکی از لنگرهای اسمی استفاده شده توسط اغلب بانک‌های مرکزی در دهه‌های قبل از دهه ۱۹۷۰ میلادی، نظام میخکوب ارزی بود که در آن ارزش پول داخلی کشور مبدأ به ارزش پول کشور دارای تورم پایین متصل شده و از این طریق کشور مبدأ سعی می‌کرد با کنترل سطح عمومی قیمت‌ها، دستیابی به هدف ثبات قیمت‌ها را محقق کند. اما این لنگر ذاتاً به‌معنای این بود که سیاست پولی کشور مبدأ به سیاست پولی کشور دارای تورم پایین بستگی داشته و همین موضوع، توانایی بانک مرکزی کشور مبدأ را در استفاده از ابزارهای سیاست پولی برای پاسخگویی به شوک‌هایی مانند تغییر شرایط تجارت (ارزش صادرات یک کشور به ارزش واردات آن) و نیز تغییرات نرخ بهره حقیقی محدود می‌کرد.[۲] در نتیجه، بیشتر کشورها به‌تدریج نظام نرخ ارز انعطاف‌پذیر را پذیرفتند که به‌معنای فاصله گرفتن از لنگر اسمی میخکوب ارزی در کنترل نرخ تورم بود. بر همین اساس و طی دهه مذکور، بانک‌های مرکزی برای حرکت به‌سمت هدف ثبات قیمت‌ها، کنترل مستقیم عرضه پول از طریق هدف‌گذاری کل‌های پولی را به‌عنوان یک هدف میانی در نظر گرفتند.[۳] هدف‌گذاری کل‌های پولی که کاملاً از فضای حاکم پول‌گرایی در آن زمان متأثر بود، با توجه به‌وجود رابطه بین حجم پول و سطح قیمت‌ها به‌طور طبیعی در صدد آن بود که از طریق کنترل دقیق حجم پول به هدف کنترل سطح قیمت‌ها نایل آید.

در این دوره، اغلب بانک‌های مرکزی اهداف کلان پولی برای خود ترسیم کرده بودند، اما عدم همبستگی کوتاه‌مدت قوی بین حجم پول و تورم، وجود وقفه بین تأثیرگذاری حجم پول بر تورم و به تبع آن افزایش نرخ تورم در دهه ۱۹۷۰ و نیز ابداعات مالی مستمر باعث شد تا سرعت گردش پول در کوتاه‌مدت تغییر کرده و پیش‌بینی تابع تقاضای پول و به تبع آن، تأمین اهداف رشد کل‌های پولی دشوار و حتی ناممکن شود. متعاقب تورم‌های افسارگسیخته در دهه ۱۹۷۰ و مطابق با اصول استخراج شده از شواهد نظری و عملی، تفکر بانک‌های مرکزی کشورهای پیشرفته درخصوص راهبرد سیاست پولی در این دهه با تحولی عظیم مواجه شد. این اصول عبارت بودند از:

۱- تورم همیشه و همه‌جا یک پدیده پولی است.

---

[۱] لنگر اسمی متغیری است که سیاست‌گذاران برای ایجاد ثبات در سطح عمومی قیمت‌ها از آن استفاده می‌کنند.

[2] Jahan, Sarwat. (2018); "Inflation Targeting: Holding the Line". International Monetary Fund.

[3] Tomás; Enoch; Alexan. (1995); "Direct and Indirect Monetary Instruments". International Monetary Fund.

۲- ثبات قیمت‌ها مزایای مهمی دارد.
۳- بده‌بستان بلندمدتی میان بیکاری و تورم وجود ندارد.
۴- انتظارات، نقش مهمی در تعیین تورم و اشاعه سیاست پولی به اقتصاد کلان دارد.
۵- با تورم‌های بالاتر باید نرخ‌های بهره حقیقی افزایش یابند. (اصل تیلور)
۶- سیاست پولی در معرض ناسازگاری زمانی است.
۷- استقلال بانک مرکزی به بهبود کارایی سیاست پولی کمک می‌کند.
۸- تعهد به یک لنگر اسمی قوی برای تولید پیامدهای خوب سیاست پولی ضروری است. و
۹- اصطکاک‌های مالی نقش مهمی در چرخه‌های تجاری دارند.[۱]

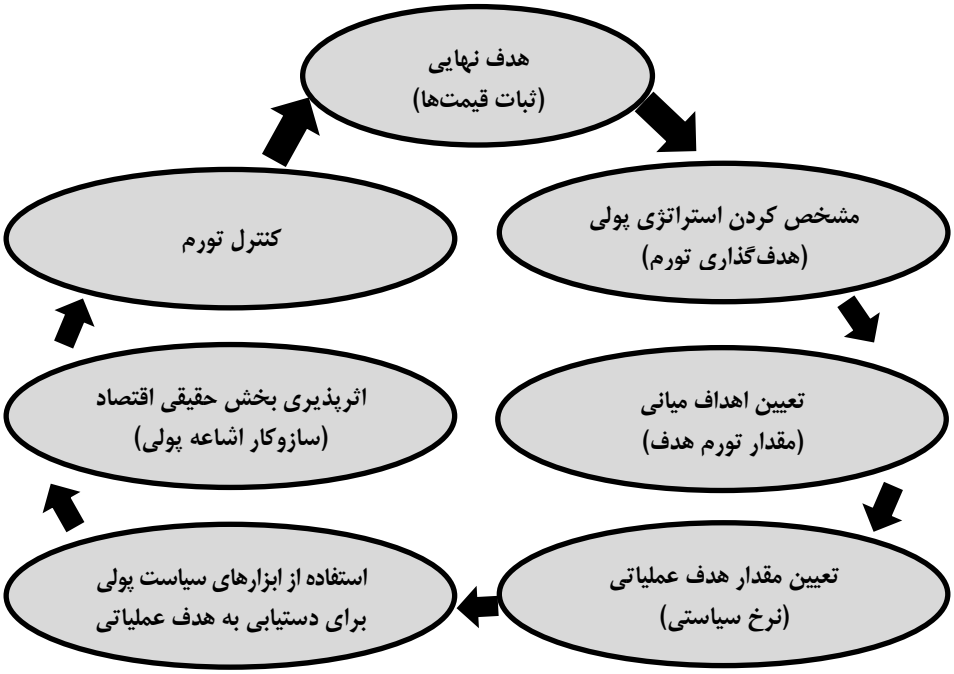
اصول برشمرده باعث شد تا متعاقب تورم‌های افسارگسیخته در این دهه، اغلب بانک‌های مرکزی برای دستیابی به هدف نهایی ثبات قیمت‌ها، راهبرد سیاست پولی خود را از هدف‌گذاری کل‌های پولی به هدف‌گذاری تورم تغییر دهند. سپس با کمّی کردن آن در قالب هدف میانی «تورم هدف‌گذاری شده» و مطابق با درک خود از سازوکار اشاعه پولی ابزارهای سیاستی (مانند نرخ‌های بهره)، کوشیدند از مسیر هدف عملیاتی نرخ سیاستی (هزینه پول و اعتبار) و البته به‌تدریج با مدیریت انتظارات تورمی از طریق اجرای سیاست پولیِ ارتباطی مؤثر[۲]، دستیابی به هدف نهایی (اصلی) ثبات قیمت‌ها را محقق سازند.[۳] چرا که هدف عملیاتی «هدف‌گذاری کل‌های پولی» برای دستیابی به هدف تورمی ناکارآ و نابهینه بوده و به تورم‌های پُرنوسان، نوسانات بالای نرخ‌های بهره و به‌تبع آن اختلال در سازوکار اشاعه سیاست پولی، بازارهای مالی توسعه‌نیافته و ناکارآمدی استفاده از ظرفیت سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی منجر شده است.[۴] در سازوکار هدف عملیاتی نرخ سیاستی، جهت حصول به هدف میانی نرخ تورم، بدنه تصمیم‌ساز سیاست پولی بانک مرکزی در تعیین مقدار هدف عملیاتی (نرخ سیاستی) و بدنه اجرایی سیاست پولی بانک مرکزی در انتخاب زمینه‌ها و ابزارهای لازم جهت دستیابی به هدف عملیاتی از استقلال کافی برخوردار بوده‌اند. در این راهبرد، بدنه تصمیم‌ساز با بررسی طیف وسیعی از شاخص‌های اقتصادی و

---

[1] Mishkin (2011); Mishkin, Frederic S. (2011), "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", NBER WP No. 16755.
[2] Bernanke. (2020); "The new tools of monetary policy" ***American Economic Review***, Vol. 110, No 4, April, pp. 943-83.
[3] Bindseil (2016); "Evaluating Monetary Policy Operational Frameworks," Economic Policy Symposium at Jackson Hole, Wyoming.
[4] Maehle; King. (2022); "Transitioning Operational Targets-From Reserve Money to Interest Rates". ***International Monetary Fund***.

نیز با در نظر گرفتن مؤلفه مهم انتظارات تورمی و شکاف تولید (سازوکار موسوم به قاعده تیلور) هدف عملیاتی را تعیین می‌کند. سپس، بدنه اجرایی سیاست‌گذاری پولی با بهره‌گیری از بسترها و ابزارهای طراحی شده، دستیابی به‌هدف عملیاتی را محقق می‌سازد. این هدف نیز با تأثیرگذاری بر بخش حقیقی اقتصاد (از مسیر سازوکار اشاعه پولی)، در نهایت نرخ تورم را با هدف مدنظر سیاست‌گذار پولی و متغیرهای حقیقی و اسمی اقتصاد را با روندهای بلندمدت همساز می‌کند[1].

نمودار شماره ۱: سلسله مراتب اهداف سیاست‌گذار پولی و تأثیر آن بر بخش حقیقی اقتصاد



در این سازوکار، نرخ سیاستی[2] به‌عنوان هدف عملیاتی اغلب بانک‌های مرکزی پذیرفته شده و اجرای سیاست پولی بر تنظیم یا هدف‌گذاری یک نرخ بهره کلیدی بنا شده است. تنظیم نرخ بهره اغلب از مجرای بازار بین بانکی و با استفاده از ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی بانک‌های مرکزی انجام می‌شود.

[1] Hammond. (2012); "State of the art of inflation targeting". Centre for Central Banking Studies.
[2] Policy Rate

این ابزارها عمدتاً شامل عملیات بازار باز[۱] و تسهیلات قاعده‌مند[۲] است که در این میان نقش عملیات بازار باز، کلیدی و غالب است.

در اغلب بانک‌های مرکزی، مسیر اجرای راهبرد سیاست پولی تشریح شده بدین‌گونه است که بانک مرکزی مسیر آتی نرخ تورم را پیش‌بینی می‌کند و آن را با نرخ تورم هدف (نرخی که حاکمیت اقتصادی معتقد است در فضای محیط کلان اقتصادی–سیاسی کنونی و مطابق با چشم‌انداز پیش‌رو، برای اقتصاد کشور مناسب و دست‌یافتنی است) مقایسه می‌کند. تفاوت پیش‌بینی و هدف، مقدار تعدیل سیاست پولی را تعیین می‌کند.[۳] تعدیل سیاست پولی نیز از طریق رصد روزانه نرخ‌های بهره بازار بین بانکی (و نه مقدار ذخایر بازار بین بانکی) و تلاش در حفظ آن در محدوده مورد نظر سیاست‌گذار پولی در دستیابی به هدف تورمی انجام می‌شود. هر چه نرخ‌های نرخ سیاستی بانک مرکزی باثبات‌تر و قابل‌پیش‌بینی‌تر باشد، کیفیت اشاعه پولی افزایش یافته و دستیابی به هدف مهم ثبات قیمت‌ها تسهیل می‌شود.[۴]

برخی کشورها، اهداف تورمی را با دامنه‌های متقارن در محدوده یک نقطه میانی انتخاب کرده‌اند. در حالی که برخی دیگر، فقط یک نرخ هدف یا یک حد سقفی برای نرخ تورم شناسایی کرده‌اند.[۵]

از مزیت‌های مهم هدفگذاری تورمی آن است که عناصر قاعده[۶] و صلاحدید[۷] را در سیاست پولی ترکیب می‌کند. به این ترتیب که مطابق با «عنصر قاعده»، یک هدف عددی دقیق برای نرخ تورم در میان‌مدت تعیین می‌شود. اما از طریق «عنصر صلاحدید» زمینه پاسخگویی به شوک‌های اقتصادی در کوتاه‌مدت فراهم می‌شود. در واقع، رویکرد موصوف، به‌جای تمرکز بر دستیابی به هدف در تمام لحظه‌های زمانی مدنظر، بر دستیابی به هدف در میان‌مدت (معمولا دو تا سه‌ساله) تأکید کرده و زمینه را برای مورد توجه قرار دادن اهداف دیگر (هموارسازی تولید) فراهم می‌سازد. بنابراین، هدف‌گذاری تورمی، چهارچوبی شبیه قاعده را فراهم می‌کند که در آن، بانک مرکزی براساس صلاحدید به شوک‌ها واکنش نشان می‌دهد.

---

[1] Open Market Operations (OMO)
[2] Standing Facilities
[3] Jahan. (2018) "Inflation Targeting: Holding the Line. International Monetary Fund".
[4] Maehle. (2020) "Monetary policy implementation: Operational issues for countries with evolving monetary policy regimes", IMF Working Paper WP/20/26.
[5] Jahan. (2018) "Inflation Targeting: Holding the Line. International Monetary Fund".
[6] Rule
[7] Discretionary

با توجه به‌تفویض وظیفه مهم ایجاد و حفظ ثبات قیمت‌ها به بانک‌های مرکزی کشورهای پیشرفته، این بانک‌ها به‌تدریج و با یادگیری عملی، دریافتند که برای اجرای موفقیت‌آمیز راهبرد جدید سیاست پولی باید اقدامات زیر را انجام دهند:[۱]

- تعهد صریح به دستیابی به یک نرخ تورم مشخص یا در یک دامنه مشخص برای یک بازه زمانی مشخص. چرا که دستیابی به ثبات قیمت‌ها در یک محیط پیچیده و نامطمئن (به‌خصوص پس از همه‌گیری ویروس کرونا و بی‌ثبات شدن سطح عمومی قیمت‌ها) مستلزم تعهد معتبر به یک لنگر اسمی و واکنش قوی به تورم و انجام دادن اقدامات پیشگیرانه برای ممانعت از تداوم آن است.
- اعلام منظم اهداف تورمی به عموم از طریق سازوکار موسوم به سیاست ارتباطی.[۲] چرا که چالش‌های متعدد بیان‌کننده آن است که ارتباطات و شفافیت بانک مرکزی، عناصر کلیدی در اجرای موفقیت‌آمیز راهبرد سیاست پولی هدفگذاری تورم هستند.
- چینش ترتیبات نهادی مشخص برای اطمینان از پاسخگویی در قبال تحقق اهداف اعلام شده.

همچنین، در راستای دستیابی موفقیت‌آمیز به تورم‌های هدف‌گذاری شده، دو اصل نیاز بود. نخست، یک بانک مرکزی که با درجاتی از استقلال، سیاست‌گذاری پولی انجام دهد.[۳] در این خصوص نکته قابل ذکر آن است که هیچ‌یک از بانک‌های مرکزی نمی‌توانند کاملاً مستقل از نفوذ دولت باشند، اما این بانک‌ها باید در انتخاب ابزار سیاستی برای دستیابی به نرخ تورمی که توسط حاکمیت اقتصادی برای کشور مناسب دانسته شده، آزادی عمل داشته باشند. در واقع، ملاحظات سیاست‌های بودجه‌ای نباید به سیاست‌گذار پولی دیکته شده و آزادی عمل بانک‌های مرکزی در انتخاب نوع و مقدار هدف عملیاتی مخدوش شود. چرا که در محیط اقتصادی با شرایط سلطه مالی دولت، به‌جای این‌که تعدیل نرخ عملیاتی بانک مرکزی با هدف مدیریت انتظارات تورمی و دستیابی به هدف نهایی ثبات قیمت‌ها صورت پذیرد، عمدتاً با هدف تأمین مالی کم‌هزینه‌تر کسری بودجه دولت و بدون توجه به فضای محیط کلان اقتصادی و چشم‌انداز پیش‌رو صورت پذیرفته و همین موضوع می‌تواند با ایجاد اختلال در مدیریت انتظارات تورمی، دستیابی به تورم هدف‌گذاری شده را از دسترس سیاست‌گذار پولی خارج کند. دوم، عدم

[1] Kiley; Mishkin. (2024), "Central Banking Post Crises", NBER WP No. 32237.
[2] Policy Communication
[3] Georgieva. (2024), "Strengthen Central Bank Independence to Protect the World Economy", IMF Blog.

الزام بانک‌های مرکزی به هدف‌گذاری سایر شاخص‌ها نظیر سطح اشتغال یا نرخ ارز است.[۱] در عمل، مقامات پولی برای دستیابی به هدف تورمی اعلام شده توسط حاکمیت اقتصادی، اقدامات مهم زیر را نیز انجام داده‌اند:[۲]

- تعیین اهداف کمّی صریح برای نرخ تورم برای تعداد معینی از دوره‌های آتی؛
- استفاده از سیاست ارتباطی فعالانه و توضیح صریح و شفاف درخصوص هدف تورمی و تأکید بر اولویت دستیابی به هدف تورمی نسبت به سایر اهداف سیاست پولی،
- تنظیم یک مدل مشخص برای پیش‌بینی تورم که دربردارنده تعدادی شاخص حاوی اطلاعات مربوط به تورم‌های آتی باشد؛
- ابداع یک روش عملیاتی آینده‌نگر که از طریق آن ابزارهای سیاست پولی، در راستای ارزیابی تورم آتی، تعدیل شوند.

به تبع، بانک‌های مرکزی کشورهای پیشرفته (در حال حاضر، اغلب بانک‌های مرکزی از کشورهای با بازارهای نوظهور تا کشورهای در حال توسعه)، در راهبرد سیاست پولی، هدف‌گذاری تورمی را برگزیده‌اند. (جدول شماره ۱)

جدول شماره ۱: فهرست کشورهای دارای راهبرد سیاست پولی هدف‌گذاری تورمی

کشور	سال اتخاذ	تورم هدف (درصد)	کشور	سال اتخاذ	تورم هدف (درصد)
نیوزیلند	۱۹۹۰	۳-۱	فیلیپین	۲۰۰۲	۱(+/-)۴
کانادا	۱۹۹۱	۱(+/-)۲	گواتمالا	۲۰۰۵	۱(+/-)۵
انگلستان	۱۹۹۲	۲	اندونزی	۲۰۰۵	۱(+/-)۵
استرالیا	۱۹۹۳	۳-۲	رومانی	۲۰۰۵	۱(+/-)۳
سوئد	۱۹۹۳	۲	ترکیه	۲۰۰۶	۲(+/-)۵.۵
جمهوری چک	۱۹۹۷	۱(+/-)۳	ارمنستان	۲۰۰۶	۱.۵(+/-)۴.۵
لهستان	۱۹۹۸	۱(+/-)۲.۵	غنا	۲۰۰۷	۲(+/-)۸.۵
برزیل	۱۹۹۹	۱(+/-)۴.۵	اروگوئه	۲۰۰۷	۳-۷
شیلی	۱۹۹۹	۱(+/-)۳	آلبانی	۲۰۰۹	۱(+/-)۳

[۱] البته، بانک مرکزی ایالات متحده آمریکا، خود را به دستیابی به تورم ۲ درصد در میان‌مدت متعهد کرده است. اما در قانون فرادستی، اهداف دیگری نظیر ارتقای اشتغال و نرخ بهره بلندمدت کم‌نوسان نیز برای این بانک تعریف شده است.

[2] Jahan. (2018) "Inflation Targeting: Holding the Line. International Monetary Fund"

(ادامه) جدول شماره ۱: فهرست کشورهای دارای راهبرد سیاست پولی هدف‌گذاری تورمی

کشور	سال اتخاذ	تورم هدف (درصد)	کشور	سال اتخاذ	تورم هدف (درصد)
کلمبیا	۱۹۹۹	۲–۴	گرجستان	۲۰۰۹	۳
آفریقای جنوبی	۲۰۰۰	۳–۶	پاراگوئه	۲۰۱۱	۴.۵
تایلند	۲۰۰۰	۰.۵–۳	اوگاندا	۲۰۱۱	۵
مجارستان	۲۰۰۱	۳(+/–)۱	ژاپن	۲۰۱۳	۲
مکزیک	۲۰۰۱	۳(+/–)۱	مولداوی	۲۰۱۳	۳.۵(+/–)۶.۵
ایسلند	۲۰۰۱	۲.۵(+/–)۱.۵	هند	۲۰۱۵	۲–۶
کره جنوبی	۲۰۰۱	۳(+/–)۱	قزاقستان	۲۰۱۵	۴
نروژ	۲۰۰۱	۲.۵(+/–)۱	روسیه	۲۰۱۵	۴

IMF (2018)

اگر چه تمایز میان تأثیر خاص هدف‌گذاری تورمی و اصلاحات اقتصادی بر اوضاع اقتصادی کشورهای دارای بازارهای نوظهور و در حال توسعه دشوار است، با وجود این، شواهد تجربی از عملکرد هدف‌گذاری تورمی، نشان از اثربخشی این چهارچوب در تثبیت انتظارات تورمی و در نتیجه، دستیابی کشورهای مزبور به تورم پایین، پایدار و کم‌نوسان دارد.[1] ضمن آن‌که این دستاورد بزرگ در عملکرد تورمی، با تولید و نوسانات نرخ بهره سازگار است. مطالعات اخیر مبین آن است که چهارچوب هدف‌گذاری تورمی نسبت به سایر چهارچوب‌های سیاست پولی در تثبیت انتظارات تورمی مؤثرتر عمل کرده و ضمن افزایش ظرفیت فنی بانک مرکزی، با سیاست‌های بودجه‌ای کارآتر همراه بوده و به بهبود سیاست‌گذاری اقتصادی (و نه فقط سیاست‌گذاری پولی) منجر شده است. همچنین، متعاقب بحران مالی ۲۰۰۷ ثابت شد که هدف‌گذاری تورمی یک چهارچوب انعطاف‌پذیر است که نسبت به تغییر شرایط، مقاوم‌تر بوده است.

[1] IMF. (2015), "Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-Income and Other Developing Countries ",Staff Report, October.

سیاست‌گذاری پولی در ایران

سیاست‌گذاری پولی در ایران تا قبل از ۱۳۹۸

با وجود تغییرات گسترده در سیاست‌گذاری پولی و چرخش از ابزارهای مستقیم به ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی و به تبع آن، عملیاتی شدن راهبرد هدف‌گذاری تورم در اغلب کشورهای پیشرفته و در حال توسعه که نمود بارز آن دو دستاورد نرخ تورم پایین و با ثبات و نرخ رشد اقتصادی پایدار و پیوسته بوده، بانک مرکزی ایران تا سال ۱۳۹۸ همچنان با اتکا به ابزارهای مستقیم سیاست پولی در صدد دستیابی به هدف مصرح در بند (ب) ماده ۱۰ قانون پولی و بانکی مصوب سال ۱۳۵۱ بود. در این مسیر، عمده ابزارهای مستقیم سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی ایران به‌شرح زیر بوده است.

- **کنترل نرخ‌های سود بانکی:** با اجرای قانون عملیات بانکی بدون‌ربا و معرفی عقود با بازده ثابت و مشارکتی، ضوابط تعیین سود و نرخ بازده مورد انتظارِ ناشی از تسهیلات اعطایی بانک‌ها و حداقل و حداکثر سود یا بازده مورد انتظار بر طبق ماده (۲) آیین‌نامه فصل سوم قانون عملیات بانکی بدون‌ربا برعهده شورای پول و اعتبار بود. همچنین، بر طبق ماده (۳) آیین‌نامه فصل چهارم قانون مذکور، بانک مرکزی می‌توانست در تعیین حداقل نرخ سود (بازده) احتمالی برای انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری یا مشارکت و نیز تعیین حداقل یا عنداللزوم حداکثر نرخ سود مورد انتظار یا نرخ بازده احتمالی برای سایر انواع تسهیلات اعطایی بانکی دخالت کند.
- **سقف اعتباری:** مطابق با ماده (۱۴) قانون پولی و بانکی کشور، بانک مرکزی می‌توانست در امور پولی و بانکی دخالت و نظارت‌هایی داشته باشد که یکی از مفاد آن، محدود کردن بانک‌ها و تعیین حداکثر مجموع وام‌ها و اعتبارات در رشته‌های مختلف بوده است. بر همین اساس، بانک مرکزی با استفاده از ابزار سقف اعتباری، ضمن اولویت‌بندی بخشیِ اعتبارات اعطایی بانک‌ها، محدودیت‌های اعتباری نیز برای بانک‌ها ایجاد کرده و در جهت‌دهی اعتبارات به‌سمت بخش‌های مورد نظر تلاش می‌کرد.

از سوی دیگر، برخلاف گسترش فعالیت بازار بین بانکی ریالی، به‌دلیل عمق پایین بازار بدهی، عدم تنوع ابزارهای کارآمد و عدم کفایت اوراق دولتی قابل معامله در بازار ثانویه (اتکای دولت به تأمین مالی کسری بودجه از محل استقراض مستقیم و غیرمستقیم از نظام بانکی و از محل فروش نفت و سایر دارایی‌ها)، شرایط حضور مؤثر سیاست‌گذار پولی در بازار بین بانکی ریالی و استفاده از آن به‌عنوان ابزاری برای دستیابی به اهداف تورمی فراهم نشده بود.

سیاست‌گذاری پولی نوین در ایران

با توجه به اثبات کارآمدی ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی و جایگزینی مناسب آن‌ها با ابزارهای مستقیم سیاست پولی برای کنترل تورم توسط بیشتر بانک‌های مرکزی، بانک مرکزی ایران پس از مطالعات گسترده و بهره‌گیری از رهنمودهای نخبگان دانشگاهی و بانکی، مختصات انواع ابزارهای نوین سیاست پولی را بررسی کرد. پس از ایجاد بستر مناسب در حوزه انتشار اوراق دولتی، به‌ویژه اسناد خزانه اسلامی و تعمیق بازار آن و نیز با توجه به بند (۹) مصوبات جلسه شورای عالی هماهنگی اقتصادی مورخ ۱۳۹۷/۰۷/۱۰ و بند متبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۸ کل کشور[۱]، مجوزهای قانونی لازم جهت انجام دادن عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی در قالب خرید و فروش اوراق مالی اسلامی منتشره دولت و وثیقه‌گیری اوراق مذکور در تبادلات با بانک‌ها فراهم شد.

بانک مرکزی نیز پس از اطمینان از کارایی مؤثر ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی در کنترل تورم، از سال ۱۳۹۸ با بومی‌سازی ابزارهای موصوف و بررسی ابعاد فقهی و رفع ابهامات شرعی آن‌ها، در جهت نوین‌سازی چهارچوب سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی و هم‌راستا کردن آن با الگوهای موفق جهانی گام برداشت و رهیافت جدیدی برای سیاست پولی خود ترسیم کرد.[۲] در رهیافت جدید سیاست پولی، نخستین و کلیدی‌ترین گام، چرخش از ابزارهای سنتی، دستوری و غیرکارا به ابزارهای مدرن، غیرمستقیم، بازارمحور و پویای سیاست پولی و اجرای عملیات سیاست پولی نوین با محوریت کنترل تورم توسط بانک مرکزی ایران بوده است. در سازوکار جدیدِ عملیات سیاست پولی بانک مرکزی، همچون سازوکار اجرایی سیاست پولی سایر بانک‌های مرکزی، نرخ سیاستی[۳] به‌عنوان هدف عملیاتی بانک مرکزی ایران پذیرفته شده و اجرای سیاست پولی بر تنظیم یا هدف‌گذاری یک نرخ سود کلیدی بنا شده است. ضمن آنکه تنظیم نرخ سود از مجرای بازار بین‌بانکی ریالی و با استفاده از ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده‌مند انجام می‌شود.

---

[۱] بند (م) تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۸ کشور: به‌منظور اجرای سیاست پولی و مدیریت نرخ‌های سود و کنترل تورم، بانک مرکزی عملیات بازار باز و خرید و فروش اوراق مالی اسلامی منتشره دولت و وثیقه‌گیری اوراق مذکور در ازای اضافه‌برداشت بانک‌ها یا اعطای خط اعتباری را انجام می‌دهد.

[۲] در جلسه مورخ ۱۳۹۸/۰۱/۲۷ شورای پول و اعتبار، دستورالعمل عملیات بازار باز به‌تصویب رسید و در جلسه مورخ ۱۳۹۸/۱۰/۳ اصلاحاتی روی آن انجام شد. در هجدهمین جلسه شورای فقهی بانک مرکزی در تاریخ ۱۳۹۸/۰۹/۱۳ استفاده از ابزار توافق بازخرید (ریپو) به‌تصویب رسید. در جلسه مورخ ۱۳۹۸/۱۰/۱۱ نیز سپرده‌گذاری بانک‌ها در قالب عقد ودیعه مجاز شمرده شد. در ادامه، شورای پول و اعتبار استفاده از ابزارهای جدید توافق بازخرید منطبق برشریعت، معاوضه ارزی و عقد ودیعه را در تاریخ ۱۳۹۸/۱۱/۲۹ برای انجام دادن عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی مجاز دانست.

[3] Policy Rate

با وجود تدارک بستر جدید قانونی –شرعی– عملیاتی سیاست پولی، به‌دلیل وجود برخی چالش‌ها نظیر نبود اوراق مالی اسلامی قابل‌معامله در بازار ثانویه در پرتفوی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی برای عملیاتی‌سازی ابزار سیاست پولی توافق بازخرید (ریپو) و توافق بازخرید (ریپوی) معکوس و نیز برخی نوسانات در حجم ذخایر بازار بین بانکی ریالی که به نوسان ناخواسته در نرخ سود بازار بین بانکی ریالی منجر می‌شد، بانک مرکزی به انجام دادن اقداماتی مبادرت کرد که در ادامه مورد اشاره قرار می‌گیرند.

تدارک زمینه برای تجهیز ترازنامه بانک‌ها به دارایی پایه عملیات سیاست پولی

اجرای چهارچوب جدید سیاست پولی مستلزم تجهیز ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی به اوراق دولتی قابل معامله در بازار ثانویه (دارایی پایه عملیات سیاست پولی) بود که تا ابتدای سال ۱۳۹۹ امکان آن به‌صورت غالب و در مقیاس مدنظر سیاست‌گذار پولی تدارک دیده نشده بود. چرا که دولت کسری بودجه خود را از طریق استقراض از بانک مرکزی (تا قبل از منع قانونی)، فروش نفت، فروش سهام و دارایی‌های منقول و غیرمنقول و استقراض از شبکه بانکی تأمین مالی می‌کرد و ضرورتی برای استقراض در قالب اوراق بهادار نداشت. بر همین اساس، بانک مرکزی ایران ضمن پذیرش کارگزاری اوراق مالی اسلامی دولتی منتشره خزانه‌داری کل کشور، مطابق با مفاد قانون بودجه ۱۳۹۹ به راه‌اندازی و عملیاتی‌سازی کارگزاری خود اقدام کرد و نخستین حراج اوراق مالی اسلامی دولتی از طریق این کارگزاری در تاریخ ۱۳۹۹/۰۳/۱۳ صورت پذیرفت. بدین‌ترتیب، زمینه خرید اوراق مالی اسلامی دولتی توسط بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی فراهم شد. به‌تدریج و با خرید اوراق مالی اسلامی دولتی توسط بانک‌ها، ضمن تأمین مالی بازارمحور و غیرتورم‌زای کسری بودجه دولت، ترازنامه بانک‌ها به دارایی پایه عملیات سیاست پولی بانک مرکزی مجهز شده و امکان اجرای کامل عملیات سیاست پولی ریپو و ریپوی معکوس فراهم شد. (جدول شماره ۲)

جدول شماره ۲: حجم اوراق دولتی فروش رفته در حراج‌های برگزار شده طی سال‌های ۱۴۰۳-۱۳۹۹ (هزار میلیارد تومان)

سال	مبلغ اوراق فروش رفته (ه.م.ت)	سررسید اوراق (ماه)	دامنه نرخ بازده اوراق (درصد)
۱۳۹۹ (۴۹ مرحله حراج)	۱۲۵.۷	۱۳-۵۱	۱۵.۶-۲۲
خرید بانک‌ها	۶۲.۳		
خرید سایر سرمایه‌گذاران	۶۳.۴		
۱۴۰۰ (۳۶ مرحله حراج)	۹۰.۶	۱۰-۵۶	۲۰.۷-۲۴.۱
خرید بانک‌ها	۲۳.۵		
خرید سایر سرمایه‌گذاران	۶۷.۱		
۱۴۰۱ (۴۳ مرحله حراج)	۱۱۹.۶	۱۲-۶۰	۲۱.۵-۲۶.۲
خرید بانک‌ها	۳۱.۱		
خرید سایر سرمایه‌گذاران	۸۸.۴		
۱۴۰۲ (۳۳ مرحله حراج)	۱۶۱.۱	۱۲-۵۴	۲۱.۵۴-۲۷.۸۰
خرید بانک‌ها	۶۶.۸		
خرید سایر سرمایه‌گذاران	۹۴.۲		
۱۴۰۳ (۱۴ مرحله حراج تاکنون)	۱۱۶.۹	۱۱-۳۸	۲۷.۳۳-۲۸.۹۰
خرید بانک‌ها	۹۱.۴		
خرید سایر سرمایه‌گذاران	۲۵.۵		

بدین‌ترتیب، ضمن تأمین مالی کسری بودجه دولت از طریق انتشار اوراق بدهی که نتیجه آن تأمین مالی با هزینه کمتر برای دولت بود، همواره نرخ بازده تا سررسید اوراق دولت کمتر از نرخ تورم و نرخ‌های تأمین مالی در بازار سرمایه بوده است. (طی دوره عرضه اوراق، این نرخ در دامنه ۱۵ تا ۲۹ درصد قرار داشته است.) از سوی دیگر، میزان بدهی دولت شفاف‌تر و دولت به بازپرداخت اصل و سود بدهی خود متعهد شد. در مقابل، بانک‌ها نیز از یک ابزار مالی در ترازنامه خود برخوردار شدند که دارای سررسید و سود مشخص بود و میزان پذیرش آن توسط دولت و نحوه نقدپذیری آن توسط دولت خالی از مناقشه بود. برای بانک مرکزی نیز این فرصت فراهم شد تا ضمن وثیقه‌محور کردن رابطه مالی خود با بانک‌ها،

به توسعه و تعمیق بازار بین بانکی ریالی و مدیریت نرخ سود در این بازار و در نهایت، مدیریت بهتر نقدینگی و انتظارات تورمی بپردازد.[۱]

البته باید به این نکته مهم اشاره شود که تجربه حراج اوراق مالی اسلامی دولتی چند سال اخیر و همچنین بررسی‌های به‌عمل آمده (نظرسنجی از بانک‌ها در این زمینه) مبین آن است که یکی از موانع ایجاد تقاضای مؤثر برای اوراق مزبور، قیمت‌های غیربازاری و نرخ‌های سود پایین اوراق بوده است. اگرچه با افزایش نرخ سود اوراق بهادار دولتی و متناسب کردن قیمت آن با وضعیت انتظارات تورمی اقتصاد، هزینه‌های دولت با افزایش مواجه می‌شود، اما عدم تناسب نرخ سود اوراق مزبور با وضعیت تورم موجود با کاهش جذابیت اوراق، به استمرار هدایت تأمین مالی کسری بودجه از منابع مالی موجود در بازار پول به منابع پُرقدرت و تورم‌زای بانک مرکزی منجر شده و با مراجعه متعدد دولت به منابع بانک مرکزی جهت تأمین کسری بودجه، تحریک غیرقابل جبران انتظارات تورمی در سال جاری و بروز التهابات جدی در بازار دارایی‌ها بسیار محتمل خواهد بود. بنابراین، راهکار اصلی تعدیل نرخ بازده اوراق جهت افزایش تقاضاست و تا زمانی که این امر انجام نشود، سایر راهکارهای ارایه شده نیز چندان مؤثر نخواهد بود.

اصلاح سازوکار اخذ سپرده قانونی

ذخایر قانونی[۲] یک حلقه بازخورد خودکار از رشد سپرده‌ها و نقدینگی (M2) به ذخایر مازاد و به نرخ‌های بهره بازار بین بانکی ایجاد می‌کند. خلق پول جدید توسط بانک‌ها (از طریق گسترش سمت دارایی‌های ترازنامه‌ای) برخلاف افزایش احتمالی حجم معاملات بازار بین بانکی، حجم کل ذخایر (پایه پولی) را تغییر نمی‌دهد.[۳] این در حالی است که در روز تودیع سپرده قانونی، سپرده‌های جدید خلق شده، تقاضای ذخایر برای تودیع سپرده قانونی با افزایش مواجه شده و همین موضوع با ایجاد

---

[۱] طی سال‌های قبل از اجرایی‌سازی عملیات سیاست پولی و به‌ویژه در سال‌های ۱۳۹۸-۱۳۹۴ کمیته تخصصی بازار بین بانکی ریالی، طی برگزاری جلسات ماهانه، ضمن رصد و پایش حجم و نرخ سود بازار بین بانکی ریالی تلاش می‌کرد با استفاده از ابزارهای تشویقی و تنبیهی و ممانعت از اختلال‌زایی برخی بانک‌ها و نیز ظرفیت سپرده‌گذاری بانک‌های عامل، از انحراف شدید نرخ سود بازار بین بانکی ریالی ممانعت به‌عمل آورد.

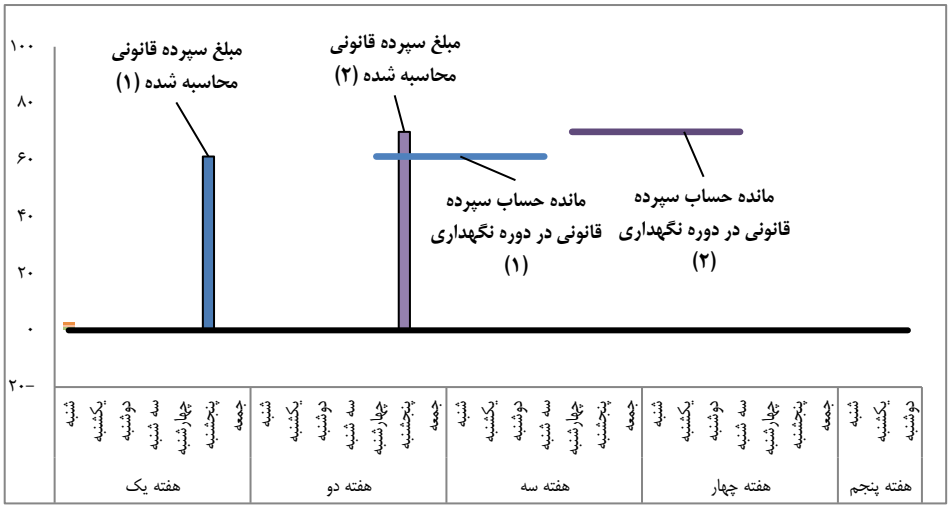
[۲] بسیاری از بانک‌های مرکزی، بانک‌های تجاری و سایر مؤسسات سپرده‌پذیر را مکلف کرده‌اند تا ذخایری معادل با نسبتی از بدهی‌های سپرده‌ای خود (سپرده‌های بخش غیردولتی نزد بانک‌ها) نزد بانک مرکزی نگهداری کنند. این ذخایر به سپرده قانونی مشهورند.

[۳] با انتقال سپرده‌های جدید خلق شده یک بانک به سایر بانک‌ها، ذخایر نیز از آن بانک به سایر بانک‌ها منتقل شده و حجم معاملات بازار بین بانکی از طریق سپرده‌پذیری آن بانک از بانکی که ذخایر به آن منتقل شده، افزایش می‌یابد. نتیجه این عملیات پولی، عدم تغییر نهایی ذخایر و بنابراین، عدم تغییر رقم پایه پولی (حجم کل ذخایر در حساب‌های بانک‌ها نزد بانک مرکزی) برخلاف افزایش حجم معاملات بازار بین بانکی است.

نوسان در نرخ بهره بازار بین بانکی، ثبات بازار کلان پول را با اختلال مواجه کرده و تداوم آن می‌تواند سازوکار اشاعه پولی را مخدوش کند. طی دهه‌های گذشته، بیشتر بانک‌های مرکزی با هدف ایجاد ثبات در تقاضای ذخایر، سازوکار اخذ سپرده قانونی را از یک دوره یک‌روزه به میانگین ذخایر در دوره‌های مشخص (اغلب دو تا چهارهفته‌ای) تسری داده‌اند.[1]

تا قبل از عملیاتی شدن سیاست پولی نوین، سازوکار اخذ سپرده قانونی بانک مرکزی ایران به‌صورت دوره یکروزه بود. بدین‌ترتیب که حجم سپرده‌های مشمول سپرده قانونی در هر پنجشنبه ملاک عمل محاسبه سپرده قانونی قرار گرفته و در چهارشنبه هفته آتی، بانک مورد نظر به تودیع سپرده قانونی از محل ذخایر اضافی و معادل با نسبتی از سپرده‌های مشمول سپرده قانونی مبادرت می‌کرد. (نمودار شماره ۲)

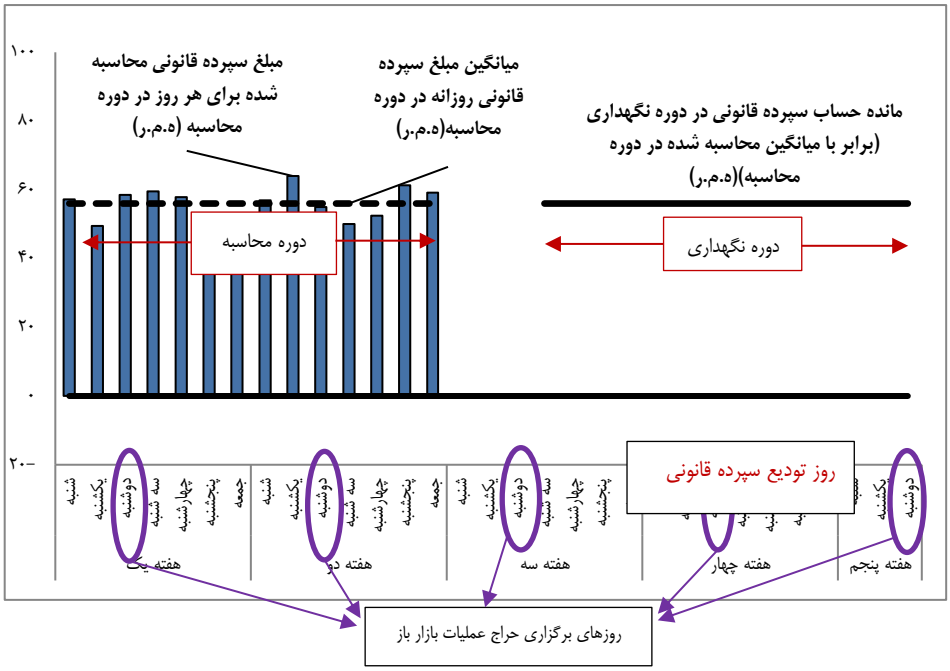
نمودار شماره ۲: نحوه محاسبه و نگهداری سپرده قانونی تا قبل از عملیاتی شدن چهارچوب جدید سیاست پولی



در چهارچوب سیاست‌گذاری پولی جدیدِ طراحی شده، بانک مرکزی ایران با هدف حداقل کردن شوک‌های وارد شده به‌بازار ذخایر از محل تودیع سپرده قانونی، پیش‌بینی‌پذیر کردن جریان ورودی و خروجی ذخایر و کاهش نوسانات نرخ سود در بازار بین بانکی، سازوکار محاسبه و نگهداری سپرده قانونی را به‌صورت میانگین‌گیری از مانده روزهای دوره محاسبه و دوره نگهداری تغییر داد. (نمودار شماره ۳)

[1] Maehle; King. (2022), "Transitioning Operational Targets-From Reserve Money to Interest Rates". International Monetary Fund.

نمودار شماره ۳: نحوه محاسبه و نگهداری سپرده قانونی پس از عملیاتی شدن چهارچوب جدید سیاست پولی



سازوکار عملیاتی شده به این صورت است که در طول دوره محاسبه سپرده قانونی، به‌صورت روزانه مقدار سپرده قانونی سپرده‌های مشمول سپرده قانونی، محاسبه شده و میانگین آن‌ها ملاک عمل نگهداری سپرده قانونی در طول دوره نگهداری خواهد بود. از این‌رو، در روز تودیع سپرده قانونی (هر دو هفته یک‌بار، سه‌شنبه‌ها) تقاضای ذخایر با افزایش قابل توجه مواجه شده و همین موضوع می‌تواند نرخ سود بازار بین بانکی ریالی را با افزایش مواجه سازد. بر همین اساس، حراج‌های هفتگی عملیات بازار باز (ریپوهای هفتگی) در روزهای دوشنبه برگزار می‌شود تا با پاسخ‌دهی بانک مرکزی به تقاضای ذخایر، ثبات نرخ سود بازار بین بانکی ریالی حفظ شود.

اصلاح سازوکار اعطای اعتبار در طول روز

در نظام پرداخت و تسویه کشور با معرفی، طراحی و راه‌اندازی بانکداری الکترونیکی نیاز به سامانه تسویه ناخالص آنی (ساتنا) بیش از پیش مشهود بود. بر همین اساس، پس از مطالعات متعدد و بهره‌گیری از تجارب موفق نظام‌های پرداخت و تسویه برخی کشورهای پیشرفته، در سال ۱۳۸۵، سامانه تسویه

ناخالص آنی راه‌اندازی شد و مورد بهره‌برداری قرار گرفت. به‌تدریج، با گسترش ابزارهای پرداخت الکترونیکی و معرفی ابزارهای جدید (اینترنت‌بانک و موبایل‌بانک و غیره) و به تبع آن، راه‌اندازی اتاق پایاپای خودکار برای ابزارهای پرداخت الکترونیکی و جایگزینی آن با اتاق پایاپای اسناد بانکی[۱]، نیاز به اعتبار در طول روز (که با راه‌اندازی ساتنا ایجاد شده بود)، با افزایش مواجه شد. اما با توجه به اهمیت کارکرد هموار نظام پرداخت و ممانعت از ایجاد و سرایت ریسک سیستمی[۲] به کل نظام تسویه کشور و نیز بنا بر دلایل زیر، بانک مرکزی سیاست اعطای «اعتبار در طول روز بدون وثیقه و بدون هزینه» را در پیش گرفت.

- عدم وجود دارایی‌های نقدشونده (اوراق دولتی نقدشونده) در ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی عضو ساتنا برای توثیق؛
- عدم استفاده از عملیات بازارمحور ریپو در بسته سیاست پولی بانک مرکزی به‌دلیل محیا نبودن بسترهای شرعی، ابزاری و قانونی آن.

اگرچه روند اعطای اعتبار در طول روز بدون هزینه و نامحدودِ بانک مرکزی با هدف روان‌سازی نظام پرداخت و تسویه طراحی و عملیاتی شده بود، اما این روند، زمینه‌ای را فراهم کرده بود که در آن بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی عضو ساتنا هیچ‌گاه در معرض ریسک نقدینگی قرار نمی‌گرفتند. چرا که نیاز به ذخایر (پول بانک مرکزی) بانک‌ها برای تسویه تراکنش‌ها همواره از طریق اعتبار در طول روز رایگانِ بانک مرکزی پاسخ داده می‌شد. همین موضوع می‌توانست با ایجاد ریسک اخلاقی، زمینه بسط و توسعه ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی خاطی و به‌تبع آن خلق نقدینگی خارج از ضوابط بانک مرکزی را فراهم سازد. بر همین اساس، هم‌زمان با عملیاتی شدن چهارچوب نوین عملیات سیاست پولی از اواخر سال ۱۳۹۸، بانک مرکزی در تدارک اصلاح روش اعطای اعتبار در طول روز، تطابق آن با برخی روش‌های استاندارد بین‌المللی موجود و فراهم‌سازی زمینه تعامل اعتباری قاعده‌محور با بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی عضو سامانه تسویه ناخالص آنی (ساتنا) بوده است. به‌همین دلیل، از ابتدای اجرایی شدن سیاست پولی ریپو و میسر شدن زمینه تعامل اعتباری قاعده‌محور با بانک‌ها، بانک مرکزی ایران در جهت اصلاح رویکرد موجود و هم‌راستا کردن آن با الگوهای موفق جهانی گام برداشت و سیاست اعطای اعتبار در طول روز در قبال اخذ وثیقه را در پیش گرفت. اما به‌دلیل عدم‌کفایت اوراق دولتی بازارپذیر در ترازنامه بانک‌ها، بانک مرکزی دارایی پایه (وثیقه) اعطای اعتبار در طول روز را سپرده قانونی بانک‌ها نزد بانک مرکزی قرار داد و مقدار

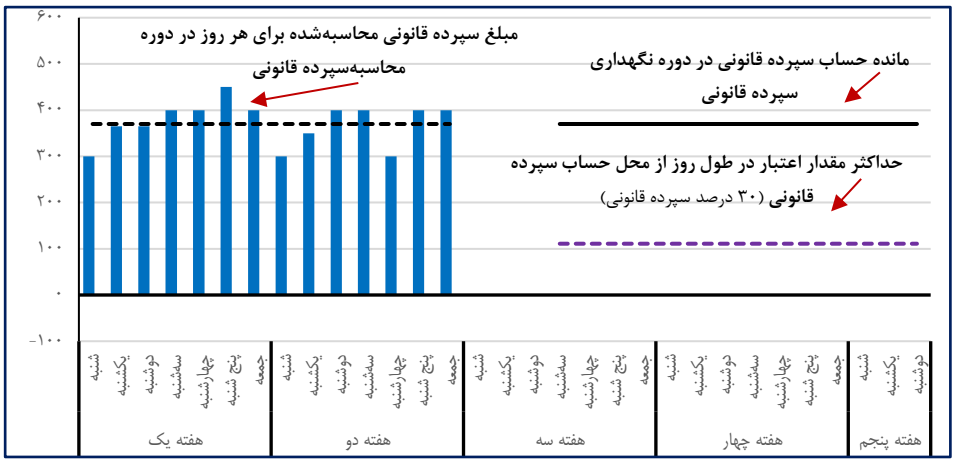
---

[۱] اتاق پایاپای اسناد بانکی صرفاً پایاپای (clearing) ابزار چک و برخی اسناد کاغذی بین‌بانکی را انجام می‌داد.

[2] Systemic Risk

اعتبار در طول روز اعطایی را به‌اندازه دارایی سپرده قانونی بانک‌ها نزد بانک مرکزی مقید کرد. با هدف عملیاتی شدن سازوکار جدید نحوه اعطای اعتبار در طول روز، بانک مرکزی اعتباری بدون هزینه و برابر با ۳۰ درصد سپرده قانونی برای هر یک از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری عضو ساتنا ایجاد کرد تا بانک‌ها از آن برای تسویه تراکنش‌های ارسالی به ساتنا استفاده کنند. (نمودار شماره ۴)

نمودار شماره ٤: حداکثر اعتبار در طول روز قابل‌استفاده از محل مانده حساب سپرده قانونی



همچنین، با هدف ایجاد انعطاف در نحوه مدیریت نقدینگی کوتاه‌مدت بانک‌ها، به هر یک از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی عضو ساتنا اجازه داده شد تا در طول یک دوره ۱۴ روزه، موسوم به دوره نگهداری سپرده قانونی[۱]، مانده حساب‌جاری خود را به‌گونه‌ای مدیریت کنند تا در طول دوره نگهداری، میانگین حساب مزبور منفی نشود. با این عمل، دامنه مدیریت تقاضای ذخایر از یک‌روز به چهارده روز تسری داده شده و زمینه مدیریت نقدینگی نرخ سود بازار بین بانکی ریالی و هدایت آن به محدوده

[۱] مطابق با مفاد ماده‌های ۲، ۳ و ۶ شیوه‌نامه نحوه محاسبه و نگهداری سپرده قانونی براساس روش میانگین‌گیری، دوره نگهداری سپرده قانونی، ۱۴ روز و شامل کلیه روزهای کاری و تعطیل است. دوره مذکور، سه روز پس از اتمام دوره محاسبه سپرده قانونی (نخستین سه‌شنبه بعد از اتمام دوره محاسبه) آغاز و ۱۴ روز بعد (دوشنبه دو هفته بعد) خاتمه می‌یابد. دوره محاسبه نیز از روز شنبه آغاز و تا پایان روز جمعه دو هفته بعد ادامه می‌یابد. در دوره محاسبه، مبلغ سپرده قانونی به‌صورت جداگانه برای کلیه روزهای دوره محاسبه، محاسبه شده و میانگین آن به‌عنوان مبلغ سپرده قانونی قابل‌تودیع توسط هر بانک در دوره نگهداری در نظر گرفته می‌شود.

سیاست‌گذار پولی تسهیل می‌شود. با عملیاتی شدن زمینه جدید سیاست‌گذاری پولی، بازار بین بانکی ریالی از یک ثبات نسبی برخوردار شده که در ادامه بدان پرداخته می‌شود.

بازار بین بانکی ریالی

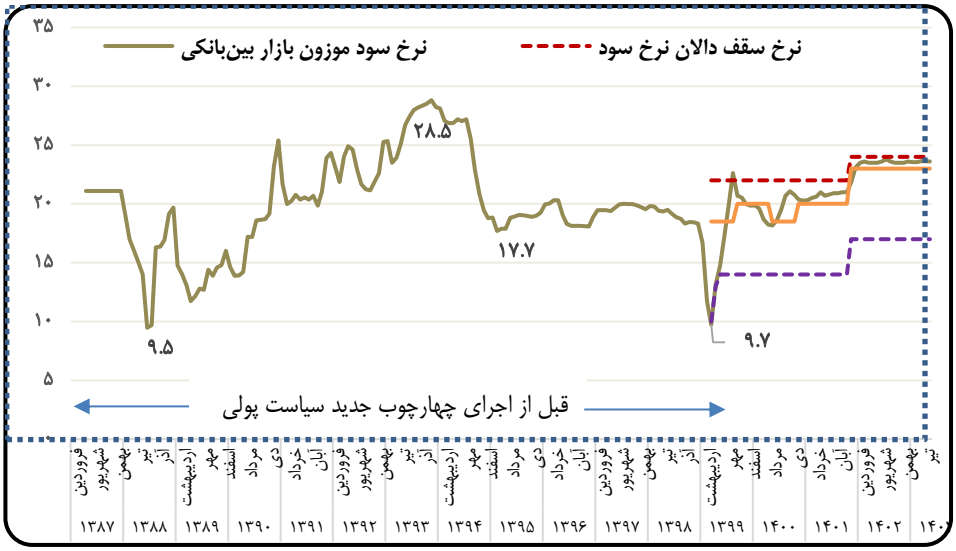
پس از تصویب دستورالعمل اجرایی بازار بین بانکی ریالی در جلسه مورخ ۱۳۸۳/۰۷/۱۸ شورای پول و اعتبار، بازار بین بانکی ریالی از تاریخ ۱۳۸۷/۰۴/۱۸ رسماً آغاز به‌کار کرده و زمینه مبادله رسمی ذخایر[۱] بانک‌ها با یکدیگر فراهم شد. تا قبل از عملیاتی شدن چهارچوب نوین سیاست پولی (تا قبل از خرداد ماه سال ۱۳۹۹)، بانک مرکزی صرفاً از طریق بانک‌های عامل[۲] می‌توانست مداخله بسیار محدودی در بازار بین بانکی ریالی کرده و از این‌رو، نرخ سود موزون بازار بین بانکی ریالی با نوسانات قابل‌توجهی مواجه بود. در ابتدای راه‌اندازی بازار بین بانکی، میزان اعتبار اعطایی بانک مرکزی به بانک‌های عامل با توجه به حجم محدود بازار قابل‌ملاحظه بود. به‌طوری که حدود ۵۰ درصد بازار در اختیار بانک مرکزی بود، اما با توسعه و افزایش حجم بازار، این سهم بسیار کاهش یافته و اثربخشی آن با کاهش قابل ملاحظه‌ای مواجه شد. در این دوره، تنظیم و مدیریت نرخ سود در قالب تذکرهای شفاهی و کتبی به بانک‌ها و اعطای اعتبار به بانک‌ها از طریق بانک‌های عامل بود. اما از زمان عملیاتی شدن چهارچوب جدید سیاست پولی و فراهم شدن زمینه استفاده از ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی، عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده‌مند توسط مقام پولی، نرخ سود موزون بازار بین بانکی ریالی بسیار کم‌نوسان و باثبات‌تر شده و همواره در محدوده دالان نرخ سود حرکت کرده است (نمودار شماره ۵).

---

[۱] منظور از ذخایر (Reserves)، دارایی تسویه بانک‌ها در سامانه تسویه ناخالص آنی است که همان مانده حساب‌جاری بانک‌ها نزد بانک مرکزی است.

[۲] تعداد بانک‌های واجد شرایط برای عاملیت بانک مرکزی در بازار بین بانکی ریالی محدود بوده و به حداکثر سه بانک محدود می‌شد.

نمودار شماره ۵: نرخ سود موزون بازار بین‌بانکی ریالی از سال راه‌اندازی تاکنون (درصد)



سازوکار اجرایی عملیات بازار باز به این صورت است که بانک مرکزی مطابق با چشم‌انداز آتی (اغلب در بازه یک‌هفته‌ای) به پیش‌بینی مقدار تقاضای ذخایر[۱] پرداخته و سپس نسبت به اعلام موضع سیاستی خود در حراج‌های هفتگی عملیات بازار باز (از طریق سامانه بازار بین بانکی ریالی) اقدام می‌کند. چنانچه بازار بین بانکی دارای کسری (مازاد) ذخایر باشد، موضع عملیاتی بانک مرکزی در عملیات بازار باز، تزریق (جذب) ذخایر با به‌کارگیری ابزار عملیاتی ریپو (ریپوی معکوس) خواهد بود تا از ایجاد نوسان ناخواسته در نرخ سود بازار بین‌بانکی ریالی ممانعت به‌عمل آید. همچنین، سازوکار دریچه اعتباری تسهیلات قاعده‌مند به این صورت است که در صورت کسری (مازاد) موردی ذخایر در سایر روزهای هفته، بانک‌ها می‌توانند به دریچه تسهیلات قاعده‌مند بانک مرکزی رجوع کرده و کسری (مازاد) ذخایر شبانه خود را از طریق اعتبارگیری (سپرده‌گذاری) قاعده‌مند با نرخ سقف (کف) دالان سود تأمین (سپرده‌گذاری) کنند. (جدول شماره ۳)

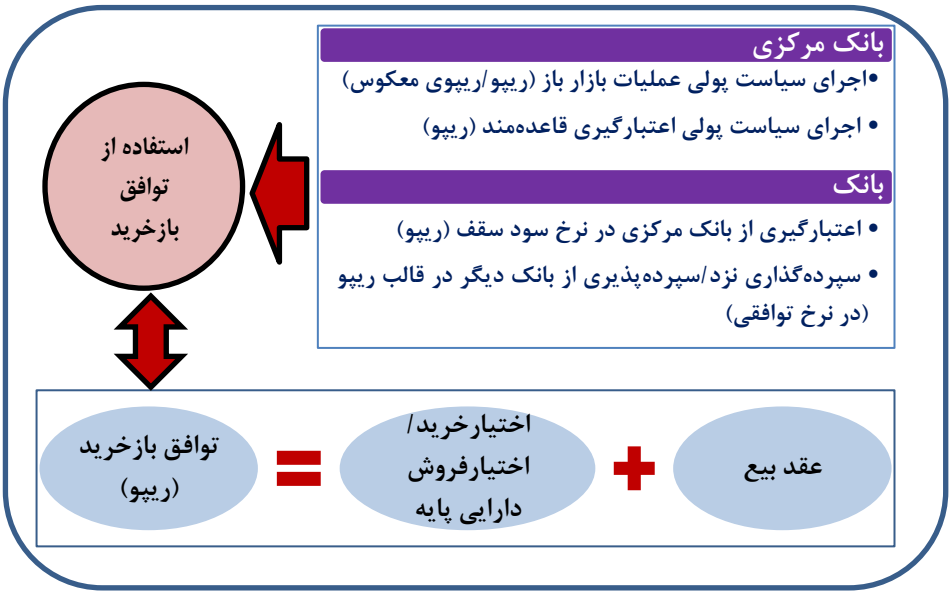
[۱] در پیش‌بینی تقاضای ذخایر، عمدتاً مؤلفه‌هایی نظیر حجم سپرده قانونی قابل تودیع، مقدار عوامل مستقل (رفتار مالی دولت) و موقعیت مالی بانک در نظر گرفته می‌شود.

جدول شماره ۳: ابزارهای بانک مرکزی در اجرای عملیات سیاست پولی

ابزارهای سیاستگذاری	ابزارهای عملیاتی
عملیات بازار باز (هفتگی)	۱- خرید و فروش قطعی اوراق دولتی ۲- خرید و فروش اعتباری اوراق دولتی براساس توافق بازخرید ریپو (خرید اعتباری اوراق دولتی) ریپوی معکوس (فروش اعتباری اوراق دولتی)
تسهیلات قاعده‌مند (شبانه) اعتبارگیری قاعده‌مند در نرخ سقف سپرده‌گذاری قاعده‌مند در نرخ کف	تسهیلات قاعده‌مند (شبانه) ریپو (خرید اعتباری اوراق دولتی) سپرده‌گذاری براساس عقد ودیعه

دارایی پایه در ریپو و ریپوی معکوس بانک مرکزی اوراق دولتی منتشره خزانه‌داری کل کشور با قابلیت معامله در بازار ثانویه است.

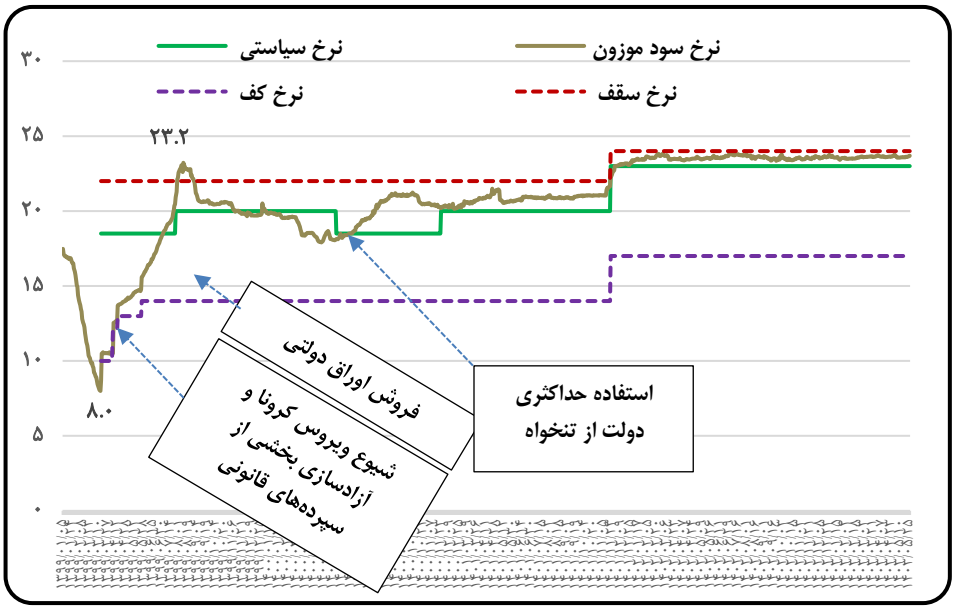
نمودار شماره ٦: سازوکار توافق بازخرید



برخلاف نرخ‌های حدود ۱۸ درصدی در بازار بین بانکی ریالی در چهار سال منتهی به سال ۱۳۹۸، در اوایل سال ۱۳۹۹ به‌دلیل آزادسازی بخشی از سپرده‌های قانونی برای اعطای تسهیلات (به جامعه هدف دولت در همه‌گیری ویروس کرونا)، عرضه در بازار ذخایر به‌شدت افزایش یافته و همین موضوع به

کاهش نرخ سود در بازار بین بانکی ریالی به کمترین میزان خود در یک دهه اخیر منجر شد. اما پس از تعیین سه نرخ کلیدی «نرخ هدف»، «نرخ کف دالان سود» و «نرخ سقف دالان سود» (نرخ سود سیاستی در سطح ۱۸/۵ درصد، نرخ کف دالان سود در سطح ۱۰ درصد و نرخ سقف دالان سود در سطح ۲۲ درصد)[۱] و به‌تبع آن پس از فراهم شدن زمینه اجرایی و عملیاتی شدن چهارچوب جدید سیاست پولی، از اوایل خرداد ماه سال ۱۳۹۹، نرخ سود بازار بین بانکی ریالی در محدوده دالان سیاستی قرار گرفت. (نمودار شماره ۷)

نمودار شماره ۷: نرخ سود بازار بین بانکی ریالی از زمان عملیاتی شدن چهارچوب نوین سیاست پولی تاکنون (درصد)



با آزادسازی بخشی از سپرده‌های قانونی بانک‌ها که با هدف اعطای تسهیلات به قشر آسیب‌پذیر از کرونا انجام شده بود، مانده سپرده‌های قانونی بانک‌ها نزد بانک مرکزی کاهش و مانده حساب‌جاری

[۱] به‌دلیل فزونی ذخایر در سال ۱۳۹۹ و با هدف کاهش انگیزه بانک‌ها به خلق پول در این سال، بانک مرکزی طی سه مرحله در تاریخ‌های ۱۳۹۹/۰۴/۰۹، ۱۳۹۹/۰۴/۱۲ و ۱۳۹۹/۰۵/۲۲ نرخ کف دالان سود را به‌ترتیب به ۱۲، ۱۳ و ۱۴ درصد افزایش داد. در ادامه، در تاریخ ۱۴۰۱/۱۱/۱۹ نرخ کف و سقف دالان سود به‌ترتیب به ۱۷ و ۲۴ درصد و نرخ سیاستی به ۲۳ درصد افزایش یافت.

بانک‌ها نزد بانک مرکزی (ذخایر مازاد[1]) افزایش یافت. با این عمل، عرضه ذخایر در بازار بین بانکی ریالی افزایش و نرخ سود موزون بازار بین بانکی ریالی کاهش یافت. با فراهم شدن زمینه‌های قانونی –شرعی– اجرایی عملیات سیاست پولی نوین از ۱۳۹۹/۰۳/۱۳ و فراهم شدن زمینه تسهیلات قاعده‌مند، بانک‌ها در قالب عقد ودیعه به سپرده‌گذاری ذخایر مازاد خود نزد بانک مرکزی در نرخ کف دالان سود مبادرت کرده و بدین‌ترتیب، نرخ سود بازار بین بانکی در داخل دامنه مدنظر سیاست‌گذار پولی قرار گرفت. با آغاز حراج‌های هفتگی اوراق دولتی از تاریخ ۱۳۹۹/۰۳/۱۳ به‌تدریج بخشی از ذخایر بانک‌ها به خرید اوراق دولتی اختصاص یافته و بدین‌ترتیب، ترازنامه بانک‌ها به اوراق دولتی قابل معامله در بازار ثانویه تجهیز و زمینه انجام دادن عملیات سیاست پولی در قالب ریپو فراهم شد. از اوایل سال ۱۴۰۰ به‌دلیل استفاده دولت از تنخواه‌گردان پرداخت وجوه دولتی، دوباره ذخایر بانک‌ها با افزایش مواجه شده و نرخ سود بازار بین بانکی روند نزولی به‌خود گرفت. اما با آغاز فروش اوراق دولتی از تابستان ۱۴۰۰، دوباره بخشی از مازاد ذخایر بانک‌ها به خرید اوراق دولتی اختصاص یافته و نرخ سود به محدوده نرخ سیاستی بازگشت. پس از آن نیز نرخ سود موزون بازار بین بانکی ریالی همواره از ثبات برخوردار بوده و در محدوده نرخ سیاستی بانک مرکزی دارای نوسان اندکی بوده است.

با وجود ایجاد فرصت‌های متنوع ایجاد شده در زمینه جدید عملیات سیاست پولی نظیر تجهیز ترازنامه بانک‌ها به اوراق دولتی قابل‌معامله در بازار ثانویه، فراهم شدن زمینه تعامل اعتباری وثیقه‌محور بانک مرکزی با بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی در دو قالب ریپو و توثیق اوراق[2]، شفاف شدن تعامل مالی بانک‌ها با بانک مرکزی و بانک‌ها با دولت، افزایش درجه نقدشوندگی دارایی‌هایی ترازنامه‌ای بانک‌ها به‌واسطه جایگزینی اوراق دولتی با دارایی‌های غیرسیال (نظیر بدهی بخش دولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی) و امکان مدیریت مؤثر نرخ سود بازار بین بانکی ریالی، به‌دلیل برخی چالش‌های موجود در بازار بدهی دولتی، امکان بهره‌گیری از چهارچوب جدید برای هدفگذاری تورمی را با مشکلاتی مواجه ساخته است.

[1] Excess Reserves

[2] با تجهیز ترازنامه بانک‌ها به اوراق مالی اسلامی دولتی، خطوط اعتباری نیز در قالب اخذ وثیقه در اختیار بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی قرار می‌گیرد.

فرصت‌های بهره‌گیری از چهارچوب نوین سیاست‌گذاری پولی در ایران

در حرکت از ابزارهای مستقیم سیاست پولی که مبتنی بر دستور بوده و قابلیت سرپیچی بالا داشته و نیازمند سیستم نظارتی بسیار قوی و کارآمد است، به‌سمت ابزارهای غیرمستقیم مبتنی بر بازار و نقش فعالانه بانک مرکزی در مدیریت نرخ سود در بازار بین بانکی است، ترسیم نقش و فضای عملیاتی مقام پولی می‌تواند رهگشا باشد. تا قبل از چهارچوب جدید، شرایط کلی زیر در بازار پول حاکم بود.

- بازار مالی کم‌عمق، بدون ابزار مؤثر و غیرشفاف از منظر حجم، نرخ و روابط مالی بین بانک‌ها؛
- تأمین مالی دولت متکی بر استقراض از بانک مرکزی در قالب ۳ درصد بودجه عمومی؛
- تحمیل بارِ مالی تکالیف دولتی بر شبکه بانکی یا استقراض مستقیم از بانک‌ها؛
- بهره‌گیری از ابزار سپرده قانونی به‌عنوان ابزار اصلی در مواجهه با بانک‌ها، چه در حوزه تشویق و تنبیه، چه در قالب یک ابزار سیاست پولی؛
- نامشخص بودن زمان بازپرداخت اصل بدهی و میزان سود بدهی دولت به‌بانک‌ها؛
- نبود ابزاری به غیر از تزریق منابع در قالب اعتبار از طریق بانک‌های عامل به بازار بین‌بانکی؛
- اعطای اعتبارات به بانک‌ها بدون اخذ وثیقه؛
- مدیریت نقدینگی بانک‌ها متکی بر منابع محدود بازار بین بانکی، اعتبار مستقیم بدون وثیقه از بانک مرکزی و اضافه برداشت؛
- نبود سازوکاری شفاف جهت علامت‌دهی به بازارهای مختلف مالی و فعالان اقتصادی؛
- عدم‌امکان رصد و پایش مؤثر روزانه حجم منابع مورد نیاز بانک‌ها؛
- نبود استراتژی برای هموارسازی رفتار مالی دولت بر بازار بین بانکی.

در چنین شرایطی که ابزارهای سیاست پولی اغلب نقش منفعلانه‌ای برای بانک مرکزی ایجاد کرده بودند، چرخش به‌سمت ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی و اجرای چهارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی، فرصت‌های زیر را برای بانک مرکزی، بانک‌ها، دولت و اقتصاد کلان کشور تدارک کرد.

فرصت‌های ایجاد شده برای بانک مرکزی

اجرای چهارچوب جدید سیاست پولی به‌طور خلاصه فرصت‌های زیر را برای بانک مرکزی فراهم کرد.

- معرفی ابزارهای مؤثر و متنوع غیرمستقیم در بازار بین بانکی همچون ریپو، ریپوی معکوس، سپرده‌پذیری قاعده‌مند، اعطای تسهیلات قاعده‌مند به‌جای مدیریت ناکارآمد بازار از طریق بانک‌های عامل؛

- مدیریت و کاهش نوسانات نرخ سود در بازار بین بانکی و هدایت آن در داخل کریدور نرخ سود (دالان فعلی ۱۷ تا ۲۴ درصد)؛
- پیش‌بینی‌پذیر کردن نحوه مدیریت ذخایر مازاد یا کسری برای بانک‌ها در بازار بین بانکی (امکان سپرده‌گذاری در بانک مرکزی و اخذ تسهیلات از آن)؛
- وثیه‌دار کردن رابطه مالی بانک‌ها با بانک مرکزی؛
- هدایت بانک‌ها به‌سمت مدیریت ریسک نقدینگی روزانه و حساس شدن آن به نرخ تأمین مالی روزانه؛
- مدیریت روزانه نرخ سود و نقدینگی در بازار بین بانکی؛
- شفافیت عملیات روزانه نرخ و حجم بازار بین بانکی؛
- جایگزینی ابزارهای غیرمستقیم به‌جای اعطای اعتبار مستقیم به‌بانک‌ها؛
- رصد و پایش رفتار بانک‌ها، دولت و عملیات ریالی خرید و فروش دارایی ارزی بانک مرکزی؛
- علامت‌دهی شفاف و مدیریت‌شده به‌فعالان اقتصادی و بازارها از طریق مدیریت نرخ سود در بازار بین‌بانکی؛
- فراهم شدن امکان مدیریت نرخ بازده تا سررسید اوراق بدهی دولت به‌عنوان نرخ بدون ریسک و پایه در اقتصاد.

فرصت‌های ایجاد شده برای بانک‌ها

هم‌زمان با تدارک ابزارهای مؤثر در چهارچوب نوین سیاست‌گذاری پولی در اقتصاد ایران، مزایا و فرصت‌های زیر برای شبکه بانکی کشور فراهم شد.

- تدارک منابع از بازار بین بانکی، چه از طریق سایر بانک‌ها و چه از طریق عملیات مالی بانک مرکزی و در نتیجه، مدیریت مؤثرتر ریسک نقدینگی؛
- بهبود ترکیب دارایی‌ها و ترازنامه بانک‌ها از طریق جایگزینی اوراق بدهی دولت به‌جای سایر دارایی‌ها؛
- خرید اوراق بدهی دولت که دارای کوپن سود و زمان سررسید مشخص است، به‌جای تأمین مالی بدون سررسید دولت و مناقشه محاسبات سود میان بانک و دولت؛
- تأمین مالی با هزینه پایین‌تر از بازار بین بانکی (از طریق ریپو با بانک مرکزی به‌جای اضافه برداشت و سپرده‌پذیری با نرخ‌های بالا از سایر بانک‌ها)؛
- مدیریت مؤثرتر حساب‌جاری و حساسیت بیشتر به نرخ تأمین مالی روزانه از بازار بین بانکی؛

- تدارک وثایق جدید برای اخذ اعتبار از بانک مرکزی (انواع اوراق مالی اسلامی دولتی)؛
- تأمین مالی کوتاه‌مدت با استفاده از ابزار ریپو و حفظ اوراق بدهی تدارک شده متناسب با سررسید سپرده‌ها؛
- قدرت چانه‌زنی با دولت برای تأمین کسری بودجه آن؛
- دسترسی به منابع بانک مرکزی و امکان سپرده‌گذاری وجوه بدون مشتری نزد بانک مرکزی.

فرصت‌های ایجاد شده برای دولت

ایجاد چهارچوب جدید پولی برای دولت محاسن زیر را به‌دنبال داشته است.

- تأمین مالی سریع‌تر کسری بودجه؛
- تأمین مالی با نرخ مناسب‌تر و کم‌هزینه‌تر (همواره نرخ تأمین مالی دولت کمتر از نرخ تورم بوده و در دامنه ۱۵ تا ۲۹ درصد قرار داشته است)؛
- ارایه تصویری شفاف‌تر از میزان بدهی دولت و زمان سررسید بدهی آن و بنابراین، فراهم شدن امکان برنامه‌ریزی بهتر برای هموارسازی مسیر درآمد و هزینه دولت؛
- تدارک منابع برای اجرای بهتر بودجه سالانه؛
- تدارک منابع از طیف گسترده نهادهای مالی و اشخاص حقوقی فعال در بازار سرمایه؛
- ایجاد بازار و کارگزار جدید برای فروش اوراق (کارگزاری بانک مرکزی و حراج هفتگی اوراق دولت توسط آن)؛
- جایگزینی فروش اوراق بدهی کوپن‌دار به‌جای واگذاری اسناد خزانه به پیمانکاران و کنترل محدود بر رفتار آن‌ها در عرضه اوراق در بازار سرمایه.

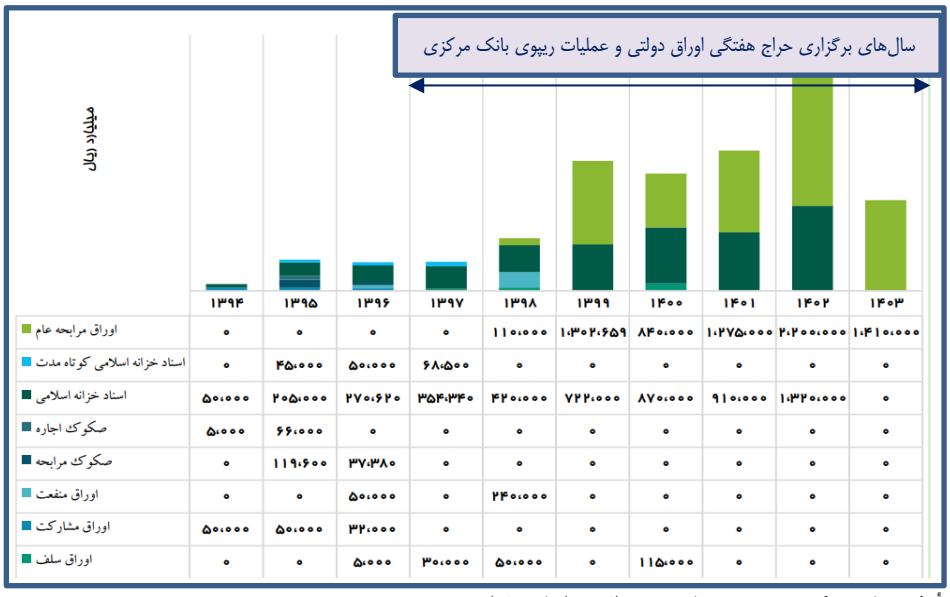
فرصت‌های ایجادشده برای اقتصاد کلان کشور

در کنار مزایا و فرصت‌های ایجاد شده برای بانک مرکزی، بانک‌ها و دولت که همگی بخشی از بازیگران اقتصاد کشور را تشکیل می‌دهند، از منظر اقتصاد کلان نیز مزایای زیر با چهارچوب جدید سیاست پولی فراهم شده است.

- تأمین مالی ارزان‌تر دولت و در نتیجه، فشار مالیاتی کمتر بر آحاد جامعه؛
- تدارک سریع‌تر کالاهای عمومی توسط دولت از طریق انتشار اوراق دولتی؛

- مدیریت نرخ اوراق مالی دولت و در نتیجه، شکل‌دهی بهتر به انتظارات فعالان اقتصادی از نرخ در بازارها؛
- کاهش شوک‌پذیری بازارهای مالی از رفتار مالی دولت؛
- کاهش التهابات در بازارهای مالی؛
- فراهم شدن امکان مشارکت مستقیم مردم در تأمین مالی دولت از طریق خرید اوراق بدهی دولت. (نمودار شماره ۸)

نمودار شماره ۸: عملکرد انتشار سالانه اوراق بهادار اسلامی با تضمین دولت به تفکیک نوع اوراق (میلیارد ریال)



	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳
اوراق مرابحه عام	۰	۰	۰	۰	۱۱۰،۰۰۰	۱،۳۰۲،۶۵۹	۸۴۰،۰۰۰	۱،۲۷۵،۰۰۰	۲،۲۰۰،۰۰۰	۱،۴۱۰،۰۰۰
اسناد خزانه اسلامی کوتاه مدت	۰	۴۵،۰۰۰	۵۰،۰۰۰	۶۸،۵۰۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
اسناد خزانه اسلامی	۵۰،۰۰۰	۲۰۵،۰۰۰	۲۷۰،۶۲۰	۳۵۴،۳۴۰	۴۲۰،۰۰۰	۷۲۲،۰۰۰	۸۷۰،۰۰۰	۹۱۰،۰۰۰	۱،۳۲۰،۰۰۰	۰
صکوک اجاره	۵،۰۰۰	۶۶،۰۰۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
صکوک مرابحه	۰	۱۱۹،۶۰۰	۳۷،۳۸۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
اوراق منفعت	۰	۰	۵۰،۰۰۰	۰	۲۴۰،۰۰۰	۰	۰	۰	۰	۰
اوراق مشارکت	۵۰،۰۰۰	۵۰،۰۰۰	۳۲،۰۰۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
اوراق سلف	۰	۰	۵،۰۰۰	۳۰،۰۰۰	۵۰،۰۰۰	۰	۱۱۵،۰۰۰	۰	۰	۰

مأخذ: خبرنامه هفتگی مدیریت بدهی‌های عمومی (۲۴ مردادماه ۱۴۰۳)

ویژگی‌های بازار بدهی دولتی در کشورهای توسعه‌یافته

امروزه، استفاده از ظرفیت بازار بدهی دولتی یکی از بهترین راه‌های تأمین مالی بازارمحور بودجه دولت‌هاست. در مقابل، روش‌های ناکارآمدی همچون تأمین کسری از طریق بانک مرکزی و پولی کردن آن موجب افزایش تورم و پایداری آن در اقتصاد می‌شود. بازار کارآی اوراق بدهی دولتی با تدارک بستر دارایی پایه عملیات سیاست پولی به اجرای مؤثر سیاست پولی کمک کرده و دستیابی به اهداف پولی و تورمی بانک مرکزی را ساده‌تر و استفاده از ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی عملیات بازار

باز و تسهیلات قاعده‌مند را بهینه‌تر می‌کند. وجود چنین بازاری، مواجهه با تغییر هزینه‌های جاری و عمرانی در هنگام بروز شوک‌ها را مدیریت کرده و دولت‌ها را در مقابل ریسک‌های نرخ بهره، نرخ ارز و سایر ریسک‌های مالی یاری می‌دهد. بر همین اساس و با توجه به اهمیت توسعه بازار بدهی و بهره‌گیری از آن برای تأمین مالی بازارمحورِ کسری بودجه، بازار بدهی دولتی اغلبِ کشورهای پیشرفته و برخی کشورهای در حال توسعه شامل ویژگی‌های بارزی به‌شرح زیر است.[۱]

- قوانین و مقررات محکم و قابل‌اتکا و چهارچوب‌های نظارتی کارآ و شفاف؛
- بازارهای اولیه شفاف، قابل‌پیش‌بینی و دارای ساختار رقابتی با تمرکز بر برنامه زمان‌بندی انتشار اوراق؛
- سازوکار مؤثر برگزاری حراج‌های کارآی اوراق بدهی دولتی در بازار اولیه؛
- معامله‌گران اولیه[۲] کارآ و حصول اطمینان از عملکرد آن‌ها در ایفای تعهدات خود در زمینه ساختار بازار و ایجاد سازوکار مبادله شفاف برای دستیابی به بازار ثانویه فعال و تقویت واسطه‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی؛
- دامنه وسیع و متنوعی از انواع سرمایه‌گذاران از بانک‌های تجاری، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی تا سرمایه‌گذاران انفرادی؛
- دامنه وسیعی از انواع اوراق بدهی دولتی با نرخ‌های ثابت و متغیر[۳] و با سررسیدهای یک‌ماهه تا ۵۵ ساله؛ (نمودار شماره ۹)
- بازارهای ثانویه فعال برای ارزیابی درست و قیمت‌گذاری منصفانه اوراق بهادار دولتی در این بازارها؛
- وجود بازارگردان فعال برای مدیریت قیمت اوراق بدهی دولتی؛
- ایجاد و توسعه زیرساخت مناسب برای انجام دادن معاملات اوراق بهادار، هزینه‌های معاملاتی ناچیز و زیرساخت قوی و ایمن برای تسویه اوراق دولتی.

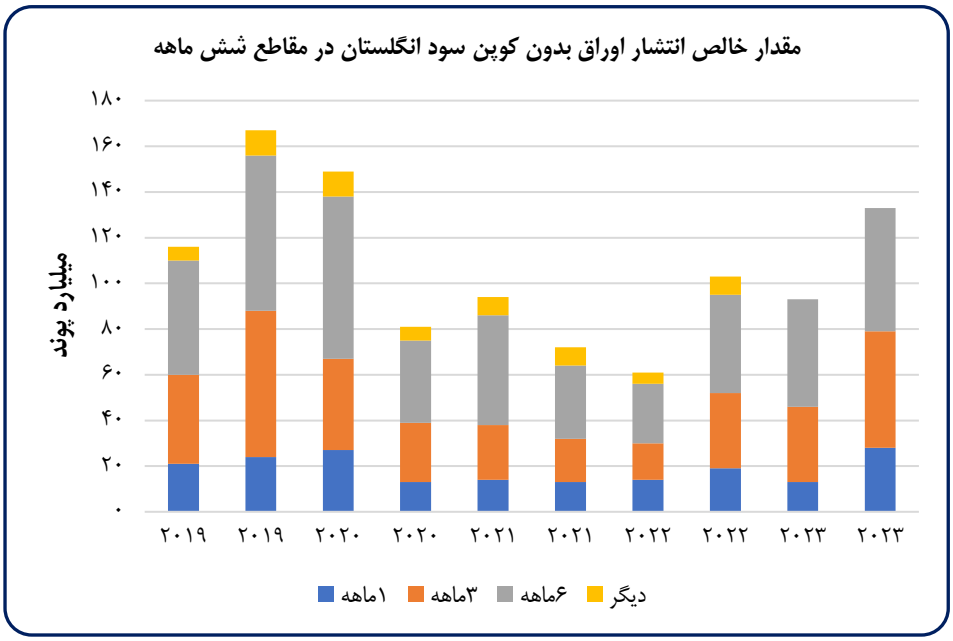
---

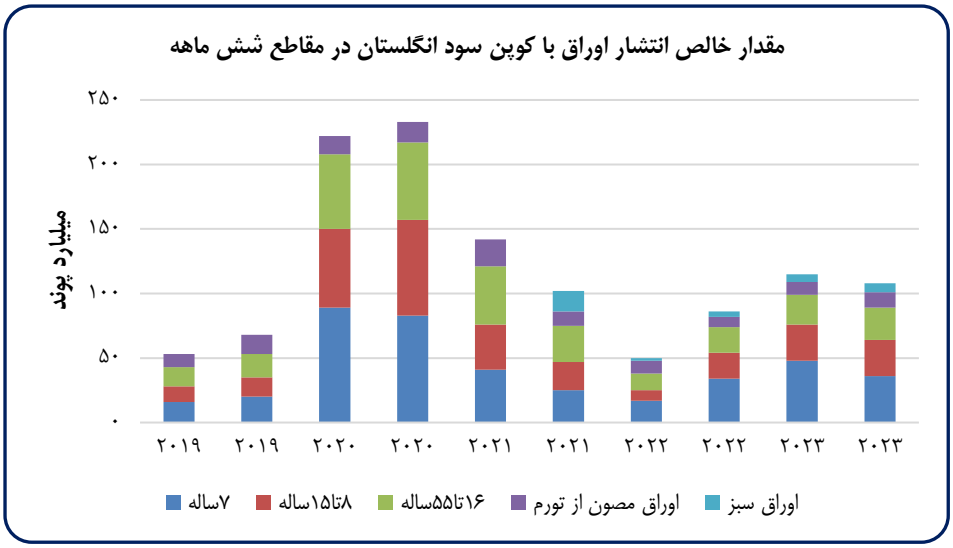
[1] World Bank. (2007) "Developing the Government Domestic Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation".

[۲] نقش این معامله‌گران اولیه، شرکت در بازار اولیه اوراق بدهی دولتی و ایجاد اطمینان از جذب کامل اوراق تازه منتشر شده و توزیع آن‌ها میان سرمایه‌گذاران نهایی است.

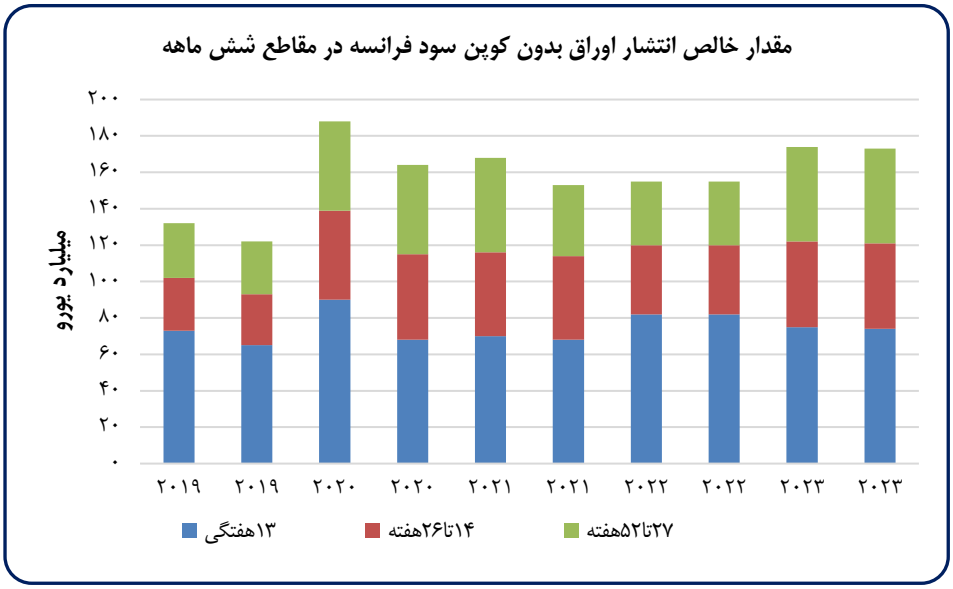
[۳] اوراق شاخص‌بندی شده، نمونه‌ای از این نوع اوراق است.

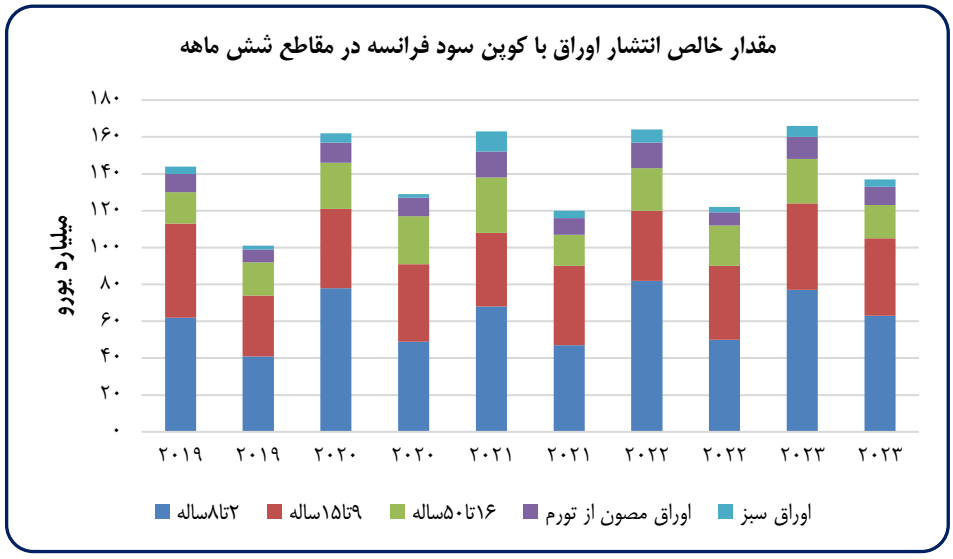
نمودار شماره ۹: مقدار اسناد خزانه و اوراق قرضه منتشر شده در برخی کشورهای منتخب



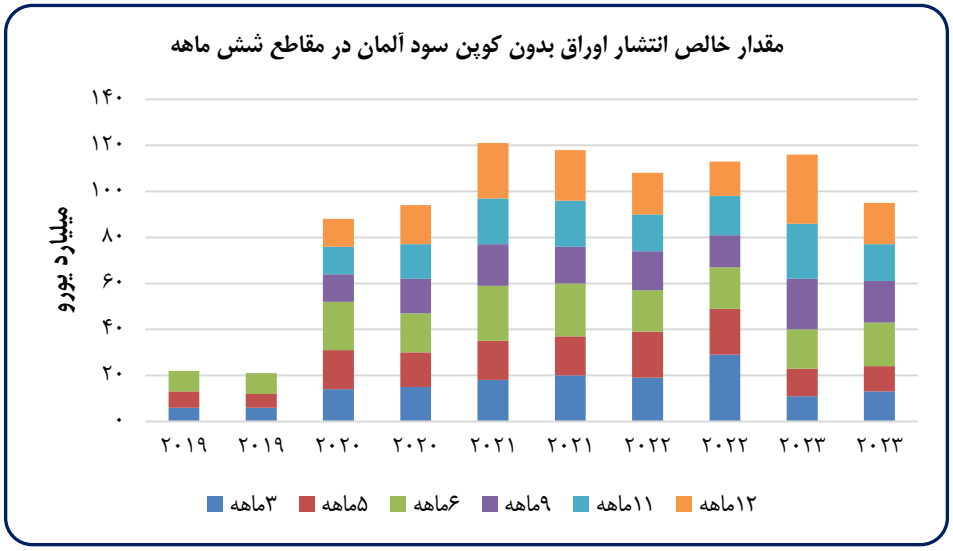


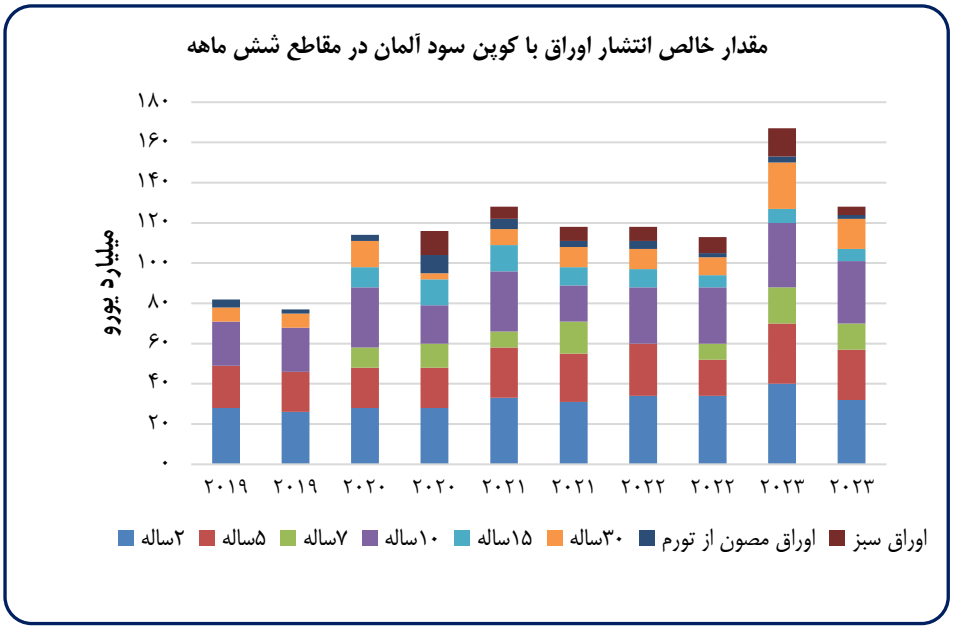
(ادامه) نمودار شماره ۹: مقدار اسناد خزانه و اوراق قرضه منتشر شده در برخی کشورهای منتخب





(ادامه) نمودار شماره ۹: مقدار اسناد خزانه و اوراق قرضه منتشر شده در برخی کشورهای منتخب





چالش‌های موجود در بازار بدهی دولتی ایران

با وجود تدارک زمینه تأمین مالی بخشی از کسری بودجه دولت از طریق انتشار و فروش اوراق دولتی و وجود برخی چالش‌های جدی در بازار بدهی دولتی، مانع تعمیق بازار بدهی دولتی و ایجاد تقاضای مؤثر اوراق دولتی بوده که در ادامه بدان‌ها پرداخته و سپس راه‌کارهای حل‌وفصل چالش‌ها بیان می‌شود.

۱- **قیمت‌های غیربازاری و نرخ‌های سود پایین اوراق:** اگر چه بازار بدهی اوراق دولتی عمق لازم را ندارد، تجربه حراج اوراق مالی اسلامی دولتی در سال‌های اخیر و همچنین، بررسی‌های به‌عمل آمده (نظرسنجی از بانک‌ها در این زمینه) بیان‌کننده آن است که مهم‌ترین و اساسی‌ترین مانع در ایجاد تقاضای مؤثر برای اوراق مزبور، قیمت‌های غیربازاری و نرخ‌های سود پایین اوراق بوده است. اگرچه با افزایش نرخ سود اوراق بهادار دولتی و متناسب کردن قیمت آن با وضعیت انتظارات تورمی اقتصاد، هزینه‌های دولت با افزایش مواجه می‌شود، عدم‌تناسب نرخ سود اوراق مزبور با وضعیت تورم موجود با کاهش جذابیت اوراق، به استمرار هدایت تأمین مالی کسری بودجه از منابع مالی موجود در بازار پول به منابع پُرقدرت و تورم‌زای بانک مرکزی منجر شده و با مراجعه متعدد دولت به منابع بانک مرکزی برای تأمین کسری بودجه، تحریک غیرقابل جبران انتظارات تورمی در سال‌جاری و بروز التهابات جدی در بازار دارایی‌ها بسیار محتمل خواهد بود. در صورت پذیرش رویکرد بازاری، عملکرد فروش اوراق مالی اسلامی دولتی در حراج‌های کارگزاری بانک مرکزی بالاتر رفته و ضمن افزایش نقدشوندگی این اوراق، زمینه لازم برای تجمیع مقطعی ذخایر مازاد بانک‌ها در بازار بین‌بانکی فراهم خواهد شد.

۲- **عدم‌حضور جدی معامله‌گران اولیه:** با حضور مؤثر معامله‌گران اولیه، ضمن ایجاد زمینه‌های فروش بلوکی اوراق مالی اسلامی دولتی، نقدینگی اوراق مزبور در بازار بدهی بهبود می‌یابد.

۳- **نقدشوندگی پایین اوراق مالی اسلامی دولتی:** عامل مهم دیگر عدم جذابیت اوراق مالی اسلامی دولتی، نقدشوندگی پایین این اوراق است که در کنار پایین بودن نرخ سود اوراق، مانع وجود تقاضای مؤثر برای اوراق مزبور شده است.

٤- **عدم انتشار اوراق با سررسیدهای کوتاه‌مدت:** شرایط تورمی و عدم‌ثبات اقتصادی چهار دهه

اخیر با کاهش پیش‌بینی‌پذیری اقتصاد، بازار مالی ایران را به یک بازار کوتاه‌مدت تبدیل کرده است. بر همین اساس، ضروری است بخشی از اوراق بهادار دولتی منتشر شده، دارای سررسیدهای کوتاه‌مدت (یکساله و کمتر) باشد تا تقاضای اوراق را متأثر کرده و به مرور به تعمیق بازار بدهی دولتی منجر شود.

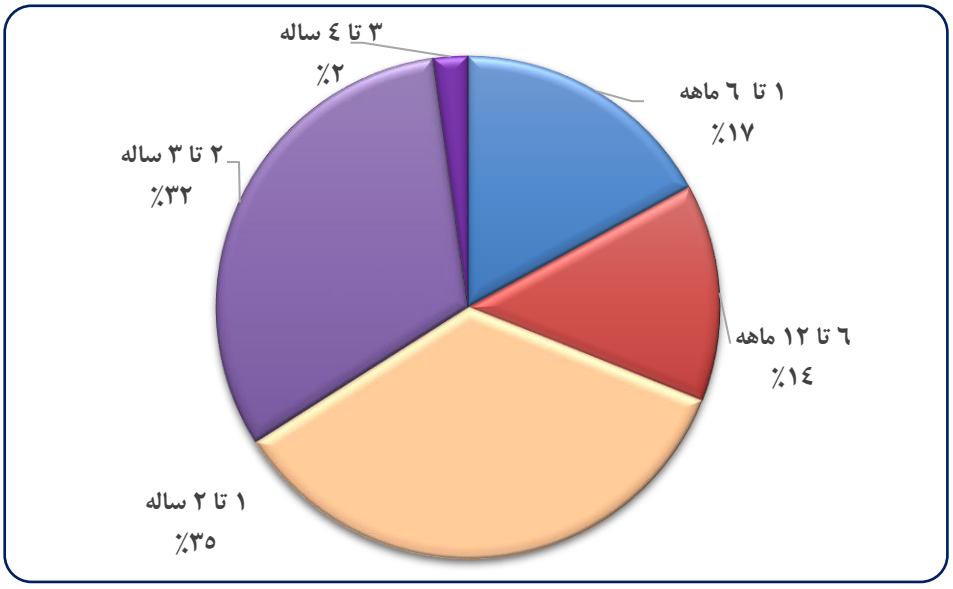
۵- **عدم انتشار اوراق شاخص‌بندی شده:** انتظارات تورمی موجود، مانع مهمی برای ایجاد تقاضای اثربخش برای اوراق بهادار دولتی است. بنابراین، انتشار اوراق مالی اسلامی مصون از تورم (به مقدار حدود ۵ درصد کل اوراق منتشره) راهکار بهینه دیگر در بهبود تقاضای اوراق و تأمین مالی بازارمحور کسری بودجه دولت است.

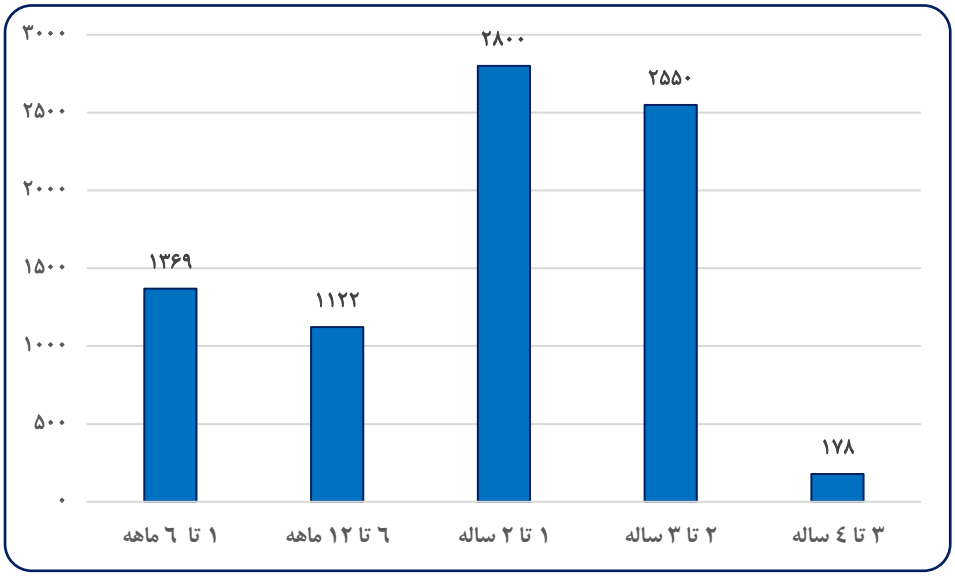
٦- **وجود هزینه مبادلات اوراق مالی اسلامی در بازار ثانویه:** از آنجا که انتشار اوراق دولتی (همانند تولید کالاهای عمومی) یک موضوع حاکمیتی بوده و واجد آثار مثبت و متعدد برای جامعه است، ایجاد فرصت سود در مبادلات اوراق مزبور برای شرکت‌های مالی مرتبط (نظیر شرکت بورس و اوراق بهادار تهران، شرکت فرابورس ایران و سایر نهادهای مالی) فاقد وجاهت عمومی بوده و از این رو، باید کارمزد مبادلات اوراق مزبور به حداقل و حتی به صفر کاهش یابد.

۷- **محدودیت در ساعات مبادله اوراق بهادار دولتی:** محدودیت مهم دیگر، ساعات مبادله اوراق بهادار دولتی است که به‌ساعات کاری بازار سرمایه محدود شده است. با هدف افزایش بازارپذیری و نقدشوندگی اوراق مزبور، ضروری است تدابیری برای افزایش ساعات مبادلات اوراق دولتی (به ساعاتی فراتر از ساعت کاری بازار سرمایه) اندیشیده شود.

۸- **استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تسویه غیرنقدی (با پیمانکاران):** تسویه با پیمانکاران از طریق اسناد خزانه اسلامی باعث می‌شود بخشی از اوراق مالی اسلامی دولتی در پرتفوی اشخاصی قرار گیرد که با سازوکار بازار سرمایه آشنا نبوده و همین موضوع می‌تواند سازوکار قیمت در بازار بدهی دولتی را به‌شدت مخدوش کند.

نمودار شماره ۱۰: کل اوراق دولتی منتشره سررسید نشده خزانه‌داری ایران و سهم هر یک از سررسیدها (ه.م.ر.–درصد)





مأخذ: آمار دریافتی از مدیریت بدهی‌های عمومی (۳۱ مردادماه ۱۴۰۳)

با وجود تنوعی از انواع اوراق بدهی دولتی با سررسیدهای متنوع از یک‌ماهه تا ۵۵ ساله در کشورهای منتخب، در کشور ایران طی سال‌های اخیر، تنها دو نوع اوراق مالی اسلامی دولتی اسناد خزانه اسلامی و اوراق مرابحه عام دولتی (اراد) تا سررسید حداکثر ۴۴ ماهه وجود داشته است. (نمودار شماره ۱۰ و جدول شماره ۴)

جدول شماره ٤: اوراق منتشر شده سالانه به تفکیک نوع اوراق (ه.م.ت.)

سال	۱۳۹۹	۱٤۰۰	۱٤۰۱	۱٤۰۲	۱٤۰۳
اسناد خزانه اسلامی	۷۲.۲	۸۷	۹۱	۱۳۲	۰
اوراق مرابحه عام	۱۳۰	۹۵.۵	۱۲۷.۵	۲۲۰	۱۴۱
کل	**۲۰۲.۱**	**۱۸۲.۵**	**۲۱۸.۵**	**۳۵۲**	**۱٤۱**

مأخذ: خبرنامه هفتگی مدیریت بدهی‌های عمومی (۲۴ مردادماه ۱۴۰۳)

نتیجه‌گیری و توصیه‌های سیاستی

در این مطالعه بیان شد که با چرخش سیاست‌گذاری پولی از ابزارهای سنتی، دستوری و غیرکارآ به ابزارهای مدرن، بازارمحور و پویای سیاست پولی و اجرای عملیات سیاست پولی نوین توسط بانک مرکزی ایران، ضمن فراهم شدن زمینه تأمین مالی بازاری کسری بودجه دولت، موجب تعامل اعتباری بانک مرکزی با بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکیِ وثیقه‌محور شده و نوسانات نرخ سود بازار بین بانکی ریالی نیز در دامنه مدنظر سیاست‌گذار پولی قرار گرفته است. با وجود این، برخی تهدیدها در محیط سیاست‌گذاری نوین سیاست پولی وجود دارد که عمدتاً از عدم کفایت نهادها و ارکان بازار بدهی دولتی و به تبع آن، عدم تعمیق کافی بازار بدهی دولتی و نبود تعامل مالی شفاف میان بانک‌ها و دولت نشأت می‌گیرد که می‌تواند کارایی ابزارهای نوین سیاست‌گذاری پولی را با چالش‌های جدید مواجه سازد. از این‌رو، با هدف استفاده بهینه از ظرفیت ایجاد شده در محیط سیاست‌گذاری پولی، ضروری است ضمن اصلاح بودجه‌های سنواتی در جهت کاهش کسری بودجه و ممانعت از تحمیل فشار بر شبکه بانکی و بانک مرکزی برای تأمین مالی دولت و به تبع آن، فراهم کردن زمینه اجرای سیاست‌های پولی مستقل‌تر به‌منظور تعدیل انتظارات تورمی و تحقق هدف تورمی، چالش‌های مزبور به‌نحو بهینه حل‌وفصل شود تا ضمن تعمیق بیشتر بازار بدهی دولتی و تدارک زمینه کارآتر برای تأمین مالی بازارمحورِ کسری بودجه دولت، کارایی سیاست‌های پولی افزایش یافته و زمینه استفاده از چهارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی برای هدفگذاری

تورمی فراهم آید. به‌طور خلاصه، مهم‌ترین توصیه‌های سیاستی با توجه با تحقیق انجام شده و با تمرکز بر بازار بدهی اوراق دولت به‌شرح زیر پیشنهاد می‌شود.

- فروش اوراق مالی اسلامی دولتی با قیمت‌های بازاری؛
- ایجاد سازوکار انگیزشی برای تقویت ارکان بازار بدهی و ورود معامله‌گران اولیه برای ایجاد زمینه‌های فروش بلوکی اوراق مالی اسلامی دولتی؛
- تدارک زمینه لازم برای تقویت بازارگردان‌ها و ورود نهادهای بزرگ مالی نظیر شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های با درآمد ثابت به بازار بدهی و تأسیس صندوق‌های بازار پول؛
- انتشار اوراق مالی اسلامی دولتی با سررسیدهای متنوع از کوتاه‌مدت یک‌ماهه تا بلندمدت؛
- کاهش هزینه مبادلات اوراق مالی اسلامی در بازار ثانویه؛
- افزایش ساعات مبادله اوراق دولتی در بازار ثانویه؛
- انتشار اوراق شاخص‌بندی شده نظیر اوراق مصون از تورم.

منابع و مأخذ

۱- ***خبرنامه هفتگی مدیریت بدهی‌های عمومی***. (۲۴ مردادماه ۱۴۰۳).

۲- ***مجموعه مقررات بازار بین بانکی و عملیات بازار باز***. (بانک مرکزی: ۱۴۰۱).

1- Bernanke, B. (2020), "The new tools of monetary policy", ***American Economic Review***, Vol. 110, No 4, April, pp. 943-83.

2- Bindseil, Ulrich (2016), "Evaluating Monetary Policy Operational Frameworks," ***Economic Policy Symposium at Jackson Hole***, Wyoming.

3- Borio, Claudio (2023), "Getting up from the floor", ***BIS Working Papers No 1100***.

4- Disyatat, Piti. (2008), "Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences", ***BIS Working Paper No. 26***.

5- Epstein, Natan P.; Portillo, Rafael A. (2014), "Monetary Policy in Hybrid Regimes: The Case of Kazakhstan", ***IMF WP No. 14/108***.

6- Georgieva, Kristalina. (2024), "Strengthen Central Bank Independence to Protect the World Economy," ***IMF Blog***.

7- Guthrie, Graeme; Wright, Julian. (2000), "Open Mouth Operations," ***Journal of Monetary Economics 46***, 489-516.

8- IMF. (2015), "Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-Income and Other Developing Countries", ***Staff Report*** ,October.

9- IMF. (2015), "Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-Income and Other Developing Countries," ***Staff Report***, October.
10- IMF. (2023), "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022".
11- Jahan, Sarwat. (2018), "Inflation Targeting: Holding the Line. International Monetary Fund".
12- Kiley, Michael; Mishkin, Frederic S. (2024), "Central Banking Post Crises", ***NBER WP No. 32237***.
13- King, Darryl; Manicini-Griffoli, Tommaso. (2018), "Monetary Operations". in Adrian, Tobias, Laxton, Douglas and Obstfeld, ***Maurice (editors): Advancing the Frontiers of Monetary Policy***, Chapter 5, pp. 53-68.
14- Maehle, Nils. (2020), "Monetary policy implementation: Operational issues for countries with evolving monetary policy regimes", ***IMF Working Paper WP/20/26.***
15- Mishkin, Frederic S. (2011). "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", ***NBER WP No. 16755***.
16- O'Brien, Yueh-Yun C. (2007), "Reserve Requirement System in OECD Countries", ***Federal Reserve Board***, Staff working paper 2007-54.
17- Rule, G. (2015), "Understanding the central bank balance sheet". ***Centre for Central Banking Studies Handbook No .32***, Bank of England.
18- Schnabel, Isabel. (2024), "The Eurosystem's operational framework", ***Speech at the Money Market Contact Group meeting***, Frankfurt am Main, 14 March.
19- Unsal, D. Filiz; Papageorgiou, Chris. (2023) "Monetary Policy Frameworks: An Index and New Evidence".
20- World Bank. (2007), "Developing the Government Domestic Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation".