

# آسیب‌شناسی تجربه انجام عملیات بازار باز (OMO) توسط بانک مرکزی





بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شماره مسلسل: ۱۹۷۸۳  
کد موضوعی: ۲۲۰



مرکز پژوهش‌های  
مجلس شورای اسلامی

تاریخ انتشار:  
۱۴۰۳/۲/۲۴

عنوان گزارش:  
آسیب‌شناسی تجربه انجام عملیات بازار باز (OMO)  
توسط بانک مرکزی

نوع گزارش: طرح/ لایحه  راهبردی  نظارتی

نام دفتر:  
مطالعات اقتصادی (گروه پولی و بانکی)

تهیه و تدوین:  
محمد جمور

مدیر مطالعه:  
میثم خسروی

ناظران علمی:  
میثم خسروی، مهدی دارابی، سیدمهدی حسینی دولت‌آبادی

اظهار نظر کنندگان:  
سیدمهدی بنی‌طبا، محمدرضا عبدالهی

گرافیک و صفحه‌آرایی:  
نرجس امیراحمدی

ویراستار ادبی:  
سیده مرضیه موسوی راد

واژه‌های کلیدی:  
۱. عملیات بازار باز  
۲. سیاست پولی  
۳. بانک مرکزی  
۴. تورم



### فهرست مطالب

چکیده.....	۶
خلاصه مدیریتی.....	۷
۱. مقدمه.....	۸
۲. عملیات بازار باز در بازه زمانی سال ۱۳۹۸ تا سال ۱۴۰۲.....	۹
۳. آسیب شناسی عملیات بازار باز بانک مرکزی.....	۱۳
۴. ارتباط عملیات بازار باز با سیاست کنترل مقداری ترازنامه بانکها.....	۲۳
جمع بندی و نتیجه گیری.....	۲۳
منابع و مأخذ.....	۲۴

### فهرست نمودارها

نمودار ۱. مانده عملیات بازار باز در مقایسه با دیگر ارقام پایه پولی در اسفندماه سال ۱۴۰۱.....	۱۱
نمودار ۲. مانده عملیات بازار باز در مقایسه با مطالبات بانک مرکزی از بانکها در پایان اسفندماه سال ۱۴۰۱.....	۱۲
نمودار ۳. سهم از رشد ارقام پایه پولی در سال های ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱.....	۱۲
نمودار ۴. بانک های دارای مازاد و کسری و جوه در بازار بین بانکی.....	۱۹
نمودار ۵. وضعیت بازار بین بانکی در آبان ماه سال ۱۳۹۹.....	۲۰

### فهرست جدول ها

جدول ۱. سلسله مراتب اهداف و ابزارهای سیاست پولی.....	۸
جدول ۲. خلاصه عملکرد عملیات بازار باز از ۸ بهمن ماه سال ۱۳۹۸ تا ۱۷ خردادماه سال ۱۴۰۲.....	۱۰
جدول ۳. حجم کل عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده مند از ۸ بهمن ماه سال ۱۳۹۸ تا ۱۷ خردادماه سال ۱۴۰۲.....	۱۰
جدول ۴. متوسط عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده مند از ۸ بهمن ماه سال ۱۳۹۸ تا ۱۷ خردادماه سال ۱۴۰۲.....	۱۱
جدول ۵. هدف گذاری تورم در تعدادی از کشورها.....	۱۶
جدول ۶. خلاصه آماری نرخ سود بین بانکی قبل و بعد از اجرای عملیات بازار باز.....	۱۸





## آسیب‌شناسی تجربه انجام عملیات بازار باز (OMO) توسط بانک مرکزی

### چکیده



نزدیک به چهار سال از آغاز اجرای عملیات بازار باز در بهمن‌ماه سال ۱۳۹۸ توسط بانک مرکزی می‌گذرد. پیش از آن، سازوکارهای غیرشفاف و غیربازاری نظیر صندوق وجوه ریالی یا سپرده‌گذاری مستقیم بانک مرکزی در بانک‌ها برای دخالت بانک مرکزی در بازار بین‌بانکی مورد استفاده قرار می‌گرفت که واجد مشکلات فراوان اقتصادی و فقهی بود. بنابراین آغاز عملیات بازار باز و دخالت در بازار بین‌بانکی به شیوه جدید هر چند دارای مشکلات و نواقصی است، اما قدمی رو به جلو محسوب می‌شود. بر همین اساس گزارش حاضر به آسیب‌شناسی اقدامات انجام گرفته توسط بانک مرکزی در زمینه عملیات بازار باز و ارائه پیشنهادها برای اصلاحی پرداخته است. موضوعاتی که آسیب‌شناسی در مورد آنها صورت گرفته است، عبارتند از: نحوه انتخاب بین نظام عملیات بازار باز در مقابل نظام مبتنی بر سقف یا کف، هدف‌گذاری نامناسب در مورد نرخ تورم، هدف‌گذاری نامناسب نرخ سود، ملاحظات ناظر به دالان نرخ سود و نحوه انتخاب بین عملیات ریپو و خرید قطعی. نتایج نشان می‌دهد به‌منظور بهبود اقدامات بانک مرکزی در زمینه استفاده از عملیات بازار باز، می‌توان پیشنهادها برای هدف‌گذاری صحیح نرخ تورم و نرخ سود، افزایش سقف ریپو، استفاده از ابزار خرید قطعی توسط بانک مرکزی و... را مطرح کرد، البته واضح است که انجام اصلاحات ذکر شده به تنهایی برای دستیابی به اهداف تورمی کافی نبوده و لازم است در کنار آنها اصلاحات و اقدامات مؤثر در سایر زمینه‌ها صورت پذیرد.

**■ شرح/ بیان مسئله**

یکی از مهم‌ترین ابزارهای سیاست پولی در کشورهای مختلف استفاده از ابزار / بستر عملیات بازار باز است. به‌رغم اهمیت و گسترده وسیع استفاده از این ابزار در کشورها، این ابزار در کشور ما با توجه به ملاحظات فقهی و اقتصادی قبل از سال ۱۳۹۸ مورد استفاده قرار نمی‌گرفت. در نهایت در بهمن‌ماه سال ۱۳۹۸ استفاده از این ابزار در دایره ابزارهای سیاست پولی بانک مرکزی قرار گرفت. بر این اساس، نقد و بررسی عملکرد بانک مرکزی در طول این مدت می‌تواند موجبات توسعه هرچه بیشتر و بهتر این عملیات و ارتقای سیاست پولی کشور را فراهم کند.

**■ نقطه نظرات/ یافته‌های کلیدی**

یافته‌های ناشی از آسیب‌شناسی سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی و استفاده از بستر عملیات بازار باز به شرح ذیل است:

۱. در ادبیات مربوطه در مقابل بستر عملیات بازار باز، نظام مبتنی بر سقف یا کف نیز مورد توجه و بررسی قرار گرفته است. بنابراین لازم است با توجه به مزایا و معایب هر کدام از نظام‌ها و وضعیت فعلی نظام بانکی و اقتصادی در کشور در مورد نظام بهینه تصمیم‌گیری شود که به‌نظر می‌رسد این مورد قبل از استفاده از چارچوب عملیات بازار باز مورد بررسی قرار نگرفته و حداقل بانک مرکزی گزارشی از بررسی این موضوع و دلایل انتخاب بستر عملیات بازار باز منتشر نکرده است.

۲. در مورد هدف‌گذاری نرخ تورم که تأثیر مستقیمی بر اثربخشی عملیات بازار باز دارد، بانک مرکزی نرخ تورم ۲۲ درصد را با بازه انحراف غیرقابل دسترس ۲ درصد را برای سال ۱۳۹۹ در نظر گرفته بود که منجر به کاهش اعتبار بانک مرکزی شد. به‌عبارت‌دیگر مهم‌ترین مزیت چارچوب هدف‌گذاری تورم که همان لنگر کردن انتظارات تورمی است، به‌طور معکوس توسط بانک مرکزی مورد استفاده قرار گرفته است. علی‌رغم اعلام نرخ تورم هدف ۲۲ درصدی، نرخ سود هدف بین‌بانکی توسط بانک مرکزی برای همان سال منتشر نشد که در صورت انتشار می‌توانست / می‌تواند دامنه ورود بانک مرکزی در بازار بین‌بانکی را کاهش دهد. به‌نظر می‌رسد اعلام نرخ تورم و عدم اعلام نرخ سود هدف‌گذاری شده منطقیاً صحیح نیست که می‌تواند آثار زیان‌باری از قبیل کاهش اعتبار بانک مرکزی را در پیش داشته باشد.

۳. نوسان نرخ سود بین‌بانکی پس از اجرای عملیات بازار باز افزایش یافته که نشان می‌دهد عملیات بازار باز به اهداف خود نائل نشده است.

۴. بانک مرکزی علی‌رغم کمبود جدی ذخایر در بازار بین‌بانکی از ابزار خرید قطعی هیچ استفاده‌ای نکرده و سفارش بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی برای شرکت در ریپورا نیز به‌طور کامل پاسخ نداده است.

**■ پیشنهاد راهکار تقنینی، نظارتی یا سیاستی**

۱. بانک مرکزی، حجم معاملات ریپورا با توجه به ثبت سفارش بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی افزایش داده و در کنار ریپوز ابزار خرید قطعی نیز استفاده کند.

۲. با توجه به آنکه اولاً، نرخ تورم در کشور بالاست و ثانیاً، شبکه بانکی از حیث ناترازی دارایی‌بدهی در وضعیت مناسبی قرار ندارد، لازم است بانک مرکزی همچنان سیاست کنترل رشد ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی را ادامه دهد و برای تخطی از این سیاست هزینه‌های سنگین‌تر لحاظ کند.

۳. پس از آنکه نرخ رشد ترازنامه شبکه بانکی و نقدینگی کشور مشخص شد (هدف‌گذاری شد)، بانک مرکزی به‌صورت پیش‌دستانه حجم ذخایر مورد نیاز و معادل بارش نقدینگی هدف‌گذاری شده را به بازار بین‌بانکی تزریق کند تا از اضافه‌برداشت نظام‌مند بانک‌ها جلوگیری به عمل آید.

۴. دولت اطلاعات مربوط به دریافت و پرداخت‌های عمده خود و شرکت‌های دولتی را در اختیار بانک مرکزی قرار دهد تا آنکه بانک مرکزی بتواند به‌شکل بهتری نسبت به نوسانات احتمالی نرخ سود بین‌بانکی واکنش نشان داده و از افزایش آن جلوگیری به عمل آورد.

۵. تا قبل از فروکش کردن قابل ملاحظه نرخ تورم به ارقام زیر ۱۰ درصد از هرگونه اعلام نرخ تورم هدف (نظیر ۲۲ درصد) و بازه انحراف غیرمعمول برای آن (۲ درصد) جلوگیری شده و تضعیف هرچه بیشتر اعتبار بانک مرکزی متوقف شود.

۶. نرخ سود هدف‌دالان بستر عملیات بازار باز برای اثرگذاری هرچه بیشتر بانک مرکزی بر نرخ هدف از طریق اثر اعلان، به‌طور رسمی منتشر شود.

۷. شاخص مورد استفاده برای نرخ تورم هدف، با توجه به تغییرات قیمت‌های نسبی مورد بازبینی قرار گرفته و بانک مرکزی به‌سمت ارائه شاخص مجزا حرکت کند.

## ۱. مقدمه

طبق تعریف، عملیات بازار باز به خرید یا فروش اوراق بهادار (کم‌ریسک) توسط بانک مرکزی به منظور اثرگذاری بر میزان عرضه پول و یا نرخ بهره اطلاق می‌شود. عملیات بازار باز به عنوان یکی از مهم‌ترین ابزارهای سیاست‌گذاری پولی در کشورهای مختلف مورد استفاده قرار می‌گیرد. از ابتدای بهمن‌ماه سال ۱۳۹۸ نیز استفاده از این ابزار در کشور آغاز شده است و تجربه نزدیک به چهار ساله استفاده از این ابزار، اکنون پیش‌روی سیاست‌گذار قرار داشته و می‌توان عملکرد بانک مرکزی را در این زمینه مورد ارزیابی قرار داد. بر همین اساس، این گزارش ضمن روایت تجربه بانک مرکزی در این مدت در خصوص تعریف چارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی با محوریت عملیات بازار باز، کاستی‌ها و ضعف‌های این تجربه را بررسی می‌کند تا بتواند مبنای تجدیدنظر و یا تکمیل این چارچوب قرار بگیرد.

قبل از ورود به موضوع عملیات بازار باز لازم است جایگاه این ابزار در سلسله‌مراتب اهداف و ابزارهای سیاست پولی مشخص شود. همان‌طور که از جدول ۱ قابل مشاهده است، عملیات بازار باز در قالب خرید و فروش اوراق بهادار کم‌ریسک، ابزاری برای دستیابی به اهداف میانی و سپس اهداف نهایی سیاست‌گذار پولی است [۱]. اهداف نهایی از سیاست‌گذاری پولی شامل ثبات قیمت‌ها، رشد اقتصادی و ثبات مالی می‌گردد. سیاست‌گذار برای دستیابی به این اهداف، سطوح پایین‌تر و جزئی‌تر اهداف که همان اهداف میانی نظیر نرخ ارز اسمی، کل‌های پولی و تورم پیش‌بینی شده هستند، را در نظر می‌گیرد تا اینکه دستیابی به هدف نهایی بهتر محقق شود. پس از مشخص شدن اهداف نهایی، انتخاب چارچوب سیاست پولی از بین موارد هدف‌گذاری ارزی، هدف‌گذاری کل‌های پولی و یا هدف‌گذاری تورمی با توجه به شرایط اقتصادی کشورها مهم به نظر می‌رسد.<sup>۱</sup> پس از انتخاب چارچوب سیاست پولی، اهداف میانی و ابزارها برای دستیابی اهداف نهایی مورد استفاده قرار می‌گیرد که یکی از این ابزارها عملیات بازار باز است. ارتباط میان هدف میانی و عملیات پولی نیز آن‌گونه است که به منظور دستیابی به هدف میانی (نرخ ارز، کل‌های پولی و تورم پیش‌بینی شده) بانک مرکزی از عملیات پولی استفاده می‌کند که یکی از مهم‌ترین آنها عملیات بازار باز است.

جدول ۱. سلسله‌مراتب اهداف و ابزارهای سیاست پولی<sup>۲</sup>

ثبات قیمت‌ها، رشد اقتصادی، ثبات مالی			اهداف نهایی
هدف‌گذاری تورم	هدف‌گذاری پولی	هدف‌گذاری ارزی	چارچوب سیاست پولی
تورم پیش‌بینی شده	کل‌های پولی	نرخ ارز اسمی	هدف میانی
نرخ بهره بین‌بانکی <sup>۳</sup>	ذخایر غیر استقراری بانک‌ها	نرخ ارز یا نرخ بهره	اهداف عملیاتی
عملیات بازار باز، تسهیلات قاعده‌مند، نرخ سپرده قانونی، خرید و فروش ارز و سایر			ابزارها

۱. بحث و بررسی در مورد چارچوب مناسب سیاست پولی برای کشورها و به‌طور خاص چارچوب مناسب برای شرایط اقتصادی کشور، علی‌رغم آنکه موضوع مهمی است، اما در حیطه موضوع گزارش حاضر نمی‌گنجد.

۲. جدول حاضر برگرفته از گزارش مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی با عنوان «عملیات بازار باز بانک مرکزی در ایران» به شماره مسلسل ۸۷۵۶۱ است که برای مطالعه بیشتر می‌توان بدان مراجعه کرد.

۳. در مطالعه تیلور (۲۰۱۹) هدف‌گذاری تورم می‌تواند از طریق هدف‌گذاری نرخ بهره و یا هدف‌گذاری حجم پول تحقق پیدا کند. به عبارت دیگر براساس این دیدگاه، کنترل کل‌های پولی علاوه بر آنکه خود می‌تواند چارچوب مستقلی برای سیاست‌گذاری پولی باشد، می‌تواند به عنوان ابزار چارچوب سیاست پولی هدف‌گذاری تورم نیز مورد استفاده قرار بگیرد [۵].



از جدول فوق و مطالبی که گذشت می‌توان پی برد که عملیات بازار باز به معنای ورود به عرصه خرید و فروش دارایی‌های خاص برای دستیابی به اهداف مختلف تعیین شده، صرفاً مرحله انتهایی در سلسله مراتب تعیین اهداف و ابزارهای سیاست پولی است. بر این اساس با توجه به چارچوب هدف گذاری تورم، کل‌های پولی و یا هدف گذاری ارزی می‌توان از عملیات بازار باز استفاده کرد. به عبارت دیگر عملیات بازار باز معادل هدف گذاری تورمی نیست. به‌طور مشابه، عملیات بازار باز معادل هدف گذاری نرخ بهره هم نیست. موفقیت سیاست پولی هم می‌تواند با استفاده از این ابزار و بدون آن (استفاده از سایر ابزارها نظیر تسهیلات قاعده‌مند، نرخ سپرده قانونی و...) محقق شود، البته استفاده از عملیات بازار باز در کنار سایر ابزارها، دارای مزیت‌ها و محدودیت‌هایی است که در ادامه بدان پرداخته شده است.

عملیات بازار باز و خرید و فروش اوراق بهادار توسط بانک‌های مرکزی در چهار قالب توافق باز خرید<sup>۱</sup> (ریپو) و باز خرید معکوس<sup>۲</sup> (ریپو معکوس) و خرید و فروش قطعی<sup>۳</sup> صورت می‌پذیرد. در توافق باز خرید، بانک مرکزی اوراق را از بانک‌ها دریافت و مابه‌ازای آن پول بانک مرکزی (ذخیره) پرداخت می‌کند و در عین حال توافقی مبنی بر انجام معامله به شکل معکوس در پایان سررسید صورت می‌گیرد. در توافق باز خرید معکوس، بانک مرکزی اوراق را به بانک‌ها بازگردانده و مابه‌ازای آن پول بانک مرکزی (ذخیره) دریافت می‌کند. معامله خرید (فروش) قطعی نیز در ازای تملک (واگذاری) اوراق دولتی و پرداخت (دریافت) ذخیره مابه‌ازای آن به صورت قطعی صورت می‌گیرد. ابزارهای ریپو و خرید قطعی انبساطی بوده و منجر به افزایش ذخایر در دسترس شبکه بانکی و کاهش نرخ آن می‌شود. در مقابل ابزارهای ریپو معکوس و فروش قطعی انقباضی بوده و منجر به کاهش ذخایر در دسترس شبکه بانکی و افزایش نرخ آن می‌شود. همچنین تسهیلات سقف و کف دالان به منظور اعطای دریافت وجوه به شبکه بانکی با نرخ مشخص تعبیه شده است.

در نهایت باید اشاره کرد که موفقیت در سیاست گذاری پولی و کاهش تورم در گرو حل بسیاری از ناکارآمدی‌ها، کاستی‌ها و ناترازی‌های موجود در اقتصاد کشور بوده و یکی از این حلقه‌های اصلاحی مربوط به عملیات بازار باز است که در این گزارش بدان پرداخته شده است. به‌طور دقیق‌تر، در گزارش حاضر، آسیب‌شناسی عملیات بازار باز برای دستیابی به اهداف سیاست پولی توسط بانک مرکزی انجام شده است و این بدان معنا نیست که با انجام اصلاحات در این زمینه می‌توان تورم را در کشور مهار کرد، بلکه تنها یکی از الزامات دستیابی به هدف کنترل تورم محقق شده و در صورت تعبیه سایر الزامات و شرایط آن می‌توان به این هدف نائل شد.<sup>۴</sup> در ادامه پس از بیان گزارش اقدامات انجام شده توسط بانک مرکزی، آسیب‌شناسی و اصلاحات پیشنهادی ناظر به هر کدام از آنها ارائه شده است.

## ۲. عملیات بازار باز در بازه زمانی سال ۱۳۹۸ تا سال ۱۴۰۲

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در بهمن‌ماه سال ۱۳۹۸ عملیات بازار باز در قالب خرید و فروش اوراق بهادار دولتی را آغاز کرد. در گزارش ۲۸ بهمن‌ماه سال ۱۳۹۸ بانک مرکزی آمده است:

«هدف بانک مرکزی از معرفی عملیات بازار باز، نوسازی چارچوب سیاست گذاری پولی با به کارگیری ابزارهای غیرمستقیم پولی<sup>۵</sup> است. عملیات بازار باز به همراه استفاده از دامنه نرخ سود (اعطای تسهیلات به بانک‌ها در قبال اخذ وثیقه و سپرده‌پذیری از بانک‌ها) به بانک مرکزی اجازه می‌دهد مدیریت مؤثرتری بر نرخ سود بانکی و تخصیص بهینه نقدینگی در بازار بین‌بانکی ریالی داشته باشد؛ تا از مسیر آن، کانال‌های سازوکار اشاعه پولی - به ویژه کانال نرخ سود - تقویت شود. امید است با اجرای تدریجی و هدفمند چارچوب جدید سیاست گذاری پولی و همچنین رعایت الزامات آن، در افق زمانی یک‌ساله، شاهد کنترل انتظارات تورمی و ثبات قیمت‌ها بوده و زمینه کمک به رشد اقتصادی در کشور فراهم شود.»

پس از آغاز عملیات بازار باز، بانک مرکزی در سال ۱۳۹۹ نرخ تورم ۲۲ درصد را با دامنه نوسان ۲ درصد هدف گذاری کرد.<sup>۶</sup> با توجه به گزارش فوق، مبنی بر آغاز عملیات بازار باز برای نوسازی چارچوب سیاست گذاری پولی و اعلام تورم هدف ۲۲ درصد توسط بانک مرکزی می‌توان

1. Repurchase Agreement (Repo).
2. Reverse Repo
3. Outstanding Sale and Purchase

۴. پرداخت تفصیلی به این موارد خروج از هدف این گزارش است و در گزارش‌های دیگر مرکز پژوهش‌ها از جمله گزارش به شماره مسلسل ۱۸۹۱۸ تعدادی از این الزامات بیان شده است.

۵. برای اعمال سیاست پولی دو نوع ابزارهای مستقیم و غیرمستقیم وجود دارد. ابزارهای مستقیم به سیاست‌هایی نظیر کنترل نرخ سود و حجم تسهیلات به صورت مستقیم و دستوری اشاره دارد. در مقابل ابزارهای غیرمستقیم به استفاده از عملیات بازار باز برای دستیابی به اهداف پولی مرتبط است.

6. <https://www.cbi.ir/showitem/20193.aspx>

این گونه برداشت کرد که چارچوب سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی به سمت هدف‌گذاری تورم پیش رفته است. بنابراین می‌توان گفت بانک مرکزی به سمت استفاده از ابزار عملیات بازار باز در چارچوب سیاست هدف‌گذاری تورمی پیش رفته است که این موضوع می‌تواند موفقیت یا عدم موفقیت عملیات بازار باز در دستیابی به هدف تورمی را نیز تحت تأثیر قرار دهد.

به لحاظ آماری، همان طور که در جدول ۲ ملاحظه می‌شود، از ابتدای بهمن ماه سال ۱۳۹۸ تا ۱۷ خردادماه سال ۱۴۰۲ مجموعاً ۱۷۲ مرتبه عملیات بازار باز به صورت حراج برگزار شده که از این تعداد در مجموع ۱۴۷ مورد به خرید و فروش در بازار منتهی شده است. در ۲۵ مورد باقی‌مانده فراخوان حراج به بانک‌ها و مؤسسات اعلام شده، اما به دلیل اینکه از طرف بانک‌ها سفارشی ثبت نشده و یا بانک مرکزی قیمت پیشنهادی سفارش‌ها را نپذیرفته، معامله‌ای صورت نگرفته است. جالب توجه است که در طول مدت اجرای عملیات بازار باز بانک مرکزی، تمرکز اصلی بر سیاست انبساطی و تزریق منابع از طریق عملیات ریپو بوده و در طول این مدت هیچ‌گونه عملیات فروش قطعی توسط بانک مرکزی انجام نشده است. از ابتدای اجرای عملیات بازار باز تا بهمن ماه سال ۱۴۰۱ نرخ سود سقف دالان به منظور تأمین نقدینگی در شرایط اضطرار بانک‌ها و مؤسسات در قالب توافق باز خرید (ریپو) به صورت ثابت ۲۲ درصد در نظر گرفته شده بود که در بهمن ماه سال ۱۴۰۱ به ۲۴ درصد افزایش پیدا کرد. نرخ سود کف دالان در ابتدا ۱۰ درصد لحاظ شده بود که به ۱۲ درصد و سپس به ۱۳ درصد افزایش پیدا کرد. از تاریخ ۲۹ مردادماه سال ۱۳۹۹ تا بهمن ماه سال ۱۴۰۱ نرخ سود کف دالان به صورت ثابت ۱۴ درصد لحاظ شده بود و در بهمن ماه به ۱۷ درصد افزایش پیدا کرد.

جدول ۲. خلاصه عملکرد عملیات بازار باز از بهمن ماه سال ۱۳۹۸ تا ۱۷ خردادماه سال ۱۴۰۲

نوع سیاست	نوع عملیات	تعداد حراج برگزار شده	تعداد حراج منتهی به معامله در بازار
سیاست انبساطی	عملیات توافق باز خرید (ریپو)	۱۳۱	۱۲۷
	عملیات خرید قطعی	۲۷	۷
سیاست انقباضی	عملیات توافق باز خرید معکوس (ریپو معکوس)	۱۴	۱۳
	عملیات فروش قطعی	۰	۰
مجموع		۱۷۲	۱۴۷

مأخذ: محاسبات بر مبنای گزارش‌های عملیات اجرایی سیاست پولی بانک مرکزی.

در جدول ۳، حجم ریپو، ریپو معکوس، فروش قطعی و تسهیلات قاعده‌مند (سقف کرایدور) به صورت تجمیعی بدون در نظر گرفتن سررسید ارائه شده است. متوسط ارقام فوق در جدول ۴، گزارش شده است. بر اساس این جدول، متوسط خالص عملیات بازار باز و تسهیلات سقف کرایدور از ابتدای شروع این عملیات تا ۱۷ خردادماه سال ۱۴۰۲ حدود ۵۹ هزار میلیارد تومان (ه.م.ت) بوده است.

جدول ۳. حجم کل عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده‌مند از ۸ بهمن ماه سال ۱۳۹۸ تا ۱۷ خردادماه سال ۱۴۰۲ (هزار میلیارد ریال)

حجم کل ریپو	حجم کل ریپو معکوس	حجم کل خرید قطعی	حجم کل فروش قطعی	حجم کل خالص عملیات بازار باز	حجم کل تسهیلات قاعده‌مند (سقف کرایدور) <sup>۱</sup>	مجموع خالص عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده‌مند
۶۵۸۳۱	۶۲۸	۱۱۳،۹	۰	۶۵۳۱۷	۲۰۱۳۳	۸۵۴۵۰

مأخذ: همان.

۱. حجم تسهیلات قاعده‌مند کف کرایدور (سررده‌گذاری بانک‌ها و مؤسسات نزد بانک مرکزی) منتشر نمی‌شود. لذا در جدول منعکس نشده است.

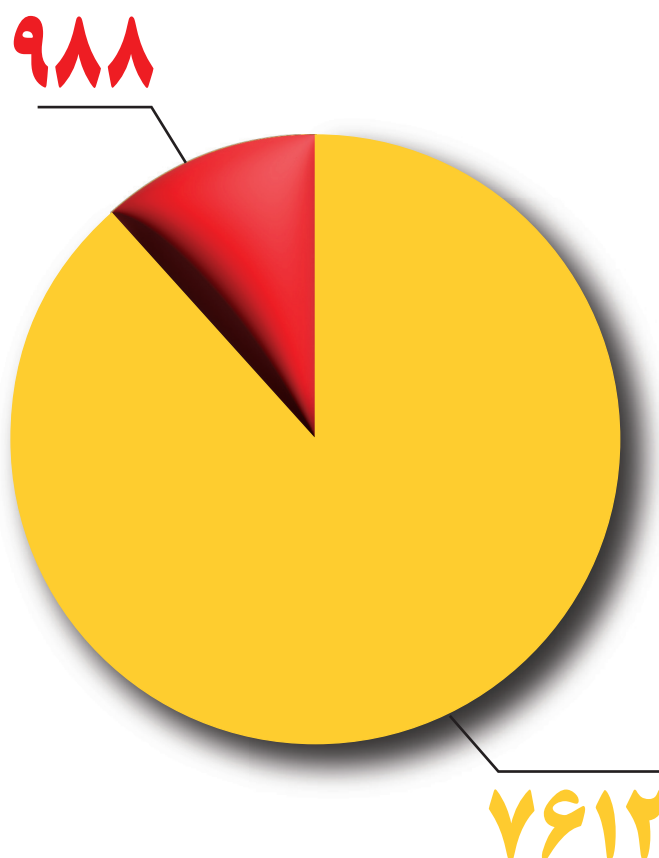
## جدول ۴. متوسط عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده‌مند از ۸ بهمن ماه سال ۱۳۹۸ تا ۱۷ خرداد ماه سال ۱۴۰۲ (هزار میلیارد ریال)

متوسط ریپو	متوسط ریپو معکوس	متوسط خرید قطعی	متوسط فروش قطعی	متوسط خالص عملیات بازار باز	متوسط تسهیلات قاعده‌مند (سقف کریدور)	متوسط مجموع خالص عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده‌مند
۳۹۴,۳۲	۴,۱۳	۸۹	۰	۴۷۹	۱۱۵	۵۹۴

مأخذ: همان.

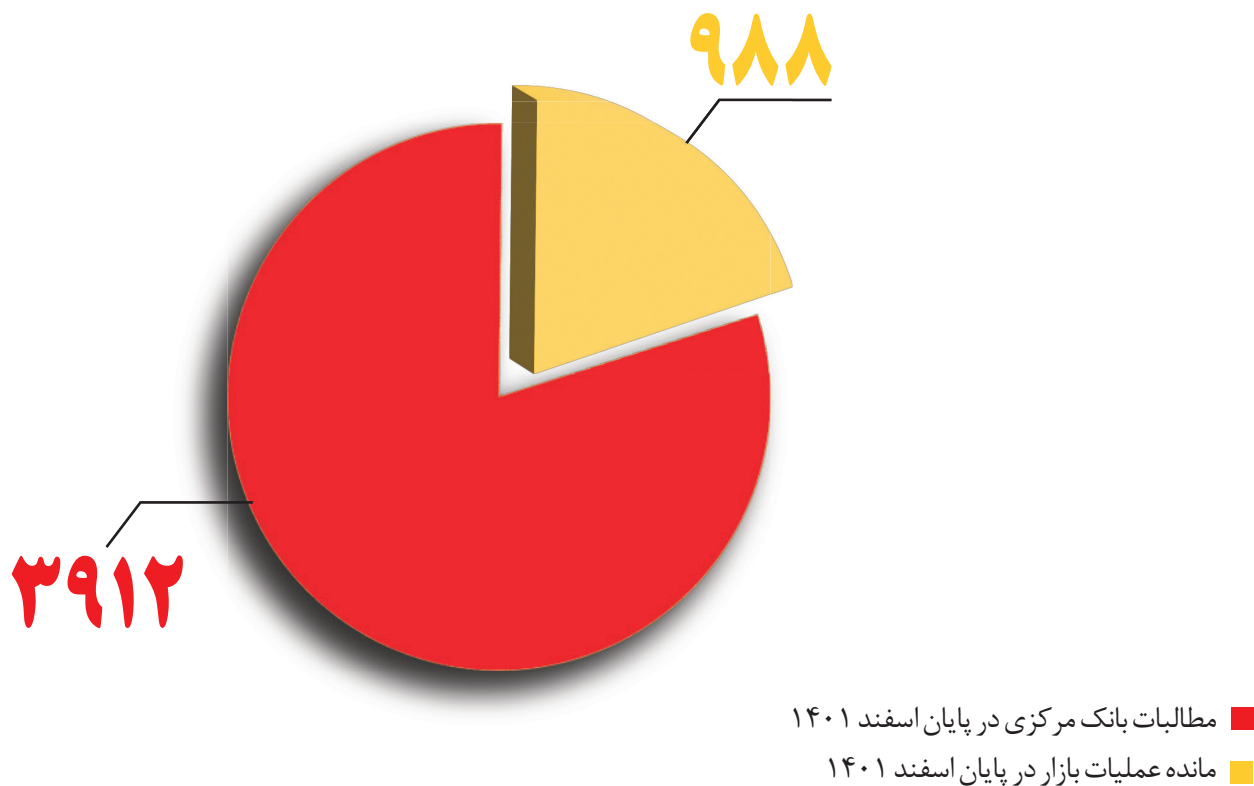
## نمودار ۱. مانده عملیات بازار باز در مقایسه با دیگر ارقام پایه پولی در اسفند ماه سال ۱۴۰۱ (هزار میلیارد ریال)

- مانده سایر ارقام پولی در پایان اسفند ۱۴۰۱
- مانده عملیات بازار باز در پایان اسفند ۱۴۰۱



مأخذ: همان.

نمودار ۲. مانده عملیات بازار باز در مقایسه با مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها در پایان اسفندماه سال ۱۴۰۱ (هزار میلیارد ریال)



مأخذ: همان

نمودار ۳. سهم از رشد ارقام پایه پولی در سال‌های ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱



مأخذ: همان

در نمودار ۱، مانده عملیات بازار باز در پایان اسفندماه سال ۱۴۰۱ در کنار سایر ارقام پایه پولی گزارش شده که نشان از سهم کم (حدود ۱۱ درصدی) به نسبت کل پایه پولی دارد. نمودار ۲، مانده عملیات بازار باز در پایان اسفندماه سال ۱۴۰۱ را با مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها مقایسه کرده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، حجم عملیات بازار باز معادل ۲۰ درصد مجموع عملیات بازار باز و مطالبات بانک مرکزی از شبکه بانکی است. به عبارت دیگر تنها ۲۰ درصد از مرادوات مالی شبکه بانکی و بانک مرکزی از طریق عملیات بازار باز انجام می‌گیرد و مابقی آن از روش‌های دیگر تأمین می‌شود. این نشان می‌دهد که بانک‌ها، ذخایر مورد نیاز خود را کماکان به‌طور عمده از راه‌هایی غیر از عملیات بازار باز (اضافه برداشت، خط اعتباری و تسهیلات قاعده‌مند)<sup>۱</sup> تأمین می‌کنند که به‌نظر می‌رسد این روش‌ها در مقایسه با عملیات بازار باز نامناسب هستند.<sup>۲</sup>

در نمودار ۳، سهم از رشد ارقام پایه پولی برای سال‌های ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ نشان داده شده است. این نمودارها نشان می‌دهند که نه تنها حجم عملیات بازار باز در مقایسه با بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی کم و نامناسب است و بانک‌ها همچنان به‌صورت عمده از طریق چارچوب عملیات بازار باز تأمین مالی نمی‌شوند (نمودار ۲)، بلکه سهم از رشد عملیات بازار باز به نسبت بدهی بانک‌ها از پایه پولی بسیار کمتر بوده و لذا می‌توان نتیجه گرفت که حجم عملیات بازار باز در مقایسه با بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی نه تنها کم بوده، بلکه کم بودن آن نیز رو به کاهش است.<sup>۳</sup>

### ۳. آسیب‌شناسی عملیات بازار باز بانک مرکزی

همان‌طور که قبلاً نیز اشاره شد، اقدام بانک مرکزی در راستای حرکت به سمت پیاده‌سازی عملیات بازار باز، گامی رو به جلو محسوب می‌شود، اما لازم است ایرادها و مشکلات ناظر به چارچوب عملیات بازار باز و اقدامات اجرایی ناظر به آن بررسی شود تا اینکه بتوان به شکل بهتری از آن بهره‌برداری کرد.

#### ۱-۳. نحوه انتخاب بین چارچوب عملیات بازار باز یا تسهیلات قاعده‌مند

اولین موضوعی که در رابطه با عملیات بازار باز می‌توان طرح کرد، نحوه انتخاب بین عملیات بازار باز و یا تسهیلات قاعده‌مند است. به‌طور کلی اعطای اعتبار به بانک‌ها از سه طریق امکان‌پذیر است<sup>۴</sup> که باید با توجه به مزایا و معایب هر کدام، نظام مطلوب را اختیار کرد: ۱. نظام مبتنی بر سقف، ۲. نظام مبتنی بر دالان یا عملیات بازار باز، ۳. نظام مبتنی بر کف و سپرده‌پذیری [۲]. نظام مبتنی بر سقف و کف را تسهیلات قاعده‌مند نام‌گذاری کرده‌اند. در مقابل نظام مبتنی بر دالان و انجام عملیات بازار باز در قالب خرید و فروش اوراق بهادار دولتی را عملیات بازار باز می‌نامند.

۱. حجم تسهیلات قاعده‌مند سقف‌کرده در پایان بهمن‌ماه سال ۱۴۰۱ رقم بسیار کم در حدود ۲۵۰ ه.م.ت بوده است. بنابراین رقم بالای بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی را اضافه برداشت و خط اعتباری تشکیل می‌دهد.

۲. برای واضح شدن این مطلب که حجم عملیات بازار باز در مقایسه با اضافه برداشت و خط اعتباری کم و نامناسب است، باید توضیحاتی ارائه شود. عملیات بازار باز که با هدف سیاست‌گذاری نرخ بین‌بانکی و حجم ذخائر مورد استفاده قرار می‌گیرد. تأمین ذخائر بانک‌ها و تغییر نرخ بهره از روش‌های دیگری نظیر اضافه برداشت، خط اعتباری و ... قابل دسترسی است. در صورتی که بخواهیم از ابزار عملیات بازار باز بهره‌برداری لازم صورت گیرد، باید سهم عملیات بازار باز از مرادوات شبکه بانکی با بانک مرکزی افزایش یابد. دلایل مزیت تأمین ذخائر مورد نیاز بانک‌ها از طریق عملیات بازار باز در مقایسه با اضافه برداشت در موارد زیر خلاصه می‌شود: ۱. در صورتی که بانک مرکزی نیاز شبکه بانکی به ذخائر را از طریق خرید قطعی یا موقت اوراق (ریپو) و یا واریز مستقیم به حساب خزانه دولت جبران کند، مابه‌ازای ذخیره ایجاد شده، تأمین مالی دولت به صورت مستقیم و یا غیر مستقیم (خرید اوراق دولتی) رخ داده و از این محل دولت منتفع خواهد شد، اما اگر نیاز شبکه بانکی به ذخائر از طریق اضافه برداشت تأمین شود، پایه پولی افزایش یافته، اما در ازای ایجاد پایه پولی دولت منتفع نخواهد شد. ۲. عملیات بازار باز به صورت بازاری و جوه مورد نیاز بانک‌ها را تخصیص می‌دهد که بر تخصیص غیربازاری ارجحیت دارد. ۳. عملیات بازار باز بازگشت‌پذیر بوده و در شرایط لازم بانک مرکزی می‌تواند اوراق خریداری شده را به فروش برساند، در حالی که اضافه برداشت برگشت‌پذیر نیست. ۴. اضافه برداشت به علت بالاتر بودن نرخ آن نسبت به نرخ عملیات بازار باز منجر به بدتر شدن وضعیت سودآوری شبکه بانکی و افزایش ناترازی آن می‌شود (دقت شود که البته در این حالت نقدینگی از محل تأمین مالی دولت افزایش می‌یابد).

همچنین تأمین کسری ذخائر شبکه بانکی از طریق خط اعتباری نیز بهتر از اضافه برداشت است، اما عملیات بازار باز به علت بازاری بودن بر آن برتری دارد. به‌عبارت دیگر در اعطای خط اعتباری تأمین مالی یک پروژه و یا شرکت خاص با نرخ‌های ترجیحی مورد توجه قرار می‌گیرد. در حالی که دولت می‌تواند برای تأمین مالی همان پروژه‌ها و شرکت‌های خاص اوراق دولتی منتشر کرده و بانک مرکزی نیز آن اوراق را به صورت بازاری و مبتنی بر نرخ بازار بین‌بانکی خریداری کرده و تأمین مالی آن شرکت یا پروژه خاص را انجام دهد. بنابراین به‌نظر می‌رسد که حجم عملیات بازار باز در مقابل بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی (که حجم بالای آن را اضافه برداشت تشکیل می‌دهد) بسیار کم و نامناسب است.

۳. البته باید توجه کرد که در تاریخ ۱۷ خردادماه سال ۱۴۰۲ حجم مانده عملیات بازار باز به حدود ۱۵۰ ه.م.ت و حجم تسهیلات قاعده‌مند به حدود ۳۰-۴۰ ه.م.ت رسیده که باز هم در مقابل سایر ارقام پایه پولی کم است.

۴. منظور از اعطای اعتبار در این قسمت، حالت‌های مرسوم و متعارف است و الا سیاست خط اعتباری نیز می‌تواند یکی از این حالت‌ها قرار بگیرد.



از آنجایی که بررسی کامل و تطبیقی مزایا و معایب هر کدام از سه نظام بیان شده به موضوع این گزارش مرتبط نیست در ادامه به طور مختصر بدان پرداخته می‌شود.

نظام مبتنی بر سقف به عنوان یکی از حالات تسهیلات قاعده‌مند، بدین صورت است که بانک مرکزی تنها اجازه دریافت تسهیلات با نرخ معین و در قبال دریافت اوراق را به بانک‌ها می‌دهد. با توجه به اینکه بانک‌ها به طور تاریخی و با گذشت زمان با کمبود منابع و وجوه مواجه می‌شوند، در این شرایط نرخ سود بازار بین بانکی با نرخ دریافت تسهیلات یکسان می‌شود. به عبارت دیگر حجم وجوه تزریق شده در بازار بین بانکی همواره در این حالت اندک است که باعث می‌شود نرخ سود بازار بین بانکی با نرخ سود سقف دالان برابر شود. در این حالت بانک مرکزی با تغییر نرخ سود دریافت تسهیلات یا همان سقف دالان می‌تواند سیاست پولی انبساطی یا انقباضی را پیاده کند. مزایای این نظام در موارد زیر خلاصه می‌شود:

۱. سختی اجرا و نیاز به انجام عملیات بازار باز مبنی بر خرید و فروش اوراق بهادار دولتی وجود ندارد.
۲. نرخ سود دقیقاً بر اساس نرخ سود هدف گذاری شده کنترل می‌شود و از آن فاصله نمی‌گیرد.
۳. بانک مرکزی نیازی به رصد و پیش‌بینی شرایط بازار بین بانکی و تغییرات نرخ سود و دخالت به موقع را همان گونه که در نظام عملیات بازار باز انجام می‌دهد نخواهد داشت.

۴. هنگام تغییر نرخ سود هدف تنها کافی است نرخ دریافت تسهیلات تغییر پیدا کند و هیچ کار دیگری لازم نیست [۲].

در نظام مبتنی بر عملیات بازار باز، هدف گذاری نرخ بهره از طریق دالان مشتمل بر نرخ سود سقف، نرخ کف سپرده پذیری و نرخ سود هدف گذاری بین دالان انجام می‌گیرد. در این شرایط نرخ سود بین بانکی در داخل دالان امکان تغییر دارد و بانک مرکزی با توجه به پیش‌بینی خود از وضعیت اقتصاد کلان و جریان وجوه بانک‌ها، نرخ سود هدف خود را در بین دالان در نظر گرفته و سعی در حفظ آن از طریق عملیات خرید و فروش اوراق بهادار دولتی خواهد داشت. همان طور که مشخص است برخلاف نظام مبتنی بر سقف، در این حالت نرخ سود بین بانکی در دالان نرخ سود قابل نوسان است. همچنین بانک مرکزی باید برای اثر گذاری بر نرخ سود بین بانکی ملاحظات اقتصادی و تغییر جریان وجوه را پیش‌بینی کرده و سپس نسبت به عملیات انقباضی و انبساطی تصمیم بگیرد. در این حالت از نظر اجرایی نیز امور خرید و فروش اوراق بهادار بر عهده بانک مرکزی است.

در نهایت در نظام مبتنی بر کف، بانک مرکزی حجم زیادی از وجوه را در بازار بین بانکی تزریق می‌کند. پس از تزریق وجوه، نرخ سود بین بانکی با نرخ سود سپرده پذیری و کف دالان برابر می‌شود. در این شرایط بانک مرکزی همانند نظام مبتنی بر سقف، نرخ ثابت سپرده پذیری را هدف گذاری کرده و سیاست خود را با تغییر نرخ کف دنبال می‌کند. در این شرایط نرخ سود هدف گذاری، دنبال شده و نوسان نرخ بهره از بین می‌رود. این نظام بعد از بحران سال ۲۰۰۸ و اتخاذ سیاست انبساطی گسترده، توسط بانک مرکزی آمریکا تا هم‌اکنون مورد استفاده قرار گرفته است. این نظام مزایا و ویژگی‌های نظام مبتنی بر سقف را دارد، اما مهم‌ترین تفاوتی که این نظام با نظام مبتنی بر سقف دارد، پرداخت بهره توسط بانک مرکزی بر روی سپرده‌های بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نزد بانک مرکزی است. این شرایط می‌تواند امکان دستیابی به قاعده مشهور فریدمن<sup>۱</sup> را فراهم کند که منجر به کاهش هزینه فرصت نگهداری پول برای آحاد اقتصادی و رشد اقتصادی از این محل می‌شود.<sup>۲</sup>

با توجه به سه نظام<sup>۳</sup> معرفی شده لازم است مشخص شود که چرا بانک مرکزی نظام عملیات بازار باز را انتخاب کرده است؟ به طور طبیعی پاسخ به این سؤال مقدم بر بررسی مشکلات و آسیب‌شناسی عملیات بازار باز است، اما بررسی دقیق‌تر و تکمیلی آنها نیاز به گزارش مجزا دارد. در هر صورت بانک مرکزی باید نسبت به چرایی انتخاب نظام عملیات بازار باز پاسخ داشته باشد که به نظر می‌رسد در این زمینه بررسی انجام نشده است. در این شرایط ممکن است نظام عملیات بازار باز در مقابل نظام مبتنی بر سقف یا کف برای شرایط اقتصادی و پولی کشور مناسب نباشد و بر این اساس دستیابی به اهداف نظام عملیات بازار باز نیز با مشکل مواجه خواهد شد.

#### 1. Friedman Rule

۲. قاعده فریدمن در ادبیات اقتصاد پولی به این موضوع اشاره دارد که چون آحاد اقتصادی برای انجام معاملات نیاز به نگهداری پول داشته تا اینکه در زمان لازم بتوانند از پول استفاده کرده و معاملات خود را انجام دهند و نرخ بهره پول صفر است (یا اینکه کمتر از نرخ بهره اوراق بدون ریسک در اقتصاد است)، باعث ایجاد انگیزه منفی برای اشتغال و تولید می‌شود. بنابراین حذف هزینه فرصت نگهداری پول که ه ریسک در اقتصاد است می‌تواند منجر به از بین بردن این منبع اختلال در اقتصاد شده و تولید را افزایش دهد، البته بحث در مورد اینکه دستیابی به قاعده فریدمن از طریق پرداخت بهره‌وری ذخائر بانک‌ها نزد بانک مرکزی امکان‌پذیر است یا خیر هنوز ادامه دارد و ادبیات به جمع‌بندی در این زمینه دست نیافته است.

۳. حتی با توجه به معیار متقارن بودن/نبودن کربدور و یا نحوه اعمال تغییرات در متغیر هدف می‌توان نظام‌های دیگری را در نظر گرفت که در بین این ۳ نظام قابل طرح و بررسی است.

## ۳-۲. آسیب‌شناسی ناظر به هدفگذاری

همان‌طور که قبلاً بیان شد، طبق گزارش منتشر شده از بانک مرکزی پس از آغاز عملیات بازار باز در سال ۱۳۹۸ و همچنین بیان نرخ تورم هدف ۲۲ درصدی در سال ۱۳۹۹ می‌توان این‌گونه برداشت کرد که چارچوب سیاست‌گذاری بانک مرکزی به سمت هدف‌گذاری تورم حرکت کرده است. در حال حاضر نیز بسیاری از کشورها، هدف‌گذاری نرخ تورم با استفاده از هدف عملیاتی نرخ سود بین‌بانکی را در پیش گرفته‌اند. از آن جهت که دستیابی به نتایج عملیات بازار باز در گرو عملکرد مناسب چارچوب هدف‌گذاری تورمی و هدف عملیاتی نرخ سود است، در این قسمت ملاحظاتی که ناظر به انتخاب هدف‌گذاری تورم و استفاده از هدف عملیاتی نرخ سود است، به‌طور مختصر ارائه شده است.

### ۳-۲-۱. ملاحظات هدف‌گذاری تورم

هدف‌گذاری تورم، طبق تعریف عبارت است از «اعلام رسمی محدوده‌ای معین<sup>۱</sup> برای نرخ تورم در افق زمانی<sup>۲</sup> مشخص در حالی که تورم به اثبات<sup>۳</sup> هدف اصلی سیاست‌گذاری پولی در نظر گرفته شده است [۳]. همچنین شفافیت<sup>۴</sup>، پاسخ‌گویی<sup>۵</sup> و سیاست اطلاع‌رسانی<sup>۶</sup> از مؤلفه‌های اصلی چارچوب هدف‌گذاری تورم است که در برخی تعاریف به آن اشاره شده است [۴]. بر این اساس می‌توان ملاحظات زیر را مورد توجه قرار داد:

**الف) نوع شاخص تورم هدف‌گذاری شده:** کشورهای مختلف که چارچوب هدف‌گذاری تورم را اعمال کرده‌اند، نرخ تورم شاخص قیمت مصرف‌کننده را با تعدیل‌های ضمنی به‌عنوان نرخ تورم هدف سیاست‌گذار انتخاب کرده‌اند. این تعدیل‌ها شامل عدم لحاظ شوک‌های طرف عرضه<sup>۷</sup> نظیر افزایش قیمت سوخت، غذا، برخی مواد خوراکی، مالیات غیرمستقیم، پرداخت‌های بهره‌ای، تغییر در قیمت‌های نسبی کالاهای خارج به داخل<sup>۸</sup> و... است [۳].

دلایل استفاده از تعدیل‌های ضمنی برای شاخص قیمت مصرف‌کننده به ماهیت تورم هدف‌گذاری شده توسط بانک مرکزی مرتبط است. ماهیت تورم هدف‌گذاری شده از آن جهت موضوعیت پیدا می‌کند که بانک مرکزی به دنبال کنترل افزایش قیمت سبد کالاهای مصرفی در مقابل پول است، اما آن دسته از افزایش قیمت سبد کالای مصرفی که تغییرات قیمت‌های نسبی را منعکس می‌کند ماهیتاً خارج از اختیار سیاست‌گذار بوده و نباید مورد توجه آن قرار بگیرد، بلکه اساساً واکنش نشان دادن سیاست‌گذار به این نوع تورم تصمیم بهینه برای اقتصاد نخواهد بود. هدف‌گذاری نرخ تورم بانک مرکزی مبتنی بر تعدیلات ضمنی مذکور، صورت نگرفته و بانک مرکزی در مورد ارائه شاخص متفاوت برای تورم هدف اقدامی انجام نداده است.

بنابراین واضح است که عدم تعدیل شاخص قیمت مصرف‌کننده، با توجه به نوسانات غیرقابل کنترل قیمت برخی کالاها نظیر سوخت و خوراکی‌ها منجر به کاهش احتمال دستیابی به هدف تورمی اعلام‌شده توسط بانک مرکزی شده و انحراف از تورم هدف اعلام‌شده نیز منجر به کاهش اعتماد و اعتبار بانک مرکزی می‌شود.<sup>۹</sup>

**ب) تعیین بازه<sup>۱۰</sup> برای نرخ تورم هدف‌گذاری شده:** میزان انحراف از نرخ تورم هدف موضوع مهمی در چارچوب سیاست‌گذاری پولی هدف‌گذاری تورمی است. همان‌طور که از جدول ۳ پیداست اکثر کشورها برای حمایت از نرخ تورم هدف‌گذاری شده، بازه انحراف ۲ واحد درصد را برای متوسط نرخ تورم ۳-۴ درصد در نظر گرفته‌اند. در شرایط کشور ما در نظر گرفتن بازه انحراف ۲ واحد درصد که توسط بانک مرکزی اعلام شد برای نرخ تورم هدف ۲۲ درصد بسیار کم است. به عبارت دیگر انحراف معیار بازه ۲ واحد درصد برای تورم ۲۲ درصد کمتر از یک سوم

1. Target Ranges
2. Time Horizon
3. Stable Inflation
4. Transparency
5. Accountability
6. Communication Policy

۷. این نوع تورم با توجه به آنکه ماهیت درازمدت ندارد با عنوان One Time Inflation نامگذاری شده است.

8. Terms of Trade

۹. این موضوع برای شرایط کشور بسیار قابل توجه است. ممکن است مسئولین بانک مرکزی توضیحاتی از این قبیل برای هدف‌گذاری نرخ تورم ۲۲ درصد داشته باشند و بالاتر بودن نرخ تورم از این مقدار را ناشی از شوک‌های طرف عرضه بدانند که نباید بانک مرکزی نسبت به آن واکنش نشان دهد، اما سؤال اصلی این است که هدف اصلی از هدف‌گذاری نرخ تورم هسته این است که اعتبار بانک‌های مرکزی در عدم دستیابی به اهداف تورمی خدشه‌دار نشود، در حالی که با عدم اعلام نرخ تورم هسته و هدف‌گذاری‌شده توسط بانک مرکزی تحقق پیدا نخواهد کرد.

10. Range

انحراف معیار ۲ واحد درصد برای تورم پایین ۶ درصد است. اگر بازه انحراف به درستی در نظر گرفته نشود، امکان اختلاف نرخ تورم تحقق یافته و نرخ تورم هدف گذاری شده زیاد می شود که اعتبار بانک مرکزی را مخدوش می کند. همچنین کشورهای مختلف، افق زمانی ۱-۴ ساله را برای دنبال کردن نرخ تورم هدف اعلام شده در نظر گرفته اند [۳]، اما بانک مرکزی هنگام اعلام نرخ تورم ۲۲ درصد مدت زمان حمایت از این نرخ را اعلام نکرده است.

جدول ۵. هدف گذاری تورم در تعدادی از کشورها

کشور	سال اتخاذ سیاست	نرخ تورم هدف گذاری شده	کشور	سال اتخاذ سیاست	نرخ تورم هدف گذاری شده
نیوزلند	۱۹۹۰	۳+۱	فیلیپین	۲۰۰۲	۴+۱
کانادا	۱۹۹۱	۲+۱	گواتمالا	۲۰۰۵	۵+۱
انگلیس	۱۹۹۲	۲	اندونزی	۲۰۰۵	۵+۱
استرالیا	۱۹۹۳	۳-۲	رومانی	۲۰۰۵	۳+۱
سودان	۱۹۹۴	۲	صربستان	۲۰۰۶	۸-۴
جمهوری چک	۱۹۹۵	۳+۱	ترکیه	۲۰۰۶	۵/۵+۲
رژیم اشغالگر	۱۹۹۷	۲+۱	ارمنستان	۲۰۰۶	۴/۵+۱/۵
لهستان	۱۹۹۷	۲/۵+۱	غنا	۲۰۰۷	۸/۵+۲
برزیل	۱۹۹۸	۴/۵+۱	اروگوئه	۲۰۰۷	۷-۳
شیلی	۱۹۹۹	۳+۱	آلبانی	۲۰۰۹	۳+۱
کلمبیا	۱۹۹۹	۴-۲	گرجستان	۲۰۰۹	۳
آفریقای جنوبی	۱۹۹۹	۶-۳	پاراگوئه	۲۰۱۱	۴/۵
تایلند	۲۰۰۰	۳-۵	اوگاندا	۲۰۱۱	۵
مجارستان	۲۰۰۱	۳+۱	دومینیکا	۲۰۱۲	۵-۳
مکزیک	۲۰۰۱	۳+۱	ژاپن	۲۰۱۳	۲
ایسلند	۲۰۰۱	۲/۵+۱/۵	مولداوی	۲۰۱۳	۳/۵-۶/۵
کره جنوبی	۲۰۰۱	۳+۱	هند	۲۰۱۵	۶-۲
نروژ	۲۰۰۱	۲/۵+۱	قزاقستان	۲۰۱۵	۴
پرو	۲۰۰۲	۲+۱	روسیه	۲۰۱۵	۴

مأخذ: گزارش صندوق بین المللی پول.

ج) **استقلال نسبی بانک مرکزی:** برای دستیابی به هدف ثبات قیمت‌ها از طریق چارچوب هدف‌گذاری تورم لازم است بانک مرکزی از استقلال نسبی برای اتخاذ تصمیمات لازم در مورد چارچوب بهینه و ضوابط آن برخوردار باشد [۳]. بنابراین اگر بانک مرکزی نتواند به‌طور مستقل لوازم هدف‌گذاری تورم را فراهم کند یا اینکه سایر اهداف نظیر کنترل حجم کل‌های پولی و نرخ ارز مانع از دنبال کردن هدف‌گذاری تورم باشد، این چارچوب نتیجه لازم را دربر نخواهد داشت.

د) **سیاست ارتباطی ضعیف:** همان‌طور که در تعریف هدف‌گذاری تورم نیز بدان اشاره شد، از مهم‌ترین ارکان هدف‌گذاری تورم سیاست ارتباطی و اطلاع‌رسانی بانک مرکزی است که یکی از عوامل لازم برای انتقال لنگر اسمی انتظارات تورمی از سایر متغیرها به نرخ تورم هدف قلمداد می‌شود. با تحقق این شرایط نرخ تورم اعلامی توسط بانک مرکزی نقش محوری در شکل‌دهی به انتظارات تورمی پیدا کرده و اهداف تورمی را با هزینه بسیار کمتر در دسترس بانک مرکزی قرار می‌دهد. به‌منظور انتقال لنگر اسمی اقتصاد از نرخ ارز و سایر متغیرهای پولی به نرخ تورم هدف‌گذاری شده بانک مرکزی لازم است بستر لازم برای تغییر یادشده فراهم شود و به‌نحوی با آحاد اقتصادی تعامل شود که لنگر اسمی انتظارات تورمی از سایر متغیرها به تورم‌های اعلامی بانک مرکزی انتقال یابد.<sup>۱</sup> به‌عبارت‌دیگر لازم است همواره نشست‌های سیاستی و سخنرانی‌های مداوم و منظم رئیس کل به‌منظور اعلام سیاست و حمایت از آن در دستور کار قرار گیرد تا آنکه زمینه‌های لازم برای انتقال لنگر انتظارات تورمی فراهم شود.

به‌منظور جمع‌بندی می‌توان اظهار داشت، الزامات هدف‌گذاری تورم در مورد انتخاب شاخص تورم و بازه انحراف مناسب، ملاحظات اطلاع‌رسانی و انتقال لنگر اسمی و استقلال نسبی بانک مرکزی که در این قسمت به‌طور مختصر به آنها پرداخته شد، به‌منظور دستیابی به هدف کنترل تورم باید مورد توجه قرار گیرد. بنابراین عملیات بازار باز زمانی می‌تواند به اهداف تورمی نائل شود که الزامات هدف‌گذاری تورم به‌طریق اولی فراهم شده باشد.

## ۲-۲-۳. ملاحظات هدف‌گذاری نرخ سود

عملیات بازار باز بانک مرکزی در چارچوب هدف عملیاتی نرخ سود بین بانکی دو هدف اصلی را دنبال می‌کند: ۱. رساندن متوسط نرخ سود بین بانکی به نرخ سود هدف‌گذاری شده، ۲. کاهش نوسان نرخ سود بین بانکی حول نرخ هدف‌گذاری شده. بانک مرکزی بر خلاف نرخ تورم هدف‌گذاری شده، نرخ سود هدف بین بانکی را در هیچ مقطع زمانی اعلام و اعلان نکرده است. اگر هدف از عدم اعلام نرخ سود هدف همان ملاحظه اعتبار بانک مرکزی باشد که به‌طریق اولی باید در مورد نرخ تورم لحاظ می‌شد، اما تجربه بانک‌های مرکزی نشان می‌دهد که اعلام و اعلام نرخ سود هدف بین بانکی می‌تواند نیاز به مداخله بانک مرکزی در بازار بین بانکی را از طریق مدیریت انتظارات شبکه بانکی کاهش داده و منجر به بهبود وضعیت عملیات بازار باز گردد (اثر اعلان).<sup>۲</sup>

در مورد نوسان نرخ سود بین بانکی که یکی دیگر از اهداف عملیات بازار باز به حساب می‌آید نکاتی قابل ذکر است. هرچه میزان نوسان نرخ سود بین بانکی کم‌تر باشد، نرخ هدف‌گذاری شده که مناسب شرایط اقتصادی تشخیص داده شده است، دنبال شده و از نااطمینانی‌های اقتصاد با توجه به تغییرات مکرر نرخ سود بدون ریسک (نرخ سود بین بانکی) که مبنای سایر نرخ‌های سود در اقتصاد قرار می‌گیرد کاسته می‌شود. متأسفانه پس از استفاده از عملیات بازار باز در بانک مرکزی نوسان نرخ سود نه تنها کاهش پیدا نکرده، بلکه افزایش پیدا کرده که در جدول زیر نشان داده شده است.

با توجه داده‌های نرخ سود بین بانکی برای ۳ سال و دو ماه قبل و بعد از آغاز عملیات بازار باز، شاخص ضریب تغییرات نرخ سود بین بانکی از ۰,۳۸ به ۰,۱۵۱ افزایش پیدا کرده (حدوداً پنج برابر) که در جدول زیر گزارش شده است.

۱. البته پر واضح است که تغییر لنگر اسمی صرفاً با سیاست ارتباطی حاصل نمی‌شود و لوازم مهم و اصلی دیگری دارد که در گزارش دیگری در این مرکز بدان پرداخته خواهد شد.

جدول ۶. خلاصه آماری نرخ سود بین بانکی قبل و بعد از اجرای عملیات بازار باز

ضریب تغییرات نرخ سود بین بانکی	انحراف معیار نرخ سود بین بانکی	میانگین نرخ سود بین بانکی	
۰,۰۳۸	۰,۷۳	۱۹,۱۲	از سال ۱۳۹۵ تا قبل از بهمن ماه سال ۱۳۹۸
۰,۱۵۱	۲,۸۷	۱۸,۸۹	بهمن ماه سال ۱۳۹۸ تا اردیبهشت ماه سال ۱۴۰۲

مأخذ: داده‌های نرخ سود بین بانکی بانک مرکزی.

همان‌طور که مشاهده می‌شود علی‌رغم استفاده از ابزار عملیات بازار باز، نوسان نرخ سود بین بانکی افزایش یافته است، البته عوامل مختلفی می‌تواند عامل این نوسان بوده باشد که واکنش بانک مرکزی برای خنثی‌سازی آنها کافی نبوده باشد. به عبارت دیگر ممکن است بعد از بهمن ماه سال ۱۳۹۸ که عملیات بازار باز شروع شده، عوامل متعدد بیشتری نظیر روند دریافت‌ها و پرداخت‌های دولت و خرید و فروش ارز (جزء خالص دارایی‌های خارجی از پایه پولی) به‌طور متفاوت از گذشته تغییر یافته و منجر به نوسان بیش از پیش نرخ سود بین بانکی شده باشد. در این شرایط بانک مرکزی ورود فعالانه داشته و عملکرد آن نوسان را کاهش داده، اما میزان کاهش نوسان آن در حدی نبوده است که میزان نوسان مشاهده شده کمتر از بازه قبل از اجرای عملیات بازار باز شود.<sup>۱</sup>

با فرض قبول افزایش نوسان نرخ سود بین بانکی به علت عوامل برون زای یادشده بعد از بهمن ماه سال ۱۳۹۸، این ایراد به عملکرد بانک مرکزی وارد است که چرا با استفاده از عملیات بازار باز تدافعی<sup>۲</sup> به تغییرات خارج از اراده بانک مرکزی واکنش متناسب نداشته است. در صورتی که بانک مرکزی ابزار لازم برای کاهش نوسانات نرخ سود بین بانکی را در اختیار دارد چرا از ابزارهای لازم استفاده نکرده است؟ در مجموع با توجه به مطالب یادشده عملکرد بانک مرکزی در این زمینه نیز قابل دفاع نیست و باید اصلاح شده و بانک مرکزی به‌صورت فعالانه نوسان نرخ سود بین بانکی را کاهش دهد.

### ۳-۳. آسیب‌شناسی ناظر به دالان نرخ سود

در کنار آسیب‌شناسی مربوط به هدف‌گذاری نرخ تورم و نرخ سود، می‌توان به‌طور دقیق‌تر در مورد دالان نرخ سود (نرخ سقف و کف) نیز نکاتی را مطرح کرد که در ادامه بدان‌ها پرداخته شده است.

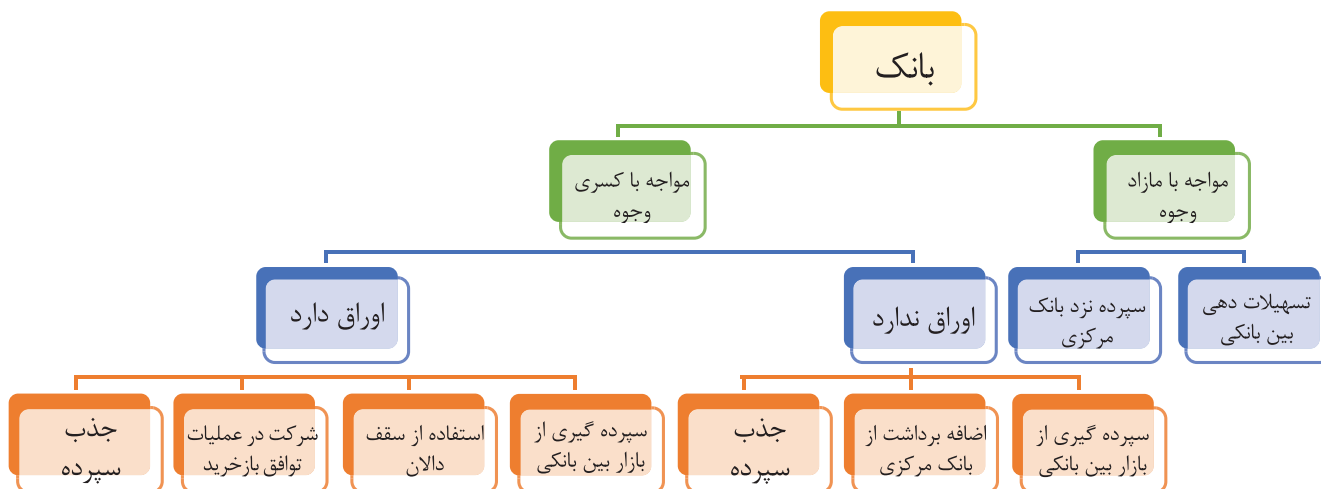
#### ۱-۳-۳. عدم رعایت دالان نرخ سود

بانک‌ها در بازار بین بانکی با ۵ نرخ مختلف شامل: ۱. نرخ سپرده‌پذیری بانک مرکزی (۱۷ درصد)، ۲. نرخ بازار بین بانکی، ۳. نرخ حداقل توافق با خرید (نرخ انجام عملیات بازار باز بانک مرکزی)، ۴. نرخ سقف دالان (۲۴ درصد) و ۵. نرخ اضافه برداشت بدون وثیقه (۳۴ درصد) مواجه هستند. بر این اساس اگر بانک‌ها با مازاد منابع مواجه باشند می‌توانند آن را با نرخ حداقل ۱۷ درصد در بانک مرکزی سپرده‌گذاری کرده و سود آن را دریافت کنند. در این شرایط می‌توان گفت نرخ ۱۷ درصد به‌عنوان نرخ کف عمل کرده و نرخ سود بین بانکی از ۱۷ درصد کمتر نخواهد شد. به‌طور مشابه برای نرخ‌های بیشتر از ۱۷ درصد با توجه در بانک مرکزی سپرده‌گذاری کرده و سود آن را دریافت کنند. در این شرایط می‌توان گفت نرخ ۱۷ درصد به‌عنوان نرخ کف عمل کرده و نرخ سود بین بانکی از ۱۷ درصد کمتر نخواهد شد. به‌طور مشابه برای نرخ‌های بیشتر از ۱۷ درصد با توجه به اینکه اعتباردهی در سقف دالان ۲۴ درصد نیازمند وثیقه اوراق دولتی است، اگر بانک‌ها اوراق لازم برای دریافت وجوه در سقف دالان از بانک مرکزی را دارا باشند، منطقی است که نرخ ۲۴ درصد به‌عنوان نرخ سقف عمل کرده و نرخ سود بین بانکی بالاتر از ۲۴ درصد قرار نخواهد گرفت. همچنین در صورت عدم وجود وثیقه لازم برای سپرده‌گیری در نرخ سقف دالان، سقف ۳۴ درصد برای بانک‌ها به‌عنوان سقف عمل خواهد کرد و نرخ سود بین بانکی بالاتر از این نرخ قرار نخواهد گرفت.

۱. یکی از مهم‌ترین این عوامل در سال‌های اخیر شوک ناشی از کروناست. چراکه در دروان کرونا نرخ سود بین بانکی بسیار رو به کاهش رفته و این باعث افزایش واریانس و ضریب تغییرات نرخ سود شده است. بنابراین بخشی از افزایش نوسان نیز ناشی از شوک‌های غیرقابل پیش‌بینی نظیر کرونا بوده که بعد از شروع عملیات بازار باز رخ داده است.  
 ۲. عملیات بازار باز را می‌توان به عملیات بازار باز پویا (اقدام فعالانه بانک مرکزی) و عملیات بازار باز تدافعی (برای خنثی‌سازی اثر اقدام سایر بازیگران بازار بین بانکی) طبقه‌بندی کرد [۶].



نمودار ۴. بانک‌های دارای مازاد و کسری وجوه در بازار بین بانکی



در نمودار ۴، نحوه مواجهه بانک‌های دارای مازاد و کسری ذخایر در بازار بین بانکی نشان داده شده است. بانک‌ها در بازار بین بانکی به دلایل مختلف دچار مازاد و یا کسری وجوه می‌شوند. عوامل مختلفی نظیر تودیع ذخیره قانونی، عملیات مالی دولت، خرید و فروش ارز حجم ذخایر در دسترس بانک‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با توجه به اینکه وجود ذخایر برای تسویه معاملات بین بانکی و در نهایت تسویه معاملات آحاد اقتصادی مورد نیاز است، بانک مرکزی به صورت روزانه هر آنچه ذخیره برای تسویه بین بانکی لازم است را در اختیار بانک‌ها قرار می‌دهد. سپس در پایان روز که همه معاملات تسویه شد، بانک مرکزی وجوهی را که در طول روز بدون بهره در اختیار بانک‌ها قرار داده بود، باز پس می‌گیرد. در این شرایط هر کدام از بانک‌ها با توجه به جابه‌جایی سپرده‌ها ممکن است با کسری یا مازاد وجوه مواجه شوند. اگر بانکی با مازاد مواجه شده باشد، می‌تواند وجوه مازاد را در بانک مرکزی سپرده گذاری کرده و میزان سود کف ۱۷ درصد را دریافت کند. همچنین این بانک می‌تواند وجوه مازاد را در بازار بین بانکی بدون وثیقه به دیگر بانک‌ها با نرخ سود بین بانکی وام دهد. نکته مهم در این زمینه مربوط به وام‌دهی بدون وثیقه در بازار بین بانکی است. به این صورت که بانک‌ها با اعتماد به یکدیگر می‌توانند وجوه را مورد معامله قرار دهند. طبیعی است تعدادی از بانک‌هایی که با ریسک بالا مواجه هستند امکان سپرده‌گیری را در این بازار از دست می‌دهند. همچنین بانک دارای مازاد وجوه نیز همواره به دنبال وام‌دهی با نرخ بین بانکی بیشتر از ۱۷ درصد نیست چرا که ممکن است بانک وام‌گیرنده توان بازپرداخت آن را نداشته باشد. به بیان دیگر بازار بین بانکی دو ویژگی اصلی طرفینی (OTC) و وام بدون وثیقه<sup>۲</sup> را در خود دارد که باعث می‌شود حتی اگر نرخ سود بین بانکی بیشتر از نرخ کف ۱۷ درصد باشد کماکان تعدادی از بانک‌ها وجوه خود را نزد بانک مرکزی سپرده گذاری کنند.

در مقابل اگر بانکی در پایان روز بعد از تسویه معاملات میزان ذخیره لازم را نداشته باشد، قبل از مواجهه با کسری می‌تواند آن را از راه‌های مختلفی جبران کند. هر چه جذب سپرده<sup>۳</sup> بیشتر باشد، ذخیره بانک افزایش پیدا می‌کند. همچنین تأمین کسری از طریق بازار بین بانکی با شرایط گفته شده که سپرده‌گیری بدون وثیقه است نیز برای بانک امکان پذیر است، اما همان طور که گفته شد ممکن است به علت ریسک موجود در بانک، امکان سپرده‌گیری در بازار بین بانکی برای بانک فراهم نباشد. اگر بانک به اندازه کافی اوراق دولتی در ترازنامه خود داشته باشد، می‌تواند از طریق شرکت در عملیات ریپو بانک مرکزی و یا استفاده از تسهیلات سقف دالان با اعطای وثیقه به بانک مرکزی، کسری را جبران کند. در نهایت اگر بانکی اوراق لازم برای اعطای وثیقه به بانک مرکزی را نداشته باشد و نتواند از طریق جذب سپرده و بازار بین بانکی کسری را جبران کند، از تسهیلات بدون وثیقه اضافه برداشت بانک مرکزی با نرخ ۳۴ درصد استفاده می‌کند.

با توجه به مطالب یاد شده می‌توان حالتی را تصور کرد که نرخ سود متوسط بین بانکی بالاتر از سقف دالان قرار داشته باشد. بر این اساس تعدادی از بانک‌ها که اوراق دارند می‌توانند با نرخ‌های حداقل توافق باز خرید و نرخ سقف دالان ۲۲ درصد، کسری خود را جبران کنند. به صورت هم‌زمان تعداد دیگری از بانک‌ها که اوراق نداشته و امکان سپرده‌گیری از بازار بین بانکی را نداشته باشند، با نرخ بیشتر از سقف دالان کسری را جبران می‌کنند. در نهایت با توجه به اینکه تعدادی از بانک‌ها با توجه به ریسک بالا امکان سپرده‌گیری بدون وثیقه از بازار بین بانکی را ندارند و اوراق لازم برای استفاده از تسهیلات قاعده مند

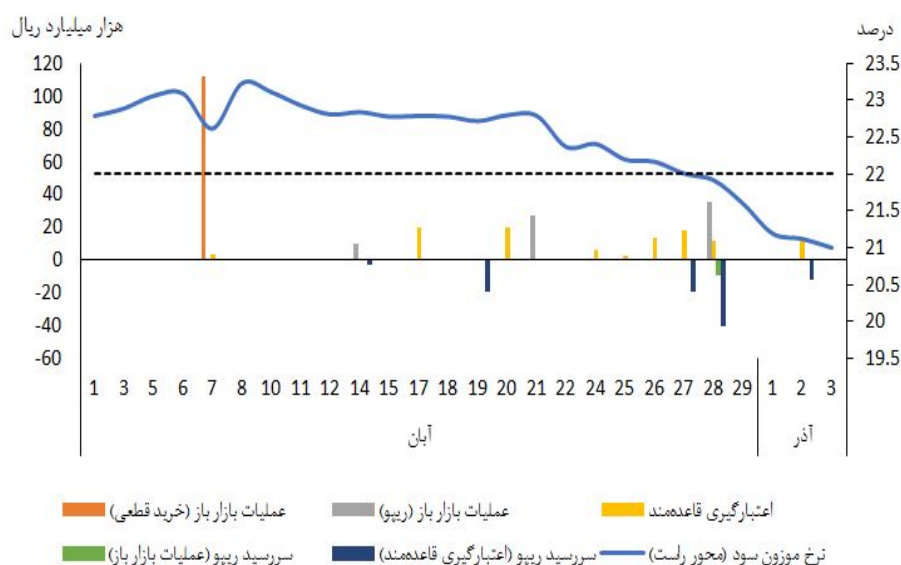
۱. بنابراین نرخی که به عنوان نرخ سود بین بانکی اعلام می‌شود، متوسط وزنی نرخ‌های سود معاملات طرفینی بانک‌های مختلف است.

2. Unsecured.

۳. منظور از جذب سپرده انتقال سپرده اشخاص از سایر بانک‌ها به بانک دارای کسری است.

سقف دالان را نیز ندارند، مجبور می‌شوند میزان کسری خود را با نرخ ۳۴ درصد اضافه‌برداشت جبران کنند. از مطالب یادشده می‌توان نتیجه گرفت که این امکان وجود دارد که به‌طور هم‌زمان تعدادی از بانک‌ها و جوه مازاد خود را در بانک مرکزی سپرده‌گذاری کرده و در عین حال تعداد دیگری از بانک‌ها با نرخ‌های بین‌بانکی بالاتر تأمین مالی شده و تعداد دیگری از بانک‌ها با نرخ سقف دالان و در نهایت تعداد دیگری نیز در نرخ اضافه‌برداشت تأمین مالی شوند. در آبان‌ماه سال ۱۳۹۹ شرایط فعلی رخ داده که در نمودار ۵، نشان داده شده است.

### نمودار ۵. وضعیت بازار بین‌بانکی در آبان‌ماه سال ۱۳۹۹



مأخذ: گزارش بانک مرکزی

همان‌طور که مشاهده می‌شود در طول آبان‌ماه سال ۱۳۹۹ نرخ سود بین‌بانکی بالاتر از سقف دالان ۲۲ درصد قرار گرفته است. این نشان می‌دهد که تعداد زیادی از بانک‌ها اوراق لازم برای استفاده از تسهیلات سقف دالان را نداشته که منجر به افزایش نرخ بین‌بانکی فراتر از سقف دالان شده است. ممکن است این سؤال پیش بیاید که چرا بانک‌ها اوراق دولتی را خریداری نمی‌کنند که در مواقع لزوم بتوانند از آنها برای استفاده از تسهیلات قاعده‌مند سقف دالان یا شرکت در توافق باز خرید با نرخ مناسب‌تر استفاده کنند؟ جواب این است که بانک‌ها و به‌طور خاص بانک‌هایی که با کسری و جوه در بازار بین‌بانکی مواجه‌اند و در سبد دارایی خود اوراق قرضه دولتی نگهداری نمی‌کنند، در صورتی که از طریق خلق اعتبار اوراق دولتی را خرید نمایند، وضعیت کسری ذخایر آنها در بازار بین‌بانکی تشدید خواهد شد. در این شرایط لازم است بانک‌های دارای کسری ذخایر از طریق تغییر ترکیب دارایی‌های خود نظیر کاهش سهم اعطای تسهیلات و افزایش سهم اوراق در سمت دارایی‌ها، فروش دارایی‌های مازاد و وصول مطالبات و... نسبت به بهبود وضعیت اقدام کنند.

در این شرایط سؤال این است که اگر تغییر ترکیب دارایی‌ها، فروش اموال و دارایی مازاد بانک‌ها و... برای بانک‌ها سودآور بوده و امکان‌پذیر بود، بانک‌ها خود از این امکان استفاده می‌کردند. بنابراین انگیزه لازم و یا امکان حرکت بانک‌ها به این سمت وجود نداشته که افزایش سهم اوراق قرضه را در پی نخواهد داشت.

فارغ از اینکه بانک‌ها امکان دریافت تسهیلات قاعده‌مند از طریق در اختیار داشتن اوراق دولتی را داشته باشند و از این مسیر نرخ سود بین‌بانکی فراتر از نرخ سقف دالان بانک مرکزی قرار نگیرد (که به‌عنوان یکی از آسیب‌های عملیات بازار باز شناسایی می‌شود و باید برای دستیابی به اهداف عملیات بازار باز اصلاح شود)، بانک مرکزی از طریق عملیات بازار باز می‌تواند نرخ را به محدوده هدف گذاری شده برگرداند. در این شرایط بانک مرکزی باید با انجام عملیات بازار باز از طریق آن دسته از بانک‌هایی که امکان وثیقه‌گذاری اوراق را دارند نرخ سود بین‌بانکی را کاهش دهد. در واقع می‌توان این قسمت را این‌گونه جمع‌بندی کرد که به‌رغم نبود اوراق دولتی در ترازنامه بانک‌ها به‌عنوان یکی از مشکلات، بانک مرکزی باید نسبت به حفظ نرخ هدف گذاری شده سود بین‌بانکی عکس‌العمل سریع و قاطع نشان داده و از طریق عملیات انبساطی بلندمدت نظیر خرید اوراق و افزایش حجم ریپو، از افزایش نرخ به ارقام بالاتر از نرخ هدف و سقف دالان جلوگیری کند. عدم انگیزه بانک‌ها

برای نگهداری اوراق دولتی و عدم استفاده آنها از تسهیلات سقف دالان نیز نمی‌تواند دلیل موجهی برای افزایش نرخ سود بین بانکی نزدیک به ۲۴-۲۵ درصد در طول بازه یک‌ماهه آبان‌ماه سال ۱۳۹۹ و موارد مشابه باشد که مورد توجه دست‌اندرکاران بانک مرکزی قرار نگرفته است.

### ۳-۳-۲. دالان نرخ سود و رفتار کژمنشی بانک‌ها

همان‌طور که گفته شد نرخ سود کف دالان و سقف دالان به ترتیب ۷۱ و ۴۲ درصد در نظر گرفته شده است. در مورد اینکه بازه نرخ کف و سقف دالان چقدر باشد باید به یک رفتار از نوع کژمنشی ۱ توجه کرد. هر چقدر بازه انتخاب شده (فاصله نرخ کف و سقف دالان) بازتر باشد، در صورتی که هر کدام از بانک‌ها با کمبود منابع مواجه شود و نتواند آن را از بازار بین بانکی تأمین کند مجبور است با نرخ سود خیلی بالاتر از طریق سقف دالان نیاز خود را برطرف نماید. بنابراین احتیاط لازم را به خرج می‌دهد تا اینکه با کمبود وجوه مواجه نشود. در این شرایط وقتی همه بانک‌ها احتیاط لازم را برای مدیریت وجوه به کار می‌گیرند، نرخ سود بین بانکی نوسان زیادی حول نرخ سود هدف گذاری شده نخواهد داشت. در مقابل، هر چه فاصله نرخ کف و سقف دالان کمتر باشد، بانک‌ها و مؤسسات متوجه می‌شوند که در صورت عدم مدیریت صحیح جریان وجوه خود در نهایت با پرداخت سود سقف دالان که تنها اندکی بیشتر از نرخ سود بین بانکی است تأمین مالی می‌شوند. بنابراین احتیاط لازم برای مدیریت جریان وجوه خود را رها کرده و این باعث نوسان بیشتر نرخ سود بین بانکی می‌شود. پس بانک مرکزی با یک تعارض مواجه است. هر چه بازه را کوچک‌تر در نظر می‌گیرد تا اینکه از نوسان بیشتر نرخ سود بین بانکی جلوگیری کند نوسان نرخ سود بین بانکی از طریق رفتار کژمنشی بانک‌ها افزایش می‌یابد. از طرف دیگر هر چه بازه بزرگ‌تر در نظر گرفته می‌شود خود به خود نوسان نرخ سود بین بانکی را کاهش می‌دهد [۲].

ارقام بالای حجم ریپو در سقف دالان و حجم بالای اضافه برداشت ۳۴ درصد در نظام بانکی نشان می‌دهد، شبکه بانکی هنوز به مرحله‌ای نرسیده است که نیاز خود به وجوه را از طریق بازه هدف گذاری شده تأمین کند، چراکه بازدهی تسهیلات و خرید دارایی برای شبکه بانکی کماکان بیشتر نرخ سود دریافت اعتبار (حتی اضافه برداشت) از بانک مرکزی است. همچنین همان‌طور که گفته شد نرخ سود هدف گذاری شده پایین در نظر گرفته شده و در واقع تأمین مالی بانک‌ها به سمت قسمت بالای دالان نرخ سود و نرخ اضافه برداشت چوله شده است. به نظر می‌رسد پس از اصلاح نرخ و تطبیق نظام بانکی با عملیات بازار باز باید نسبت به اتخاذ دالان بهینه با توجه به رفتار کژمنشی بانک‌ها تصمیم مناسب اتخاذ شود.

### ۳-۴. نحوه انتخاب بین عملیات ریپو و خرید قطعی

تجربه عملیات بازار باز به این صورت است که بانک مرکزی به منظور اجرای سیاست انبساطی به صورت تاریخی ابتدا از عملیات خرید قطعی استفاده کرده و پس از فراهم شدن امکان استفاده از عملیات ریپو، خرید قطعی را کنار گذاشته است. عملیات ریپو برای تأمین نقدینگی در شرایط کوتاه مدت و اثر گذاری کمتر مفید بوده و عملیات خرید قطعی برای دوره‌های طولانی‌تر و اثر گذاری بیشتر قابل استفاده است. بنابراین در صورتی که بانک مرکزی هر دو هفته عملیات ریپو انجام داده و ریپوهای قبلی را تسویه می‌کند نشان می‌دهد کمبود نقدینگی در بازار بین بانکی دائمی بوده و باید از طریق مکانیسم خرید قطعی این کمبود را جبران کرد.

از طرف دیگر با توجه به اینکه بانک مرکزی در شرایط اعمال سیاست انقباضی لازم است اوراق نگهداری شده در ترازنامه خود را به فروش برساند، در صورتی که اوراق لازم را در ترازنامه نداشته باشد امکان استفاده از ابزار سیاست انقباضی وجود نخواهد داشت. به عبارت دیگر در هنگام اجرای سیاست انقباضی اوراق نگهداری شده توسط بانک مرکزی محدود کننده اجرای عملیات بازار باز خواهد بود. بانک مرکزی در شرایط فعلی اقتصاد ایران هیچ‌گونه اوراق را برای انجام سیاست انقباضی نگهداری نکرده و بر این اساس همواره با محدودیت اعمال سیاست انقباضی مواجه است. بنابراین به نظر می‌رسد در شرایط دائمی بودن کسری ذخایر و همچنین عدم نگهداری اوراق توسط بانک مرکزی، لازم است در عملیات بازار باز از ابزار خرید قطعی نیز استفاده شود. برای عدم استفاده از عملیات خرید قطعی با وجود کسری نقدینگی طولانی مدت و همچنین عدم وجود اوراق در ترازنامه بانک مرکزی دلایلی قابل طرح است که در ذیل به آنها پرداخته شده است.

اولین دلیل در مورد عدم استفاده از ابزار خرید قطعی در مقابل ریپو مربوط به کم عمق بودن بازار بدهی در اقتصاد کشور است. بر این اساس اگر بانک مرکزی برای انجام سیاست انبساطی به خرید قطعی اوراق مبادرت ورزد در هنگام فروش اوراق و سیاست انقباضی در بازار بدهی با مشکل فروش مواجه می‌شود. چراکه حجم اوراق که در اختیار بانک مرکزی قرار دارد بیشتر از کل ارزش بازاری اوراق در بازار بدهی کشور بوده و تنها در صورت ارائه تخفیفات فراوان با قیمت‌های پایین‌تر امکان فروش اوراق برای بانک مرکزی فراهم می‌شود.

اصل مشکل فوق در بازار بدهی کشور وجود دارد، اما می‌توان باروش‌هایی از میزان تأثیر آن کاست. به‌طور دقیق‌تر در حال حاضر حجم بازاری هر کدام از اوراق دولتی منتشر شده در بازار بدهی کم بوده، اما حجم انواع مختلف اوراق دولتی قابل توجه است. بر این اساس اگر بانک‌های مرکزی برای خرید قطعی اوراق از سبد متنوع اوراق موجود در بازار بدهی استفاده کنند در هنگام فروش اوراق نیز مشکل کم‌عمقی بازار هر کدام از اوراق کمتر می‌شود.

◀ دومین دلیل در مورد عدم استفاده از ابزار خرید قطعی در مقابل ریپو به نگرانی بانک مرکزی در مورد عدم بازپرداخت اوراق خریداری شده توسط دولت به بانک مرکزی در هنگام سررسید است. به این صورت که اگر بانک مرکزی اوراق دولتی را خرید قطعی کند و آنها در دست بانک مرکزی سررسید شوند، دولت ممکن است انگیزه عدم بازپرداخت اصل و فرع آنها به بانک مرکزی را داشته باشد. در این شرایط که اوراق بازپرداخت نشوند مسیر جدیدی برای استقراض دولت از بانک مرکزی ایجاد شده که می‌تواند مشکلاتی را برای سیاست‌گذاری پولی به بار آورد. در حالی که اگر عملیات ریپو انجام شود، سررسید اوراق دریافتی از بانک‌ها به‌عنوان وثیقه همواره بیشتر از زمان سررسید ریپو و بازگرداندن اوراق به بانک‌هاست که مشکل فوق را در بر ندارد.

به‌طور مشابه استدلال فوق در مورد سیاست عدم خرید اوراق دولتی و اعمال سیاست انبساطی از طریق ریپو معتبر است، اما می‌توان آن را حل کرد. باید توجه کرد که در سیاست خرید قطعی، بانک مرکزی موظف نیست تا زمان سررسید اوراق دولتی خریداری شده را در ترازنامه قرار دهد، بلکه بانک مرکزی در سیاست خرید قطعی می‌تواند هر زمان که اراده کرد اوراق دولتی را فروخته و از ترازنامه خارج کند. به‌عبارت‌دیگر بانک مرکزی می‌تواند آن دسته از اوراق را که نزدیک به زمان سررسید شدن هستند، در بازار بدهی به فروش رسانده و برای دنبال کردن اهداف سیاست پولی، اوراق با سررسید بیشتر را از بازار خرید کند. از طرف دیگر در هنگام خرید اوراق دولتی، بانک مرکزی می‌تواند اوراق با سررسید طولانی‌تر را خریداری کند که با احتمال کمتری نیاز به تغییر پورتفوی خود تا زمان سررسید اوراق داشته باشد.

◀ سومین دلیل برای استفاده از ریپو در مقابل خرید قطعی، به دشواری انتخاب اوراق مختلف و عدم زیان از تغییرات قیمت آنها در بازار اشاره دارد. اگر بانک مرکزی از ریپو استفاده کند، با توجه به نرخ توافق شده در مورد ریپو، در هنگام سررسید قرارداد ریپو که معمولاً یک هفته است اصل و فرع وجوه را بانک مرکزی با نرخ از قبل توافق شده دریافت کرده و اوراق وثیقه نگهداری شده را به بانک‌ها باز می‌گرداند، اما در صورتی که از خرید قطعی استفاده کرده باشد و پس از مدتی بخواهد اوراق را در بازار به فروش برساند ممکن است با زیان ناشی از کاهش قیمت اوراق (افزایش نرخ بهره آنها) مواجه شده باشد. بر این اساس بانک مرکزی که به دنبال سود و عدم زیان باشد مجبور است در ابتدا که تصمیم به خرید اوراق در قالب خرید قطعی می‌گیرد، آن دسته از اوراق را خریداری کند که احتمال ضرر و زیان آنها کمتر باشد. اختصاص توان و انرژی برای انتخاب از بین اوراق مختلف برای بانک مرکزی دشوار بوده و از طریق عملیات ریپو به‌سادگی می‌تواند با این مشکل مقابله نماید.

استدلال بیان شده همانند دو مورد قبلی صحیح به نظر می‌رسد، اما می‌توان با توجه به وظیفه بانک مرکزی آن را مورد نقد قرار داد. به‌عبارت‌دیگر امکان مواجه شدن بانک مرکزی با زیان در صورت خرید قطعی محتمل است<sup>۱</sup>، اما تصمیم‌گیری بانک مرکزی نباید بر اساس سود و زیان باشد. چرا که بانک مرکزی به‌عنوان یک نهاد عمومی به دنبال اهداف مشخص بوده و سودآوری عملیات نباید برای آن مطرح شود. بر این اساس ممانعت از اجرای عملیات خرید قطعی با وجود احتمال ضرر و زیان موجه به نظر نمی‌رسد.

این اقدام بانک مرکزی مبنی بر عدم استفاده از ابزار خرید قطعی و عدم جبران کسری دائمی ذخایر در بازار بین‌بانکی منجر به افزایش بیش از پیش اضافه‌برداشت از بانک مرکزی شده است. اضافه‌برداشت بانک مرکزی نیز چون بانرخ بالاتری صورت می‌گیرد و بازگشت‌پذیر نیست، مناسب به نظر نمی‌رسد.

در نهایت می‌توان این قسمت را این‌گونه جمع‌بندی کرد که با توجه به عدم وجود اوراق در ترازنامه بانک مرکزی و همچنین استفاده از خرید قطعی در هنگام کسری درازمدت ذخایر در بازار بین‌بانکی، لازم است بانک مرکزی در کنار ابزار ریپو از خرید قطعی نیز استفاده کند. دلایل مختلف که به عدم عمق بازار بدهی، عدم بازپرداخت اوراق توسط دولت و احتمال زیان بانک مرکزی اشاره دارد، موجه بوده، اما بانک مرکزی می‌تواند از وقوع آنها جلوگیری کند. در نتیجه به نظر می‌رسد لازم است بانک مرکزی بر خلاف آنچه تاکنون انجام داده است، به ابزار خرید قطعی نیز اقبال نشان دهد.

۱. البته باید توجه کرد که خرید اوراق یک سیاست انبساطی است و منجر به افزایش قیمت اوراق می‌شود و بنابراین احتمال وقوع ضرر برای بانک مرکزی که اوراق را خریداری کرده کم است.

#### ۴. ارتباط عملیات بازار باز با سیاست کنترل مقداری ترازنامه بانک‌ها

سیاست کنترل مقداری ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری در سال ۱۳۹۹ توسط بانک مرکزی آغاز شد. در ابتدا هدف این سیاست، جلوگیری از رشد ترازنامه بانک‌های ناسالم و کنترل عملکرد آنها بود که در ادامه هدف کنترل رشد نقدینگی نیز به آن اضافه شد. نرخ رشد نقدینگی هدف گذاری شده از طریق این سیاست برای سال‌های ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ به ترتیب ۳۰ و ۲۵ درصد اعلام شد و گزارش‌های بانک مرکزی نیز نشان از تحقق نسبی این اهداف برای سال‌های ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ دارد. توضیح بیشتر این سیاست و ارزیابی آن در گزارشی مجزا توسط مرکز پژوهش‌ها در حال تدوین است، اما سؤالی که در این بخش بدان پرداخته می‌شود این است که ارتباط بین سیاست کنترل مقداری ترازنامه شبکه بانکی و ابزار عملیات بازار باز بانک مرکزی چیست؟ آیا بانک مرکزی که سیاست کنترل ترازنامه بانک‌ها را در پیش گرفته است کماکان می‌تواند از ابزار عملیات بازار باز استفاده کند؟ پاسخ به این سؤال مثبت است. به‌طور خلاصه می‌توان گفت زمانی که هدف گذاری مشخصی برای نقدینگی در نظر گرفته شده است (نظیر هدف ۲۵ درصدی برای سال ۱۴۰۲)، با ثابت بودن ضریب فزاینده پولی، حجم پایه پولی نیز به همین میزان بایستی رشد داشته باشد تا آنکه تعاملات مالی بین بانکی انجام شود. این رشد پایه پولی می‌تواند از طریق عملیات بازار باز تأمین شود. به‌صورت دقیق‌تر، در صورتی که سیاست گذار تصمیم به رشد متناظر پایه پولی داشته باشد، می‌تواند از طرق مختلفی از قبیل افزایش خالص ذخایر خارجی بانک مرکزی، افزایش خالص بدهی دولت به بانک مرکزی، افزایش بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی (خط اعتباری یا اضافه برداشت) و افزایش حجم عملیات بازار باز (خرید قطعی یا ریپو) این کار را انجام دهد و به دلایل مختلف استفاده از ابزار عملیات بازار باز می‌تواند گزینه مناسبی باشد. لذا استفاده از ابزار عملیات بازار باز ملازم انتخاب استراتژی هدف گذاری تورم یا نرخ بهره نیست و در شرایطی که سیاست گذار رشد نقدینگی یا حتی نرخ ارز را هدف گیری کرده، نیز قابل استفاده است.<sup>۱</sup>

از طرف دیگر، زمانی که سیاست حد گذاری ترازنامه بانک‌ها اعمال شده است، هدف گذاری مجزا در مورد رشد پایه پولی که متناسب با نیاز رشد نقدینگی نباشد، نامناسب است چرا که منجر به هدف گذاری هم‌زمان دو نرخ رشد متفاوت برای حجم نقدینگی و عدم امکان دستیابی هم‌زمان به آنها می‌شود.

به‌عنوان نکته آخر در این بخش سیاست گذار باید توجه داشته باشد که زمانی که سیاست گذار استراتژی هدف گیری کل‌های پولی را انتخاب می‌کند در عمل تصمیم به انعطاف نرخ سود نیز گرفته است و هدف گذاری نرخ سود در کنار هدف گذاری ترازنامه بانک‌ها نیز منجر به تشدید عدم تعادل می‌شود، مگر اینکه بانک مرکزی برآورد دقیقی از نرخ سود مستلزم نرخ رشد نقدینگی هدف گذاری شده داشته باشد که این برآورد به شدت دشوار است.

#### ۵. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این گزارش به آسیب‌شناسی عملیات بازار باز بانک مرکزی پرداخته شد. به‌طور کلی عملیات بازار باز در مقابل تجربه استفاده از صندوق وجوه ریالی که قبل از عملیات بازار باز مورد استفاده قرار می‌گرفت قدمی رو به جلو محسوب می‌شود، اما طراحی و پیاده‌سازی آن توسط بانک مرکزی واجد مشکلاتی است که آسیب‌شناسی فوق می‌تواند منجر به بهبود عملکرد آن شود.

اولین مورد آسیب‌شناسی مربوط به نظام عملیات بازار باز در مقابل نظام مبتنی بر سقف یا کف است. لازم است با توجه به مزایا و معایب هر کدام از نظام‌ها و وضعیت فعلی نظام بانکی در مورد نظام بهینه تصمیم‌گیری کرد. به‌نظر می‌رسد این مورد قبل از استفاده از چارچوب عملیات بازار باز مورد بررسی قرار نگرفته است.

در مورد هدف گذاری نرخ تورم و نرخ سود بین بانکی: ۱. شاخص مورد استفاده برای نرخ تورم هدف، با توجه به تغییرات قیمت‌های نسبی تعدیل نشده است، ۲. نرخ تورم هدف اعلام شده و عدم دستیابی به آن منجر به تضعیف اعتبار بانک مرکزی شده است، ۳. بازه انحراف نامناسب ۲ درصد برای تورم هدف نیز منجر به تضعیف بیش از پیش اعتبار بانک مرکزی شده است، ۴. نرخ سود هدف بین بانکی اعلان نشده و از مزیت اثر

۱. برای مطالعه بیشتر مراجعه شود به گزارش عملیات بازار باز بانک مرکزی در ایران مرکز پژوهش‌های مجلس شورای به شماره مسلسل ۱۶۵۷۸



اعلان بهره‌برداری نشده است و ۵. نوسان نرخ سود بین‌بانکی بعد از عملیات بازار باز افزایش پیدا کرده که خلاف هدف عملیات بازار باز است. در مورد دالان نرخ سود که توسط بانک مرکزی انتخاب شده است: ۱. شرایطی به وجود آمده که نرخ سود از دالان خارج شده و بانک مرکزی واکنش قاطع و سریع در بازگرداندن نرخ به محدوده دالان از خود نشان نداده است و ۲. میزان بهینه فاصله بین کف و سقف دالان با توجه به رفتار کژمنشی بانک‌ها محاسبه و استفاده نشده است. در نهایت به نظر می‌رسد استفاده بیشتر از عملیات ریپو در شرایطی که ابزار خرید قطعی نیز وجود دارد، دستیابی به اهداف عملیات بازار باز را با کندی مواجه کرده است. چراکه ابزار ریپو برای تأمین نیاز به نقدینگی در شرایط کوتاه‌مدت کار کرد بیشتر و بهتری دارد.

## منابع و مآخذ



- [۱] بهادر، علی. عملیات بازار باز بانک مرکزی در ایران، گزارش‌های کارشناسی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، vol. 109, no. 27, pp. 82–118, 1398, [Online]. Available <https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/1780877>
- [2] D. G. Mayes and J. Toporowski, *Open market operations and financial markets*. Routledge, 2007.
- [3] B. S. Bernanke and F. S. Mishkin, “Inflation targeting: a new framework for monetary policy?”, *J. Econ. Perspect.*, vol. 11, no. 2, pp. 97–116, 1997.
- [4] L. E. O. Svensson, “Inflation targeting,” in *Handbook of monetary economics*, vol. 3, Elsevier, 2010, pp. 1237–1302.
- [5] J. B. Taylor, “Inflation targeting in high inflation emerging economies: Lessons about rules and instruments,” *J. Appl. Econ.*, vol. 22, no. 1, pp. 103–116, 2019.
- [6] F. S. Mishkin, *Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 13th ed. 2021.





گزیده سیاستی

تجربه قریب به چهار ساله استفاده از ابزار عملیات بازار باز در بانک مرکزی، واجد نکات آموزنده‌ای برای استفاده هر چه بهتر از این ابزار است. لازم است بانک مرکزی در کنار سیاست حدگذاری ترانزاکشن شبکه بانکی، تزریق فعالانه پایه پولی و پاسخ به درخواست ذخایر توسط بانکها و مؤسسات اعتباری غیربانکی را از طریق توافق بازخرید (ریپو) و خرید قطعی اوراق دولتی در پیش گیرد.



مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان پاسداران، روبروی پارک نیاوران (ضلع جنوبی، پلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۳۰۰۰ صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۸۵۵ پست الکترونیک: mrc@majles.ir

وبسایت: rc.majles.ir