

■ عملیات بازار باز یک شیوه اولیه و مهم در اجرای سیاست‌های پولی است. هدف اصلی عملیات بازار باز علاوه بر تامین منابع کسری یا جذب منابع مازاد بانک‌های تجاری، کنترل نرخ بهره و پایه پولی و در نتیجه به طور غیرمستقیم حجم نقدینگی در کل اقتصاد است. در واقع بانک مرکزی هدفی را برای نرخ بهره تعیین می‌کند و سپس از طریق خرید یا فروش اوراق قرضه یا سایر ابزارهای مالی، نرخ هدف تعیین شده را محقق می‌کند

«وطن امروز» در گفت‌وگو با علی سعدوندی، استاد دانشگاه ولونگونگ استرالیا، ابعاد مختلف اجرای عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی را بررسی کرد

عملیات ضد بازار باز

سال آینده با اجرای این سیاست شاهد افزایش تورم خواهیم بود



تنها کشوری که در عملیات بازار باز شکست خورده پاکستان بوده که ایران هم در حال اجرای همان مدل است

توجه کنند که عملیات بازار باز یک عملیات روزانه است. زمانی که نرخ سیاستی تعیین می‌شود در حد چنددهه‌هزارم بالا و پایین آن نرخ، بانک مرکزی ورود می‌کند یا خروج می‌کند از بازار، یعنی اگر ۲۰ درصد در نظر گرفته شود بانک مرکزی سعی می‌کند سود بین‌بانکی را به ۲۰ درصد برساند، برای این کار حد تحمیلی هم دارد که در حد صدم درصد است.

■ **بسا این توضیح، کریدور نرخ بهره به بازارسازی بانک مرکزی در عملیات بازار باز هیچ ارتباطی ندارد؟**

بله! به هیچ وجه ارتباطی ندارد. کف کریدور نرخ بهره، کف سودی است که بانک مرکزی به مانده سپرده‌های بانک‌ها اعطا می‌کند، سقف کریدور نرخ بهره هم سقف سودی است که اگر بانک در انتهای روز اضافه برداشت داشت، بانک مرکزی آن را از بانک دریافت می‌کند.

جریمه ۲۴ درصدی که از اضافه برداشت، بانک مرکزی

دریافت می‌کند همان سقف کریدور نرخ بهره است که در کشورهای دیگر به آن نرخ تنزیل می‌گویند. در نظام کریدور بهره اگر تسهیلاتی اعطا شود بانک مرکزی وثیقه دریافت می‌کند، زیرا می‌گوید من به یک بانک مشکل دار تسهیلات داده‌ام که تسویه روزانه خود را انجام دهد. غالب اینجاست که طبق خبرهای منتشر شده یکی از بانک‌های مشکل‌دار در عملیات بازار باز به بانک مرکزی اوراق فروخته است؛ اصلاً در عملیات بازار باز بانک مرکزی کاری ندارد که یک بانک مشکل دارد یا ندارد، چرا که بانک مرکزی نقش بازارسازی خودش را انجام می‌دهد.

■ **با این تفاسیر تنها بانک مرکزی باید به عنوان بازارساز خرید و فروش کند، اگر در این مسیر هزینه بر آن تحمیل شود چه؟ آیا بانک مرکزی به صورت محوری باید تمام این کارها را انجام دهد؟**

خیر، بانک مرکزی باید مانند سایر احاد بازار اقدام به خرید و فروش کند، اینکه باید بانک مرکزی تمام خرید و فروش‌ها را انجام دهد نقض غرض است. بانک مرکزی باید بازارسازی کند.

■ **این مورد را بیشتر توضیح دهید.**

بانک مرکزی از طریق اثری به نام اعلام یا اثر ماشه این کار را انجام می‌دهد. وقتی بانک مرکزی اعلام می‌کند در اصل نرخ‌ها را تغییر می‌دهد و کل احاد اقتصادی خودشان را با بانک مرکزی تطبیق می‌دهند. یک مثال این موضوع را شفاف می‌کند؛ تصور کنید در شرایط کنونی که دلار ۱۳ هزار تومان است، بانک مرکزی به یکباره بگوید نرخ دلار ۱۵ هزار تومان شد.

کشگران اقتصادی چه واکنشی نسبت به این اتفاق نشان می‌دهند؟ مشخص است، خرید می‌کنند. پس بانک مرکزی بازارسازی کرده بدون اینکه در کوتاه‌مدت حتی اقدام به خرید کرده باشد. همین قضیه در بازار اوراق نیز صادق است، مهم‌ترین بخش بازار باز اعلام است. اگر اعلام نرخ سیاستی بدرستی انجام نشود بانک مرکزی تنها خواهد شد، بنابراین اوراق بدهی دولت مستقیماً به ترازنامه بانک مرکزی منتقل خواهد شد و به قول شما هزینه‌ای به بانک مرکزی تحمیل می‌شود و در این حالت دیگر تفاوتی بین عملیات بازار باز و برداشت مستقیم از بانک مرکزی نیست. در عملیات بازار باز باید یک سامانه‌ای زیر نظر بانک مرکزی شکل می‌گرفت، این در حالی است که در شرایط فعلی این اقدام در ایران توسط سازمان بورس قرار است انجام شود. چه معنی دارد در بازار سرمایه بانک مرکزی اقدام به خرید و فروش کند؟ منطقی نیست در بازار بورس بانک مرکزی اوراق بفروشد. باید بازار خودش را داشته باشد، نه اینکه تحت تاثیر بورس باشد.

عملیات ضد بازار باز است. عملیات بازار باز ضدتورمی است اما امروز تورمی شده پس مطمئن باشید با همین دست فرمان تورم در سال آینده افزایش پیدا خواهد کرد. در عملیات بازار باز صحیح بانک مرکزی بازارساز بین‌بانکی است و بازارسازی بین‌بانکی معادل بازارسازی اوراق دولتی است. وقتی بانک مرکزی اوراق خرید و فروش می‌کند در بازار اوراق هم به نوعی بازارسازی صورت می‌گیرد.

بازارسازی بازار اوراق به افزایش عمق بازار اوراق دولتی می‌انجامد و اعتماد را به بازار دولتی بازمی‌گرداند؛ زمانی که اعتماد به اوراق دولتی بازگردد کشش قیمتی اوراق دولتی هم افزایش پیدا می‌کند. این یعنی دولت می‌تواند اوراق بیشتری چاپ کند، بنابراین در بازار اوراق هم پس از اجرای عملیات بازار باز واقعی می‌توانیم به اهداف متعالی دست پیدا کنیم و با فروش آنها زیرساخت‌های کشور را ایجاد کنیم.

■ **از اصلی‌ترین نقدهای شما به بانک مرکزی اجرای مدل پاکستانی عملیات بازار باز در کشورمان بود، درباره این موضوع توضیح دهید.**

در عملیات بازار باز یک نرخ سیاستی برای بهره بین‌بانکی مشخص می‌شود و به جز این نرخ سیاستی، ۲ نرخ دیگر هم تعیین می‌شود که تحت عنوان کریدور نرخ بهره قرار می‌گیرد که رقم یکی نیم درصد بیشتر و رقم دیگری نیم درصد کمتر است، البته این حالت به صورت معمول است و شاید اینگونه نباشد، به طور معمول نرخ سیاستی وسط این ۲ نرخ قرار می‌گیرد اما می‌تواند اینگونه هم

نباشد. مثلاً اگر نرخ سیاستی ۲۰ درصد باشد کف کریدور ۱۹/۵ درصد و سقف کریدور ۲۰/۵ درصد است. معمولاً این فاصله نیم درصد تا یک درصد است اما در کشور پاکستان ۲ درصد است، این اشکالی است که پاکستان نسبت به کشورهای دیگر دارد. اشتباه دیگر پاکستان و ایران این است که سقف و کف کریدور را شفاف خرید و فروش در نظر گرفته‌اند. یعنی بانک مرکزی وارد بازار ذخایر نمی‌شود، مگر اینکه مثلاً نرخ بین‌بانکی به سقف یا کف کریدور برسد. در واقع شفاف خرید و فروش بازارساز با کریدور نرخ بهره را بانک مرکزی ایران اشتباه گرفته است، آن هم به دلیل اینکه در حال اجرای سیاست پاکستانی عملیات بازار باز است. جالب اینجاست پاکستان تنها کشوری است که در عملیات بازار باز شکست خورده است و ما هم همان مدل را برای کشورمان انتخاب کرده‌ایم.

مدیران بانک مرکزی باید

بهره واقعی تصمیم بگیرد.

در شرایط رکودی باید سعی کنیم نرخ بهره واقعی منفی باشد یا برای مثال در شرایط تورمی فعلی نرخ سود بین‌بانکی باید بیش از تورم انتظاری قرار گیرد. یعنی نرخ

سود بین‌بانکی باید بالای تورم انتظاری قرار بگیرد. پس در عملیات بازار باز نرخ سودی تعیین خواهد شد که این نرخ سود بین‌بانکی است، دیگر ارقام توسط بانک مرکزی تعیین نمی‌شود. اما ما شورای پول و اعتباری داریم که سود را مشخص می‌کند.

پس چه لزومی به اجرای عملیات بازار باز است؟ آیا مگر غیر از این است که بازار آزاد شده که هر بانکی بتواند نرخ سود بین‌بانکی خودش را تعیین کند؟ در شرایط فعلی نرخ‌های بازار بین‌بانکی یک سوسسید کلانی را به تسهیلات‌گیرنده می‌دهد و از سپرده‌گذار دریافت می‌کند، این نقض غرض است و عملیات بازار آزاد نیست.

■ **پس مطلوب است در عملیات بازار باز چه اتفاقی بیفتد؟** عملیات بازار باز این است که یک نرخ توسط بانک مرکزی تعیین شود و دیگر نرخ‌ها خود را ب آن تطبیق دهند. این نرخ تعیینی باید نزدیک به تورم انتظاری باشد. در شرایط کنونی تورم انتظاری ۱۸ درصد است که نرخ بین‌بانکی ۱۸/۵ درصد تعیین شده است؟ این نرخ باید اضافه شود یا کاهش پیدا کند؟ اگر باید بیشتر باشد چطور بانک مرکزی تحت عنوان عملیات بازار باز اوراق خریده است؟ وقتی اوراق خریده یعنی در بازار بین‌بانکی منابع تزریق کرده است، یعنی سود بازار بین‌بانکی را کاهش داده و تورم را افزایش داده است. این کاملاً خلاف کاری است که باید انجام دهد.

پس همین خبر یک جمله‌ای چندین مشکل در خود دارد زیرا معکوس اجرا شده است. این عملیات بازار باز نیست،

برای اجرای تدریجی عملیات بازار باز جهت مدیریت نرخ سود در بازار بین‌بانکی و هدایت نرخ سود در این بازار در چارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی فراهم شده است. لازم به توضیح است که استفاده از «عملیات بازار باز» و همچنین برقراری دامنه نرخ سود (کریدور نرخ سود) از جمله مهم‌ترین مولفه‌های چارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی محسوب می‌شوند. ابزارهای عملیاتی پیش‌بینی شده جهت جذب یا تزریق نقدینگی به بازار بین‌بانکی با هدف پیگیری سیاست پولی بانک مرکزی در چارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی، شامل خرید و فروش قطعی اوراق بهادار دولتی، توافق باخرید منطبق با شریعت بر مبنای دارایی پایه اوراق بهادار دولتی و ارز، اعطای اعتبار در قبال وثیقه (اوراق بهادار دولتی، طلا و ارز) و همچنین سپرده‌پذیری بانک مرکزی از بانک‌ها و موسسات اعتباری غیربانکی (منطبق با شریعت) است. با توجه به هماهنگی‌های صورت گرفته و جلسات کارشناسی برگزار شده با فعالان مرتبط، بانک‌ها و موسسات اعتباری غیربانکی می‌توانند حسب اعلان قریب‌الوقوع بانک مرکزی درباره انجام عملیات بازار باز نسبت به مدیریت نقدینگی (کمبود یا مازاد) خود در بازار بین‌بانکی اقدام کنند. از آنجا که بانک مرکزی در چارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی، مدیریت نقدینگی بانک‌ها و موسسات اعتباری غیربانکی را بر مبنای اوراق بهادار اسلامی منتشر شده توسط خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی انجام می‌دهد، ضروری است بانک‌ها و موسسات اعتباری غیربانکی نسبت به اختصاص بخشی از دارایی‌های خود به اوراق مزبور اقدام کنند.

برای بررسی ابعاد مختلف اجرای عملیات بازار در ایران به سراسر علی سعدوندی، استادبانک‌داری و فابناس دانشگاه استرالیا، ولونگونگ رفتیم. وی دکترای اقتصاد در دانشگاه تربیت مدرس است و در سوابق خود نایب‌رئیس‌ی سیتی‌بانک دوبی و مسؤولیت تسهیلات نظام‌مند این بانک را دارد.

یعنی وابستگی به تجارت خارجی ندارد. شاهد این موضوع هم اینکه کل تجارت خارجی ایران بین ۲۰ تا ۳۰ درصد تولید ناخالص داخلی است. پس احتیاجی به وابسته کردن سیاست‌گذاری پولی به تسهیلات دلار نیست.

■ **پیشنهاد شما سیاست‌گذاری مستقل است؟**

بله! علم اقتصاد به ما می‌گوید به نفع شما است که سیاست مستقل پولی داشته باشید، داشتن سیاست مستقل دومین رژیم‌ی است که بانک‌های مرکزی انتخاب می‌کنند. این یعنی دیگر احتیاجی به سیاست‌گذاری ارزی نیست و نرخ ارز باید به صورت حقیقی شناور شود. روزی که نرخ ارز شناور شود می‌توان به سیاست مستقل پولی فکر کرد که یک ابزار آن عملیات بازار باز است.

بانک مرکزی ایران نرخ ارز را با دلار آمریکا تثبیت کرده و ایضا سیاست‌گذاری پولی را هم رها کرده است. اساساً سیاست پولی مستقلی در کشور ما وجود ندارد. توصیه این است که ما از این مسیر بنیست برگردیم، یعنی ۵۰ سال مسیری را رفتیم، حالا باید برگردیم. برای داشتن سیاست پولی مستقل اولین قدم این است که قیمت‌گذاری ارز شناور شده و هیچ مدیریتی روی آن نشود، به طوری که حتی ارز دولتی هم وارد این بازار نشود. نتیجه این است که بودجه ارزی از بودجه ریالی جدا شود.

پس ما نمی‌توانیم سیاست‌گذاری پولی مستقل داشته باشیم مگر اینکه سیاست ارزی مستقل را پیش بگیریم. در کنار این نمی‌توانیم سیاست ارزی پایدار داشته باشیم و از بیماری هلندی

اجتناب کنیم مگر اینکه بودجه ارزی را از ریالی جدا کنیم. پیشنهاد این است که بودجه ارزی فقط به تکمیل زیرساخت‌ها تخصیص داده شود و از پیمانکار هم خواسته شود که آن را تبدیل به ریال کنند.

■ **سؤال اینجاست: اگر بخواهیم سیاست‌گذاری مستقل پولی داشته باشیم ابزارهای سیاست‌گذاری مستقل چیست؟**

۲ ابزار داریم؛ اولی ابزار اصلی که تحت عنوان عملیات بازار باز شناخته می‌شود و دومی ابزار تبعی است که حول عملیات بازار است و به نام کریدور نرخ بهره نام‌گذاری شده است. ابزار کریدور نرخ بهره نمی‌تواند ابزار اصلی باشد؛ چیزی که امروز به صورت ناقص در حال رخ دادن است.

ابزار کریدور نرخ بهره اصولاً حول عملیات بازار باز شکل می‌گیرد. در عملیات بازار باز باید نرخ‌ی را مشخص کنیم، این نرخ را باید دستگاه سیاست‌گذاری مستقل اعلام کند. اما آیا چنین شوری در کشور ما وجود دارد؟ مسلم است که وجود ندارد. بنابراین یکی از ابزارهای موفقیت‌این طرح نرخ بهره و سود بین‌بانکی است که از طریق یک شورای مستقل تعیین شود. سیاست‌گذار پولی باید مستقل باشد و بر اساس نرخ

محمد نجارصادقی
روزنامه‌نگار اقتصادی

پس از گذشت نزدیک به ۹ ماه از مجوز شورای پول و اعتبار برای اجرای بازار باز، این اقدام اجرایی شد. اغلب کارشناسان این اقدام را راه‌حلی برای بحران نقدینگی و تورم می‌دانند اما در مقابل این گفتار برخی هم شرایط کنونی اعم از مهیا نبودن سیاست‌های تکمیلی و نبود ثبات در قیمت‌ها برای رسیدن به اهداف تورمی را دلیل بی‌موقع بودن این اقدام می‌دانند.

به گزارش «وطن امروز»، بانک مرکزی اعلام کرد زمینه برای اجرای تدریجی عملیات بازار باز جهت مدیریت نرخ سود در بازار بین‌بانکی و هدایت نرخ سود در این بازار در چارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی فراهم شده است. روابط عمومی این بانک اعلام کرد: در راستای اجرای چارچوب جدید سیاست‌گذاری پولی با هدف مدیریت نرخ سود در بازار بین‌بانکی و در نهایت کنترل نقدینگی و مهار تورم و فراهم کردن بستر لازم برای سیاست پولی مبتنی بر هدف‌گذاری تورم با استفاده از ابزارهای کوتاه‌مدت غیرمستقیم سیاست پولی و به استناد قانون پولی و بانکی کشور مصوب ۱۳۵۱، بند ۹ مصوبه مورخ ۱۳۹۷/۷/۱۰ شورای عالی هماهنگی اقتصادی و بند م تبصره ۵ قانون بودجه سال ۱۳۹۸، در تاریخ ۱۳۹۸/۱/۲۸ دستورالعمل «نظام عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال اخذ وثیقه توسط بانک مرکزی» توسط شورای پول و اعتبار تصویب شد.

بر اساس این گزارش، متعاقب این امر کمیته اجرایی عملیات بازار باز در تاریخ ۱۳۹۸/۶/۳۱ به دستور رئیس کل بانک مرکزی با هدف فراهم‌سازی بسترها و الزامات مورد نیاز تشکیل شد. در همین راستا، طی ماه‌های اخیر با همکاری دستگاه‌های مربوط بسترهای سخت‌افزاری و نرم‌افزاری مورد نیاز اجرای عملیات به همراه تدارک ابزارهای مورد نیاز فراهم شد. لذا در حال حاضر زمینه

■ **در چند ماه گذشته همواره از مزایای عملیات بازار باز صحبت کرده بودید اما اجرای این اقدام در سیستم بانکداری کشورمان نقدهای زیادی به این ابزار سیاست پولی وارد کردید، نقد اصلی شما به نحوه اجراء است یا عدم حصول پیش‌شرط‌های عملیات بازار باز در ایران؟**

واقعیت این است که عملیات بازار باز موفق‌ترین ابزار سیاستی پولی تجربه‌شده در تمام دنیاست. هم‌اکنون در دنیا کمتر از ۱۰ کشور دچار مشکل تورم هستند.

به طور مشخص در ایران می‌توان از ونزوئلا، آرژانتین، سودان، سودان جنوبی و زیمبابوه نام برد. دیگر کشورها در سال‌های گذشته توانسته‌اند با جانداختن سیاست پولی مشکل تورم خود را حل کنند. ابزار موثر سیاست پولی در تمام دنیا عملیات بازار باز است که توسط بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف کیی‌برداری و اجرایی شده است. همان‌طور که اگر بخواهیم خودروی جدید بسازیم

راه میانبر کیی‌برداری بخشی از فرآیند تولید است، غیر از این موضوع هم می‌توان از تجربه دنیا استفاده کرد. متأسفانه این اقدام توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی انجام نشد و بخشی از انتقادهای هم به همین موضوع معطوف است.

■ **اینکه اساساً سیاست‌گذار پولی و مالی کشور یعنی بانک مرکزی هیچ راهبردی را در این زمینه برای خود ترسیم نکرده بوده و به نظر می‌رسد نکرده است و الگویی را هم در این زمینه نپذیرفته، باعث بروز چه چالش‌هایی می‌تواند شود؟** در زمینه سیاست‌گذاری پولی بانک‌های مرکزی ۲ نوع رژیم را انتخاب

می‌کنند و انتخاب این رژیم‌ها هم بستگی به نرخ ارز دارد. اولین رژیم این است که نرخ ارز را تثبیت‌شده قلمداد کنیم، که طبق اصل پذیرفته‌شده سه‌گانه نامکن «ماندل»، اگر بانک مرکزی نرخ ارز تثبیت‌شده را برای کشور در نظر بگیرد آنگاه اجرای سیاست پولی مستقل غیرممکن می‌شود.

یعنی زمانی که ایران به طور سسنی پذیرفته است در بلوک دلار آمریکا قرار گیرد (البته اینکه اساساً چرا چنین انتخابی را انجام دادیم سؤال بسیار بزرگی است)، دیگر نمی‌تواند سیاست پولی مستقلی داشته باشد. باید توجه داشت که در تمام دنیا اینگونه نیست، برای مثال در کشورهای آفریقایی نرخ ارز با یورو تثبیت می‌شود اما در کشور ما با دلار است که ای کاش اگر بنای این کار بود با یوان چین یا یورو تثبیت می‌شد. واقعیت این است که اگر بانک مرکزی رژیم قیمت ارز تثبیت‌شده را بپذیرد، دیگر نمی‌تواند سیاست پولی مستقل داشته باشد، بنابراین در صورت پذیرش هم‌زمنی دلار باید در نظر داشته باشیم که سیاست‌گذاری پولی را به فدرال رزرو آمریکا سپرده‌ایم.

■ **در ادبیات بانکداری ایران، موضوع تثبیت را قبول ندارند و آن را تحت عنوان نظام ارزی شناور مدیریت‌شده می‌نامند.**

درست است که به آن نظام ارزی شناور مدیریت‌شده می‌گویند اما اساساً چنین چیزی وجود ندارد، سیاست تثبیت در ایران تا زمانی که بانک مرکزی نتواند قیمت را کنترل کند ادامه دارد، این‌یعنی مدتی فتر را کنترل می‌کند و بعد رها می‌شود.

بسیاری از کشورها به نفع‌شان است سیاست نرخ ارز تثبیت‌شده را پیش بگیرند و سیاست‌گذاری پولی مستقلی نداشته باشند که با این دست فرمان، مهار اقتصاد کشور خود را در زمینه پولی به کشور هدف می‌سپارند، یعنی ۲ بلوک یورو یا دلار. سؤال اینجاست که چرا در اقتصادی مانند کشور ما با این اندازه چنین موضوعی رخ داده است؟ برعکس آنچه گفته می‌شود، اقتصاد کشور ما بسته است،