

گزارش «وطن امروز» درباره روند فروش اوراق قرضه دولتی و سرانجام بازار باز

تورم اوراق می‌شود؟

با فرض تداوم روند فعلی می‌توان انتظار داشت تا پایان سال مبلغی در حدود ۱۰۰ تا ۱۵۰ هزار میلیارد تومان اوراق قرضه دولتی به فروش برسد

حمید کمار: پس از گذشت ۶ دهه از تاسیس بانک مرکزی برای مدیریت نظام پولی کشور، هیچ وقت برنامه مشخصی برای مدیریت شاخص‌های پولی کشور ارائه نشده. نخستین برنامه پولی که سال ۹۲ به اسم «سالم‌سازی نقدینگی» ارائه و اجرا شد، باعث شکل‌گیری و تشدید شکاف ترازنامه شبکه بانکی، اوج‌گیری استقرار بانک‌ها از بانک مرکزی و در نهایت آغاز تورمی بی‌سابقه در ۲ دهه گذشته شد. شکست این سیاست نقطه آغازی برای دگرگونی سیاست‌گذاری پولی و اتخاذ شیوه‌های مدرن پولی بود. نقطه اوج دگرگونی سیاست‌گذاری بانک مرکزی را می‌توان در پیگیری و اجرای عملیات بازار باز دید. اکنون با گذشت ۲ ماه از آغاز اجرای سیاست «چارچوب هدف‌گذاری نرخ تورم» و بنا بر اعلام خزانه‌داری، حدود ۴۲ هزار میلیارد تومان منابع مالی از محل اجرای این سیاست تصویب دولت شده است. «وطن امروز» در گزارش حاضر، جزئیات عملکرد سیاست جدید بانک مرکزی و سرانجام آن را بررسی کرده است.



نیم قرن باتکلیفی پولی

مسئله تورم در ایران قدمتی به درازای چند دهه دارد. بالا بودن نرخ تورم و همچنین نوسان زیاد، ۲ وجه مساله تورم در کشور است. موضوع تورم اما از اواسط دهه ۷۰ به یکی از صورت‌مسأله‌های اقتصاد کشور در نظر سیاست‌گذاران تبدیل شد. با این حال هیچ‌گاه برنامه مشخص، دقیق و همه‌جانبه‌ای برای حل این معضل صورت نگرفت. خلق بی‌ضابطه نقدینگی در شبکه بانکی کشور و ناکارآمدی بانک مرکزی در نظارت مؤثر بر شبکه بانکی و برخورد با بانک‌های متخلف باعث شد میانگین رشد نقدینگی در ایران به گواه آمارهای رسمی بانک مرکزی از مرز ۲۰ درصد فراتر برود. همین وضعیت درباره خلق بی‌ضابطه پایه پولی توسط بانک مرکزی وجود دارد. آمارهای بانک مرکزی نشان می‌دهد میانگین سرعت رشد پایه پولی هم در این مدت تقریباً با سرعت رشد نقدینگی یکسان بوده است. استقرار دولت از بانک مرکزی برای تأمین کسری بودجه از جمله مهم‌ترین علل رشد بی‌ضابطه پایه پولی در دهه‌های اخیر بوده است. نسبت نقدینگی به پایه پولی یا همان ضریب فزاینده اما از سال ۹۲ به این سو به صورت معناداری رو به افزایش گذاشت. علت این تغییر، دگرگونی سیاست پولی پس از روی کار آمدن دولت یازدهم در مردادماه سال ۹۲ بود. تیم اقتصادی دولت یازدهم با هدف کنترل تورم، سیاستی غلط تحت عنوان «سالم‌سازی نقدینگی» را اجرا کرد. مدیران اقتصادی دولت تدبیر، رشد پایه پولی را یگانه عامل تورم معرفی کرده و از همین رو با کاهش نرخ ذخیره قانونی بانک‌ها، اقدام به افزایش ضریب فزاینده کردند. تعبیر دولتمردان از سالم‌سازی نقدینگی در واقع افزایش نقدینگی اظهارات مدیران اقتصادی دولت به وفور دید. چنانکه سیف رئیس کل وقت بانک مرکزی درباره این سیاست بانک مرکزی در پنجاهمین مجمع عمومی این بانک به تاریخ ۲۴ بهمن‌ماه سال ۹۴ گفت: نقطه قوت عملکرد بانک مرکزی در پس از این بود که سرعت رشد پایه پولی به وضع سابق بازگشت. در نهایت نقدینگی به اصطلاح «سالم‌سازی شده» همان کاری را کرد که پیش از این نقدینگی ناسالم انجام داد؛ تورم‌افسار گسیخته در سال‌های ۹۷ و ۹۸ و البته چندماه اخیر، نمودی از رشد نقدینگی در سال‌های ۹۲ به این سو است.

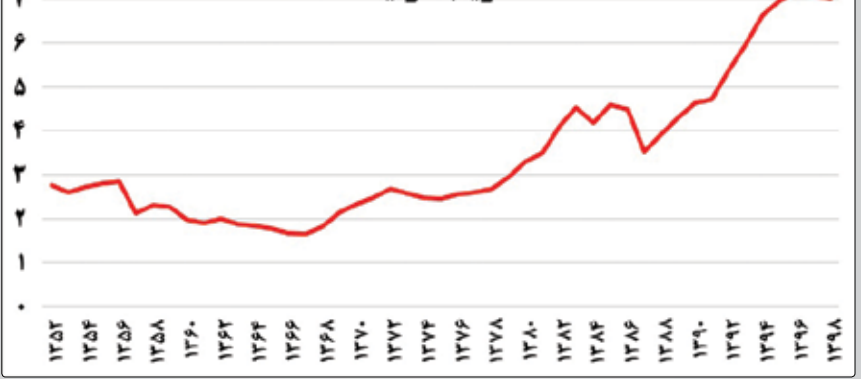
رشد پایه پولی (درصد)



رشد نقدینگی (درصد)



ضریب فزاینده

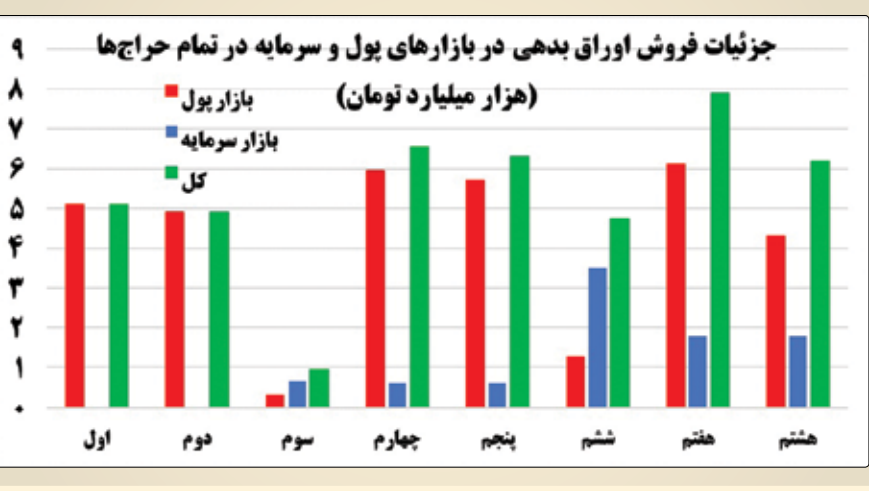
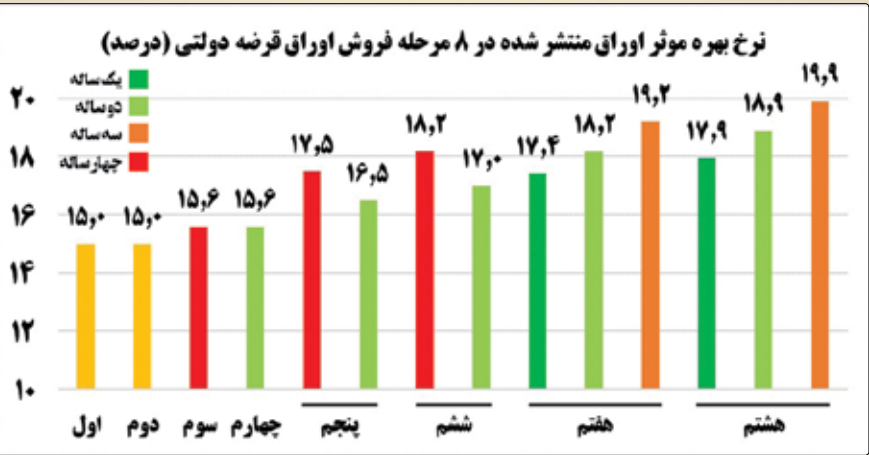


سیاست سالم‌سازی نقدینگی درس عبرت شد

الزامات، به‌کندی نمود یافت. رویکرد جدید بانک مرکزی در مدیریت نظام پولی کشور را می‌توان به طور ویژه در عزم بانک مرکزی برای اجرای عملیات بازار باز دید. بانک مرکزی -بویژه از سال ۹۸ به این سو- در تدارک مقدمات لازم برای پیاده‌سازی عملیات بازار باز با هدف مدیریت شبکه بانکی در خلق نقدینگی بود. در نهایت این نهاد در ۶ خرداد سال جاری و طی بیانیه‌ای، رسماً با سیاست جدید خود برای مدیریت پولی کشور رونمایی کرد. در این روز بانک مرکزی از «چارچوب هدف‌گذاری نرخ تورم» رونمایی کرده و اجرای عملیات بازار باز را رسماً کلید زد. هدف‌گذاری الزامات، به‌کندی نمود یافت.

کارنامه بازار باز

به استفاده از این اوراق برای اجرای عملیات بازار باز شده است. بخش دیگر این تحمیل به نظر می‌رسد به شبکه بانکی کشور اعمال شده است. گزارش‌های غیررسمی نشان می‌دهد اقدام برخی بانک‌ها برای خرید اوراق قرضه بویژه در مراحل ابتدایی آن، برخلاف اصول عملیات بازار باز و بالاجبار انجام شده است. چنانکه در گزارش خزانه‌داری هم دیده می‌شود، در حراج‌های اول و دوم تنها بانک‌ها اقدام به خرید اوراق قرضه دولتی تا نرخ سود پایین کرده‌اند. هرچند اطلاعات دقیقی از جزئیات معاملات اوراق قرضه منتشر نشده است اما روند پررنگ شدن نقش بازار سرمایه در خرید این اوراق و تأمین مالی دولت، می‌تواند نشانگر رونق گرفتن عملیات بازار باز باشد. هر چند طبق گزارش خزانه‌داری، بازار پول تاکنون نقش ۸۰ درصدی در خرید اوراق قرضه و تأمین مالی دولت داشته است. نکته دیگر در روند ۸ مرحله‌ای فروش اوراق دولتی تاکنون، روند تدریجی افزایش نرخ سود اوراق است. به نظر می‌رسد بانک مرکزی برای تحقق هدف خود در عمق‌بخشی به بازار بدهی، اوراق کم‌سود خزانه را در معرض حراج قرار



سرانجام بازار باز کنونی

بقیامانده کسری بودجه دولت هم در صورت تداوم روند کنونی بازار سرمایه می‌تواند از طریق بازار سرمایه تأمین شود. اقدام دولت به فروش صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله بورسی (ETF) ابزار مهم دیگری برای دولت جهت تأمین کسری بودجه سال جاری است. از همین رونق بازار سرمایه در تأمین مالی دولت در سال جاری بشدت پررنگ است و دولت از تأثیرگذاری هر عاملی که روند فعلی بازار سرمایه را به خطر اندازد، جلوگیری می‌کند. مقاومت دولت در برابر انتقادهای مجلس از فروش شرکت‌های سهام عدالت در قالب این صندوق‌ها، شاهدهی بر این مدعاست. مقاومت دولت تا حدی است که برای عرضه و فروش این صندوق‌ها اقدام به تعریف صندوق دارا چهارم کرده و برای عرضه آنها برنامه زمانی اعلام کرده است. موفقیت بانک مرکزی در مدیریت پولی کشور اما تنها در

شکست سیاست پولی دولت در کنترل تورم، تفکر جدیدی را بر نهاد تنظیم‌گر پولی کشور حاکم کرد. در واقع شکست سیاست سالم‌سازی نقدینگی، سیاست‌گذار پولی را ناچار از پذیرش راهکار مدرن برای مدیریت نظام پولی کشور کرد و این نقطه آغازی برای مسیر جدید کشور در این زمینه بود. از آن زمان تاکنون ادبیات پولی و ارزی کشور دگرگون شده و تفکر سنتی چه در مدیریت نظام پولی و چه در مدیریت منابع ارزی کمتر به چشم می‌خورد. کنار گذاشتن سیاست سرکوب ارزی نمود آشکار دگرگونی سیاست‌گذاری ارزی در بانک مرکزی است. شیوه جدید مدیریت بازار پول اما به دلیل نیاز به برخی

معاونت نظارت مالی و خزانه‌داری وزارت اقتصاد با انتشار گزارشی، از فروش بیش از ۴۲۵ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی در راستای تأمین مالی غیرتورمی ناترازی بودجه عمومی دولت طی ۸ حراج برگزار شده از ۹۹/۳/۱۳ تا ۹۹/۴/۳۱ خبر داد. بر اساس گزارش منتشر شده از سوی مرکز مدیریت بدهی‌ها و دارایی‌های مالی عمومی وزارت امور اقتصادی و دارایی، در تاریخ ۹۹/۴/۳۱ و در جریان هشتمین و آخرین عرضه عمومی اوراق نیز مبلغ ۶۱ هزار و ۶۷۱ میلیارد و ۱۹۴ میلیون ریال در راستای تأمین مالی بقیه تأمین منابع شد که با احتساب مبلغ ۳۶۴ هزار و ۴۷۷ میلیارد ریال اوراق به فروش رفته طی ۸ حراج گذشته کل تأمین مالی صورت گرفته از طریق فروش اوراق مالی اسلامی به بیش از ۴۲۵ هزار میلیارد ریال معادل ۴۲ هزار و ۵۰۰ میلیارد تومان رسید. همچنین در این گزارش با اشاره به جزئیات حراج صورت گرفته در هشتمین مرحله عرضه اوراق مالی اسلامی با مشارکت بانک‌ها و نهادهای مالی بازار سرمایه آمده است: نماند معاملاتی اراد ۳۷۱ با سررسید مرداد ۱۴۰۰ و با نرخ اسمی ۱۵ درصد و نرخ بهره موثر اوراق ۱۷/۹ درصد به مبلغ ۱۶ هزار و ۷۱۰ میلیارد ریال و نماند معاملاتی اراد ۳۸ با سررسید مرداد ۱۴۰۱ و با نرخ رسمی ۱۶ درصد و نرخ بهره موثر اوراق ۱۸/۹ درصد و به مبلغ ۱۱ هزار و ۳۶۷ میلیارد ریال و نماند معاملاتی اراد ۴۰ به سررسید مهرماه ۱۴۰۲ و نرخ اسمی ۱۷ درصد و نرخ بهره موثر اوراق ۱۹/۹ درصد و به مبلغ ۲۳ هزار و ۵۹۳ میلیارد ریال به خریداران از طریق بازار پول و بازار سرمایه فروخته شد.

نگاهی به ارقام منتشرشده وزارت اقتصاد از اجرای عملیات بازار باز و در نظر گرفتن الزامات اجرایی این سیاست، احتمال وقوع برخی فرضیه‌ها در فرآیند اجرای این سیاست را تقویت می‌کند. نخستین چالش در مسیر اجرای عملیات بازار باز، رفع تعارض میان وزارت اقتصاد به عنوان متولی انتشار اوراق قرضه و بانک مرکزی به عنوان عامل اجرای عملیات بازار باز است چرا که از یک سو وزارت اقتصاد به عنوان متولی تأمین مالی دولت از محل انتشار اوراق قرضه، تمایلی به افزایش نرخ سود این اوراق و زیاد شدن هزینه‌های تأمین مالی دولت ندارد و از سوی دیگر بانک مرکزی برای اجرای هر چه بهتر عملیات بازار باز و رونق گرفتن خرید این اوراق، نیاز به اوراق با نرخ سود بالاتر دارد. با کنار هم گذاشتن واقعیت‌هایی همچون وابستگی ساختاری بانک مرکزی به دولت، کسری هتنگفت بودجه سال جاری و همچنین اصرار بانک مرکزی به اجرای عملیات بازار باز، به نظر می‌رسد این سیاست چندان مطابق با روال معمول خود در سایر کشورهای پیشرو در سیاست‌گذاری پولی اجرا نمی‌شود. به بیان دیگر، بانک مرکزی به دلیل موضع انفعالی نسبت به دولت، ناچار به پذیرش برخی تحمیل‌های وزارت اقتصاد در مسیر اجرای عملیات بازار باز شده است. از جمله مهم‌ترین مصادیق تحمیل که بانک مرکزی ناچار از پذیرش آن شده، نرخ سود پایین اوراق است. با توجه به نرخ کنونی تورم و با در نظر گرفتن نرخ بالای تورم میانگین کشور در دهه‌های گذشته، نرخ سود ۱۵ درصدی چندان قابل توجهی نیست. با این حال گزارش‌های غیررسمی حاکی است وزارت اقتصاد هیچ تمایلی به افزایش نرخ سود این اوراق برای رونق گرفتن بازار باز ندارد. از همین رو بانک مرکزی ناچار

در ساده‌ترین روش تخمین با فرض تداوم روند فعلی فروش اوراق قرضه دولتی، می‌توان انتظار داشت تا پایان سال مبلغی حدود ۱۰۰ تا ۱۵۰ هزار میلیارد تومان اوراق قرضه دولتی به فروش برسد. با فرض کسری بودجه ۲۰۰ هزار میلیارد تومانی در سال جاری، این رقم می‌تواند بخش عظیمی از کسری بودجه سال جاری را تأمین کند. این موضوع اما بشدت وابسته به تداوم وضعیت کنونی بازار سرمایه است. افزایش تدریجی سهم بازار سرمایه از خرید اوراق بدهی دولت، امیدها برای تنوع خریداران اوراق و تعمیق بازار بدهی را بیشتر کرده است. تداوم فروش اوراق قرضه نیاز مبرمی به تداوم رونق کنونی بازار سرمایه دارد. از همین رو به نظر می‌رسد دولت برای حمایت از بازار سرمایه در سال جاری انگیزه کافی را دارد. وابستگی تأمین مالی دولت به رونق بازار سرمایه البته محدود به فروش اوراق در این بازار نیست.