



مرکز پژوهش‌های اتاق ایران

تحلیل‌های اقتصاد کلان:

۲- وضعیت متغیرهای پولی و بانکی ایران،

تحلیل ریشه‌ها، راهبردها و سیاست‌های پیشنهادی



شناسنامه گزارش



مرکز پژوهش‌های اتاق ایران

عنوان:

تحلیل‌های اقتصاد کلان:
۲- وضعیت متغیرهای پولی و بانکی ایران،
تحلیل ریشه‌ها، راهبردها و سیاست‌های پیشنهادی

مدیریت پژوهش‌های اقتصادی

تهیه کننده: حسین توکلیان

اظهار نظر کنندگان: منیره امیرخانلو، شیما حاجی نوروزی، زهرا ذبیحی

تاریخ انتشار: آذر ۱۴۰۳

واژه‌های کلیدی: نظام پولی و بانکی، تامین مالی، تورم، ناترازی بانکی، نرخ بهره

نشانی: تهران، خیابان طالقانی، نبش خیابان شهید موسوی (فرصت)، پلاک ۱۷۵

فهرست مطالب

۵	خلاصه مدیریتی
۷	مقدمه
۷	۱- توصیف وضع موجود
۱۲	۲- بازار بین بانکی
۱۶	۳- وضعیت کل های پولی
۲۵	۴- جمع بندی
۲۶	۵- راهبردهای پیشنهادی
۲۹	منابع:

خلاصه مدیریتی

نظام پولی و بانکی ایران به‌عنوان یک بخش کلیدی در تأمین مالی و پایداری اقتصادی کشور باید در راستای حمایت از تولید عمل کند؛ اما ارزیابی‌های انجام‌شده نشان می‌دهند که تأمین مالی کسب‌وکارها از طریق بانک‌ها یکی از مهمترین موانع توسعه کسب‌وکار در ایران است. تورم، ناترازی بانک‌ها و کسری بودجه دولت از جمله عواملی هستند که فشار زیادی بر منابع بانکی وارد کرده و تأمین مالی بنگاه‌ها را با چالش‌های جدی مواجه ساخته‌اند. در این گزارش به بررسی وضعیت کنونی نظام بانکی، تحلیل ریشه‌های مشکلات و ارائه راهکارهایی برای بهبود شرایط پرداخته می‌شود.

پس از اعمال تحریم‌های بین‌المللی، منابع اصلی درآمدی ایران به‌ویژه درآمدهای نفتی با کاهش مواجه شده‌اند و دولت بیشتر به تأمین مالی خود از طریق بازار بدهی و منابع بانکی روی آورده است. این فشار منجر به کاهش نسبت کفایت سرمایه بانک‌ها شده است؛ به‌طوری که نسبت کفایت سرمایه بانک‌ها از ۵,۶ درصد قبل از تحریم‌ها به حدود ۰,۵ درصد کاهش یافته است. تصویب قوانین مربوط به تسهیلات تکلیفی در برنامه‌های توسعه پنج‌ساله و بودجه‌های سنواتی، فشار مضاعفی بر منابع بانکی وارد کرده است. اضافه برداشتهای مداوم بانک‌ها از بانک مرکزی به دلیل این تکالیف و عدم بازگشت منابع ناشی از مطالبات معوق از مشکلات عمده بانکی محسوب می‌شود. بر اساس نمودارها، نسبت مطالبات غیرجاری به تسهیلات اعطایی در ایران از استانداردهای بین‌المللی بالاتر است که نشان‌دهنده ضعف در سیستم ارزیابی اعتبار تسهیلات‌گیرندگان است.

ساختار تأمین مالی در ایران به شدت بانک‌محور است، اما سیاست‌های کنترل ترانزنامه بانک‌ها که در سال‌های اخیر از سوی بانک مرکزی اعمال شده است، توان وام‌دهی بانک‌ها به بخش تولید را محدود کرده است. به‌عنوان مثال، در سال ۱۴۰۲ تنها ۲۲ درصد از تسهیلات بانکی به توسعه و ایجاد اختصاص یافته و عمده منابع تسهیلاتی به سرمایه در گردش بنگاه‌ها هدایت شده‌اند که این خود می‌تواند به ایجاد فشار بیشتر بر تولید و کاهش بهره‌وری اقتصادی منجر شود.

یکی از چالش‌های اصلی تأمین مالی در ایران، فشار دولت بر شبکه بانکی و فروش اوراق بدهی برای تأمین کسری بودجه است. نرخ بهره بالای اوراق بدهی موجب افزایش هزینه تأمین مالی برای دولت و در پی آن برای بخش تولید شده است.

استفاده از ابزار نقدینگی کوتاه‌مدت (ریپو) نیز منجر به افزایش بدهکاری بانک‌ها به بانک مرکزی شده است که از یک سو وضعیت نابسامان ناترازی بانک‌ها را تثبیت کرده و از سوی دیگر فشارهای پولی را افزایش داده است.

بانک مرکزی طی سال‌های اخیر برای کنترل تورم، مجموعه‌ای از سیاست‌های محدودکننده مانند افزایش نرخ ذخایر قانونی، گواهی‌های سپرده خاص ۳۰ درصدی و محدود کردن ترانزاکشن بانک‌ها را اجرایی کرده است. این سیاست‌ها اگرچه به کنترل رشد کل‌های پولی و کاهش نرخ رشد نقدینگی منجر شده‌اند، اما با تأثیرات منفی بر تأمین مالی بخش تولید و افزایش هزینه‌های بنگاه‌های همراه بوده‌اند. انتشار اوراق بدهی دولت با نرخ‌های بهره بالا نیز عملاً به کنترل ناموفق تورم و تحمیل هزینه‌های بیشتر به نظام بانکی منتهی شده است.

برای خروج از وضعیت کنونی و بهبود عملکرد نظام بانکی و پولی، راهکارهای زیر پیشنهاد می‌شود:

- مقاومت‌سازی شبکه بانکی: بهبود نسبت کفایت سرمایه بانک‌ها باید در اولویت قرار گیرد و بانک‌ها باید متعهد به بازیابی سرمایه و اصلاح ساختار دارایی‌هایشان شوند.
- بازنگری در تسهیلات تکلیفی: برای بهبود عملکرد بانک‌ها و کارایی تسهیلات بانکی، باید در احکام و قوانین تکلیفی تجدیدنظر صورت گیرد.
- کاهش سلطه مالی دولت بر شبکه بانکی: دولت باید از وابستگی شدید به منابع بانکی جهت تأمین مالی خود دست بکشد و رویکردهای جایگزین و پایدار برای تأمین مالی بودجه به‌ویژه از طریق بازار سرمایه را در دستورکار قرار دهد.
- افزایش بهره‌وری نظام تسهیلات‌دهی: اصلاح سیستم ارزیابی اعتبار تسهیلات‌گیرندگان جهت کاهش مطالبات غیرجاری و افزایش بازده تسهیلات بانکی ضروری است.
- تعادل میان سیاست‌های پولی و حمایت از تولید: سیاست‌های بانک مرکزی باید به‌گونه‌ای تنظیم شوند که هم تورم کنترل شود و هم بخش‌های مولد اقتصاد گرفتار تنگنای مالی نشوند.

نظام پولی و بانکی کشور نیازمند اصلاحات جدی و ساختاری است تا بتواند چالش‌هایی همچون ناترازی بانک‌ها، تورم و تأمین مالی ناکارآمد دولت را رفع کند. رویکرد اصلی باید بر کاهش سلطه مالی بر بانک‌ها، افزایش کارآمدی تسهیلات‌دهی و اصلاح نسبت کفایت سرمایه بانک‌ها متمرکز شود.

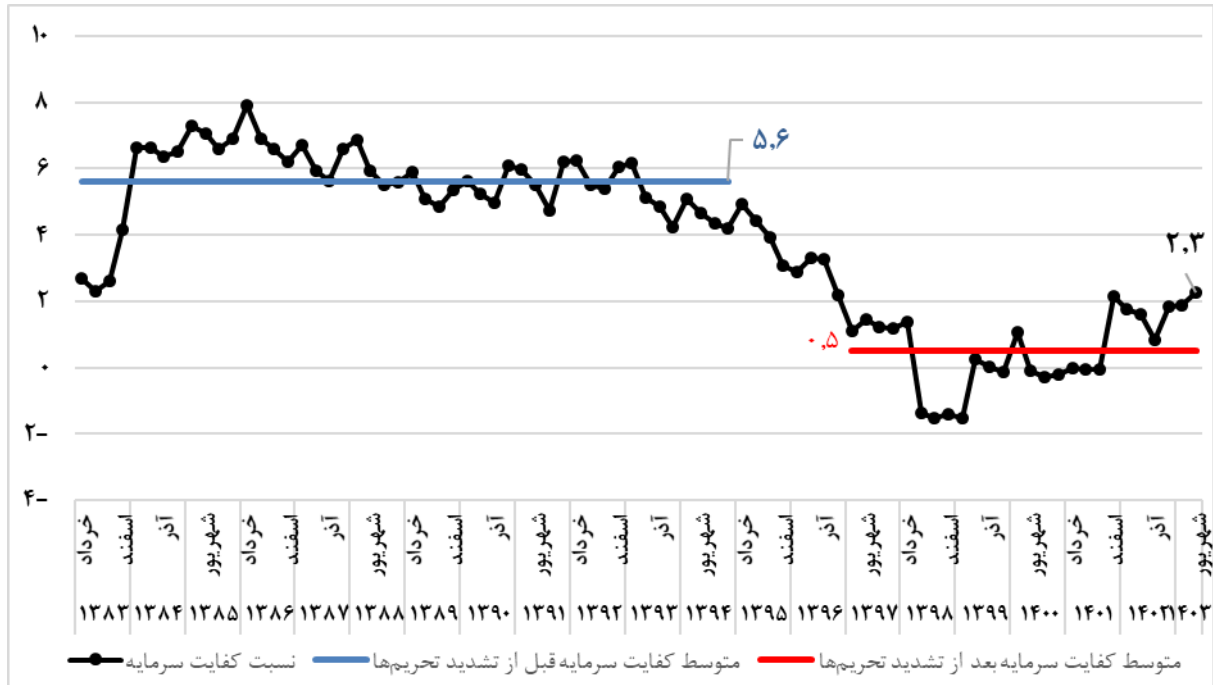
مقدمه

نظام پولی و بانکی ایران باید در خدمت تولید باشد، اما ارزیابی شاخص پایش ملی محیط کسب‌وکار ایران نشان می‌دهد که **دشواری تأمین مالی از بانک‌ها همواره جزو سه مانع مهم کسب‌وکارها بوده** است. بر اساس شاخص کارآفرینی شین، محیط مالی بدترین محیط برای کسب‌وکارها است. با توجه به این که بسیاری از شوک‌ها از جمله تحریم‌های بین‌المللی، جهش‌های ارزی، کسری بودجه دولت و مشکلات تأمین مالی بنگاه‌ها خود را در قامت متغیرهای پولی و بانکی و ناترازی‌های ناشی از آن منعکس می‌سازد که نتیجه آن نیز به صورت تورم افسارگسیخته در فضای کلان اقتصادی و سفره آحاد مردم رویت می‌شود، نگاه به این بخش باید به صورت عمیق و راهبردی باشد. همچنین کسری فزاینده بودجه دولت که خود ناشی از تحریم‌های بین‌المللی و عدم امکان صادرات نفت است، اتکای تأمین مالی دولت بر بازار بدهی و پول را افزایش داده است. افزایش فشار ناشی از تأمین مالی دولت در بازار بدهی منجر به فشار به شبکه بانکی و استقراض بیش از حد بانک‌ها در بازار بین‌بانکی از بانک مرکزی شده است که آثار پولی و بنابراین اثرات تورمی قابل توجهی را به همراه داشته است. این گزارش به بررسی وضعیت موجود، تحلیل ریشه‌ها، و ارائه راهبردها و سیاست‌های پیشنهادی جهت بهبود شرایط موجود می‌پردازد.

۱- توصیف وضع موجود

نظام پولی و بانکی ایران پس از تحریم‌ها با چالش‌های جدی مواجه بوده است. فشارهای بین‌المللی عمدتاً به صورت افت درآمدهای نفتی دولت خود را بروز داده که منجر به اتکای بیشتر دولت به درآمدهای مالیاتی و همچنین استقراض به شکل انتشار اوراق بدهی و چاپ پول شده است. فشار بیش از حد به منابع بانک‌ها منجر به فرسایش قابل توجه سرمایه شبکه بانکی شده است. نمودار (۱) روند نسبت کفایت سرمایه کل شبکه بانکی را نشان می‌دهد که به وضوح بعد از تحریم‌ها روند رو به کاهش کفایت سرمایه رخ داده و در دوره فشار حداکثری ترامپ که همزمان با شیوع بیماری کرونا بود، نسبت کفایت سرمایه منفی برای کل شبکه بانکی ثبت شده و در دو سال اخیر هم نتوانسته این افت را جبران نماید. در واقع بر اساس این نمودار، متوسط کفایت سرمایه شبکه بانکی قبل از تشدید تحریم‌ها ۵.۶ درصد بوده اما با تشدید تحریم‌ها، فرسایش سرمایه بانک‌ها آغاز شده به نحوی که بعد از این واقعه، متوسط کفایت سرمایه بانک‌ها حدود ۰.۵ درصد شده است که افت ده برابری این نسبت را نشان می‌دهد. با وجود بازیابی این شاخص بر اساس آخرین گزارش بانک مرکزی در شهریور ۱۴۰۳ به حدود ۲.۳ درصد، اما فاصله زیادی با الزامات ارائه شده در بازل ۳ دارد.

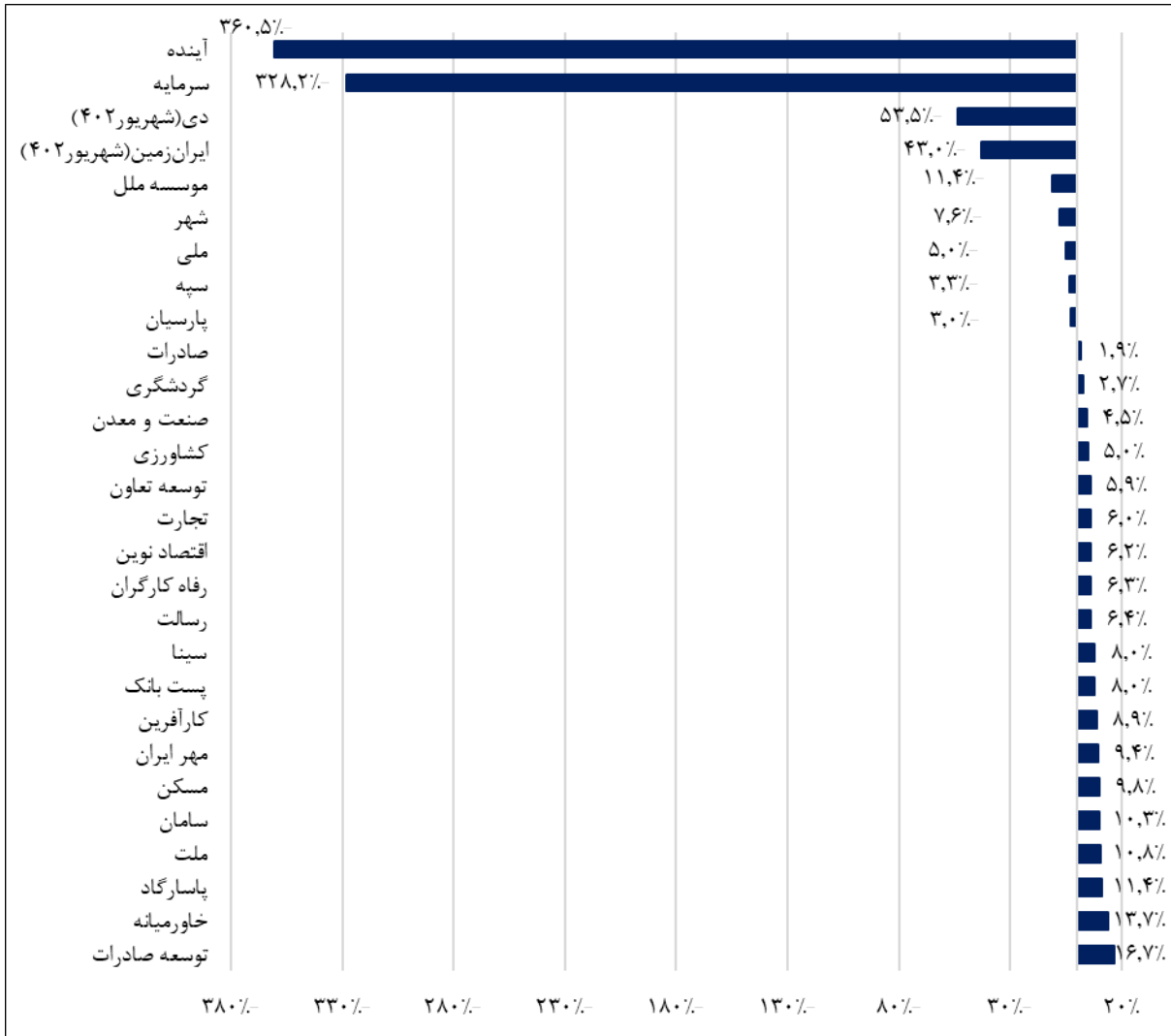
نمودار ۱- نسبت کفایت سرمایه کل شبکه بانکی (واحد: درصد)



منبع: بانک مرکزی ج.ا.ی

شاخص کفایت سرمایه به تفکیک بانک‌ها در سال ۱۴۰۲ را نیز می‌توان در نمودار (۲) رویت کرد که به وضوح وضعیت نامناسب بانک‌ها را نشان می‌دهد. این نسبت بر اساس مجموعه قواعد بال ۲ در حد ۸ درصد توصیه می‌شود که در مجموعه قواعد بال ۳ به ۱۳ درصد ارتقا یافته است. همان‌گونه که نمودار (۲) نشان می‌دهد تنها ۱۰ بانک در سال ۱۴۰۲ این سطح از کفایت سرمایه را رعایت کرده‌اند و سایر بانک‌ها در سطوحی بسیار پایین‌تر از این حد قرار دارند، به نحوی که ۷ بانک کفایت سرمایه منفی را ثبت کرده‌اند. در این نمودار **بانک آینده و بانک سرمایه به ترتیب کفایت سرمایه ۳۶۰.۵- و ۳۲۸.۳- درصدی را ثبت کرده‌اند** که نسبت به عملکرد سال‌های قبل خود وضعیت به مراتب بدتری را نشان می‌دهند. وضعیت نابسامان برخی از بانک‌ها مانند دو بانک نام‌برده به حدی است که در برخی دوره‌ها کل اضافه برداشت در راستای تأمین ذخایر قانونی سپرده‌ها انجام می‌شده است. تأثیر سیاست افزایش نرخ ذخایر قانونی بانک‌ها در ادامه و در بحث تحلیل متغیرهای پولی به تفصیل ارائه خواهد شد.

نمودار ۲- شاخص کفایت سرمایه به تفکیک بانک‌ها در سال ۱۴۰۲ (واحد: درصد)

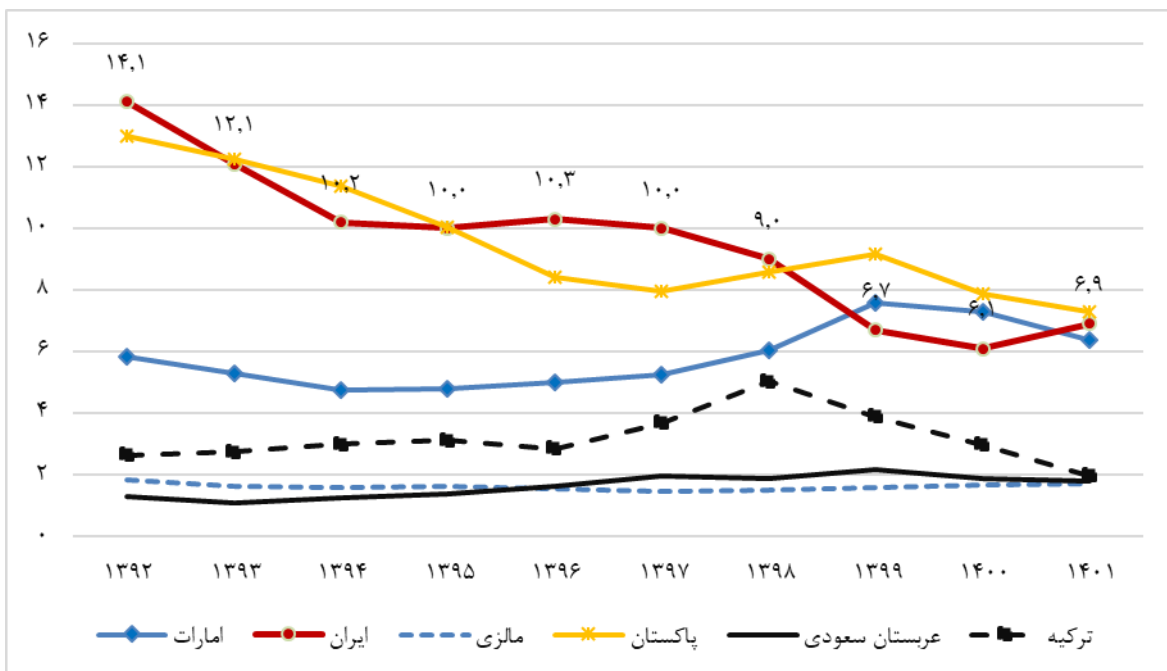


منبع: گزارش صورت مالی بانک‌ها در کدال

علاوه بر این بخشی از ناترازی بانک‌ها از مسیر تسهیلات تکلیفی بودجه‌ای و شبه بودجه‌ای است. احکام پولی و اعتباری مختلفی در قوانین برنامه‌های پنج ساله توسعه و همچنین قوانین بودجه سنواتی برای اقتصاد ایران تدوین و تصویب شده که از یک طرف سازگاری آنها با اهداف سیاست پولی (حول ثبات قیمتی، رشد پایدار اقتصادی و پایداری ترازپرداخت‌ها) مورد خدشه است و از طرف دیگر، رابطه علی این احکام در خصوص سرفصل‌های مختلف پولی - اعتباری (تولیدی، خدمات، اجتماعی، زیرساختی، و رفاهی) عملاً در تضاد با یکدیگر قرار دارند. احکام و تبصره‌های پولی - اعتباری قوانین برنامه پنج ساله و بودجه‌های سنواتی (مبتنی بر اهداف مختلفی همانند رشد اشتغال اقشار آسیب‌پذیر، بهبود قدرت خرید گروه‌های پایین درآمدی، تسهیل ازدواج جوانان، افزایش سرمایه‌گذاری و تولید بخش‌های کشاورزی، صنعت

و ساختمان، ارتقای ظرفیت زیرساخت‌های اقتصادی، جبران خسارات بلایای طبیعی در بخش‌های خانگی و تولیدی و... بخشی از تسهیلات تکلیفی شبکه اعتباری کشور است که در کنار تکالیف اعتباری مربوط به قانون الحاق برخی مواد به قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت (ماده ۳۶)، قانون تضمین خرید محصولات کشاورزی (گندم، برنج، جو، ذرت، چغندر، آفتابگردان، پنبه و ش، دانه‌های روغنی، چای، سیب زمینی، پیاز و حبوبات)، قانون جامع خدمات‌رسانی به ایثارگران، قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، قانون حمایت از توسعه و ایجاد اشتغال پایدار در مناطق روستایی و عشایری، قانون تسهیل ازدواج جوانان، قانون حمایت از خانواده و جوانی جمعیت، تسهیلات فرزندآوری و ماده ۶۸ تسهیلات ازدواج و... مستقیماً بر بانک‌ها و موسسات اعتباری تحمیل می‌شود. این تکالیف پیامدهای مختلفی نظیر اضافه برداشت بانک‌ها، ناترازی بانک‌ها و همچنین کاهش سهم منابع قابل تصرف بانک‌ها و موسسات اعتباری و ظرفیت بالفعل تسهیلات‌دهی با اهداف تولیدی دارد.

نمودار ۳- مقایسه نسبت مطالبات غیرجاری بانکی به تسهیلات در کشورهای مختلف اسلامی (واحد: درصد)



منبع: بانک جهانی و بانک مرکزی ج.ا.ی

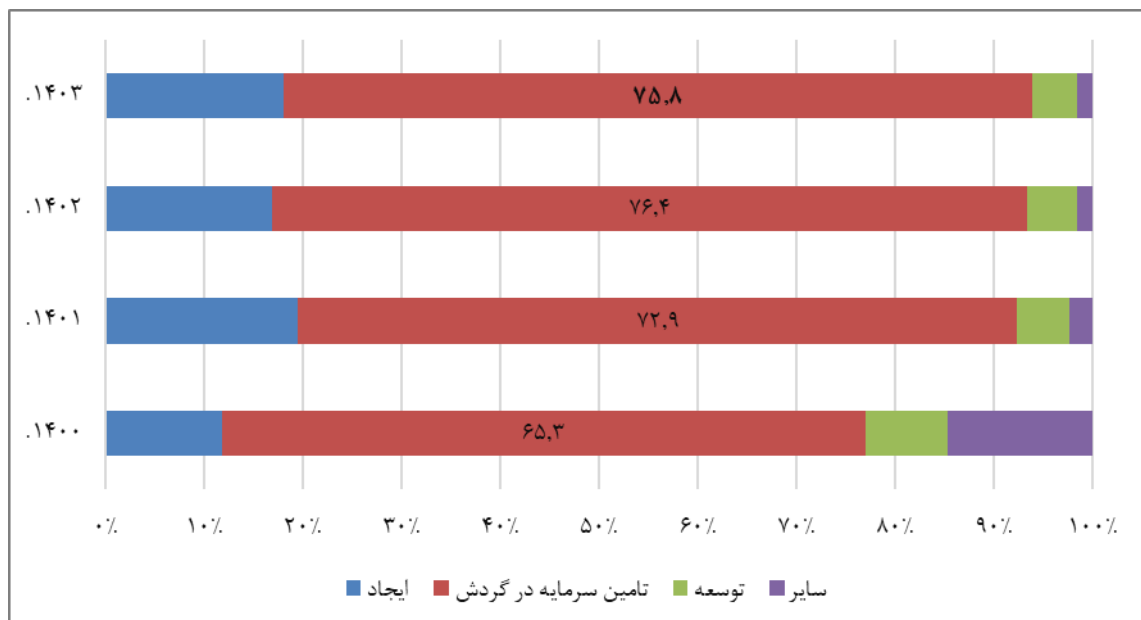
نسبت بالای مطالبات غیرجاری به کل تسهیلات نیز یکی از مصادیق ناکارآمدی سیستم سنجش اعتبار و عدم بازگشت بخش قابل توجهی از منابع بانکی یعنی نکول تسهیلات است. در استانداردهای بین‌المللی نسبت مطالبات غیرجاری بانکی به تسهیلات اعطایی بین ۲ تا ۵ درصد تسهیلات اعطایی است و معوقات بیش از ۵ درصد تسهیلات بانکی به عنوان ریسک پرخاطر محسوب

می‌شود. در ایران اگرچه روند نزولی است، اما نسبت بیشتر از استانداردهای بین‌المللی است. نمودار (۳) نسبت مطالبات غیرجاری بانکی به تسهیلات در کشورهای مختلف اسلامی را نشان می‌دهد.

این حجم از ناترازی عظیم در شبکه بانکی منجر به بی‌انضباطی گسترده در سطح خرد بانک‌ها شده و از آن‌جا که خلق پول از کانال بانک‌ها صورت می‌گیرد، رشد کل‌های پولی و بنابراین تورم را در پی داشته است. ناترازی بانک‌ها را می‌توان در دو بعد نگاه کرد:

- بانک‌هایی که بیش از ظرفیت سرمایه و کفایت سرمایه خود وام می‌دهند و خلاف ضوابط عمل می‌کنند. نظارت و قوانین بازدارندگی کافی ندارند و ضعف اعتبارسنجی مشتریان در آن‌ها وجود دارد. این بخش ناشی از عملیات داخلی بانک‌ها است.
- ناترازی که از طریق دولت بر بانک‌ها تحمیل می‌شود. فروش اوراق بدهی دولت به بانک‌ها و تسهیلات تکلیفی که بانک‌ها عامل اجرای آن‌ها هستند و در سیاست‌گذاری آن نقشی نداشته‌اند، از این دسته‌اند. این بخش از ناترازی نیز ناشی از سلطه مالی بر سیاست پولی است. این نکته در ادامه به شکل مبسوطی مورد بحث قرار خواهد گرفت.

نمودار ۴- سهم تسهیلات اعطایی نظام بانکی به تفکیک هدف (واحد: درصد)



* سال ۱۴۰۳ سه ماهه است

منبع: بانک مرکزی ج.ا.ا.

با توجه به اینکه تأمین مالی در کشور بانک‌محور است، سهم تسهیلات اعطایی به تفکیک رشته فعالیت و هدف قابل توجه است. در سال ۱۴۰۲ سهم توسعه و ایجاد از کل تسهیلات کمتر از ۲۲ درصد است و بیش از ۷۶ درصد به سرمایه در گردش اختصاص دارد. نمودار (۴) سهم تسهیلات اعطایی به تفکیک هدف در سال‌های گذشته را نشان می‌دهد. سیاست کنترل ترانزنامه‌ای بانک‌ها که در سال ۱۴۰۲ و در راستای کنترل بسط ترانزنامه‌ای بانک‌ها به شکل گسترده‌ای از سوی بانک مرکزی مورد استفاده قرار گرفت باعث شد تا میزان تسهیلات‌دهی به بخش تولید با افت مواجه شده و تأمین مالی با نرخ‌های بالایی صورت پذیرد. نتیجه چنین سیاستی در کنار تأمین مالی دولت از طریق فروش اوراق بدهی در بازار اولیه در نرخ‌های بالا (که در ادامه به شکل مبسوط بحث خواهد شد) باعث روند فزاینده نرخ بازده تا سررسید (YTM) اوراق بدهی دولت در بازار ثانویه شد که به فشار فزاینده بر هزینه تأمین مالی بخش تولید منتهی گردید. نقش تأمین مالی دولت از طریق فروش اوراق بدهی و تأثیر آن بر متغیرهای پولی در ادامه به تفصیل بحث خواهد شد.

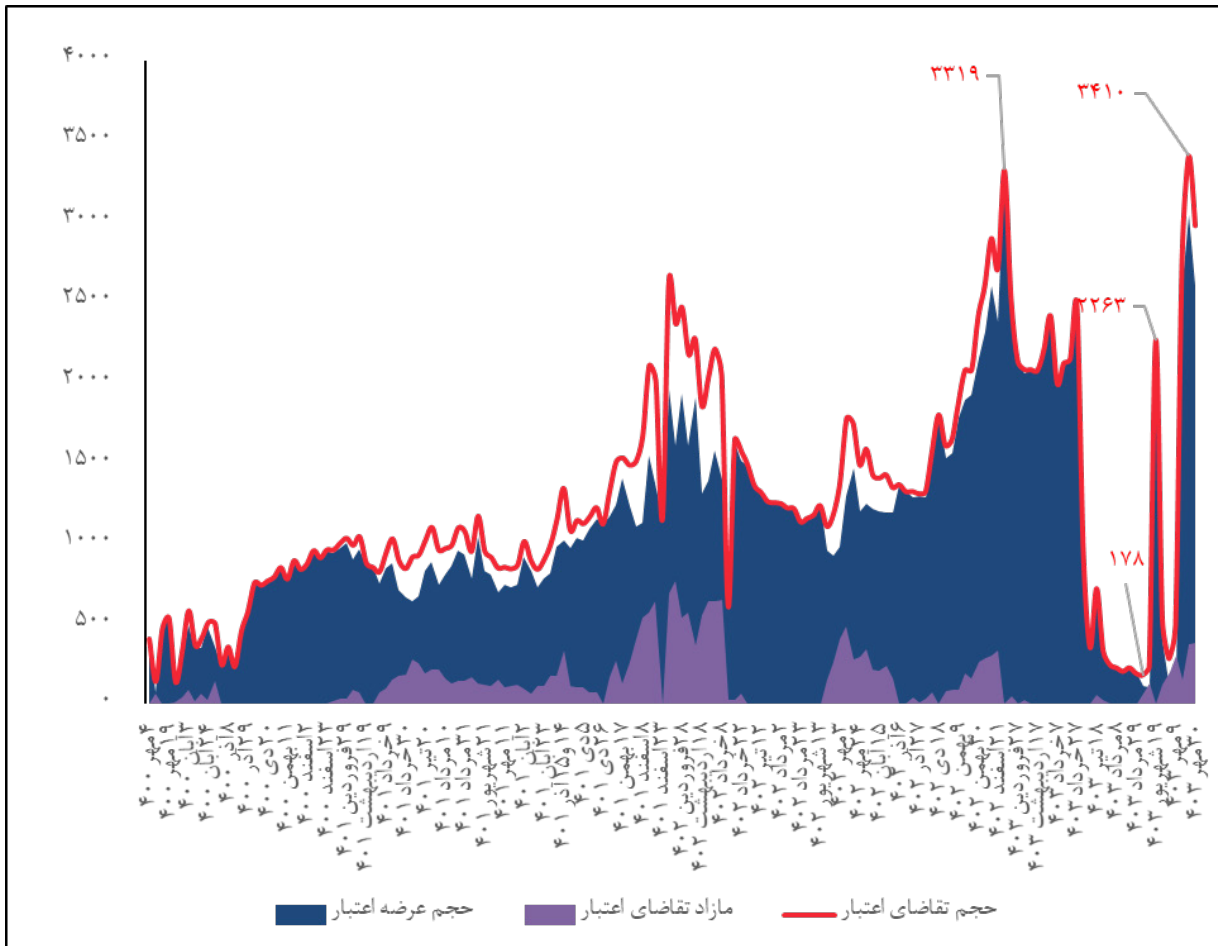
۲- بازار بین بانکی

بازار بین بانکی نقش مهمی در تأمین نقدینگی کوتاه‌مدت بانک‌ها ایفا می‌کند. در کنار این موضوع به دلیل وقفه در انتشار آمارهای پولی و بانکی کشور (که آخرین داده‌ها مربوط به شهریور ۱۴۰۳ است)، معمولاً تحلیل‌های ارائه شده بر اساس این داده‌ها برای برداشت درست از وضعیت حال حاضر بخش پولی کشور مناسب نخواهد بود، چرا که تصمیم‌گیری فعالان اقتصادی در لحظه و به صورت روزانه و هفتگی رقم می‌خورد. گزارش عملیات اجرایی سیاست پولی امکان تحلیل هفتگی بازار پول و اثرات بودجه‌ای دولت در چارچوب حراج اوراق مالی دولت در بازار اولیه را محیا می‌سازد. بررسی بازار بین بانکی و عملکرد بانک‌ها در بازار اوراق بدهی، سلطه مالی بودجه دولت بر بخش بانکی را نمایش می‌دهد که از مسیر بدهی دولت به نظام بانکی و بدهی شبکه بانکی به بانک مرکزی قابل پیگیری است.

نمودار (۵) عرضه و تقاضای اعتبار بانک‌ها را در بازار بین بانکی نمایش می‌دهد. در این نمودار، حجم تقاضای اعتبار بانک‌ها نشان‌دهنده میزان کسری هفتگی بانک‌ها است که منجر به استقراض از بانک مرکزی می‌شود. بنابراین، سطح بالاتر تقاضای اعتباری به منزله وضعیت نابسامان ناترازی بانک‌ها تلقی می‌شود. بر اساس نمودار مشخص است که از خرداد ۱۴۰۳ سطح تقاضای اعتباری بانک‌ها افت قابل توجهی کرده است. بر اساس نکته فوق نمی‌توان این افت را به منزله بهبود وضعیت ناترازی بانک‌ها تفسیر کرد. علت این کاهش تقاضای اعتبار آن است که بانک مرکزی برای چهار هفته متوالی، ریپو با سررسید بلندمدت‌تر انجام داده است. به این معنا که سررسید ریپو از ۷ و ۸ روز به ۸۴ روز (که در چارچوب عملیات بازار باز مجاز است) افزایش یافته است. به بیان دقیق‌تر، قبل از سیاست افزایش سررسید قراردادهای

ریپو، هر هفته بانک‌ها علاوه بر نیاز نقدینگی جدید، اقدام به تمدید قراردادهای ریپوی خود می‌کردند.

نمودار ۵- عرضه و تقاضای اعتبار در بازار بین‌بانکی (واحد: هزار میلیارد ریال)

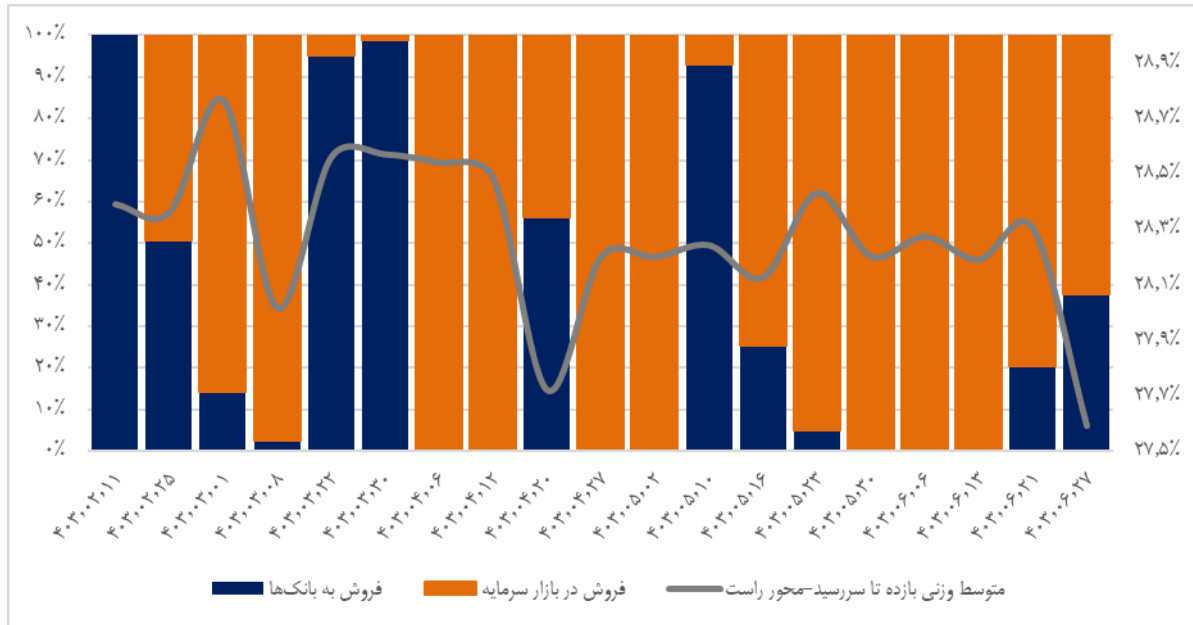


منبع: بانک مرکزی ج.ا.ا.

بنابراین بازپرداخت قراردادهای ریپو خود از طریق استقراض از بانک مرکزی تأمین می‌شد. اما با افزایش سررسید قراردادهای ریپو از ۷ و ۸ روز به ۸۴ و ۸۵ روز، نیاز به تأمین اعتبار برای بازپرداخت قراردادها کاهش یافت و تقاضای اعتبار بانک‌ها تنها بیانگر نیاز نقدینگی جدید آن‌هاست. به همین دلیل است که بر اساس نمودار، با سررسید قراردادهای ریپوی ۸۴ و ۸۵ روزه، دوباره تقاضای اعتباری بانک‌ها به روند قبلی خود بازگشته و حتی رکورد حداکثری خود در اسفند که حدود ۳۳۲ هزار میلیارد تومان (همت) بود را زد و به ۳۴۱ همت رسید.

نمودار ۶- سهم بانک‌ها و بازار سرمایه از خرید اوراق در بازار اولیه و نرخ بازده تا سررسید در سال ۱۴۰۳ (واحد:

هزار میلیارد ریال)



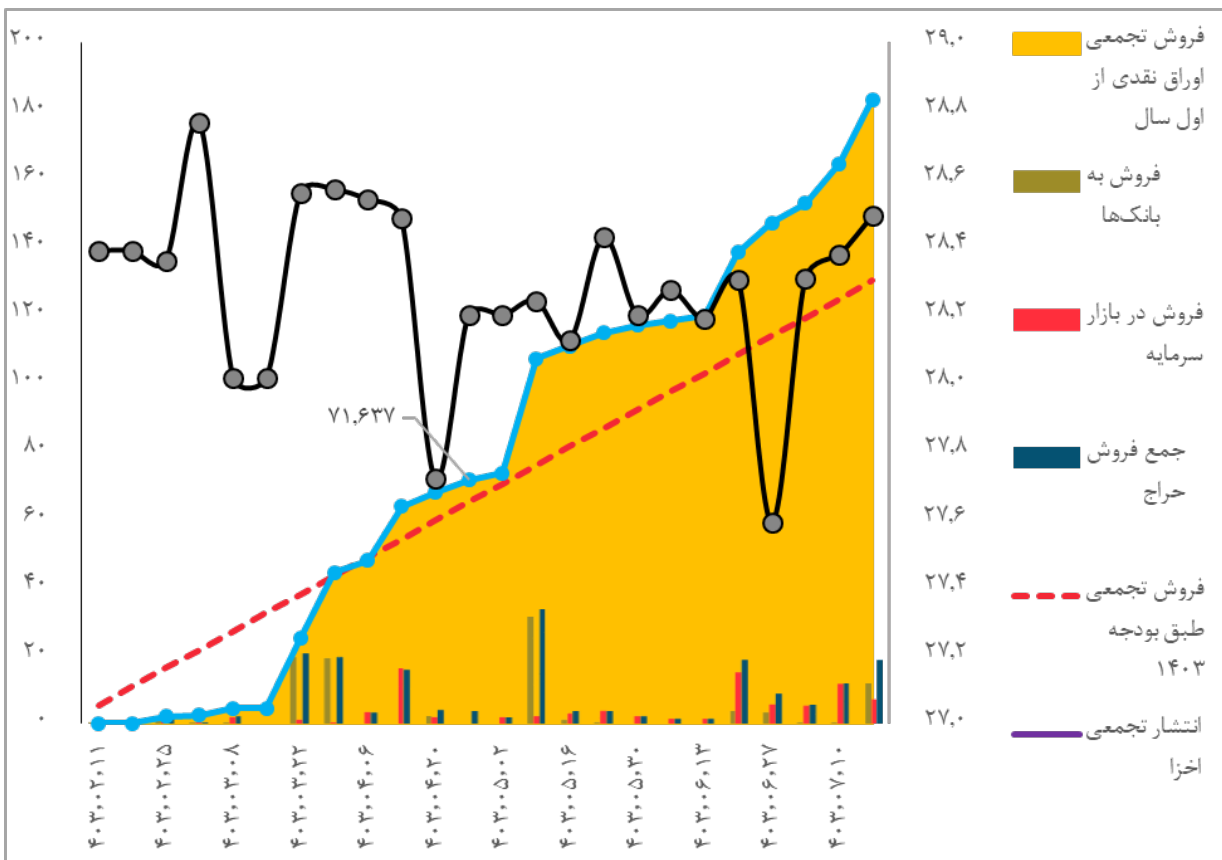
منبع: گزارش‌های نتایج عرضه اوراق بهادار دولتی

تأثیرات بازار بین‌بانکی بر بازار بدهی و بازار سرمایه قابل توجه است. با افزایش سررسید استقراض در بازار بین‌بانکی، خرید اوراق بدهی توسط بانک‌ها افزایش یافته است. این موضوع در حالی است که در بازار بین‌بانکی، مانده ریپوی بانک‌ها حدود ۲۵۰ همت است. به نظر می‌رسد، تأمین مالی دولت به طور غیرمستقیم از بانک مرکزی و پایه پولی (چاپ پول) در دوره‌هایی که سررسید قراردادهای ریپو بیشتر شده، افزایش قابل توجهی پیدا کرده است. نمودار (۶) وضعیت فروش اوراق بدهی دولت به بانک‌ها و بازار سرمایه به همراه نرخ بازده تا سررسید اوراق در بازار اولیه را گزارش می‌کند. بر اساس این نمودار مشخص است که در دوره‌هایی که سررسید قراردادهای ریپو افزایش یافته، خرید اوراق توسط بانک‌ها در بازار اولیه نیز تشدید شده است.

نکته بسیار مهم آن است که فروش اوراق در سال ۱۴۰۳ روند فزاینده‌ای داشته است. این موضوع در نمودار (۷) گزارش شده است. در این نمودار بر حسب این که از زمان شروع حراج‌ها تا پایان سال چند هفته باقی است، معیاری تحت عنوان فروش تجمعی اوراق طبق بودجه ۱۴۰۳ ارائه شده که نشان می‌دهد به صورت متوسط در هر هفته دولت بر اساس قانون بودجه چه حجم اوراقی می‌بایست به فروش برساند. همان‌گونه که در این نمودار مشخص است، فروش واقعی

اوراق توسط دولت در بازار اولیه از اواسط خرداد شدت گرفته، به نحوی که فروش از معیار قانونی جلوتر بوده است. دو نکته از این نمودار حائز اهمیت است. اول این که فروش اوراق با نرخ بازده تا سررسید بالای ۲۸ درصد رقم خورده در حالی که نرخ اسمی اوراق ۲۳ درصد بوده است. بنابراین، تأمین مالی دولت به شکل بسیار گرانی در حال انجام است. نکته دوم این که فروش به بانکها بر اساس نمودار (۴) و (۵) و همچنین نمودار (۶) تنها از طریق استقراض از بانک مرکزی (چه به صورت مستقیم و چه از طریق افزایش سررسید قراردادهای ریپو) انجام شده و مابقی نیز در بازار سرمایه به فروش رفته است. این موضوع منجر به وضعیت نابسامان هم شبکه بانکی و هم بازار سرمایه شده به نحوی که بازده بازار بورس در مقایسه با سایر بازارها در سال ۱۴۰۳ بسیار ضعیف‌تر ارزیابی می‌شود.

نمودار ۷- حراج اوراق بدهی دولت در بازار اولیه در سال ۱۴۰۳ (واحد: هزار میلیارد تومان)



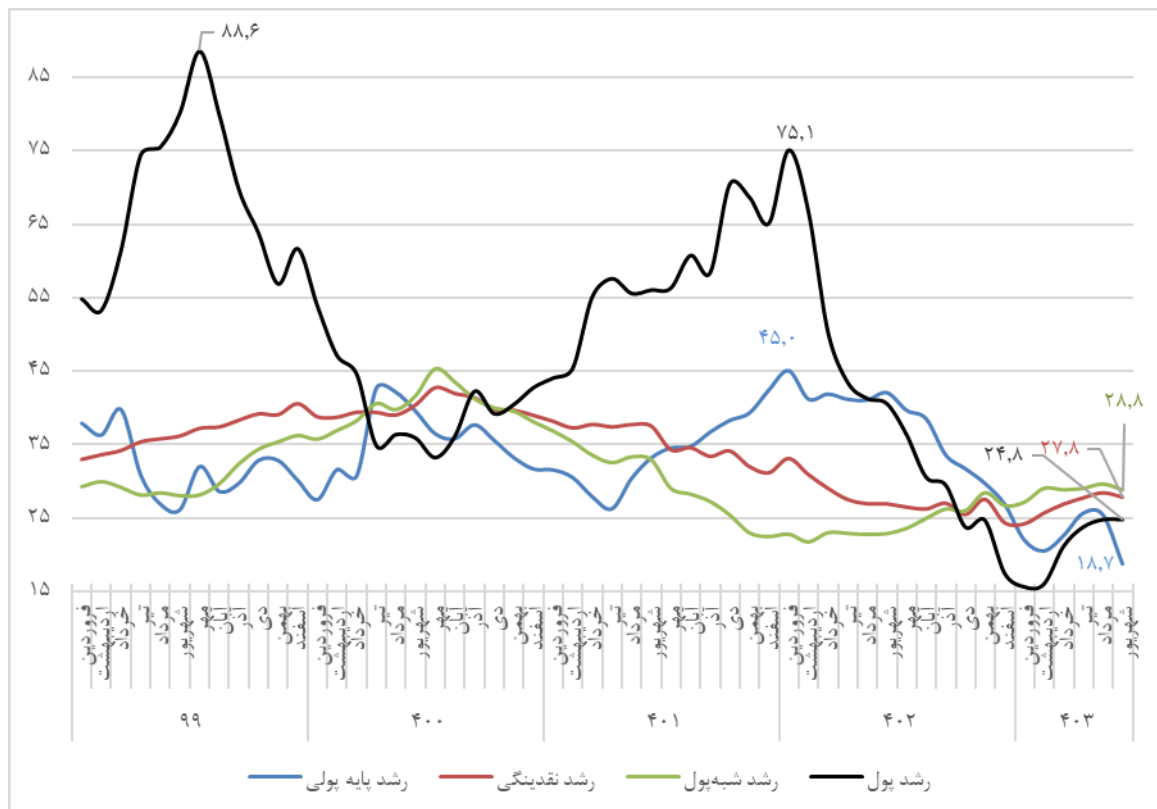
منبع: گزارش‌های نتایج عرضه اوراق بهادار دولتی

لذا، به نظر می‌رسد که ترکیب تأمین مالی دولت و سیاست انقباضی بانک مرکزی به شکل بالا نگره داشتن نرخ بازده تا سررسید اوراق و نرخ سپرده، از جمله مهم‌ترین اقداماتی بوده که در سال ۱۴۰۳ در حال انجام است که خود به منزله در اولویت بودن کنترل تورم و عدم توجه به تولید قابل تفسیر خواهد بود.

۳- وضعیت کل‌های پولی

پس از آن که وضعیت شبکه بانکی را بر اساس آخرین آمار در دسترس و همچنین داده‌های با تواتر بالای (هفتگی) بازار پول و بدهی بررسی کردیم، می‌توان به بررسی وضعیت متغیرهای پولی در چارچوب کل‌های پولی پرداخت. نظر به این که انتشار کل‌های پولی با وقفه زمانی انجام می‌شود، معمولاً تحلیل آن‌ها برای تصمیم‌گیری در لحظه مناسب نیست. با این حال با توجه به این که این کل‌های پولی هستند که آثار کلان بر اقتصاد کشور می‌گذارند و در بسیاری مواقع آثار تورمی و بخش حقیقی آن‌ها با وقفه مشخص می‌شود، بررسی آن‌ها را بسیار پراهمیت می‌سازد. تحلیل اولیه‌ای که می‌توان از کل‌های پولی ارائه نمود، بررسی نرخ رشد این متغیرهاست. نمودار (۸) نرخ رشد پول، نقدینگی، پایه پولی و شبه‌پول را گزارش می‌کند.

نمودار ۸- نرخ رشد کل‌های پولی (واحد: درصد)



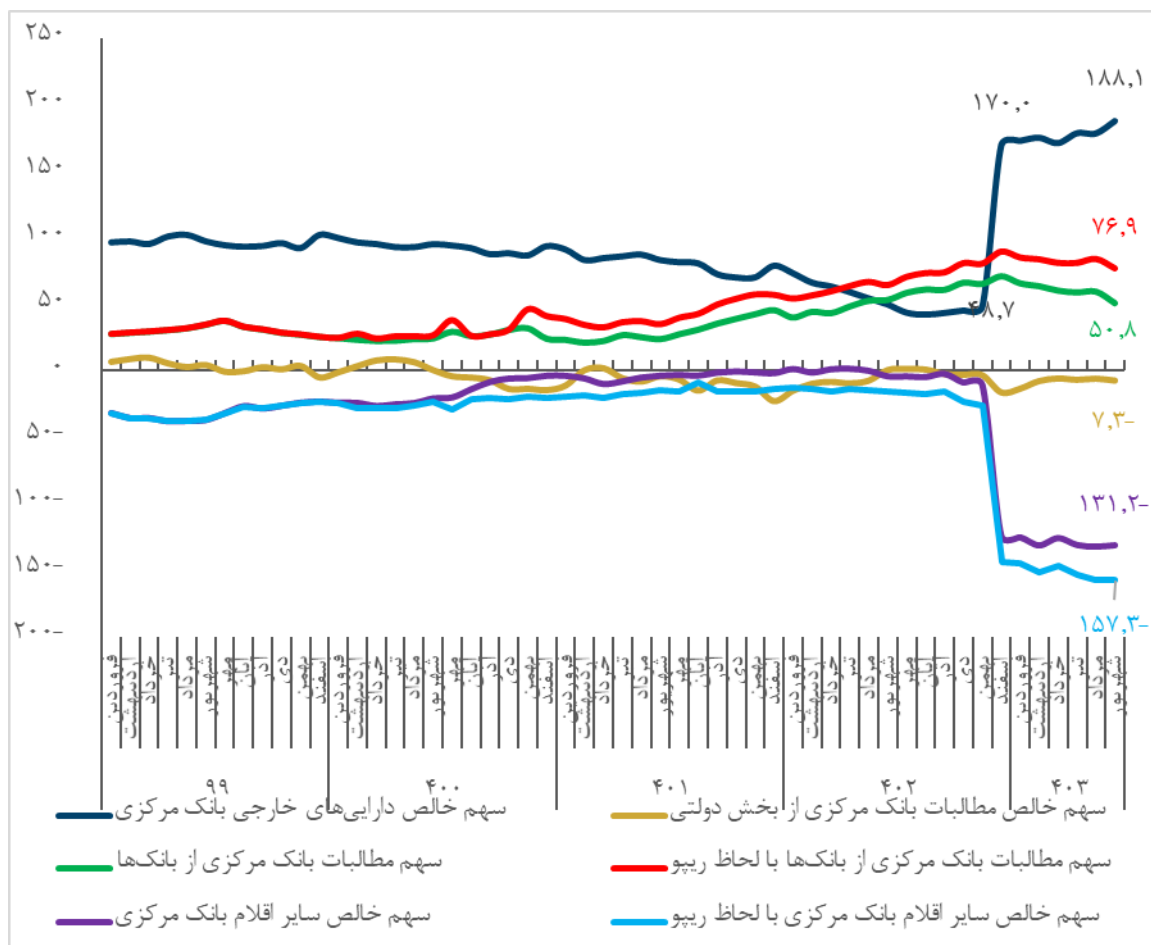
بر اساس نمودار (۸) ملاحظه می‌شود که نرخ رشد نقدینگی از حداکثر ۴۵ درصدی خود در فروردین ۱۴۰۲ به ۱۸.۷ درصد در شهریور ۱۴۰۳ کاهش پیدا کرده است. این در حالی است که نرخ رشد پول با وجود بالا بودن در فروردین ۱۴۰۲، در مهرماه ۱۳۹۹ حداکثر ۸۸.۶ درصدی را تجربه نموده و در آخرین گزارش بانک مرکزی در شهریور ۱۴۰۳ به ۲۴.۸ درصد کاهش یافته است. به بیان دیگر، می‌توان گفت از ابتدای ۱۴۰۲ به بعد نرخ رشد همه کل‌های پولی به استثنای شبه پول کاهش یافته است. اما در تابستان امسال (به استثنای شهریور برای نرخ رشد پایه پولی که افت قابل توجهی را شاهد هستیم)، نرخ رشد همه کل‌های پولی افزایش یافته است. به بیان دیگر حداقل نرخ رشد کل‌های پولی در بهار امسال تجربه شده است. اما چه سیاست‌هایی توسط بانک مرکزی در پیش گرفته شده که منجر به چنین افت‌هایی در کل‌های پولی طی بازه ابتدای ۱۴۰۲ تا شهریور ۱۴۰۳ شده است؟

بانک مرکزی در راستای کنترل رشد کل‌های پولی مجموعه اقدامات سیاستی را در پیش گرفت تا به هدف کنترل تورم خود دست یابد. این مجموعه سیاست‌ها عبارت بودند از:

- سیاست خروج سپرده بخش دولتی و شرکت‌های دولتی از شبکه بانکی و نگهداری حساب آن‌ها نزد بانک مرکزی
- سیاست کنترل ترازنامه‌ای بانک‌ها
- افزایش نرخ ذخیره قانونی سپرده‌ها
- سیاست گواهی سپرده خاص ۳۰ درصدی
- سیاست فعال ارزی در بازار آزاد و نیما
- عملیات بازار باز فعال در بازار بین‌بانکی

از میان این مجموعه سیاست‌ها، سیاست عملیات بازار باز فعال در بخش قبل به تفصیل مورد بحث قرار گرفت و نتایج و اثراتی که بر بازار بدهی و پول داشت اشاره شد. خروج سپرده بخش دولتی و شرکت‌های دولتی از شبکه بانکی و نگهداری حساب آن‌ها نزد بانک مرکزی، سیاست افزایش نرخ ذخیره قانونی سپرده‌ها و سیاست فعال ارزی در بازار آزاد و نیما به صورت مستقیم بر کل‌های پولی علی‌الخصوص رشد پایه پولی تأثیر می‌گذارد. میزان این اثرگذاری را می‌توان به‌وضوح در نمودار (۹) که سهم اقسام مختلف پایه پولی از سمت منابع را گزارش می‌کند، مشاهده کرد.

نمودار ۹- سهم اقلام مختلف پایه پولی از سمت منابع (واحد: درصد)



منبع: بانک مرکزی ج.ا.ا.

همان‌گونه که از نمودار (۹) مشخص است، سهم خالص بدهی دولت به بانک مرکزی در دوره اخیر منفی است و در مقطعی سهم منفی این قلم بیشتر نیز شده است. در واقع سیاست خروج سپرده بخش دولتی و شرکت‌های دولتی از شبکه بانکی و نگهداری حساب آن‌ها نزد بانک مرکزی منجر به منفی‌تر شدن خالص بدهی دولت به بانک مرکزی شد و همین امر در لحظه منتهی به کاهش نرخ رشد پایه پولی شد؛ هر چند در ادامه روند سهم این قلم از پایه پولی نیز فزاینده شده است.

در کنار این سیاست، مداخله قابل توجه بانک مرکزی در بازار ارز آزاد و نیما، تأثیر بسیاری در کنترل کل‌های پولی داشت. همان‌گونه که در نمودار (۹) مشخص است، کنترل نرخ ارز در این دو بازار به قیمت تخلیه ذخایر خارجی بانک مرکزی بوده چرا که سهم این قلم از پایه پولی که در عمده سال‌ها بالای ۹۰ درصد بود، از ابتدای سال ۱۴۰۲ به بعد روندی کاهنده به خود گرفت به نحوی که در بهمن ۱۴۰۲ به کمترین

سطح خود در دهه اخیر و کمتر از ۴۹ درصد رسید. البته باید اشاره نمود که این معیار به دلیل تأثیرگذاری قابل توجه نرخ تسعیر از دقت کافی برخوردار نیست اما تا این تاریخ به دلیل ثابت بودن نرخ تسعیر، اثر این عامل حداقل است. در اسفند ۱۴۰۲ بانک مرکزی نرخ تسعیر خود در ترازنامه را از ۴۲۰۰ تومان به ۲۸۵۰۰ تومان تغییر داد. به همین دلیل، در این ماه سهم خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی از پایه پولی جهش یافته و به ۱۷۰ درصد رسید. با توجه به این که تغییر در نرخ تسعیر نباید منجر به افزایش در پایه پولی شود، معادل افزایش صورت گرفته در این قلم در خالص سایر به صورت منفی ثبت می‌شود. بنابراین، افت قابل توجه سهم قلم خالص ارقام بانک مرکزی در این تاریخ را نیز شاهد هستیم.

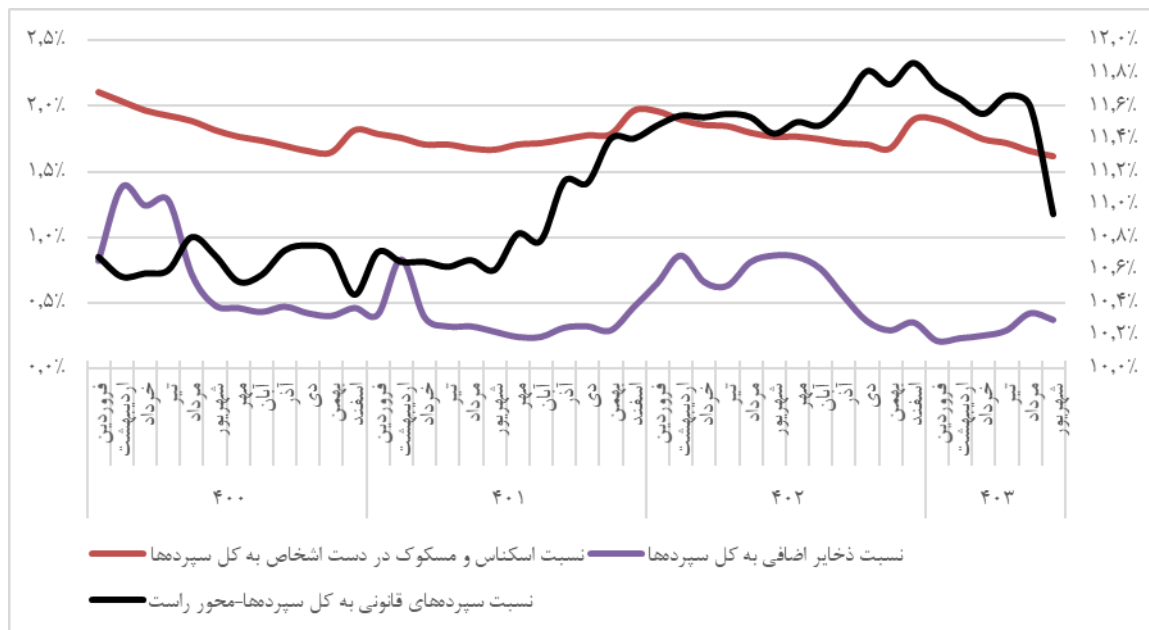
ثبت حسابداری صورت گرفته در این دو قلم به دلیل مراودات بین بانک مرکزی و صندوق توسعه ملی که در سال‌های مختلف وجود داشته و در این بازنگری در نظر گرفته شده است، منجر به پیچیدگی قابل توجهی در ترازنامه بانک مرکزی شده که به درستی نمی‌توان به وضعیت خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی به دلار دست یافت. با این حال، به صورت کاملاً تقریبی می‌توان از جمع سهم خالص دارایی‌های خارجی و خالص سایر ارقام به معیار سرانگشتی از وضعیت ذخایر خارجی بانک مرکزی دست یافت. با توجه به این که سهم خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی در شهریور ۱۴۰۳ به ۱۸۸.۱ درصد رسیده و سهم سایر ارقام نیز در این ماه ۱۳۱.۲- درصد بوده، به صورت سرانگشتی می‌بینیم که ظاهراً سهم خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی از پایه پولی حدود ۵۶.۹ درصد است که با وجود احیای صورت گرفته کماکان از سطح بلندمدت خود بسیار پایین‌تر است. به بیان روشن‌تر، بر اساس این تحلیل به نظر می‌رسد که بانک مرکزی از طریق مداخله قابل توجه در بازار ارز هم اقدام به کنترل نرخ ارز نموده و هم نرخ رشد پایه پولی را کنترل نموده است اما باید توجه داشت که این دو دستاورد به قیمت تخلیه قابل توجه ذخایر ارزی بانک مرکزی صورت یافته است.

لازم به توضیح است که بانک مرکزی در گزارش کل‌های پولی، مانده عملیات اجرایی پولی یا همان مانده قراردادهای ریپو را ذیل قلم خالص سایر ارقام در نظر می‌گیرد اما می‌دانیم که این قلم از نوع بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی است. به همین دلیل در نمودار (۹) بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی با لحاظ ریپو در این قلم نیز گزارش شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، سهم مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها در شهریور ۱۴۰۳ حدود ۵۰.۸ درصد گزارش شده که اگرمانده قراردادهای ریپو را در این قلم در نظر بگیریم، سهم بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی به ۷۶.۹ درصد می‌رسد. با توجه به نکته اشاره شده در مورد خالص دارایی‌های خارجی، می‌توان ادعا نمود که بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی، بازیگر اصلی در ارقام پایه پولی از سمت منابع است که با وجود روند کاهنده در ماه‌های اخیر اما در دوره‌ای بلندمدت روندی فزاینده داشته است. به همین دلیل هم هست که بانک مرکزی از طریق تخلیه ذخایر خارجی و

جذب سپرده‌های دولتی اقدام به کاهش پایه پولی نموده است.

سیاست دیگری که بانک مرکزی در پیش گرفته بود، سیاست افزایش نرخ ذخیره قانونی سپرده‌های بانکی بود که خود منجر به افت قابل توجه در ضریب فزاینده نقدینگی می‌شود. نمودار (۱۰) اجزای ضریب فزاینده نقدینگی را گزارش می‌کند.

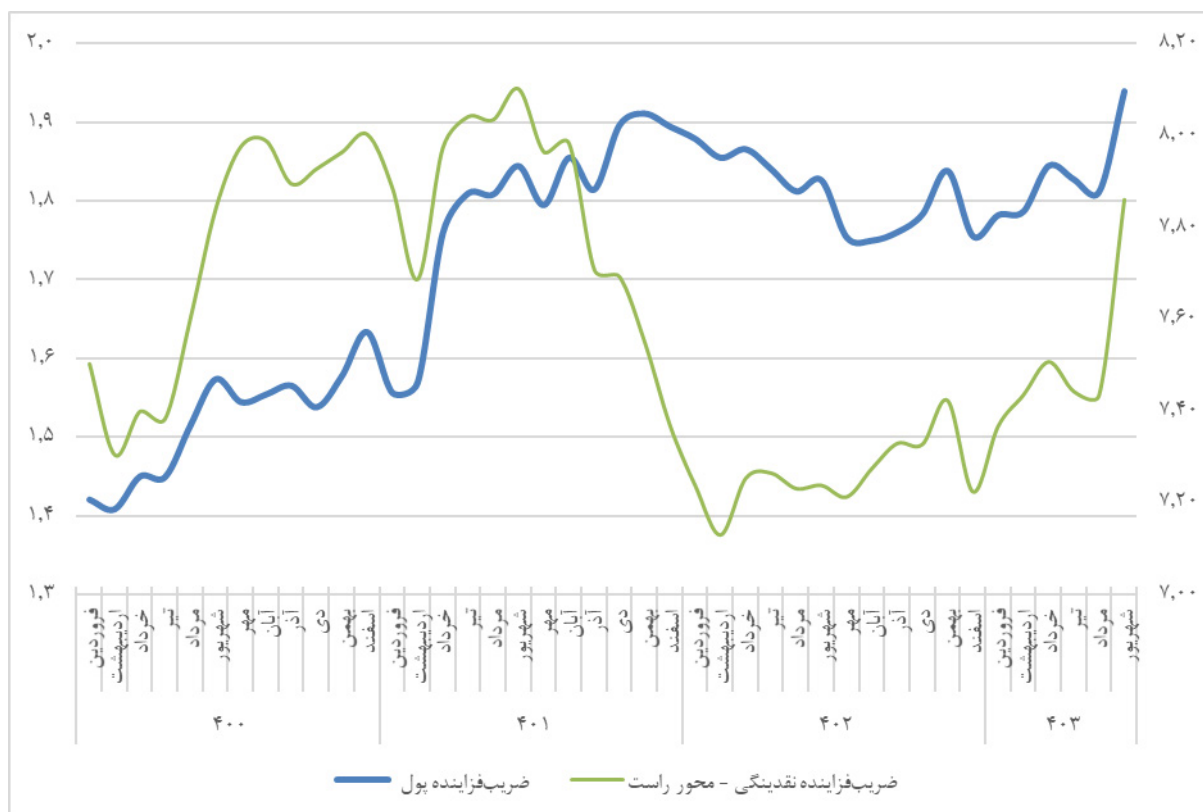
نمودار ۱۰- سهم اقلام مختلف پایه پولی از سمت منابع (واحد: درصد)



منبع: بانک مرکزی ج.ا.ا.

بر اساس نمودار (۱۰) ملاحظه می‌شود که از نیمه سال ۱۴۰۲ به بعد نسبت سپرده‌های قانونی به کل سپرده‌ها که معادل نرخ ذخایر قانونی سپرده‌های بانکی است، روندی کاملاً فزاینده به خود گرفته است، در حالی که دو جز دیگر روند فزاینده‌ای را نشان نمی‌دهند. این سیاست خود یکی از عوامل کلیدی کنترل رشد پول و نقدینگی بود. همان‌گونه که قبلاً نیز اشاره شد، شدت این رویکرد به قدری بالا بود که برخی بانک‌ها اقدام به اضافه برداشت از بانک مرکزی برای تأمین وجوه مورد نیاز سپرده‌های قانونی خود نزد بانک مرکزی می‌نمودند. به همین دلیل از ابتدای سال جاری رویکرد بانک مرکزی در این زمینه تا حدودی تعدیل شد به نحوی که آخرین گزارش در شهریور نشان می‌دهد که این نرخ با افت قابل توجهی مواجه شده به نحوی که نرخ ذخایر قانونی به سطحی در حدود اوایل پاییز سال ۱۴۰۱ رسیده است. نمودار (۱۱) به وضوح تأثیر این رویکرد بر قدرت خلق نقدینگی شبکه بانکی را نشان می‌دهد.

نمودار ۱۱- ضرایب فزاینده پول و نقدینگی



منبع: بانک مرکزی ج.ا.ی.

نمودار (۱۱) ضرایب فزاینده پول و نقدینگی را گزارش می‌کند. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، سیاست افزایش نرخ ذخایر قانونی سپرده‌های بانکی به شکل قابل توجهی ضریب فزاینده نقدینگی را کاهش داد به نحوی که این ضریب از حداکثر ۸.۱ در شهریور ۱۴۰۱ به ۷.۱۳ در اردیبهشت ۱۴۰۲ رسید و در ادامه با روندی ملایم افزایش یافت و به ۷.۴۳ در مرداد ۱۴۰۳ رسید که گزارش اخیر بانک مرکزی نشان می‌دهد به دلیل کاهش در نرخ ذخیره قانونی در این ماه، ضریب فزاینده نقدینگی جهش قابل توجهی را تجربه نموده است. این سیاست بر ضریب فزاینده پول تأثیر قابل توجهی نداشته و تنها توانسته این ضریب را در سطحی حدود ۱/۸ تثبیت نماید. کاهش در ذخیره قانونی در شهریور که در راستای بهبود شرایط ناترازی قابل توجه بانک‌ها انجام شده، ضریب فزاینده پول را نیز افزایش داده است. با توجه به رویکرد انبساطی اخیر بانک مرکزی به نظر می‌رسد باید منتظر افزایش نرخ رشد کل‌های پولی در ماه‌های بعدی باشیم. سیاست دیگری که بانک مرکزی با شدت قابل توجهی در پیش گرفته بود، سیاست کنترل ترازنامه‌ای بانک‌ها است. بر اساس این سیاست، دارایی بانک‌ها (که عمدتاً به شکل تسهیلات است) در هر دوره بر اساس رویکرد بانک مرکزی در کنترل رشد نقدینگی نمی‌تواند از یک درصد مشخصی بیشتر باشد. در

واقع این سیاست نوعی کنترل مقداری است که منجر به اخلال در خلق پول شبکه بانکی می‌شود. آنچه مسلم است این است که سیاست کنترل ترانزنامه‌ای بانک‌ها توانسته به شکل قابل توجهی جلوی تسهیلات‌دهی بانک‌ها و بنابراین رشد نقدینگی را بگیرد. اما اگر دوباره به نمودار (۴) بازگردیم، می‌بینیم که عمده تسهیلات اعطایی شبکه بانکی مربوط به تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌ها بوده است. **بنابراین، کنترل ترانزنامه‌ای بانک‌ها خود به صورت مستقیم بر نیاز نقدینگی بخش تولید تأثیر سو گذاشته و از این جنبه می‌توان آن را یک سیاست ضد تولید تلقی نمود.** با توجه به این که معیار مشخصی برای سنجش این سیاست نداریم نمی‌توان سطح تأثیرگذاری کمی آن را ارزیابی کرد چرا که باید به ترانزنامه بانک‌ها دسترسی داشت و بررسی نمود که هر کدام از بانک‌ها از این سیاست چگونه تأثیر پذیرفته‌اند و بر اساس آن سرجمع اثر این سیاست را بدست آورد.

آخرین سیاستی که تأثیر قابل توجهی بر بازار پول و همچنین بازار بدهی داشت که منجر به آثار سوء قابل توجه بر بخش تولید شد، سیاست گواهی سپرده خاص ۳۰ درصدی بود. این سیاست در نیمه بهمن ۱۴۰۲ و در راستای تأمین مالی پروژه‌های با نرخ بازدهی بالاتر از ۳۰ درصد طراحی و عملیاتی شد. در واقع رویکرد بانک مرکزی این بود که با این سیاست می‌توان نقدینگی قابل توجهی را در یک بازه زمانی کوتاه مدت جذب شبکه بانکی نمود و پس از آن نرخ را به سطح قبل خود بازگرداند. نکته قابل توجهی که باید در مورد استفاده از ابزار نرخ بهره در سیاست‌گذاری پولی در نظر گرفت این است که این ابزار در عین اثرگذار بودن در کوتاه مدت، محدودیت‌های خود را نیز دارد. به بیان دیگر، این ابزار به دلیل موثر بودن، ابزار اصلی عمده بانک‌های مرکزی دنیا است چرا که در چارچوب عملیات بازار باز فعال، امکان سیاست‌گذاری مبتنی بر هدف‌گذاری تورمی را مهیا می‌سازد. اما باید توجه داشت که در شرایط بحرانی این ابزار محدودیت دارد. در کشورهای توسعه یافته که نرخ‌های تورم و بنابراین نرخ بهره پایین است، این ابزار به خوبی عمل می‌کند. اما در همان کشورها نیز در بحران‌هایی مانند بحران مالی و بحران کرونا شاهد محدودیت حد پایین صفر نرخ بهره^۱ هستیم. به بیان روشن‌تر، در مواجهه با این بحران‌ها بانک‌های مرکزی اقدام به سیاست‌گذاری پولی انبساطی شدید می‌کنند. به همین دلیل نرخ بهره را کاهش می‌دهند اما نرخ بهره نمی‌تواند پایین‌تر از صفر شود. عدم امکان کاهش نرخ بهره اسمی به سطحی پایین‌تر از صفر باعث می‌شود که این ابزار با محدودیت مواجه شود. به همین دلیل، در این شرایط اصطلاحاً گفته می‌شود ابزار نرخ بهره اسمی جای خود را به نرخ بهره حقیقی می‌دهد که برابر است با نرخ بهره اسمی منهای نرخ تورم انتظاری. بر اساس این رویکرد، زمانی که نرخ بهره سیاستی به صفر نزدیک شد، بانک مرکزی شروع به تشدید انتظارات تورمی می‌نماید تا نرخ بهره حقیقی منفی شود. ایجاد انتظارات تورمی و بنابراین منفی کردن نرخ بهره حقیقی با استفاده از ابزار

1- Interest rate zero lower bound

قیمتی نظیر نرخ بهره انجام نمی‌شود بلکه با استفاده از ابزار تسهیل مقداری^۱ (QE) انجام می‌شود. بر اساس این سیاست، بانک مرکزی اقدام به خرید دارایی‌های مالی مختلف می‌کند و از این طریق ترانزنامه خود (که معادل پایه پولی است) را منبسط می‌نماید که معادل چاپ پول است.

نمودار ۱۲- میانگین نرخ بازده تا سررسید اوراق درآمد ثابت در بازار ثانویه (واحد: درصد)



منبع: فرابورس و بورس ویو

چاپ پول نیز توسط مردم به منزله شرایط تورمی تصور شده و بنابراین انتظارات تورمی تشدید می‌شود. شرایط اقتصاد ایران دقیقاً عکس این شرایط است با این تفاوت که افزایش نرخ بهره سقف مشخصی (بر خلاف کف صفر برای نرخ بهره) ندارد که بتوان آن را تشخیص داد. با این حال تیلور به عنوان مبدع ابزار نرخ بهره در چارچوب قاعده تیلور عنوان می‌دارد که ابزار نرخ بهره برای کنترل تورم در سطوح پایین به خوبی عمل می‌کند اما در سطوح بالای تورم مانند آنچه در اقتصاد ایران شاهد آن هستیم، لزوماً به درستی عمل نمی‌کند. نمودار (۱۲) نرخ بازده تا سررسید اوراق بدهی در بازار ثانویه را گزارش می‌دهد که می‌توان از آن به عنوان مهم‌ترین داده نرخ بهره در هر اقتصادی نام برد.

همان‌گونه که در نمودار (۱۲) می‌توان دید، پس از اعمال سیاست گواهی سپرده ۳۰ درصدی در نیمه بهمن ۱۴۰۲، روند نرخ بازده تا سررسید اوراق بدهی در بازار ثانویه کاملاً فزاینده شده و در پی وقوع مسائل سیاسی مانند سقوط هلیکوپتر ریاست جمهوری به حداکثر نزدیک ۳۶ درصدی هم رسید. بانک مرکزی

سیاست گواهی سپرده خاص را برای یک بازه زمانی محدود اجرایی کرد و پس از آن اقدام به مقابله با بانک‌هایی نمود که جذب سپرده‌های با نرخ بالا را داشتند. با این حال فعالان اقتصادی نرخ ۳۰ درصدی را پس از این سیاست در تحلیل خود پذیرفته و انتظارات خود را بر اساس آن شکل داده‌اند به همین دلیل هم در نمودار (۱۲) ملاحظه می‌شود که با وجود این که در مقطعی نرخ بازده تا سررسید اوراق درآمد ثابت به زیر ۳۰ درصد کاهش یافته اما نهایتاً به بالاتر از آن بازگشته است. به بیان روشن‌تر، این اقدام سیاستی انتظارات فعالان اقتصادی در زمینه نرخ بهره را شکل داده و بنابراین، کاهش این نرخ به راحتی رقم نمی‌خورد.

می‌توان این نرخ را به گونه دیگری نیز محاسبه نمود. در ماه‌های اخیر به صورت متوسط، اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی حدود ۴۸۰ همت بوده است. نرخ جریمه اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی ۳۴ درصد است. مانده عملیات اجرایی سیاست پولی که در بالا بحث شد نیز در حدود ۲۵۰ همت است. متوسط نرخ ریپوها نیز در حدود ۲۳ درصد است. بر این اساس اگر از حجم اضافه برداشت و قراردادهای ریپو بانک‌ها به عنوان وزن کسری بانک‌ها و نرخ تأمین مالی این کسری استفاده شود، به راحتی می‌توان دید که متوسط وزنی نرخ تأمین مالی کسری بانک‌ها ۳۰ درصد است. به همین دلیل در نمودار (۱۲)، نرخ بازده تا سررسید اوراق در بازار بدهی به زیر این نرخ کاهش نمی‌یابد. حال سوالی که پیش می‌آید این است که چگونه بانک مرکزی می‌تواند نرخ بهره را کاهش دهد؟

برای پاسخ به این سوال باید دقت داشت که بالا بودن نرخ سود سپرده‌ها و بنابراین بازده تا سررسید اوراق به منزله سیاست پولی انقباضی است. لذا، معادل سوال فوق این خواهد بود که آیا با افزایش نرخ رشد نقدینگی و سیاست پولی انبساطی نرخ سود کاهش خواهد یافت؟ این سوالی است که فریدمن مطرح کرده و در ادبیات اقتصاد پولی با عنوان اثر فریدمن شناخته می‌شود. فریدمن این گونه بحث می‌کند که افزایش عرضه پول در ادامه منجر به افزایش درآمدها و سطح عمومی قیمت‌ها خواهد شد. افزایش درآمدها منجر به افزایش تقاضا برای همه کالاها و دارایی‌ها از جمله پول خواهد شد. افزایش تقاضای پول نیز خود به افزایش نرخ بهره منجر خواهد شد. همچنین افزایش در سطح عمومی قیمت‌ها نیز نیاز به نقدینگی در مبادلات را افزایش داده و بنابراین از این کانال نیز تقاضای پول و در نتیجه نرخ بهره افزایش پیدا خواهد کرد. به علاوه، وقتی مردم افزایش در نقدینگی را ببینند می‌دانند که سطح قیمت‌ها در ادامه افزایش خواهد یافت که به منزله افزایش نرخ تورم است. پس در همان لحظه افزایش نقدینگی، انتظارات تورمی شکل گرفته و با افزایش انتظارات تورمی، انتظار برای کسب سودهای اسمی بالاتر رقم می‌خورد که خود به منزله افزایش نرخ بهره است. پس بر اساس بحث فریدمن، سه کانال برای افزایش نرخ بهره در پی افزایش عرضه پول وجود دارد. اما با افزایش عرضه پول نرخ بهره

کاهش پیدا می‌کند که به آن اثر نقدینگی می‌گوییم. پس می‌بینیم که یک کانال برای کاهش نرخ بهره در مقابل سه کانال برای افزایش نرخ بهره وجود دارد.

فریدمن بحث می‌کند که در نرخ‌های پایین تورم، اثر نقدینگی بر سه اثر دیگر برتری داشته و بنابراین با افزایش عرضه پول، نرخ بهره کاهش می‌یابد. اما در شرایط تورمی بالا مانند ایران که انتظارات تورمی بالاست و به اعتبار سیاست‌گذار پولی خدشه وارد شده، در لحظه اعمال سیاست پولی انبساطی، انتظارات تورمی شدیدی شکل گرفته و به همین دلیل سه اثر افزایش‌دهنده نرخ بهره بر اثر نقدینگی پیروز می‌شوند که نتیجه آن افزایش نرخ بهره در پی سیاست پولی انبساطی است.

بر اساس استدلال فریدمن باید گفت که اگر سیاست‌گذار پولی در ایران به دنبال کاهش نرخ‌های سود و بازده تا سررسید اوراق بدهی است، مهم‌ترین سیاستی که می‌بایست در پیش گیرد عبارت از مدیریت انتظارات تورمی است. در غیر این صورت در کنترل نرخ‌های بهره با چالشی جدی مواجه بوده و نمی‌تواند به راحتی نرخ‌ها را کاهش دهد که خود به مفهوم افزایش تعهدات مالی آتی دولت است که عیناً می‌تواند آثار پولی در پی داشته باشد.

۴- جمع‌بندی

نظام بانکی و پولی ایران با چالش‌های متعددی از قبیل ناترازی بانک‌ها، تسهیلات تکلیفی قطعی و سلطه مالی دولت بر منابع بانکی مواجه است. از سوی دیگر، بانک‌ها به دلیل فشارهای ناشی از استقراض دولت، کسری بودجه و نیاز به تأمین مالی بخش تولید، به شدت در معرض فرسایش نسبت کفایت سرمایه و ایجاد مطالبات معوق قرار دارند. این وضعیت فشار بیشتری بر بانک‌ها وارد آورده و عملاً مانع از این می‌شود که شبکه بانکی وظیفه اصلی خود یعنی تأمین مالی بخش‌های مولد اقتصاد را به خوبی ایفا کند.

از دید سیاست‌گذاری اقتصادی، اگر چه بانک مرکزی با هدف کنترل تورم، سیاست‌های پولی انقباضی از جمله افزایش نرخ ذخایر قانونی و کنترل ترازنامه بانک‌ها را در پیش گرفته است، اما این تصمیمات علاوه بر کنترل تورمزا بودن کل‌های پولی، به افزایش هزینه وام‌دهی به بخش تولید و کاهش قدرت تأمین مالی بنگاه‌ها منتهی شده است. همچنین، فشارهای ناشی از تأمین مالی گران‌قیمت دولت از طریق فروش اوراق بدهی با نرخ‌های بالای بهره، منجر به افزایش بدهی‌های بانکی و مداخلات بیشتر دولت در تصمیمات پولی شده است که خود نقش مؤثری در استمرار چرخه ناترازی‌های پولی و تورم در اقتصاد دارد.

در نهایت، این شرایط بیانگر وجود یک تضاد جدی در میان سیاست‌های پولی و نیازهای واقعی برای رشد و پایداری اقتصادی است. با توجه به ساختار اقتصاد بانک‌محور ایران، ناتوانی بانک‌ها در تسهیلات‌دهی کارآمد به تولیدکنندگان به معنای کاهش سرعت رشد اقتصادی و عمیق‌تر شدن بحران‌های اجتماعی و تولیدی است. همچنین، این ناترازی‌ها در نظام بانکی پایه‌گذار بحران‌های پولی و تورمی شده و شکنندگی بیشتری برای اقتصاد کلان کشور به ارمغان می‌آورد.

۵- راهبردهای پیشنهادی

به منظور خروج از این شرایط ناپایدار، تأکید بر اولویت اصلاح ساختار بانکی و بازنگری در مقررات تسهیلات تکلیفی حیاتی است. دولت باید وابستگی خود به منابع بانکی را کاهش داده و رویکردهای تأمین مالی پایدارتر و مقرون به صرفه‌تر را از طریق بازار سرمایه دنبال کند. همچنین، ضروری است که بانک مرکزی سیاست‌های پولی خود را به گونه‌ای تنظیم کند که علاوه بر کنترل تورم، به بهبود شرایط تسهیلات‌دهی به بخش تولید منجر شود، تا از این طریق فرایند رشد اقتصادی با چالش کمتری مواجه گردد.

در نهایت، نگاه راهبردی به نظام بانکی و پولی و ایجاد تعادل میان اهداف کنترل تورم و حمایت از تولید می‌تواند به بهبود پایداری اقتصادی در کشور منجر شود و از تبدیل ناترازی بانک‌ها از یک چالش به یک بحران تمام عیار جلوگیری کند. فعال بودن بانک ناترازی که به تنهایی بخش قابل توجهی از اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی را شکل می‌دهد، هزینه اقتصاد کلانی است که توسط کل فعالان اقتصادی و مردم پرداخت می‌شود. محدود کردن فعالیت چنین بانک‌هایی در کوتاه‌ترین زمان ممکن (با وجود هزینه‌های سیاسی و اجتماعی که ممکن است در پی داشته باشد)، می‌تواند جلوی هزینه‌های هنگفتی را بگیرد که به صورت تصاعدی در حال تشدید است و در چند سال آتی می‌تواند به یک بحران ملی و حتی امنیتی منجر شود. به بیان روشن‌تر، اگر فعال بودن چنین بانک‌هایی در حال حاضر هزینه‌هایی از جنس رشد نقدینگی و تورم در پی دارد، در صورت تداوم در آینده‌ای نه چندان دور، می‌تواند به یک بحران ملی تبدیل شود. لذا، صدور دستور کارهای سیاستی که به صورت همزمان توان ایجاد نقدینگی برای رشد اقتصادی و پایداری‌سازی شرایط کل‌های پولی را فراهم کنند، یک گام کلیدی در این مسیر خواهد بود. بر این اساس، راهبردهای پیشنهادی زیر ارائه می‌شود:

• مقاومت‌سازی (Resilience Building) نظام بانکی

نسبت کفایت سرمایه بانک‌ها که وضعیت و توانایی آن‌ها در مقابله با ناملایمات و ناپایداری‌های اقتصادی

را نشان می‌دهد، به‌طور قابل توجهی ضعیف شده است. راهبردها در این حوزه عبارتند از:

- ارتقاء نسبت کفایت سرمایه: بانک‌ها باید با ارائه برنامه‌های بازسازی سرمایه و اصلاح ترازنامه‌های خود متعهد شوند. الزام قوانین بانک مرکزی باید به‌طور دقیق‌تر اجرا گردد.
- نظارت تقویت‌شده بر بانک‌های ناتراز: خصوصاً بانک‌هایی که بیش از ظرفیت سرمایه خود تسهیلات ارائه می‌دهند باید زیر ذره‌بین نهادهای نظارتی قرار گرفته و با آن‌ها برخورد شود.

• اصلاح و مدیریت مؤثر تسهیلات تکلیفی

وجود تسهیلات تکلیفی در قوانین برنامه‌های توسعه و بودجه‌های سنواتی فشار زیادی بر نظام بانکی وارد کرده است. برخی راهبردهای پیشنهادی شامل:

- کاهش یا اعلام قوانین بازنگری شده در تسهیلات تکلیفی: این سیاست‌ها باید به‌نحوی بازنگری شوند که بانک‌ها به ارائه وام‌های مؤثر و تخصصی بپردازند.
- تمرکز بر تسهیلات‌دهی در راستای کارآمدی اقتصادی: هدف‌های دولتی برای ارائه تسهیلات با اهداف مربوط به تولید و ارتقای زیرساخت‌های اقتصادی سازگاری بیشتری داشته باشد.

• کاهش سلطه مالی دولت بر شبکه بانکی

فشار دولت برای تأمین مالی کسری بودجه از منابع بانکی مشکلات جدی ناترازی ایجاد کرده است. راهبردها در این زمینه عبارتند از:

- انتقال تأمین مالی دولت از منابع بانکی به بازار سرمایه: دولت باید منابع تأمین مالی خود را به‌جای تمرکز بر شبکه بانکی، به سمت بازار سرمایه هدایت کند.
- اجرای سیاست‌های کاهنده انتشار اوراق بدهی با نرخ بهره بالا: دولت باید تلاش کند شرایطی را ایجاد کند که بانک‌ها بتوانند نقش کمتری در خرید اوراق بدهی دولت ایفا کنند و هزینه تأمین مالی کاهش یابد.

• مدیریت و اصلاح سیستم اعتباری بانک‌ها

یکی از معضلات اصلی بانک‌ها، نسبت بالای مطالبات غیرجاری (NPLS) است که نشان از ضعف در سیستم اعتباری مشتریان دارد. راهبردها عبارتند از:

- ارتقای سیستم ارزیابی اعتباری تسهیلات‌گیرندگان: بانک‌ها نیازمند بهبود سیستم‌های اعتبارسنجی برای پیشگیری از اعطای تسهیلات به مشتریان با ریسک بالا هستند.

- اصلاح فرآیند وصول مطالبات غیرجاری: استفاده از ابزارهای قانونی و قراردادهای مؤثرتر برای پیگیری و وصول مطالبات معوق.

• تعادل‌سازی میان سیاست‌های پولی و حمایت از تولید

راهبردهای بانک مرکزی برای کنترل تورم از طریق سیاست‌های انقباضی منجر به کاهش قدرت تأمین مالی تولید شده است. راهبردهای پیشنهادی عبارتند از:

- تعادل میان سیاست‌های پولی انقباضی و نیازهای تولید: بانک مرکزی باید سیاست‌هایی طراحی کند که ضمن کنترل تورم، جریان مالی به بخش تولید متوقف و مسدود نشود.
- اختصاص بخش بزرگ‌تری از تسهیلات به توسعه و تولید: جلوگیری از هدایت بیش از حد تسهیلات به سرمایه در گردش و تمرکز بیشتر بر ایجاد و توسعه واحدهای تولیدی.

• مدیریت ناترازی و تنظیم انضباط بیشتر در بازار بین‌بانکی

به دلیل بدهی‌های بیش از حد بانک‌ها به بانک مرکزی و تداخل خلق پول، لازم است که سیاست‌های بازار بین‌بانکی به‌طور جدی بازبینی و بهبود یابد. راهبردها شامل:

- بهبود مدیریت در ریپو و بازبینی فرآیندهای بازار بین‌بانکی: مدیریت بهتر در عملیات بازار باز و مراقبت از افزایش متناوب سررسید قراردادهای ریپو برای جلوگیری از بازپرداخت‌های سنگینتر توسط بانک‌ها.
- تشویق بانک‌ها به انضباط بیشتر در تأمین نقدینگی: جلوگیری از اضافه برداشت‌های مستمر بانک‌ها از منابع بانک مرکزی که خود تقویت‌کننده تورم است.

• تصویرسازی مجدد ابزارهای مالی مردمی (Public Debt Posture) و گواهی‌های قرضی

یکی از سیاست‌های رسم شده توسط دولت توانست نرخ‌های بهره بالای سپرده‌ها را تثبیت کند که تأثیر منفی بر هزینه‌های تأمین مالی تولید داشت. راهبردهای پیشنهادی عبارتند از:

- تنظیم مجدد نرخ‌های بهره گواهی سپرده‌ها: بانک مرکزی باید نرخ‌های گواهی‌های سپرده را دستکاری کند تا به جای تثبیت انتظارات تورمی، تورم به‌طور مؤثر کنترل شود.
- افزایش شفافیت در عرضه اوراق دولتی و کاهش وابستگی به بانک‌ها: کنترل دقیق بر فروش اوراق بدهی دولتی و هدایت این عملیات به سمت بازار سرمایه.

منابع:

- خبرنگار هفتگی مدیریت بدهی‌های عمومی، خزانه‌داری کل کشور، مرکز مدیریت بدهی‌های عمومی و روابط مالی دولت، وزارت امور اقتصادی و دارایی (لینک: <https://iridmo.mefa.ir/fa-IR/iridmo.mefa/14382/page/%D8%A8%D8%B1%D9%86%D8%A7%D9%85%D9%87-%D9%85%D8%B1%DA%A9%D8%B2-8%AE%D8%A8%D8%B1%D9%86%D8%A7%D9%85%D9%87-%D9%85%D8%B1%DA%A9%D8%B2>)
- گزارش‌های نتایج عرضه اوراق بهادار دولتی (لینک: <https://www.shada.ir>)
- گزارش عملیات اجرایی سیاست پولی، بانک مرکزی ج.ا.ا. (لینک: <https://www.cbi.ir/showitem/31241.aspx>)
- آمار بخش پولی و بانکی کشور، بانک مرکزی ج.ا.ا. (لینک: <https://www.cbi.ir/category/2692.aspx>)
- آمار نرخ سود، بانک مرکزی ج.ا.ا. (لینک: https://www.cbi.ir/PolicyRates/policyrates_fa.aspx)
- عملکرد تسهیلات پرداختی بانکها و هدف از دریافت تسهیلات، بانک مرکزی ج.ا.ا. (لینک: <https://www.cbi.ir/category/22698.aspx>)
- متوسط نرخ بهره بدون ریسک، بورس ویو (لینک: <https://www.bourseview.com/home/#!/fixedincome>)