

عرضه فعالانه ذخایر بانکی؛ مکمل ضروری سیاست کنترل ترازنامه



بسم الله الرحمن الرحيم

رهبر معظم انقلاب: علاج برون رفت از مشکلات کشور «اقتصاد مقاومتی» است.

اندیشکده اقتصاد مقاومتی: تصمیم بهتر، آینده روشن تر

اندیشکده اقتصاد مقاومتی یک «کانون تفکر و تصمیم سازی» است که از سال ۱۳۹۵ فعالیت رسمی خود را آغاز کرد. اندیشکده به مسئولین و دستگاه ها کمک می کند تا تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند.

طبق تعریف اندیشکده، اقتصاد مقاومتی یک «الگوی حکمرانی اقتصادی» است، به این معنا که سیاست ها، قوانین، قواعد و اقدامات طوری طراحی شود که کشور با کمترین اثرپذیری از تکانه های داخلی و خارجی، رشد و پیشرفت پایدار داشته باشد. «شناسایی مسائل از طریق بررسی های میدانی و عملیاتی» در گام اول، «تولید راهکار و تصمیم برای حل مسائل با بهره گیری از آرای خبرگان و تجربیات جهانی و با در نظر گرفتن ملاحظات و پیچیدگی های تصمیم گیری» در گام دوم، «ترویج مباحث جهت اقناع و همراه سازی عموم با تصمیم مدنظر» در گام سوم و «پیگیری اتخاذ تصمیم و اجرای آن» در گام چهارم، از جمله فعالیت هایی است که با هدف «مقاوم سازی اقتصاد» در اندیشکده انجام می شود.

علاقه مندان می توانند از طریق سایت Mett.ir با اندیشکده اقتصاد مقاومتی در ارتباط باشند و نظرات، انتقادات و پیشنهادهای خود را در خصوص این گزارش و سایر فعالیت های اندیشکده مطرح نمایند؛ همچنین با حمایت معنوی و مادی از اندیشکده، در تصمیم گیری بهتر ارکان کشور و ساخت آینده روشن تر سهیم شوند.

عرضه فعالانه ذخایر بانکی؛ مکمل ضروری سیاست کنترل ترازنامه

گروه موضوعی:	پول و بانک
نوع گزارش:	سیاستی
شناسه:	۱۴۰۴۰۷۲۲۲
تاریخ انتشار:	۱۴۰۴/۰۷/۲۵
تهیه و تدوین:	سید محمد نبی زاده
همکاران:	محمدحسین احمدی
مدیر مطالعه:	سیدعباس عباسپور
ناظر علمی:	محمد قائدامینی
اظهاری نظر کنندگان:	محمدحسین حسین زاده بحرینی حسن چنارانی

خلاصه مدیریتی

اقتصاد ایران طی دهه‌های مختلف، همواره با چالش تورم مزمن مواجه بوده است. این چالش در دهه ۹۰ شمسی با وضع تحریم‌های متعدد خارجی و جهش‌های پر دامنه نرخ ارز، تعمیق شده و محدودیت‌های فزاینده‌ای را در تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی و قدرت خرید مردم ایجاد کرده است. سیاست‌گذار پولی همواره در جستجوی درمان درد تورم بوده و در این سال‌ها، شیوه‌های مختلفی را جهت مقابله با افزایش مستمر سطح عمومی قیمت‌ها اتخاذ کرده است که عموماً با شکست مواجه شده‌اند. از جمله این موارد می‌توان به اجرای سیاست سالم‌سازی نقدینگی و انقباض در پایه پولی طی سال‌های ۹۲ تا ۹۶ اشاره کرد که نه تنها در مهار تورم شکست خورد، بلکه از مهار رشد نقدینگی و پایه پولی نیز عاجز ماند^۱.

پس از شکست سیاست‌های پولی اجرا شده در دهه ۹۰، بانک مرکزی در آغاز دهه اول ۱۴۰۰، سیاست کنترل مقداری ترازنامه بانک‌ها را با هدف مهار رشد نقدینگی و تورم، با جدیت در دستورکار قرار داد. این سیاست به دنبال کاهش رشد نقدینگی از طریق کنترل مستقیم ترازنامه شبکه بانکی بود. هرچند در مورد اثرات این سیاست بر کاهش تورم اختلاف‌نظرهای فراوانی بین کارشناسان مشاهده می‌شود، اما کنترل ترازنامه در کوتاه‌مدت توانست رشد حجم پول و دامنه خلق نقدینگی شبکه بانکی را محدود کند. گفتنی است که این مورد جزو معدود موفقیت‌های بانک مرکزی در دستیابی به حد قابل قبولی از هدف تعیین شده ذیل یک سیاست است.

اما آیا اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه، تماماً با موفقیت همراه بوده است؟ پاسخ واضح است؛ خیر. واقعیت آن است که سیاست مزبور هزینه‌ها و پیامدهای قابل توجهی را نیز بر بخش‌های مختلف اقتصاد به جای گذاشته است. طبیعی است که اجرای هر سیاست انقباضی از جمله سیاست کنترل ترازنامه، هزینه‌های مختلفی را بر بخش پولی و حقیقی اقتصاد تحمیل خواهد کرد؛ اما در این گزارش، منظور از هزینه آن دسته زیان‌هایی هستند که در صورت اجرای صحیح سیاست و مکمل‌های ضروری آن، می‌توانست رخ ندهد یا لاقلاً بسیار کاهش یابد. این هزینه‌ها و پیامدهای جانبی، که با گذشت زمان تشدید نیز شده است، ضرورت بازنگری در مسیر سیاست‌گذاری پولی و ارتقاء ابزارهای مکمل این سیاست را بیش از پیش مطرح نموده است. البته باید به این نکته اشاره کرد که هزینه‌های اتفاق افتاده صرفاً ناشی از اجرای سیاست کنترل ترازنامه نیست و بعضاً مرتبط به اجرای سیاست‌های متعارضی مانند «انتشار گواهی سپرده خاص ۳۰ درصدی» و «انقباض پایه پولی» است که همزمان با کنترل ترازنامه اجرایی شده و در مسیری مغایر با کنترل مقداری گام برداشته‌اند.

^۱ جهت مطالعه بیشتر مراجعه کنید به درودیان، حسین و حسینی دولت آبادی، مهدی، ۱۴۰۰، ناترازی پنهان در شبکه بانکی (۱۳۹۶-۱۳۹۳): تحلیل چپستی و ریشه‌ها، تهران، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

هزینه‌های کنترل مقداری ترازنامه در دو سطح بخش پولی و بخش حقیقی اقتصاد قابل ارزیابی است. ابتدا، به هزینه‌های سیاست کنترل ترازنامه بر «بخش پولی اقتصاد» (نظام بانکی و بازار بین‌بانکی) اشاره می‌شود. بازار بین‌بانکی به‌عنوان ستون اصلی مدیریت نقدینگی و ریسک بانک‌ها، نقشی محوری در پوشش کسری‌های ذخایر بانکی ایفا می‌کند. داده‌های تحلیلی نشان می‌دهد با اجرای سیاست کنترل ترازنامه، نرخ بهره بازار بین‌بانکی رسمی روندی کاملاً افزایشی داشته و مدام به سقف دالان نرخ بهره چسبیده است. همچنین به دلیل ابهاماتی در مورد نرخ بهره بین بانکی رسمی و احتمالات کارشناسان در مورد وجود نرخ‌های غیررسمی بالاتر، نسبت ذخایر اضافی به ذخایر قانونی به عنوان متغیر جایگزین^۲ نرخ بهره غیررسمی بررسی شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد طی سال‌های اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه، نسبت ذخایر اضافی به ذخایر قانونی بسیار کاهش یافته و در حال حاضر در سطوح پایین و نامناسبی قرار دارد. این نسبت پس از اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه از سال ۱۴۰۰ به‌طور مستمر کاهش یافته و از حدود ۰/۰۹۸ در سال ۱۳۹۸ به حدود ۰/۰۳۴ در سال ۱۴۰۳ رسیده است؛ این روند نشان‌دهنده کاهش عرضه ذخایر در بازار بین‌بانکی و افزایش مداوم نرخ بهره است؛ به طوری که میزان ذخایر اضافی در بهمن ۱۴۰۳ به میزان ناچیزی رسیده است.

افزایش نرخ بهره در کنار کاهش رشد نقدینگی، هزینه تأمین نقدینگی برای بانک‌ها را بالا برد و نظام بانکی را وادار به جنگ جذب سپرده و ارائه نرخ‌های بالاتر به سپرده‌گذاران ساخت؛ فرآیندی که هزینه‌های عملکرد بانک‌ها و کل اقتصاد را به طرز محسوسی افزایش داده و بر آتش افزایش هزینه‌های شبکه بانکی دمیده است. همچنین در نتیجه فشار انقباضی عرضه‌ی پایه پولی و کاهش ذخایر مازاد در بازار بین بانکی، اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی نیز رشد معنی‌داری پیدا کرده و تبدیل به یک رفتار جمعی شده است. رفتار شایعی که می‌توان آن را «اضافه برداشت جمعی» نامید. بسیاری از بانک‌ها برای مدیریت کوتاه‌مدت ذخایر و تسویه بدهی‌های ناشی از پرداخت سپرده قانونی، ناچار به اضافه برداشت با جریمه شده‌اند. اضافه برداشت از یک سو پایه پولی را با رشدی بی‌کیفیت همراه کرده و از سویی دیگر فرصت‌های رشد فعالانه پایه پولی را از بانک مرکزی گرفته است.

سیاست کنترل مقداری ترازنامه، افزون بر اثرگذاری بر بخش پولی، پیامدهای منفی سنگینی برای «بخش حقیقی اقتصاد»، به ویژه تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی داشته است. مهم‌ترین چالش در این میان، پدیده «برون‌رانی»^۳ بوده است؛ برون‌رانی یعنی در شرایط محدودیت اعتبارات بانکی، بخشی از بنگاه‌های اقتصادی در رقابت دریافت تسهیلات، در مقابل بنگاه‌های دیگر، به حاشیه رانده شده‌اند. آمار و اطلاعات نشان می‌دهد که پس از اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه، سهم تسهیلات بنگاه‌های بخش خصوصی، بنگاه‌های کوچک و

^۲ Proxy Variable

^۳ Crowding-out

متوسط و بنگاه‌های غیرمرتبط با شبکه بانکی کاهش یافته و در مقابل سهم بنگاه‌های دولتی، بزرگ و اشخاص مرتبط شبکه بانکی افزایش یافته است.

همچنین سبد تسهیلات‌دهی شبکه بانکی از منظر مدت قرارداد تسهیلات نیز تغییراتی را در بر داشته است. به صورت واضح قابل مشاهده است که رفتار تسهیلات‌دهی بانک‌ها به سمت و سوی تسهیلات با مدت قرارداد کمتر سوق پیدا کرده که یکی از شواهد آن پایش ماهانه مانده تسهیلات ذیل سیاست کنترل مقداری ترازنامه است. در این راستا داده‌های تسهیلات شبکه بانکی نشان می‌دهد سهم تسهیلات ایجاد و توسعه که از جمله تسهیلات بلندمدت بانکی هستند و در سال ۱۴۰۱ حدود ۲۰ درصد از کل تسهیلات بوده، در سال‌های ۱۴۰۲ و ۱۴۰۳ به ترتیب به ۱۷ و ۱۶ درصد کاهش یافته که بیانگر افت ۴.۶ واحد درصدی و برون‌رانی این نوع تسهیلات به نفع سایر وام‌های کوتاه‌مدت است.^۴

دیگر آسیب این سیاست بر بخش حقیقی اقتصاد، افزایش شدید هزینه تامین مالی بوده است. نرخ بازده اوراق اخزا از حدود ۲۷ درصد در سال ۱۴۰۱ به ۳۴ درصد در سال ۱۴۰۴ افزایش یافته که رشد ۷ واحد درصدی در کمتر از سه سال را نشان می‌دهد. این افزایش، نتیجه کاهش عرضه نقدینگی، اجرای سیاست گواهی سپرده خاص ۳۰ درصدی، انقباض پایه پولی و در نهایت فروش اوراق از سوی بانک‌هایی است که دچار کسری ذخایرند و برای جبران کسری، اوراق را با قیمت کمتر و نرخ بالاتری می‌فروشند؛ این روند هزینه تأمین مالی را بالاتر برده و تبعاتی چون افزایش هزینه تولید، رکود و فشار بر بنگاه‌ها را در پی داشته است. از سه دلیل ذکر شده، دلیل اول به طور مستقیم ناشی از اجرای سیاست کنترل ترازنامه و دلیل دوم و سوم ناشی از اجرای ترکیب نادرستی از سیاست‌های پولی توسط بانک مرکزی بوده است.

یک پرسش محوری آن است که آیا هزینه‌های ایجاد شده در اثر این سیاست، قابل مدیریت و کاهش بوده است یا خیر؟ سوال دیگر آن که آیا در طراحی سیاست کنترل ترازنامه می‌توان تدبیری برای مدیریت عوارض آن اتخاذ کرد؟ این پرسش‌ها اهمیتی راهبردی دارند، زیرا هزینه‌های فزاینده سیاست کنترل مقداری ترازنامه بر بخش پولی و حقیقی اقتصاد در شرایطی پدید آمده است که هنوز سازکارهای لازم برای اصلاح سیاست و کاستن از هزینه‌های آن فعال و عملیاتی نشده‌اند.

^۴ در این تحلیل به علت عدم دسترسی به اطلاعات دقیق محل هزینه‌کرد تسهیلات، فرض بر آن است که تسهیلات هر سرفصل برای همان سرفصل در اقتصاد هزینه می‌شود. بدون این فرض و در واقعیت ممکن است به دلیل اینکه بانک فقط تسهیلات کوتاه مدت اعطا می‌کند، بنگاه تسهیلات را به عنوان سرمایه در گردش بگیرد اما در مسائل مربوط به ایجاد و توسعه مصرف کند (و دوباره آن را تجدید کند). یعنی در برخی موارد تغییر سرفصل در ثبت حسابداری رخ داده و لزوماً به معنی تغییری در واقعیت بیرونی نیست.

در اثنای طراحی سیاست کنترل ترازنامه و ناظر به تقلیل هزینه‌های پیش‌بینی شده، یکی از پیشنهادهای مطرح «عرضه فعالانه ذخایر بانکی» از طریق انتشار هدفمند پایه پولی بوده است. هر چند همواره از انتشار فعالانه پایه پولی در محافل کارشناسی نام برده شده است اما ابعاد، ظرفیت‌ها و آثار اجرایی آن کماکان مغفول است. هدف اصلی این گزارش، واکاوی دقیق ابعاد انتشار هدفمند پایه پولی، تبیین ضرورت اجرایی شدن آن، تشریح هزینه‌های ناشی از تأخیر یا انفعال سیاستگذار در اجرای این سازکار و ارائه چارچوب توصیه‌های سیاستی است.

عرضه فعالانه ذخایر بانکی به معنای «برنامه‌ریزی فعالانه رشد پایه پولی متناسب با هدف رشد نقدینگی و استفاده از این ظرفیت برای تامین مالی توسعه» است. یعنی اگر ذیل برنامه کنترل ترازنامه، به طور مثال رشد سالانه ۲۵ درصدی نقدینگی تعیین شد، لاجرم مانده پایه پولی نیز برای تسویه سپرده قانونی نقدینگی جدید سالانه ۲۵ درصد رشد خواهد کرد. حال اگر بانک مرکزی به صورت هدفمند و کنترل‌شده به میزان رشد سالانه گریزناپذیر پایه پولی، ذخایر مورد نیاز را به بانک‌ها تزریق کند، هم در تعدیل نرخ‌های بهره توفیق خواهد یافت و هم از اضافه‌برداشت جمعی جلوگیری خواهد کرد.

برنامه‌ریزی فعالانه رشد پایه پولی به عنوان یک سیاست پولی، هدف اصلی این سازکار و ظرفیت تامین مالی توسعه به عنوان یک سیاست اعتباری، هدف فرعی آن در نظر گرفته شده است؛ لذا در این چهارچوب حتماً لازم است تا این سازکار از طریق انتشار فعالانه پایه پولی انجام شود و استفاده از ظرفیت سایر کل‌های پولی مانند نقدینگی فارغ از میزان اثرگذاری، ذیل مفهوم انتشار هدفمند پایه پولی نخواهد گنجید.

رشد فعالانه پایه پولی با افزایش ذخایر اضافی در بازار بین بانکی همراه شده و نرخ بهره بین بانکی و هزینه‌های بانک‌ها را کاهش می‌دهد. این کار همزمان از شکل‌گیری جنگ سپرده به دلیل وجود ذخایر مکفی در بازار بین بانکی جلوگیری می‌کند یا آن را تا حد زیادی کاهش می‌دهد و همچنین پدیده اضافه برداشت جمعی را از شبکه بانکی محو می‌کند. گفتنی است ریشه‌ی بسیاری از مشکلات بخش پولی اقتصاد، کمبود ذخایر کافی در بازار بین بانکی است. وقتی این ذخایر تامین شود، معضلات بسیاری رفع خواهد شد که ثمرات و نتایج مثبتی را برای شبکه بانکی رقم خواهد زد.

از دیگر ثمرات اجرای سازکار مذکور، کاهش هزینه‌ی تامین مالی در اقتصاد است؛ وقتی بانک‌ها ذخایر مکفی در اختیار داشته باشند، نیازی به فروش اوراق با قیمت پایین‌تر (نرخ بازده موثر بالاتر) ندارند. بدین ترتیب یکی از دلایل افزایش هزینه‌های تامین مالی در اقتصاد تا حدی مرتفع خواهد شد. همچنین به دلیل تمرکز این سازکار بر طرح‌های پیشران و مولد اقتصادی که نیاز به تامین مالی بلندمدت دارند، قدری از آسیب‌های برون‌رانی تسهیلات کاسته خواهد شد. به عبارت دیگر این سازکار علاوه بر ثمرات بر بخش پولی اقتصاد، فرصتی را فراهم می‌کند تا منابع اعتباری به سمت بخش‌های پیشران و طرح‌های ملی با توجیه اقتصادی هدایت شود. یعنی

علاوه بر کاهش فشارهای انقباضی، اجازه می‌دهد سیاستگذار با هدفگذاری دقیق، اعتبارات بانکی را به پروژه‌های کلیدی، صنایع زیرساختی و طرح‌هایی که بیشترین اثر در تحریک رشد و اشتغال دارند، اختصاص دهد.

با وجود این، ابهاماتی در مورد انتشار هدفمند پایه پولی وجود دارد؛ آیا این سازکار باعث رشد پایه پولی بیش از مقدار فعلی نخواهد شد؟ آیا افزایش رشد پایه پولی، رشد نقدینگی را افزایش داده و سیاست‌گذار را از اهداف خود دور می‌کند؟ در گزارش به صورت مفصل و با استفاده از تحلیل پویایی‌های ترازنامه چند بانک فرضی، ابهامات ذکر شده مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. نهایتاً نشان داده می‌شود که مطابق بخشنامه جدید ضوابط ناظر بر کنترل مقداری ترازنامه مورخ ۳۱ شهریور ۱۴۰۴^۵، با تکمیل جریمه‌ی سیاست کنترل ترازنامه از صرف افزایش نرخ ذخایر قانونی به مواردی همچون الزام هیات مدیره به تغییر تمام یا بخشی از اعضای هیات عامل، الزام مجمع عمومی به تغییر تمام یا بخشی از اعضای هیات مدیره و دیگر جرایم بازدارنده، این راهکار منجر به افزایش رشد پایه پولی نشده و به اهداف سیاست‌گذار در رشد نقدینگی لطمه نخواهد زد.

علی‌رغم اهمیت بالای انتشار هدفمند پایه پولی، هنوز موانعی برای اجرا و عملیاتی شدن این ابزار سیاست پولی وجود دارد. مهم‌ترین دلایل عدم اجرای این سیاست عبارت‌اند از: عدم ارزیابی دقیق و درک نادرست سیاست‌گذار از سیاست کنترل مقداری ترازنامه، نگرانی از سوء استفاده احتمالی و انحراف منابع و آماده نبودن سازکار تخصیص هدفمند اعتبارات.

گزارش در فصول ابتدایی سعی می‌کند درک صحیحی نسبت به این سازکار در ذهن خواننده ایجاد کند و در فصل انتهایی، نهایتاً چندین فرمانه^۶ را برای اجرای آن پیشنهاد می‌کند. روش‌های تحقق انتشار هدفمند پایه پولی شامل پنج فرمانه شورای اقتصاد، شورای تامین مالی، ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی، کارگروه ویژه پیگیری تحقق شعار سال و هیات عالی بانک مرکزی است. این پنج مسیر از منظر شاخص‌های دقت در گزینش طرح‌ها و نظارت بر آن‌ها، دیوان‌سالاری، مدت زمان تحقق فرآیند، موازی کاری و تجربه‌ی پیگیری طرح‌های پیشران مورد ارزیابی قرار گرفته‌اند و نهایتاً احتمال موفقیت هر مورد تبیین شده است. نهایتاً با بررسی تمام شاخص‌ها، هیات عالی بانک مرکزی دارای نقاط قوت بیشتر و نقاط ضعف کمتری نسبت به بقیه موارد است که احتمال عملیاتی شدن انتشار هدفمند پایه پولی را بالا می‌برد.

در پایان باید اذعان کرد که اقتصاد ایران در برهه‌ای کلیدی قرار گرفته است. تجربه چهار سال اجرای سیاست کنترل ترازنامه، نشان داد که اگرچه کنترل نقدینگی با موفقیت نسبی همراه بوده است، اما بدون اجرای

^۵ <https://cbi.ir/showitem/33387.aspx>

^۶ Scenario

مکمل‌های سیاستی از جمله انتشار هدفمند پایه پولی ممکن است به تدریج هزینه‌های سیاست کنترل ترازنامه به توفیقات آن چیره شده و دنبال کردن آن در آینده امکان‌پذیر نباشد. سیاستی که یکی از محدود موفقیت‌های بانک مرکزی در عرصه‌ی سیاست پولی در سال‌های اخیر بوده است. اجرای دقیق انتشار هدفمند پایه پولی می‌تواند ضمن کاستن از هزینه‌های سیاست کنترل مقداری، فرصت‌های جدیدی را برای هدایت اعتبارات بانکی به سمت بخش‌های مولد اقتصادی فراهم کند. این کار علاوه بر مهیا کردن زمینه رشد و توسعه کشور، فصل نوینی را در عرصه سیاست‌گذاری پولی در اقتصاد ایران رقم خواهد زد.

فهرست مطالب

مقدمه.....	۱۱
فصل ۱. هزینه‌های سیاست کنترل مقداری ترازنامه.....	۱۳
۱-۱- هزینه‌های سیاست کنترل ترازنامه برای بخش پولی اقتصاد.....	۱۴
۱-۱-۱- افزایش نرخ بهره بین بانکی.....	۱۴
۱-۱-۲- جنگ سپرده‌گیری بانک‌ها.....	۱۹
۱-۱-۳- اضافه برداشت و رشد بی‌کیفیت پایه پولی.....	۲۰
۲-۱- هزینه‌های سیاست کنترل ترازنامه برای بخش حقیقی اقتصاد.....	۲۶
۲-۱-۱- برون‌رانی.....	۲۶
۲-۲-۱- کاهش تسهیلات بلندمدت سرمایه ثابت.....	۳۵
۳-۲-۱- افزایش هزینه تامین مالی در اقتصاد.....	۳۷
۳-۱- جمع‌بندی فصل.....	۳۹
فصل ۲. عرضه فعالانه ذخایر بانکی.....	۴۰
۱-۲- چيستی عرضه فعالانه ذخایر بانکی از طریق انتشار هدفمند پایه پولی.....	۴۰
۲-۲- سازکار فنی و ترازنامه‌ای انتشار هدفمند پایه پولی.....	۴۱
۳-۲- مکمل اجرای سازکار انتشار هدفمند پایه پولی.....	۴۵
۴-۲- اثرات انتشار هدفمند پایه پولی.....	۴۶
۱-۴-۲- افزایش ذخایر در بازار بین بانکی.....	۴۶
۲-۴-۲- کاهش نرخ بهره در بازار بدهی.....	۴۶
۳-۴-۲- تخصیص کاراتر تسهیلات بانکی.....	۴۷
۵-۲- آیا وجود بانک‌های ناسالم اثر انتشار هدفمند پایه پولی را خنثی می‌کند؟.....	۴۷
۶-۲- جمع‌بندی فصل.....	۴۸
فصل ۳. مقاصد انتشار هدفمند پایه پولی.....	۴۹
۱-۳- تعریف و معیارهای طرح پیشران.....	۵۰
۲-۳- فرآیند یک: سازکار شورای اقتصاد.....	۵۱
۱-۲-۳- ارزیابی فرآیند یک.....	۵۲
۳-۳- فرآیند دو: سازکار شورای تامین مالی.....	۵۲
۱-۳-۳- ارزیابی فرآیند دو.....	۵۳
۴-۳- فرآیند سه: سازکار ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی.....	۵۴

۵۴.....	۳-۴-۱- ارزیابی فرآیندها سه
۵۵.....	۳-۵- فرآیندها چهار: سازکار کارگروه ویژه پیگیری تحقق شعار سال
۵۶.....	۳-۵-۱- ارزیابی فرآیندها چهار
۵۶.....	۳-۶- فرآیندها پنج: سازکار هیات عالی بانک مرکزی
۵۸.....	۳-۶-۱- ارزیابی فرآیندها پنج
۵۹.....	۳-۷- جمع‌بندی
۶۰.....	جمع‌بندی و نتیجه‌گیری
۶۲.....	منابع

فهرست جداول

۲۴.....	جدول ۱. بانک‌های دارای اضافه برداشت در انتهای هر سال مالی (به جز دی، ایران زمین و سپه).....
۴۱.....	جدول ۲. ترازنامه بانک نمونه الف (در زمان t_1).....
۴۱.....	جدول ۳. ترازنامه بانک نمونه ب (در زمان t_1).....
۴۲.....	جدول ۴. ترازنامه بانک مرکزی (در زمان t_1).....
۴۲.....	جدول ۵. ترازنامه بانک نمونه الف (در زمان t_1).....
۴۳.....	جدول ۶. ترازنامه بانک نمونه ب (در زمان t_1).....
۴۳.....	جدول ۷. ترازنامه بانک مرکزی (در زمان t_1).....
۴۳.....	جدول ۸. ترازنامه بانک مرکزی (در زمان t_2).....
۴۴.....	جدول ۹. ترازنامه بانک نمونه الف (در زمان t_2).....
۴۴.....	جدول ۱۰. ترازنامه بانک نمونه ب (در زمان t_2).....
۴۵.....	جدول ۱۱. ترازنامه بانک نمونه الف (در زمان t_3).....
۵۹.....	جدول ۱۲. ارزیابی پنج سازکار تحقق انتشار هدفمند پایه پولی.....

فهرست نمودارها

۱۵.....	نمودار ۱. نرخ بهره بازار بین بانکی (میانگین ماهانه).....
۱۶.....	نمودار ۲. نسبت ذخایر مازاد به ذخایر قانونی.....
۱۷.....	نمودار ۳. میانگین نسبت ذخایر اضافی به ذخایر قانونی.....
۲۲.....	نمودار ۴. سهم اضافه برداشت از بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی به جز سپه، ایران زمین و دی.....
۲۳.....	نمودار ۵. اجزا بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی (ارقام به میلیارد تومان).....

- نمودار ۶. نسبت تعداد بانک‌های دارای اضافه برداشت به کل بانک‌ها..... ۲۴
- نمودار ۷. سهم سه بانک آینده، سرمایه و ملل از کل اضافه برداشت شبکه بانکی..... ۲۵
- نمودار ۸. مانده تسهیلات کلان (ارقام به هزار میلیارد تومان)..... ۲۸
- نمودار ۹. رشد نقطه‌به‌نقطه مانده تسهیلات کلان و مانده مجموع تسهیلات..... ۲۹
- نمودار ۱۰. مطالبات شبکه بانکی از شرکت‌های دولتی (ارقام به هزار میلیارد تومان)..... ۳۰
- نمودار ۱۱. رشد نقطه به نقطه مانده مطالبات شبکه بانکی از شرکت‌های دولتی..... ۳۱
- نمودار ۱۲. مانده سپرده سرمایه‌گذاری و مانده تسهیلات در انتهای سال ۱۴۰۱ (ارقام به هزار میلیارد تومان)..... ۳۴
- نمودار ۱۳. مانده سپرده سرمایه‌گذاری و مانده تسهیلات در انتهای سال ۱۴۰۲ (ارقام به هزار میلیارد تومان)..... ۳۴
- نمودار ۱۴. رشد مانده تسهیلات سرمایه در گردش شرکت‌های منتخب در سال ۱۴۰۱..... ۳۵
- نمودار ۱۵. سهم تسهیلات ایجاد و توسعه از کل تسهیلات پرداختی..... ۳۷
- نمودار ۱۶. نرخ موثر بازده تا سررسید (YTM) اوراق اخزا ۱۰۱..... ۳۸

مقدمه

ایران سال‌هاست که با معضل تورم‌های بالا و مزمن مواجه است. در دهه ۹۰ شمسی با اعمال تحریم‌های جهانی، بی‌ثباتی نرخ ارز و اختلالات سمت عرضه اقتصاد، جهش‌های قیمتی نیز به این تورم بلندمدت اضافه شد. این جهش‌های قیمتی اگر اثرات مخرب‌تری از تورم بلندمدت نداشته باشند، قطعاً آسیب کمتری از آن ندارند. ترکیب تورم مزمن و جهش‌های قیمتی باعث کاهش رفاه و قدرت خرید مصرف‌کنندگان و ایجاد بی‌ثباتی در فضای اقتصاد کلان برای تولیدکنندگان شده است. از سوی دیگر رشد بی‌ضابطه و بی‌کیفیت نقدینگی حل این مشکلات را بسیار دشوار و گاهی غیرممکن است. یکی از راه‌حل‌های پیشنهادی کارشناسان اقتصادی برای کنترل رشد نقدینگی، اجرای سیاست‌های انقباضی است. این کارشناسان بر این باورند که چنین سیاست‌هایی از ابزارهای اصلی مبارزه با تورم محسوب می‌شود.

اما اجرای سیاست‌های انقباضی برای مهار تورم و نقدینگی (لااقل در کوتاه‌مدت) همواره هزینه‌هایی برای بخش‌های پولی و حقیقی اقتصاد به همراه دارد. به عنوان مثال، افزایش نرخ بهره برای کنترل نقدینگی، هزینه‌های تولید را از طریق افزایش هزینه‌های مالی بالا می‌برد و به بخش حقیقی اقتصاد آسیب می‌زند. همچنین در مورد بخش پولی اقتصاد، این سیاست می‌تواند هزینه‌های بانک‌ها را از محل افزایش سود سپرده‌ها افزایش دهد، چراکه سود سپرده‌ها به دلیل ماهیت نقدی بودن بلافاصله پرداخت می‌شود، اما در سمت دارایی‌ها به دلیل تعهدی بودن، سود تسهیلات به تدریج وصول خواهد شد. این هزینه‌ها بسته به درجه اهمیت اهداف برای سیاست‌گذار، شرایط اقتصادی و مدت زمان اجرای سیاست، متفاوت است. از این رو، سیاست‌گذار باید تلاش کند تا هزینه‌های ناشی از این سیاست‌ها را به حداقل برساند تا هم اجرای سیاست با فشار کمتری از سوی فعالان اقتصادی همراه باشد و هم منافع خالص آن افزایش یابد.

از سال ۱۳۹۹ سیاست کنترل مقداری ترازنامه به عنوان یک سیاست پولی انقباضی توسط کمیته نقدینگی معرفی شد. اگرچه برخی کارشناسان این سیاست را صرفاً یک ابزار احتیاطی کلان می‌دانند، اما اهدافی مانند کنترل رشد نقدینگی و مهار تورم که در بخشنامه بانک مرکزی^۷ ذکر شده، نشان می‌دهد این سیاست کارکردی مشابه سیاست‌های پولی انقباضی دارد. لذا، کنترل مقداری ترازنامه نیز مانند هر سیاست انقباضی دیگر، هزینه‌هایی برای بخش‌های پولی و حقیقی اقتصاد به همراه داشته است. بدون برنامه‌ریزی برای کاهش این هزینه‌ها، تداوم اجرای این سیاست با چالش‌های جدی مواجه خواهد شد؛ چراکه فشار فعالان اقتصادی یا کاهش انگیزه سیاست‌گذار در اثر هزینه‌های ایجادشده برای اقتصاد ممکن است به توقف آن منجر شود. صرف‌نظر از

^۷ در ۱۹ آذر ۱۳۹۹ هیات عامل بانک مرکزی ضوابط ناظر بر کنترل مقداری دارایی‌های شبکه بانکی را تصویب و در ۳۰ آذر همان سال ابلاغ کرد. با توجه به ابهامات و موضوعات مطروحه از سوی شبکه بانکی، موضوع مجدداً توسط هیات عامل بانک مرکزی بررسی و نسخه تنقیح شده در ۲۷ اسفند ۱۳۹۹ به شبکه بانکی ابلاغ شد. بخشنامه ۲۷ اسفند بانک مرکزی از پیوند روبرو قابل مشاهده است. <https://www.cbi.ir/page/21564.aspx>

اینکه تلاش برای توقف این سیاست با چه انگیزه‌ای و از چه مسیری انجام شود، لازم است پیش از شکل‌گیری چنین انگیزه‌هایی، برای پیشگیری از آن‌ها به صورت فعال برنامه‌ریزی کرد.

لذا برای حداکثرسازی موفقیت این سیاست، ابتدا باید هزینه‌های آن به دقت شناسایی و سپس برنامه‌هایی برای کاهش این هزینه‌ها تدوین و اجرا شود. یکی از برنامه‌های پیش‌بینی‌شده در این راستا، «عرضه فعالانه ذخایر بانکی» از طریق انتشار هدفمند پایه پولی است. این سازکار تاکنون اجرایی نشده است. این گزارش تلاش دارد تا ضمن بررسی هزینه‌های سیاست کنترل ترازنامه، به سوالاتی درباره این سازکار پاسخ دهد؛ انتشار هدفمند پایه پولی چیست؟ چرا تاکنون اجرایی نشده است؟ اجرای آن چه ضرورتی دارد و چگونه می‌تواند به کاهش هزینه‌های بخش پولی و حقیقی اقتصاد کمک کند؟ همچنین، الزامات و ترتیبات لازم برای اجرای آن مورد بررسی قرار خواهد گرفت. این تحلیل در نهایت تصویری جامع از نقش ایده پیشنهادی در موفقیت سیاست کنترل ترازنامه ارائه خواهد داد.

سازکار انتشار هدفمند پایه پولی مدعی است که می‌تواند بدون آسیب رساندن به اهداف سیاست‌گذار، فشار انقباضی سیاست کنترل ترازنامه بر بانک‌ها و بنگاه‌های اقتصادی را کاهش دهد. اثبات این مدعا نشان‌دهنده غفلت سیاست‌گذار از ظرفیتی است که می‌توانست به عنوان مکمل سیاست کنترل مقداری ترازنامه، هزینه‌های اجرای آن را کاهش دهد. با این حال، تاکنون هیچ اثر مکتوبی از سوی کارشناسان یا پژوهشگران برای بررسی این سازکار و ارزیابی ادعاهای آن ارائه نشده است که شاید یکی از دلایل عدم توجه سیاست‌گذار به این ایده است. این گزارش با همین دغدغه تهیه شده و امید است که با شفاف‌سازی ابعاد پنهان سازکار پیشنهادی، نواقص و هزینه‌های اجرای سیاست انقباضی کنترل ترازنامه کاهش یافته و گامی در راستای تداوم این سیاست برداشته شود.

فصل ۱. هزینه‌های سیاست کنترل مقداری ترازنامه

فصل اول این گزارش به بررسی و تشریح هزینه‌های ناشی از سیاست کنترل مقداری ترازنامه اختصاص دارد. همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، برای حداقل‌سازی این هزینه‌ها، ابتدا باید تصویری جامع و دقیق از آن‌ها ارائه شود. از این‌رو، در این فصل، ابتدا هزینه‌های مرتبط با بخش پولی اقتصاد مورد بررسی قرار خواهد گرفت. منظور از بخش پولی اقتصاد در این گزارش، بانک‌ها و بازار بین‌بانکی است. در واقع، هدف از بررسی هزینه‌های سیاست کنترل ترازنامه بر بخش پولی اقتصاد، شناسایی و توضیح اثرات و پیامدهای منفی این سیاست بر عملکرد بانک‌ها و تعاملات در بازار بین‌بانکی است.

بازار بین‌بانکی یکی از ارکان اساسی نظام مالی و بانکی هر کشور به شمار می‌آید و نقشی حیاتی در سیاست‌گذاری پولی، تأمین ذخایر و مدیریت ریسک بانک‌ها ایفا می‌کند. این بازار به بانک‌ها امکان می‌دهد تا مازاد ذخایر خود را به سایر بانک‌ها قرض دهند و از طریق تعاملات مالی، نیازهای تسویه‌ای خود را برطرف کنند. به عبارت دیگر، بازار بین‌بانکی به عنوان «پل ارتباطی» میان بانک‌ها عمل می‌کند و ابزاری کارآمد برای مدیریت ذخایر بانکی و کاهش ریسک‌های مرتبط با آن محسوب می‌شود. تعاملات بین بانکی نه تنها به بهینه‌سازی مدیریت ذخایر بانک‌ها کمک می‌کند، بلکه شبکه‌ای گسترده از همکاری‌های مالی میان آن‌ها ایجاد می‌کند که در نهایت به تقویت ثبات مالی نظام بانکی منجر می‌شود. با توجه به اهمیت بازار بین بانکی، بررسی اثرات منفی سیاست کنترل ترازنامه بر بانک‌ها و تعاملات آن‌ها در این بازار لازم بنظر می‌رسد.

پس از بررسی هزینه‌های سیاست کنترل ترازنامه بر بخش پولی اقتصاد، نوبت به ارزیابی تأثیرات این سیاست بر بخش واقعی اقتصاد می‌رسد. در این بخش، تمرکز اصلی بر پیامدهای منفی این سیاست بر تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی خواهد بود. یکی از مهم‌ترین موضوعاتی که در این زمینه مورد توجه قرار می‌گیرد، مسئله «برون‌رانی»^۸ است که به‌طور ویژه به آن پرداخته خواهد شد. مسئله برون‌رانی به کاهش دسترسی برخی بنگاه‌های اقتصادی به منابع مالی به دلیل رقابت با دیگران در شرایط محدودیت منابع اشاره دارد. پیامدهای برون‌رانی می‌تواند شامل کاهش سرمایه‌گذاری، افت اشتغال و در نهایت، کند شدن رشد اقتصادی باشد.

در ادامه، به این موضوع پرداخته خواهد شد که چگونه اجرای این سیاست، کسب‌وکار بانکی را دگرگون کرده و به آن شکلی تازه بخشیده است. این تغییر رفتار در میان فعالان بانکی، اثرات منفی بر تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی به جا گذاشته است. اگرچه ممکن است این اثرات منفی در طول زمان در سیستم اقتصادی هضم شده و بنگاه‌های اقتصادی رفتار خود را با شرایط جدید تطبیق دهند، اما استدلال خواهد شد که این تعادل جدید، یک تعادل مطلوب نیست. در واقع، هرچند فعالان اقتصادی ممکن است انگیزه‌ای برای خروج از این تعادل

^۸ Crowding-out

جدید نداشته باشند، برای سیاست‌گذاران و حاکمیت اقتصادی، ضروری است که این تعادل ناکارآمد برهم زده شده و تعادلی جدید و بهینه‌تر شکل گیرد که با اهداف کلان اقتصادی همسو باشد.

۱-۱- هزینه‌های سیاست کنترل ترازنامه برای بخش پولی اقتصاد

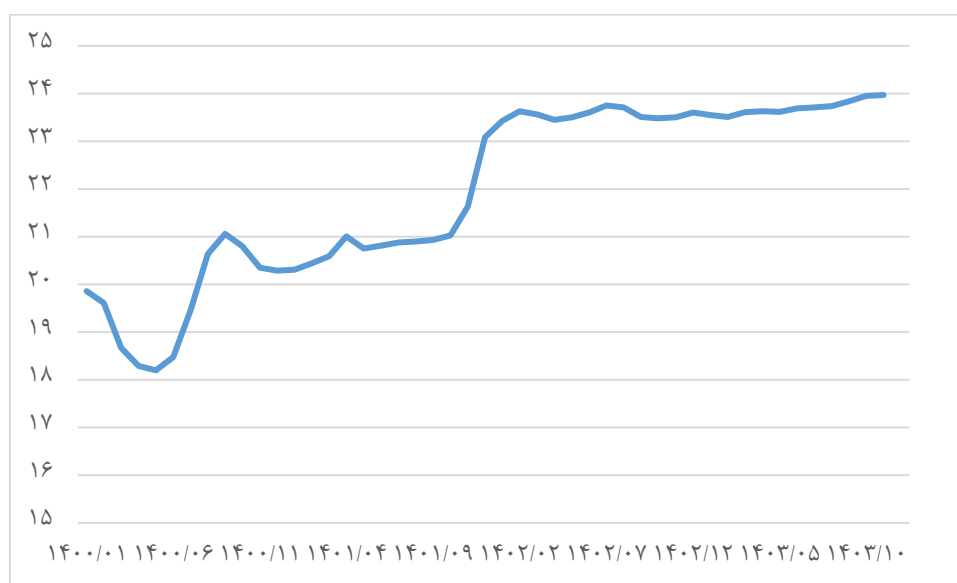
اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه، علاوه بر دستاوردها و آثار مثبت خود، پیامدها و هزینه‌هایی را نیز بر بانک‌ها و بازار بین‌بانکی تحمیل کرده است. بخشی از این هزینه‌ها مستقیماً ناشی از نواقص ذاتی این سیاست بوده و بخشی دیگر از اجرای همزمان سیاست‌های نادرست دیگر و متعارض با این سیاست سرچشمه می‌گیرد. دسته دوم، بیشتر به درک نادرست سیاست‌گذار از ماهیت و عملکرد سیاست کنترل ترازنامه بازمی‌گردد؛ سیاست‌های اشتباهی نظیر «انقباض پایه پولی» و «انتشار گواهی سپرده خاص ۳۰ درصدی» نمونه‌هایی از این سیاست‌ها هستند. سیاست‌های متعارضی که نه تنها از نظر مبنایی با سیاست کنترل مقداری ترازنامه در تضاد هستند بلکه هزینه‌های ناشی از این سیاست را نیز به‌طور قابل‌توجهی افزایش داده و بر کارایی این سیاست اثر منفی می‌گذارند.

در ادامه، ضمن بررسی هزینه‌های اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه بر عملکرد بانک‌ها و بازار بین‌بانکی، به نقش سیاست‌های متعارض در تشدید این هزینه‌ها و ممانعت از کاهش آن‌ها پرداخته خواهد شد. این هزینه‌های قابل‌پیشگیری و غیرضروری، در صورتی که به درستی مدیریت می‌شدند، بانک مرکزی می‌توانست از وقوعشان جلوگیری کند یا آن‌ها را به سطوح کمی تقلیل دهد. در نتیجه، عایدی خالص سیاست کنترل ترازنامه به مراتب فراتر از سطح فعلی ارتقا می‌یافت که متأسفانه این امر محقق نشد. افزایش نرخ بهره بین بانکی، شکل‌گیری جنگ سپرده و تشدید اضافه برداشت‌ها از جمله هزینه‌های کنترل ترازنامه برای بخش پولی اقتصاد هستند.

۱-۱-۱- افزایش نرخ بهره بین بانکی

افزایش نرخ بهره بین بانکی می‌تواند معایب قابل‌توجهی برای نظام بانکی به همراه داشته باشد. زمانی که نرخ بهره در بازار بین بانکی افزایش می‌یابد، هزینه‌های بانک‌ها نیز افزایش پیدا می‌کند، زیرا بانک‌ها برای تسویه حساب با سایر بانک‌ها در بازار بین بانکی یا تودیع ذخایر نزد بانک مرکزی به این بازار متکی هستند. در نتیجه، بالا رفتن نرخ بهره بین بانکی هزینه‌های استقراض را برای بانک‌ها افزایش می‌دهد و این موضوع به نوبه خود می‌تواند هزینه مالی بانک‌ها را بالا ببرد. با توجه به تثبیت درآمدهای بانک، افزایش هزینه‌های بانک‌ها ممکن است به ناترازی درآمد و هزینه بانک و بروز مشکلات متعددی منجر شود.

البته اگر بانک‌ها بتوانند درآمدهای خود را از طریق افزایش نرخ سود تسهیلات جبران کنند، این ناترازی به وجود نخواهد آمد، زیرا درآمد و هزینه‌ها در این حالت متوازن می‌شوند و مشکلی ایجاد نمی‌شود. با این حال، این نکته قابل توجه است که در شرایط نرخ‌های سود بالا، در شرایط رکودی با افزایش سود تسهیلات، احتمال نکول تسهیلات نیز افزایش می‌یابد و این به معنای افزایش ریسک وصول درآمدهای بانک است. در صورتی که تسهیلات نکول شوند، جریان درآمدی بانک دچار اختلال می‌شود، در حالی که هزینه‌ها افزایش یافته‌اند. در نهایت، این روند می‌تواند به افزایش ناترازی درآمد-هزینه منجر شود. لذا افزایش نرخ بهره بین بانکی در اثر سیاست‌های مختلف، یک هزینه دارای تاثیرات منفی است. طی سال‌های اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه به صورت مداوم نرخ بهره بین بانکی افزایش یافته است.



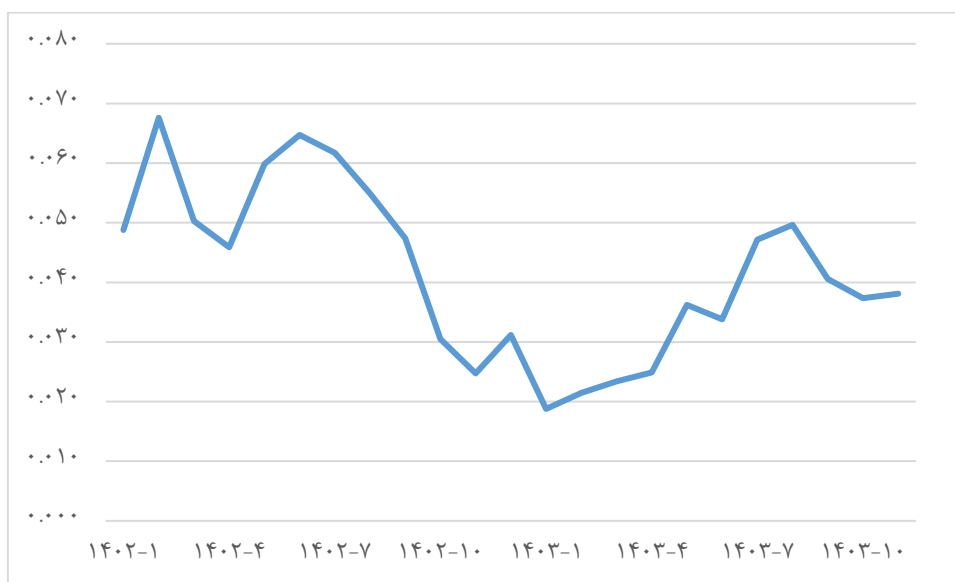
نمودار ۱. نرخ بهره بازار بین بانکی (میانگین ماهانه)^۹

همانطور که در نمودار بالا مشاهده می‌شود، روند نرخ بهره بین بانکی از ابتدای سال ۱۴۰۰ و همزمان با شروع سیاست کنترل ترازنامه، مثبت بوده و طی این سه سال حدود ۴ درصد افزایش یافته است. این نرخ که در ابتدای سال ۱۴۰۰ حدود ۱۹ درصد بوده، در انتهای سال ۱۴۰۳ به حدود ۲۴ درصد رسیده است. البته نرخ رسمی در بازار بین بانکی به صورت دستوری سقف‌گذاری می‌شود و هرچند طی این مدت به سقف مقرر نزدیک شده، اما نمی‌تواند از حدود تعیین شده توسط بانک مرکزی فراتر رود.

سقف‌گذاری نرخ رسمی در شرایطی که نرخ بهره بین بانکی به دلیل کمبود عرضه ذخایر تمایل به رسیدن به سطوحی بالاتر از نرخ سقف دارد، منجر به شکل‌گیری یک نرخ غیررسمی بین بانک‌ها می‌شود که میزان آن

^۹ بر اساس داده‌های بانک مرکزی

برای کارشناسان شفاف نیست، هرچند که چند واحد درصد بالاتر از نرخ رسمی برآورد می‌شود. برای بررسی و ارزیابی دقیق‌تر نرخ‌های غیررسمی، می‌توان از شاخص دیگری به عنوان شاخص جایگزین^{۱۰} استفاده کرد. «نسبت ذخایر مازاد به ذخایر قانونی»، یک شاخص مناسب برای سنجش نرخ‌های بهره غیررسمی در بازار بین بانکی است. میزان ذخایر مازادی که برای عرضه در بازار بین بانکی استفاده می‌شوند، اگر به نسبت تقاضای ذخایر رشد نکنند، می‌توانند نرخ را در بازار بین بانکی افزایش دهند. نمودار زیر نشان می‌دهد که نسبت ذخایر مازاد به ذخایر قانونی از ابتدای سال ۱۴۰۲ روندی کاهشی داشته است. این روند کاهشی نشان‌دهنده کاهش نسبی عرضه در بازار بین بانکی و افزایش نرخ بهره غیررسمی در این بازار است. البته پس از شهریور ۱۴۰۳ و آزادسازی ۵۰ همت از ذخایر قانونی جهت تسهیل در پرداخت وام ازدواج و فرزند و همچنین رشد قابل توجه مانده ریپو، مقادیر ذخایر اضافی افزایش و ذخایر قانونی کاهش یافت و بر معکوس شدن این روند تأثیر گذاشت. اما به طور کلی، نمودار نشان می‌دهد که طی این دو سال، حجم عرضه در بازار بین بانکی همواره کمتر از تقاضا بوده است.



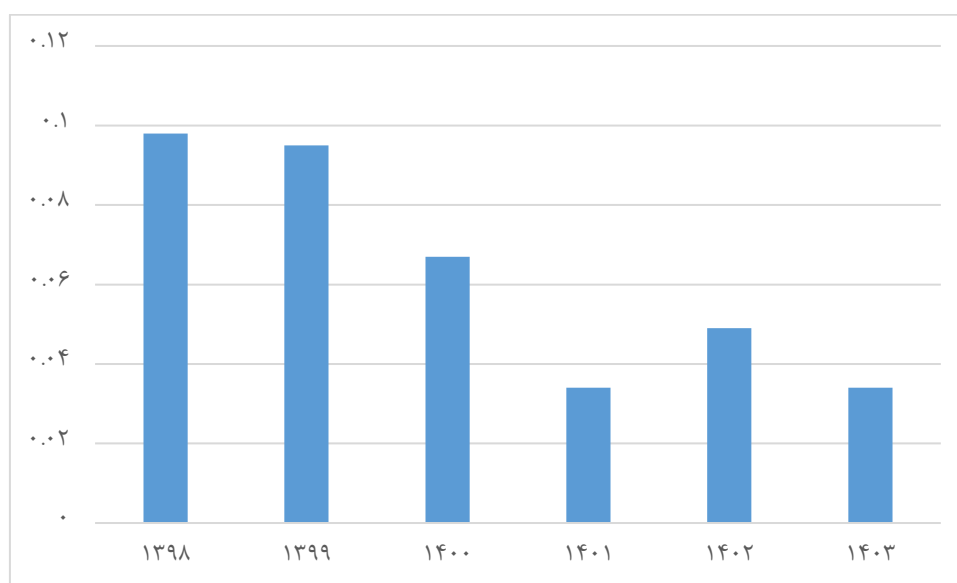
نمودار ۲. نسبت ذخایر مازاد به ذخایر قانونی^{۱۱}

علاوه بر بررسی روند نزولی نسبت ذخایر مازاد به ذخایر قانونی بایست خاطر نشان کرد که میانگین این متغیر در سال‌های اجرای سیاست کنترل ترازنامه بسیار پایین‌تر از سال‌های پیش از اجرا بوده است. میانگین دوازده ماهه نسبت ذخایر مازاد به ذخایر قانونی در سال ۱۳۹۸ در حدود ۰/۰۹۸ و در سال ۱۳۹۹ در حدود ۰/۰۹۵ بوده است. این نسبت پس از اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه از ابتدای سال ۱۴۰۰ کاهش سطح را تجربه می‌کند. در سال ۱۴۰۰ میانگین دوازده ماهه این متغیر برابر با ۰/۰۶۷ بوده است. در سال‌های پس از

^{۱۰} Proxy

^{۱۱} بر اساس داده‌های بانک مرکزی

آن میزان کاهش بیشتر نیز شده است. در سال ۱۴۰۱ میانگین متغیر مذکور به ۰/۰۳۴ است که کمترین میزان سال‌های اخیر بوده است. در سال‌های ۱۴۰۲ و ۱۴۰۳ نیز به ترتیب ارقام ۰/۰۴۹ و ۰/۰۳۴ را به ثبت رسانیده که نسبت به سال‌های قبل از اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه کاهشی حدود ۶ واحد درصدی محسوب می‌شود. اما این افزایش نرخ چه ارتباطی با اجرای سیاست کنترل ترازنامه دارد؟ آیا وقوع این کاهش صرفاً دارای همزمانی با سیاست کنترل مقداری ترازنامه است یا ارتباط و اثرگذاری قوی‌تری بین آن‌ها وجود دارد؟



نمودار ۳. میانگین نسبت ذخایر اضافی به ذخایر قانونی^{۱۲}

«با تلاش بانک مرکزی جهت کاهش نرخ رشد نقدینگی ذیل سیاست کنترل ترازنامه، انتظار می‌رفت که نرخ بهره بین بانکی کاهش یابد. زیرا با کاهش نرخ رشد نقدینگی، نیاز بانک‌ها به ذخایر یا پایه پولی برای تسویه‌های بین بانکی یا تودیع ذخیره نزد بانک مرکزی کاهش می‌یافت»^{۱۳}. کاهش در نیاز بانک‌ها به ذخایر، تقاضا را در بازار بین بانکی به نسبت عرضه کاهش می‌دهد که کاهش نرخ بهره بین بانکی را به عنوان نتیجه تبعی خود به دنبال دارد. یعنی کنترل ترازنامه در شرایط عادی می‌بایست به کاهش نرخ بهره بین بانکی منجر می‌شد اما آنچه در واقعیت اتفاق افتاد دقیقاً عکس این بود. نرخ بهره بازار بین بانکی افزایش یافت. حال که شواهد افزایش نرخ بهره در بازار بین بانکی را نشان می‌دهد، سوال این است که چگونه در اتفاقی متناقض‌نما اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه منجر به افزایش نرخ بهره شد؟

^{۱۲} بر اساس داده‌های بانک مرکزی

^{۱۳} مجید شاکری، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، آبان ۱۴۰۲

پاسخ به این سؤال سطوح مختلفی دارد؛ یک سطح ناشی از نواقص ساختاری خود سیاست کنترل ترازنامه و سطح دیگر به اجرای برخی سیاست‌های متعارض با کنترل ترازنامه مربوط می‌شود.

۱-۱-۱-۱- علل افزایش تقاضای ذخایر

کاهش رشد نقدینگی می‌تواند به کاهش تقاضا برای ذخایر منجر شود، اما مسئله به همین مورد محدود نمی‌شود. در چارچوب سیاست کنترل مقداری ترازنامه، برای بانک‌های متخلف جریمه‌ای در نظر گرفته شده است. این جریمه به شکل افزایش نرخ ذخایر قانونی اعمال می‌شود. به عبارت دیگر، اگر بانکی تخلف کند و از حدود تعیین شده این سیاست تجاوز نماید، با افزایش نرخ ذخایر قانونی مواجه خواهد شد. افزایش نرخ ذخایر قانونی برای بانک‌های متخلف به معنای این است که آن‌ها باید ذخایر بیشتری را نزد بانک مرکزی تودیع کنند. این موضوع به نوبه خود تقاضا را در بازار بین بانکی افزایش خواهد داد. بنابراین، ترکیب دو نیروی متضاد، یعنی کاهش نقدینگی و جریمه ناشی از سیاست کنترل ترازنامه، می‌تواند منجر به افزایش تقاضا برای ذخایر شود.

«آمارها نشان می‌دهد همراه با کاهش نرخ رشد نقدینگی و ضریب فزاینده و همگام با اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه بانک‌ها، پایه پولی افزایش پیدا کرده است. برخی افراد افزایش پایه پولی را عاملی برای رشد نقدینگی در ماه‌های پیش رو دانسته و استدلال می‌کنند که با افزایش نقدینگی از ناحیه پایه پولی، تورم افزایش پیدا می‌کند. این در حالی است که علت اصلی افزایش پایه پولی، جریمه بانک‌های خاطی با افزایش نسبت سپرده قانونی بوده که موجب افزایش بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی شده است»^{۱۴}.

علاوه بر این، باید به این نکته توجه داشت که همزمان با اجرای این سیاست، انتقال حساب‌های دولتی به حساب واحد خزانه نیز با شتاب بیشتری انجام شد. هرچند این اقدام یک سیاست مثبت و ضروری به شمار می‌رود، اما به افزایش تقاضا در بازار بین بانکی دامن زد و اثرات افزایشی تقاضا را تشدید کرد. در نتیجه، می‌توان جمع‌بندی کرد که به طور کلی تقاضای ذخایر در بازار بین بانکی افزایش یافته است.

۱-۱-۱-۲- علل کاهش عرضه ذخایر

اگر سیاست‌گذار به دنبال حفظ سطح نرخ بهره برای اجرای سیاست پولی و جلوگیری از مخاطرات ناشی از نوسانات آن باشد، لازم است که به طور همزمان با افزایش تقاضا در بازار بین بانکی، که به دلایل مختلفی از جمله جریمه‌های ناشی از تخلفات بانک‌ها و انتقال حساب‌های دولتی به حساب واحد خزانه افزایش یافته، اقداماتی انجام دهد. در این راستا، سیاست‌گذار یا باید نیروهای افزایش‌دهنده تقاضا را خنثی کند یا عرضه

^{۱۴} حسین درودیان، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، مرداد ۱۴۰۲

ذخایر در این بازار را افزایش دهد. این اقدامات می‌توانند به تثبیت نرخ بهره کمک کنند و بروز ناترازی‌های بانکی را محدود نمایند.

بانک مرکزی در سال‌های گذشته هیچ‌یک از این دو اقدام را در زمره سیاست‌ها و اقدامات خود قرار نداده است. نه تنها در جریمه سیاست کنترل مقداری ترازنامه تجدید نظر نشد، بلکه با اتخاذ رویکرد انقباضی در لایه انتشار پایه پولی و ذخایر، عرضه در بازار بین بانکی کاهش یافت. این کاهش در عرضه پایه پولی در کنار افزایش تقاضا، منجر به افزایش مداوم نرخ بهره در این بازار شد. در نتیجه، این وضعیت نه تنها به ناترازی‌های بیشتری در نظام بانکی دامن زد، بلکه ریسک‌های مالی را نیز افزایش داد و شرایط را برای بانک‌ها دشوارتر کرد. لذا اولین هزینه‌ی سیاست کنترل ترازنامه برای بخش پولی اقتصاد، افزایش نرخ بهره بین بانکی بود.

برخی کارشناسان معتقدند: «این مدل سیاست پولی که عرضه‌ی انفعالی پایه پولی را از محل اضافه برداشت یا خط اعتباری در پی دارد، منجر به فشار زیاد بر نرخ بهره خواهد شد که سرانجام نرخ بهره را افزایش خواهد کرد»^{۱۵}.

۱-۱-۲- جنگ سپرده‌گیری بانک‌ها

دومین هزینه، شکل‌گیری جنگ سپرده‌گیری بین بانک‌هاست. در قسمت قبل گفته شد که با کاهش عرضه و افزایش تقاضا، شبکه بانکی دچار کمبود ذخایر شده است. بانک‌ها در صورت کمبود ذخایر مازاد از سه طریق می‌توانند این ذخایر را تامین کنند. اولین راه بازار بین بانکی است. زمانی که بازار بین بانکی توانایی پاسخگویی به نیاز شبکه بانکی را نداشته باشد بانک‌ها به سراغ دومین راه یعنی سپرده‌گیری می‌روند. سپرده‌گیری به طور همزمان هم بدهی‌های بانک را از طریق جذب سپرده جدید، افزایش می‌دهد و هم به همان اندازه موجودی نقد را در طرف دارایی‌های بانک افزایش می‌دهد. این موجودی نقد از جنس ذخایر است و بانک پس از تودیع مقداری از آن به عنوان ذخیره قانونی می‌تواند از باقی مانده جهت رفع نیازهای تسویه‌ای خود استفاده کند.

اما هنوز یک ابهام بزرگ در مورد تامین ذخایر از طریق سپرده‌گیری وجود دارد؛ وقتی یک بانک از بانک دیگر سپرده می‌گیرد، برای این بانک افزایش در ذخایر قانونی اتفاق می‌افتد اما برای بانک دیگر به همان اندازه کسری رخ می‌دهد. متعاقباً سوال می‌شود بانکی که از اون سپرده خارج شده است، چگونه ذخایر خود تامین می‌کند؟ آیا روش سپرده‌گیری برای بانک دوم و دیگر بانک‌ها نیز امکان‌پذیر است؟

^{۱۵} سید علی روحانی، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، آبان ۱۴۰۳

«یک خطای اساسی در دل مطالبی که گذشت، نهفته بود؛ آن را مغالطه‌ی ترکیب^{۱۶} می‌نامند. مغالطه‌ی ترکیب در اینجا بدین معناست که این تحلیل برای یک بانک به عنوان یک جزء درست است اما برای مجموع شبکه بانکی معنا ندارد. زیرا هیچ سپرده‌ای خارج از شبکه بانکی نیست که به آن وارد شود و سپرده‌گیری تنها ترکیب سپرده‌ها را بین بانک‌ها تغییر می‌دهد. یعنی شکل‌گیری یک بازی جمع صفر. در این بازی جمع صفر هر بانک برای بدست آوردن سهم بیشتری از کیک بایست تلاش کند تا بازنده این بازی بانک‌های دیگر باشند. این تلاش اغلب از طریق پیشنهاد نرخ‌های بهره بالاتر به سپرده‌گذاران برای خارج کردن سپرده‌های ایشان از چنگ بانک‌های دیگر یا از دست ندادن سپرده‌های خود انجام می‌شود^{۱۷}».

پیشنهاد‌های غیررسمی نرخ بهره در سطوح بالاتر منجر به افزایش هزینه‌های شبکه بانکی و تشدید ناترازی‌ها خواهد شد. لذا در مجموع شبکه بانکی، شکل‌گیری جنگ سپرده به ضرر تمام بازیگران تمام خواهد شد و هزینه‌های همه آن‌ها را بالا خواهد برد. توضیحات داده شده نشان می‌دهد که مجموع شبکه بانکی با سپرده‌گیری نمی‌تواند ذخایر مورد نیاز خود را تامین کند زیرا از اساس یک بازی جمع صفر است. تنها ثمره‌ی این سپرده‌گیری یا جنگ سپرده همان بالاتر رفتن هزینه‌های شبکه بانکی از طریق افزایش در نرخ سپرده است. لذا زمانی که بانک مرکزی با سیاست کنترل ترازنامه تقاضای ذخایر را افزایش داده است و عرضه‌ی متناسب ذخایر یا پایه پولی در بازار بین بانکی ندارد، جنگ سپرده نتیجه‌ی ضروری آن است. این اتفاق را می‌توان در زمان اوج گرفتن طرح‌های جذاب شبکه بانکی برای جذب سپرده و پر شدن بیلبوردهای تبلیغاتی سطح شهر از تبلیغات بانک‌ها، هم‌زمان با انقباض پایه پولی توسط بانک مرکزی، مشاهده کرد.

در نتیجه «وقتی ذخایر مکفی در بازار بین بانکی وجود نداشته باشد، به تعبیری بانک‌ها به دزدی سپرده از یکدیگر دچار می‌شوند. این دزدی سپرده یکی از نتایج قبح انتشار فعالانه پایه پولی است^{۱۸}».

۱-۱-۳- اضافه برداشت و رشد بی‌کیفیت پایه پولی

سومین راه برای تأمین ذخایر در زمان کمبود آن، استفاده از اعتبار بانک مرکزی به عنوان آخرین قرض‌دهنده^{۱۹} است. حال اگر بانک مرکزی در فرآیند اعتباردهی رفتار انقباضی از خود نشان دهد، چه اتفاقی خواهد افتاد؟ در این صورت، اضافه برداشت به وقوع خواهد پیوست. توضیح این موضوع به این صورت است که اگر بانکی به هر دلیلی نتواند ذخایر لازم را تأمین کند، بانک مرکزی آن بانک را جریمه می‌کند و در حساب جاری آن، اضافه

¹⁶ Fallacy of Composition

^{۱۷} بر اساس کتاب معماران پول نوشته حسین درودیان

^{۱۸} نصیری اقدم، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، بهمن ۱۴۰۳

¹⁹ [Lender Of Last Resort](#)

برداشت با نرخ بهره آن ۳۴ درصد ثبت می‌کند. این اضافه برداشت تنها یک ثبت حسابداری است و بانک موظف است که اضافه برداشت‌های خود را در دوره‌های بعد جبران کند و در ازای آن، ذخایر را به بانک مرکزی تحویل دهد. در این فرآیند، بانک مرکزی عملاً تعهد می‌دهد که بانک در دوره‌های بعد معادل اضافه برداشت، ذخایر را تأمین خواهد کرد و این تعهد با جریمه ۳۴ درصدی برای بانک همراه است.

سومین پیامد منفی اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه همراه با انقباض بانک مرکزی در لایه پایه پولی، تشدید اضافه برداشت‌های بانک‌هاست؛ زیرا وقتی ذخایر کمتر از مقدار موردنیاز در بازار بین بانکی وجود داشته باشد، لاجرم بانک‌ها در صورت عدم تأمین از این بازار به اضافه برداشت خواهند افتاد. همانطور که گفته شد در زمان اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه، بانک مرکزی از تزریق ذخایر در بازار بین بانکی امتناع کرد و با جریمه‌ی سیاست کنترل ترازنامه تقاضای ذخایر را همواره افزایش داد که به نوبه‌ی خود منجر به افزایش نرخ بهره بین بانکی، شکل‌گیری جنگ سپرده و نهایتاً تشدید اضافه برداشت‌های بانکی شد.

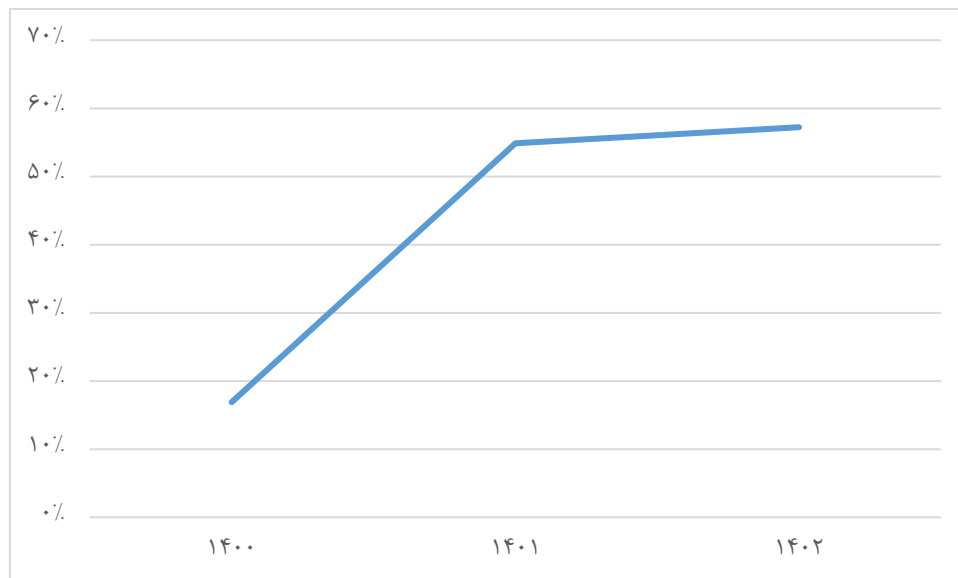
برخی کارشناسان به اشتباه تصور می‌کنند که اضافه برداشت بانک از بانک مرکزی به معنای برداشت مقداری از پایه پولی بانک مرکزی توسط بانک است، در حالی که اضافه برداشت صرفاً یک ثبت حسابداری، اعتباری و غیرواقعی است. به عبارت دیگر، بانک هیچ چیزی از بانک مرکزی دریافت نمی‌کند و بانک مرکزی تنها به ازای کسری حساب جاری، اضافه برداشت را برای بانک ثبت می‌کند تا بانک در دوره‌های بعد آن را جبران کند یا بانک مرکزی از آن به عنوان مدرکی برای برنامه انحلال و گزیر استفاده کند^{۲۰}. یعنی اگر در سایر روش‌های رشد پایه پولی مانند خرید موقت یا دائمی اوراق شبکه بانکی توسط بانک مرکزی، دولت می‌تواند منتفع شود در اضافه برداشت انتفاعی وجود ندارد.

اما اضافه برداشت علاوه بر اینکه تنها یک ثبت حسابداری و غیرواقعی است، دو مشکل دیگر نیز دارد. مشکل دوم این است که این نوع رشد پایه پولی به صورت منفعلانه از سوی بانک مرکزی انجام می‌شود و لذا بانک مرکزی نمی‌تواند برای آن برنامه‌ریزی کند. در حالی که برای سایر روش‌های رشد پایه پولی، مانند خطوط اعتباری یا مانده عملیات بازار باز، بانک مرکزی قادر به برنامه‌ریزی فعالانه و استفاده از ظرفیت سیاست پولی در این زمینه است. مشکل سوم نیز این است که اضافه برداشت به نوعی بانک بد را تشویق می‌کند، زیرا بانک مرکزی به عنوان جایگزین بانک، تعهد می‌دهد که بانک در دوره‌های بعد حساب خود را تسویه کند. در این مورد نیز می‌توان گفت که در سایر روش‌های رشد پایه پولی، بانک مرکزی می‌تواند تمرکز خود را بر روی

^{۲۰} در واقع در هر روز کاری بانک مرکزی جهت تسهیل مبادلات ریالی به بانک‌ها اجازه می‌دهد بدون نگرانی‌های تسویه‌ای تراکنش‌های ریالی خود را انجام دهند یعنی به مقدار لازم ذخایر و پایه پولی در دسترس قرار می‌دهد تا تمام تراکنش‌ها صورت پذیرد. در انتهای روز اما پس از پایاپای شدن حساب‌ها از هر بانک به اندازه خالص کسری خود ذخایر طلب می‌کند. در چنین شرایطی اگر بانک نتواند ذخایر معادل را تأمین کند، برای او اضافه برداشت ثبت می‌شود.

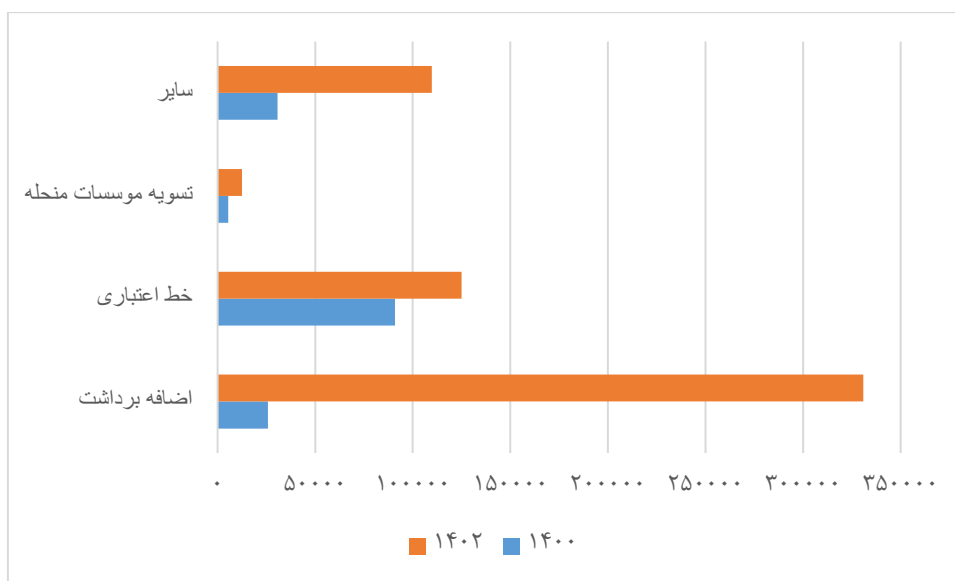
بانک‌های سالم بگذارد؛ به عنوان مثال بانک مرکزی می‌تواند به یک بانک سالم اعتبارات را پرداخت کند، به گونه‌ای که انگیزه‌ها را مدیریت کرده و رفتارهای مثبت را در شبکه بانکی تشویق کند، نه رفتارهای منفی مانند اضافه برداشت. بنابر دلایل ذکر شده، اضافه برداشت منجر به رشد بی‌کیفیت پایه پولی می‌شود که به هیچ عنوان برای بانک مرکزی مطلوب نیست.

همانطور که در نمودار بعد مشاهده می‌شود سهم اضافه برداشت از بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی افزایش یافته است. این سهم که در سال ۱۴۰۰ در حدود ۱۷ درصد بوده است، در پایان سال ۱۴۰۲ به ۵۷ درصد رسیده است. افزایش ۴۰ واحد درصدی که رشدی بی‌کیفیت را در بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی و پایه پولی رقم زده است. در واقع تنها ۴۳ درصد از بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی را خط اعتباری، مانده ریپو و ... تشکیل داده‌اند.



نمودار ۴. سهم اضافه برداشت از بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی به جز سپه، ایران زمین و دی^{۲۱}

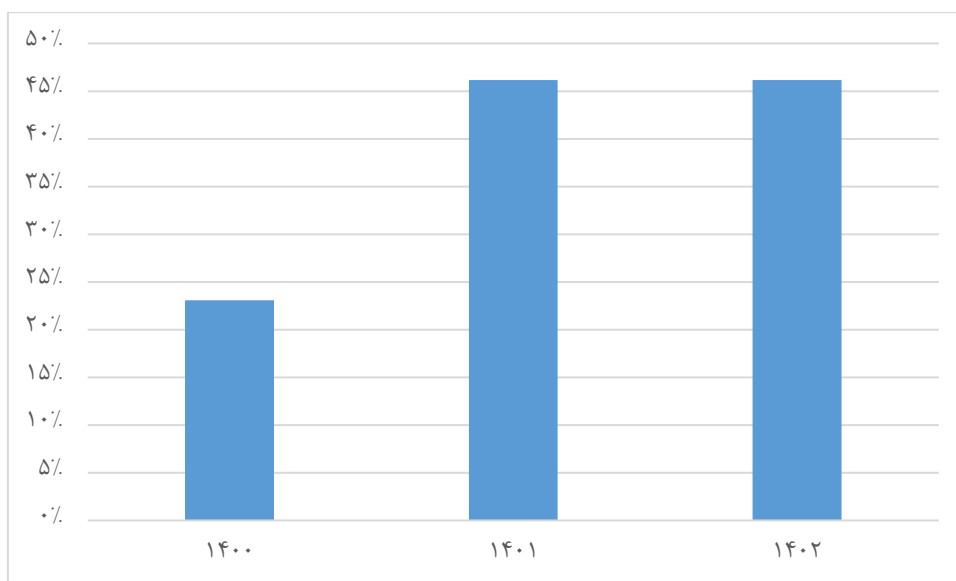
^{۲۱} بر اساس داده‌های صورت‌های مالی حسابرسی شده بانک‌ها در کدال



نمودار ۵. اجزا بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی (ارقام به میلیارد تومان)^{۲۲}

به زعم برخی کارشناسان اضافه برداشت صرفاً ناشی از کژکارکردی بانک‌هاست و ارتباطی با سیاست‌های بانک مرکزی ندارد درحالی که اضافه برداشت می‌تواند دو علت داشته باشد؛ اضافه برداشت هم می‌تواند ناشی از کژکارکردی و عدم مدیریت صحیح پرتفو توسط بانک‌ها باشد و هم می‌تواند به علت رویکرد انقباضی بانک مرکزی در تزریق پایه پولی اتفاق بیفتد. همانطور که در نمودار بعد قابل مشاهده است، نسبت تعداد بانک‌های دارای اضافه برداشت به کل بانک‌ها که در سال ۱۴۰۰ حدود ۲۳ درصد بوده است در سال‌های بعد به ۴۶ درصد رسیده است. البته در این گزارش ترازنامه بانک‌های سپه، دی و ایران زمین مورد بررسی قرار نگرفته‌اند که با لحاظ آن‌ها می‌توان گفت که بیش از ۵۰ درصد بانک‌ها دچار اضافه برداشت شده‌اند. این اضافه برداشت یک کنش جمعی و در سطح کل شبکه بانکی است. منطقاً نمی‌توان این اضافه برداشت را صرفاً به کژکارکردی خود بانک منسوب کرد. می‌توان استدلال کرد که رویکرد انقباضی بانک مرکزی در انتشار ذخایر در اضافه برداشت جمعی شبکه بانکی نقشی به سزا داشته است.

^{۲۲} بر اساس داده‌های صورت‌های مالی حسابرسی شده بانک‌ها در کدال



نمودار ۶. نسبت تعداد بانک‌های دارای اضافه برداشت به کل بانک‌ها^{۲۳}

جدول ۱. بانک‌های دارای اضافه برداشت در انتهای هر سال مالی (به جز دی، ایران زمین و سپه)^{۲۴}

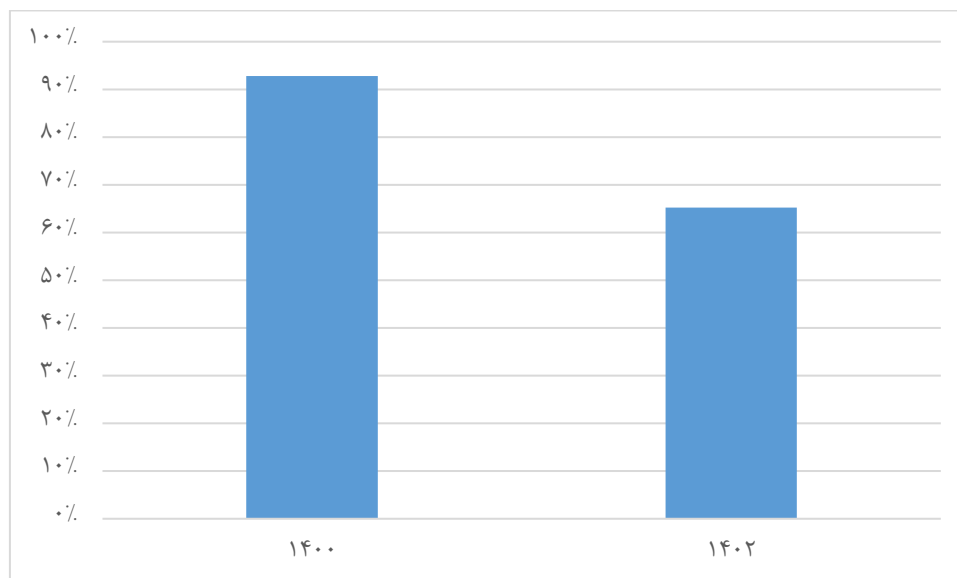
۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰
آینده	آینده	آینده
سرمایه	سرمایه	سرمایه
کشاورزی	کشاورزی	کشاورزی
شهر	شهر	شهر
ملل	ملل	ملل
توسعه صادرات	توسعه صادرات	توسعه صادرات
پاسارگاد	پاسارگاد	—
مسکن	مسکن	—
صنعت و معدن	صنعت و معدن	—
گردشگری	گردشگری	—
ملت	ملت	—
تجارت	رفاه	—

همانطور که در نمودار بعد مشخص است سهم دو بانک آینده و سرمایه و موسسه اعتباری ملل از کل اضافه برداشت شبکه بانکی که در سال ۱۴۰۰ بیش از ۹۰ درصد اضافه برداشت را تشکیل می‌داده است در سال

^{۲۳} بر اساس داده‌های صورت‌های مالی حسابرسی شده بانک‌ها در کدال

^{۲۴} بر اساس داده‌های صورت‌های مالی حسابرسی شده بانک‌ها در کدال

۱۴۰۲ به ۶۰ درصد اضافه برداشت‌ها رسیده است. این نمودار می‌تواند شاهی برای تقویت این استدلال باشد که اضافه برداشت در سال‌های اخیر تنها مربوط به بانک‌ها و موسسات کژکارکرد نبوده است و رفته‌رفته در مجموع شبکه بانکی و بانک‌های سالم نیز گسترش یافته است.



نمودار ۷. سهم سه بانک آینده، سرمایه و ملل از کل اضافه برداشت شبکه بانکی^{۲۵}

کارشناسان اشاره می‌کنند: «یک ظرفیتی که از آن استفاده نشد، ظرفیت انتشار فعالانه پایه پولی بود. زمانی که شما ۲۵ درصد نرخ رشد نقدینگی دارید، حتماً به همین اندازه هم رشد پایه پولی خواهی داشت یا از محل خرید اوراق یا خرید ارز یا ولی بالاخره از یکی از این محل‌ها رشد خواهد کرد. بانک مرکزی باید برای رشد پایه پولی برنامه داشته باشد. اگر بانک مرکزی این انتشار را فعالانه رقم نزنند، منجر به افزایش پایه پولی از طریق اضافه برداشت خواهد شد. این اضافه برداشت ناشی از بی انضباطی بانک نیست این اضافه برداشت ناشی از اشتباه در سیاست پولی است. این یک اضافه برداشت سیستمی است که ناشی از عدم تامین بانک مرکزی است.^{۲۶}»

نهایتاً باید عنوان کرد در اثر جریمه‌ی سیاست کنترل مقداری ترازنامه و برخی سیاست‌های دیگر مانند انتقال حساب واحد خزانه، تقاضای ذخایر در بازار بین بانکی افزایش یافته است اما بانک مرکزی با اتخاذ رفتار انقباضی، عرضه‌ی ذخایر را متناسب با آن افزایش نداده است؛ لذا بانک‌ها نتوانسته‌اند این ذخایر را از محل ذخایر مازاد در بازار بین بانکی یا استقراض از بانک مرکزی تامین کنند. سپرده‌گیری نیز در مجموع شبکه بانکی نمی‌تواند عرضه‌ی ذخایر را افزایش دهد بلکه بازی جمع صفری است که فقط ترکیب بانک‌های دارای ذخایر اضافی را

^{۲۵} بر اساس داده‌های صورت‌های مالی حسابرسی شده بانک‌ها در کدال

^{۲۶} سید علی روحانی، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، آبان ۱۴۰۳

تغییر می‌دهد. لذا پیشی گرفتن تقاضا از عرضه منجر به افزایش نرخ بهره بین بانکی، ایجاد جنگ سپرده بین بانک‌ها و تشدید اضافه برداشت شده است. از محل اضافه برداشت پایه پولی، رشدی بی‌کیفیت را تجربه کرده است.

۱-۲- هزینه‌های سیاست کنترل ترازنامه برای بخش حقیقی اقتصاد

هزینه‌های سیاست کنترل مقداری ترازنامه صرفاً به بخش پولی اقتصاد محدود نمی‌شوند. این سیاست آسیب‌ها و هزینه‌هایی برای بخش حقیقی اقتصاد نیز به همراه داشته است. هرچند که هر سیاست انقباضی دارای هزینه‌هایی برای بخش حقیقی اقتصاد از جمله «رکود» است، اما مجدداً تاکید می‌شود آنچه مراد این مکتوب است نه هزینه‌های طبیعی اجرای یک سیاست انقباضی بلکه هزینه‌هایی است که در اثر اجرای ناقص و ناصحیح سیاست کنترل ترازنامه اتفاق افتاده‌اند.

طی اجرای این سیاست هزینه‌هایی برای بخش حقیقی پدید آمده است که مانند هزینه‌های بخش پولی قابل پیش‌گیری و اجتناب یا لااقل تقلیل اثر بودند. یکی از مهم‌ترین اشکالات اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه عدم توجه سیاست‌گذار به آسیب‌ها و پیامدهای سیاست بر بخش حقیقی یا واقعی اقتصاد بوده است؛ زیرا هر سیاستی در نهایت قرار است که دارای آثار مثبتی بر بخش حقیقی اقتصاد باشد و گرنه دگرگونی متغیرهای اسمی بدون اثر واقعی و ملموس بر روی زمین اقتصاد، تهی از فایده است. این قسمت متمرکز بر سه محور مسئله «برون‌رانی»^{۲۷}، کاهش تسهیلات بلندمدت سرمایه ثابت و افزایش نرخ‌های بهره تامین مالی در اقتصاد است. در ادامه هر کدام از این هزینه‌ها جداگانه بررسی خواهند شد.

۱-۲-۱- برون‌رانی

در ادبیات اقتصادی، اصطلاح «برون‌رانی» کاربردهای متعددی دارد. به عنوان مثال، یکی از موارد استفاده این اصطلاح زمانی است که سرمایه‌گذاری دولت در یک حوزه مشخص به حدی گسترش می‌یابد که فضای سرمایه‌گذاری در آن حوزه برای بخش خصوصی محدود یا غیرممکن می‌شود. در این حالت، گفته می‌شود که بخش خصوصی توسط دولت دچار برون‌رانی شده است؛ به این معنا که حضور دولت به مانعی برای فعالیت بخش خصوصی تبدیل شده و این بخش دیگر نمی‌تواند در آن حوزه سرمایه‌گذاری کند.

²⁷ Crowding-out

اما در این نوشته، منظور از برون‌رانی مطلب دیگری است. در اینجا برون‌رانی به این معناست که با اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه و در نتیجه محدود شدن تسهیلات بانکی و کاهش رشد نقدینگی، سهم گروه‌هایی از تسهیلات بانکی کاهش یافته یا این گروه‌های ذی‌نفع به کلی حذف شده‌اند.

پیش از اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه، انواع مختلفی از مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان در سبد تسهیلات‌دهی حضور داشتند و از منابع بانکی بهره‌مند می‌شدند. اما پس از اجرای این سیاست، رشد تسهیلات به طور ناگزیر کاهش یافته است. بنابراین، همه تسهیلات‌گیرندگانی که پیش‌تر از این منابع استفاده می‌کردند، دیگر قادر به حضور در سبد تسهیلات‌دهی نیستند. به عبارت دیگر، با کوچک‌تر شدن کیک تسهیلات، سهم برخی از تسهیلات‌گیرندگان کاهش یافته و برخی دیگر به کلی از دریافت تسهیلات محروم شده‌اند. مفهوم برون‌رانی در اینجا به دنبال روشن کردن این مسئله است که چه کسانی سهم خود را از تسهیلات بانکی از دست داده‌اند یا سهم آن‌ها کاهش یافته است.

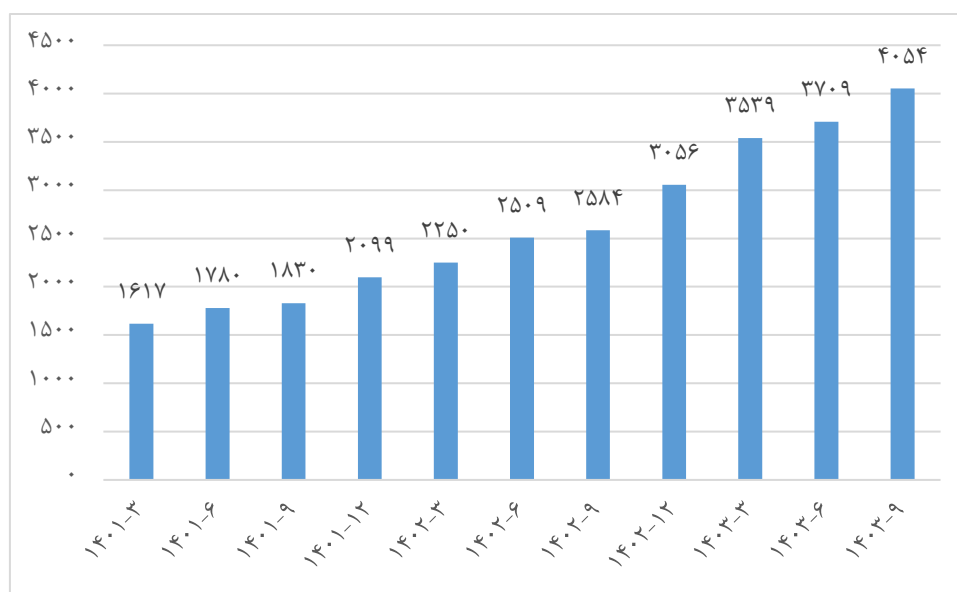
برای پاسخ به این پرسش، تسهیلات‌گیرندگان بر اساس دسته‌بندی‌های مختلفی تفکیک شده‌اند تا مشخص شود برون‌رانی هر گروه به نفع کدام گروه دیگر افتاده است. در نهایت، هدف این است که تحلیلی جامع از مسئله برون‌رانی ارائه شود و تصویر روشنی در ذهن خواننده شکل گیرد. بر همین اساس، در ادامه، مسئله برون‌رانی با سه دسته‌بندی اصلی مورد بررسی قرار می‌گیرد: شرکت‌های کوچک و متوسط در مقابل شرکت‌های بزرگ، شرکت‌های خصوصی در مقابل شرکت‌های دولتی، و شرکت‌های غیرسپرده‌گذار در مقابل شرکت‌های سپرده‌گذار.

۱-۱-۲-۱- شرکت‌های کوچک و متوسط

اولین دسته‌بندی در خصوص شرکت‌های کوچک و متوسط یا اصطلاحاً SMEها در مقابل شرکت‌های بزرگ است. در بررسی مسئله برون‌رانی منطق این است که اگر رشد تسهیلات یک جزء کوچک‌تر از رشد مجموع تسهیلات باشد، آن جزء دچار برون‌رانی به معنای کاهش سهم یا حذف سهم شده است، اگر رشد تسهیلات یک جزء برابر با رشد مجموع تسهیلات باشد، حفظ سهم اتفاق افتاده و اگر رشد تسهیلات یک جزء بزرگ‌تر از رشد مجموع تسهیلات باشد، سهم جزء افزایش یافته است. در دسته‌بندی شرکت‌های بزرگ در مقابل شرکت‌های کوچک و متوسط نیز اگر رشد تسهیلات شرکت‌های بزرگ بیشتر از رشد مجموع تسهیلات باشد، این جزء با افزایش سهم مواجه شده است و در مقابل سهم شرکت‌های کوچک و متوسط کاهش یافته و این شرکت‌ها دچار برون‌رانی شده‌اند.

برای بررسی اینکه سیاست کنترل ترازنامه و کاهش تسهیلات بانکی بیشتر کدامیک از این طرفین را مورد اصابت قرار داده است، از روند تغییرات مانده تسهیلات کلان استفاده شده است. «تسهیلات و تعهدات کلان به

میزانی از تسهیلات دریافتی اشخاص حقیقی و حقوقی اطلاق می‌شود که حداقل ۱۰ درصد سرمایه پایه یک بانک باشد.^{۲۸} از سال ۱۴۰۱ طبق مصوبه‌ای در قانون بودجه از بین این تسهیلات و تعهدات کلان موارد دارای مبلغ بیشتر از ۱۰۰ میلیارد تومان بایست در پایگاه داده بانک مرکزی انتشار یابد. باید به این نکته توجه کرد که آمار داده شده مربوط به مانده تسهیلات است و نه رقم تسهیلات اعطایی. هرچند آمار تسهیلات کلان اعطایی منتشر نمی‌شود اما روند مانده تسهیلات می‌تواند نشانه‌ای از روند تسهیلات اعطایی باشد. چنانچه در نمودار زیر مشخص شده است. مانده تسهیلات کلان از حدود ۱۶۰۰ همت در خردادماه ۱۴۰۱ به حدود ۴۰۰۰ همت در آذرماه ۱۴۰۳ رسیده است.



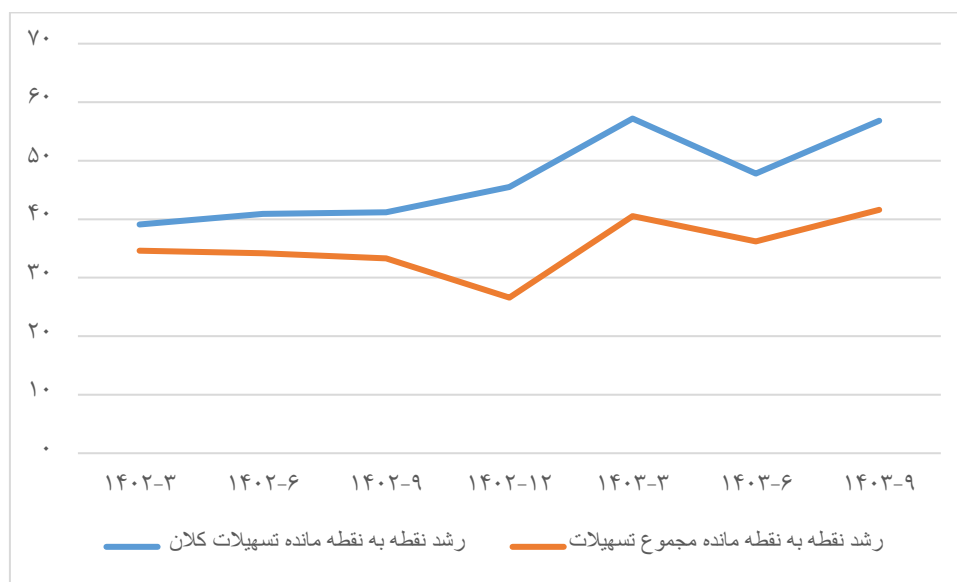
نمودار ۸. مانده تسهیلات کلان (ارقام به هزار میلیارد تومان)^{۲۹}

همچنین در مقایسه با مجموع تسهیلات، نمودار بعد گواهی می‌دهد که از ابتدای سال ۱۴۰۳ که داده‌های رشد نقطه به نقطه تسهیلات کلان موجود است، همواره رشد مانده تسهیلات کلان از رشد مانده مجموع تسهیلات بیشتر بوده است. طی این مدت نمودار آبی رنگ فاصله خود را با نمودار نارنجی رنگ حفظ کرده است. پیش‌تر گفته شد که بیشتر بودن رشد تسهیلات یک جزء از مجموع تسهیلات نشان از این دارد که سهم تسهیلات کلان در سبد تسهیلات‌دهی بیشتر شده است. یعنی به عنوان مثال اگر ۵۰ درصد از کل مانده تسهیلات در ابتدای سال ۱۴۰۱ را تسهیلات کلان تشکیل می‌داد در انتهای سال ۱۴۰۳ این سهم به ۶۰ یا ۷۰ درصد رسیده است. مفهوم مقابل این افزایش سهم برای تسهیلات کلان، کاهش سهم برای تسهیلات غیر کلان یا اصطلاحاً تسهیلات دریافتی شرکت‌های متوسط و کوچک است. به بیان دیگر طی مدت اجرای سیاست کنترل ترازنامه سهم تسهیلات کمتر از ۱۰۰ میلیارد تومان همواره کاهش یافته است و اصابت اصلی این سیاست به این جزء

^{۲۸} بخشنامه تسهیلات و تعهدات کلان

^{۲۹} بر اساس داده‌های خام بانک مرکزی

از سبب تسهیلات‌دهی بوده است. لذا می‌توان جمع‌بندی کرد که پس از اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه، کاهش رشد مانده مجموع تسهیلات از محل کاهش تسهیلات غیرکلان محقق شده است نه تسهیلات کلان و بیشتر از ۱۰۰ میلیارد تومان.



نمودار ۹. رشد نقطه به نقطه مانده تسهیلات کلان و مانده مجموع تسهیلات^{۳۰}

دلیل این پدیده را می‌توان به این صورت توضیح داد که «اساساً تسهیلات به شرکت‌های بزرگ و تسهیلات امهالی کشش‌پذیری کمی نسبت به این سیاست [کنترل مقداری ترازنامه] دارند و به علل مختلف با کاهش همراه نمی‌شوند»^{۳۱}.

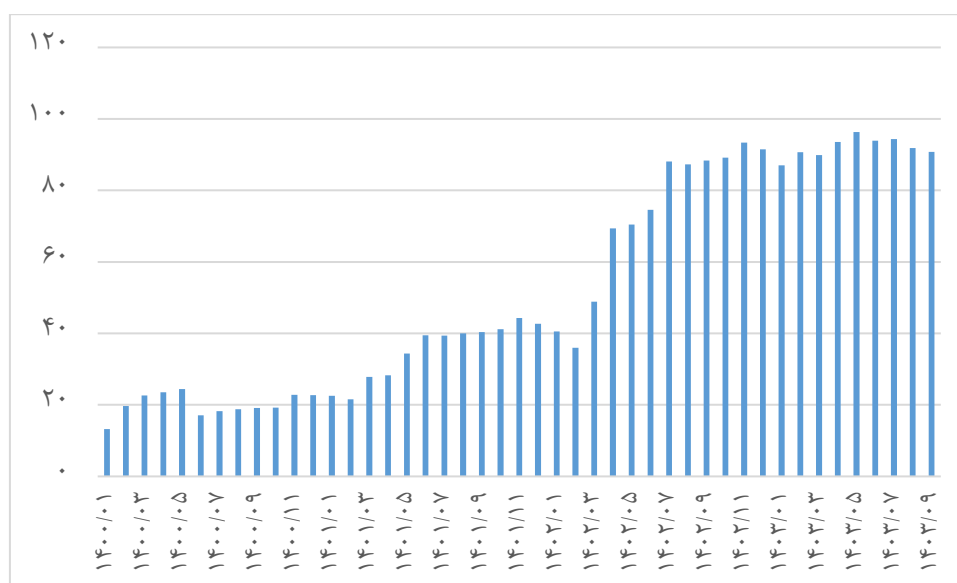
گفتنی است که مشتریان تسهیلات کلان بیشتر شرکت‌های بزرگ هستند و شرکت‌های کوچک و متوسط به دلیل سقف اعتباری محدود و رابطه ضعیف سیاسی، مدیریتی و سهامی با بانک‌ها، بیشتر از تسهیلات زیر ۱۰۰ میلیارد تومان استفاده می‌کنند که در قسمت قبل کاهش آن‌ها مشاهده شد. کاهش تسهیلات شرکت‌های کوچک و متوسط به فعالیت و تولید این شرکت‌ها لطمه خواهد زد. با توجه به ساختار غیرمستحکم بسیاری از این شرکت‌ها، این لطمه خود را با کاهش یا توقف خطوط تولید نمایان خواهد ساخت که تبعات تعدیل نیرو، افزایش بیکاری، کاهش رشد اقتصادی، از بین رفتن برخی زنجیره‌های تولیدی و ... را در پی دارد.

^{۳۰} بر اساس داده‌های خام بانک مرکزی

^{۳۱} طاهر رحیمی، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، ابان ۱۴۰۲

۲-۱-۲-۱- شرکت‌های خصوصی

دسته‌بندی دوم برای تحلیل مسئله‌ی برون‌رانی دسته‌بندی شرکت‌های خصوصی در مقابل شرکت‌های دولتی است. این بسیار مهم است تا دریافته شود که برون‌رانی ایجاد شده، بیشتر در مورد شرکت‌های دولتی صدق می‌کند یا شرکت‌های خصوصی؛ یعنی در جریان کاهش رشد مانده تسهیلات آیا مانده تسهیلات هر دسته متناسب با دیگری کاهش یافته است یا برون‌رانی به ضرر یکی از طرفین اتفاق افتاده است؟ برای سنجش تغییرات تسهیلات شرکت‌های دولتی از قلم مطالبات شبکه بانکی از شرکت‌های دولتی استفاده شده است. هرچند مواردی دیگر علاوه بر تسهیلات در دل این متغیر هستند اما سهم عمده ارقام گزارش شده در این قلم مربوط به تسهیلات این شرکت‌هاست.

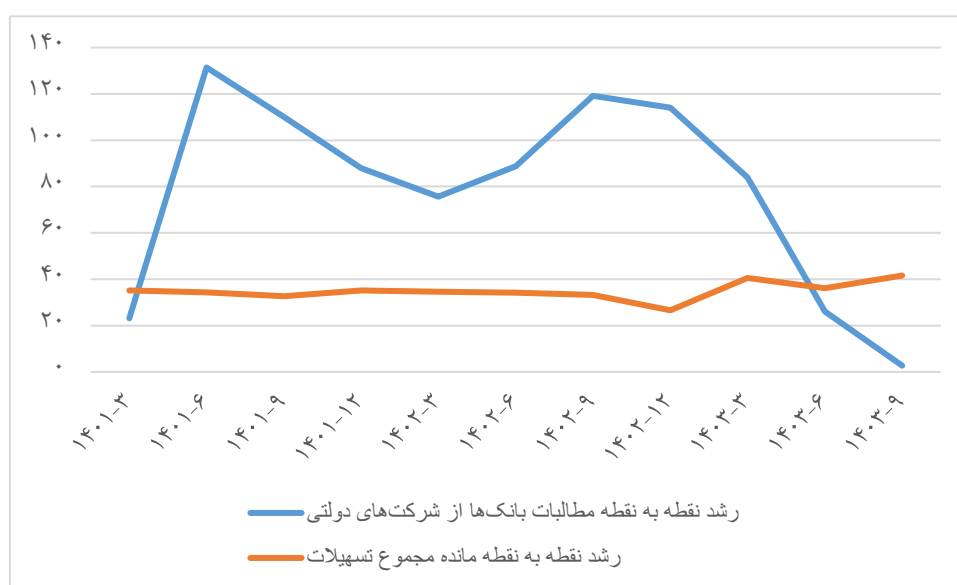


نمودار ۱۰. مطالبات شبکه بانکی از شرکت‌های دولتی (ارقام به هزار میلیارد تومان)^{۳۲}

در نمودار بالا روند تغییرات مطالبات شبکه بانکی از شرکت‌های دولتی نشان داده شده است. مانده مطالبات که در ابتدای سال ۱۴۰۰ حدود ۱۳ همت بوده است در انتهای سال ۱۴۰۲ به ۹۱ همت رسیده است. در نمودار بعد نیز این مهم مشخص است که طی سال ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ مانده تسهیلات شرکت‌های دولتی در ارقام بالایی در حال رشد بوده و فاصله چشم‌گیری با رشد مانده مجموع تسهیلات داشته است. این یعنی در سال‌های ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ سهم شرکت‌های دولتی در سبد تسهیلات‌دهی به سرعت در حال افزایش بوده است و در مقابل آن شرکت‌های خصوصی و بخش خصوصی بازنده این بازی بوده‌اند؛ زیرا افزایش سهم شرکت‌های دولتی به معنای کاهش سهم شرکت‌های خصوصی است.

^{۳۲} بر اساس داده‌های خام بانک مرکزی

اما در سال ۱۴۰۳ روند تغییر می‌کند؛ مانده مطالبات بانک‌ها از شرکت‌های دولتی که در انتهای سال ۱۴۰۲ به میزان ۹۱ همت بوده است در انتهای آذرماه سال ۱۴۰۳ عدد ۹۰ همت را به ثبت رسانیده است. یعنی تقریباً در این سال تسهیلات شرکت‌های دولتی هیچ رشد مثبتی که نداشته بلکه با رشد منفی نیز همراه بوده است. در نمودار پایین نیز مشخص است که از اواسط سال ۱۴۰۳ رشد تسهیلات این شرکت‌ها به شدت کاهش یافته و به زیر سطح رشد مجموع تسهیلات می‌رسد. بدین ترتیب می‌توان گفت تسهیلات شرکت‌های دولتی در سال ۱۴۰۳ به نفع شرکت‌های خصوصی برون‌رانی شده است. در مقام جمع‌بندی اما با مشاهده روند تغییرات تسهیلات از ابتدای سال ۱۴۰۰ تا اواخر سال ۱۴۰۳ این گزاره قابل دفاع است که شرکت‌های دولتی از شرکت‌های خصوصی آسیب کمتری دیده‌اند و کاهش سهم بیشتر متوجه شرکت‌های خصوصی بوده است.



نمودار ۱۱. رشد نقطه به نقطه مانده مطالبات شبکه بانکی از شرکت‌های دولتی^{۳۳}

۱-۲-۳- شرکت‌های غیرسپرده‌گذار

پس از بررسی تغییرات سهم شرکت‌های کوچک و متوسط در مقابل شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های خصوصی در مقابل شرکت‌های دولتی، در این قسمت یک دسته‌بندی جدید ارائه خواهد شد؛ شرکت‌های سپرده‌گذار در مقابل شرکت‌های غیر سپرده‌گذار. شاید در مقام اول این تفکیک بی‌معنی بنظر برسد زیرا همه حساب‌های شرکت‌ها اعم از حساب‌های جاری و سرمایه‌گذاری نزد بانک‌ها هستند و کاهش موجودی حساب یک شرکت نزد بانک الف به معنای افزایش موجودی فرد یا شرکتی دیگر در نزد همان بانک یا بانکی دیگر است. لذا هیچ حسابی خارج از بانک وجود ندارد. با این تفاسیر این تفکیک به چه منظوری ارائه شده است؟

^{۳۳} بر اساس داده‌های خام بانک مرکزی

در اینجا منظور از شرکت‌های سپرده‌گذار، آن دسته از شرکت‌هایی است که از سپرده‌های خود به عنوان یک اهرم فشار برای دریافت تسهیلات استفاده می‌کنند. یعنی در یک بانک سپرده‌گذاری کرده و با بانک توافق می‌کنند که به ازای سپرده‌گذاری، مبلغی از تسهیلات را دریافت کنند. این سپرده‌ها یا به شکل سپرده‌های بهره‌پذیر (شبه پول) هستند یا به شکل سپرده‌های جاری بدون بهره (پول). البته در مورد سپرده‌های بدون بهره چون جابجایی و سیالیت آن برای خروج از بانک بالاست، از طریق مانده یا معدل این سپرده‌ها در حساب بانک توافق انجام خواهد شد. همچنین شواهدی از اعطای سود سپرده توسط بانک به مانده سپرده‌های بدون بهره نیز وجود دارد. اما در این قسمت تنها سپرده‌های بهره‌پذیر یا شبه پول شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته و تمرکزی بر حساب‌های بدون بهره آن‌ها انجام نشده است.

لذا در ادامه ابتدا به بررسی این فرضیه پرداخته خواهد شد که آیا شرکت‌های سپرده‌گذار می‌توانند با اهرم کردن سپرده‌های خود، تسهیلات دریافت کنند یا خیر؟ و سپس با پذیرش این فرضیه، تغییرات تسهیلات این نوع از شرکت‌ها در مقابل شرکت‌های دیگر مورد بحث قرار خواهد گرفت. بدین منظور ۵ شرکت منتخب با مانده سپرده‌های بالا و قابل توجه، مورد بررسی قرار گرفته‌اند. فولاد مبارکه با ۲۶ همت مانده سپرده بهره‌پذیر^{۳۴} در سال ۱۴۰۱، پتروشیمی نوری با ۱۴ همت، پتروشیمی فن‌آوران با ۷ همت، پتروشیمی مارون با ۵ همت و شرکت مواد غذایی کورش با ۱.۶ همت مانده سپرده در سال ۱۴۰۱، شرکت‌های منتخب برای بررسی هستند^{۳۵}.

«این شرکت‌های بزرگ با وجود اینکه سپرده‌های کلان نزد شبکه بانکی دارند، اما از این سپرده‌ها به عنوان سرمایه در گردش استفاده نمی‌کنند و تسهیلات سرمایه در گردش یا تسهیلات جاری خود را از شبکه بانکی اخذ می‌کنند. به عنوان مثال شرکت مواد غذایی کورش که ۱۶۰۰ میلیارد تومان مانده سپرده بهره‌پذیر^{۳۶} در سال ۱۴۰۱ دارد، به میزان ۱۵۰۰ میلیارد مانده تسهیلات جاری سرمایه در گردش دارد؛ سؤال اصلی این است که این شرکت که بیش از نیاز به تسهیلات خود سپرده دارد، چرا از سپرده خود برای تأمین نیاز سرمایه در گردش استفاده نمی‌کند و به دنبال اخذ تسهیلات از شبکه بانکی است؟ این تسهیلات در شرایطی به این شرکت داده می‌شود که سایر بنگاه‌های خرد و متوسط در تنگنای مالی به سر می‌برند.

^{۳۴} این عدد برگرفته شده از قلم سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت در ترازنامه است که هرچند اقلام دیگری غیر از سپرده بانکی را نیز شامل می‌شود اما عمده آن مربوط به سپرده‌گذاری در شبکه بانکی است.

^{۳۵} برای بررسی فرضیه ذکر شده قاعدتاً شرکت‌هایی که سپرده‌های بهره‌پذیر کلان در شبکه بانکی دارند، نمونه‌های بهتری برای بررسی هستند. این موضوع به دلیل میزان اهمیت حجم سپرده‌های ایشان برای بانک‌هاست. زیرا اگر سپرده‌های کلان یک شرکت از بانک خارج شده و به بانک دیگر منتقل شود، برای بانک اول دردسر بسیار بزرگتری است نسبت به زمانی که سپرده‌هایی با حجم کوچک‌تر منتقل شوند. بدین ترتیب سپرده‌های کلان از قدرت اهرم فشاری به مراتب بالاتری از سپرده‌های خرد برخوردار هستند. در این بخش نیز شرکت‌هایی با سپرده‌های کلان برگزیده شده‌اند.

^{۳۶} در این قسمت حساب جاری شرکت که پول‌های مورد نیاز روزانه عملیات شرکت را تشکیل می‌دهد، مورد بررسی قرار نگرفته است.

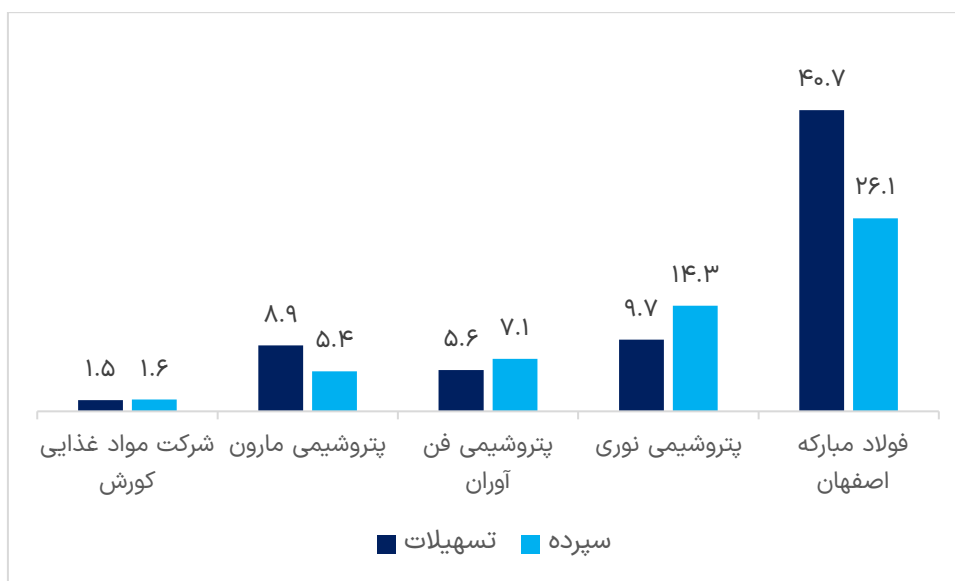
شرکت پتروشیمی مارون که در سال ۱۴۰۱ حدود ۵۴۰۰ میلیارد تومان مانده سپرده داشته است، به میزان ۶۲۰۰ میلیارد تومان مانده تسهیلات جاری در ترازنامه خود ثبت کرده است. دو پتروشیمی نوری و فن‌آوران نیز وضع مشابهی دارند؛ پتروشیمی نوری ۱۴۰۰۰ میلیارد تومان مانده سپرده دارد و در سال ۱۴۰۱ به میزان ۹۷۰۰ میلیارد تومان مانده تسهیلات ثبت کرده است. پتروشیمی فن‌آوران نیز ۷۰۰۰ میلیارد تومان مانده سپرده دارد و ۵۶۰۰ میلیارد تومان مانده تسهیلات جاری برای سرمایه در گردش ثبت کرده است. درنهایت فولاد مبارکه اصفهان با ۲۶۰۰۰ میلیارد تومان مانده سپرده ۴۰۰۰۰ میلیارد تومان مانده تسهیلات ثبت کرده که جزو بزرگ‌ترین تسهیلات‌گیرندگان کلان بوده است.

آمارهای بحث شده چون متعلق به انتهای دوره است، می‌تواند با دو فرضیه بررسی شود؛ فرضیه اول آن است که برخی شرکت‌های بزرگ سپرده‌های خود را اهرم فشار کرده و تسهیلات دریافت می‌کنند و فرضیه دوم آن است که این سنخ شرکت‌ها از محل تسهیلات دریافتی، سپرده‌گذاری می‌کند. هر دو فرضیه در شرایطی که کنترل ترازنامه موجب کاهش تسهیلات برخی بنگاه‌های اقتصادی و تنگنای مالی شدید آن‌ها شده، بهینه نیست. هرچند کارکرد بهینه نظام بانکی برای برطرف کردن نیاز تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی است، اما آنچه مشاهده می‌شود این است که تسهیلات به بنگاه‌هایی اختصاص پیدا می‌کند که خود سپرده‌گذار هستند و اساساً اگر نیاز به تأمین مالی دارند، باید از محل سپرده‌های خود نزد شبکه بانکی تأمین مالی کنند نه آنکه سپرده‌ها را دست‌نخورده باقی بگذارند و آن‌ها را اهرم فشاری برای گرفتن تسهیلات قرار دهند؛ این‌گونه بنگاه‌های اقتصادی که نیاز به تسهیلات ندارند، سهمیه تسهیلات بنگاه‌های اقتصادی که محتاج تسهیلات هستند را به خود اختصاص می‌دهند.^{۳۷}»

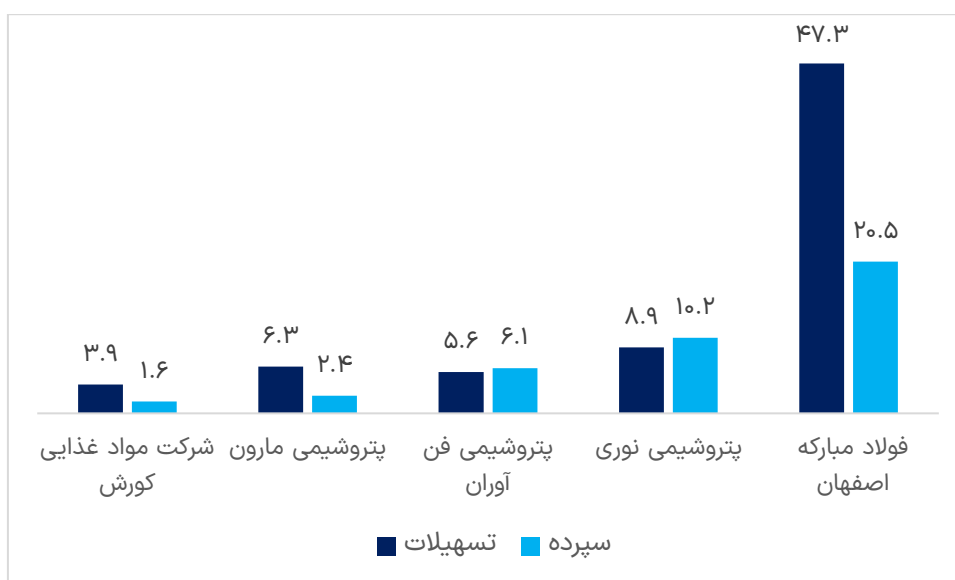
در سال ۱۴۰۲ نیز روند مانند گذشته است؛ هرچند از مانده سپرده و تسهیلات برخی از این بنگاه‌ها کاسته شده اما همچنان این بنگاه‌ها به میزان معناداری مانده سپرده دارند و تسهیلات جاری سرمایه در گردش دریافت می‌کنند. مانده سپرده سرمایه‌گذاری فولاد مبارکه حدود ۲۰ همت، پتروشیمی نوری حدود ۱۰ همت، پتروشیمی فن‌آوران حدود ۶ همت، پتروشیمی مارون حدود ۲ همت و شرکت کورش حدود ۱ همت در سال ۱۴۰۲ ثبت شده است.^{۳۸}

^{۳۷} پایگاه تحلیلی-خبری مسیر اقتصاد، شناسه گزارش؛ ۱۸۰۷۹۸

^{۳۸} ذکر این نکته ضروری بنظر می‌رسد که منظور از تسهیلات جاری، تسهیلاتی است که شرکت برای سرمایه در گردش خود عموماً با مدت زمان کمتر از یکسال دریافت می‌کند. این کلیدواژه با تسهیلات جاری شبکه بانکی که در مقابل غیرجاری قرار می‌گیرد، صرفاً دارای اشتراک لفظی است.



نمودار ۱۲. مانده سپرده سرمایه‌گذاری و مانده تسهیلات در انتهای سال ۱۴۰۱ (ارقام به هزار میلیارد تومان)^{۳۹}

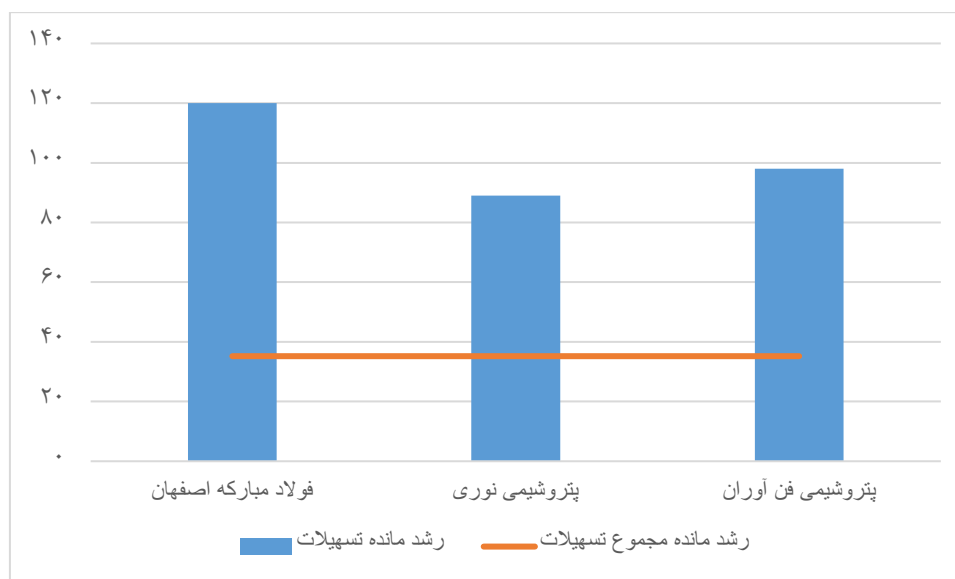


نمودار ۱۳. مانده سپرده سرمایه‌گذاری و مانده تسهیلات در انتهای سال ۱۴۰۲ (ارقام به هزار میلیارد تومان)^{۴۰}

در نمودار بعد تغییرات تسهیلات سرمایه در گردش تعدادی از این شرکت‌ها در سال ۱۴۰۱ مورد بررسی قرار گرفته است. قابل مشاهده است که رشد مانده تسهیلات این شرکت‌ها بالاتر از رشد مانده مجموع تسهیلات شبکه بانکی بوده است که به معنای افزایش سهم شرکت‌های مذکور در سبد تسهیلات‌دهی نظام بانکی است.

^{۳۹} بر اساس صورت‌های مالی منتشر شده در کدال

^{۴۰} بر اساس صورت‌های مالی منتشر شده در کدال



نمودار ۱۴. رشد مانده تسهیلات سرمایه در گردش شرکت‌های منتخب در سال ۱۴۰۱^{۴۱}

افزایش سهم این شرکت‌ها برابر است با کاهش سهم شرکت‌های غیر سپرده‌گذار که به معنای برون‌رانی شرکت‌های غیر سپرده‌گذار توسط شرکت‌های سپرده‌گذار است. پس در مقام جمع‌بندی می‌توان ادعا کرد که بیشتر آسیب سیاست کنترل ترازنامه، کاهش تسهیلات و برون‌رانی متوجه شرکت‌های کوچک و متوسط، شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های غیرسپرده‌گذار شده است. این یعنی شرکت‌های دولتی، شرکت‌های بزرگ و شرکت‌هایی با سپرده‌های کلان برنده سیاست کنترل ترازنامه بوده‌اند. پس از اجرای سیاست کنترل ترازنامه، تعادلی بد میان بانک‌ها و شرکت‌های دارای قدرت شکل گرفته است. قدرتی که ناشی از ارتباطات دولتی، بزرگ بودن، سپرده‌گذار بودن و یا قرار گرفتن در زمره اشخاص مرتبط بانک بوده است، تخصیص و توزیع تسهیلات را تعیین می‌کند. آیا این تعادل و این سبک تخصیص برای سیاست‌گذار پولی مطلوب است؟ اگر پاسخ منفی است، می‌توان اولین هزینه‌ی سیاست کنترل مقداری ترازنامه بر بخش واقعی اقتصاد را این رخداد قلمداد کرد؛ کیفیت بد و توزیع نامتوازن تسهیلات یا برون‌رانی.

۱-۲-۲- کاهش تسهیلات بلندمدت سرمایه ثابت

بررسی حاضر بر تسهیلات بلندمدت سرمایه ثابت دریافتی شرکت‌ها متمرکز است. از همان ابتدا این احتمال وجود داشت که با اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه و پایش مانده رشد ترازنامه بانک‌ها در انتهای ماه، بانک‌ها به اعطای تسهیلاتی روی آورند که کمتر مانده‌دار شوند. دلیل این پیش‌بینی این بود که کنترل ترازنامه، بر مانده تسهیلات تمرکز دارد. بنابراین، با کاهش تسهیلات مانده‌دار، بانک‌ها می‌توانستند در فضایی که مانده

^{۴۱} بر اساس صورت‌های مالی منتشر شده در کدال

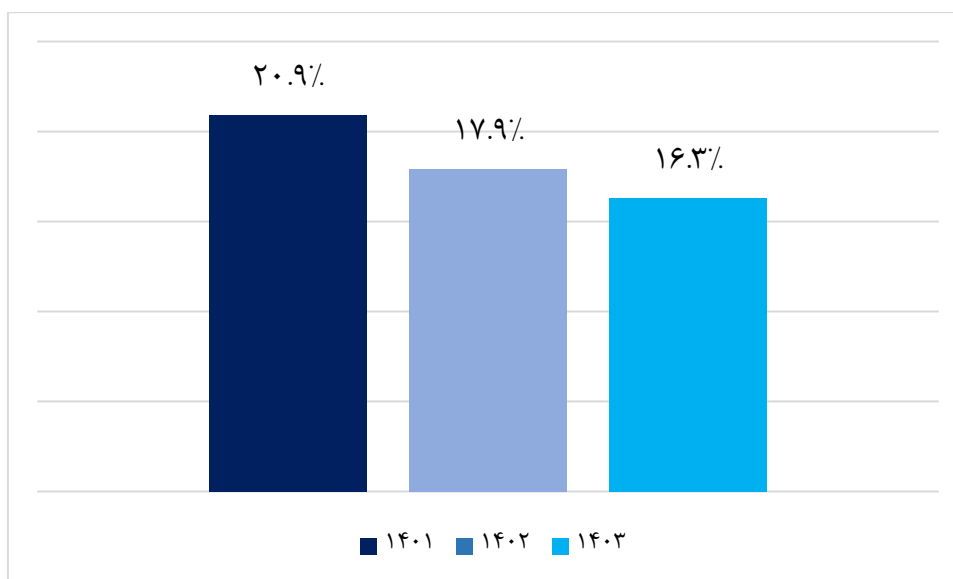
ترازنامه خود را محدود نگه داشته‌اند، همچنان به تسهیلات‌دهی ادامه دهند. این رویکرد همچنین ریسک جرایم ناشی از تخلف در سیاست کنترل مقداری ترازنامه را برای آنها کاهش می‌دهد.

با این منطق، انگیزه بانک‌ها برای اعطای تسهیلات بلندمدت و مانده‌دارشونده کاهش می‌یافت و در عوض، تمایل آن‌ها به خلق تسهیلات کوتاه‌مدت که در دوره‌های فصلی، ۶ ماهه و سالانه مانده کمتری به جا می‌گذارد، افزایش می‌یافت. تسهیلات ایجاد و توسعه، از جمله تسهیلات بلندمدت هستند که تا بازگشت کامل و محو شدن، مانده تسهیلات قابل توجهی در ترازنامه بانک ایجاد می‌کنند. این فرضیه با استفاده از داده‌ها آزمایش شد. همان‌طور که در نمودار بعدی مشخص است، سهم تسهیلات ایجاد و توسعه از کل تسهیلات پرداختی در سال ۱۴۰۱ حدود ۲۰ درصد، معادل یک پنجم کل وام‌ها بود که در سال ۱۴۰۲ به ۱۷ درصد و در سال ۱۴۰۳ به ۱۶ درصد کاهش یافته است. این کاهش معادل ۴.۶ درصد نشان‌دهنده برون‌رانی این تسهیلات به نفع دیگر تسهیلات است.

مطلبی که کارشناسان نیز آن را تأیید می‌کنند: «در زمان اجرای سیاست کنترل ترازنامه پرتفوی بانک‌ها دچار تغییراتی شده است، مثلاً به خاطر محدودیت‌های کنترل ترازنامه، بانک‌ها به سمت اعطای وام‌های کوتاه‌مدت رفته‌اند. انگیزه بانک‌ها برای اعطای وام‌های زیر یک ماه بالاست. اگر پیش از این سیاست تعداد محدودی از بانک‌ها دارای این نوع از کسب و کار بوده‌اند، بعد از این سیاست تعداد بیشتری به این سمت مایل شده‌اند»^{۴۲}.

تسهیلات ایجاد و توسعه که سرمایه‌گذاری لازم برای رشد و نمو هر صنعت را فراهم می‌کنند، در صورت کاهش می‌توانند مسیر توسعه اقتصاد را مختل کنند. در شرایطی که تمایل بانک‌ها به اعطای تسهیلات بلندمدت کاهش یافته است، برخی از شرکت‌ها نیازهای خود را از طریق اخذ تسهیلات کوتاه‌مدت تأمین می‌کنند که این موضوع می‌تواند برای آنها در پرداخت اقساط به بانک مشکلاتی به وجود آورد.

^{۴۲} سید عباس عباسپور، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، اسفند ۱۴۰۳



نمودار ۱۵. سهم تسهیلات ایجاد و توسعه از کل تسهیلات پرداختی^{۴۳}

۱-۲-۳- افزایش هزینه تامین مالی در اقتصاد

هزینه‌ی سوم سیاست کنترل مقداری ترازنامه بر بخش حقیقی اقتصاد، افزایش هزینه تامین مالی در اقتصاد است. نرخ‌های تامین مالی مختلفی در اقتصاد وجود دارد از نرخ تسهیلات بانکی گرفته تا نرخ بهره اوراق بدهی و نرخ‌های بهره آزاد وثیقه‌دار و بدون وثیقه. برخی از این نرخ‌های بهره مانند نرخ بهره تسهیلات توسط دولت کنترل شده‌اند و تغییرات آن در ارقام رسمی قابل مشاهده نیست. از برخی نرخ‌های دیگر نیز مانند نرخ‌های بهره آزاد وثیقه‌دار و بدون وثیقه آمار و داده قابل اتکایی وجود ندارد و ارقام بیان شده برای این نرخ‌ها صرفاً مشاهدات تجربی افراد مختلف است. اما در این بین نرخ اوراق بدهی دولت از جمله نرخ اوراق اخزا و اراد جزء مواردی است که در بازار بدهی به صورت بازاری از طریق عرضه و تقاضای فعالان بازار تعیین می‌شود. همچنین به دلیل رویه و سازکار بازار بدهی اطلاعات شفاف آن وجود دارد و به صورت مداوم به‌روز رسانی می‌شود.

لذا نرخ بهره اوراق اخزا و اراد جزء مواردی است که هم مشاهده‌پذیر است و هم به دلیل سازکار بازاری تغییرات آن در ارقام رسمی قابل مشاهده است. از این رو نرخ بهره این اوراق به عنوان متغیر نرخ بهره تامین مالی در اقتصاد در این گزارش برگزیده شده است. از طرفی به دلیل ارتباط وسیع نرخ‌های بهره در اقتصاد، تغییرات این نرخ، تغییرات سایر نرخ‌های بهره در اقتصاد را نیز نمایندگی می‌کند.

در این گزارش نرخ اوراق اخزا ۱۰۱ مورد بررسی قرار گرفته است. همانطور که در نمودار قابل ملاحظه است، نرخ موثر بازده تا سررسید این اوراق از حدود ۲۷ درصد در سال ۱۴۰۱ به حدود ۳۴ درصد در سال ۱۴۰۴ رسیده است که نشان از افزایشی حدود ۷ واحد درصد در کمتر از ۳ سال دارد. همانطور که گفته شد افزایش

^{۴۳} بر اساس داده‌های خام بانک مرکزی

نرخ بهره اخزا، افزایش سایر نرخ‌های بهره در اقتصاد را نیز نمایندگی می‌کند. بدین ترتیب می‌توان گفت نرخ بهره تامین مالی در مدت اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه افزایش یافته است که تبعات مخربی از جمله افزایش هزینه‌های تولید، رکود و ورشکستگی بنگاه‌ها، از صرفه افتادن فعالیت‌های تولیدی و ... را در کشور به دنبال دارد.



نمودار ۱۶. نرخ موثر بازده تا سررسید (YTM) اوراق اخزا ۴۴۱۰۱

اما سیاست کنترل مقداری ترازنامه چگونه می‌تواند نرخ بهره اوراق دولتی در بازار بدهی را افزایش دهد؟ پاسخ به این سوال دو جنبه دارد. جنبه اول آن است که با کاهش رشد نقدینگی به نسبت تورم طبعاً مانده نقدینگی حقیقی در اقتصاد کاهش خواهد یافت که این کاهش عرضه نقدینگی، قاعدتاً افزایش نرخ تامین مالی در همه بازارها را نیز به دنبال دارد. یکی از این بازارها بازار بدهی است که نرخ اوراق بدهی دولتی در آن افزایش می‌یابد. اما مسئله به همینجا ختم نمی‌شود. جنبه دوم افزایش نرخ بهره اوراق بدهی دولتی آن است که بانک‌ها ذخایر مکفی در اختیار ندارند! در قسمت‌های پیشین فصل گفته شد وقتی بانک‌ها نمی‌توانند ذخایر موردنیاز خود را از بازار بین بانکی تامین کنند به سپرده‌دزدی از یکدیگر می‌افتند. یک نوع از سپرده‌دزدی فروش اوراق در بازار بدهی است.

وقتی بانک کسری نقدینگی و ذخایر دارد، اوراق خود را در بازار بدهی می‌فروشد. فروش اوراق سپرده و ذخایر را به این بانک وارد می‌کند. سپرده و ذخایری که قبل از این در نزد بانک دیگری بوده است. یعنی در واقع بانک

از طریق فروش اوراق، سپرده را از سایر بانک‌ها جذب کرده است و دچار همان بازی جمع صفر توضیح داده شده در قسمت قبل شده است.^{۴۵}

کارشناسان اینطور تبیین می‌کنند: «وقتی مشکل کسری نقدینگی و ذخایر برای بانک جدی می‌شود، بانک بیشتر به فروش اوراق نیازمند است. بنابراین اوراق را با قیمت کمتری در بازار بدهی می‌فروشد که قیمت کمتر همان نرخ بهره بالاتر است. زیرا YTM اوراق را بالا می‌برد. قیمت و نرخ بهره در بازار بدهی معکوس یکدیگرند. در نتیجه یکی از عوامل رشد نرخ اوراق اخزا در بازار بدهی، انقباض ذخایر توسط بانک مرکزی در بازار بین بانکی بوده است.^{۴۶}»

اجرای غلط سیاست کنترل مقداری ترازنامه همراه با انقباض در لایه‌ی پایه پولی بر آتش افزایش نرخ بهره تامین مالی در اقتصاد دمیده است. البته نباید از اجرای سیاست‌های غلطی مانند گواهی سپرده خاص ۳۰ درصدی نیز غافل شد. سیاستی که با بالا بردن نرخ بهره بدون ریسک منجر به افزایش تمام نرخ‌های بهره در اقتصاد شده است. همانطور که در نمودار نیز قابل مشاهده است، پس از بهمن سال ۱۴۰۲ یعنی موعد انتشار گواهی خاص سپرده ۳۰ درصدی، نرخ بهره اخزا عددی زیر ۳۰ درصد را مشاهده نکرده است.

اعتقاد کارشناسان بر این است که «گواهی سپرده خاص ۳۰ درصدی مانند ماشه عمل کرد. ماشه تفنگی که نامش عرضه‌ی انفعالی پایه پولی در زمان اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه بود.^{۴۷}»

۳-۱- جمع‌بندی فصل

در این فصل به هزینه‌های سیاست کنترل مقداری ترازنامه بر بخش پولی و حقیقی اقتصاد پرداخته شد. هزینه‌هایی که ناشی از اجرای غلط سیاست کنترل مقداری ترازنامه و مرتبط با اجرای سیاست‌های نادرست و متعارض با این سیاست از جمله «انقباض در لایه‌ی پایه پولی» و «انتشار گواهی سپرده خاص ۳۰ درصدی» بود. افزایش در نرخ بهره بین بانکی، شکل‌گیری جنگ سپرده و اضافه برداشت جمعی از جمله هزینه‌های این سیاست بر بخش پولی اقتصاد و همچنین مسئله برون‌رانی، کاهش تسهیلات سرمایه ثابت و افزایش هزینه تامین مالی از جمله هزینه‌های این سیاست بر بخش حقیقی اقتصاد بوده است. هزینه‌هایی که می‌توانستند به وقوع نپیوندند یا شدت آن‌ها تقلیل یابد. در فصل‌های بعد به بررسی این نکته پرداخته خواهد شد که آیا راه‌حلی برای پوشش هزینه‌های این سیاست در آینده وجود دارد یا خیر؟ همچنین عوارض احتمالی راه‌حل مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و ارزیابی خواهد شد.

^{۴۵} البته شاید خریدار اوراق در خود بانک حساب داشته باشد که در این شرایط بانک محو سپرده کرده و نیاز به ذخایر قانونی و احتیاطی او کاهش می‌یابد.

^{۴۶} میلاد سالمی، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، فروردین ۱۴۰۴

^{۴۷} سید علی روحانی، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، آبان ۱۴۰۳

فصل ۲. عرضه فعالانه ذخایر بانکی

در فصل قبل نشان داده شد که اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه بدون هزینه نبوده است. افزایش نرخ بهره بین بانکی، جنگ سپرده و اضافه برداشت از جمله هزینه‌های اجرای این سیاست برای بخش پولی اقتصاد و برون‌رانی و افزایش هزینه تامین مالی از جمله هزینه‌ها برای بخش حقیقی اقتصاد بوده‌اند. این گزارش در صدد معرفی یکی از مکمل‌های سیاست کنترل ترازنامه است که در صورت اجرا می‌تواند آسیب‌های این سیاست را کاهش دهد. این مکمل «عرضه فعالانه ذخایر بانکی» نام دارد. در ادامه ضمن تعریف، ویژگی‌های جامع و مانع آن توضیح داده خواهد شد.

۲-۱- چابستی عرضه فعالانه ذخایر بانکی از طریق انتشار هدفمند پایه پولی

یکی از مکمل‌هایی که می‌توان برای سیاست کنترل مقداری ترازنامه در نظر گرفت، «عرضه فعالانه ذخایر بانکی» از طریق انتشار هدفمند پایه پولی است. عرضه فعالانه ذخایر بانکی عبارت است از «برنامه‌ریزی فعالانه بانک مرکزی برای انتشار پایه پولی متناسب با هدف نقدینگی تعیین شده و استفاده از ظرفیت‌های آن در تامین مالی طرح‌های پیشران و توسعه‌ای کشور».

این تعریف شامل ویژگی‌هایی است که آن را جامع و مانع می‌کند. ویژگی اول این تعریف آن است که اساساً موضوع انتشار هدفمند پایه پولی، متغیر پایه پولی است. به عبارت دیگر سازکار مذکور منحصر و متمرکز بر انتشار ذخایر بانک مرکزی متناسب با هدف نقدینگی است. این صورت‌بندی طبعاً اقداماتی که بدون ارتباط با پایه پولی انجام می‌شوند را از تعریف خود خارج می‌کند، هرچند این اقدامات منجر به راه‌اندازی طرح‌های توسعه‌ای در کشور شوند. ویژگی دوم تاکید بر برنامه‌ریزی فعالانه توسط بانک مرکزی است؛ یعنی سازکار پیشنهادی به دنبال این است که بانک مرکزی برای انتشار پایه پولی خود فعالانه برنامه‌ریزی کند. این اتفاق دقیقاً در جهت عکس رشد منفعلانه پایه پولی از طریق اضافه برداشت است. ویژگی سوم این است که ایده نام‌برده دارای ظرفیت‌هایی جهت تحقق اهداف توسعه‌ای از طریق تامین مالی طرح‌های پیشران اقتصاد است. این ویژگی مشخص می‌کند که تامین مالی طرح‌های پیشران هدف فرعی این سازکار است و ویژگی انتشار فعالانه پایه پولی است که می‌تواند هدف اصلی لقب بگیرد. حال چون این هدف اصلی یعنی انتشار فعالانه پایه پولی توسط بانک مرکزی دارای ظرفیتی برای تامین مالی طرح‌های توسعه‌ای اقتصاد است، بهتر است ظرفیت آن مغفول واقع نشود. اما عدم غفلت از ظرفیت‌های انتشار فعالانه پایه پولی برای تامین مالی توسعه نباید به این ختم شود که هدف اصلی به محاق برود. در ادامه برای آنکه تصویر دقیق‌تری از چگونگی اجرای سازکار در ذهن شکل بگیرد، سازکار فنی و ترازنامه‌ای آن با ذکر مثال مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

۲-۲- سازکار فنی و ترازنامه‌ای انتشار هدفمند پایه پولی

بررسی سازکار فنی و ترازنامه‌ای انتشار هدفمند پایه پولی می‌تواند به روشن‌تر شدن بحث کمک کند. فرض کنید که در اقتصادی هستیم که فقط دو بانک تجاری به علاوه بانک مرکزی حضور دارند. همچنین سپرده‌ها از هیچکدام از این دو بانک خارج نمی‌شود. با این دو فرض ترازنامه بانک مرکزی و این دو بانک را به صورت فرضی ترسیم می‌کنیم.

جدول ۲. ترازنامه بانک نمونه الف (در زمان t_0)

دارایی		بدهی	
وام	۱۲۵۰	سپرده	۱۵۰۰
موجودی نقد	۱۰۰		
سپرده قانونی	۱۵۰		
	۱۵۰۰		۱۵۰۰

ترازنامه بانک نمونه الف در زمان اولیه نشان می‌دهد که این بانک به میزان ۱۵۰۰ واحد سپرده دارد. با فرض نرخ ذخایر قانونی ۱۰ درصدی سپرده قانونی که بانک ملزم به نگهداری است در حدود ۱۵۰ واحد است. این بانک ۱۲۵۰ واحد وام اعطا کرده و ۱۰۰ واحد نیز موجودی نقد دارد^{۴۸}.

جدول ۳. ترازنامه بانک نمونه ب (در زمان t_0)

دارایی		بدهی	
وام	۴۰۰	سپرده	۵۰۰
موجودی نقد	۵۰		
سپرده قانونی	۵۰		
	۵۰۰		۵۰۰

بانک ب نیز در ترازنامه‌ای مشابه ۵۰۰ واحد سپرده، ۴۰۰ واحد وام، ۵۰ واحد موجودی نقد و بخاطر نرخ ذخایر ۱۰ درصدی، ۵۰ واحد سپرده قانونی دارد. با این تفاسیر ترازنامه بانک مرکزی به این شکل صورت‌بندی می‌شود که سمت بدهی‌ها ۲۰۰ واحد سپرده قانونی (۵۰ + ۱۵۰) و ۱۵۰ واحد سپرده اضافی (۵۰ + ۱۰۰) وجود دارد. در سمت دارایی‌ها نیز به عنوان مثال قلم مطالبات از دولت قرار داده شده که شامل ۳۵۰ واحد است.

^{۴۸} البته این بانک ابتدائاً ۲۵۰ واحد موجودی نقد داشته که ۱۵۰ واحد به سپرده قانونی منتقل شده است.

جدول ۴. ترازنامه بانک مرکزی (در زمان t_0)

دارایی	بدهی
مطالبات از دولت ۳۵۰	سپرده قانونی ۲۰۰
	سپرده اضافی ۱۵۰
۳۵۰	۳۵۰

حال اگر بانک مرکزی تصمیم بگیرد سیاست کنترل مقداری ترازنامه را اجرا کند، بایست حد مشخصی را برای رشد این دو بانک در نظر بگیرد. فرض شود که حد رشد بانک «الف» ۱۰۰۰ واحد و حد رشد بانک ب ۷۰۰ واحد است. بانک الف ۱۰۰۰ واحد ترازنامه خود را از طریق وامدهی رشد می‌دهد. میزان سپرده‌ها به ۲۵۰۰ واحد می‌رسد. لذا بانک به ۲۵۰ واحد سپرده قانونی نیاز دارد. در نتیجه موجودی نقد صفر می‌شود و ۱۰۰ واحد به سپرده‌های قانونی این بانک اضافه خواهد شد.

جدول ۵. ترازنامه بانک نمونه الف (در زمان t_1)

دارایی	بدهی
وام ۲۲۵۰	سپرده ۲۵۰۰
موجودی نقد ۰	
سپرده قانونی ۲۵۰	
۲۵۰۰	۲۵۰۰

بانک «ب» که می‌تواند ترازنامه خود را ۷۰۰ واحد بزرگ کند، به همین میزان وامدهی خود را افزایش می‌دهد. پس از این بانک ب ۱۲۰۰ واحد سپرده خواهد داشت که سپرده قانونی ما به ازای آن ۱۲۰ واحد است. بانک برای فراهم کردن ۱۲۰ واحد ذخایر قانونی نیاز به ۷۰ واحد ذخایر دیگر دارد تا به ۵۰ واحد قبل خود اضافه کند. ۵۰ واحد دیگر را از موجودی نقد خود استفاده می‌کند اما هنوز ۲۰ واحد کسری دارد. اولین روش جذب سپرده از بانک الف است که طبق فرض امکان‌ناپذیر است^{۴۹}. این بانک در گام دوم باید از بازار بین بانکی این ذخایر را تامین کند اما چون خود بانک الف نیز ذخیره‌ای اضافی ندارد، نمی‌تواند مشکل بانک ب را حل کند.

^{۴۹} فرض عدم امکان جذب سپرده از بانک دیگر به دلیل آن است که یک بازی جمع صفر در شبکه بانکی انجام می‌شود و هرچند مشکل یک بانک را برطرف می‌کند اما بانک دیگر را با کسری مآجه می‌کند. یعنی در یک نگاه کلان و از سمت سیاست‌گذار جذب سپرده دردی را از مجموع شبکه بانکی دوا نخواهد کرد.

سومین راه استقراض از بانک مرکزی به شکل ریپو یا اعتبارگیری قاعده‌مند است. اما اگر بانک مرکزی درخواست بانک را اجابت نکند، چه اتفاقی خواهد افتاد؟ بانک مجبور به اضافه برداشت خواهد شد.

جدول ۶. ترازنامه بانک نمونه ب (در زمان t_1)

دارایی	بدهی
وام ۱۱۰۰	سپرده ۱۲۰۰
موجودی نقد ۰	اضافه برداشت ۲۰
سپرده قانونی ۱۲۰	
۱۲۲۰	۱۲۲۰

ثبت اضافه برداشت برای بانک ب در شرایطی اتفاق افتاد که بقیه راه‌های تامین ذخایر برای تودیع ذخایر قانونی برای این بانک بسته بود. تحولات اتفاق افتاده در ترازنامه بانک مرکزی نیز به شرح زیر است؛ سپرده قانونی برابر با ۳۷۰ واحد، مطالبات از دولت برابر با همان ۳۵۰ واحد و اضافه برداشت برابر با ۲۰ واحد.

جدول ۷. ترازنامه بانک مرکزی (در زمان t_1)

دارایی	بدهی
مطالبات از دولت ۳۵۰	سپرده قانونی ۳۷۰
اضافه برداشت ۲۰	
۳۷۰	۳۷۰

حال اگر بانک مرکزی تصمیم بگیرد همراه با اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه، سازگار انتشار هدفمند پایه پولی را نیز اجرا کند، چه تغییری در ترازنامه خود بانک مرکزی و بانک‌های الف و ب اتفاق خواهد افتاد؟ ابتدا از ترازنامه بانک مرکزی شروع می‌کنیم. بانک مرکزی همزمان با اعلام حد رشد ترازنامه، به بانک الف که یک بانک خوب و سالم است، ۲۰ واحد خط اعتباری می‌دهد. ترازنامه بانک مرکزی به شکل زیر تغییر می‌کند.

جدول ۸. ترازنامه بانک مرکزی (در زمان t_2)

دارایی	بدهی
مطالبات از دولت ۳۵۰	سپرده قانونی ۳۵۰
مطالبات از بانک الف ۲۰	سپرده اضافی ۲۰
۳۷۰	۳۷۰

بانک الف در حدود مقرر ترازنامه خود را رشد می‌دهد. میزان سپرده قانونی مورد نیاز این بانک ۲۵۰ همت است و ۲۰ واحد نیز ذخایر اضافی از محل خط اعتباری بانک مرکزی دارد. اگر بانک الف این ۲۰ واحد را به بانک ب در بازار بین بانکی قرض دهد، ترازنامه این بانک به شکل زیر تغییر می‌کند. تفاوتی که این سناریو با حالت قبل پیدا کرده است، این است که ۲۰ واحد ترازنامه این بانک بیشتر از حالت قبل رشد کرده است.

جدول ۹. ترازنامه بانک نمونه الف (در زمان t_2)

دارایی	بدهی
وام ۲۲۵۰	سپرده ۲۵۰۰
موجودی نقد ۰	بدهی به بانک مرکزی ۲۰
سپرده قانونی ۲۵۰	
مطالبات از بانک ب ۲۰	
۲۵۲۰	۲۵۲۰

ترازنامه بانک ب نیز تغییر خواهد کرد. تفاوت ترازنامه بانک ب با حالت قبل این است که این بانک دیگر اضافه برداشتی ندارد و آن را از بازار بین بانکی و در نهایت از ذخایر اضافی بانک الف تامین کرده است. در واقع اگر بانک مرکزی که تنها عرضه‌کننده واقعی^{۵۰} در بازار بین بانکی است، ذخایر متناسب را در بازار بین بانکی از طریق خطوط اعتباری قرار دهد، از اضافه برداشت جمعی شبکه بانکی جلوگیری خواهد شد.

جدول ۱۰. ترازنامه بانک نمونه ب (در زمان t_2)

دارایی	بدهی
وام ۱۱۰۰	سپرده ۱۲۰۰
موجودی نقد ۰	بدهی به بانک الف ۲۰
سپرده قانونی ۱۲۰	
۱۲۲۰	۱۲۲۰

در این روش تزریق فعالانه ذخایر، تنها سوال و چالش احتمالی، افزایش ۲۰ واحد ترازنامه شبکه بانکی بیش از حدود تعیین شده توسط بانک مرکزی است که این نیز مشکلی قابل حل است. بانک مرکزی می‌تواند ۲۰ واحد اضافی را از شمول کنترل ترازنامه خارج کند یا ضمن اعطای خط اعتباری به بانک الف از این بانک بخواهد که

^{۵۰} زیرا عرضه‌ی سایر بانک‌ها جابجایی ذخایر و بازی جمع صفر است.

۲۰ واحد کمتر تسهیلات اعطا کند تا حدود ترازنامه‌ای بانک مرکزی نیز حفظ شود. این اتفاق در جدول زیر گزارش شده است.

جدول ۱۱. ترازنامه بانک نمونه الف (در زمان t₃)

دارایی		بدهی	
وام	۲۲۳۰	سپرده	۲۴۸۰
موجودی نقد	۲	بدهی به بانک مرکزی	۲۰
سپرده قانونی	۲۴۸		
مطالبات از بانک ب	۲۰		
	۲۵۰۰		۲۵۰۰

لذا می‌توان گفت که تزریق فعالانه ذخایر می‌تواند به رشد نقدینگی فراتر از حدود تعیین شده منجر نشود و یا اندکی رشد نقدینگی هدفگذاری شده را رشد دهد. در مورد پایه پولی نیز می‌توان گفت که مقدار پایه پولی چه در حالت اضافه برداشت و چه در حالت انتشار هدفمند پایه پولی به یک اندازه یعنی همان ۳۷۰ واحد است. تفاوت در کیفیت این ۳۷۰ واحد است که در حالت اضافه برداشت یک رشد بی‌کیفیت همراه با تشویق بانک بد و به صورت منفعلانه اتفاق افتاده است اما در حالت انتشار هدفمند پایه پولی به صورت فعالانه، همراه با تشویق بانک خوب و به صورت باکیفیت رخ داده است. در مقام جمع‌بندی می‌توان گفت که انتشار هدفمند پایه پولی منجر به افزایش نقدینگی و پایه پولی نخواهد شد و متعاقباً تورمی از این محل نیز به وجود نخواهد آورد.

۲-۳- مکمل اجرای سازکار انتشار هدفمند پایه پولی

موارد گفته شده در قسمت قبل با این فرض در نظر گرفته شده است که بانک‌ها حدود سیاست کنترل مقداری ترازنامه را رعایت می‌کنند یا در صورت تخلف با جریمه سنگین توسط بانک مرکزی روبرو می‌شوند. تا قبل از بخشنامه جدید ضوابط ناظر بر کنترل مقداری ترازنامه مورخ ۳۱ شهریور ۱۴۰۴، جریمه سیاست کنترل ترازنامه، افزایش در نرخ ذخایر قانونی بود که به دلیل ماهیت خودکار^{۵۱} اضافه برداشت در نظام بانکی ایران^{۵۲}، بازدارندگی کمی برای بانک‌ها داشت. لذا لازم بود به عنوان مکمل اجرای سازکار انتشار هدفمند پایه پولی جریمه این سیاست از افزایش در نرخ ذخایر گام فراتر نهاده و مواردی دیگر را نیز در برگیرد. پس از بخشنامه جدید، با تکمیل جریمه‌ی سیاست کنترل ترازنامه از صرف افزایش نرخ ذخایر قانونی به مواردی همچون الزام هیات

^{۵۱} Automatic

^{۵۲} در فصل ابتدایی به تفصیل توضیح داده شد.

مدیره به تغییر تمام یا بخشی از اعضای هیات عامل، الزام مجمع عمومی به تغییر تمام یا بخشی از اعضای هیات مدیره و دیگر جرایم بازدارنده، این سازکار منجر به افزایش رشد پایه پولی نشده و به اهداف سیاست‌گذار در رشد نقدینگی لطمه نخواهد زد.

۲-۴- اثرات انتشار هدفمند پایه پولی

پیش‌تر گفته شد که انتشار هدفمند پایه پولی یک مکمل برای کاهش هزینه‌های سیاست کنترل ترازنامه است. حال پس از آنکه سازکار فنی و ترازنامه‌ای آن بحث شد، باید توضیح داد که این سازکار چگونه هزینه‌های عنوان شده در فصل قبل را تقلیل خواهد داد یا از بین خواهد برد. از این رو اثرات انتشار هدفمند پایه پولی در سه محور «افزایش ذخایر در بازار بین بانکی»، «کاهش نرخ بهره در بازار بدهی» و «تخصیص کارا تر تسهیلات بانکی» مورد بحث قرار خواهد گرفت.

۲-۴-۱- افزایش ذخایر در بازار بین بانکی

اولین ثمره‌ی اجرای انتشار هدفمند پایه پولی، افزایش عرضه ذخایر در بازار بین بانکی است. وقوع تمام هزینه‌های سیاست کنترل ترازنامه در بخش پولی اقتصاد از افزایش نرخ بهره بازار بین بانکی گرفته تا شکل‌گیری جنگ سپرده و اضافه‌برداشت جمعی بانک‌ها، ریشه در کمبود ذخایر در بازار بین بانکی دارد. اگر وضعیت عرضه‌ی ذخایر در بازار بین بانکی مناسب باشد، نرخ بهره بین بانکی افزایش نخواهد یافت. بانک‌ها می‌توانند از بازار بین بانکی منابع مورد نیاز خود را تامین کنند و نیازی به پیشنهاد نرخ‌های سود بالاتر برای جذب سپرده سایر بانک‌ها ندارند. همچنین اگر بانک‌ها بتوانند منابع مورد نیاز خود را جهت تودیع ذخایر نزد بانک مرکزی و تسویه با سایر بانک‌ها از طریق بازار بین بانکی تامین کنند، اضافه برداشت جمعی نیز به وقوع نخواهد پیوست و سطح اضافه برداشت کاهش خواهد یافت. لذا انتشار هدفمند پایه پولی می‌تواند با افزایش عرضه‌ی ذخایر در بازار بین بانکی این معضلات را تقلیل دهد تا شاهد آسیب کمتری در حوزه بخش پولی اقتصاد باشیم.

۲-۴-۲- کاهش نرخ بهره در بازار بدهی

همانطور که در فصل اول گفته شد، بانک‌ها در صورتی که نتوانند منابع و ذخایر مورد نیاز خود را از بازار بین بانکی تامین کنند، اوراق خود را به قیمت پایین‌تر و نرخ بهره بالاتر در بازار بدهی به فروش می‌رسانند. این امر منجر به افزایش نرخ اوراق و تامین مالی در بازار بدهی خواهد شد که متعاقباً سایر نرخ‌های بهره را نیز افزایش خواهد کرد. اما اگر بانک‌ها بتوانند منابع و ذخایر را از طریق بازار بین بانکی تامین کنند این هزینه نیز تقریباً از بین خواهد رفت. یعنی از این محل نرخ بهره بازار بدهی افزایش پیدا نخواهد کرد.

۲-۴-۳- تخصیص کاراتر تسهیلات بانکی

انتشار هدفمند پایه پولی صرفاً شامل تزریق پایه پولی نیست بلکه می‌توان از آن بهره‌برداری توسعه‌ای نیز داشت. به عنوان مثال بانک مرکزی می‌تواند در مقابل اعطای ۲۰ واحد خط اعتباری به بانک الف از این بانک بخواهد نسبت به تخصیص ۲۰ واحد از تسهیلات خود در طرحی توسعه‌ای و ملی مشخصی اقدام کند. بدین صورت بخشی از پرتفوی اعتباری بانک به یک طرح ایجاد و توسعه اختصاص خواهد یافت. یعنی تخصیص تسهیلات که به شکل برون‌رانی تسهیلات بلندمدت سرمایه ثابت رقم خورده بود، از این محل قدری با اصلاح همراه خواهد شد. در نتیجه به میزان تزریق ذخایر در قالب انتشار هدفمند پایه پولی، بخشی از طرح‌های توسعه‌ای و مورد نیاز کشور که از سبد تسهیلات‌گیری برون‌رانی شده بودند، مجدداً می‌توانند از تسهیلات استفاده کنند. این ترتیبات می‌تواند از چالش‌های تامین مالی طرح‌های ملی و پیشران کشور بکاهد. طرح‌هایی که در صورت انتخاب و نظارت صحیح می‌توانند اثرات قابل توجهی را برای رشد و توسعه کشور داشته باشند. در فصل بعد بیشتر تمرکز بر روی این ظرفیت انتشار هدفمند پایه پولی و چالش‌های خاص آن خواهد بود.

۲-۵- آیا وجود بانک‌های ناسالم اثر انتشار هدفمند پایه پولی را خنثی می‌کند؟

هنوز یک ابهام در مورد اجرای انتشار هدفمند پایه پولی باقی مانده است: با فرض اینکه پایه پولی در گام اول به بانک سالم برسد، بانک سالم آن را به بانک‌های ناسالم و دارای اضافه برداشت می‌دهد. بانک‌های ناسالم نیز آن را صرف پوشش اضافه برداشت‌های خود می‌کنند؛ یعنی اثر افزایش عرضه در بازار بین بانکی از بین خواهد رفت.

برای روشن شدن ابعاد این گزاره بایست ابتدا بررسی شود که فرایند تسهیلات‌دهی در بازار بین بانکی تابع چه عواملی است؟ کارشناسان اینطور تبیین می‌کنند: «اگر بانکی با مازاد مواجه شده باشد، می‌تواند وجوه مازاد را در بانک مرکزی سپرده‌گذاری 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»^{۵۳}.

^{۵۳} جمور، محمد، ۱۴۰۲، آسیب‌شناسی تجربه انجام عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی، تهران، مرکز پژوهش‌های مجلس

بررسی‌ها نشان می‌دهد یکی از مهم‌ترین عوامل در تابع تصمیم‌گیری بانک‌ها برای وام‌دهی به یکدیگر ریسک نکول بانک قرض‌گیرنده است. به عبارت دیگر احتمال قرض دادن به بانک‌های ناسالمی که ریسک نکول بالایی دارند، بسیار پایین است.

بنابراین قرض گرفتن ذخایر در بازار بین بانکی بیشتر متوجه بانک‌های است که می‌خواهند اضافه برداشت جدید در ترازنامه بانک مرکزی ثبت نکنند. در واقع انتشار فعالانه پایه پولی متناسب با هدف رشد نقدینگی بدین منظور است که مقدار ذخایر لازم برای رشد فراهم شود تا اضافه برداشت جدیدی ثبت نشود.

۲-۶- جمع‌بندی فصل

در فصل دو به راه‌حلی به نام عرضه فعالانه ذخایر بانکی پرداخته شد. انتشار هدفمند پایه پولی به معنای انتشار فعالانه پایه پولی توسط بانک مرکزی و استفاده از ظرفیت آن جهت تامین مالی توسعه است. در ادامه سازگار فنی و ترازنامه‌ای انتشار هدفمند پایه پولی بیان شد؛ نشان داده شد که با تغییرات صورت پذیرفته‌ای مانند اصلاح جریمه سیاست کنترل ترازنامه یا منجر به افزایش نقدینگی بیش از حدود هدفگذاری شده نخواهد شد یا به میزان اندکی رشد نقدینگی را بالاتر از حدود مقرر خواهد برد که قابل مدیریت است و به اهداف سیاست لطمه نخواهد زد. از جمله اثرات اجرای انتشار هدفمند پایه پولی در کنار سیاست کنترل مقداری ترازنامه، افزایش ذخایر در بازار بین بانکی، کاهش نرخ بهره در بازار بدهی و تخصیص کارآتر تسهیلات و اعتبارات بانکی است.

فصل ۳. مقاصد انتشار هدفمند پایه پولی

در انتهای فصل قبل اینطور بحث شد که عرضه فعالانه ذخایر بانکی و انتشار فعالانه پایه پولی توسط بانک مرکزی دارای ظرفیتی قابل قبول برای تامین مالی طرح‌های توسعه‌ای و پیشران در اقتصاد است. بهینه نیست که تمام ظرفیت رشد پایه پولی صرف خرید اوراق بانک‌ها توسط بانک مرکزی شود. بانک مرکزی می‌تواند قسمتی از این رشد را به تامین مالی طرح‌های پیشران اختصاص دهد. در این فصل ضمن معرفی اجمالی ادبیات، تعریف و ویژگی‌های طرح‌های پیشران، فرآورده‌های^{۵۴} تحقق تامین مالی این طرح‌ها از لایه‌ی انتشار فعالانه پایه پولی مورد بحث قرار خواهد گرفت.

ادبیات طرح‌های پیشران دارای تاریخچه‌ای نه چندان دور در اقتصاد ایران است. طی سال‌های مختلف تلاش شده است تا طرح‌هایی ملی، توسعه‌ای و دارای جنسی پیشران شناسایی شوند. سپس با برنامه‌ریزی برای تکمیل آن‌ها، این طرح‌ها بتوانند به عنوان لوکوموتیوهای اقتصاد سایر بخش‌ها را نیز به حرکت وا دارند. در این سال‌ها نهادهای مختلفی این نوع از طرح‌های اقتصادی را دنبال کرده‌اند؛ یکی از اولین نهادهایی که به دنبال شناسایی و راه‌اندازی این نوع طرح‌های پیشران بوده است، «ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی» است.

«اولین نهاد رسمی اقتصاد مقاومتی در سازمان برنامه و بودجه تشکیل شد. در این نهاد طرح‌های مختلف در هماهنگی و مکاتبه با دستگاه‌های اجرایی برای تحقق اقتصاد مقاومتی شناسایی می‌شد و پس از تایید معاون اول ریاست جمهوری به وزرای هر دستگاه ابلاغ می‌گردید. اعتبارهایی برای این طرح‌ها در نظر گرفته و همچنین گزارش‌های مفصلی از آن‌ها تهیه و به مقامات مختلف کشوری ارائه می‌شد. طرح‌ها شامل دو دسته طرح‌های کلان و طرح‌های خرد بود که طرح‌های خرد در قالب تبصره ۱۸ بودجه نمایان می‌شد. از سال ۱۳۹۹ این نهاد از سازمان برنامه و بودجه جدا شد و تحت عنوان ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی ذیل معاون اول ریاست جمهوری شکل گرفت^{۵۵}».

ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی ذیل معاونت اول ریاست جمهوری، طرح‌های توسعه‌ای کلان را دنبال می‌کرد که طرح‌هایی مانند توسعه زنجیره ارزش نفت و گاز، کریدور شمال جنوب و ... مواردی از این طرح‌ها بودند. لذا با تجربه‌ی پیگیری این طرح‌های کلان، رفته‌رفته ادبیات طرح‌های پیشران شکل گرفت تا جایی که قانون برنامه هفتم پیشرفت جمهوری اسلامی مصوب ۱۴۰۳ ذیل مواد مختلفی از جمله ماده ۴۸ از طرح‌های پیشران نامبرده است. پس از ابلاغ برنامه هفتم پیشرفت همچنین دستورالعمل تدوین، تصویب، اجرا و نظارت بر طرح‌های

⁵⁴ Scenarios

⁵⁵ افشین برمکی، رئیس امور شورای اقتصاد سازمان برنامه و بودجه، مصاحبه، بهمن ۱۴۰۳

پیشران قانون برنامه نیز توسط سازمان برنامه و بودجه نوشته شد و در تاریخ ۱۴۰۳/۱۱/۱۰ به تصویب هیات وزیران رسید.^{۵۶}

۳-۱- تعریف و معیارهای طرح پیشران

مطابق تعریف دستورالعمل، طرح پیشران «طرحی روزآمد با مقیاس ملی، مبتنی بر مزیت‌ها، آمایش و اولویت‌های اقتصاد ملی، تکمیل و ارتقا زنجیره‌های ارزش تولید کالا و خدمات، تکمیل و توسعه زیرساخت‌ها، حل ناترازی‌های کشور و بهبود توان تولید رقابت‌پذیر داخلی است».^{۵۷}

همچنین این دستورالعمل موارد زیر را به عنوان معیارهای اولویت‌بندی طرح‌های پیشران، پیشنهاد داده است:

۱. افزایش ارزآوری
۲. حل ناترازی‌ها به ویژه ناترازی انرژی و آب
۳. تکمیل کننده زنجیره ارزش تولیدات رقابت‌پذیر داخلی و کمک‌کننده به نقش‌آفرینی در زنجیره‌های ارزش منطقه‌ای و بین‌المللی
۴. دارای شریک یا سرمایه‌گذار خارجی
۵. موثر در کاهش عدم توازن‌های منطقه‌ای
۶. قرارگیری در راستای تحقق اهداف کمی قانون [برنامه هفتم پیشرفت]
۷. اجرا به صورت مشارکت عمومی - خصوصی
۸. دانش بنیان
۹. منجر به انتقال فناوری‌های نوظهور به داخل کشور شود.

همانطور که در دستورالعمل قابل مشاهده است، تعریف طرح‌های پیشران، طیف وسیعی از حوزه‌های مختلف اقتصاد را در برمی‌گیرد. لذا بایست یک سازکار انتخاب، ارزیابی، نظارت و بازخورد برای این طرح‌ها در نظر گرفت تا بانک مرکزی بتواند مطابق با این سازکار پایه پولی فعالانه خود را منتشر کند و مرتباً وضعیت پیشبرد این طرح‌ها را زیر نظر داشته باشد. بنابراین در ادامه چند فرآیند پیشنهادی برای اجرای انتشار هدفمند پایه پولی ارائه خواهد شد. همچنین سازکارهای انتخاب، ارزیابی، نظارت و بازخورد در دل این فرآیندها تبیین خواهند شد.

^{۵۶} <https://dotic.ir/news/17927>

^{۵۷} دستورالعمل تدوین، تصویب، اجرا و نظارت بر طرح‌های پیشران، شماره: ۱۷۸۰۹۱

۲-۳- فرانامه یک: سازکار شورای اقتصاد

فرانامه اول استفاده از سازکار شورای اقتصاد است. این شورا طبق متن قانون مرکب از وزیر اقتصاد و دارایی، رئیس بانک مرکزی، رئیس سازمان برنامه و بودجه، وزیر تعاون، کار و رفاه اجتماعی، وزیر جهاد کشاورزی و دیگر وزراء بر حسب ضرورت است^{۵۸} که ماموریت‌های مختلفی ذیل عنوان کلی هدایت و هم‌آهنگ کردن امور اقتصادی کشور دارد^{۵۹}.

این فرانامه دارای مستند قانونی دستورالعمل تدوین، تصویب، اجرا و نظارت بر طرح‌های پیشران مصوب بهمن ماه ۱۴۰۳ است. در دستورالعمل تدوین، تصویب، اجرا و نظارت بر طرح‌های پیشران اینطور در نظر گرفته شده است که طی یک فرایند خاص دستگاه‌های مختلف ابتدائاً طرح‌های خود را به سازمان برنامه و بودجه ارسال می‌کنند. سپس سازمان در کارگروه بررسی طرح، تجزیه و تحلیل اولیه جهت احراز صلاحیت طرح را دنبال می‌کند. این کارگروه متشکل از نهادهای مختلفی از جمله وزارت اقتصاد و بانک مرکزی است. پس از طی این مرحله طرح به همراه مدل پیشنهادی تامین مالی شورای تامین مالی وزارت اقتصاد در کمیسیون تخصصی شورای اقتصاد مورد بررسی قرار می‌گیرد و در صورت تایید به شورای اقتصاد فرستاده می‌شود. اگر شورای اقتصاد این طرح را تایید کند، به عنوان یک طرح پیشران انتخاب می‌شود و مسئولیت نظارت بر حسن انجام آن بر عهده بالاترین مقام مسئول دستگاه اجرایی است که طرح را پیشنهاد کرده است.

در این مدل بانک مرکزی می‌تواند، مقداری مشخص از تامین مالی طرح‌های در حال تصویب شورای اقتصاد را بر عهده بگیرد تا بانک‌ها بتوانند در آن مشارکت کنند. سازکار می‌تواند به این صورت باشد که بانک مرکزی پس از تایید کارگروه بررسی طرح، طرح‌های مذکور را به شبکه بانکی معرفی کند و بانک‌هایی که تمایل به مشارکت در این طرح‌ها دارند، درخواست‌های خود را به بانک مرکزی ارسال کنند. بانک مرکزی می‌تواند بر اساس شاخص‌های ثبات و سلامت بانکی از جمله کفایت سرمایه، نداشتن اضافه برداشت و ... بانک‌های مشارکت‌کننده را گزینش کند. سپس بانک و میزان مشارکت آن در تامین مالی طرح را به شورای تامین مالی معرفی کند تا شورای تامین مالی در الگوی پیشنهادی خود برای تامین مالی طرح، مشارکت بانک را نیز در نظر بگیرد. در صورت تصویب طرح توسط شورای اقتصاد، بانک مرکزی یک خط اعتباری به اندازه میزان مشارکت بانک در طرح متناسب با مدت زمان تامین مالی طرح به بانک اختصاص دهد یا آنکه اوراق طرح که توسط بانک خریداری شده را با ابزار خرید قطعی، خریداری کند. در این شرایط مکانیسم انتخاب، نظارت و ...

^{۵۸} البته پس از تغییر و تطورات این شورا طی زمان و انحلال، ادغام و تاسیس وزارتخانه‌ها و دستگاه‌های اجرایی مختلف، وزراء صنعت، معدن و تجارت، نفت و برخی از دیگر وزراء و دستگاه‌های اجرایی نیز در این جلسات حضور مستمر دارند.

^{۵۹} قانون برنامه و بودجه، مصوب ۱۳۵۱، ماده ۲

بر عهده شورای اقتصاد است و بانک مرکزی صرفاً با ارائه بسته تشویقی مانند خط اعتباری و خرید قطعی اوراق، بانک‌ها را به این مایل می‌کند که در تامین مالی طرح‌های شورای اقتصاد مشارکت کنند.

۳-۲-۱- ارزیابی فرآیند یک

این سازکار از ویژگی‌های مثبت زیادی برخوردار است. اول اینکه بر روی هر طرح بررسی تفصیلی و چند مرحله‌ای انجام می‌شود؛ این ویژگی کمک می‌کند تا طرح انتخاب شده از زوایای مختلف صلاحیت قرارگیری به عنوان طرح پیشران را داشته باشد. دومین ویژگی مثبت، وجود فرایند ارزیابی و نظارت دقیق بر طرح است؛ در این سازکار بالاترین مقام دستگاه اجرایی یعنی وزیری که طرح را به کارگروه بررسی ارجاع داده است، مسئول نظارت بر حسن اجرای طرح است. ویژگی سوم سهولت این نوع از اجرای انتشار هدفمند پایه پولی برای بانک مرکزی است زیرا مسئولیت گزینش، نظارت و اجرای طرح از دوش بانک مرکزی برداشته می‌شود. با این حال نقاط ضعفی اساسی در این سازکار وجود دارد.

نکته ضعف اول این است که سازکار بسیار طولانی و دیوان‌سالاری پیچیده است؛ از ابتدای شروع فرایند که ارسال طرح‌ها توسط دستگاه‌ها به سازمان برنامه است تا انتهای فرایند که تایید توسط شورای اقتصاد است احتمالاً ۱ تا ۲ سال زمان سپری خواهد شد که چابکی را از بانک مرکزی برای تزریق فعالانه پایه پولی خواهد گرفت. مسئله تنها زمان تصویب طرح‌ها نیست بلکه دیوان‌سالاری پیچیده آن با ملاحظات بسیار که به دنبال تصمیمی در سطح ملی است، کار را بسیار سخت و پیچیده خواهد کرد. لذا با وجود این نقاط ضعف موفقیت شورای اقتصاد در پیشبرد طرح‌های پیشران با هاله‌ای از ابهام مواجه است.

۳-۳- فرآیند دو: سازکار شورای تامین مالی

یک سازکار دیگر که در دل شورای اقتصاد هم هست اما از چابکی بیشتری برخوردار است، سازکار شورای تامین مالی است. در ماده ۲ قانون تامین مالی و زیرساخت مصوب ۱۴۰۲ ذکر شده است: «به منظور توسعه و ترویج الگوهای تامین مالی، هم‌افزایی نهادها و روش‌های تامین مالی، تقویت نظارت یکپارچه در تامین مالی، توسعه دامنه وثایق و تضامین و تقویت نظام سنجش اعتبار «شورای ملی تامین مالی» با ترکیب وزیر امور اقتصادی و دارایی، وزیر صنعت، معدن و تجارت، رئیس سازمان برنامه و بودجه، رئیس بانک مرکزی، رئیس سازمان بورس، رئیس بیمه مرکزی، رئیس هیات عامل صندوق توسعه ملی و دو نماینده از مجلس شورای اسلامی به عنوان ناظر تشکیل می‌شود.»

در این راستا به منظور استفاده از ظرفیت این شورا در ماده ۱۲ قانون تامین مالی تولید و زیرساخت‌ها اینطور ذکر شده است: «به مؤسسات اعتباری اجازه داده می‌شود با رعایت قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی از محل منابع خود از جمله منابع حاصل از واگذاری دارایی‌های مازاد، در هر یک

از طرح‌های زیربنایی و تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نظیر طرح‌های آزادراهی، بزرگراهی و راه‌های اصلی در قالب تأمین مالی، تملک و یا ایجاد شرکت و صندوق طرح در چهارچوب مصوبات شورا مشارکت نمایند^{۶۰}».

قانون تأمین مالی تولید این ظرفیت را در اختیار شورا قرار داده است که دستورالعملی برای مشارکت بانک‌ها در برخی طرح‌های مصوب شورا تدوین کند. در این شورا که بانک مرکزی نیز حضور دارد می‌توان پس از گزینش برخی طرح‌ها از ظرفیت انتشار هدفمند پایه پولی نیز برای تأمین مالی استفاده شود؛ بدین صورت که بانک مرکزی برای تأمین مالی طرح‌های منتخب، این پیشنهاد را ارائه دهد که در صورت مشارکت بانک‌ها در قالب تسهیلات یا سرمایه‌گذاری، خط اعتباری متناسب به بانک اختصاص می‌یابد. همچنین در شیوه‌نامه «تسهیل تأمین مالی از طریق شرکت پروژه سهامی عام» می‌توان با استفاده از این خطوط اعتباری به بانک‌ها برای تعهد خرید و پذیره‌نویسی سهام شرکت پروژه انگیزه داد. به نسبت اهمیت این طرح برای کشور و تحقق اهداف اقتصادی، نرخ این خط اعتباری قابل کاهش است. در این شیوه مسئولیت انتخاب، نظارت بر حسن اجرا و ارزیابی بر عهده شورای تأمین مالی است و بانک مرکزی صرفاً تسهیلی جهت مشارکت بانک‌ها در تأمین مالی طرح انجام خواهد داد.

۳-۳-۱- ارزیابی فرآیند دو

این فرآیند سازگاری چابک‌تر از فرآیند قبل دارد. زمان مشخص شدن طرح‌ها و تعیین تکلیف تأمین مالی برای آن‌ها کوتاه‌تر از سازگار قبل است و همچنین هرچند همچنان دیوان‌سالاری نسبتاً پیچیده‌ای دارد اما میزان این پیچیدگی نسبت به فرآیند یک به مراتب کمتر است. تصویب چندین دستورالعمل و شیوه‌نامه موضوع قانون تأمین مالی تولید طی یکسال گذشته نشان داده شورا و کارگروه‌های ذیل آن تصمیمات چابک و باکیفیتی اخذ کرده‌اند. همچنین نه به اندازه فرآیند قبل اما تا حد خوبی دقت انتخاب و گزینش طرح‌ها در این شورا به علت حضور دستگاه‌های اصلی مسئول بالاست. این شورا می‌تواند با تعیین ناظر و مدیر طرح فرایند نظارت و مدیریت طرح را مانند فرآیند قبل مشخص و تدقیق کند.

با تمام تفاسیر گفته شده این فرآیند دو نقطه ضعف اساسی دارد. نقطه ضعف اول این است که هنوز دستورالعمل ناظر به انتشار هدفمند پایه پولی تدوین نشده است؛ طبعاً تدوین دستورالعمل و اصلاحات آن به علاوه شکل‌گیری ارکان اصلی و اجرای دستورکار، مدت زمان قابل توجهی را به خود اختصاص می‌دهد. موارد گفته شده ریسک اجرای این فرآیند را کمی بالا خواهد برد. نقطه ضعف دوم ایجاد فرآیندی موازی با ماموریت شورای اقتصاد است که سازگاری در عرض شورای اقتصاد برای گزینش طرح‌های پیشران به وجود خواهد آورد. همه

⁶⁰ <https://rc.majlis.ir/fa/law/show/1804509>

ارکان شورای تامین مالی در فرایند فرآیند اول نیز حضور دارند و حضور در دو فرآیند به صورت همزمان با دستورکاری مشابه برای این دستگاه‌ها مطلوب نخواهد بود و مشکلات هماهنگی را به وجود خواهد آورد.

۳-۴- فرآیند سه: سازگار ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی

ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی ذیل معاونت اول ریاست جمهوری نیز می‌تواند نقش شورای تامین مالی در فرآیند دو را برای بانک مرکزی بر عهده بگیرد. «سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی ۲۹ بهمن سال ۱۳۹۲ توسط آیت الله خامنه‌ای رهبر معظم انقلاب ابلاغ شد. پس از آن به منظور پیشبرد هرچه سریع‌تر این سیاست‌ها، ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی طی جلسه هیات دولت با رهبر انقلاب و به دستور ایشان در ابتدای شهریورماه سال ۱۳۹۴ تشکیل شد. مهم‌ترین مأموریتی که برای ستاد تعیین گردید، انجام فعالیت‌های فوق‌العاده، جهشی و اولویت‌دار اقتصادی به منظور تحقق اقتصاد مقاومتی بود. مطابق با این مأموریت کلیدی، دولت اهداف زیر را برای ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی تعیین کرد:

الف) هماهنگی جهت تدوین برنامه‌های عملیاتی دستگاه‌های اجرایی ملی و استانی در چهارچوب سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی و راهبردهای مربوط به پیگیری تامین نیازهای برنامه‌های مصوب
ب) دریافت برنامه‌های عملیاتی دستگاه‌های اجرایی و نهادهای عمومی غیردولتی برای تحقق اقتصاد مقاومتی و بررسی تصویب آن‌ها

ج) ایجاد ساز و کار مناسب به منظور تشخیص و تعیین اولویت‌ها برای تخصیص بهینه منابع محدود

و...^{۶۱}»

باتوجه به اهداف تعیین شده برای ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی، این ستاد می‌تواند در انتخاب طرح‌های مشمول انتشار هدفمند پایه پولی به بانک مرکزی کمک کند. سازگار می‌تواند به این صورت شکل بگیرد که پس از تعیین و تصویب طرح‌ها تا سقف میزان تامین مالی پیش‌بینی شده، برای هر طرح مدیر و ناظر تعیین شود و از این طریق متولی نظارت و پیشبرد طرح دبیرخانه ستاد باشد و بانک مرکزی صرفاً موارد مربوط به تامین مالی آن را تسهیل کند.

۳-۴-۱- ارزیابی فرآیند سه

این ستاد با توجه به تجربیات گذشته خود از آمادگی لازم برای گزینش و نظارت بر حسن اجرای طرح‌ها بهره‌مند است؛ یعنی از جمله نقاط قوت ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی این است که طی سالیان متوالی به

^{۶۱} زارع، حسین و همکاران، ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی توقف یا تحول؟، ۱۳۹۷، اندیشکده اقتصاد مقاومتی، تهران

شناسایی، اولویت‌بندی و نظارت بر طرح‌های پیشران پرداخته است. این تجربه می‌تواند رهگشای ستاد در پیشبرد امور مربوط به اجرای انتشار هدفمند پایه پولی باشد. از دیگر مزیت‌های این برنامه این است که چابک‌تر و سریع‌تر از دو برنامه قبل است و دیوان‌سالاری ساده‌تری نیز دارد؛ به عبارت دیگر مدت زمان تحقق این فرایند کوتاه است. این سازکار می‌تواند از ظرفیت کمیسیون اقتصادی دولت نیز برای پیشبرد امور استفاده کند.

با این حال، هم‌چنان مانند برنامه دو، نقطه ضعف موازی کاری را در دل خود دارد و فرایند گزینش طرح‌ها و نظارت بر آن‌ها به اندازه موارد قبل دقیق نیست. جدای از این موارد، گفتنی است که این برنامه بایست با پیگیری مجدانه و فعالانه معاونت اول ریاست جمهوری دنبال شود تا به ثمر بنشیند. به بیان دیگر تا حد زیادی وابسته به نوع رویکرد معاون اول رئیس‌جمهور در پیگیری طرح‌ها است. اگر معاونت اول به صورت فعالانه و مستمر این سازکار را دنبال کند، می‌توان به آن امیدوار بود اما اگر این پیگیری فعالانه از جانب معاونت و دبیرخانه ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی وجود نداشته باشد، پیش‌بینی می‌شود عملکرد این سازکار به مراتب ضعیف‌تر از سازکارهای پیشین باشد.

۳-۵- برنامه چهار: سازکار کارگروه ویژه پیگیری تحقق شعار سال

کارگروه ویژه پیگیری تحقق شعار سال که طبق «برنامه اقدامات دولت جهش افزایش سرمایه‌گذاری برای تولید در سال ۱۴۰۴» مصوب ۱۴ اردیبهشت ۱۴۰۴ تشکیل شده است، مسئول پیگیری حسن اجرای این برنامه است. کارگروه مذکور با حضور دستگاه‌های نامبرده شده تشکیل خواهد شد: معاونت اول ریاست جمهوری، وزارت امور اقتصاد و دارایی، سازمان برنامه و بودجه، وزارت جهاد کشاورزی، وزارت میراث فرهنگی، گردشگری و صنایع دستی، وزارت صنعت، معدن و تجارت، وزارت امور خارجه، وزارت راه و شهرسازی، بانک مرکزی، معاونت علمی، فناوری و اقتصاد دانش بنیان، معاونت رئیس‌جمهور در امور توسعه روستایی و مناطق محروم و دبیر هیات دولت.

در ماده ۴ این برنامه ذکر شده است: «در راستای دستورالعمل تدوین، تصویب، اجرا و نظارت بر طرح‌های پیشران موضوع تصویب‌نامه شماره ۱۷۸۰۹۱/ت/۶۳۴۳۸ مورخ ۱۴۰۳/۱۱/۱۷، وزارت صنعت، معدن و تجارت با همکاری دستگاه‌های اجرایی ذی‌ربط و تشکلهای بخش‌های خصوصی، تعاونی و عمومی غیردولتی، نسبت به شناسایی و تعریف طرح‌های صادرات‌محور (حداقل شصت درصد (۶۰٪) محصولات صادراتی) با رویکرد توسعه تجارت از محل اعتبارات مصوب مربوط اقدام نموده و بسته مشوق‌های سرمایه‌گذاری ویژه این طرح‌ها مشتمل بر موارد زیر را با همکاری وزارت [امور اقتصاد و دارایی]، سازمان [برنامه و بودجه]، بانک مرکزی و وزارت جهاد

کشاورزی، ظرف سه ماه از تاریخ ابلاغ این تصویب‌نامه، برای تصویب به هیات وزیران و یا سایر مراجع ذی صلاح (حسب مورد) ارائه نماید:

۱. پرداخت مشوق نقدی صادرات
۲. ارائه تسهیلات بانکی
۳. یارانه نرخ سود بانکی
۴. یارانه تامین مالی از بازار سرمایه
۵. انعطاف پذیری در شرایط رفع تعهد ارزی
۶. تامین ارز مورد نیاز سرمایه‌گذاری^{۶۲}

طبق این سازکار نیز مانند سازکار شورای اقتصاد، بانک مرکزی می‌تواند بانک‌ها را با ارائه بسته‌های خط اعتباری ترجیحی به تأمین مالی طرح‌های صادرات‌محور تشویق کند. در این سازکار انتخاب، گزینش و نظارت بر حسن اجرای طرح‌ها بر عهده کارگروه ویژه پیگیری تحقق شعار سال مستقر در وزارت اقتصاد است.

۳-۵-۱- ارزیابی فرآیند چهار

معرفی طرح در این سازکار بر عهده وزارت صمت با همکاری سایر دستگاه‌هاست و پس از معرفی توسط کارگروه، تایید و انجام انجام خواهد شد. قاعدتاً در این سازکار دقت در انتخاب طرح‌ها و نظارت بر حسن اجرای آن‌ها دقت کمتری نسبت به فرایندهای شورای اقتصاد و شورای تأمین مالی دارد؛ زیرا دو سازکار اول نهادهایی دائمی هستند که دستورالعمل‌هایی با مذاقه بالا برای آن‌ها نگاشته شده است و وجوه مختلف کاری آن‌ها با حساسیت قابل قبولی تبیین شده است، درحالی‌که این کارگروه صرفاً برای سال ۱۴۰۴ تشکیل شده است و وزن اجرایی آن به اندازه دو مورد ذکر شده نیست. همچنین تجربه‌ی پیگیری طرح‌های پیشران در این کارگروه وجود ندارد و مانند برخی از فرآیندهای پیشین با معضل موازی کاری دست‌وپنجه نرم می‌کند.

با این وجود، دیوان‌سالاری این فرآیند ساده است و وزارت صمت می‌تواند در مدت زمانی بسیار کوتاه‌تر از سازکار شورای اقتصاد، طرح‌ها را مشخص کند و مصوبه این کارگروه را اخذ کند که از جمله نقاط قوت این سازکار است.

۳-۶- فرآیند پنج: سازکار هیات عالی بانک مرکزی

سازکار نهایی گزینش و نظارت طرح‌ها از طریق هیات عالی بانک مرکزی است. در جزء الف ماده ۴۷ قانون بانک مرکزی اینطور تصریح شده است: «بانک مرکزی موظف است به پیشنهاد شورای سیاست‌گذاری پولی و

^{۶۲} برنامه اقدامات دولت جهت افزایش سرمایه‌گذاری برای تولید در سال ۱۴۰۴

ارزی و تصویب هیأت عالی، مؤسسات اعتباری را که در چهارچوب اسناد بالادستی توسعه اقتصادی کشور، در زمینه تأمین مالی طرح‌های توسعه‌ای، فعال سازی زنجیره‌های تولید، گسترش زیرساخت‌ها، توسعه دانش و فناوری، ایجاد اشتغال، توسعه زیرساخت‌های تولید مسکن و افزایش صادرات فعالیت مؤثر داشته‌اند، از طریق ارائه تسهیلات بلندمدت و خطوط اعتباری، مورد حمایت قرار دهد. پیشنهاد اعطای تسهیلات و خطوط اعتباری موضوع این ماده، صرفاً در نشست‌های ویژه سیاستگذاری پولی و ارزی، با حضور رئیس کل، وزیر امور اقتصادی و دارایی و رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور قابل طرح بوده و تصویب آن مستلزم موافقت دوسوم اعضای هیأت عالی است.^{۶۳}

همانطور که اشاره شد، هیات عالی بانک مرکزی این ظرفیت را دارد تا مستقل از دولت کارگروهی را تحت عنوان «کارگروه رصد طرح‌های پیشران» شکل دهد. این کارگروه می‌تواند مطابق با برنامه‌ریزی بانک مرکزی برای انتشار فعالانه پایه پولی، طرح‌هایی را به بانک‌ها معرفی کند؛ متناسب با اندازه طرح و مدت زمان تأمین مالی آن، خط اعتباری در اختیار بانک بگذارد یا اوراق بانک را خرید قطعی کند. نرخ خط اعتباری برای طرح‌هایی با طرح توجیهی مناسب، نرخ مصوب هیات عالی و برای طرح‌های زیرساختی که برای کشور اهمیت اقتصادی و ژئوپولیتیک دارند اما طرح توجیهی مناسبی ندارند، ترجیحی پیشنهاد می‌شود.

اولویت‌بندی طرح‌ها نیز می‌تواند بر اساس مبانی مختلفی توسط کارگروه پیگیری شود. یکی از مبانی قابل اتکا سند «راهبرد ملی پیشرفت صنعتی» تدوین شده توسط وزارت صنعت، معدن و تجارت می‌باشد که به تصویب معاونت اول رسیده است و ابلاغ شده است.^{۶۴} مبتنی بر سند راهبرد ملی پیشرفت صنعتی، وزارت صنعت، معدن و تجارت می‌تواند ذیل کمیته‌ای که در بانک مرکزی تشکیل می‌شود، ناظر به معرفی و ارزیابی طرح در کارگروه نقش ایفا کند. همچنین این کارگروه می‌تواند مسئولیت پایش حسن اجرای طرح‌های پیشران توسط بانک‌ها را بر عهده بگیرد و برای هر طرح مدیر و ناظر تعیین کند.

کمیته پیشنهادی می‌تواند شامل افراد حقیقی و حقوقی ذیل باشد:

- ۲ نماینده حقوقی از بانک مرکزی، یک نفر به عنوان دبیر جلسه و هردو دارای حق رای
- نماینده وزارت صنعت، معدن و تجارت به عنوان عضو دارای حق رای
- نماینده وزارت اقتصاد به عنوان عضو دارای حق رای
- نمایندگان مجمع بانک‌های خصوصی به عنوان عضو بدون حق رای

⁶³ <https://rc.majlis.ir/fa/law/show/1804509>

⁶⁴ <https://dotic.ir/news/19290>

دعوت از کارشناسان ارزیابی طرح‌ها و سایر کارشناسان دستگاه‌های اجرایی به تناسب موضوع جلسه و با صلاحدید دبیر جهت مشورت در تصمیم‌گیری توصیه می‌شود.

۳-۶-۱- ارزیابی فرآیندها

هیات عالی بانک مرکزی به عنوان یک نهاد مستقل و تخصصی از چابکی لازم برای طراحی و اجرای انتشار هدفمند پایه پولی برخوردار است. سه ویژگی ذکر شده یعنی تخصص در حوزه پولی-بانکی، استقلال و چابکی نقطه تمایز این فرآیندها با تمام موارد قبلی است که هم تحقق انتشار هدفمند پایه پولی از این مجرا را عملی‌تر نشان می‌دهد و هم تدوین دستورالعمل مورد نظر را با پیچیدگی‌های دیوان‌سالاری روبرو نخواهد کرد و مشخصاً در کوتاه‌مدت قابل تحقق است. همچنین فرایند مذکور از آسیب‌های موازی‌کاری مصون است زیرا بانک مرکزی اولاً به دنبال تحقق اهداف خود در سیاست پولی است و تامین مالی طرح توسعه‌ای یک هدف فرعی برای این نهاد محسوب می‌شود.^{۶۵} لذا بانک مرکزی با محوریت هیات عالی می‌تواند فرایند طراحی و اجرای انتشار هدفمند پایه پولی را در درون ساختار خود تعریف کند. این سازکار می‌تواند هم از طریق تامین مالی طرح‌های پیشران، بخشی از دغدغه حاکمیت در تحقق سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی را مرتفع سازد و هم بانک مرکزی را به اهداف سیاست پولی خود برساند. همچنین بانک مرکزی می‌تواند از طریق اولویت قرار دادن بانک‌های سالم در این سازکار، به اهدافی در زمینه سیاست‌های احتیاطی کلان خود نیز برسد.

با این حال از جمله نقاط ضعف این سازکار آن است که ممکن است دقت کمیته منتخب هیات عالی بانک مرکزی برای گزینش طرح‌ها و نظارت برای حسن اجرای آن‌ها به اندازه دو سازکار اول یعنی شورای اقتصاد و شورای تامین مالی نباشد. در مورد تجربه‌ی بانک مرکزی در انتخاب طرح‌های پیشران اقتصاد نیز گرچه تجربه‌ی این نهاد از ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی کمتر است اما در فقره اوراق مرابحه ارزی در مرکز مبادله ارز و طلا شبیه این سازکار برای شناسایی طرح‌های صادراتی در حال انجام است. شرح نقاط ضعف و قوت تمام پنج سازکار در جدول ذیل گزارش شده است.^{۶۶}

مولفه/سازکار	شورای اقتصاد	شورای تامین مالی	ستاد ف. اقتصاد مقاومتی	کارگروه پیگیری شعار سال	هیات عالی
دقت در گزینش طرح، پیشبرد و نظارت	بالا	بالا	متوسط	متوسط	متوسط

^{۶۵} هر چند در قانون بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران حمایت از رشد اقتصادی و اشتغال در ردیف مهار تورم به عنوان هدف این نهاد ذکر شده است، اما در مقام عمل بانک مرکزی در تابع اهداف خود به مهار تورم و اهداف سیاست پولی اولویت و ضریب اهمیت بیشتری اختصاص می‌دهد.

^{۶۶} مطالب عنوان شده در جدول مذکور حاصل گفتگو با خبرگان و کارشناسان حوزه پولی و بانکی است که در نسخه‌های بعد گزارش روش گردآوری و جزئیات آن تشریح خواهد شد.

دیوان سالاری	پیچیده	متعارف	ساده	ساده	ساده
مدت زمان تحقق سازکار	طولانی مدت	میان مدت	کوتاه مدت	کوتاه مدت	کوتاه مدت
موازی کاری	ندارد	دارد	دارد	دارد	ندارد
تجربه پیگیری طرح های پیشران	دارد	ندارد	دارد	ندارد	ندارد
احتمال اجرای سازکار	پایین	متوسط	متوسط	متوسط	بالا

جدول ۱۲. ارزیابی پنج سازکار تحقق انتشار هدفمند پایه پولی

۳-۷- جمع بندی فصل سوم

در فصل سوم بیشتر به ظرفیت اجرای انتشار هدفمند پایه پولی برای تامین مالی طرح های توسعه ای پرداخته شد. توضیح داده شد که تاریخچه ادبیات طرح های پیشران به چه صورت بوده است. همچنین به این پرداخته شد که طرح پیشران چیست و چه ویژگی هایی دارد. در ادامه ضمن بیان پنج فرآیند برای اجرای انتشار هدفمند پایه پولی و تامین مالی طرح های مذکور، سازکارهای انتخاب طرح ها، نظارت و ارزیابی بر آن ها تشریح شد. فرآیند شورای اقتصاد دارای ویژگی های مثبتی از جمله دقت بالا در انتخاب و ارزیابی طرح ها بود اما مشکل اساسی آن چابک نبودن و دیوان سالاری محدودکننده آن بود. فرآیند شورای تامین مالی، ستاد فرماندهی و کارگروه ویژه پیگیری شعار سال از فرآیند اول بسیار چابک تر و عملی تر ارزیابی شدند. با وجود این، مشکل این سه فرآیند ایجاد فرایند و سازکار موازی با شورای اقتصاد و مشکلات هماهنگی بود. فرآیند پنجم نیز سازکار هیات عالی بانک مرکزی بود. این فرآیند در صورت فعال شدن می تواند در مجموع نقاط قوت بیشتر و نقاط ضعف کمتری نسبت به چهار سازکار قبل داشته باشد. این فرآیند چابک، دارای دیوان سالاری ساده و قابل تحقق در کوتاه مدت است. همچنین به دلیل در نظر گرفتن اجرای سیاست پولی به عنوان هدف اولویت دار، از آسیب موازی کاری نیز تا حد زیادی مبرا است. بدین ترتیب سازکار هیات عالی به عنوان بهترین فرآیند برای تحقق انتشار هدفمند پایه پولی توسط این گزارش ارزیابی می شود.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

سیاست کنترل مقداری ترازنامه با هدف مهار تورم و کنترل رشد نقدینگی توسط بانک مرکزی ایران در دهه اول ۱۴۰۰ اجرا شد. اگرچه این سیاست در محدود کردن خلق پول بانکی و مهار نسبی رشد نقدینگی موفقیت‌هایی به همراه داشته، اما پیامدهای جانبی و هزینه‌های قابل توجهی نیز بر بخش پولی (بانکی) و بخش حقیقی (تولید و کسب‌وکارها) اقتصاد تحمیل کرده است. این سیاست موجب افزایش نرخ بهره بازار بین‌بانکی، رقابت شدید و زیان‌آور بانک‌ها در جذب سپرده‌ها، کاهش دسترسی بنگاه‌های کوچک و متوسط به تسهیلات و افزایش هزینه تأمین مالی تولید شده است.

افزون بر این، اتخاذ رویکرد صرفاً انقباضی و بدون اجرای کامل ابزارهای مکمل مانند «عرضه فعالانه ذخایر بانکی»، باعث تشدید معضلاتی چون اضافه‌برداشت جمعی بانک‌ها و تقویت روند برون‌رانی تسهیلات بلندمدت و توسعه‌ای به نفع تسهیلات کوتاه‌مدت و کم‌ریسک شده است. انتشار هدفمند پایه پولی به عنوان یک پیشنهاد - که با هدف رفع فشار انقباض پایه پولی و تخصیص هدفمند اعتبارات به پروژه‌های مولد و کلیدی اقتصادی طراحی شده - می‌تواند با افزایش ذخایر اضافی، کاهش نرخ بهره و جلوگیری از جنگ سپرده‌ای، بخشی از این هزینه‌ها را جبران کند. همچنین به دلیل تمرکز این پیشنهاد بر تسهیلات توسعه‌ای، قدری از برون‌رانی اتفاق افتاده برای تسهیلات بلندمدت، جبران خواهد شد که ظرفیت‌هایی را برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی در اقتصاد فراهم خواهد کرد.

با تغییر جرایم این سیاست به جرایم بازدارنده‌تری چون سلب صلاحیت هیات مدیره، انتشار هدفمند پایه پولی موجب افزایش آهنگ رشد پایه پولی نخواهد شد و به اهداف سیاست‌گذار در زمینه هدفگذاری نقدینگی لطمه نخواهد زد. با این حال، طی چهار سال گذشته به دلیل درک ناصحیح سیاست‌گذار از سیاست کنترل مقداری ترازنامه و ضعف در طراحی سازکارهای تخصیص اعتبارات، این ابزار مهم تاکنون عملیاتی نشده است. برای عملیاتی شدن این پیشنهاد، پنج مسیر شورای اقتصاد، شورای تأمین مالی، ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی، کارگروه ویژه پیگیری تحقق شعار سال و هیات عالی بانک مرکزی وجود دارد. از منظر شاخص‌های بررسی شده در گزارش، هیات عالی بانک مرکزی به عنوان مسیر پیشنهادی برای اجرای این سیاست پیشنهاد می‌شود.

در مجموع، گزارش تأکید دارد که تداوم سیاست کنترل مقداری ترازنامه بدون اصلاحات و اجرای مکمل‌های سیاستی نظیر انتشار هدفمند پایه پولی، نه تنها هزینه‌های مضاعف بر سیستم بانکی و بخش واقعی اقتصاد وارد می‌کند، بلکه ممکن است مزایای محدود حاصل از کنترل نقدینگی را نیز به تدریج بی‌اثر سازد. پیشنهاد جامع این گزارش، برنامه‌ریزی فعالانه رشد پایه پولی متناسب با برنامه رشد نقدینگی از طریق فرایندهای شفاف و

هدفمند و استفاده از انتشار هدفمند پایه پولی به منظور کاهش هزینه‌های بخش پولی و حمایت از بخش حقیقی اقتصاد است؛ راهکاری که زمینه را برای پایداری سیاست‌های پولی و تقویت موتورهای رشد و توسعه اقتصادی کشور فراهم می‌کند.

منابع

- (۱) پایگاه داده بانک مرکزی
- (۲) پایگاه داده کدال
- (۳) پایگاه داده فرابورس
- (۴) پایگاه تحلیلی-خبری مسیر اقتصاد
- (۵) پایگاه اینترنتی مرکز پژوهش‌های مجلس
- (۶) پایگاه اطلاع‌رسانی قوانین و مقررات کشور
- (۷) قانون بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران
- (۸) قانون تامین مالی و زیرساخت‌ها
- (۹) قانون برنامه و بودجه کشور
- (۱۰) دستورالعمل تدوین، تصویب، اجرا و نظارت بر طرح‌های پیشران
- (۱۱) بخشنامه تسهیلات و تعهدات کلان بانک مرکزی
- (۱۲) دستورالعمل ضوابط ناظر بر کنترل مقداری دارایی‌های شبکه بانکی
- (۱۳) سند برنامه اقدامات دولت جهت افزایش سرمایه‌گذاری برای تولید در سال ۱۴۰۴
- (۱۴) درودیان، حسین، ۱۴۰۰، معماران پول، چاپ دوم، تهران، نشر نهادگرا.
- (۱۵) نبی‌زاده، سیدمحمد، ۱۴۰۳، ارزیابی اهداف، آثار و کیفیت اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه شبکه بانکی، اندیشکده اقتصاد مقاومتی.
- (۱۶) جمور، محمد، ۱۴۰۲، آسیب‌شناسی تجربه انجام عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی، مرکز پژوهش‌های مجلس.
- (۱۷) زارع، رحیم و همکاران، ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی توقف یا تحول؟، ۱۳۹۷، اندیشکده اقتصاد مقاومتی.
- (۱۸) درودیان، حسین و حسینی دولت آبادی، مهدی، ۱۴۰۰، ناترازی پنهان در شبکه بانکی (۱۳۹۶-۱۳۹۳): تحلیل چرستی و ریشه‌ها، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
- (۱۹) مجید شاکری، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، آبان ۱۴۰۲
- (۲۰) افشین برمکی، رئیس امور شورای اقتصاد سازمان برنامه و بودجه، مصاحبه، بهمن ۱۴۰۳
- (۲۱) نصیری اقدم، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، بهمن ۱۴۰۳
- (۲۲) سید علی روحانی، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، آبان ۱۴۰۳
- (۲۳) حسین درودیان، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، مرداد ۱۴۰۲
- (۲۴) میلاد سالمی، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، فروردین ۱۴۰۴
- (۲۵) سید عباس عباسپور، کارشناس اقتصادی مصاحبه، اسفند ۱۴۰۳
- (۲۶) طاهر رحیمی، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، آبان ۱۴۰۲



اعتبارات بانکی باید به سمت تولید هدایت بشود، که امروز البته این جور نیست. اعتبارات بانکی و تسهیلات بانکی باید بیشتر به سمت تولید هدایت بشود؛ مسئولین بانکی باید به این توجه کنند. (بیانات در دیدار کارگران | ۱۴۰۴/۰۲/۰۵)

بانک مرکزی باید این را از بانکها بخواهد؛ بانکها را موظف کند؛ بانک مرکزی میتواند در این زمینه به طور جدی فعال بشود. فاصلهی بین رشد نقدینگی در کشور و رشد تولید ناخالص ملی ما یک فاصلهی نجومی است؛ چرا؟ چرا باید اعتبارات جوری مصرف بشود که به این انبوه نقدینگی بینجامد و در رشد تولید کشور تأثیری نداشته باشد؟ این وضع باید تغییر پیدا کند... نظارت بانک مرکزی بر این کار قطعاً تأثیر خواهد داشت؛ این مسئلهی کلیدی مهمی است. (بیانات در دیدار تولیدکنندگان و فعالان اقتصادی | ۱۴۰۳/۱۱/۱۰)



تهیه شده در اندیشکده اقتصاد مقاومتی