



بانک کارآفرین
KARAFARIN BANK



سیاست گذاری نوین پولی در کشور؛ شیوه های اجرائی و عملکرد آبان ۱۴۰۰

مدیریت ریسک و مطالعات اقتصادی

اداره تحلیل بازارهای مالی و بخش های اقتصادی

خلاصه مدیریتی

سیاستگذاری پولی همواره بر مبنای تعاملات مالی دولت، شبکه بانکی و بانک مرکزی شکل گرفته است و در نهایت شبکه بانکی است که نقطه شروع انتقال اثرات سیاست‌های پولی به بخش واقعی اقتصاد را تعیین می‌کند. در گذشته بدلیل اینکه بسترهای بازارهای پولی شکل نگرفته بود، بانک‌های مرکزی با اتکاء به ابزارهای مستقیم نسبت به کنترل نرخ‌های سود بانکی و همچنین تعیین سقف و سهم‌های اعتباری اقدام می‌کردند و یا در نهایت به تنظیم نرخ سپرده قانونی به عنوان یک ابزار غیرمستقیم سیاستگذاری مبادرت می‌کردند. اما با توسعه زیرساخت‌های فناوری اطلاعات و ارتباطات و شکل‌گیری پلتفرم‌های مبتنی بر تطبیق سفارشات، رویکرد عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده‌مند (کانال نرخ بهره) به عنوان وجه غالب سیاستگذاری پولی در جهان مطرح شد. بطوریکه امروزه کمتر کشوری را می‌توان یافت که از ابزارهای مستقیم و تنظیم نرخ سپرده قانونی (به عنوان ابزار غیرمستقیم اولیه) در عرصه سیاستگذاری پولی استفاده کند. هر دو ابزار غیرمستقیم نوین سیاستگذاری پولی در بستر عملیات بازار باز تعریف می‌شوند چون هر دو ابزار مبتنی بر اوراق بهادار دولتی عمل می‌کنند.

ماهیت عملیات بازار باز مدیریت ذخایر بازار پول از طریق خرید و فروش اوراق بهادار است. به عبارت دقیق‌تر هنگامی که نرخ بازار از نرخ هدف بالاتر باشد، بانک مرکزی با خرید اوراق و تزریق نقدینگی به بازار باعث کاهش نرخ می‌شود و بالعکس زمانی که نرخ بازار از نرخ هدف پایین‌تر باشد، بانک مرکزی با اتخاذ سیاست انقباضی اقدام به فروش اوراق و کاهش حجم پول می‌کند که به تبع آن نرخ بازار افزایش یافته و به نرخ هدف نزدیک می‌شود و در نتیجه علاوه بر مدیریت نقدینگی کوتاه‌مدت بانک‌ها، در سیاست‌گذاری پولی نیز کاربرد

دارد. اجرای این سیاست در کشور طی سال‌های گذشته به واسطه مغایرت با قانون بانکداری بدون ربا متوقف بوده است که با رفع اشکالات فقهی آن، هم اکنون در کشور مورد استفاده قرار گرفته است. بانک‌ها جهت استفاده از منابع بانک مرکزی یا بالعکس باید در چارچوب عملیات بازار باز یا تسهیلات قاعده‌مند رفتار کنند. هر دو ابزار مذکور در سال ۱۴۰۰ توسط بانک مرکزی عملیاتی شده است. بر این اساس مرور سازوکارهای عملیاتی این ابزارها و عملکرد آنها برای مدیران و کارشناسان بانکی بسیار حائز اهمیت است. بر مبنای این ضرورت نیز گزارش حاضر تدوین شده است.



فهرست مطالب

۱	مقدمه
۲	۱- ابزارهای سیاست گذاری پولی در ایران
۲	۱-۱- ابزارهای مستقیم
۲	۱-۱-۱- کنترل نرخ های سود بانکی
۲	۱-۱-۲- سقف اعتباری
۳	۱-۲- ابزارهای غیرمستقیم
۳	۲- عملیات بازار
۴	۲-۱- عملیات بازار باز
۶	۲-۱-۱- خرید و فروش قطعی
۷	۲-۱-۲- توافق باخرید و توافق باخرید معکوس
۱۱	۲-۱-۳- سازوکار اجرای حراج
۱۲	۲-۲- تسهیلات قاعده مند
۱۳	۲-۲-۱- سپرده گذاری قاعده مند:
۱۳	۲-۲-۲- اعتبار گیری قاعده مند
۱۴	۳- عملکرد عملیات بازار در سال جاری
۱۴	۳-۱- عملکرد عملیات بازار باز
۱۹	۳-۲- عملکرد تسهیلات قاعده مند
۲۱	جمع بندی

فهرست شکل ها

- شکل ۱- نمایی از عملیات بازار ۳
- شکل ۲: مکانیزم هدف گذاری نرخ سود توسط بانک مرکزی ۵
- شکل ۳: فروش قطعی اوراق بهادار ۷
- شکل ۴: مکانیزم خرید و فروش اوراق به همراه اختیارات خرید و فروش ۸

فهرست نمودارها

- نمودار ۱- تعداد موسسات شرکت کننده در حراج هفتگی ۱۵
- نمودار ۲- ارزش سفارشات ارسال شده و پذیرفته شده در حراج هفتگی ۱۶
- نمودار ۳- درصد سفارشات پذیرفته شده در حراج هفتگی ۱۷
- نمودار ۴- حجم معاملات و میانگین موزون نرخ بهره بازار بین بانکی در مقایسه با نرخ کف و سقف دالان ۱۸
- نمودار ۵- مقایسه حداقل نرخ توافق باخرید و حداکثر نرخ توافق باخرید معکوس در حراج هفتگی با نرخ بهره بازار ۱۹
- نمودار ۶- تعداد بانک ها و موسسات استفاده کننده از اعتبارگیری قاعده مند ۲۰
- نمودار ۷- ارزش اعتبارگیری قاعده مند ۲۰

فهرست جداول

- جدول ۱- مشخصات بسته قرارداد توافق باخرید ۱۱



مقدمه

طی سال‌های گذشته، با وجود هدفگذاری‌های مشخص در خصوص تورم و نرخ رشد اقتصادی در برنامه‌های توسعه، سیاست‌گذاری پولی در اقتصاد کشور عموماً جنبه صلاح‌دیدي داشته است و مبتنی بر قاعده یا هدفگذاری مشخص و صریحی برای شکل‌دهی انتظارات کارگزاران اقتصادی اتخاذ نشده است. اهمیت سیاستگذاری مبتنی بر قاعده در این است که تصمیم‌گیران اصلی در اقتصاد آینده نگر هستند و بانک مرکزی از طریق تأثیر خود بر انتظارات آنها می‌تواند تأثیرگذار باشد. بانک مرکزی برای اجرای سیاست پولی (انقباضی یا انبساطی) می‌تواند به طور مستقیم و بدون اتکاء به مکانیسم‌های بازار پولی یا به طور غیرمستقیم و مبتنی بر مکانیسم‌های بازار اقدام کند. مداخله مستقیم در بازار پول از طریق تعیین نرخ سود سپرده و تسهیلات و همچنین سقف اعتباری صورت می‌گیرد اما در مداخله غیرمستقیم ابزارهای نرخ ذخیره قانونی، عملیات بازار باز و کانال نرخ بهره بین بانکی مطرح است.

بسترهای سیاستگذاری غیرمستقیم پولی از منظر زیرساختی-نرم افزاری و همچنین حسابداری در بانک مرکزی متمرکز است و تغییرات ترازنامه‌ای بانک مرکزی نقطه‌ی شروع انتقال اثرات سیاستگذاری پول به ترازنامه بانک‌ها و سپس بخش غیربانکی محسوب می‌شود. بازیگران سیاست تنظیم نرخ ذخیره قانونی و کانال نرخ بهره (تسهیلات قاعده‌مند) بانک مرکزی و بانک‌ها هستند. در عملیات بازار باز متعارف نیز بانک مرکزی و دولت بازیگر اصلی هستند اما در کشورهای که نظام بانکداری اسلامی حاکم است به دلیل وحدت مالکیت بانک مرکزی نمی‌تواند اوراق دولتی را به طور مستقیم در بازار اولی از دولت خریداری کند عموماً در بازار اولی نهادهای مالی (بانک‌ها و صندوق‌ها) حضور دارند و بانک مرکزی در بازار ثانوی از نهادهای مذکور اقدام به خرید و فروش اوراق می‌کند. بر این اساس در کشورهای مبتنی بر بانکداری اسلامی در سیاستگذاری غیرمستقیم



همواره بانک‌ها مخاطب مستقیم هستند. ضمن آنکه در کشورهایی که عملیات بازار باز و کانال نرخ بهره پیاده‌سازی شده‌اند، از نرخ ذخیره قانونی به ندرت برای سیاست‌گذاری استفاده می‌شود و عملاً کنار گذاشته شده است. در نظام بانکداری ایران نیز طی چند سال اخیر، عملیات بازار باز و کانال نرخ بهره به شکل جدی دنبال و پیاده‌سازی شده است. بر این اساس در این گزارش، ابتدا ابزارهای سیاست پولی معرفی می‌شوند سپس مکانیسم بازار عملیات بازار و تسهیلات قاعده‌مند در نظام بانکی ایران تشریح می‌شود و در نهایت نیز عملکرد دو مقوله مذکور در کشور مرور می‌شوند.

۱- ابزارهای سیاست گذاری پولی در ایران

ابزارهای سیاست پولی در ایران به ابزارهای مستقیم و غیر مستقیم دسته بندی می‌شوند. در ادامه به معرفی هر یک از این ابزارها پرداخته می‌شود.

۱-۱- ابزارهای مستقیم

۱-۱-۱- کنترل نرخ‌های سود بانکی

مطابق ماده (۲) آیین‌نامه فصل سوم قانون عملیات بانکی بدون ربا، ضوابط تعیین سود و یا نرخ بازده مورد انتظار ناشی از تسهیلات اعطایی بانک‌ها و حداقل و حداکثر سود و یا بازده مورد انتظار بر عهده شورای پول و اعتبار است. همچنین بر طبق ماده (۳) آیین‌نامه فصل چهارم قانون مذکور بانک مرکزی می‌تواند در تعیین حداقل نرخ سود (بازده) احتمالی برای انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری و یا مشارکت و نیز تعیین حداقل و یا عنداللزوم حداکثر نرخ سود مورد انتظار و یا نرخ بازده احتمالی برای سایر انواع تسهیلات اعطایی بانکی دخالت نماید.



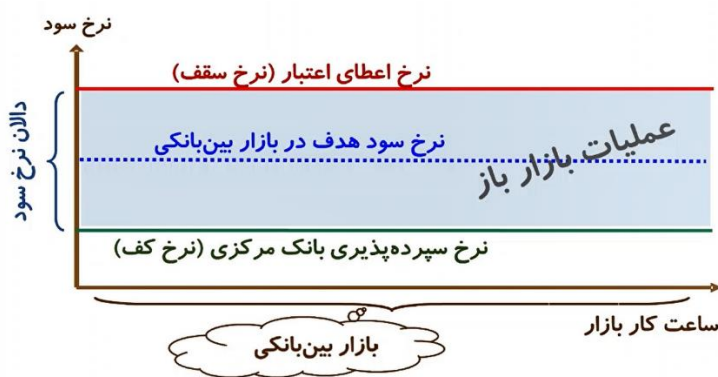
۲-۱-۱- سقف اعتباری

این نوع ابزارهای پولی ضمن ایجاد محدودیت‌های اعتباری و اعطای اعتبارات مستقیم، با تعیین اولویت در امر اعطای اعتبارات بانکی در مورد بخش‌های خاص اقتصادی، اقدام به جهت‌دهی اعتبارات به سمت بخش‌های مورد نظر می‌نماید. براساس ماده ۱۴ قانون پولی و بانکی کشور، بانک مرکزی می‌تواند در امور پولی و بانکی دخالت و نظارت‌هایی داشته باشد که از جمله مفاد آن محدود کردن بانک‌ها، تعیین نحوه مصرف وجوه سپرده‌ها و تعیین حداکثر مجموع وام‌ها و اعتبارات در رشته‌های مختلف است.

۲-۱-۲ ابزارهای غیرمستقیم

ابزارهای غیرمستقیم بانک مرکزی می‌تواند در چارچوب عملیات بازار باز، تسهیلات قاعده مند و نسبت سپرده قانونی صورت پذیرد. عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده مند در بستر عملیات بازار تعریف میشوند. شکل ۱ نمایی از این بازار را به تصویر میکشد.

شکل ۱- نمایی از عملیات بازار



نرخ سود هدف و دالان نرخ سود به صورت ماهانه توسط کمیته پیشنهاد می‌شود و به تصویب هیات عامل بانک مرکزی می‌رسد. اعطای اعتبار و یا سپرده‌پذیری در نرخ‌های سقف و کف دالان در قالب عملیات تسهیلات قاعده مند و به صورت شبانه صورت می‌پذیرد. بدیهی است که اجرای این عملیات به ندرت صورت می‌پذیرد و



بانک‌ها می‌توانند کمبود و یا مازاد نقدینگی را از بازار بین بانکی برطرف نمایند. جدول زمانبندی جلسات هیات عامل که جهت تصویب نرخ‌های سود برگزار می‌شود برای حداقل یکسال بعد در وبسایت بانک مرکزی منتشر می‌شود. حداقل فاصله میان جلسات هیات عامل چهار هفته و حداکثر شش هفته است و نتیجه جلسات هیات عامل در خصوص تصویب نرخ‌های سود بایستی در قالب بیانیه‌ای توسط کمیته تهیه و پس از تصویب هیات عامل در وبسایت بانک مرکزی منتشر شود. در ادامه به تفصیل مورد بررسی قرار می‌گیرد.

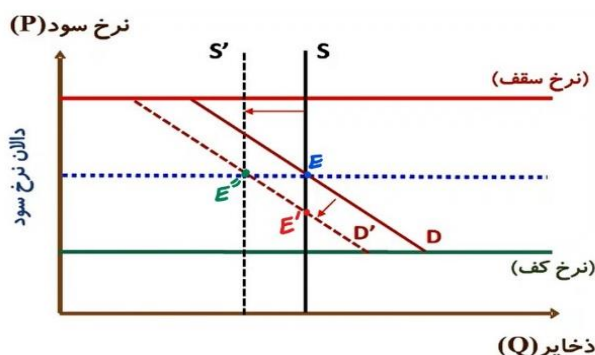
۲- عملیات بازار

۲-۱- عملیات بازار باز^۱

هدف از انجام عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال اخذ وثیقه، مدیریت نقدینگی، کاهش نوسانات نرخ سود بازار و حفظ نرخ سود بازار در نزدیکی نرخ سود هدف است. چگونگی حفظ نرخ سود بازار در نزدیکی نرخ سود هدف در شکل (۲) نشان داده شده است. در این شکل، منحنی S بیانگر میزان عرضه ذخایر است که مستقل از نرخ سود است. همچنین، منحنی D بیانگر تقاضای بانک‌ها برای ذخایر است که نزولی بودن آن بیانگر افزایش تقاضای ذخایر در نرخ‌های پایین تر سود است.

^۱Open Market Operation (OMO)

شکل ۲: مکانیزم هدف گذاری نرخ سود توسط بانک مرکزی



در صورتی که میزان تقاضا برای ذخایر به هر دلیلی کاهش یابد، با انتقال منحنی D به D' مواجه خواهیم بود که در این حالت نرخ سود بازار از وضعیت E به E' کاهش یافته و انحراف از نرخ سود هدف صورت می گیرد. در این حالت بانک مرکزی با اجرای عملیات بازار باز از نوع بازخرید معکوس اقدام به فروش اوراق می کند که این امر موجب کاهش ذخایر شده و انتقال منحنی عرضه به سمت چپ را در پی خواهد داشت. ملاحظه می شود که اجرای این سیاست سبب رفع انحراف نرخ سود بازار و هدف شده و تعادل جدید در نقطه E'' و با نرخ سود هدف شکل می گیرد. اداره عملیات بازار باز موظف به اجرای حداقل یکبار عملیات بازار باز در هر هفته است و باید جدول زمانبندی اجرای عملیات بازار باز را برای یک سال آینده در وبسایت بانک مرکزی منتشر نماید. البته در صورت ثابت بودن نرخ سود بازار، اگر نیازی به انجام عملیات بازار باز نباشد، اداره عملیات بازار باز موظف است عدم اجرای این عملیات را به اطلاع عموم برساند. میانگین موزون نرخ سود معاملات با سررسید یکشنبه در بازار برای حداقل چهار روز کاری در هفته، معیار ارزیابی عملکرد عملیات بازار باز است. معاملات مربوط به عملیات بازار باز می تواند در قالب ابزارهای «توافق بازخرید»، «توافق بازخرید معکوس»، « معاوضه ارزی» و «خرید یا فروش قطعی» بین اداره عملیات بازار باز و مؤسسه انجام شود. اداره عملیات بازار باز، بر اساس پیش بینی جریان ورودی یا خروجی ذخایر در بازار به گونه ای میزان عرضه ذخایر را در بازار تغییر می دهد که



نرخ سود در بازار به نرخ سود هدف نزدیک شود. تغییر در عرضه ذخایر (تزریق یا جذب) در عملیات بازار باز شامل حجم، نوع قرارداد، سررسید و ... توسط اداره عملیات بازار باز به صورت هفتگی و در صورت لزوم روزانه پیشنهاد و پس از تایید رئیس کل بانک مرکزی به اجرا گذاشته می شود. در معاملات مربوط به عملیات بازار باز، قیمت اوراق بهادار و ارز و مقدار آن در سازوکار حراج تعیین می شود و اداره عملیات بازار باز نسبت به انجام معاملات از طریق کارگزاری بانک در قیمت ها و مقادیر مشخص شده در حراج اقدام می نماید که در ادامه این سازوکار نیز تشریح خواهد شد.

۱-۱-۲- خرید و فروش قطعی^۲

در راستای اجرای سیاست پولی و نیل به نرخ سود هدف، بانک مرکزی با بررسی حجم تقاضای و یا عرضه ذخایر بانک ها در بازار بین بانکی، حسب نیاز اقدام به خرید یا فروش قطعی اوراق بهادار می نماید. بدیهی است در این حالت اگر ذخایر بانکی به قدری زیاد باشند که موجب عدول از نرخ کف دالان شود، بانک مرکزی اقدام به فروش قطعی اوراق نموده و مازاد ذخایر بانک ها را جمع آوری می نماید. همچنین در صورتی که تقاضای ذخایر بانکی بقدری زیاد باشد که منجر به عبور مکرر از نرخ سقف دالان شود، بانک مرکزی اقدام به جمع آوری اوراق می نماید. اجرای حراج از نوع خرید یا فروش قطعی از سوی اداره عملیات بازار باز و از طریق سامانه بازار به اعضای بازار اعلام می شود.

^۲Outright



شکل ۳: فروش قطعی اوراق بهادار



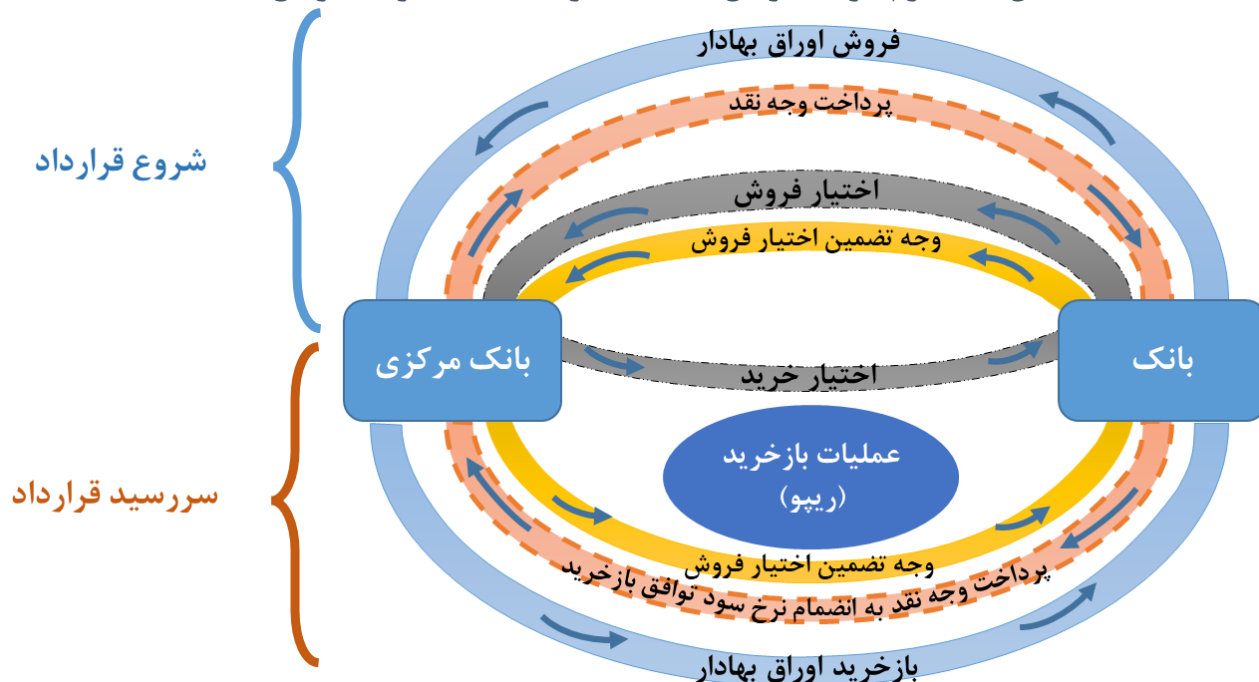
۲-۱-۲- توافقی باز خرید و توافقی باز خرید معکوس^۴

در توافقی باز خرید، بانک مرکزی به منظور تامین نقدینگی بانک ها، اقدام به خرید اوراق در قالب حراج مخفی از طریق سامانه بازار می نماید و همزمان با این موضوع، اختیار خرید و فروش اوراق در سررسید معین مبادله میشود. مکانیزم خرید و فروش اوراق به همراه اختیارات خرید و فروش در شکل ۴ نشان داده شده است.

^۳Repo

^۴Reverse Repo

شکل ۴: مکانیزم خرید و فروش اوراق به همراه اختیارات خرید و فروش



ملاحظه میشود که بانک مرکزی در چارچوب توافق بازخرید اقدام به حراج اوراق با سررسید مشخص نموده و بانک ها و موسسات مالی با ثبت حجم سفارش در نرخ بهره پیشنهادی خود اقدام به مشارکت در حراج می نمایند. پس از اخذ تمامی سفارشات توسط بانک مرکزی، نتایج حراج به وزارت اقتصاد و دارایی تحویل داده می شود و وزارت اقتصاد و دارایی با بررسی نرخ و حجم های پیشنهادی، نرخ حراج را تعیین میکند و خرید اوراق در قالب عقد بیع صورت می پذیرد. لازم به ذکر است که قیمت مبادله اوراق در حراج بر اساس قیمت پایانی آن در فرابورس در روز قبل حراج تعیین می شود. با توجه به اینکه بسیاری از اوراق مکرراً در بازار فرابورس مورد مبادله قرار نمی گیرند و نمی توان قیمت آن ها را به طور مستقیم تعیین کرد، بانک مرکزی بر اساس مدت سررسید اوراق مشابه که در بازار مبادله میشوند اقدام به ارایه نرخ تنزیل به ازای دوره سررسید اوراق (از ۱ ماه تا ۴۸ ماه) می نماید. بدین ترتیب بانک ها با اعمال نرخ تنزیل اعلامی بانک مرکزی در قیمت اسمی اوراق و کوپن های آن، قیمت دارایی پایه در عقد بیع (P_0) را بدست می آورند. این قیمت مبنای ارزش گذاری و



خرید اوراق توسط بانک مرکزی و اعطای اعتبارات در نرخ بهره حراج است. در این بین دو قرارداد دیگر در قالب اختیار خرید و اختیار فروش بین بانک مرکزی و سایر بانکها و موسسات منعقد می شود. به این ترتیب که بانک مرکزی همزمان با خرید اوراق و اعطای اعتبار، اختیار خرید اوراق را به بانک برنده می دهد که در تاریخ سررسید حراج (که یک هفته است و در صورت لزوم از یک روز تا ۹۰ روز میتواند تغییر یابد) بتواند اوراق را از بانک مرکزی بخرد و همچنین بانک مربوطه اختیار فروش به انضمام وجه تضمین اختیار فروش را به بانک مرکزی می دهد که در تاریخ سررسید بانک مرکزی بتواند اوراق را به بانک بفروشد. اعطای وجه تضمین اختیار فروش به بانک مرکزی به منزله حذف ریسک نکول بازخرید اوراق توسط بانک مربوطه می باشد. با اعمال اختیار خرید یا فروش در سررسید قرارداد، بانک مربوطه ضمن دریافت اوراق از بانک مرکزی و وجه تضمین اختیار فروش، اصل ذخایر دریافتی و سود آن را به بانک مرکزی پرداخت می نماید. محاسبه قیمت اختیار خرید و فروش در سررسید (اصل و سود پرداختی به بانک مرکزی) بر اساس رابطه زیر صورت می پذیرد:

$$P_T = P_0 * \left(1 + \frac{i}{365} * T\right)$$

که در آن P_0 قیمت دارایی پایه در عقد بیع (قیمت پایانی اوراق در روز معاملاتی قبل از سررسید)، P_T قیمت سررسید دارایی پایه در قراردادهای اختیار؛ T تعداد روزهای قرارداد و i نرخ بازده قرارداد توافق بازخرید منطبق با شریعت می باشد.

همچنین اگر دارایی پایه موضوع قرارداد از نوع اوراق با درآمد ثابت باشد، قیمت اعمال اختیارهای خرید و فروش باید بر اساس رابطه زیر به گونه ای محاسبه شوند که سود اوراق مزبور از تاریخ قرارداد تا سررسید در آن مستتر باشد.



$$P_T = \left[P_0 - \sum_{n=1}^T \frac{C_n}{\left(1 + \left(\frac{i}{365}\right) * T_n\right)} \right] \left(1 + \left(\frac{i}{365}\right) * T_n\right); T_n \leq T$$

که در آن P_0 بیانگر قیمت دارای پایه در عقد بیع، P_T قیمت دارایی پایه در قراردادهای اختیار در سررسید، C_n مبلغ سود پرداختی اوراق، T_n تعداد روز تا سررسید، i نرخ سود بازده قرارداد توافق با خرید منطبق با شریعت می باشد.

توافق با خرید معکوس عکس حالت فوق بوده و طی آن بانک مرکزی اقدام به برگزاری حراج مخفی نموده و سفارشات بانکها مبنی بر خرید اوراق با نرخ معین در حجم های متفاوت را بررسی میکند. از جمله مزایای ابزار توافق با خرید و توافق با خرید معکوس میتوان به موارد زیر اشاره نمود:

- بانک مرکزی در شرایط کمبود نقدینگی در بازار بین بانکی اقدام به با خرید اوراق بهادار از بانک های دارای کسری می نماید و در روزهای بعد که مشکل کمبود نقدینگی برطرف شد دچار مشکل فروش اوراق به بانک ها و در نتیجه انباشت این اوراق در ترازنامه بانک مرکزی نمی شود.
- بانکها نیز بدون ایجاد هرگونه اختلال یا تغییری در پرتفوی خود می توانند نقدینگی مورد نیاز خود را مرتفع کنند.
- بواسطه وثیقه محور شدن این نوع عملیات، ریسک معاملات و در نتیجه هزینه تامین مالی در بازار بین بانکی کاهش می یابد.
- اجرای این عملیات منجر به علامت دهی به بازار می شود. به این معنا که در خرید و فروش قطعی اوراق، اوراق با سررسید متفاوت با قیمت های متفاوت مورد معامله قرار می گیرند و در نتیجه به ازای اوراق با سررسید متفاوت، نرخ های متفاوتی استخراج می شود. اما در این عملیات بطور هفتگی نرخ اعطای تسهیلات به بانک ها بدست آمده و در نتیجه علامت دهی به بازار از این طریق صورت می پذیرد.



۳-۱-۲- سازوکار اجرای حراج

اجرای حراج و نوع آن (خرید یا فروش قطعی، توافق باز خرید و...) از طرف اداره عملیات بازار باز و از طریق سامانه بازار به اعضای بازار اعلام میشود. این عملیات از طریق حراج مخفی با تبعیض قیمت (مناقصه/مزایده) انجام میشود و طی آن هر عضو بصورت مخفیانه و بدون اطلاع از پیشنهادات سایر مؤسسات، پیشنهادات (حداکثر ۳ پیشنهاد) خرید یا فروش را از طریق سامانه بازار به اداره عملیات بازار باز اعلام میکند. طراحی فرمهای اخذ پیشنهادات عضو بر عهده اداره عملیات بازار باز است که نمونه آن در جدول ۱ نشان داده شده است:

جدول ۱- مشخصات بسته قرارداد توافق باز خرید

۱	نماد اوراق بهادار
۲	تعداد ورقه
۳	بهای فروش هر ورقه- ریال
۴	کل ارزش فروش اوراق- ریال
۵	تاریخ سررسید اختیار خرید
۶	بهای هر ورقه در تاریخ سررسید اختیار خرید- ریال
۷	کل ارزش اوراق در تاریخ سررسید اختیار خرید- ریال
۸	تاریخ سررسید اختیار فروش
۹	بهای هر ورقه در تاریخ سررسید اختیار فروش- ریال
۱۰	کل ارزش اوراق در تاریخ سررسید اختیار فروش- ریال
۱۱	مبلغ وجه تضمین خریدار- ریال
۱۲	مبلغ وجه تضمین فروشنده- ریال
۱۳	تاریخ تضمین و امضای بسته قرارداد توافق باز خرید

اعضا باید پیشنهادات خود را در مهلت تعیین شده در سامانه بازار اعلام نمایند. بعد از پایان مهلت مقرر، اداره عملیات بازار باز سفارشهای برنده را مشخص و نتیجه را از طریق سامانه بازار به مؤسسه(های) برنده اعلام میکند. تعیین برندگان حراج خرید به این صورت است که شرکت کنندگان بر حسب نرخهای پیشنهادی مرتب می شوند و حجم درخواستی به ایشان اعطا می شود. لازم به ذکر است که نرخهای پیشنهادی بانکها در برنده



شدن و نوبت دریافت اعتبارات موثر است اما نهایتاً همه اوراق به نرخ واحدی به برندگان اعطا میشود. نتیجه کلی حراج برگزار شده شامل کل ارزش معاملات و نرخ حاشیه ای برنده (میانگین نرخ یا بالاترین نرخ برنده در حراج خرید و یا پایین ترین نرخ برنده در حراج فروش) به اطلاع عموم رسانده می شود. در صورت برابر بودن قیمت‌های مربوط به سفارش‌های دو یا تعداد بیشتری از مؤسسات، حجم مربوطه به تناسب حجم سفارشات مؤسسات مزبور بین آنها تقسیم میگردد. انتقال مالکیت اوراق بین بانک برنده در حراج به این صورت است که بر اساس حجم و قیمت‌های پیشنهادی برنده شده در حراج، اداره عملیات بازار باز از طریق کارگزاری بانک نسبت به ثبت معاملات در سامانه مبادلات بورس اقدام کرده تا مالکیت اوراق بین مؤسسه و بانک مرکزی منتقل شود. تسویه ریالی مبادلات توسط اداره معاملات ریالی تا پایان ساعت کاری ساتنا در همان روز انجام می شود.

۲-۲- تسهیلات قاعده مند^۵

این تسهیلات می تواند به دو صورت سپرده پذیری از بانک ها در نرخ بهره کف دالان و یا وام دهی به بانک ها در نرخ بهره سقف دالان صورت پذیرد. اجرای این تسهیلات می تواند در چارچوب دو قرارداد ودیعه یا بازخرید/بازخرید معکوس صورت پذیرد. بر اساس ماده ۳۴ شیوه نامه، اداره عملیات بازار باز با موافقت مؤسسه میتواند اوراق فروخته شده به مؤسسه را به صورت امانت نزد خود نگاه دارد و در عملیات اعتبارگیری قاعده مند از این اوراق استفاده نماید. مؤسسه میتواند در هر زمان تمام یا بخشی از اوراق خود را که نزد بانک مرکزی است و به عنوان وثیقه ثبت نشده است، درخواست کند.

^۵Standing facilities



۱-۲-۲- سپرده گذاری قاعده مند

سپرده گذاری قاعده مند در نرخ سود کف میتواند در قالب عقد «ودیعه» و ابزار «توافق باز خرید معکوس» حسب توافق اداره عملیات بازار باز و بانک و در زمان فعالیت بازار بدون محدودیت (دفعات و حجم) انجام شود. در حال حاضر این عملیات از طریق عقد ودیعه صورت میگیرد و بانک مرکزی نرخ ۱۴ درصد را در قالب هبه به بانک پرداخت می نماید. سر رسید این سپرده ها یکشنبه بوده و حسب توافق مؤسسه و اداره عملیات بازار باز، می تواند از یکشنبه تا دو هفته تعیین شود.

بانک ها از شروع به کار بازار تا دو ساعت مانده به پایان کار ساتنا فرصت دارند تا بخشی از ذخایر مورد نظر خود را از حساب جاری نزد بانک مرکزی به حسابی که به همین منظور نزد بانک مرکزی افتتاح میشود منتقل نمایند. در سر رسید سپرده گذاری قاعده مند، اداره معاملات ریالی اصل سپرده مؤسسه را حداکثر تا ساعت ۹:۰۰ به حساب جاری مؤسسه نزد بانک مرکزی واریز می نماید. محاسبه سود سپرده گذاری قاعده مند روز شمار و پرداخت آن به صورت ماهانه انجام میشود. سود سپرده گذاری قاعده مند به صورت زیر تعیین میگردد:

$$DI = A_0 \left(\frac{i}{365} * n \right)$$

که در آن A_0 بیانگر مبلغ سپرده گذاری قاعده مند در زمان عقد قرارداد، i نرخ سود کف، n تعداد روزهای قرارداد (در اینجا $n=1$ است) و DI سود سپرده گذاری قاعده مند می باشد.

۲-۲-۲- اعتبار گیری قاعده مند

اداره عملیات بازار باز به درخواست بانک و در قالب ابزارهای «توافق باز خرید» و «معاوضه ارزی» یا اخذ وثیقه میتواند در نرخ سود سقف به مؤسسه اعتبار پرداخت کند. اداره معاملات ریالی در ساعت ۱۲:۰۰ روز سر رسید اعتبار گیری قاعده مند، نسبت به تسویه اصل و فرع اعتبار دریافت شده از حساب جاری مؤسسه نزد بانک



مرکزی اقدام می نماید و اگر در زمان تسویه اعتبار، مانده حساب جاری مؤسسه نزد بانک مرکزی کمتر از اصل و فرع اعتبار اعطایی باشد، اداره عملیات بازار باز اعتبار را نکول شده محسوب کرده و نسبت به تملک وثایق و فروش آن در آینده جهت تسویه بدهی و هزینه های متعلقه بابت اعتبار مورد نظر اقدام می نماید.

در اعتبار گیری قاعده مند با استفاده از قرارداد توافق باز خرید بر پایه اوراق بهادار یا ارز، قیمت اعمال قراردادهای اختیار خرید و فروش در سر رسید به صورت زیر تعیین می گردد:

$$P_n = P_0 \left(1 + \left(\frac{i}{365} \right) * n \right)$$

که در آن P_0 بیانگر قیمت دارای پایه در عقد بیع، i نرخ سود سقف، n تعداد روزهای قرارداد (در اینجا $n=1$ است) و P_n قیمت اعمال اختیار خرید و اختیار فروش در سر رسید می باشد.

۳- عملکرد عملیات بازار در سال جاری (۱۴۰۰)

۳-۱- عملکرد عملیات بازار باز

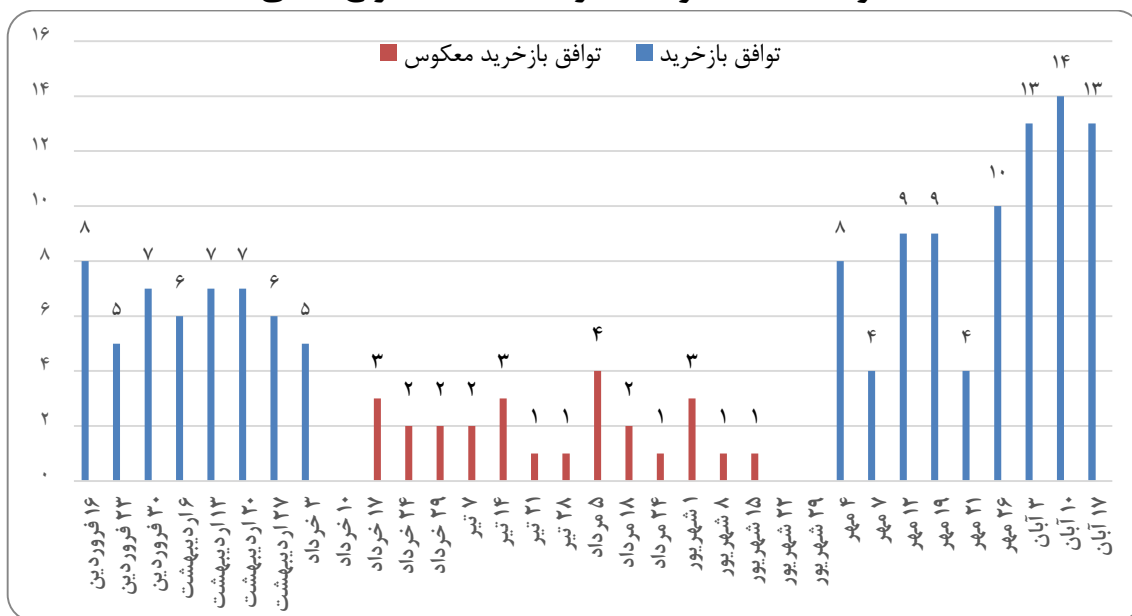
عملکرد عملیات بازار باز در قالب تعداد موسسات شرکت کننده در حراج، ارزش سفارشات ارسال شده و پذیرفته شده در حراج و حداقل نرخ توافق باز خرید مورد بررسی قرار گرفته است. نمودار (۱) تعداد موسسات شرکت کننده در حراج را نشان می دهد. ملاحظه می شود که در هفته منتهی به ۱۶ فروردین تا هفته منتهی به ۳ خرداد، سیاست بانک مرکزی تزریق نقدینگی در قالب توافق باز خرید اوراق بوده است و در دوره ها بین ۵ تا ۸ موسسه در حراج هفتگی شرکت نموده اند. حراج هفته منتهی به روزهای ۳ و ۱۰ خرداد با هدف تزریق نقدینگی صورت گرفت ولی با نگرانی از کاهش نرخ سود بین بانکی، این حراج توسط بانک مرکزی باطل شد. از هفته منتهی به ۱۷ خرداد تا هفته منتهی به ۱۵ شهریور، سیاست بانک مرکزی جذب نقدینگی در قالب قرارداد باز خرید



معکوس بوده است که حداکثر تعداد ۴ موسسه در این حراج شرکت نموده‌اند. همچنین موضع عملیاتی بانک

مرکزی از هفته منتهی به ۴ مهر تا ۱۷ آبان تغییر کرده و سیاست تزریق نقدینگی را پی گرفته است.

نمودار ۱- تعداد موسسات شرکت کننده در حراج هفتگی



منبع: بانک مرکزی ج.ا.ا.

ملاحظه می‌شود که حجم سفارشات ارسال شده و پذیرفته شده در هفته منتهی به ۴ مهر تا ۱۷ آبان به هم نزدیک

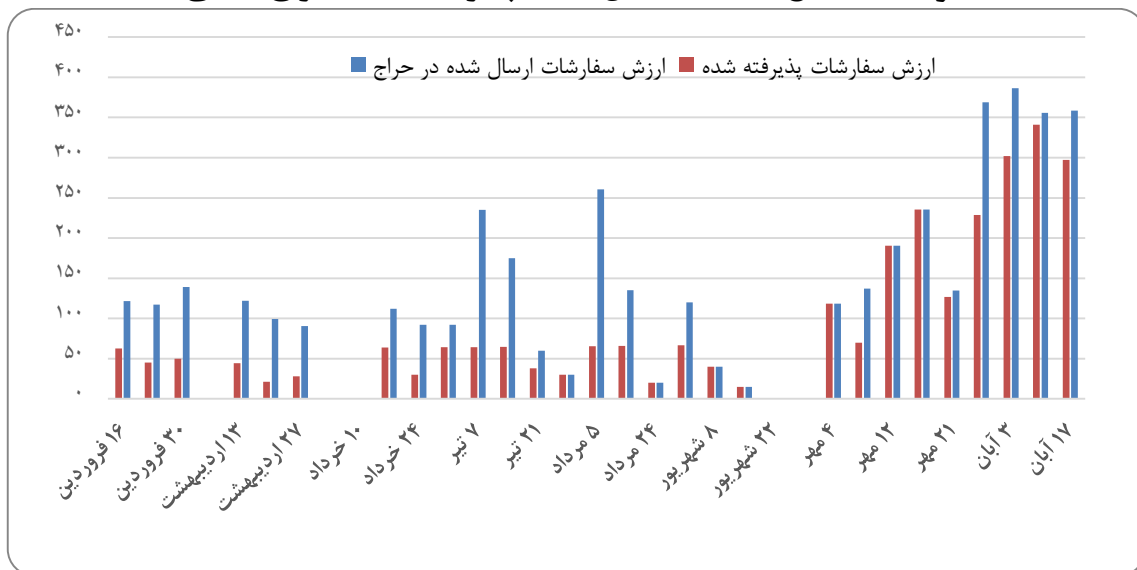
بوده است و به لحاظ مقداری نیز نسبت به دوره‌های پیشین افزایش داشته است. بطوری که در آخرین حراج،

ارزش سفارش ارسال شده از جانب موسسات برابر ۳۵۵٫۸ هزار میلیارد ریال بوده است که ۳۴۱ هزار میلیارد ریال

آن پذیرفته شده است.



نمودار ۲- ارزش سفارشات ارسال شده و پذیرفته شده در حراج هفتگی

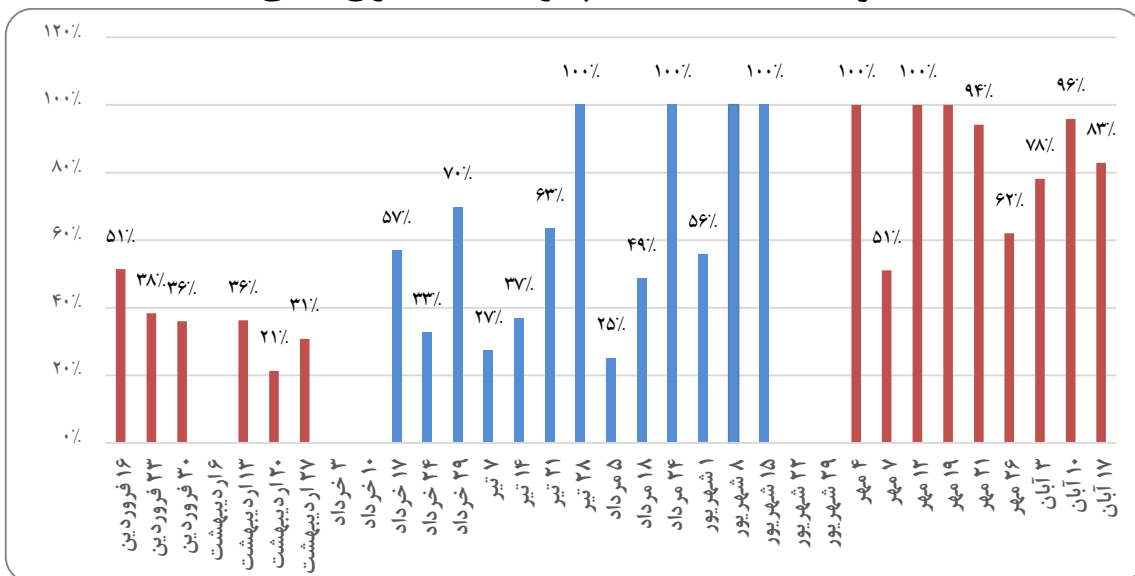


منبع: بانک مرکزی ج.ا.ا.

درصد سفارشات پذیرفته شده در حراج هفتگی در نمودار ۳ نشان داده شده است. میله‌های آبی مربوط به عملیات بازخرید معکوس می‌باشد که در آن جذب نقدینگی بانک‌ها سیاست بانک مرکزی بوده است. ملاحظه می‌شود که همراه با افزایش نرخ سود بین بانکی به حدود ۲۰,۵ درصد (مطابق نمودار ۵) و افزایش سفارشات ارسال شده در حراج (مطابق نمودار ۲)، درصد سفارشات پذیرفته شده نیز به بالای ۸۰ درصد افزایش یافته است.



نمودار ۳- درصد سفارشات پذیرفته شده در حراج هفتگی



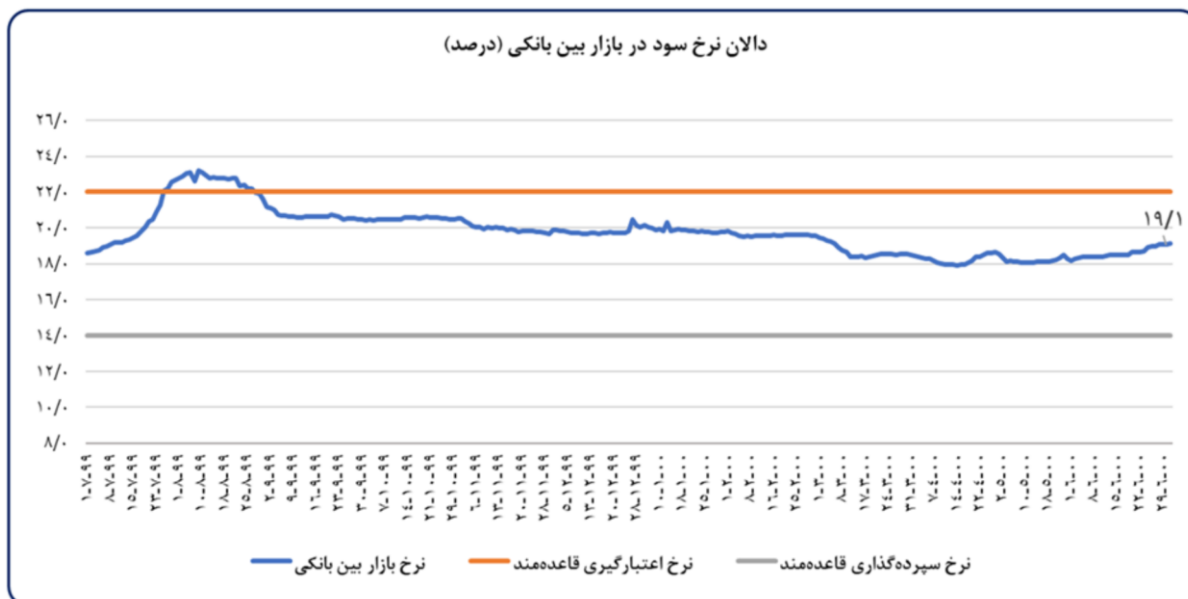
منبع: بانک مرکزی ج.ا.ا.

مطابق ماده ۷ شیوه نامه اجرایی «انجام عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال اخذ وثیقه»^۶ معیار ارزیابی عملکرد عملیات بازار باز، میانگین موزون نرخ سود معاملات با سررسید یکشنبه در بازار برای حداقل چهار روز کاری در هفته است. از اینرو نمودار ۴ حجم معاملات بازار بین بانکی و میانگین موزون نرخ بازار بین بانکی را در مقایسه با نرخ کف و سقف دالان نشان می دهد. ملاحظه می شود که میانگین موزون نرخ بهره بازار بین بانکی از اواخر مهرماه تجاوز از نرخ سقف دالان نرخ سود داشته است و تا پایان آبان ماه این وضعیت ادامه داشته است که نهایتاً به محدوده مجاز برگشته است.

^۶ مصوب ۱۳۹۹/۲/۲۴ هیات عامل بانک مرکزی



نمودار ۴- حجم معاملات و میانگین موزون نرخ بهره بازار بین بانکی در مقایسه با نرخ کف و سقف دالان

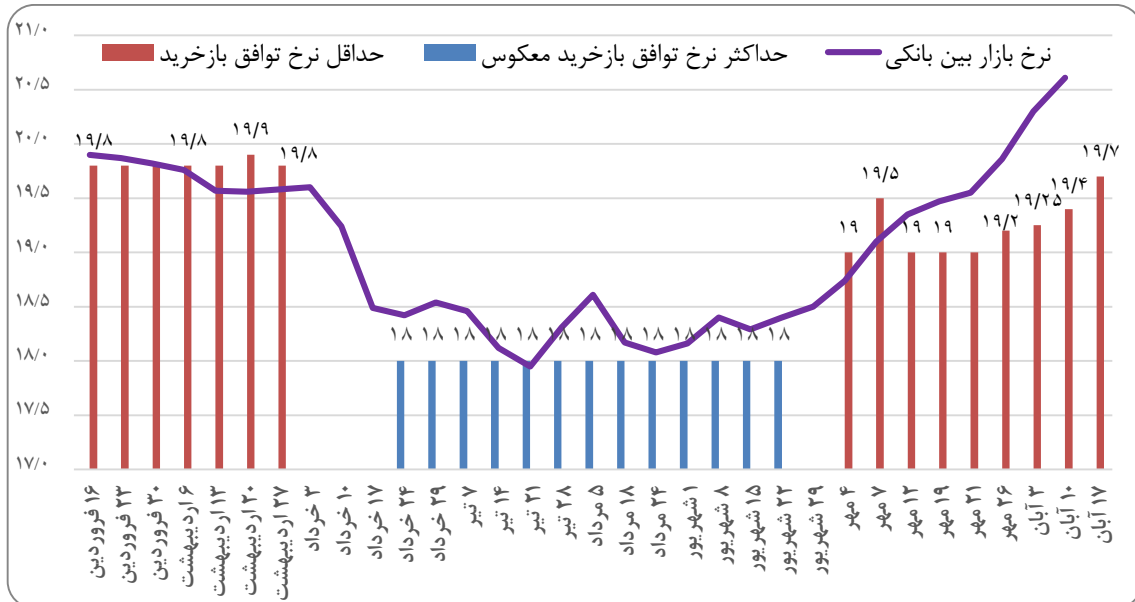


منبع: بانک مرکزی ج.ا.ا.

مطابق نمودار ۵ ملاحظه می شود که بانک مرکزی با اجرای عملیات بازار باز توانسته است نرخ بهره بازار بین بانکی را در محدوده نرخ های کف و سقف دالان حفظ نماید. همزمانی افزایش نرخ بهره بین بانکی و افزایش حجم سفارشات در هفته های اخیر نشان از پیش بینی صحیح بانک ها از تحولات پیش رو می باشد. عملکرد رو به رشد بانک مرکزی در پذیرش سفارشات هفته های اخیر مطابق نمودار ۲ نشانگر استمرار به کنترل نرخ بهره بین بانکی در محدوده دالان نرخ سود می باشد.



نمودار ۵- مقایسه حداقل نرخ توافق با خرید و حداکثر نرخ توافق با خرید معکوس در حراج هفتگی با نرخ بهره بازار بین بانکی در سال ۱۴۰۰



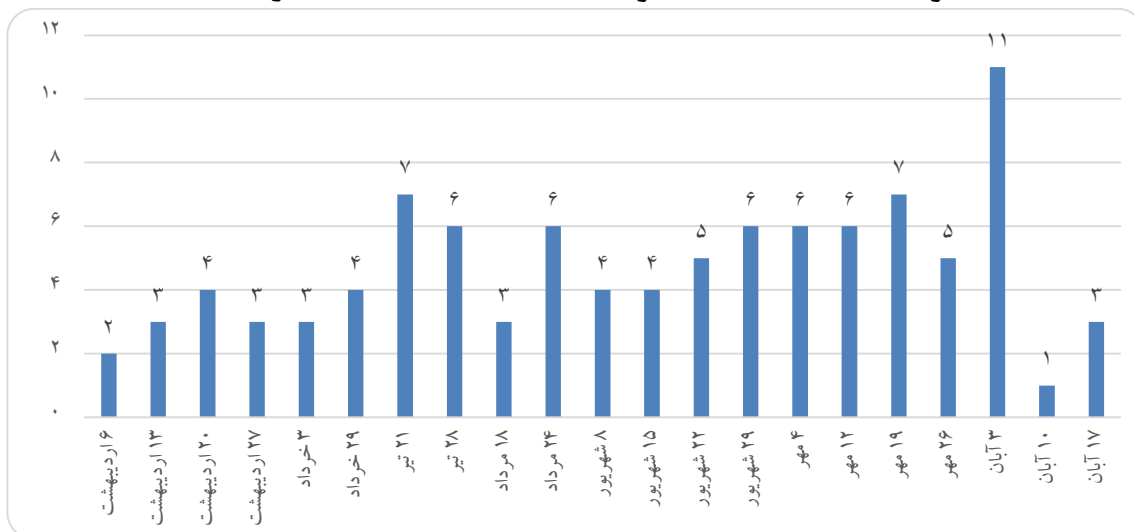
منبع: بانک مرکزی ج.ا.ا.

۲-۳- عملکرد تسهیلات قاعده مند

عملکرد تسهیلات قاعده مند در قالب تعداد بانک ها و موسسات استفاده کننده از این تسهیلات در نرخ سقف دالان (۲۲ درصد) و ارزش این اعتبارات در نمودار ۶ مورد بررسی قرار گرفته است. ملاحظه می شود که در هفته منتهی به ۱۰ آبان صرفاً یک موسسه اقدام به اخذ تسهیلات در نرخ سقف کرده است که این امر می تواند ناشی از افزایش حجم سفارشات و پذیرش آن در هفته منتهی به ۳ آبان مطابق نمودار ۲ باشد.



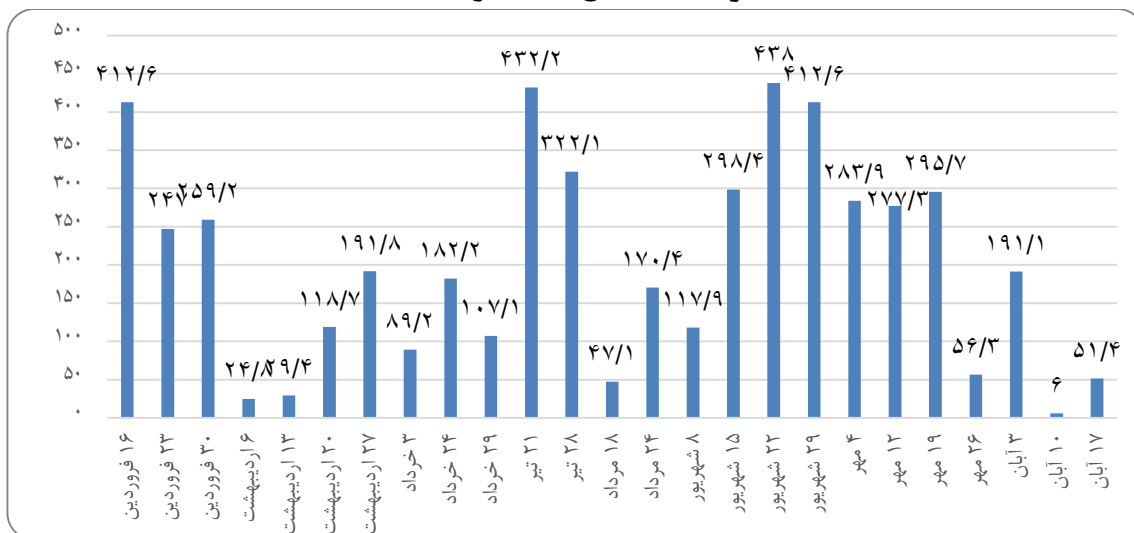
نمودار ۶- تعداد بانک ها و موسسات استفاده کننده از اعتبار گیری قاعده مند



منبع: بانک مرکزی ج.ا.ا.

ارزش هفتگی اعتبار گیری روزانه در نرخ سقف دالان در نمودار ۷ نشان داده شده است.

نمودار ۷- ارزش اعتبار گیری قاعده مند



منبع: بانک مرکزی ج.ا.ا.



جمع بندی

اجرای عملیات بازار در چارچوب قراردادهای بازخرید و بازخرید معکوس و همچنین تسهیلات قاعده مند با هدف مدیریت نقدینگی، کاهش نوسانات نرخ سود بازار و حفظ نرخ سود بازار در نزدیکی نرخ سود هدف پس از رفع موانع فقهی از اواخر سال ۱۳۹۸ آغاز شد که سازوکار اجرایی به همراه عملکرد سال ۱۴۰۰ در این گزارش مورد بررسی قرار گرفته است. اجرای این عملیات ابزاری است که به طور غیرمستقیم امکان اجرای سیاست‌های پولی و کنترل نرخ بهره بین بانکی را در اختیار بانک مرکزی قرار داده و از طرف دیگر ریسک معاملات، هزینه‌های تامین مالی در بازار بین بانکی را کاهش داده و بواسطه تعیین نرخ بهره واحد، علامت دهی به بازار صورت می‌پذیرد. بواسطه سیاست‌های متفاوت بانک مرکزی در جذب و یا تزریق نقدینگی طی سال جاری، نرخ بهره بین بانکی در محدوده نرخ کف و سقف دالان بوده که نشان از موفقیت سیاستگذار در کنترل این نرخ می‌باشد. حجم سفارشات ارسال شده و پذیرفته شده در حراج هفتگی و تعداد موسسات شرکت کننده در آن از مهر سال جاری افزایش چشمگیری داشته است و از متوسط ۴ موسسه در شش ماهه ابتدای سال به متوسط ۹ موسسه در مهر و آبان رسیده است. مطلق ارزش سفارشات ارسال شده از ۲۰۷۶ هزار میلیارد ریال در شش ماهه ابتدای سال به ۲۲۸۵ هزار میلیارد در مهر و آبان رسیده است. همچنین متوسط ارزش سفارشات ارسال شده نیز از ۱۰۹ هزار میلیارد ریال در شش ماهه ابتدای سال به ۲۵۴ هزار میلیارد در مهر و آبان رسیده است که رشد چشمگیری را نشان می‌دهد.

درک مکانیسم عملکرد بازار باز و تسهیلات قاعده‌مند، در تعیین نرخ مناسب اوراق و تسهیلات قاعده‌مند بسیار مفید است و به کشف نقطه مناسب ورود و خروج بانک به حراج‌ها و تسهیلات قاعده‌مند کمک شایانی می‌نماید.



مدیریت ریسک و مطالعات اقتصادی

تهران، خیابان ولیعصر، خیابان امین کاج آبادی، شماره ۷۵

تلفن: ۰۲۱-۲۶۲۱۵۰۰۰-۵ نمابر: ۰۲۱-۲۶۲۱۴۹۹۹

ER@karafarinbank.ir www.karafarinbank.ir