

یادداشتی از محسن مقیسه؛

بانک مرکزی چگونه نرخ بهره را افزایش داد؟

آمارها نشان می‌دهد که از ابتدای امسال، هر هفته بانک مرکزی از طریق عملیات بازار باز، با خرید موقتی اوراق دولتی از شبکه بانکی، اقدام به عرضه ذخایر کرده است. اما چرا با این عرضه ذخایر، نرخ بهره بین بانکی افزایش یافت؟ این سوالی است که در این یادداشت به آن پاسخ می‌دهیم.

نرخ بهره بازار بین بانکی و حداقل نرخ توافق با خرید (ریپو) از ابتدای امسال تقریباً روندی صعودی داشته‌اند. مطابق با آمارهای بانک مرکزی، نرخ بهره بین بانکی از ۲۰.۳ درصد در ۱۵ فروردین به ۲۱.۳۱ درصد در ۳۰ تیرماه افزایش پیدا کرد. اما نرخ ریپو با شیب تندتری از ۱۹ درصد در ۲۹ اردیبهشت به اوج خود یعنی ۲۱.۵ درصد در ۶ مرداد رسید. نکته قابل توجه این است که نرخ ریپو در ۶ مرداد و ۲ شهریور با ۰.۳۷ و ۰.۰۶ درصد اختلاف، بیشتر از نرخ بهره بازار بین بانکی قرار گرفت. به عبارت دیگر فرض‌گیری با وثیقه از بانک مرکزی گرانتر از فرض‌گیری بدون وثیقه در بازار بین بانکی شد!

افزایش نرخ ریپو و کاهش فاصله آن از نرخ بین بانکی سیگنالی از سوی بانک مرکزی به شبکه بانکی مبنی بر انقباض ذخایر است. نرخ ریپو نرخ است که بانک مرکزی در آن اقدام به وام‌دهی و عرضه ذخایر در مقابل وثیقه اوراق دولتی به شبکه بانکی می‌کند. بنابراین نرخ ریپو کاملاً در اختیار بانک مرکزی است اما چرا نرخ بهره بازار بین بانکی افزایشی شد؟

نمودار ۱. روند صعودی نرخ بهره بازار بین بانکی و حداقل نرخ توافق با خرید از ابتدای امسال

بازار بین بانکی محلی برای وام‌دهی و فرض‌گیری ذخایر (پایه پولی) توسط بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی است. نرخ بهره بین بانکی بیانگر قیمت دسترسی ذخایر در شبکه بانکی است. دلایل زیادی برای علت افزایش نیاز بانک‌ها به ذخایر وجود دارد اما این موضوع قطعی است که هر چقدر تقاضای ذخایر در شبکه بانکی نسبت به عرضه آن فراتر رود، نرخ بهره بازار بین بانکی نیز افزایش می‌یابد (و بالعکس). از آنجایی که میزان ذخایر در کل شبکه بانکی ثابت است، تنها بانک مرکزی است که می‌تواند با انتشار ذخایر و افزایش عرضه آن موجب کاهش نرخ بهره بازار بین بانکی شود. یکی از روش‌های تزریق ذخایر به شبکه بانکی، عملیات بازار باز در قالب خرید اوراق دولتی (توافق باز خرید یا ریپو) است.

آمارها نشان می‌دهد که از ابتدای امسال، هر هفته بانک مرکزی از طریق عملیات بازار باز با خرید موقتی اوراق دولتی از شبکه بانکی اقدام به عرضه ذخایر کرده است. اما چرا با این عرضه‌های ذخایر، نرخ بهره بین بانکی افزایش یافت؟ در ادامه به این سوال، پاسخ خواهیم داد.

۱- عرضه کمتر از تقاضا

آمارهای بانک مرکزی نشان می‌دهد که در هفته‌های پس از ۲۷ اردیبهشت ۱۴۰۱، ارزش سفارش‌های توافق با خرید پذیرفته شده توسط بانک مرکزی (عرضه ذخایر) همیشه کمتر از ارزش سفارش‌های توافق با خرید ارسال شده توسط شبکه بانکی (تقاضای ذخایر) بوده است. نه تنها بانک مرکزی ذخایر را متناسب با نیاز شبکه بانکی تزریق نکرده بلکه از هفته منتهی به ۲۷ اردیبهشت تا ۳ مرداد به درخواست‌های شبکه بانکی برای توافق با خرید هم کم و کمتر پاسخ مثبت داده است. به همین دلیل در بازه زمانی مذکور، نسبت عرضه ذخایر به تقاضای آن نزولی و مازاد تقاضای شبکه بانکی صعودی شده است. این فشار انقباضی بانک مرکزی یکی از مهمترین عواملی است که موجب شد نرخ بهره بین بانکی از ۲۰.۵۷ درصد در پایان هفته منتهی به ۲۷ اردیبهشت به ۲۱.۳۱ و ۲۱.۱۳ درصد در هفته‌های منتهی به ۲۶ تیر و ۳ مرداد برسد. در ۴ هفته اخیر بانک مرکزی از رفتار انقباضی خود کمی دور شد و با تأمین بخش بیشتری از تقاضای بانک‌ها در توافق با خرید، زمینه کاهش نرخ بهره بازار بین بانکی را فراهم کرد.

نمودار ۲. عدم عرضه ذخایر متناسب با نیاز شبکه بانکی و افزایش نرخ بهره بازار بین بانکی

اما این تمام ماجرا نیست. عدم عرضه ذخایر متناسب با تقاضای شبکه بانکی در قالب حداقل نرخ توافق با خرید و همچنین نیاز بانک‌ها به ذخایر خارج از روزها و ساعات عملیات بازار باز موجب شد که برخی از بانک‌ها برای رفع نیاز ذخایرشان به اعتبارگیری قاعده‌مند (نرخ ۲۲ درصدی) از بانک مرکزی روی بیاورند. در نتیجه پس از ۲۷ اردیبهشت ماه نه تنها تعداد بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی بلکه ارزش فرض‌گیری آنها نیز از طریق اعتبارگیری قاعده‌مند رو به افزایش گذاشت.

نمودار ۳. عدم تزریق ذخایر توسط بانک مرکزی متناسب با تقاضای شبکه بانکی در قالب توافق با خرید و تأمین بخشی از نیاز ذخایر شبکه بانکی از طریق اعتبارگیری قاعده‌مند

نمودار ۴. افزایش تعداد بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی و ارزش فرض‌گیری آنها از طریق اعتبارگیری قاعده‌مند

۲- خنثی شدن عرضه ذخایر با توافق‌های با خرید سررسید شده

عرضه ذخایر در قالب حداقل نرخ توافق با خرید و اعتبارگیری قاعده‌مند همچنان برای عطش بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی به ذخایر ناکافی است. زیرا تزریق ذخایر از طریق توافق با خرید، موقتی و با سررسید کوتاه مدت (معمولاً شبانه یا ۷ روزه) است درحالی که نیاز شبکه بانکی به ذخایر امری در حال افزایش و بلندمدت است. بنابراین در عمل، تزریق ذخایر به شبکه بانکی بصورت حداقل نرخ توافق با خرید و اعتبارگیری قاعده‌مند با تخلیه ذخایر از شبکه بانکی در تاریخ سررسید آنها خنثی خواهد شد.

نمودار ۵. خنثی شدن عرضه ذخایر در قالب توافق با خرید و اعتبارگیری قاعده‌مند با بازخریدشان در سررسید

۳- تخلیه ذخایر از شبکه بانکی

از آنجایی که رقم ارزش سفارش‌های توافق با خرید پذیرفته شده توسط بانک مرکزی (نمودار ۳) مرتباً رو به کاهش رفته است، بیش از اینکه بانک

مرکزی ذخایر را از طریق حداقل نرخ توافق با خرید و اعتبارگیری قاعده‌مند به شبکه بانکی تزریق کند؛ با باز پس‌گیری ذخایر (همراه با بهره قرض‌دهی) در موعد سررسیدشان منجر به تخلیه ذخایر از شبکه بانکی شده است. به همین دلیل از ابتدای امسال انباشت خالص تزریق ذخایر به شبکه بانکی از طریق توافق با خرید و اعتبارگیری قاعده‌مند منفی شد. نمودار زیر به خوبی رابطه معکوس بین نرخ بهره بازار بین بانکی و انباشت خالص تزریق ذخایر توسط بانک مرکزی را نشان می‌دهد.

نمودار ۶. رابطه منفی بین انباشت خالص عرضه ذخایر به شبکه بانکی (از طریق توافق با خرید و اعتبارگیری قاعده‌مند) و افزایش نرخ بهره بازار بین بانکی

بانک مرکزی صرفاً از طریق عملیات توافق با خرید و اعتبارگیری قاعده‌مند، ذخایر را به شبکه بانکی تزریق نمی‌کند، بلکه هر خرید اوراق توسط بانک مرکزی از صندوق‌ها و عموم مردم نیز موجب تزریق ذخایر به شبکه بانکی می‌گردد. بنابراین این امکان وجود دارد که ذخایر شبکه بانکی از طریق خالص مثبت خرید اوراق دولتی توسط بانک مرکزی از عموم مردم و صندوق‌ها، افزایش یافته باشد. برای بررسی این موضوع از آمار معاملات اوراق دولتی در فرابورس استفاده می‌کنیم؛ زیرا آمارهای مذکور شامل همه خرید و فروش اوراق دولتی توسط بانک مرکزی (اعم از عملیات توافق با خرید و اعتبارگیری قاعده‌مند) می‌شود.

نمودار زیر مشابه با نمودار ۵ حاکی از انباشت منفی خالص تزریق ذخایر توسط بانک مرکزی است. در نتیجه از ابتدای امسال تا پایان مرداد ۱۴۰۱ بانک مرکزی رویکردی انقباضی در عرضه ذخایر پیش گرفته است؛ بطوری که ذخایر در شبکه بانکی کمیاب و کمیاب‌تر می‌شود که برونداد آن افزایش نرخ بهره بازار بین بانکی است.

نمودار ۷. انباشت منفی خالص تزریق ذخایر به شبکه بانکی و افزایش نرخ بهره بازار بین بانکی

منبع: پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)