

**بررسی تحولات پولی و بی‌ثباتی در قیمت
کالاها، خدمات و دارایی‌ها در ماه‌های اخیر**

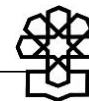
معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

کد موضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۷۱۹۱
مهرماه ۱۳۹۹

به نام خدا

فهرست مطالب

- ۱..... خلاصه مدیریتی.....
- ۲..... مقدمه
- ۲..... بی‌ثباتی قیمتی در بازار کالاها، خدمات و دارایی‌ها.....
- ۵..... روند و نوسانات متغیرهای پولی.....
- ۹..... آثار شیوع ویروس کرونا بر نرخ ارز و متغیرهای پولی.....
- ۱۱..... تأنی و تأخیر در سیاستگذاری پولی.....
- ۱۲..... آیا رشد بازار سرمایه منجر به تورم می‌شود؟.....
- ۱۳..... جمع‌بندی و ارائه پیشنهاد سیاستی.....



بررسی تحولات پولی و بی‌ثباتی در قیمت کالاها، خدمات و دارایی‌ها در ماه‌های اخیر

خلاصه مدیریتی

نوسانات و بی‌ثباتی قیمت‌ها در بازارهای مختلف، یکی از مهم‌ترین نگرانی‌های مردم و فعالان اقتصادی در حال حاضر است. از ابتدای سال ۱۳۹۹ تورم سالیانه روند صعودی گرفته و تورم ماهیانه نیز در تیرماه ۱۳۹۹ به بالاترین سطح خود از آبان‌ماه ۱۳۹۷ تاکنون رسیده است. بازار دارایی‌ها (مسکن، سهام و...) نیز جهش قیمتی تجربه کرده‌اند و قیمت یک واحد آپارتمان در تهران از ابتدای سال تاکنون ۱/۵ برابر شده است. سؤالی که پس از مشاهده این آمارها ایجاد می‌شود این است که چرا در این مقطع شاهد بی‌ثباتی بیشتری نسبت به سال ۱۳۹۸ هستیم و چه پدیده‌ای عامل اصلی این تشدید بی‌ثباتی است؟ آیا بازار سرمایه متهم اصلی است یا شیوع ویروس کرونا منجر به چنین وضعیتی شده است؟ کسری بودجه و افزایش نرخ ارز چه تأثیری داشته‌اند و...

این گزارش سعی کرده است در گام اول به سؤالات فوق پاسخ داده و علل اصلی تشدید بی‌ثباتی اقتصاد در ماه‌های آغازین سال ۱۳۹۹ را تبیین نماید. در گام بعدی پیشنهادهایی در سه افق کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت به منظور کاهش بی‌ثباتی‌ها ارائه کرده است. به صورت مختصر، تشدید بی‌ثباتی‌ها در سال ۱۳۹۹ به واسطه کاهش شدید صادرات نفت (در اثر تشدید تحریم‌ها)، کاهش صادرات غیرنفتی (به دلیل شیوع ویروس کرونا) و افزایش نرخ ارز و تحریک انتظارات تورمی اتفاق افتاده است. نرخ ارز در اقتصاد ایران به عنوان لنگر اسمی ایفای نقش می‌کند و پیشران انتظارات تورمی است. افزایش انتظارات تورمی موجب سرازیر شدن نقدینگی به سوی بازار دارایی‌ها (املاک و مستغلات، سهام، کالاهای بادوام و...) شده و زمینه‌ساز التهاب در این بازارها می‌شود. بانک مرکزی، در این شرایط، با تأخیر و تأنی در سیاستگذاری پولی، از ابزارهای موجود برای کاهش نوسانات اقتصاد کلان استفاده نکرد و اتفاقاً کاهش شدید نرخ سود بین بانکی، خود تشدیدکننده نوسانات گردید. برای مهار و جلوگیری از تشدید بی‌ثباتی اقدامات زیر در گزارش پیشنهاد شده است:

در افق کوتاه‌مدت

- افزایش نرخ سود بین بانکی

- قرار دادن محدودیت بر رشد ترازنامه بانک‌ها

- اجرای جدی‌تر پیمان‌سپاری (بازگشت ارز حاصل از صادرات) با کمک ابزارهای بانکی و مالی (ممنوعیت صدور ضمانتنامه یا اعطای تسهیلات و...)
- پیگیری برای آزادسازی منابع ارزی کشور

در افق میان‌مدت

- کنترل نوسانات نرخ ارز به‌جای تلاش برای تغییر روند
- احتیاط در مصارف ارزی و خودداری از تکرار اقداماتی نظیر ارز ۴۲۰۰
- توقف برداشتهای مکرر از صندوق توسعه ملی برای مصارف بودجه‌ای

در افق بلندمدت

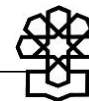
- تعیین تکلیف بانک‌های ناسالم
- اصلاح ساختار بودجه
- اصلاح قانون پولی و بانکی کشور
- تعریف چارچوب سیاست پولی و تغییر لنگر اسمی
- افزایش اقتدار و اثربخشی نظارت بر بانک‌ها

مقدمه

توجه به روند تورم و متغیرهایی نظیر پایه پولی، نقدینگی و نرخ‌های بازار پول نگرانی‌های جدی در ارتباط با تداوم بی‌ثباتی‌های اقتصاد کلان ایجاد کرده است. از آنجایی که کاهش بیش‌ازپیش قدرت خرید تأثیرات رفاهی منفی برای خانوار خواهد داشت و همچنین بی‌ثباتی قیمت‌ها با توجه به آثار آن بر افزایش نااطمینانی در اقتصاد یکی از مهم‌ترین موانع جهش تولید تلقی می‌شود، لازم است چرایی وقوع این التهابات ابتدا تبیین شده و سپس در ارتباط با ممانعت از تداوم یا تشدید آنها چاره‌اندیشی صورت گیرد.

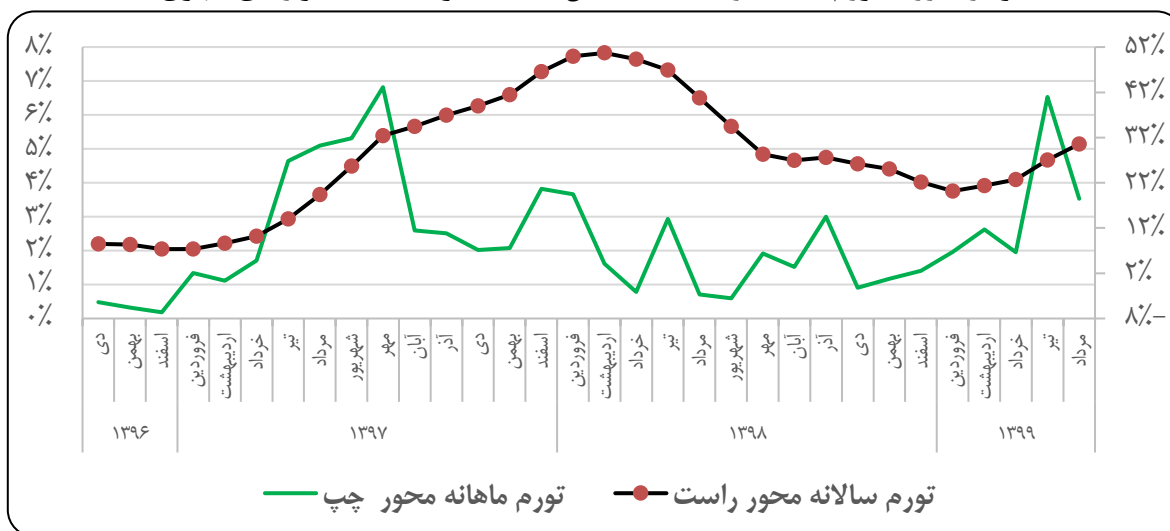
بی‌ثباتی قیمتی در بازار کالاها، خدمات و دارایی‌ها

مشاهده روند تورم در ماه‌های اخیر و مقایسه آن با گذشته، نشان می‌دهد که در سال ۱۳۹۹ پرداختن به مسئله مهار تورم و چاره‌اندیشی برای آن در مقایسه با سال ۱۳۹۸ حائز اهمیت بیشتری است. در فروردین‌ماه سال ۱۳۹۹ روند تورم سالیانه، یک نقطه عطف را تجربه کرد و مسیری صعودی در پیش گرفت. تورم ماهیانه نیز در تیرماه ۱۳۹۹ به بالاترین نقطه از آبان‌ماه ۱۳۹۷ تاکنون رسید و سطح عمومی



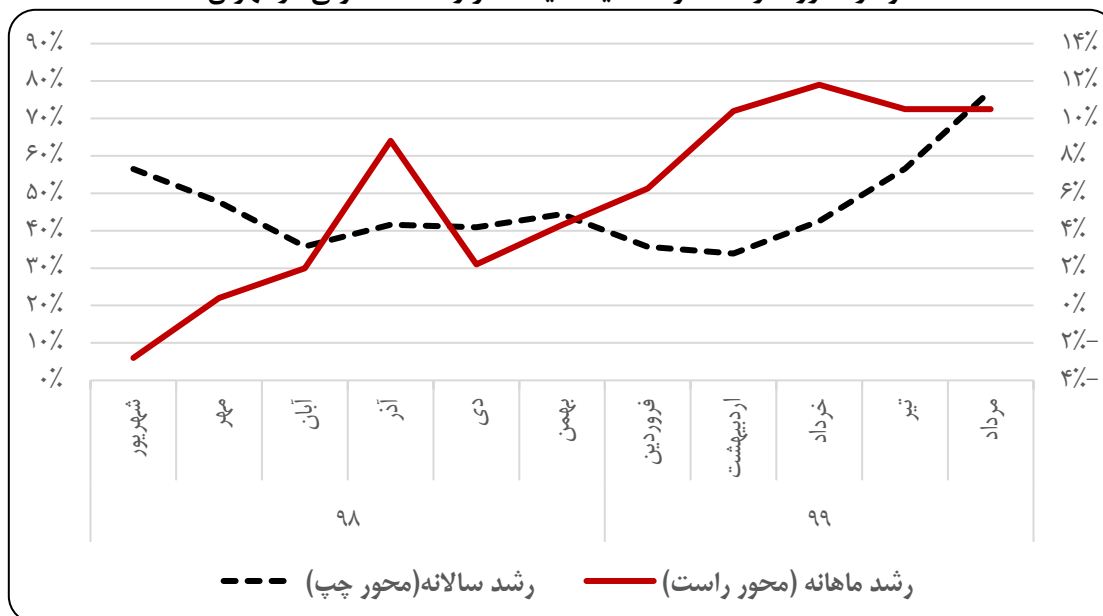
قیمت‌ها صرفاً طی ۳۱ روز رشدی معادل ۶/۵ درصد را تجربه کرد. از اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۹ قیمت مسکن نیز رشد بالایی را تجربه کرده است و رشد ماهیانه قیمت واحد مسکونی در ماه‌های اردیبهشت تا مرداد همواره بالاتر از ۱۰ درصد بوده است.

نمودار ۱. روند تورم ماهیانه و سالیانه شاخص قیمت مصرف‌کننده خانوارهای شهری



مأخذ: مرکز آمار ایران.

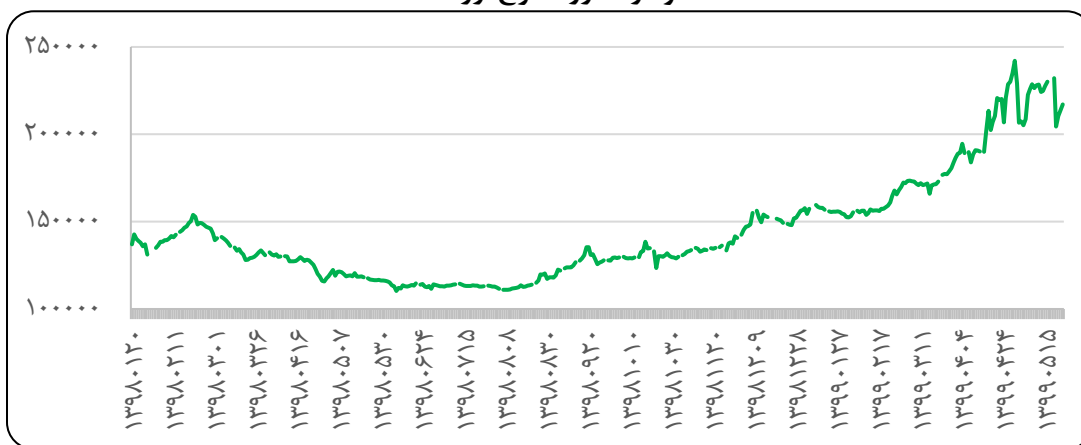
نمودار ۲. روند رشد متوسط قیمت یک متر واحد مسکونی در تهران



مأخذ: بانک مرکزی.

تغییر مسیر نرخ تورم به‌عنوان شاخص بی‌ثباتی در بازار کالا و خدمات و نرخ رشد قیمت مسکن به‌عنوان نماینده بازار دارایی‌ها از ابتدای سال ۱۳۹۹، نیازمند تحلیل و تبیین است که در ادامه گزارش به‌صورت مفصل توضیح داده خواهد شد، اما نکته‌ای که در این بخش به آن اشاره می‌شود این است که جلوگیری از تداوم این روند و ممانعت از کاهش بیش‌ازپیش قدرت خرید و رفاه خانوار، نیازمند اقداماتی در راستای کنترل نقدینگی و متغیرهای پیشران انتظارات تورمی است. روند صعودی نرخ ارز نیز به‌عنوان مهم‌ترین متغیر مؤثر بر انتظارات تورمی نگرانی‌هایی در ارتباط با روند تورم در ماه‌های آتی ایجاد می‌کند.

نمودار ۳. روند نرخ ارز سنا



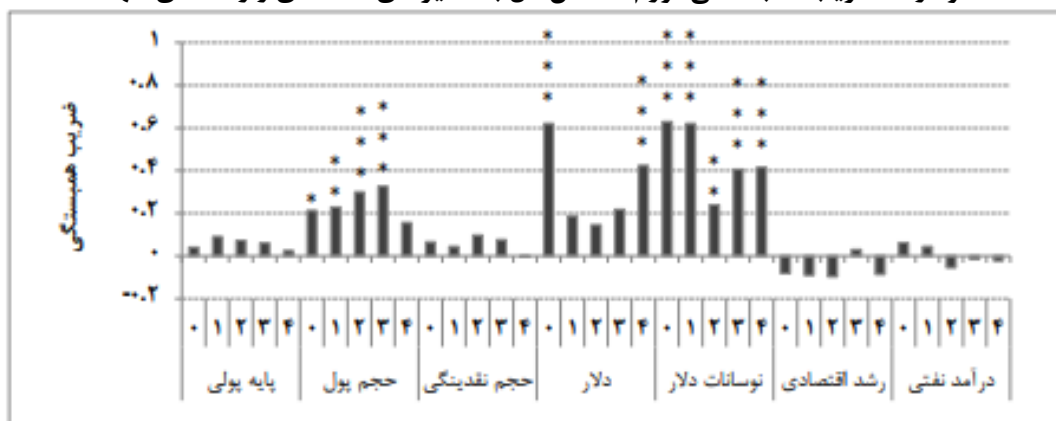
مأخذ: شبکه اطلاع‌رسانی طلا و جواهر.

همان‌طور که نمودار زیر نشان می‌دهد افزایش نرخ و افزایش نوسانات نرخ ارز و افزایش حجم پول بیشترین همبستگی با نرخ تورم ماهیانه را دارند و همواره افزایش‌های فوق‌الذکر، منجر به تخلیه آثار تورمی رشد نقدینگی می‌شود. به‌صورت دقیق‌تر، از آنجایی که رشد نقدینگی (تورم بالقوه) در ماه‌های اخیر بالاتر از سطح بلندمدت بوده و افزایش نرخ^۱ و نوسانات ارز و همچنین رشد پول نیز اتفاق افتاده است، این تورم بالقوه به تورم بالفعل تبدیل شده است.

۱. ازسوی دیگر افزایش نرخ ارز، قیمت کالاهای مصرفی وارداتی و همچنین قیمت مواد اولیه بنگاه‌های تولیدی را افزایش می‌دهد (شوگ عرضه) و به‌طور مستقیم نیز بر سطح عمومی قیمت‌ها مؤثر است.



نمودار ۴. ضریب همبستگی تورم شاخص کل با متغیرهای اقتصادی و وقفه‌های آنها



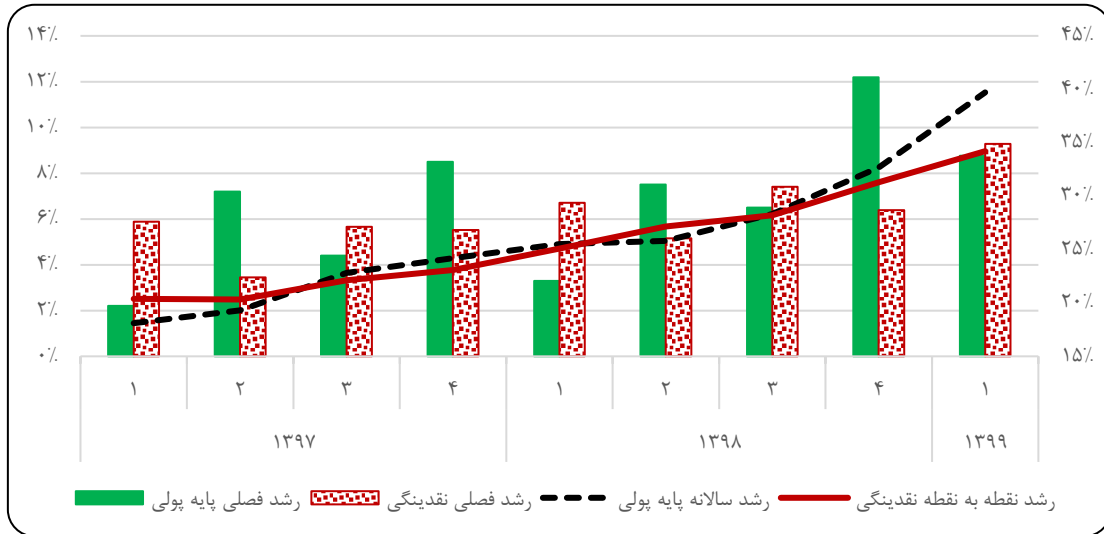
مأخذ: سعید بیات، هومن کرمی و سیدعلی مدنی‌زاده، تحلیل پویایی‌های رشد اقتصادی و تورم در ایران، پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۹۳.
توضیح: علامت *،**،*** به ترتیب سطح معناداری ۱۰، ۵ و ۱ درصد را نشان می‌دهد.

در ادامه گزارش به‌منظور تبیین علل افزایش بی‌ثباتی‌های قیمتی و نرخ تورم در ماه‌های اخیر، متغیرهای مؤثر بر انتظارات تورمی و همچنین اقدامات سیاستگذار پولی در نوسانات اخیر مورد بررسی و ارزیابی قرار گرفته و در پایان، پیشنهادهایی برای مدیریت نقدینگی و مهار تورم ارائه خواهد شد.

روند و نوسانات متغیرهای پولی

روند رشد پایه پولی و رشد نقدینگی در فصل زمستان ۱۳۹۸ و بهار ۱۳۹۹ صعودی‌تر از فصل‌های گذشته بوده است؛ رشد پایه پولی در فصل بهار سال جاری ۸/۸ درصد بوده، در حالی که رشد فصلی این متغیر در بهار سال ۱۳۹۸ معادل ۳/۳ درصد و در بهار سال ۱۳۹۷ معادل ۲/۲ درصد بوده است. نمودار زیر نشان می‌دهد رشد فصلی نقدینگی نیز در بهار ۱۳۹۹ از رشد آن در سال‌های گذشته به طرز معناداری بیشتر بوده است. علاوه بر این رشد ۳۴ درصدی نقدینگی و ۳۹ درصدی پایه پولی در ۱۲ ماه منتهی به خردادماه ۱۳۹۹ همگی حکایت از این واقعیت دارد که اقتصاد در فصل بهار ۱۳۹۹ و ۱۲ ماه منتهی به خردادماه ۱۳۹۹ شاهد یک انبساط پولی بوده و حجم نقدینگی و پایه پولی با شتابی بیش از گذشته افزایش یافته است.

نمودار ۵. رشد فصلی (محور چپ) و سالیانه (محور راست) پایه پولی و نقدینگی



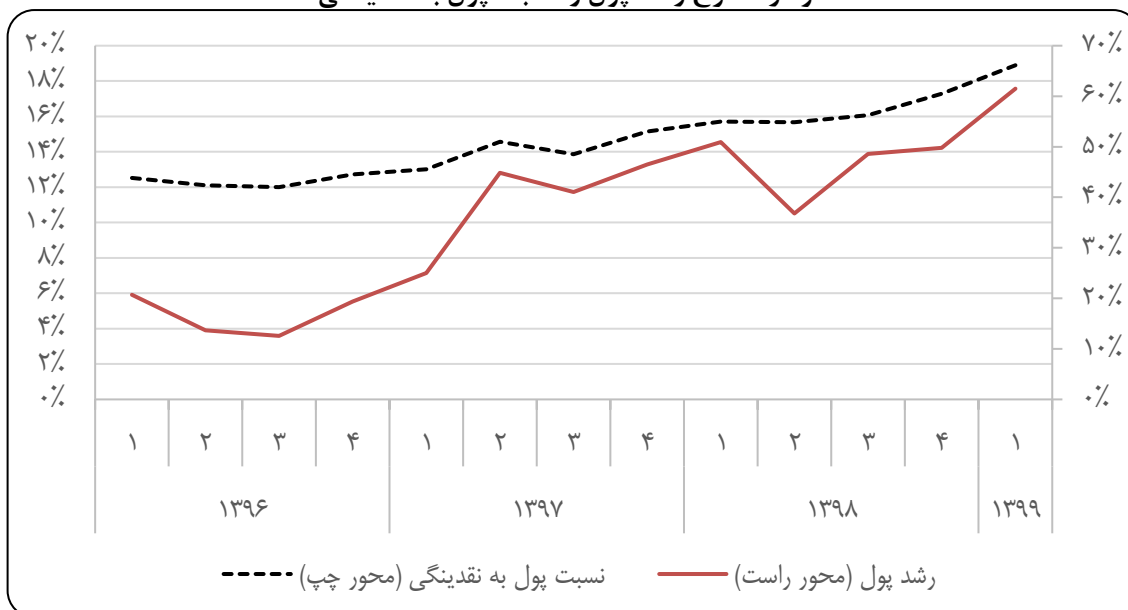
مأخذ: گزیده آمارهای اقتصادی بانک مرکزی.

علاوه بر این ترکیب نقدینگی و پایه پولی نیز در بهار سال ۱۳۹۹ تغییر کرده است. سهم پول از نقدینگی^۱ در خردادماه ۱۳۹۹ به ۱۹ درصد (بالاترین نسبت در سال‌های پس از ۱۳۹۱) رسیده و نرخ رشد یکساله پول نیز ۶۱/۵ درصد (بالاترین نرخ رشد پول در سال‌های اخیر) بوده است. در ارتباط با تغییر ترکیب پایه پولی نیز سهم سپرده‌های دیداری بانک‌ها نزد بانک مرکزی در پایه پولی افزایش یافته است و ذخایر اضافی بانک‌ها در سه‌ماهه ابتدای سال ۱۳۹۹ با نرخ رشد ۱۶۵ درصدی به میزان ۵۸ ه.م.ت افزایش یافته و سهم آن از پایه پولی از ۶ درصد در پایان اسفندماه ۱۳۹۸ به ۱۵ درصد در پایان خردادماه ۱۳۹۹ رسیده است.

۱. مجموع پول و شبه پول (سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار) همان نقدینگی است.



نمودار ۶. نرخ رشد پول و نسبت پول به نقدینگی



مأخذ: همان.

در پاسخ به این سؤال که علت رشد بالای پایه پولی در ماه‌های اخیر چیست، آمارها و داده‌های منتشر شده از سوی بانک مرکزی نشان می‌دهند که علت اصلی رشد بالای پایه پولی در سال ۱۳۹۸ و بهار ۱۳۹۹ جبران بخشی از ناترازی بودجه دولت با استفاده از منابع بانک مرکزی بوده است. بدهی دولت به بانک مرکزی در سه‌ماهه ابتدایی سال جاری ۲۹ هزار میلیارد تومان افزایش یافته است و عمدتاً در قالب تنخواه‌گردان خزانه (موضوع ماده (۱) قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت مصوب ۱۳۸۰) از بانک مرکزی دریافت شده است. سقف تنخواه‌گردان خزانه در سال ۱۳۹۹ نیز مشابه سال ۱۳۹۸ با استناد به ماده (۱۰) قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت^۱ از ۳ به ۵/۵ درصد بودجه عمومی دولت افزایش یافت. علاوه بر این برخی از عملیات ارزی دولت نیز از دو کانال منجر به افزایش پایه پولی گردید که عبارتند از:

۱. برداشت از منابع صندوق توسعه ملی: با توجه به عدم نقدشوندگی منابع ارزی صندوق توسعه ملی عملاً امکان وصول یا فروش این ارزها برای بانک مرکزی وجود نداشته و خرید این ارزها از صندوق توسعه ملی منجر به افزایش پایه پولی از مسیر افزایش خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی گردیده است.

۲. تخصیص ارز به قیمت ۴۲۰۰ برای واردات کالاهای اساسی: با توجه به عدم کفایت منابع ارزی حاصل از فروش نفت، تأمین بخشی از ارز ترجیحی برای واردات کالاهای اساسی از محل ذخایر ارزی بانک مرکزی صورت گرفته است. در صورتی که بانک مرکزی مکلف به تخصیص ذخایر نقدشونده خود به قیمت

۱. به دولت اجازه داده می‌شود در صورت وقوع حوادث غیرمترقبه از جمله خشکسالی، سیل و مانند آنها تا معادل ۳ درصد از بودجه عمومی هر سال را از محل افزایش تنخواه‌گردان خزانه موضوع ماده (۱) این قانون تأمین و هزینه نماید.

۴۲۰۰ نبود و می‌توانست این بخش از ارزها را به قیمت نیمایی عرضه کند، می‌توانست میزان بیشتری از پایه پولی افزایش یافته ناشی از خرید ارز صندوق توسعه ملی را کاهش دهد.

رشد بالای پایه پولی در سه‌ماهه ابتدایی سال (افزایش عرضه ذخایر)، در کنار کاهش تقاضای ذخایر که در پی شیوع ویروس کرونا اتفاق افتاد، موجب افت شدید نرخ سود بین بانکی شد. عواملی که موجب کاهش تقاضای ذخایر در بازار بین بانکی گردیده است عبارتند از:

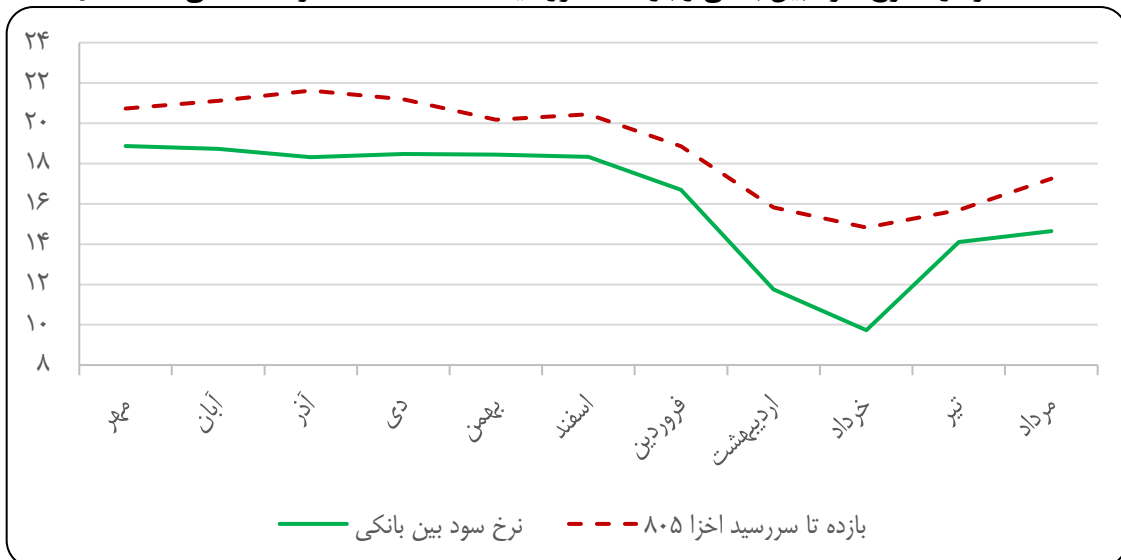
۱. آزادسازی سپرده قانونی برای پرداخت تسهیلات حمایتی کرونا به میزان یک‌سوم تسهیلات پرداختی برای مقابله با پیامدهای شیوع ویروس (حدود ۸ ه.م.ت)،

۲. کاهش تسهیلات‌دهی بانک‌ها به دلیل کاهش تقاضای برخی از بنگاه‌ها (کاهش تقاضای سرمایه در گردش و...) و افزایش ریسک نکول تسهیلات (چشم‌انداز منفی اقتصادی ناشی از شیوع ویروس).

شیوع ویروس از سوی دیگر به واسطه افزایش مخارج دولت و کاهش درآمدهای مالیاتی موجب تشدید کسری بودجه دولت گردیده است و طبعاً پیامد دیگر شیوع ویروس کرونا افزایش پایه پولی از محل پولی شدن کسری بودجه بوده است.

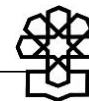
نرخ سود بین بانکی تنها طی سه ماه (از اسفندماه ۱۳۹۸ تا خردادماه ۱۳۹۹)، از ۱۸ درصد به ۹ درصد رسید. کاهش شدید نرخ سود بین بانکی اسمی در حالی اتفاق افتاد که تورم روندی فزاینده داشت و نرخ سود واقعی^۱ بین بانکی کاهش به مراتب شدیدتری را تجربه کرد.

نمودار ۷. نرخ سود بین بانکی و بازده تا سررسید (YTM) اسناد خزانه اسلامی ۸۰۵ (درصد)



مأخذ: بانک مرکزی و تارنمای فرابورس.

۱. نرخ سود اسمی منهای تورم.



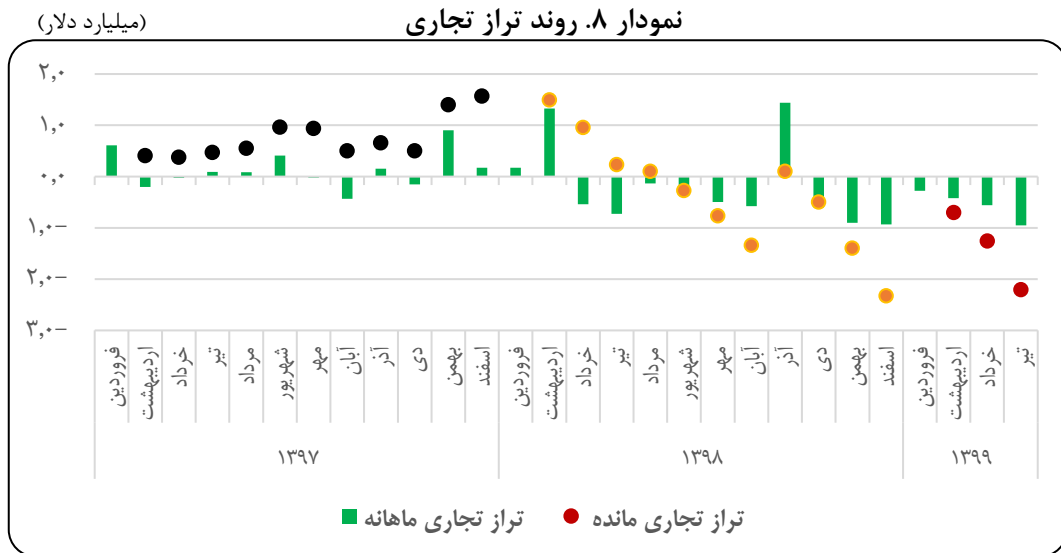
نرخ سود اسناد خزانه اسلامی به عنوان شاخص بازده بدون ریسک در اقتصاد نیز روندی مشابه نرخ سود بین بانکی طی کرد و در خردادماه به ۱۴/۸ درصد رسید. از تیرماه و در پی افزایش نرخ سود بین بانکی نرخ سود اسناد خزانه اسلامی نیز مجدداً روند صعودی به خود گرفته است و بازده تا سررسید برخی از انواع آن، به ۲۰ درصد نیز رسیده است.

در پایان بخش تحلیل متغیرهای پولی، لازم است همان طور که تأثیر شیوع ویروس بر پایه پولی موضوع بحث قرار گرفت، به کانال های تأثیر شیوع ویروس بر نقدینگی نیز اشاره شود. توقف برخی از رشته های کسب و کار متأثر از شیوع ویروس (نظیر بخش گردشگری) عملاً به معنای عدم امکان بازپرداخت اقساط تسهیلات این کسب و کارهاست. عدم بازپرداخت اقساط که یا به علت امهال یا به دلیل عدم امکان بازپرداخت از سوی بنگاه ها و خانوارها اتفاق می افتد، عملاً منجر به کُند شدن روند محو پول خواهد شد. گزیرناپذیری بخشی از رشد نقدینگی که از محل پرداخت سود سپرده ها اتفاق می افتد و جذابیت سرمایه گذاری در بازار دارایی ها احتمال تداوم خلق نقدینگی همچون گذشته را تقویت می کند و این مطلب در کنار کُند شدن محو پول، موجب رشد بالاتر نقدینگی خواهد شد.

آثار شیوع ویروس کرونا بر نرخ ارز و متغیرهای پولی

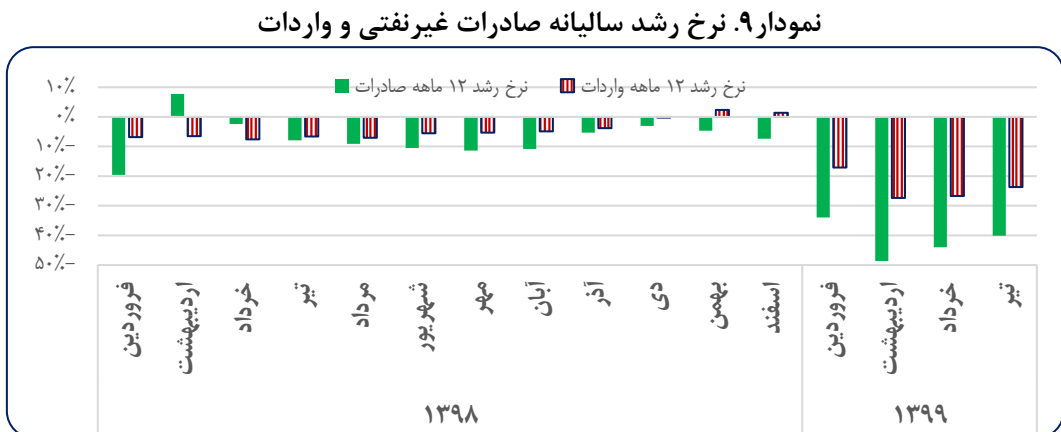
اقتصاد ایران در سال ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ با رکود تورمی مواجه بود و شیوع ویروس کرونا در پایان سال ۱۳۹۸ و سال ۱۳۹۹ با سازوکارهایی که در ادامه توضیح داده می شود، چالش های اقتصادی کشور را بیش از پیش کرد. البته شیوع ویروس ابعاد گسترده ای در تمامی بخش های اقتصادی داشت که مرکز پژوهش های مجلس در سلسله گزارش هایی با این عنوان سعی کرد برخی از ابعاد آن را تبیین نماید، اما در این بخش به صورت مختصر به پیامدهای آن بر سیاست گذاری پولی اشاره می شود که البته به برخی از آنها در بخش های پیش اشاره شده و در این قسمت صرفاً بر تأثیر این پدیده بر نرخ ارز تمرکز می شود. از آنجایی که نرخ ارز لنگر انتظارات تورمی است و با افزایش آن، آثار تورمی رشد نقدینگی بروز می یابد، یکی از مهم ترین آثار شیوع ویروس بر سیاست پولی از کانال افزایش نرخ ارز ظاهر شده است. شیوع ویروس با بسته شدن مرزها، کاهش تقاضای کالاهای صادراتی و به تبع قیمت آنها، موجب کاهش شدید صادرات نفتی و غیرنفتی کشور شد؛ تا جایی که تراز تجاری کشور در سال ۱۳۹۸ به دلیل تراز تجاری منفی فصل زمستان، منفی گردید. در سال ۱۳۹۹ تا تیرماه نیز همواره تراز تجاری منفی بوده است. البته تراز تجاری کشور به دلیل اینکه شامل واردات غیررسمی و قاچاق نمی شود برای اندازه گیری ناترازی ارزی کشور حاوی کم برآورد است و ناترازی ارزی کشور بیشتر از آن چیزی است که نمودار زیر حکایت می کند. زیرا سهم قاچاق (واردات غیررسمی) از کل واردات کشور در حدی است که نمی توان آن را نادیده گرفت. نکته دیگر اینکه واردات کشور تقریباً به هسته سخت رسیده است و کاهش بیشتر آن، موجب افزایش قاچاق خواهد

شد. بنابراین انتقال برخی کالاها به گروه چهارم واردات (ممنوعیت واردات) نه تنها منجر به کاهش نیاز ارزی کشور نمی‌شود، بلکه با فراهم کردن تقاضای ارز در بازار آزاد و فشار برای قیمت ارز آزاد، انگیزه منفی به صادرکنندگان برای بازگشت ارز به چرخه واردات رسمی می‌دهد.

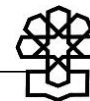


مأخذ: گمرک جمهوری اسلامی ایران.

با توضیحی که آمد، روند صادرات غیرنفتی در مقایسه با تراز تجاری برآورد بهتری از وضعیت بازار ارز در اختیار قرار می‌دهد. نمودار زیر نرخ رشد صادرات غیرنفتی و واردات را نشان می‌دهد که حاکی از کاهش شدید (نرخ رشد منفی دورقمی) از ابتدای سال ۱۳۹۹ تا تیرماه است. این در حالی است که واردات (علی‌رغم اینکه واردات غیررسمی را شامل نشده و کم‌برآورد دارد) متناسب با صادرات کاهش نیافته است. بدیهی است که تراز تجاری منفی به معنای کمبود حواله ارز است و فشار مضاعف در جهت افزایش نرخ ارز ایجاد می‌کند.



مأخذ: همان.



در چنین مواقعی که ناترازی تجاری، مقطعی تشخیص داده می‌شود، در صورتی که بانک مرکزی ذخایر ارز کافی در اختیار داشته باشد می‌تواند با استفاده از ذخایر خود از افزایش نرخ جلوگیری نماید. متأسفانه در سال‌های اخیر به‌علت سیاست‌ها و اقدامات دولت در ارتباط با تخصیص ارز ترجیحی، برداشت‌های مکرر از صندوق توسعه ملی و... صیانت کافی از ذخایر ارزی کشور صورت نگرفت و بانک مرکزی برای مدیریت این شرایط و هموارسازی نرخ تا شرایط طبیعی، دچار محدودیت شدید منابع شد. علاوه بر این، عدم دسترسی به منابع ارزی کشور در کشورهای مقصد صادرات همچون کره جنوبی، ژاپن، عراق و... نیز موجب شد قدرت مداخله بانک مرکزی در بازار حواله ارز و تأمین ارز کالاهای اساسی کاهش یابد و نتواند از این منابع برای جبران ناترازی تجاری و کنترل نرخ ارز در بازار حواله استفاده نماید.

دریافت این واقعیت (کاهش قدرت مداخله بانک مرکزی) ازسوی فعالان بخش واقعی و ازجمله صادرکنندگان، برای بازگشت ارز حاصل از صادرات به آنها انگیزه منفی داد.

به‌طور خلاصه، شیوع ویروس با: ۱. کاهش صادرات غیرنفتی و نفتی، ۲. کاهش تقاضا و به تبع قیمت فلزات، محصولات پتروشیمی، فراورده‌های نفتی و نفت در کنار محدودیت منابع ارزی بانک مرکزی، زمینه‌ساز شد تا نرخ ارز از اسفندماه ۱۳۹۸ با شتاب بیشتری صعودی شده و در شهریورماه ۱۳۹۹ به ۲۷ هزار تومان هم برسد.

تأنی و تأخیر در سیاستگذاری پولی

یکی از وظایف سیاستگذار پولی کاهش نوسانات اقتصاد کلان و مداخله به‌موقع و صحیح در بازار پول به‌منظور نیل به ثبات اقتصادی است. متأسفانه همان‌طور که نمودار ۷ نشان می‌دهد نرخ سود بین بانکی نوسانات بسیار زیادی را از اسفندماه ۱۳۹۸ تا مردادماه ۱۳۹۹ تجربه کرده است و حتی در مواقعی به زیر ۱۰ درصد رسید. از آنجایی که نرخ سود بین بانکی مهم‌ترین نرخ سود در اقتصاد است و نوسانات آن به سایر نرخ‌ها نیز سرایت کرده و همگرایی بالایی با سایر نرخ‌های سود (خرد و کلان) دارد، کاهش نوسانات این نرخ و هدفگذاری مناسب آن نقش تعیین‌کننده در تأمین ثبات اقتصاد کلان دارد. با این همه، بانک مرکزی تا ۱۰ خردادماه ۱۳۹۹ صرفاً نظاره‌گر کاهش شدید نرخ سود بین بانکی و انحراف آن از نرخ هدف خود بود. در تاریخ ۱۰ خردادماه ضمن تعریف دالان نرخ سود بین بانکی^۱ از ۱۰ تا ۲۲ درصد عملاً نرخ را به ۱۰ درصد رساند و پس از آن نیز با تأخیر فراوان طی دو مرحله نرخ سود کف دالان را در ۷ تیرماه با افزایش ۲ واحد درصدی به ۱۲ درصد، در ۱۴ تیرماه با افزایش ۱ واحد درصدی به ۱۳ درصد و مجدداً در ۲۳ مردادماه با یک واحد درصد افزایش، آن را به ۱۴ درصد رسانید.

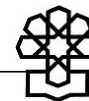
۱. بانک مرکزی برای کاهش نوسانات نرخ سود بین بانکی، نرخ‌های سبزه‌گذاری منابع نزد بانک مرکزی (کف دالان) و نرخ‌های دریافت اعتبار از بانک مرکزی (سقف دالان) تعیین می‌کند.

در پی این تصمیمات، شورای پول و اعتبار نیز ضمن تعریف سپرده‌هایی با سررسیدهای متنوع‌تر، نرخ سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری را افزایش داد. طبق ابلاغیه تاریخ ۱۳۹۹/۴/۳۰ بانک مرکزی نرخ سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری یک‌ساله را با یک واحد درصد افزایش، به ۱۶ درصد رساند و نرخ سود سپرده‌های با سررسید دوساله را ۱۸ درصد اعلام کرد. عدم واکنش مناسب سیاستگذار پولی به کاهش بسیار شدید نرخ سود بین بانکی (کاهش هزینه خلق پول بانکی) در شرایطی که انتظارات تورمی بالاست خود زمینه را برای وقوع تورم و التهابات بیش‌ازپیش در بازار دارایی‌ها فراهم کرد.

آیا رشد بازار سرمایه منجر به تورم می‌شود؟

پس از رشد شاخص‌های مربوط به بازار سرمایه در ماه‌های اخیر، یک نگرانی ایجاد شده است مبنی بر اینکه رشد شاخص‌های بازار سرمایه در نهایت منجر به ایجاد تورم و افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده خواهد شد. اثبات این ادعا و نگرانی نیازمند استفاده از مدل‌های اقتصادسنجی برای تعیین جهت علیت و تفکیک سهم عوامل مختلف (ارز، رشد پول و...) مؤثر بر سطح عمومی قیمت‌هاست، در این خصوص باید توجه داشت چنین مطالعاتی تاکنون صورت نگرفته و نگرانی‌های یاد شده از حیث علمی اثبات نشده است. گذشته از این، سازوکار قابل قبولی برای تبیین این رابطه علی (تأثیر رشد شاخص‌های بازار سرمایه بر تورم) قابل تصور نیست و ادبیات و نظریات اقتصادی نیز (براساس جستجوهای صورت گرفته) وجود چنین رابطه علی را تبیین نکرده‌اند. اتفاقاً توجه به این مطلب که بازار سرمایه یک بازی جمع - صفر است و در نهایت تأثیری بر متغیرهای بنیادین موجد تورم (پول و شبه پول) ندارد، می‌تواند نفی‌کننده چنین رابطه علی باشد. به عبارت روشن‌تر، اگر قیمت یک سهم رشد ۲۰۰ درصدی را در یک روز تجربه کند با خرید این سهم، معادل قیمت سهام از سپرده خریدار کسر و به سپرده فروشنده آن افزوده خواهد شد و حجم پول و نقدینگی در اقتصاد تغییری نخواهد کرد. در صورتی که فروشنده سهام مبلغ دریافتی از خریدار را از بازار سهام خارج کرده و صرف خرید کالا یا خدمات نماید باز هم تقاضای کل بازار کالاها و خدمات تغییری نخواهد کرد، زیرا قدرت خرید خریدار سهام در بازار کالاها و خدمات کم شده است. در صورتی که فروشنده سهام مجدداً سهام دیگری خریداری نماید و خروج پول از بازار سهام اتفاق نیفتد که اساساً موضوع سرایت قدرت خرید به بازار کالا و خدمات منتفی است.

ذکر این نکته ضروری است که عدم اثرگذاری رشد بازار سرمایه بر تورم به این معنا نیست که تغییر و تحولات ورود یا خروج نقدینگی به بازار سرمایه که منبث از رشد یا رکود بازار سرمایه است، بر بی‌ثباتی قیمت‌ها و هجوم به بازار دارایی‌ها (طلا، خودرو، مسکن، ارز و...) و ایجاد التهاب‌های کوتاه‌مدت در این بازارها بی‌تأثیر است.



جمع‌بندی و ارائه پیشنهاد سیاستی

بروز بی‌ثباتی در بازارهای کالا و خدمات و دارایی، علاوه بر پیامدهای منفی رفاهی و بالطبع اجتماعی غیرقابل اغمازی که در ابعاد مختلف برای کشور خواهد داشت، یکی از موانع مهم جهش تولید و تحقق شعار سال خواهد بود. لذا کاهش بی‌ثباتی‌های مذکور یک ضرورت انکارناپذیر است که باید اقداماتی در راستای آن مشخص و پیگیری کرد. در این راستا با عنایت به تحلیلی که در این گزارش صورت گرفت، پیشنهادهایی در افق کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت برای مهار بی‌ثباتی در بازار کالا و خدمات و دارایی‌ها ارائه خواهد شد. همان‌طور که پیش‌تر بحث شد، نرخ و نوسانات ارز به‌عنوان لنگر اسمی اقتصاد ایران و پس از آن حجم پول، بیشترین همگرایی را با نرخ تورم در کوتاه‌مدت دارند. بنابراین در افق کوتاه‌مدت، تثبیت اقتصاد کلان نیازمند کاهش نوسانات نرخ ارز و کنترل رشد پول (نسبت پول به نقدینگی) است. با توجه به توضیحی که در چرایی افزایش نرخ ارز آمد، کنترل نرخ و نوسانات ارز اولاً، نیازمند بهبود شرایط تجارت خارجی کشور و بازگشت ارز حاصل از صادرات و ثانیاً، افزایش قدرت مداخله بانک مرکزی است که اقدامات متناظر با هریک در جدول زیر توضیح داده شده است. به‌منظور کنترل رشد پول نیز تعدیل مناسب نرخ سود بین‌بانکی به‌عنوان مهم‌ترین نرخ سود اقتصاد (با توجه به وضعیت ترازنامه شبکه بانکی) و به تبع آن سایر نرخ‌های سود بازار پول، پیشنهاد می‌شود.

در میان‌مدت و پیش از تغییر لنگر اسمی و کنترل عوامل بنیادین موجد افزایش نرخ ارز که ذیل پیشنهادهای افق بلندمدت توضیح داده می‌شود، باید با صیانت از ذخایر ارزی کشور شرایط لازم برای بهبود قدرت مداخله مؤثر بانک مرکزی را فراهم ساخت. متأسفانه در سال‌های اخیر با اجرای سیاست‌هایی نظیر تخصیص ارز ترجیحی به همه کالاها و خدمات یا سرکوب روند نرخ ارز با اتکا به درآمدهای نفتی و یا برداشت از صندوق توسعه ملی به‌منظور رفع نیازهای کوتاه‌مدت بودجه دولت بدون انجام اصلاحات لازم در بودجه، صیانت لازم از ذخایر ارزی کشور اتفاق نیفتاده است. رها کردن اقدامات بی‌ثمر در سرکوب نرخ ارز، اولین پیشنهاد راهبردی در راستای صیانت از ذخایر ارزی است، زیرا سرکوب نرخ ارز تنها با هدررفت منابع ارزی محقق خواهد شد. علاوه بر این لازم است از تکرار سیاست‌های غلط گذشته مبنی بر اعطای یارانه به واردات و تضعیف تولید (به‌واسطه نرخ ترجیحی ارز) اکیداً خودداری شود.

البته مهار تورم به‌صورت پایدار و بلندمدت نیازمند اصلاحات ساختاری و رفع ناترازی‌های مزمن اقتصاد کشور است. مهم‌ترین ناترازی‌هایی که موجب رشد کل‌های پولی و به تبع آن افزایش قیمت دارایی‌ها و تورم می‌شوند، عبارتند از: اصلاح نظام بانکی و اصلاح ساختار بودجه. در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ ناترازی بانک‌ها موجب رشد پایه پولی و نقدینگی در کشور گردید و علی‌رغم اراده دولت بر کنترل تورم به‌دلیل اینکه ناترازی‌های نظام بانکی حل نشده بود، نتوانست تورم را به‌صورت پایدار مهار نماید. در سال ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ نیز ناترازی بودجه موجب رشد پایه پولی گردیده و در کنار ناترازی بانکی زمینه‌ساز

رشد بالای نقدینگی شده است. خلاصه اینکه تا زمانی که ناترازی‌های ساختاری در اقتصاد کشور حل نشوند نمی‌توان مسئله تورم را به صورت پایدار و بلندمدت حل کرد و در کنار اقداماتی که در کوتاه‌مدت انجام آنها ضروری است، باید به فکر اصلاحات ساختاری یاد شده و حل آنها بود.

شایان ذکر است که دستیابی به تورم پایدار نیازمند تمهیدات اقتصادی نیز است که مهم‌ترین آنها اصلاح حکمرانی پولی کشور (سیاستگذاری پولی، تنظیم‌گری و نظارت بانکی) است. این مقوله برخلاف بسیاری از محورهای دیگر نیازمند قانون است و همان‌طور که در گزارش «اصلاح قوانین نظام بانکی: بررسی ابعاد و نحوه مواجهه با طرح‌ها و لوایح پولی و بانکی»^۱ توضیح داده شد، دولت به دلایل مختلف لایحه‌ای که بتواند تمهیدات دستیابی به کاهش پایدار تورم و ثبات مالی را فراهم کند به مجلس ارائه نموده و احتمال ارائه آن در آینده نیز بسیار پایین است و لازم است نمایندگان محترم مجلس نسبت به اصلاح قانون پولی و بانکی کشور و تسریع در رسیدگی به طرح بانکداری جمهوری اسلامی ایران با همکاری دولت و بانک مرکزی اقدام نمایند.

جدول پیشنهادها به منظور مهار بی‌ثباتی قیمت‌ها در بازار کالا و خدمات و دارایی

با تکیه بر عوامل موجد تورم (کل‌های پولی و ارز)

نیاز به قانون	دستگاه متولی	پیشنهاد		
ندارد	بانک مرکزی	افزایش نرخ سود بین بانکی	سیاستگذاری پولی	کوتاه‌مدت
ندارد	بانک مرکزی	قرار دادن محدودیت بر رشد ترازنامه بانک‌ها	پولی	
ندارد	بانک مرکزی	اجرای جدی‌تر پیمان‌سپاری با کمک ابزارهای بانکی و مالی (ممنوعیت صدور ضمانتنامه یا اعطای تسهیلات و...)	کنترل نوسانات نرخ ارز	
ندارد	بانک مرکزی	پیگیری برای آزادسازی منابع ارزی کشور		بلندمدت
ندارد	دولت و بانک مرکزی	کنترل نوسانات نرخ ارز به جای تلاش برای تغییر روند	صیانت از ذخایر ارزی	
ندارد	دولت و بانک مرکزی	احتیاط در مصارف ارز و خودداری از تکرار اقداماتی نظیر ارز ۴۲۰۰ توقف برداشت‌های مکرر از صندوق توسعه ملی برای مصارف بودجه‌ای	ارزی	
دارد	دولت و مجلس	تعیین تکلیف بانک‌های ناسالم	برطرف کردن موانع مهار تورم	بلندمدت
دارد	دولت و مجلس	اصلاح ساختار بودجه		
دارد	دولت و مجلس	اصلاح قانون پولی و بانکی کشور		
ندارد	بانک مرکزی	تعریف چارچوب سیاست پولی و تغییر لنگر اسمی	تمهیدات اقتصادی مهار تورم	
دارد	بانک مرکزی و مجلس	افزایش اقتدار و اثربخشی نظارت بر بانک‌ها		



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۷۱۹۱

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: بررسی تحولات پولی و بی‌ثباتی در قیمت کالاها، خدمات و دارایی‌ها در ماه‌های اخیر

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

مدیر مطالعه: سیدمهدی حسینی دولت‌آبادی

تهیه و تدوین: میثم خسروی

ناظران علمی: سیدعلی روحانی، موسی شهبازی غیائی

واژه‌های کلیدی:

۱. پول

۲. ارز

۳. تورم

۴. بی‌ثباتی قیمت‌ها



تاریخ انتشار: ۱۳۹۹/۷/۱۶