

گزارش تحلیلی داده‌های پولی

گزارش سال ۱۴۰۴

۰۶۰ ۸۸۷۳۰۰۵۴-۸۸۷۳۰۰۵۴-۸۸۷۵۳۳۷۵-۸۸۷۵۳۳۷۶-۲۱ (+۹۸)

info@bcr.ir، ۲۱ ۸۸۷۵۳۳۷۶ (+۹۸)

bcr.ir

تهران، خیابان احمد قمیر، کوچه ششم، پلاک ۸، طبقه ۳، واحد ۳



این گزارش بر اساس داده‌های رسمی و معتبر تهیه شده است و شامل تحلیل‌های کارشناسی دقیق می‌باشد تا تصویری شفاف از وضعیت اقتصادی ارائه دهد.

تهیه و تدوین گزارش

• کارشناس اقتصادی: محمد نوید اسماعیلی

نظارت و تأیید نهایی

• مدیر مطالعات کلان و جمع‌آوری داده: نسرين باقري

تهیه شده در واحد مطالعات کلان شرکت رتبه بندی اعتباری برهان

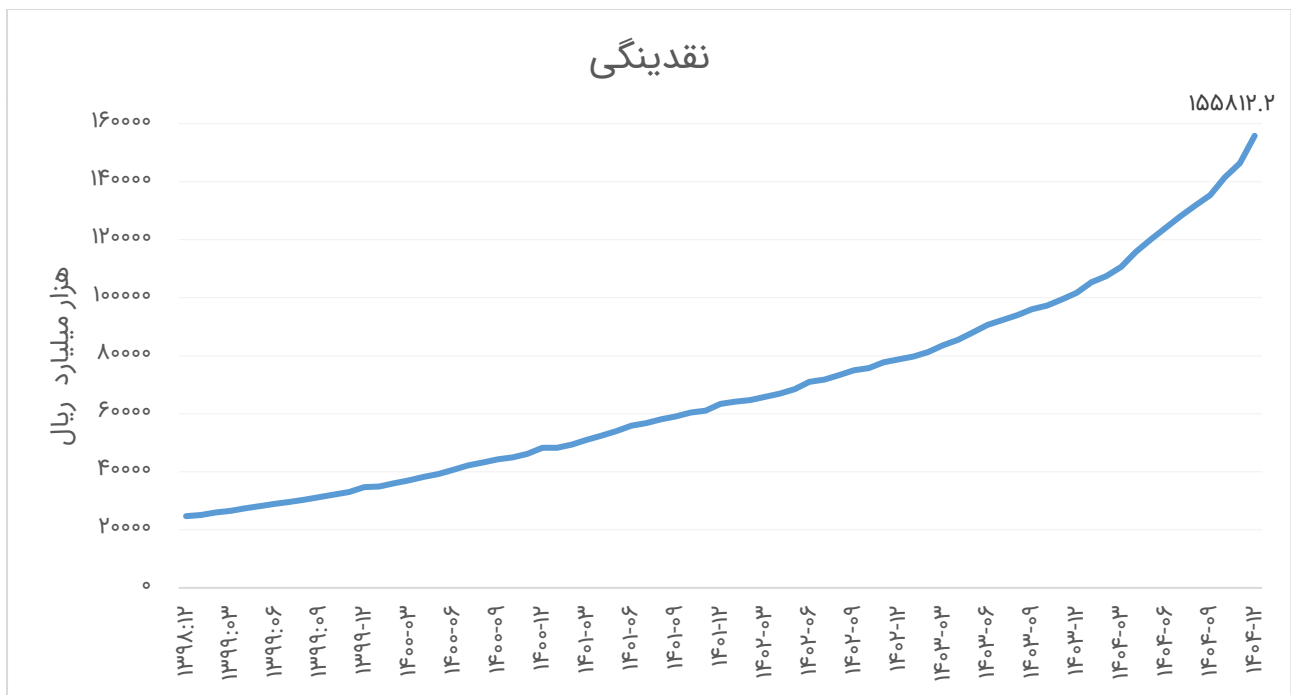
تحولات نقدینگی در اقتصاد ایران طی سال‌های اخیر، یکی از مهم‌ترین نماگرهای توضیح‌دهنده پویایی‌های تورمی، تغییرات سطح عمومی قیمت‌ها، رفتار بازار دارایی‌ها و درجه پایداری محیط کلان اقتصادی بوده است. در چارچوب نظری اقتصاد کلان، نقدینگی بیانگر مجموع پول و شبه‌پول در اقتصاد است و از این جهت، نه تنها شاخصی از ظرفیت بالقوه تقاضای اسمی محسوب می‌شود، بلکه بازتابی از نحوه تأمین مالی دولت، کیفیت ترازنامه شبکه بانکی، جهت‌گیری سیاست پولی و سطح تعادل یا عدم تعادل میان بخش حقیقی و پولی اقتصاد نیز به‌شمار می‌رود. با این حال، در تحلیل نقدینگی باید میان «افزایش طبیعی حجم اسمی متغیرهای پولی در طول زمان» و «رشد نامتعارف نقدینگی نسبت به ظرفیت تولید حقیقی اقتصاد» تمایز قائل شد؛ زیرا صرف بزرگ شدن عدد اسمی نقدینگی، به تنهایی حامل پیام تحلیلی کافی نیست و آنچه اهمیت بیشتری دارد، نسبت میان رشد کل‌های پولی با رشد تولید واقعی، تحولات انتظارات تورمی، و توان اقتصاد در جذب منابع پولی در مسیر تولید و سرمایه‌گذاری مولد است. نقدینگی، به‌طور کلی، به مجموع تمامی اشکال پول در گردش در یک اقتصاد اطلاق می‌شود که می‌تواند شامل پول (اسکناس و مسکوکات) و شبه‌پول (سپرده‌های بانکی و اوراق بهادار کوتاه‌مدت) باشد.

در پایان اسفند ۱۴۰۴، حجم نقدینگی به حدود ۱۵ هزار و ۵۸۱ هزار میلیارد تومان رسیده و نسبت به پایان سال ۱۴۰۳ رشدی در حدود ۵۳.۳ درصد را تجربه کرده است؛ در حالی که برآوردهای رسمی رشد اقتصادی در همین دوره، حول مقادیر بسیار پایین و حتی منفی (رشد حدود ۰.۲ درصدی بر اساس مرکز آمار و رشد حدود ۰.۷- درصدی بر اساس بانک مرکزی) قرار داشته است. این واگرایی معنادار بین رشد متغیرهای پولی و عملکرد بخش واقعی، از منظر اقتصاد پولی به معنای انباشت فشارهای بالقوه بر سطح عمومی قیمت‌ها و بازارهای دارایی است؛ هرچند باید تأکید کرد که رابطه بین رشد نقدینگی و تورم در عمل به واسطه عواملی مانند سرعت گردش پول، ساختار بازارهای مالی، انتظارات تورمی، تحولات بازار ارز و موضع سیاست مالی و ارزی، پیچیده و چندعاملی است و نمی‌توان آن را صرفاً به یک رابطه خطی و آنی فروکاست.

در تحلیل نقدینگی، تمرکز بر رقم اسمی (برای مثال حدود ۱۵۶ هزار همت) به تنهایی ارزش تحلیلی محدودی دارد؛ آنچه اهمیت کلیدی دارد، نرخ رشد نقدینگی نسبت به رشد تولید حقیقی، ترکیب اجزای نقدینگی (پول و شبه‌پول) و منشأ خلق آن است. بر اساس شواهد موجود، بخش قابل توجهی از رشد نقدینگی در سال ۱۴۰۴ نه از مسیر توسعه اعتبارات مولد به بخش خصوصی، بلکه عمدتاً از کانال افزایش خالص دارایی‌های خارجی و تبدیل ارزهای در اختیار دولت به ریال با نرخ‌های تسعیر بالاتر و نیز تأمین مالی غیرمستقیم کسری‌ها حاصل شده است؛ مسیری که عملاً به معنای خلق پول پر قدرت و رشد پایه پولی است. چنین ترکیبی از رشد نقدینگی، در مقایسه با رشد ناشی از اعطای تسهیلات تولیدی، به‌طور معمول با ریسک تورمی بالاتر و نوسان بیشتر در بازار دارایی‌ها همراه است.

در جمع‌بندی، تصویر نقدینگی در پایان سال ۱۴۰۴ بیانگر تداوم و تشدید یکی از عدم تعادل‌های ساختاری اقتصاد ایران، یعنی رشد بالای نقدینگی در بستر رشد حقیقی بسیار محدود یا منفی است؛ وضعیتی که با مفهوم «رکود تورمی» و بازتعریف مکرر سطوح قیمتی در بازارهای کالا، خدمات و دارایی‌ها سازگار است، هرچند لزوماً به معنای یک وضعیت بحرانی غیرقابل اصلاح نیست. مسیر آتی آثار این رشد بر تورم و ثبات مالی، تا حد زیادی به جهت‌گیری‌های آتی سیاست مالی و پولی، نحوه مدیریت رابطه دولت و بانک مرکزی، کنترل ناترازی‌های بانک‌ها، و میزان موفقیت در هدایت نقدینگی به سمت فعالیت‌های مولد و صادرات گرا وابسته است.

نقدینگی

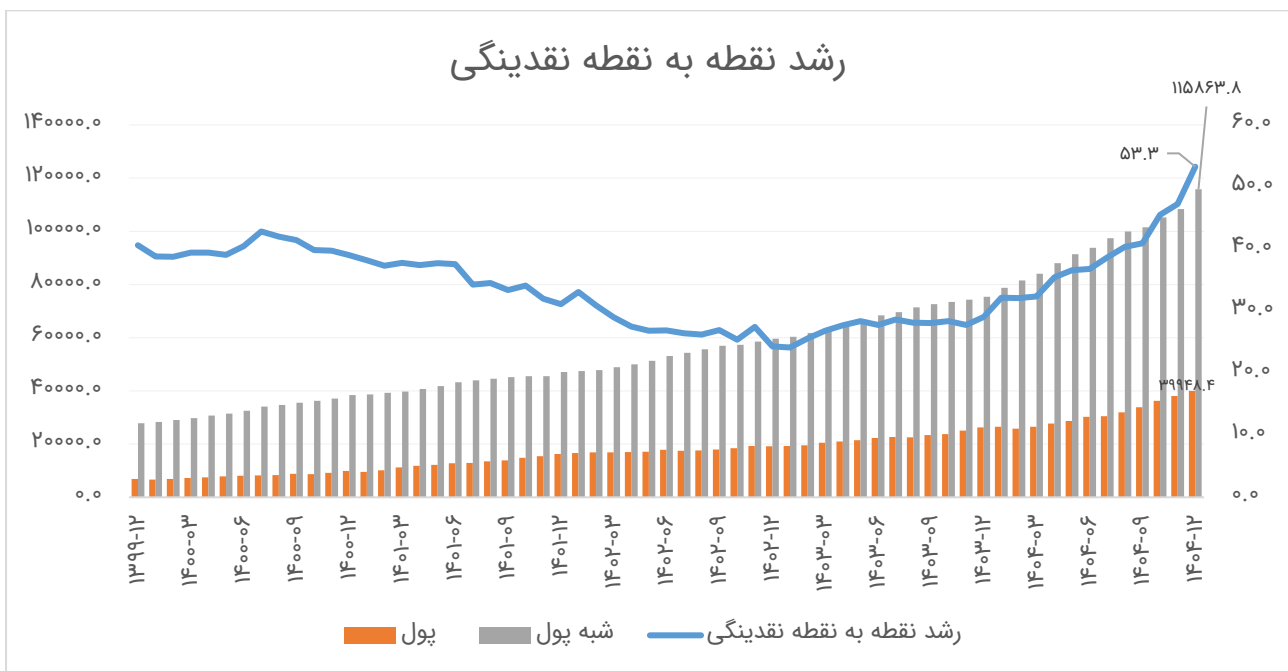


نمودار (۱) مقدار نقدینگی، منبع: بانک مرکزی

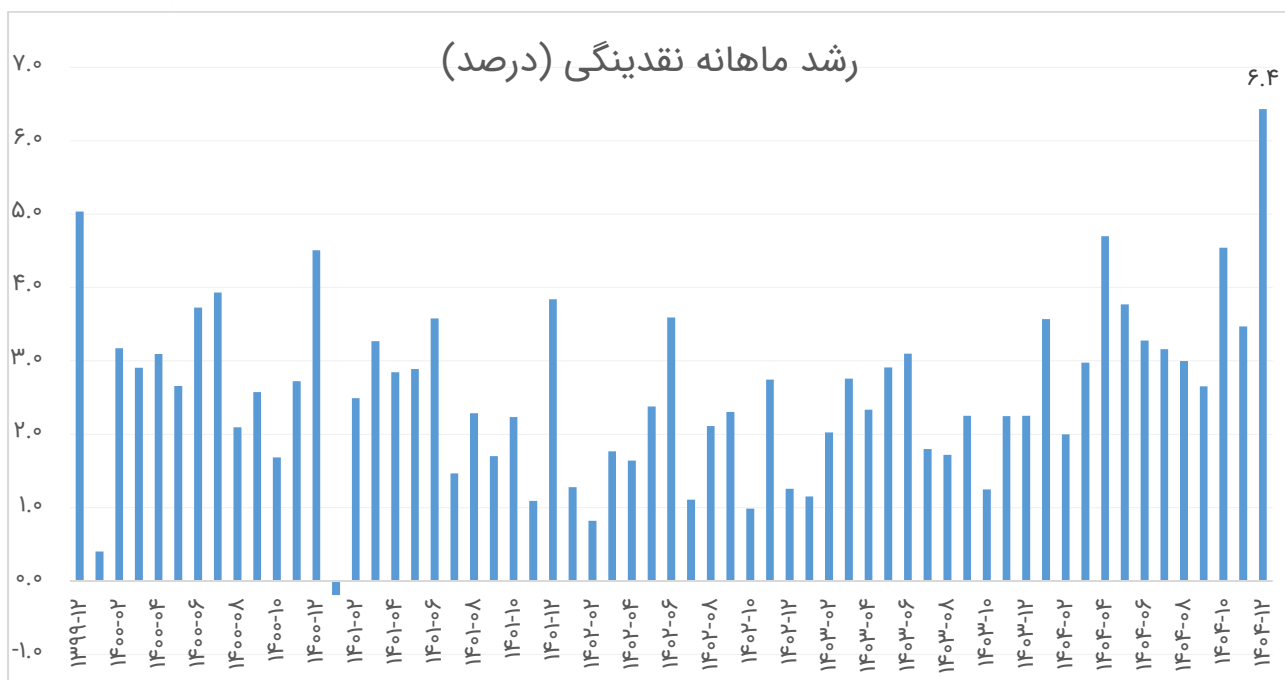
رشد نقدینگی در ایران

داده‌های ماهانه نشان می‌دهد میانگین رشد ماهانه نقدینگی از حوالی خرداد ۱۴۰۴ به حدود ۳/۵ درصد در ماه افزایش یافته، در حالی که پیش از آن در حدود ۲ درصد در ماه قرار داشت. این تغییر رشد، به‌ویژه در بستری از رشد اقتصادی بسیار محدود، به معنای تقویت روند انباشت فشارهای تورمی در افق میان‌مدت است. نرخ رشد نقطه‌به‌نقطه نقدینگی در مقطع پایان سال ۵۳/۳ درصد است؛ سطحی که در زمره بالاترین مقادیر ثبت‌شده در تاریخ اقتصاد ایران محسوب می‌شود. هم‌زمان، کاهش مشاهده‌شده در نرخ بهره بین‌بانکی در برخی مقاطع سال، نشانه‌ای از تسهیل شرایط نقدینگی و کاهش هزینه استقراض در شبکه بانکی است؛ با این حال، برای نتیجه‌گیری دقیق درباره میزان و دوام این تسهیل پولی، لازم است تحولات نرخ بهره در کنار روند پایه پولی، اضافه‌برداشت بانک‌ها و وضعیت ترازنامه شبکه بانکی به‌صورت یکجا ارزیابی شود.

رشد نقطه به نقطه نقدینگی



نمودار (۲) رشد نقطه به نقطه نقدینگی و میزان پول و شبه پول، منبع: بانک مرکزی



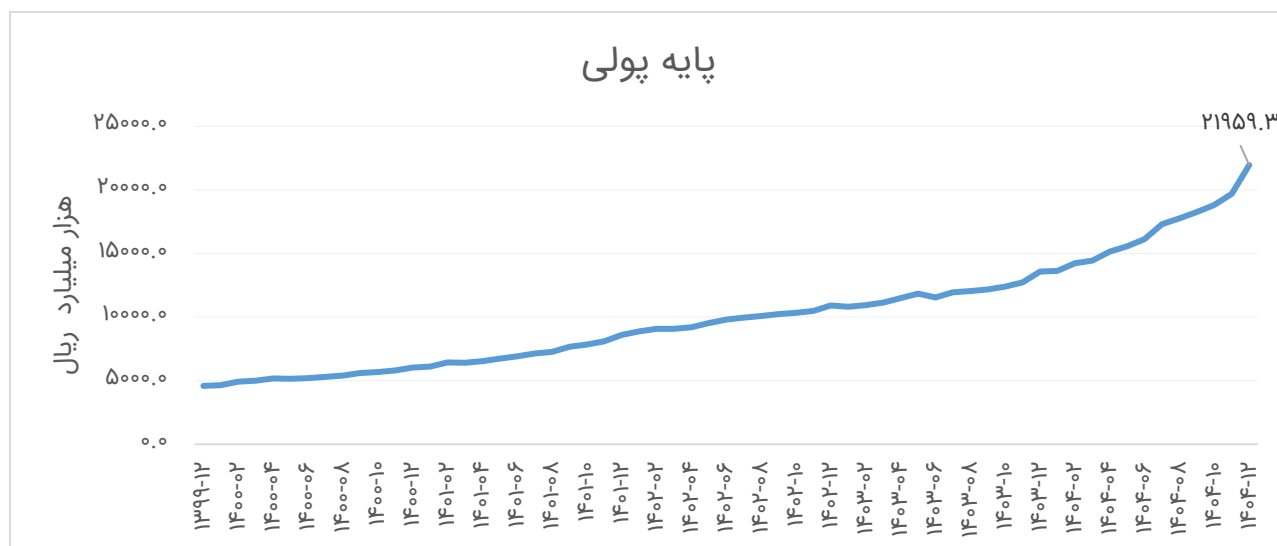
نمودار (۳) رشد ماهانه نقدینگی

بخشی از نقدینگی در قالب سپرده‌های بلندمدت‌تر انباشته شده که در صورت تغییر انتظارات یا شوک‌های ارزی می‌تواند به سرعت به سمت بازارهای نقدتر حرکت کند، و هم‌زمان سهم پول (اجزای با نقدشوندگی بالا) ظرفیت تبدیل سریع‌تر نقدینگی به تقاضای مؤثر را افزایش داده است. بر این اساس، سطح فعلی رشد ماهانه و نقطه‌به‌نقطه نقدینگی، یکی از مهم‌ترین منشأهای فشار پایدار بر تورم و نوسان قیمتی است و مهار آثار آن مستلزم ترکیبی از انضباط بودجه‌ای، محدودسازی خلق پول از کانال افزایش خالص دارایی‌های خارجی و مدیریت فعال ترازنامه شبکه بانکی و ابزارهای سیاست پولی است.

پایه پولی یکی از اجزای اساسی نقدینگی است که به تمام پول موجود در اقتصاد که توسط بانک مرکزی تولید می‌شود، اطلاق می‌شود. این متغیر تأثیر مستقیم بر نقدینگی و به تبع آن بر تورم دارد.

رشد پایه پولی در سال ۱۴۰۴ نشان می‌دهد حجم پول پر قدرت با شتابی کم سابقه افزایش یافته و در اسفند به حدود ۲۰۲ هزار همت رسیده است؛ به گونه‌ای که نرخ رشد دوازده ماهه آن به ۶۱.۵ درصد رسیده و نسبت به رشد ۲۴.۵ درصدی اسفند ۱۴۰۳ جهشی محسوس را ثبت کرده است. این سطح از انبساط، حتی نسبت به اوج‌های دوره‌های تکانه ارزی دهه ۱۳۹۰ نیز بالاتر بوده و حاکی از آن است که هم کانال بانک مرکزی و هم شبکه بانکی به طور هم‌زمان در خلق پول فعال بوده‌اند. رشد خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی — عمدتاً ناشی از تغییر نرخ تسعیر ارز در ترازنامه — مهم‌ترین عامل فزاینده پایه پولی بوده و در مقابل، کاهش خالص سایر اقلام (به‌ویژه افزایش سپرده‌های ارزی صندوق توسعه نزد بانک مرکزی) تنها نقش تعدیل‌کننده جزئی داشته است. در عمل، تغییر نرخ تسعیر از سطوح حدود ۲۸ تا ۷۰ هزار تومان به حوالی ۱۴۰ تا ۱۴۵ هزار تومان برای هر دلار باعث شده است که بدون افزایش متناظر در ذخایر ارزی، حجم ریال خلق شده در ازای هر واحد ارز چند برابر شود؛ فرآیندی که در آمار رسمی تحت عنوان «افزایش خالص دارایی‌های خارجی» ثبت می‌شود، اما از منظر اقتصادی معادل «چاپ پول» است.

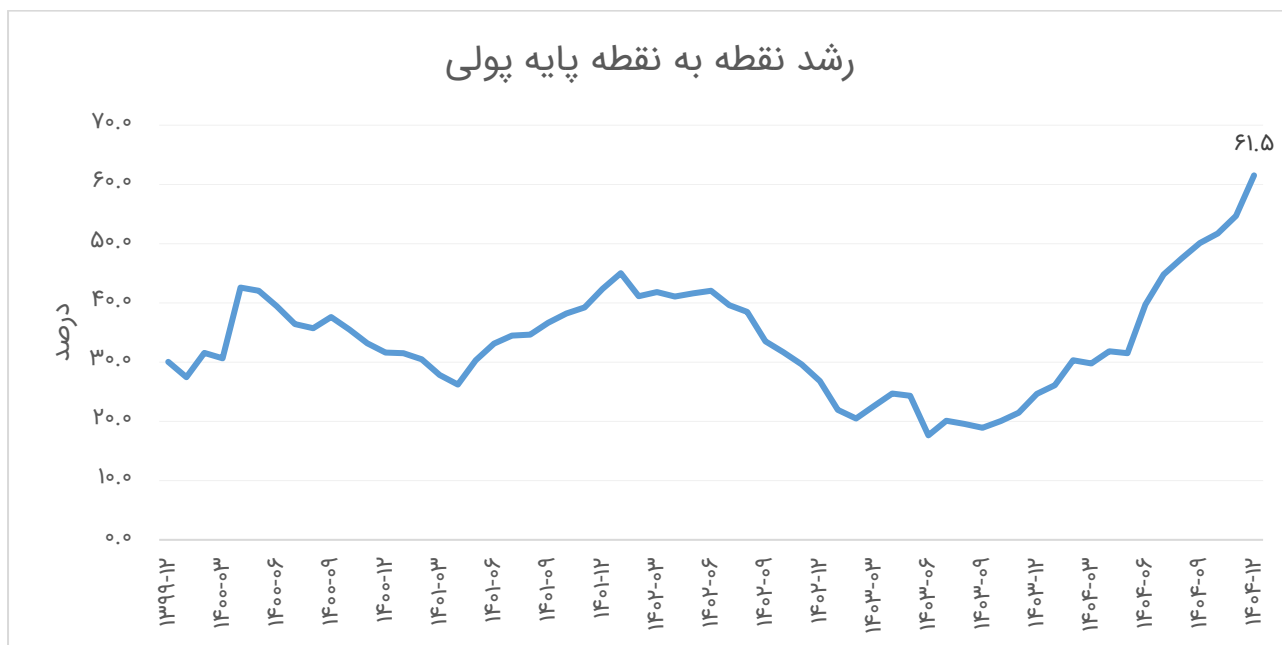
ساختار درآمد و هزینه دولت و نحوه تعامل آن با بانک مرکزی، مکانیزم اصلی انتقال این رشد پایه پولی به نقدینگی و تورم را توضیح می‌دهد. بخش عمده درآمدهای دولت ارزی است، در حالی که مخارج آن ریالی است؛ در یک چارچوب سالم، فروش ارز دولت در بازار به بخش خصوصی، منجر به جابه‌جایی ریال موجود میان عوامل اقتصادی می‌شود و خلق پول جدیدی رخ نمی‌دهد. اما در سال‌های اخیر، فروش مستقیم ارز به بانک مرکزی و دریافت معادل ریالی آن به این معنا بوده که برای تأمین مالی کسری‌ها، پایه پولی به‌طور سیستمی منبسط شده است. هم‌زمان، استقراض مستقیم دولت از شبکه بانکی و برداشت از منابع بانک‌ها، این شبکه را به سمت اضافه برداشت از بانک مرکزی سوق داده و هر دو کانال «افزایش خالص دارایی‌های خارجی» و «خطوط اعتباری به بانک‌ها» را در خلق پول فعال کرده است. در نتیجه، رشد شدید پایه پولی به‌عنوان پیش‌نگر رشد نقدینگی، از طریق ضریب فزاینده پولی به افزایش بی‌سابقه نقدینگی (رشد حدود ۵۳.۳ درصدی و رسیدن به ۱۵,۵۸۱ هزار همت در پایان ۱۴۰۴) انجامیده و زمینه‌ساز تورم بالا، تضعیف ارزش پول ملی و تعمیق نااطمینانی در اقتصاد شده است؛ وضعیتی که بدون اصلاح ساختاری در شیوه تأمین مالی دولت، انضباط بخشی به ترازنامه بانک‌ها و محدودسازی نقش نرخ تسعیر در خلق پول، به‌سختی قابل مهار خواهد بود.



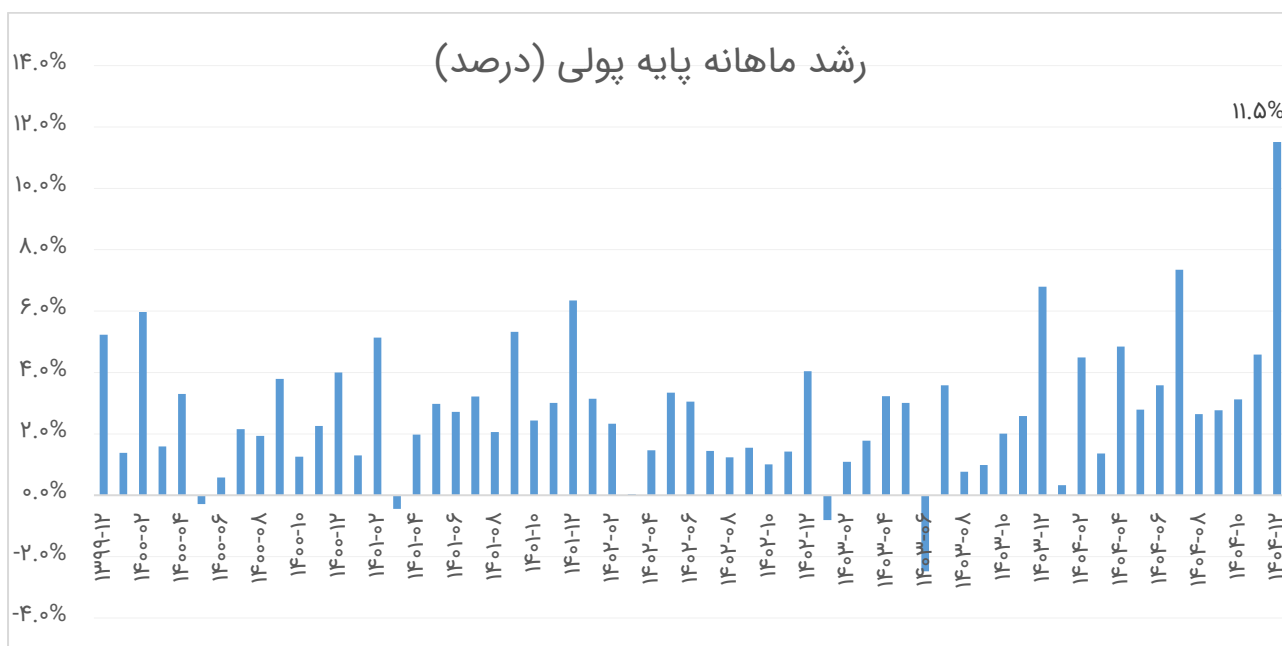
نمودار (۴) میزان پایه پولی، منبع: بانک مرکزی

رشد پایه پولی

رشد ماهانه پایه پولی در ماه اسفند ۱۱/۵ درصد و در بهمن ۴/۶ درصد بوده است. رشد پایه پولی می‌تواند ناشی از موارد مختلفی باشد، که دلایل آن به طور مفصل بیان شد.



نمودار (۵) رشد نقطه به نقطه پایه پولی



نمودار (۶) رشد ماهانه پایه پولی

بررسی جزئیات ترازنامه بانک مرکزی در دوره مورد اشاره نشان می‌دهد که کاهش بدهی دولت به بانک مرکزی، افزایش سپرده‌های دولت نزد بانک مرکزی و کاهش مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها، در نگاه اول تصویری نسبتاً انقباضی از سیاست پولی ترسیم می‌کند؛ اما این تصویر با واقعیت رشد شدید پایه پولی و نقدینگی سازگار نیست. ریشه این تناقض را باید در نحوه تأمین مالی دولت و تعامل سه‌ضلعی دولت - بانک‌ها - بانک مرکزی جست‌وجو کرد؛ دولت برای جبران کسری‌های خود، به‌جای اتکا به منابع بانک مرکزی، استقراض مستقیم از شبکه بانکی را افزایش داده و عملاً نقدینگی موجود در بانک‌ها را به سمت خود منتقل کرده است. این برداشته‌ها، بانک‌های درگیر کمبود منابع را به سمت اضافه‌برداشت و استفاده بیشتر از خطوط اعتباری بانک مرکزی سوق داده و از این کانال، پایه پولی را منبسط کرده است؛ بنابراین، حتی هم‌زمان با کاهش ظاهری بدهی دولت به بانک مرکزی و کاهش مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها، خلق پول از مسیر بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی و تسعیر دارایی‌های خارجی تداوم یافته و به رشد نقدینگی منجر شده است.

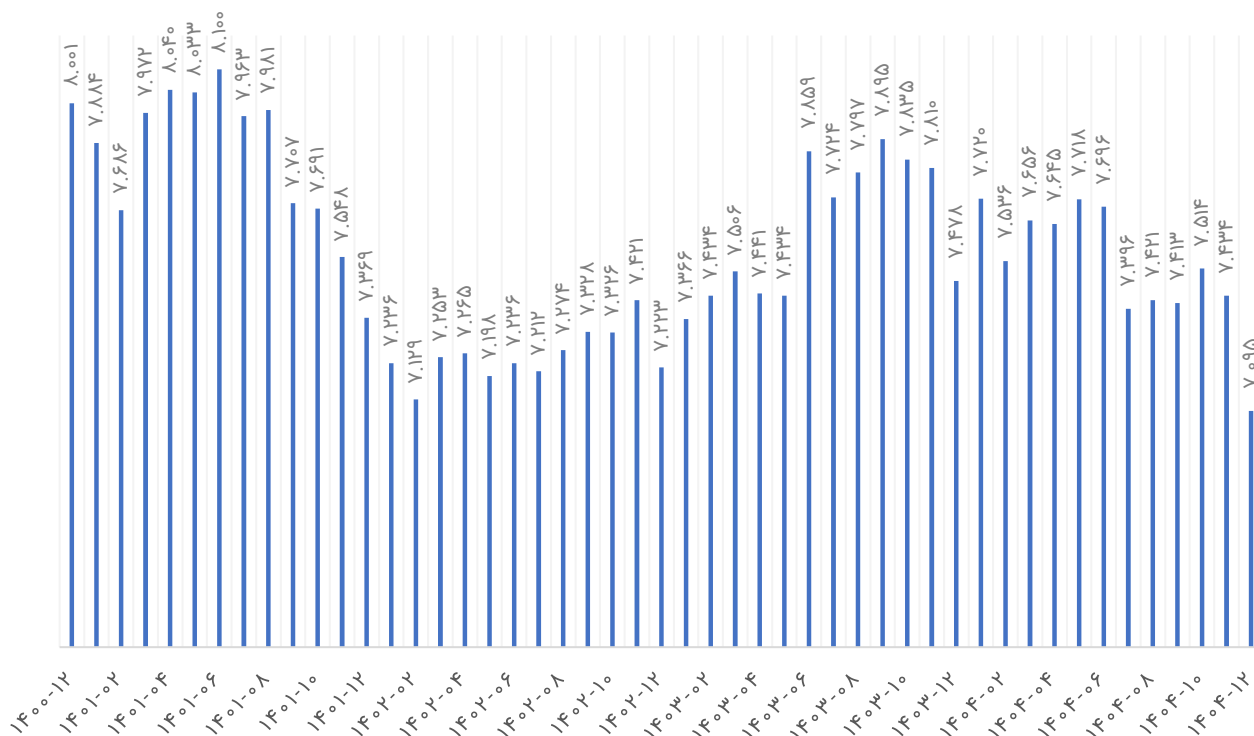
نرخ بهره بین بانکی

در حوزه ابزارهای سیاست پولی، نرخ بهره بین‌بانکی در این دوره عمدتاً در سطح حدود ۲۴ درصد و نزدیک سقف دالان قرار داشته که نشانه‌ای از تنش نقدینگی در شبکه بانکی است. در همین زمان، دولت با استقراض مستقیم بخشی از منابع بانک‌ها را جذب کرده و بانک مرکزی نیز تمایل به افزایش نسبت ذخیره قانونی نشان داده است؛ ترکیبی که فشار مضاعف بر منابع بانک‌ها ایجاد می‌کند و آن‌ها را برای تأمین الزامات ذخیره قانونی و پرداخت‌های جاری، بیش از پیش به استقراض از بانک مرکزی و استفاده از اعتبار پرهزینه کوتاه‌مدت وابسته می‌سازد. تجربه سال ۱۴۰۱ نشان داده است که افزایش ذخیره قانونی، در غیاب اصلاحات بنیادی و کنترل کسری بودجه، نه تنها تورم را مهار نمی‌کند، بلکه با تشدید فشار بر نقدینگی بانک‌ها، موجب رشد پایه پولی و جهش بعدی نقدینگی می‌شود. در این چارچوب، نرخ ذخیره قانونی باید صرفاً ابزار احتیاطی و نظارتی تلقی شود و مهار تورم از مسیر نرخ بهره سیاستی و انضباط مالی پیگیری شود؛ در حالی که در شرایط کنونی، نرخ بهره بیش از آن که بازتاب تصمیم آگاهانه سیاست‌گذار باشد، بازتاب ریسک سیستمیک، انتظارات تورمی و کمبود منابع در بازار پول است. کاهش اخیر نرخ بهره بین‌بانکی نیز عمدتاً حاصل تزریق موجهی نقدینگی به سیستم بانکی، از جمله در مقاطع جنگ‌های ۱۲ و ۴۰ روزه، بوده است؛ رویدادهایی که به واسطه ارتقای نیازهای مالی دولت و فشار بر پایه پولی، نقش افزایش در مسیر رشد نقدینگی داشته‌اند.

ضریب فزاینده نقدینگی، که نشان‌دهنده قدرت خلق نقدینگی توسط بانک‌ها از پایه پولی است، در پنج ماهه ابتدایی سال ۱۴۰۴ از ۷/۴۸ به ۷/۷۲ واحد افزایش یافته است. این تغییر به معنای آن است که بانک‌ها بیشتر از گذشته قادر به خلق نقدینگی بوده‌اند. دلیل اصلی این افزایش، کاهش نسبت سپرده قانونی بانک‌ها و کاهش ذخایر اضافی آن‌ها نزد بانک مرکزی بوده است. به عبارت دیگر، به دلیل تقاضای شدید پول در اقتصاد، بانک‌ها بخش عمده‌ای از ذخایر اضافی خود را خارج کرده و به صورت تسهیلات به اقتصاد تزریق کرده‌اند. به عبارت دیگر، در رابطه با کنترل ترازنامه بانک‌ها که قبلاً با سختگیری زیادی اجرا می‌شد در این دوره با تساهل برخورد شده و همین امر توضیح دهنده سبقت گرفتن رشد نقدینگی (۱۸/۲ درصد) از رشد پایه پولی (۱۴/۵ درصد) در این بازه زمانی است.

ضریب فزاینده پولی از ۷.۸۱ در بهمن ۱۴۰۳ به ۷.۴۳ در بهمن ۱۴۰۴ و از ۷.۴۷ در اسفند ۱۴۰۳ به ۷.۰۹ در اسفند ۱۴۰۴ کاهش ضریب فزاینده در شرایطی که نقدینگی همچنان با شتاب بالا رشد می‌کند، حاوی یک نکته مهم تحلیلی است: سهم خلق پول مستقیم توسط بانک مرکزی (از کانال پایه پولی) در مقایسه با خلق پول از طریق چرخه اعتباری شبکه بانکی افزایش یافته است. به بیان دیگر، در ترکیب رشد نقدینگی دوره اخیر، وزن ترازنامه بانک مرکزی نسبت به ترازنامه بانک‌ها بیشتر شده و بخش بزرگ‌تری از افزایش نقدینگی منشأ مستقیم در پایه پولی دارد تا در فعالیت‌های اعتباری و سپرده‌سازی بانک‌ها. از منظر تورمی، این جابه‌جایی اهمیت دارد، زیرا خلق پول در سطح پایه پولی به دلیل ماهیت «پول پر قدرت» عموماً اثر سریع‌تر و شدیدتری بر سطح عمومی قیمت‌ها نسبت به خلق پول مبتنی بر اعتبار بانکی دارد. باید توجه داشت که در ابتدای اسفند ۱۴۰۴ جنگ علیه ایران آغاز شده است؛ شوکی که می‌تواند از طریق افزایش نیازهای مالی دولت، تغییر در رفتار احتیاطی بانک مرکزی و الزامات نقدینگی نظام بانکی، در تشدید نقش پایه پولی در رشد نقدینگی و تقویت منشأ تورمی آن مؤثر بوده باشد.

ضریب فزاینده

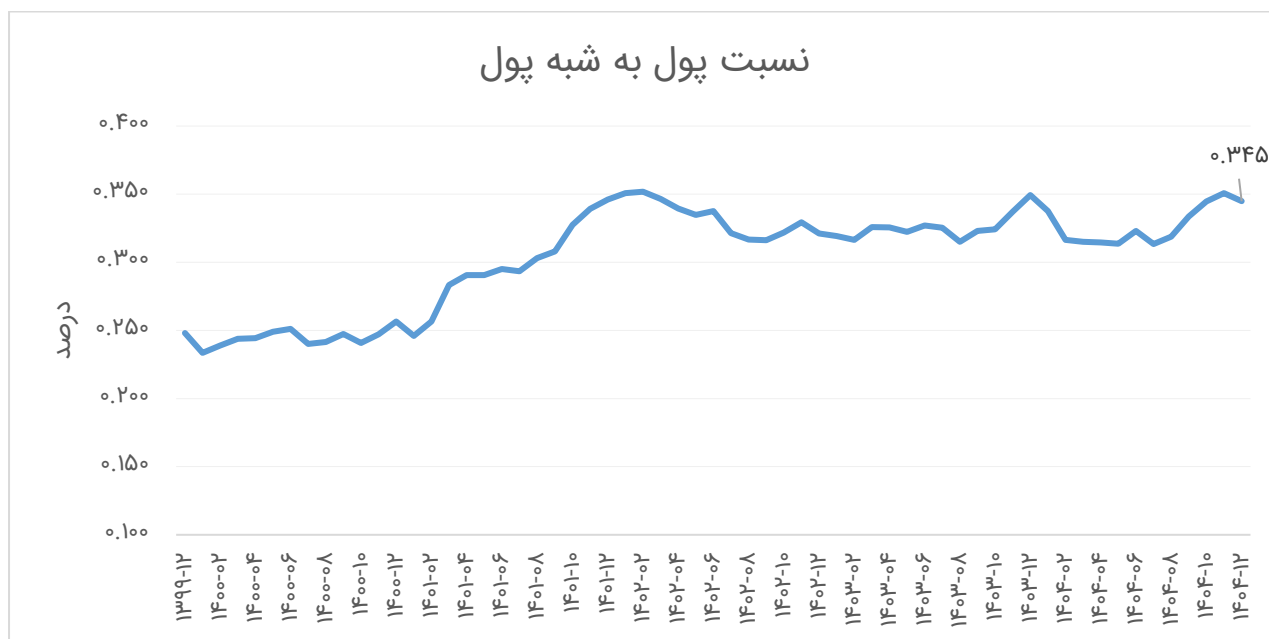


نمودار (۷) ضریب فزاینده، منبع: بانک مرکزی

نقدینگی به مجموعه‌ای از پول و شبه پول اطلاق می‌شود که در علم اقتصاد به منظور سنجش حجم پول در گردش و اندازه‌گیری قدرت خرید در یک اقتصاد مورد استفاده قرار می‌گیرد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، نقدینگی در ایران در سال‌های اخیر روندی صعودی داشته است. اما برای کسب درک دقیق‌تر از ماهیت این رشد و تشخیص عوامل مؤثر بر آن، تحلیل دقیق‌تر نسبت‌ها و ترکیب اجزای نقدینگی ضروری است، چرا که این تحلیل‌ها می‌تواند در اتخاذ تصمیمات اقتصادی کارآمدتر و سیاست‌گذاری دقیق‌تر مؤثر واقع شود.

نسبت پول به شبه پول به عنوان یکی از شاخص‌های مهم سنجش «داغ بودن پول» در اقتصاد و معیاری برای ارزیابی انتظارات تورمی، بازتاب‌دهنده ترکیب درونی نقدینگی میان اجزای سیال و کم‌تحرک آن است. در ادبیات پولی، افزایش این نسبت به معنای رشد سهم پول نقد و سپرده‌های دیداری با نقدشوندگی بالا در کل نقدینگی و کاهش سهم سپرده‌های مدت‌دار (شبه پول) تلقی می‌شود. داده‌های سال‌های اخیر اقتصاد ایران نشان می‌دهد میانگین این نسبت از حدود ۲۵ درصد در دوره ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۱ به حدود ۳۳ درصد در سه سال اخیر رسیده و در افق کمتر از یک دهه از حدود ۰.۱۴ به نزدیک ۰.۳۵ افزایش یافته است. این تحول به آن معناست که بخش سیال نقدینگی در مقایسه با بخش راکد آن تقویت شده و ساختار نقدینگی به سمت «داغ‌تر» شدن حرکت کرده است؛ امری که در ادبیات نظری به عنوان سیگنال تثبیت انتظارات تورمی در سطحی بالاتر از گذشته تفسیر می‌شود. همزمان، ارزش واقعی نقدینگی نسبت به سطح قیمت‌ها کاهش یافته و قدرت خرید پول موجود در اقتصاد تنزل کرده است؛ به گونه‌ای که رشد اسمی نقدینگی، به واسطه تورم بالا، به افزایش متناظر قدرت خرید منجر نمی‌شود.

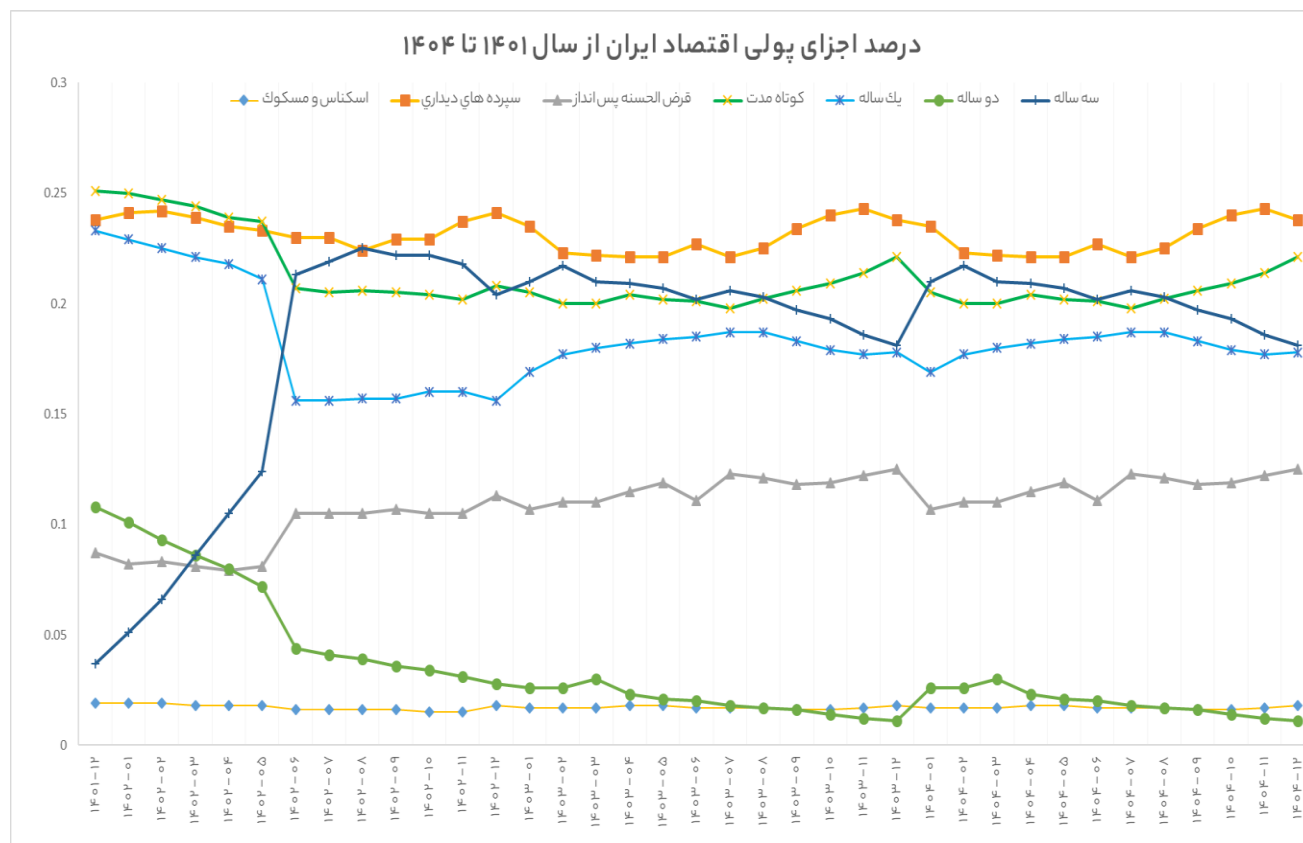
این تغییر رفتار پولی، خود را در ترجیحات پرتفوی خانوارها و فعالان اقتصادی نیز نشان می‌دهد. در محیطی که نرخ سود حقیقی سپرده‌های مدت‌دار منفی است و انتظار کاهش ارزش پول ملی در میان عاملان اقتصادی غلبه دارد، تمایل به نگهداری منابع در قالب سپرده‌های بلندمدت با بازده ثابت کاهش یافته و ترجیح بر نگهداری دارایی‌ها در شکل ابزارهای نقدشونده‌تر (پول و سپرده‌های دیداری) یا دارایی‌های فیزیکی و مالی (مانند ارز، طلا، مسکن و سهام) است. عبارت رایج «خروج پول از بانک‌ها» در این زمینه عمدتاً ناظر بر همین جابه‌جایی از شبه پول به پول و کوتاه‌تر شدن افق سپرده‌گذاری است، نه صرفاً خروج فیزیکی منابع از سیستم بانکی. پیامد این وضعیت، افزایش سیالیت نقدینگی و حساسیت بیشتر سطح قیمت‌ها و بازارهای دارایی به شوک‌های تورمی و سیاستی، تضعیف ثبات منابع بلندمدت بانک‌ها و در نتیجه، افزایش نااطمینانی در فضای تأمین مالی و سرمایه‌گذاری است؛ امری که از منظر ثبات مالی و ریسک اعتباری، اهمیت تحلیلی قابل توجهی دارد.



نمودار (۸) نسبت پول به شبه پول

نکته‌ای که نیاز به توجه بیشتر دارد این است که طبق تقسیم‌بندی بانک مرکزی، حساب‌های قرض الحسنه و کوتاه‌مدت در زمره شبه‌پول قرار می‌گیرند، در حالی که این حساب‌ها نیز از نقدشوندگی بالایی برخوردار هستند و افراد قادرند در مواقع نیاز به راحتی از منابع موجود در این حساب‌ها استفاده کنند. بنابراین، برای تجزیه و تحلیل دقیق‌تر، ضروری است که تحرکات هر یک از اجزای پولی و شبه‌پولی به‌طور جداگانه مورد بررسی قرار گیرد.

در ادامه، توزیع درصدی هر یک از اجزای پولی بر اساس تقسیم‌بندی بانک مرکزی آورده شده است.



نمودار (۹) درصد اجزای تشکیل دهنده نقدینگی