

تحليل تورم در سال ۱۳۹۶

معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

کد موضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۵۸۷۳
خردادماه ۱۳۹۷

فهرست مطالب

۱	چکیده
۴	مقدمه
۵	۱. تحلیل وضعیت تورم در سال های اخیر
۱۱	۱-۱. سیاست پولی (نرخ سود بانکی)
۱۴	۱-۲. تغییرات کل های پولی (پایه پولی و اجزای آن)
۱۶	۱-۳. سیاست مالی
۱۸	۱-۴. جمع بندی از سیاست ها
۱۹	۲. تغییرات نرخ تورم در دو سال اخیر
۲۳	۲-۱. بررسی اجزای شاخص قیمت مصرف کننده
۲۴	۲-۲. بررسی تورم استانی
۲۵	۲-۳. مقایسه نرخ تورم ایران با جهان
۲۶	۳. عوامل مؤثر بر نرخ تورم کوتاه مدت
۲۷	۳-۱. نرخ ارز
۳۰	۳-۲. شاخص قیمت وارداتی
۳۳	۳-۳. شاخص قیمت تولید کننده
۳۴	۳-۴. سیاست پولی و مالی
۳۴	۳-۵. نرخ سود بانکی
۳۴	۳-۶. تعاملات بین المللی
۳۵	۳-۷. جمع بندی پیش بینی تورمی
۳۵	منابع و مأخذ



تحلیل تورم در سال ۱۳۹۶

چکیده

این گزارش در سه بخش به تحلیل وضعیت تورم در سال‌های اخیر می‌پردازد. در بخش اول روند کلی تورم در سال‌های اخیر بررسی می‌شود. پس از افزایش قابل توجه تورم از سال ۱۳۹۰ و قرار گرفتن در نقطه اوج آن در خردادماه ۱۳۹۲ که نرخ تورم نقطه به نقطه ۴۵/۱۰ درصدی را برای این ماه ثبت کرده، از تیرماه ۱۳۹۲ نرخ‌های تورم ماهانه رو به کاهش گذاشته و این روند کاهشی کم‌وبیش تا سال ۱۳۹۶ حفظ شده است.

دلایل کاهش تورم از سال ۱۳۹۲ به‌رغم رشد نقدینگی گسترده، ناشی از تصمیم سیاستگذار بر کنترل پایه پولی (کاهش عرضه ذخایر) به‌رغم تقاضای بالای ذخایر از سوی شبکه بانکی در ابتدا و پس از آن نرخ سود حقیقی بالا به‌واسطه عدم تعادل ترازنامه شبکه بانکی بوده است. البته برخی عوامل دیگر مانند کاهش شاخص قیمت‌های جهانی و کاهش تورم وارداتی و همچنین کاهش انتظارات تورمی نیز بر روند کاهشی تورم اثرگذار بوده است.

نگاهی به روند نرخ رشد نقدینگی و تورم نشان می‌دهد که از سال ۱۳۹۴ به بعد تناسب چندانی بین نرخ رشد نقدینگی و تورم وجود نداشته است. این عدم تناسب به‌علت نرخ سود حقیقی بالا و تأثیر آن بر کاهش سرعت گردش پول (تغییر ترکیب نقدینگی) است که موجب قفل شدن منابع در شبکه بانکی شده است. نرخ بالای سود بانکی باعث شده تا سهم بالایی (بین ۸۰ تا ۹۰ درصد در سال‌های اخیر) از نقدینگی را شبه‌پول تشکیل دهد که جزء غیرسیال نقدینگی بوده و سیالیت و سرعت گردش آن بسیار پایین‌تر از سپرده‌های دیداری است. افزایش سهم شبه‌پول از نقدینگی به‌معنای کاهش تقاضای کل نیز هست که خود بر روند کاهشی تورم تأثیرگذار بوده است. به‌طوری که نرخ سود حقیقی بالا باعث کاهش مصرف و کاهش تقاضای کل می‌شود. همچنین از آنجایی که کمتر فعالیت اقتصادی می‌تواند سودی متناظر نرخ سود بانکی به‌دست دهد، بنابراین سرمایه‌گذاری نیز کاهش یافته که خود به کاهش تقاضای کل منجر می‌شود. بنابراین بالا بودن نرخ سود بانکی اصلی‌ترین عامل کاهش نرخ تورم و عدم افزایش متناسب آن با تورم در سال‌های اخیر بوده است.

بخش دوم از این گزارش وضعیت نرخ تورم در ماه‌های اخیر و به‌خصوص سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ و عوامل اثرگذار بر نرخ تورم در ماه‌های ابتدای سال ۱۳۹۷ را مورد بررسی قرار داده است. مجموعه‌ای از عوامل باعث کاهش نرخ تورم از سال ۱۳۹۲ به بعد شده که این روند کاهشی تا اواسط سال ۱۳۹۵ ادامه داشته است. با این حال نرخ تورم ماهانه از اواسط سال ۱۳۹۵ روند رو به رشد داشته که تحت تأثیر عوامل متعددی بوده است.

بررسی‌ها نشان می‌دهد افزایش قیمت‌های جهانی کالاهای غیرسوختی از نیمه دوم سال ۱۳۹۵ و در نتیجه افزایش شاخص قیمت وارداتی و رشد نقدینگی و کاهش سهم شبه‌پول از رشد نقدینگی و همچنین کاهش محدود در نرخ سود بانکی از جمله عوامل تأثیرگذار بر افزایش تورم از نیمه دوم سال ۱۳۹۵ و تداوم این روند در سال ۱۳۹۶ بوده است. به طوری که نرخ تورم ماهانه از مردادماه ۱۳۹۶ روند افزایشی داشته و با قرار گرفتن در مقدار ۱/۹ درصد در آذرماه ۱۳۹۶، به بالاترین مقدار آن برای آذرماه طی سه سال ۱۳۹۴ - ۱۳۹۶ رسیده است. در آذرماه شاخص قیمت دلاری و ریالی کالاهای وارداتی ایران نیز در بالاترین مقدار خود طی دوره مورد بررسی قرار داشته و پس از آن روند کاهشی داشته است. عوامل متعددی بر نرخ تورم در سه‌ماهه ابتدایی سال ۱۳۹۷ تأثیرگذار است. آنچه در وضعیت متغیر تورم اهمیت دارد آن است که در حال حاضر رشد نقدینگی تناسب چندانی با نرخ تورم ۹ درصدی در سال ۱۳۹۵ و نرخ تورم ۹/۶ درصدی سال ۱۳۹۶ ندارد. نقدینگی در سال ۱۳۹۵؛ برابر ۲۳ درصد رشد داشته و این رشد طی یازده‌ماهه نخست سال ۱۳۹۶، به میزان ۱۸/۸ درصد بوده است. در حقیقت آنچه مانع از رشد فزاینده تورم در اقتصاد ایران طی سال‌های اخیر بوده، نرخ سود حقیقی بالا بوده است که از طریق تأثیر بر سرعت گردش پول، مانع از تحقق آثار تورمی رشد بالای حجم نقدینگی شده است. در تقسیم نقدینگی به دو جزء پول (شامل اسکناس و مسکوک و سپرده‌های دیداری) و شبه‌پول (سایر سپرده‌ها)، پول جزء سیال و تورمزای نقدینگی بوده و شبه‌پول که جزء غیرسیال نقدینگی است از تورم‌زایی کمتری برخوردار بوده است. در سال‌های اخیر به دلیل نرخ سود حقیقی بالا، رشد نقدینگی عمدتاً از ناحیه رشد شبه‌پول بوده و سهم شبه‌پول از نقدینگی و همچنین سهم آن از رشد نقدینگی به طور مرتب (بجز در سال ۱۳۹۵) در حال افزایش بوده است. بنابراین ضربه‌گیر تورم که مانع از رشد تورم به تناسب رشد نقدینگی شده است، نرخ سود حقیقی بالا و تأثیر آن بر تغییر در ترکیب نقدینگی (کاهش سرعت گردش پول) بوده است. این تغییر در ترکیب نقدینگی به علت نرخ سود بالای بانکی است که همزمان با کاهش تورم کاهش نیافته و باعث شده است تا سپرده‌گذاری بلندمدت بانکی سودآورترین فعالیت اقتصادی باشد. نرخ سود بالا ناشی از عدم تعادل در ترازنامه شبکه بانکی کشور است که نیاز آنها به ذخایر را افزایش و به تبع آن رقابت میان آنها در جذب سپرده‌های مردم را تشدید کرده است.

تحولات سیاستی بانک مرکزی به‌ویژه در ماه‌های میانی و پایانی سال ۱۳۹۶ نشان داد که کاهش نرخ سود با توجه به آثار تورمی شدید آن و البته التهابات ارزی نمی‌تواند پایدار باشد. در این راستا باید با توجه به نقش عدم تعادل ترازنامه شبکه بانکی در تحولات پولی و بانکی و کل اقتصاد کلان، ضمن کاهش تدریجی نرخ سود، اصلاح نظام بانکی به صورت همزمان در دستور کار قرار گیرد. با توجه به این ویژگی؛ آنچه در اجرای سیاست‌های پولی و مالی اهمیت می‌یابد کاهش نرخ سود بانکی به گونه‌ای است که تغییر در ترکیب نقدینگی و حرکت منابع از سپرده‌های مدت‌دار به سوی سپرده‌های دیداری با



پیامدهای تورم‌زای کمتری مواجه باشد. در صورتی که منابع آزاد شده به سمت تولید حرکت کند، می‌تواند به رشد اقتصادی منجر شده و با افزایش تولید و در نتیجه عرضه، از آثار تورمی آن بکاهد. دستیابی به چنین هدفی نیازمند هماهنگی سیاست‌های ارزی، پولی و مالی است.

نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که نرخ سود بانکی با وجود افزایش قابل توجه در بهار ۱۳۹۶ نسبت به سال ۱۳۹۵ اما با یک روند هرچند کند، از مردادماه ۱۳۹۶ روند کاهشی داشته است (همزمان با این کاهش از مردادماه ۱۳۹۶ نرخ تورم ماهانه نیز افزایش یافته است). با این حال در سه‌ماهه پایانی سال ۱۳۹۶ به‌علت التهابات ایجاد شده در بازار ارز، بانک مرکزی تا حدود زیادی از سیاست کاهش نرخ سود بانکی فاصله گرفت. در مقابل نرخ رشد نقدینگی قابل توجه بوده و یازده‌ماهه نخست سال ۱۳۹۶ برابر ۱۸/۷ درصد بوده که این نرخ همخوانی چندانی با هدف تورم تک‌رقمی ندارد. همچنین سیاست مالی دولت نیز کمک چندانی به روند کاهشی تورم نمی‌کند، برآوردها از میزان هزینه عمرانی دولت تا پایان سال (۴۰ هزار میلیارد ریال) نشان از کاهش هزینه‌های عمرانی دولت دارد که با هدف هدایت منابع بانکی به سمت تولید تناسب ندارد. از طرف دیگر حساب‌های مالی دولت رشد ۸۹ درصدی کسری بودجه دولت را در بهمن‌ماه ۱۳۹۶ نسبت به بهمن‌ماه ۱۳۹۵ نشان می‌دهد.

نوسانات بازار ارز طی سه‌ماهه اخیر را که ناشی از افزایش تقاضای سفته‌بازی در این بازار است، می‌توان تحت تأثیر عوامل متعددی از جمله کاهش نرخ سود بانکی، تحولات بین‌المللی و افزایش برخی تحریم‌ها، پایین نگه داشته شدن نرخ ارز طی ماه‌های اخیر و ... دانست. به‌خصوص آنکه با وجود افزایش درآمدهای دولت از محل فروش نفت خام و گاز طی هشت‌ماهه نخست سال، خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی طی این بازه کاهش یافته که نشانگر افزایش قابل توجه تقاضا برای ارزهای خارجی است. افزایش نرخ ارز از چند منظر بر شاخص قیمت‌ها اثرگذار بوده است. افزایش نرخ ارز شاخص قیمت کالای مصرف‌کننده را به‌علت افزایش شاخص قیمت کالای وارداتی افزایش می‌دهد. همچنین از آنجاکه بیش از ۷۰ درصد واردات کشور را واردات کالاهای واسطه‌ای تشکیل می‌دهند، بنابراین افزایش نرخ ارز بر شاخص قیمت تولیدکننده نیز اثرگذار بوده است. با این حال باید توجه داشت که به‌علت وجود نرخ‌های ارز دوگانه بخشی از اثر افزایش نرخ ارز بر روی شاخص قیمت وارداتی خنثی می‌شود به‌طوری که در سال ۱۳۹۵ در حدود ۵۶ درصد از واردات با نرخ ارز مبادله‌ای و ۴۱ درصد با نرخ ارز آزاد صورت گرفته است. هرچند با وجود اثرگذاری ناکامل افزایش نرخ ارز در بازار آزاد بر روی شاخص قیمت وارداتی، تورم انتظاری تا حد زیادی تحت تأثیر افزایش نرخ ارز بوده و با افزایش نرخ ارز افزایش خواهد یافت. از طرف دیگر روند تخصیص ارز مبادله‌ای برای واردات نیز ممکن است در سال ۱۳۹۶ مطابق با الگوی سال ۱۳۹۵ نبوده باشد، زیرا به‌طور معمول در بازه‌های افزایش تقاضا و زمانی که اختلاف بین نرخ ارز مبادله‌ای و بازار آزاد افزایش می‌یابد، تخصیص ارز مبادله‌ای برای واردات نیز کاهش می‌یابد.

نتایج بررسی‌های این مطالعه نشان می‌دهد که در ماه‌های ابتدایی سال ۱۳۹۷، نرخ تورم از جهت افزایش نرخ ارز و به تبع آن شاخص قیمت کالاهای وارداتی افزایش هرچند محدود را خواهد داشت، زیرا براساس پیش‌بینی‌ها هرچند نرخ ارز افزایش یافته و قیمت کالاهای وارداتی را افزایش خواهد داد، اما شاخص قیمت جهانی کالاهای وارداتی روند کاهشی خواهند داشت.

همچنین با توجه به نوسانات اخیر نرخ ارز و تأثیر بر قیمت تولیدکننده، انتظار افزایش شاخص قیمت تولیدکننده و به تبع آن شاخص قیمت مصرف‌کننده در ماه‌های آتی وجود دارد.

با این حال مهمترین عامل اثرگذار بر نرخ تورم، نرخ سود است. در صورتی که بانک مرکزی هدف کاهش نرخ سود بانکی را پیگیری کند می‌توان انتظار افزایش تورم از این منظر را داشت، اما با توجه به تحولات اخیر در بازار ارز، انتظار تلاش مؤثری از سوی بانک مرکزی برای کاهش نرخ سود در ماه‌های ابتدایی سال ۱۳۹۷ وجود ندارد.

مقدمه

بررسی تغییرات تورم، عوامل تأثیرگذار بر آن و پیش‌بینی روند آن در کوتاه‌مدت می‌تواند در ارائه یک وضعیت کلی از محیط اقتصاد کلان به‌خصوص از جنبه ثبات و ریسک اقتصاد برای فعالان اقتصادی مؤثر باشد. از این رو است که در اقتصادهای دنیا گزارش‌های تورمی که شامل تحلیل وضعیت موجود، پیش‌بینی آینده کوتاه‌مدت و سیاست‌های اقتصادی متناسب با آن به‌صورت ادواری و منظم و به‌طور معمول با بازه زمانی سه‌ماهه منتشر می‌شود. این گزارش‌ها می‌تواند به درک عموم از وضعیت اقتصاد کمک کند.

در ایران همانند سایر کشورهای دنیا، بانک مرکزی متولی کنترل تورم و ارائه گزارش‌ها درخصوص وضعیت آن است. با این حال تاکنون گزارش‌های منظم و ادواری از سوی این نهاد درخصوص تحلیل وضعیت تورم ارائه نشده و به‌طور کلی جای یک گزارش تورمی منظم از سوی نهادهای سیاستگذار و حتی مراکز پژوهشی خالی است. در این راستا مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی در نظر دارد تا گزارش‌های منظمی از تحلیل وضعیت تورم ارائه دهد. این گزارش اولین گزارش از سلسله گزارش‌های تحلیل تورمی است که در آن تلاش شده متغیر تورم به‌لحاظ عوامل اثرگذار بر آن مورد بررسی قرار گیرد. در فصل اول ضمن تحلیل وضعیت کلی متغیر تورم، فرآیندها و تحولاتی را که به روند کاهشی نرخ تورم از سال ۱۳۹۲ به بعد منجر شد مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در ادامه فصل دوم از گزارش تغییرات نرخ تورم در ماه‌های اخیر به‌خصوص از ابتدای سال ۱۳۹۵ را مورد تأکید قرار داده و همچنین مقایسه‌ای بین تورم ایران و سایر کشورها صورت گرفته و نرخ تورم استانی نیز گزارش شده است. فصل سوم به عوامل اثرگذار بر نرخ تورم در کوتاه‌مدت و ماه‌های ابتدایی سال ۱۳۹۷ پرداخته است.



۱. تحلیل وضعیت تورم در سال‌های اخیر

نرخ تورم از مهمترین شاخص‌های اقتصاد کلان است که ارتباط تنگاتنگی با ثبات اقتصادی داشته و بر ریسک سرمایه‌گذاری در یک اقتصاد تأثیرگذار است. زمانی که نرخ تورم به مدت طولانی بالا باشد و یا به عبارت بهتر اقتصاد تورم مزمن را تجربه کند و همچنین در شرایط نوسانات شدید قیمت‌ها، فعالان اقتصادی از اطمینان کافی نسبت به آینده اقتصاد برخوردار نیستند. در چنین شرایطی دستیابی به تورم تک‌رقمی در بعضی از سال‌ها نیز کمک چندانی به بهبود وضعیت نخواهد کرد، زیرا در خصوص تورم دو عامل کاهش تورم و دستیابی به تورم زیر ۵ درصد و همچنین پایداری این نرخ است که اهمیت دارد.

وضعیت ناپایدار شاخص قیمت‌ها در ایران به‌گونه‌ای بوده که نرخ تورم به‌عنوان یکی از دغدغه‌های اصلی سیاست‌مدار و مردم مطرح بوده است. تورم مزمن و دوررقمی در ایران به‌طور پیوسته قدرت خرید مردم را کاهش داده و ریسک فعالیت‌های اقتصادی را افزایش داده است. اقتصاد ایران طی چهل سال اخیر یعنی از سال ۱۳۵۵ - ۱۳۹۵ به‌طور مرتب از تورم مزمن و دوررقمی رنج برده و تنها در سه سال (۱۳۶۴، ۱۳۶۹ و ۱۳۹۵) توانسته تورم تک‌رقمی را تجربه کند.

پس از افزایش قابل توجه تورم از سال ۱۳۹۰ و قرار گرفتن در نقطه اوج آن در خردادماه ۱۳۹۲ که نرخ تورم نقطه به نقطه به ۴۵/۱۰ درصدی را برای این ماه ثبت کرده از تیرماه ۱۳۹۲ نرخ‌های تورم ماهانه رو به کاهش گذاشته و این روند کاهشی کم‌وبیش تا سال ۱۳۹۶ حفظ شده است؛ به‌طوری که نرخ تورم در سال ۱۳۹۵ پس از مدت‌ها (برای آخرین بار در سال ۱۳۶۹) تک‌رقمی شده و به رقم کم‌سابقه ۹ درصد رسید. همچنین با وجود روند کاهشی تورم در سال‌های گذشته، نرخ تورم ماهانه از آذرماه سال ۱۳۹۵ مجدداً رو به افزایش گذاشت. با وجود کاهش نرخ تورم ماهانه در نیمه نخست سال ۱۳۹۶، مجدد از آبان‌ماه ۱۳۹۶ افزایش یافت و در آذرماه به ۱/۹ درصد رسید و در نهایت نرخ تورم سال ۱۳۹۶ برابر با ۹/۶ درصد اعلام شد.

دلایل علت کاهش تورم در این دوره (به‌ویژه از تیرماه ۱۳۹۲ تا آبان‌ماه ۱۳۹۵) را می‌توان ترکیبی از تصمیم و اجبار دانست. در مرحله اول کاهش بسط پول در دولت یازدهم که در واکنش به افزایش تورم بعد از تحریم‌ها و همچنین لنگر شدن انتظارات تورمی با توجه به رویکرد ضدتورمی دولت و البته تخلیه شدن آثار افزایش شدید نرخ ارز بر سطح عمومی قیمت‌ها، تورم را در مسیر کاهشی قرار داد. این تحولات در بستر بیمار شبکه بانکی صورت گرفت و پیامدهای پرهزینه‌ای برای اقتصاد ایران ایجاد کرد. در دوره‌های گذشته، رشد دارایی‌های ترازنامه بانکی از محل تورم و یا رونق‌های ایجاد شده به‌واسطه شوک‌های درآمد نفت، تعادل ترازنامه شبکه بانکی را حفظ می‌کرد، اما از نیمه‌های سال ۱۳۹۲ به بعد نه تورمی وجود داشت و نه رشد قابل توجهی و از این ناحیه تعادل ترازنامه شبکی بانکی به هم خورد. انجماد دارایی‌ها (تسهیلات غیرجاری ناشی از رکود، افزایش بدهی‌های دولت به بانک‌ها و در نهایت قفل شدن سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات) در کنار رویکرد کنترلی بانک مرکزی روی پایه پولی (ذخایر)،

نیاز بانک‌ها به ذخایر و به تبع آن تشدید رقابت میان آنها در جذب ذخایر چه از مسیر جذب سپرده‌ها و چه از مسیر بازار بین‌بانکی به افزایش نرخ سود اسمی منجر شد.

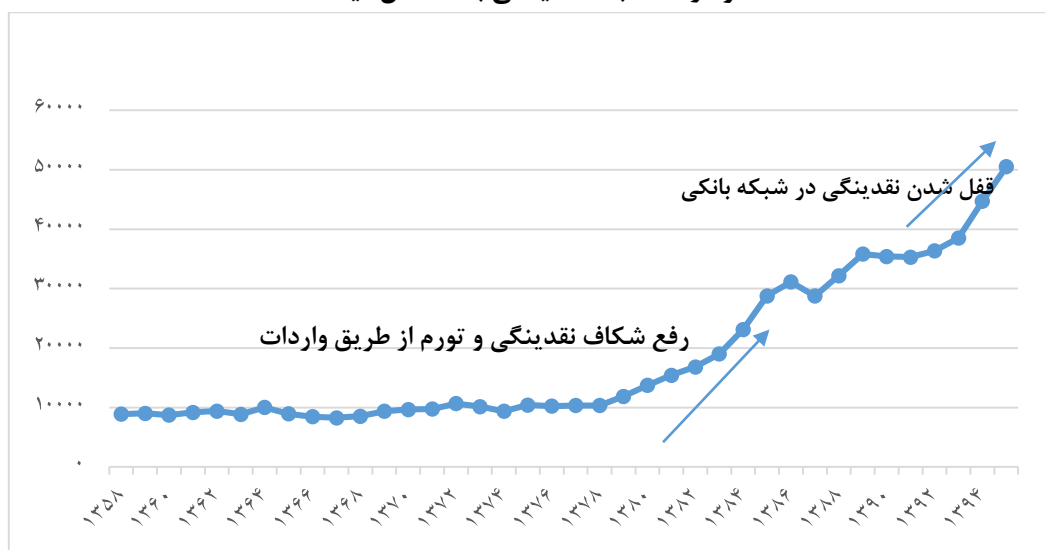
افزایش نرخ سود اسمی عدم تعادل میان دارایی‌ها و بدهی‌های ترازنامه بانک‌ها را بیشتر کرد. طرف دارایی‌ها به واسطه کاهش نرخ تورم و رکود در اقتصاد با محدودیت رشد مواجه بود، اما در سوی دیگر نرخ سود اسمی که از طریق خلق پول (سپرده) پرداخت می‌شد، بدهی‌های بانک‌ها را با نرخ‌های بیش از ۲۰ درصدی افزایش می‌داد. افزایش حجم سپرده‌ها نیاز بانک‌ها به ذخایر را به واسطه افزایش نرخ ذخیره قانونی افزایش می‌داد و این خود به رقابت بیشتر بانک‌ها بر سر جذب سپرده‌ها منجر می‌شد و موانع کاهش نرخ سود اسمی را تشدید می‌کرد. البته بانک‌ها با رشد دارایی‌های موهومی (جاری نشان دادن تسهیلات سوخت شده و یا بیش ارزشگذاری برخی از دارایی‌ها) شکاف دارایی‌ها و بدهی‌ها را می‌پوشاندند؛ اما نکته اصلی آن بود که با توجه به سهم دارایی‌های زنده در ترازنامه بانک‌ها، عایدی‌های بانک‌ها از این محل هزینه‌های مربوط به نرخ سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری را پوشش نمی‌داد و بانک‌ها با یک عدم تعادل دیگر در درآمدها و هزینه‌ها مواجه شده بودند که از طریق زیان‌های ایجاد شده منجر به تشدید عدم تعادل اول یعنی شکاف میان دارایی‌ها و بدهی‌ها می‌شد.

کاهش نرخ تورم در شرایطی که نرخ سود اسمی تمایلی برای کاهش نداشت، نرخ سود حقیقی در اقتصاد را به شدت افزایش داد و این خود منجر به کاهش مجدد تورم به‌رغم رشد نقدینگی بالای ۲۰ درصدی شد. افزایش نرخ سود حقیقی در شرایطی که نقدینگی رشد بیش از ۲۰ درصدی داشت، مهمترین عامل جلوگیری از بروز تورم بود. افزایش نرخ سود حقیقی از کانال‌های مختلف بر تداوم کاهش تورم اثر داشت. نرخ سود حقیقی که در بعضی از اوقات در این دوره به بیش از ۱۰ درصد رسید، سپرده‌گذاری در بانک را به‌عنوان یکی از بهترین فرصت‌های کسب سود در اقتصاد ایران درآورد. در این شرایط شاهد تغییر در ترکیب نقدینگی از طرف سپرده‌های جاری به طرف سپرده‌های سرمایه‌گذاری کشور بودیم که این باعث شد سرعت گردش پول کاهش یابد. این واقعیت یکی از مهمترین علل نرخ تورم تک‌رقمی به‌رغم نرخ رشد نقدینگی بیش از ۲۰ درصد در اقتصاد ایران در سال‌های اخیر است. براساس نظریه مقداری پول اگرچه حجم نقدینگی از محل پرداخت سود سپرده‌های با نرخ بیش از ۲۰ درصد رشد کرده است، اما به واسطه کاهش سرعت گردش پول و البته نرخ رشد اقتصادی محدود، نرخ تورم در حدود ۱۰ درصد بوده است.

افزایش نرخ سود حقیقی از منظری دیگر هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران را افزایش داد. نرخ رشد منفی سرمایه‌گذاری (تشکیل سرمایه ثابت) در طول این دوره شاهدی بر این مدعاست؛ بر این اساس نرخ سود حقیقی بالا از کانال تقاضای سرمایه‌گذاری، تقاضای کل در اقتصاد را محدود کرد و بر کاهش تورم تأثیر داشته است. از سوی دیگر با افزایش نرخ سود حقیقی و از کانال تعویق مصرف به‌ویژه مصرف کالاهای بادوام نیز تقاضای کل محدود شده و بر کاهش نرخ تورم اثر مثبت داشته است.



نمودار ۱. نسبت نقدینگی به شاخص قیمت



مأخذ: بانک اطلاعات سری‌های زمانی بانک مرکزی.

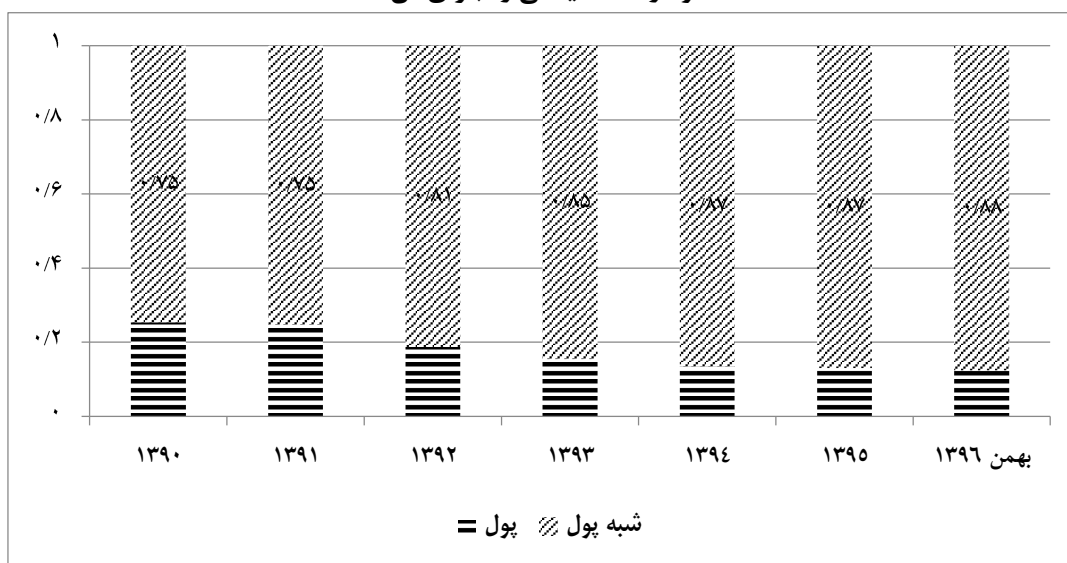
در نمودار ۱ رشد نامتناسب نقدینگی و شاخص قیمت‌ها نشان داده شده است. اگر نسبت نقدینگی به شاخص قیمت ثابت باشد، به این معناست که صورت و مخرج کسر به یک نسبت در حال افزایش هستند. یعنی نقدینگی و شاخص قیمت‌ها به صورت متناسبی در حال رشد هستند. اما افزایش نسبت نقدینگی به شاخص قیمت، نشان می‌دهد که متناسب با نقدینگی ایجاد شده، تورم ایجاد نشده و یا به عبارت بهتر، نقدینگی ایجاد شده منجر به تورم نشده است. این تجربه دو بار در اقتصاد ایران رخ داده است. یکبار طی سال‌های دهه ۱۳۸۰ که در آن شکاف بین نقدینگی و تورم از طریق واردات پر شده، یعنی با ثابت نگه داشتن نرخ ارز و واردات ارزان قیمت، سطح عمومی قیمت‌ها متناسب با تورم افزایش پیدا نکرده است. آنچه پس از این تجربه برای اقتصاد ایران رخ داد این بود که با افزایش نرخ ارز در سال ۱۳۹۰ و اصلاح مجدد رابطه نقدینگی و تورم، نقدینگی انباشته شده منجر به یک تورم فزاینده نشد.

بار دوم این اتفاق از سال ۱۳۹۳ رخ داده و همچنان نیز این رابطه اصلاح نشده است. همان‌طور که اشاره شد تورم از سال ۱۳۹۴ به بعد متناسب با رشد پایه پولی و نقدینگی نبوده است. علت اصلی این امر افزایش نرخ سود حقیقی بالا در اقتصاد و تأثیر آن بر کاهش سرعت گردش پول (تغییر در ترکیب اجزای نقدینگی) و کاهش تقاضای کل در اقتصاد می‌باشد. این واقعیت با نگاهی به اجزای نقدینگی مشخص می‌شود. به‌طور خلاصه آنچه رخ داده آن است که نرخ سود بالا موجب تغییر در ترکیب نقدینگی شده و نقدینگی از جانب اجزای کمتر سیال و با تورم‌زایی کمتر رشد پیدا کرده و در نتیجه این نقدینگی در بانک‌ها قفل شده و تورم متناسب با رشد نقدینگی افزایش پیدا نکرده است.

زمانی که نقدینگی افزایش می‌یابد، این که ترکیب اجزای آن به چه صورت باشد، تعیین‌کننده میزان تورم‌زایی آن است. نقدینگی از دو جزء اصلی پول و شبه پول تشکیل شده که پول (شامل اسکناس و مسکوک

و سپرده دیداری) سیال‌ترین جزء نقدینگی است که بیشترین تورم‌زایی را دارد. پس از آن شبه پول است که سایر سپرده‌های بانکی (بجز سپرده دیداری) را دربرمی‌گیرد. اگر رشد نقدینگی بیشتر از ناحیه پول صورت گیرد، آثار تورمی آن به مراتب بیشتر از حالتی است که جزء غیرسیال نقدینگی یعنی شبه پول رشد داشته باشد. آنچه در اقتصاد ایران رخ داده آن است که از سال ۱۳۹۲ به بعد نه تنها سهم شبه پول از نقدینگی افزایش یافته، بلکه رشد نقدینگی عمدتاً از ناحیه شبه پول بوده است. براساس آمار ارائه شده تا بهمن‌ماه ۱۳۹۶، بالاترین سهم شبه پول از نقدینگی طی هفت سال اخیر در سال ۱۳۹۶ رخ داده است.

نمودار ۲. نقدینگی و اجزای آن



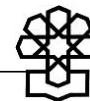
مأخذ: بانک مرکزی، گزارش گزیده آمارهای اقتصادی، بهمن‌ماه ۱۳۹۶.

همان‌طور که در نمودار ۲ مشخص است؛ سهم شبه پول از نقدینگی رو به افزایش بوده است. همچنین جدول ۱ نشان می‌دهد که رشد نقدینگی عمدتاً از ناحیه رشد شبه پول بوده است.

جدول ۱. رشد نقدینگی و شبه پول

سال	رشد نقدینگی	سهم شبه پول از رشد نقدینگی
۱۳۹۰	۲۰/۱۳	۰/۷۷
۱۳۹۱	۳۰/۰۵	۰/۷۸
۱۳۹۲	۳۸/۸۲	۰/۹۷
۱۳۹۳	۲۲/۳۳	۰/۹۹
۱۳۹۴	۳۰/۰۲	۰/۹۳
۱۳۹۵	۲۳/۲۱	۰/۸۹
بهمن ۱۳۹۶	۱۸/۸۴	۰/۹۱

مأخذ: بانک مرکزی، گزارش گزیده آمارهای اقتصادی، بهمن‌ماه ۱۳۹۶.



در بین اجزای نقدینگی، گردش پول در غیرسیال‌ترین جزء نقدینگی یعنی سپرده‌های مدت‌دار کمترین مقدار و در سیال‌ترین آن یعنی پول و سپرده‌های دیداری بیشترین مقدار را دارد. هرچه سهم بخش غیرسیال بیشتر باشد، سرعت گردش پول کمتر و در نتیجه آثار تورمی نقدینگی کمتر است. بنابراین همان‌طور که اشاره شد، فاصله گرفتن رشد نقدینگی از تورم طی سال‌های اخیر ناشی از آن بوده که نقدینگی از محل اجزای دارای سیالیت کمتر رشد کرده که کمتر منجر به افزایش تقاضا می‌شوند. این امر نیز تا حد زیادی معلول نرخ بالای سود بانکی است که به افزایش حجم سپرده‌های مدت‌دار منجر شده است. بنابراین اینکه شکاف فعلی بین نقدینگی و تورم با یک تورم فزاینده پر خواهد شد یا خیر، به سیاست‌های نرخ سود و اصلاح نظام بانکی بستگی دارد. در صورتی که کاهش نرخ سود از طریق اصلاح ترانزنامه بانک‌ها صورت گیرد، تغییر ترکیب نقدینگی به سمت جزء سیال آن می‌تواند با جذب منابع در تولید صورت گرفته و آثار تورمی کمتری داشته باشد، در غیر این صورت هرگونه سیاستی که به کاهش نامتناسب نرخ سود منجر شود می‌تواند منجر به تبدیل سپرده‌های مدت‌دار به اجزای با تورم‌زایی بیشتر مانند سپرده‌های دیداری شود که در این صورت در بخش حقیقی اقتصاد افزایش تقاضا رخ داده و یا تقاضای سفته‌بازی در سایر بازارها مانند بازار ارز و طلا افزایش می‌یابد که به معنای افزایش قابل ملاحظه سطح عمومی قیمت‌ها و در نتیجه تورم خواهد بود.

به‌طور خلاصه آنچه درخصوص متغیر تورم در سال‌های اخیر و به‌خصوص از سال ۱۳۹۴ رخ داده آن است که نرخ تورم تناسب چندانی با نرخ رشد نقدینگی ندارد که این امر به‌علت بالا بودن نرخ سود بانکی است. در حقیقت آنچه تورم را کاهش داده و یا کنترل کرده است، کنترل پایه پولی و نقدینگی نبوده، بلکه نرخ سود بالای بانکی بوده است که باعث کاهش سرعت گردش پول (از طریق تغییر در ترکیب نقدینگی و افزایش بخش غیرسیال نقدینگی) شده و در نتیجه شکاف بین نقدینگی و تورم را ایجاد کرده است. این نرخ سود حقیقی بالا ازسوی دیگر، به تشدید ناترازی شبکه بانکی منجر شده و قابل تداوم نیست. بنابراین چالش فعلی سیاستگذار آن است که سیاست کاهش نرخ سود چطور و چگونه پیاده شود تا در پی آن، افزایش شدید تورم رخ ندهد. پیش از این بررسی لازم است تا اشاره‌ای به پیامدهای نرخ سود حقیقی بالا برای اقتصاد شود.

درحالی که نرخ سود حقیقی بالا (نرخ سود در بازار بین‌بانکی در آذرماه ۱۳۹۶ برابر ۱۸/۱ درصد و نرخ تورم منتهی به آذرماه ۱۰ درصد بوده که براساس این نرخ سود حقیقی ۸/۱ درصد خواهد بود که رقم قابل توجهی است) موجب عدم افزایش قابل توجه تورم شده، اما پیامدهای نامطلوبی برای اقتصاد در پی دارد که مهمترین آنها عبارتند از:

۱. **افزایش نقدینگی:** نرخ سود حقیقی بالا موجب افزایش بدهی بانک‌ها بابت سود سپرده‌های بانکی می‌شود، زیرا سود سپرده‌ها از محل خلق سپرده جدید پرداخت می‌شود. البته باید تأکید کرد که

این شیوه از خلق پول در مقایسه با خلق پول از ناحیه اعطای تسهیلات جدید بسیار نامطلوب است. در سال‌های اخیر بخش قابل توجهی از خلق نقدینگی جدید از محل سود سپرده‌های بانکی بوده است.

۲. تعمیق عدم تعادل ترازنامه‌ای: با افزایش نرخ سود در عین حال که سپرده‌های (بدهی‌ها)

بانک افزایش می‌یابد، با توجه به کاهش تورم و البته تشدید رکود ناشی از سود حقیقی بالا، ظرفیتی برای رشد دارایی‌های بانک‌ها وجود ندارد و لذا این شرایط به تعمیق شکاف ترازنامه‌ای در شبکه بانکی منجر می‌شود. نرخ سود حقیقی بالا منجر به ایجاد عدم تعادل در درآمدها و هزینه‌های بانک نیز می‌شود که این نیز از محل افزایش زیان بانک، عدم تعادل ترازنامه‌ای را تشدید خواهد کرد. با افزایش شکاف ترازنامه‌ای هزینه‌های اصلاح نظام بانکی افزایش خواهد یافت.

۳. کاهش مصرف و تعمیق رکود: بالا بودن نرخ سود حقیقی موجب کاهش سرعت گردش پول و

رسوب نقدینگی در سپرده‌های مدت‌دار شده و تعویق مصرف را در پی دارد در نتیجه تقاضای کل را کاهش داده که خود می‌تواند به رکود و یا کاهش رشد اقتصادی منجر شود.

۴. کاهش سرمایه‌گذاری و تعمیق رکود: در شرایطی که نرخ سود حقیقی بالاست، کمتر فعالیت

اقتصادی می‌تواند نرخ سودی معادل نرخ سود بانکی به دست دهد و از این رو است که صاحبان سرمایه ترجیح می‌دهند تا منابع خود را در حساب‌های سپرده مدت‌دار نگهداری کنند. در حقیقت بالا بودن نرخ سود، هزینه فرصت هرگونه سرمایه‌گذاری و فعالیت تولیدی را افزایش می‌دهد.

با توجه به پیامدهای قابل توجه نرخ سود حقیقی بالا برای اقتصاد، لازم است تا سیاست‌های اصلاحی در جهت کاهش نرخ سود بانکی صورت گیرد. چالش اصلی سیاستگذار اقتصادی در حال حاضر حل مسئله نرخ سود حقیقی بالاست. کاهش نرخ سود بانکی بدون اصلاح ترازنامه‌ای اگرچه منجر به کاهش هزینه‌های بانک و کاهش سرعت رشد شکاف دارایی‌ها و بدهی‌ها می‌شود و در بخش واقعی نیز آثار مثبتی می‌تواند داشته باشد، اما منتهی به تورم یا ایجاد نوسانات شدید در بازار ارز، طلا و ... خواهد شد. در مقابل حفظ وضع موجود و به عبارت دیگر کنترل تورم و کنترل بازار ارز و طلا از طریق بالا نگه داشتن نرخ سود حقیقی نیز در بخش واقعی و پولی هزینه‌های قابل توجهی دارد. به نظر می‌رسد تنها راه حل ممکن که البته دشواری‌هایی نیز دارد، اصلاح ترازنامه شبکه بانکی کشور است.

همزمان با اجرای سیاست کاهش نرخ سود بانکی باید توجه داشت که شکاف بین نقدینگی و تورم که با کاهش نرخ سود حقیقی کم خواهد شد، منجر به یک تورم فزاینده نشود. از این رو سیاستگذار نیازمند اجرای یک بسته سیاسی با سیاست‌های هماهنگ و توأمان خواهد بود.

اینکه آیا فاصله ایجاد شده بین رشد نقدینگی و شاخص قیمت‌ها با یک تورم فزاینده پر خواهد شد یا خیر، سؤالی است که جواب مشخص و قابل پیش‌بینی دقیقی برای آن وجود ندارد. در صورتی که منابع آزاد شده از شبکه بانکی جذب تولید شود، تورم‌زایی کمتری نسبت به شرایطی که این منابع تبدیل به تقاضای

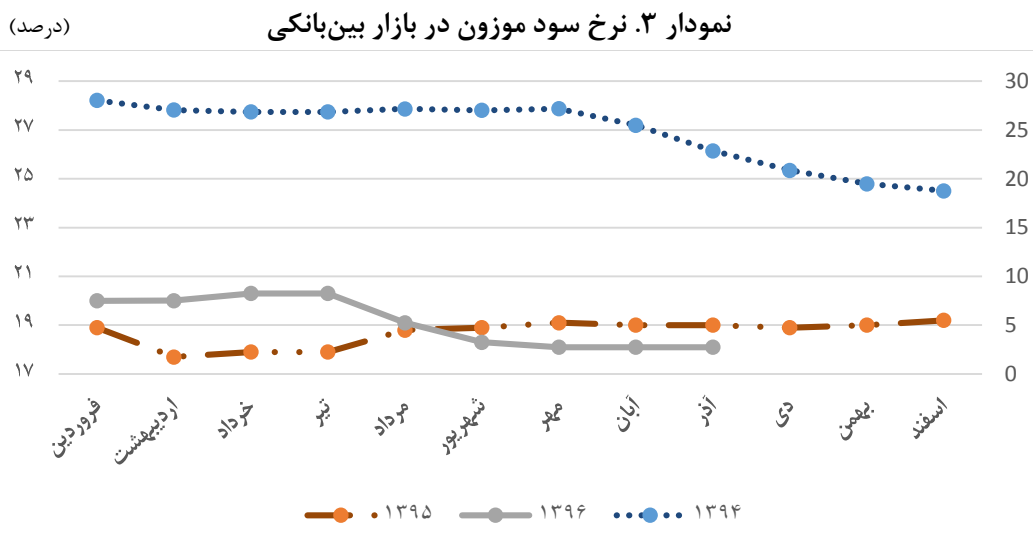


سفته‌بازی در بازارهای طلا و ارز شوند خواهد داشت. از این رو لازم است تا سیاست‌های دولت در جهت هدایت این منابع به سمت تولید باشد. بنابراین کاهش نرخ سود بانکی در کنار اصلاح ترازنامه شبکه بانکی و هدایت منابع به سمت فعالیت‌های تولیدی می‌تواند از پیامدهای تورمی شکاف بین نقدینگی و تورم بکاهد. در ادامه بررسی خواهیم کرد که سیاست پولی (کاهش نرخ سود و کنترل کل‌های پولی) و سیاست مالی تا چه حد با موارد عنوان شده در بالا که لازمه کاهش تورم هستند هماهنگی داشته است.

۱-۱. سیاست پولی (نرخ سود بانکی)

نرخ سود بانکی و سیاست‌های مرتبط با آن ارتباط تنگاتنگی با نرخ تورم دارند. همان‌طور که پیش از این نیز اشاره شد، در حال حاضر دو ویژگی اصلی شبکه بانکی باعث شده است تا هرگونه کاهش نامتناسب نرخ سود بانکی، به یک تورم فزاینده منجر شود. سهم بالای شبه‌پول از نقدینگی که جزء کمتر تورم‌زای نقدینگی است، با کاهش نرخ سود، کاهش می‌یابد. به طوری که با کاهش نرخ سود بانکی، سپرده‌های بانکی از سپرده بلندمدت به سمت سپرده‌های کوتاه‌مدت و حتی سپرده‌های دیداری که اجزای سیال نقدینگی هستند تغییر خواهد کرد و از این رو تورم افزایش پیدا می‌کند. از طرف دیگر، بانک‌ها در حال حاضر با کمبود ذخایر مواجهند. به عبارت دیگر با توجه به افزایش قابل توجه سپرده‌های بانکی، بخش چشمگیری از ذخایر (پایه پولی) برای سپرده‌های قانونی بانک‌ها نزد بانک مرکزی اختصاص یافته است و در صورت بروز کسری ذخایر، اضافه‌برداشت و افزایش پایه پولی بسیار محتمل خواهد بود. با توجه به نرخ بالای جریمه اضافه‌برداشت، بانک‌ها بیشتر به دنبال آن هستند که از طریق افزایش سهم خود از سپرده‌های بانکی و یا بازار بین‌بانکی ذخایر مورد نیاز خود را جذب کنند.

نرخ سود در بازار بین‌بانکی علاوه بر تقاضای ذخایر به عرضه ذخایر از سوی بانک مرکزی نیز وابسته است. در شرایطی بانک مرکزی از طریق تبدیل اضافه‌برداشت به خط اعتباری و به تبع آن کاهش نرخ ۳۴ درصدی به نرخ‌های پایین‌تر به دنبال کاهش نرخ سود در بازار بین‌بانکی بوده است؛ اما نگرانی اصلی در این خصوص افزایش قابل توجه ذخایر (پایه پولی) با تداوم این سیاست خواهد بود، زیرا طرف تقاضای ذخایر با توجه به مشکلات ترازنامه‌ای به‌ویژه در بانک‌های ضعیف‌تر، به شدت بالاست.



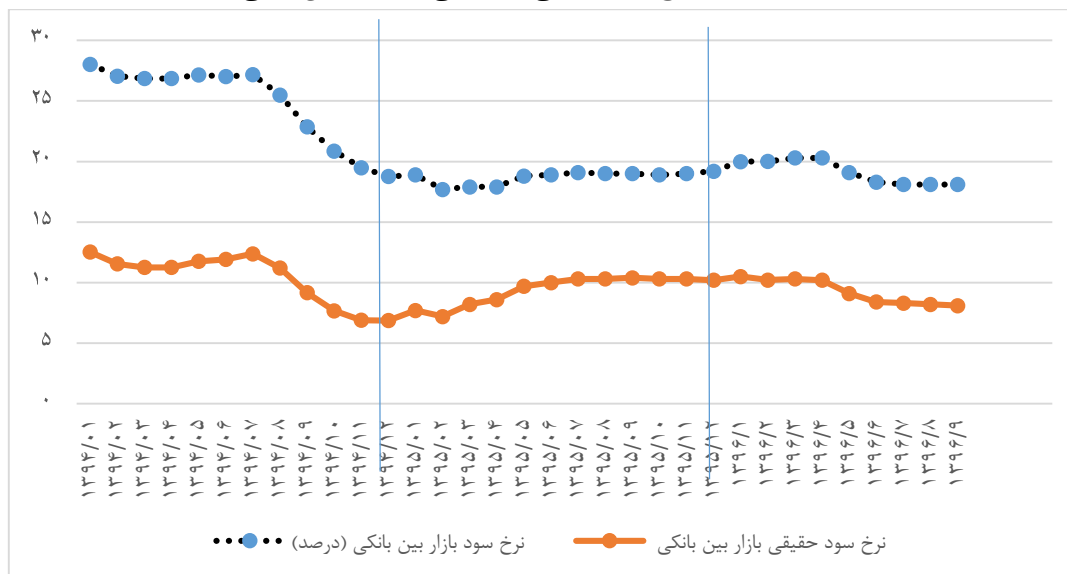
مأخذ: گزارش عملکرد بازار بین‌بانکی در سال ۱۳۹۵، بانک مرکزی و خبر «تعمیق تدریجی بازار بین‌بانکی ریالی»، مورخ ۲۲ دی‌ماه ۱۳۹۶ بانک مرکزی.

همان‌طور که در نمودار ۳ مشخص است، همزمان با کاهش تورم نرخ سود در بازار بین‌بانکی در سال ۱۳۹۴ کاهش قابل ملاحظه‌ای داشته و از ۲۹ درصد در فروردین‌ماه به حدود ۱۹ درصد در اسفندماه رسیده است. نرخ سود در بازار بین‌بانکی در سال ۱۳۹۵ تقریباً ثابت مانده و تنها بین ماه‌های فروردین تا مرداد کاهش اندکی را تجربه کرده است. این متغیر در سال ۱۳۹۶ در ماه‌های ابتدایی افزایش قابل ملاحظه‌ای داشته و به ۲۰/۰۳ درصد در تیرماه نیز رسیده است، اما مجدداً روند کاهشی داشته و از شهریورماه به بعد همواره پایین‌تر از این نرخ در زمان مشابه سال قبل قرار گرفته است. هرچند در مجموع تا پایان آذرماه ۱۳۹۶، نرخ سود موزون در سال ۱۳۹۶ با ۱۸/۹ درصد بالاتر از ۱۸/۵ درصد برای مدت مشابه سال قبل قرار گرفته، اما در صورت ادامه روند کاهشی آن انتظار می‌رود که تا پایان سال پایین‌تر از متوسط نرخ سود موزون در سال ۱۳۹۵ باشد.

محاسبه نرخ سود حقیقی نشان می‌دهد که تغییرات نرخ سود حقیقی نیز از همان روند تغییرات نرخ سود اسمی پیروی کرده و روند کاهشی یا افزایشی نرخ سود اسمی که در نمودار ۳ نشان داده شده و در تحلیل‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد کمتر از تورم تأثیر پذیرفته و بیشتر تحت تأثیر تغییرات نرخ سود بوده است.



نمودار ۴. نرخ سود اسمی و حقیقی در بازار بین بانکی (درصد)



مأخذ: همان.

بررسی روند تغییرات نرخ سود حقیقی در بازار بین بانکی نشان از تحولات سیاست پولی می دهد. نرخ سود حقیقی در دوره های کاهش یافته است، اما به واسطه ذغدغه تورمی سیاستگذار پولی این سیاست را ادامه نداده است. به طور مشخص در نیمه دوم سال ۱۳۹۴ بانک مرکزی از طریق تبدیل اضافه برداشت به خط اعتباری و کاهش نرخ سود عرضه ذخایر، نرخ سود حقیقی را حدود ۵ درصد کاهش داده است و به کمتر از ۷ درصد رسانده است، اما مجدداً رفتار انقباضی در پیش گرفته و نرخ سود به بیش از ۱۰ درصد افزایش یافته است. این سیاست حدود یک سال تداوم داشته و مجدداً بانک مرکزی با رویکرد انبساطی خود و البته الزام بانکها به کاهش نرخ سود سپرده در شهریورماه ۱۳۹۶ نرخ سود حقیقی را کاهش داده است. چنان که بیان شد، بالا بودن نرخ سود بانکی (اختلاف بالای نرخ سود بانکی با تورم) باعث افزایش احتمال وقوع یک تورم فزاینده می شود. زیرا با بالا بودن نرخ سود بانکی بدهی بانکها از محل سود پرداختی به سپرده ها به طور مرتب افزایش می یابد. این امر باعث بزرگ تر شدن ترازنامه بانکها در سمت بدهی شده و وضعیت ترازنامه بانکها را بدتر ساخته نیاز بانکها به استقراض از بانک مرکزی را افزایش داده و در نتیجه موجب رشد بیشتر نقدینگی می شود.

با وجود روند کاهشی نرخ سود حقیقی در بازار بین بانکی تا آذرماه ۱۳۹۶، اتفاقات در سه ماهه آخر سال ۱۳۹۶ به گونه ای دیگر رخ داد. با کاهش اندک نرخ سود بانکی در حالی که نقدینگی روندی رو به رشد داشت، همان طور که پیش بینی می شد، بازار ارز و به دنبال آن طلا، دچار التهاب و نوسانات شد و پس از آن بازار مسکن را نیز تا حد زیادی تحت تأثیر قرار داد.

با وجود آنکه از ابتدای سال نرخ ارز روند افزایشی داشت، اما از آذرماه این افزایش شدت گرفت

به طوری که نرخ ارز متوسط اسفندماه^۱ نسبت به متوسط آذرماه ۱۳/۶ درصد افزایش داشته است. در همین بازه زمانی نیز قیمت هر سکه بهار آزادی ۱۴/۷۱ درصد (قیمت انتهای بازه نسبت به ابتدای بازه) رشد داشته است.

در حقیقت به علت آنکه کاهش نرخ سود حقیقی بانکی همزمان با سایر سیاست‌هایی که در بالا به آن اشاره شد یعنی اصلاح ترازنامه شبکه بانکی نبوده است، اندکی کاهش در نرخ سود بانکی منجر به افزایش تقاضای سفته‌بازی در بازار ارز و طلا شده و حتی به بازار مسکن نیز سرایت کرده است. بر همین اساس به منظور کنترل نوسانات بازار ارز و طلا، هیئت دولت در تاریخ ۲۵ بهمن‌ماه ۱۳۹۶ مصوبه را به تصویب رساند که براساس آن به بانک مرکزی اجازه داده شده بود که به مدت دو هفته اوراق مشارکت یک‌ساله با نرخ سود ۲۰ درصد به مدت دو هفته به فروش رساند. این درحالی است که نرخ سود سپرده یک‌ساله بانک‌ها در این تاریخ ۱۵ درصد بوده است. همچنین با پایان این مدت، اسناد خزانه با نرخ ۲۰/۵ درصد عرضه شد.

بنابراین عملاً سیاست کاهش نرخ سود بانکی متوقف شده و مجدداً به منظور کاهش التهابات بازار، نرخ سود افزایش داده شد. بالا بودن نرخ سود بانکی، همان‌طور که پیش از این نیز اشاره شد، تنها می‌تواند در کوتاه‌مدت، تورم ناشی از افزایش نقدینگی را به عقب بیندازد. با این حال به‌ازای هر روز بالا بودن نرخ سود بانکی حقیقی^۲ هزینه اصلاحات در سیستم بانکی افزایش یافته و وقوع یک ابرتورم محتمل‌تر می‌شود.

۱-۲. تغییرات کل‌های پولی (پایه پولی و اجزای آن)

رشد پایه پولی در دو سال ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ هم از جهت اندازه و هم از جهت ترکیب، متناسب با تورم تک‌رقمی نبوده است. در سال ۱۳۹۴ رشد این متغیر معادل ۱۶/۹ درصد بوده است که با وجود اینکه بسیار کمتر از متوسط ۲۲/۴ درصدی آن طی بازه ۱۳۷۰ - ۱۳۹۳ است، اما همچنان متناسب با تورم تک‌رقمی نیست. نرخ رشد پایه پولی در سال ۱۳۹۵ افزایش یافته و به ۱۷/۵ درصد رسیده است. همچنین آمارهای منتشر شده از ارقام عمده پولی و بانکی برای یازده‌ماهه نخست سال ۱۳۹۶ نشان می‌دهد که پایه پولی طی یازده‌ماهه نخست سال ۹/۴ درصد رشد داشته است. ترکیب رشد پایه پولی در یازده‌ماهه نخست سال ۱۳۹۶ در جدول ۲ نشان داده شده است.

۱. تا تاریخ ۱۸ اسفندماه محاسبه شده است.

۲. منظور از بالا بودن نرخ سود بانکی، فاصله قابل توجه بین نرخ سود اسمی و تورم است که نرخ‌های سود حقیقی تا بیش از ۲۰ درصد را نیز به دست می‌دهد (در شرایطی که نرخ تورم ۱۰ درصد و نرخ سود اوراق مشارکت ۲۰ درصد است).



جدول ۲. پایه پولی و اجزای آن

عنوان	رشد بهمن سال ۱۳۹۴	رشد بهمن سال ۱۳۹۵ نسبت به بهمن سال ۱۳۹۴	رشد بهمن سال ۱۳۹۵	رشد در یازده ماهه نخست سال ۱۳۹۶
پایه پولی	۲۲/۴	۱۶/۳	۱۰/۳	۹/۴
نقدینگی	۲۴/۱	۲۳/۰	۱۹/۱	۱۸/۸
خالص دارایی خارجی بانک مرکزی	۶/۳	۸/۱	-۲/۹	۵/۶
خالص بدهی دولت به بانک مرکزی	-۶/۰	۲۹/۲	۱/۶	۱۸/۰
بدهی بانکها به بانک مرکزی	۳۵/۳	۱/۱	۳۸/۱	۱۷/۱
خالص سایر	۱۰/۰	-۵/۹	۴/۶	۵/۶

مأخذ: گزیده آمارهای اقتصادی بانک مرکزی، بخش پولی و بانکی، بهمن‌ماه ۱۳۹۶.

بررسی اجزای پایه پولی نشان می‌دهد که بدهی بانکها به بانک مرکزی بیشترین سهم را در رشد پایه پولی در یازده‌ماهه سال ۱۳۹۶ داشته است که این امر نشان‌دهنده انفعال بانک مرکزی در اجرای سیاست پولی و نابسامانی اوضاع شبکه بانکی است. همچنین درحالی که براساس آمار اعلامی بانک مرکزی تا آبان‌ماه ۱۳۹۶، خالص دارایی خارجی بانک مرکزی رشد منفی داشته، اما این بخش از پایه پولی براساس آمارهای منتشر شده از زمستان رشد داشته و براساس آخرین آمار یعنی بهمن‌ماه ۱۳۹۶ نسبت به پایان سال ۱۳۹۵، به میزان ۵/۶ درصد رشد داشته است.

درخصوص خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی شایان ذکر است که این جزء از پایه پولی با وجود افزایش درآمدهای دولت از محل فروش نفت خام، تا پایان آذرماه نسبت به اسفندماه ۱۳۹۵ کاهش داشته و تنها در دی‌ماه روند افزایشی را شروع کرده و در نهایت در یازده‌ماهه ۱۳۹۶ افزایش ۵/۶ درصدی نسبت به پایان سال ۱۳۹۵ داشته است. همچنین بخشی از این افزایش می‌تواند ناشی از افزایش قیمت دلار باشد که به افزایش ریالی خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی منجر شده است. درآمدهای دولت از محل فروش نفت خام و فرآورده‌های نفتی طی یازده‌ماهه نخست سال ۱۳۹۶، ۳۷/۷ درصد نسبت به یازده‌ماهه نخست سال ۱۳۹۵ رشد داشته درحالی که طی این مدت خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی تنها ۵/۶ درصد رشد داشته است. این امر می‌تواند ناشی از افزایش عرضه ارز توسط بانک مرکزی به منظور کنترل قیمت ارز در بازار باشد که طی یازده‌ماهه نخست سال و به‌خصوص از ابتدای فصل پاییز دارای نوساناتی بوده است. کاهش خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی تا پایان آذرماه و افزایش اندک آن در کل سال در کنار افزایش درآمدهای حاصل از نفت دولت نشان از افزایش تقاضا برای ارز خارجی دارد، با توجه به آنکه واردات طی این مدت افزایش قابل توجهی نداشته، به نظر می‌رسد تقاضای دلار خانگی و یا خروج سرمایه از کشور افزایش یافته است. افزایش تقاضای خانگی دلار در حقیقت به معنای آن است که تقاضای سفته‌بازی وارد بازار ارز شده است.

در مجموع از رشد ۱۳/۴۲ درصدی پایه پولی در یازده‌ماهه نخست سال ۱۳۹۶، بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی بیشترین سهم را داشته و ۹/۴۶ درصد از این رشد پایه پولی (از ۱۳/۴۲ درصد) ناشی از رشد بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی بوده است، پس از آن خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی نیز نقشی فزاینده در رشد پایه پولی داشته و ۶/۰۴ درصد از این رشد را به‌خود اختصاص داده است. خالص بدهی دولت به بانک مرکزی نقش فزاینده اندکی در رشد پایه پولی داشته و ۲/۰۳ درصد از این رشد را به‌خود اختصاص داده و خالص سایر دارایی‌ها نیز با ۴/۱۱- درصد از کل رشد ۱۳/۴۲ درصدی، نقش کاهنده داشته است.

هرچند رشد نقدینگی و پایه پولی در یازده‌ماهه نخست سال ۱۳۹۶ نسبت به مدت مشابه سال قبل، کاهش یافته اما در یک بررسی کلی روند کل‌های پولی در سال ۱۳۹۶ به‌نظر می‌رسد که در این سال روند متفاوتی نسبت به سال‌های قبل در جهت اصلاح سیاست‌ها و کاهش تورم پیش گرفته نشده است. به‌طوری که به‌عنوان مثال کاهش رشد بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی در حالی رخ داده که در یازده‌ماهه نخست سال ۱۳۹۶ خالص بدهی دولت به بانک مرکزی نسبت به مدت مشابه سال قبل رشد قابل ملاحظه‌ای داشته و ۱۸ درصد در مقابل ۶ درصد رشد (برای مدت مشابه سال قبل) را نشان می‌دهد. رشد قابل ملاحظه پایه پولی و نقدینگی، رشد اندک دارایی‌های خارجی بانک مرکزی و عدم اصلاحات اساسی در شبکه بانکی که منجر به رشد قابل توجه بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی و خالص بدهی دولت به بانک مرکزی شده، می‌تواند زمینه‌ساز افزایش نرخ تورم و از بین رفتن دستاورد تورم تک‌رقمی در سال ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ در سال ۱۳۹۷ باشد. البته همچنان سهم شبه‌پول از نقدینگی قابل توجه بوده و بنابراین بخش زیادی از نقدینگی ایجاد شده تبدیل به تورم نشده و انتظار تورم فزاینده برای ماه‌های ابتدایی سال ۱۳۹۷ دور از ذهن به‌نظر می‌رسد، همان‌طور که انتظار می‌رفت تورم سه‌ماهه پایانی سال ۱۳۹۶ از مدار تک‌رقمی خارج شود، اما افزایش نرخ سود بانکی مجدداً مانع از رشد فزاینده این نرخ در زمستان شد.

۳-۱. سیاست مالی

بودجه دولت و سیاست مالی ارتباط مستقیمی با متغیرهای پولی و تورم دارد. درآمد دولت از محل فروش نفت خام و فرآورده‌های نفتی به‌طور مستقیم تبدیل به دارایی‌های خارجی بانک مرکزی شده و می‌تواند پایه پولی را افزایش دهد. از طرف دیگر کسری بودجه و نحوه تأمین این کسری نیز بسته به نحوه تأمین آن می‌تواند بر متغیرهای پولی اثرگذار باشد.

در یازده‌ماهه نخست سال ۱۳۹۶ اتکای دولت به درآمدهای حاصل از نفت خام و فرآورده‌های نفتی افزایش پیدا کرده است. در این مدت درآمدهای مالیاتی نسبت به مدت مشابه سال قبل (نسبت به یازده‌ماهه نخست سال ۱۳۹۵) ۶/۷ درصد رشد داشته، در حالی که درآمدهای نفتی ۳۸ درصد افزایش داشته است.



بررسی وضعیت تراز عملیاتی و تراز سرمایه بودجه دولت طی هشت‌ماهه نخست سال نشان از کسری قابل توجه تراز عملیاتی دارد.

جدول ۳. خلاصه تراز عملیاتی و سرمایه‌های دولت در یازده‌ماهه نخست ۱۳۹۶ (هزار میلیارد ریال)

عنوان	یازده‌ماهه ۱۳۹۵	عملکرد یازده‌ماهه ۱۳۹۶	مصوب یازده‌ماهه ۱۳۹۶	تغییر نسبت به یازده‌ماهه ۱۳۹۵ (درصد)
تراز عملیاتی	-۶۴۷/۷	-۸۴۲/۴	-۷۳۳/۹	۳۰/۱
واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	۶۰۰/۸	۸۲۷/۴	۱۰۹۵/۵	۳۷/۷
تملك دارایی‌های سرمایه‌ای	۱۸۵/۹	۳۱۶/۳	۶۵۷	۷۰/۱
تراز سرمایه‌ای	۴۱۱/۸	۵۱۱/۱	۴۳۸	۲۳/۲
واگذاری دارایی‌های مالی	۳۱۴	۶۲۰/۴	۴۹۴/۴	۹۷/۶
تملك دارایی‌های مالی	۸۱/۱	۲۸۹/۱	۱۹۸/۵	۲۵۶/۷
کسر بودجه*	-۶۸۹/۳	-۱۰۹۷/۳	-۹۳۲/۴	۵۹/۲

مأخذ: بانک مرکزی.

* کسری بودجه از کسر «هزینه‌های جاری+تملك دارایی‌های مالی» از درآمدهای دولت به‌دست آمده است. بر این اساس که درآمدهای دولت باید بتواند کفاف هزینه‌های جاری را بدهد و پرداخت بدهی‌های قبلی (تملك دارایی‌های مالی) نیز نباید از محل ایجاد بدهی جدید بوده و باید با درآمدها پرداخت شود.

آنچه در جدول ۳ قابل توجه است آن است که با وجود افزایش قابل توجه درآمدهای نفتی و واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، کسری بودجه دولت در یازده‌ماهه سال ۱۳۹۶ نسبت به مدت مشابه سال قبل رشد ۵۹ درصدی داشته و دولت با کسری ۱۰۹۷ هزار میلیارد ریالی مواجه است. درحال حاضر ریزاقلام عملکرد واگذاری دارایی‌های مالی در دسترس نیست. واکاوی ریز این اقلام می‌تواند به بررسی روش تأمین مالی کسری بودجه و آثار آن بر متغیرهای پولی و تورم کمک کند.

تأمین منابع کسری بودجه چنانچه از محل فروش اوراق مشارکت یا اوراق خزانه باشد، می‌تواند منجر به افزایش نرخ سود در اقتصاد شود و از این حیث بر تورم اثر منفی خواهد داشت. درواقع دولت برای فروش اوراق مجبور است که آن را برای خریداران جذاب‌تر کند. این باعث می‌شود که در رقابت با بانک‌ها نرخ‌های بالاتری را پیشنهاد دهد که بر نرخ‌های سود سپرده‌ها هم اثر خواهد داشت. در چارچوب تحلیلی این گزارش تأمین مالی دولت از طریق اوراق در ابتدا از طریق افزایش نرخ سود بر تورم اثر معکوس خواهد داشت.

در صورتی که در ادامه، بانک مرکزی به‌منظور کاهش نرخ سود ناچار به اجرای سیاست انبساطی (خرید اوراق دولتی یا...) شود، یعنی چنانچه کسری بودجه دولت از محل منابع بانک مرکزی تأمین شود و به‌صورت افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی در ترازنامه بانک مرکزی منعکس شود، منجر به افزایش عرضه پایه پولی (ذخایر) خواهد شد و از این کانال تأثیر کاهشی بر نرخ سود و بالطبع اثر افزایشی بر تورم خواهد داشت.

نکته دیگر که در جدول نیز پررنگ شده است، رقم قابل توجه واگذاری دارایی‌های مالی در یازده ماهه نخست سال ۱۳۹۶ با مقدار ۶۲۰ هزار میلیارد ریال و بالاتر بودن شایان توجه آن نسبت به رقم مصوب یعنی ۴۹۴/۴ هزار میلیارد ریال است. یعنی در سال ۱۳۹۶ درحالی که درآمدهای نفتی دولت افزایش یافته، بدهی‌های دولت از محل انتشار اوراق نیز افزایش یافته و دولت خود را بدهکارتر کرده است. این افزایش انتشار اوراق، اثر افزایشی بر نرخ سود خواهد داشت.

براساس داده‌های موجود بدهی دولت (به‌غیر از بدهی شرکت‌های دولتی) به بانک‌ها در یازده ماهه نخست سال ۱۳۹۶، ۲۱/۲ درصد رشد داشته (رشد بهمن‌ماه ۱۳۹۶ نسبت به اسفندماه ۱۳۹۵) است. همچنین بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی نیز در همین بازه زمانی ۱۷/۱ درصد رشد را نشان می‌دهد. بنابراین به نظر می‌رسد بخشی از کسری بودجه دولت در یازده ماهه نخست سال ۱۳۹۶ از طریق بدهی دولت به بانک‌ها و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی تأمین شده است که خود می‌تواند دارای پیامدهای تورمی باشد. آنچه درخصوص دلالت‌های تورمی سیاست مالی دولت قابل ذکر است آن است که افزایش کسری بودجه دولت (کسری تراز عملیاتی و افزایش تملک دارایی‌های مالی) با وجود افزایش درآمدهای نفتی در سال ۱۳۹۶، موجب استقراض دولت از مردم (اوراق)، بانک‌ها (بدهی دولت به بانک‌ها) و بانک مرکزی (بدهی دولت به بانک مرکزی) شده که می‌تواند پیامدهای تورمی در پی داشته باشد.

۴-۱. جمع‌بندی از سیاست‌ها

بررسی سیاست پولی و مالی بانک مرکزی و دولت نشان می‌دهد که در بخش سیاست پولی همچنان پایه پولی از محل بدهی‌های دولت و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی درحال افزایش است. خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی به‌رغم افزایش درآمدهای ارزی در سال ۱۳۹۶، افزایش اندکی یافته است که بخشی از این افزایش نیز ناشی از افزایش قیمت دلار بوده که رقم ریالی خالص دارایی خارجی بانک مرکزی را افزایش می‌دهد.

نرخ سود بانکی هرچند با آهنگ کُند درحال کاهش بوده و از شهریورماه ۱۳۹۶ پایین‌تر از مدت مشابه سال قبل قرار گرفته است. اما با ایجاد التهاب و نوسانات در بازار ارز که از آذرماه شروع شده و در بهمن و اسفند به اوج خود رسید، اوراق مشارکت ۲۰ و ۲۰/۵ درصدی توسط بانک مرکزی عرضه شد و در حقیقت نرخ سود مجدداً افزایش یافت.

این درحالی است که سیاست مناسب آن است که همزمان با کاهش تدریجی نرخ سود بانکی، نسبت به اصلاح مشکلات ترازنامه‌ای بانک‌های کشور نیز اقدامات صورت گیرد. از مکانیسم‌های هدایت اعتبار نیز استفاده شده و سهم هزینه‌های عمرانی نیز افزایش یابد تا ضمن کنترل نقدینگی، منابع قفل شده در شبکه بانکی که با کاهش نرخ سود آزاد می‌شوند (تبدیل سپرده‌های بلندمدت به سپرده‌های دیداری) به سمت تولید هدایت شده و آثار تورمی کمتری داشته باشند.



بررسی ارقام یازده‌ماهه رشد نقدینگی نشان می‌دهد که رشد یازده‌ماهه سال ۱۳۹۶ با رقم ۲۳ درصد کاهش اندکی نسبت به رشد ۱۹/۱ درصدی این متغیر در همین بازه زمانی در سال ۱۳۹۵ داشته اما همچنان رشد بالایی محسوب شده و شکاف بین رشد نقدینگی و تورم وجود دارد. بنابراین از این منظر بانک مرکزی توفیق‌چندانی در کنترل رشد نقدینگی نداشته است که به مشکلات ترازنامه‌ای بانک‌ها و رشد سپرده‌ها به واسطه نرخ‌های سود بالا برمی‌گردد.

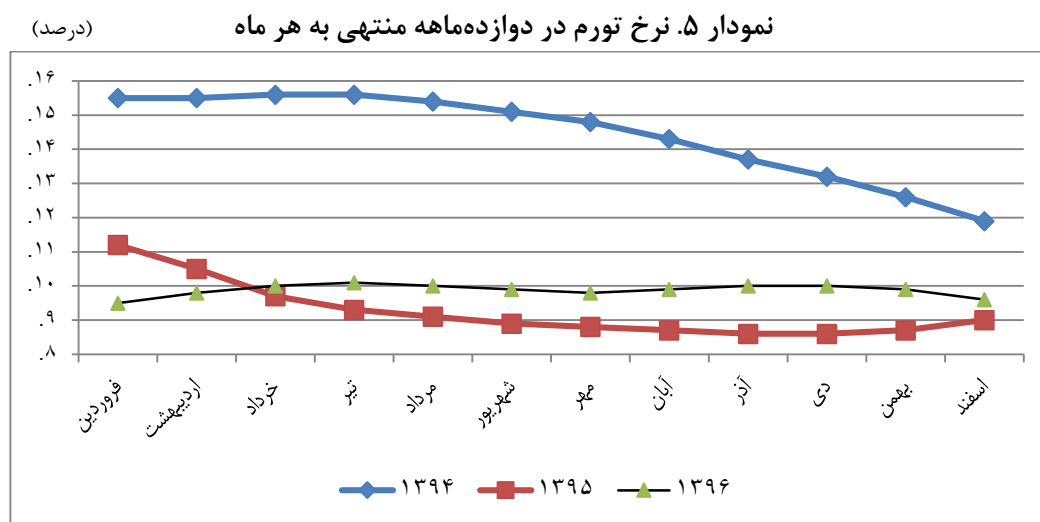
درخصوص هزینه‌های عمرانی هرچند میزان ۳۱ هزار میلیارد تومان هزینه عمرانی طی یازده‌ماهه نخست سال ۱۳۹۶، رشد ۷۰ درصدی این متغیر نسبت بهمن‌ماه ۱۳۹۵ را نشان می‌دهد، اما برآوردها از کل هزینه عمرانی تا پایان سال، میزان ۴۰ هزار میلیارد تومان است که کمتر از کل هزینه عمرانی سال ۱۳۹۵ خواهد بود و بنابراین در صورت دقیق بودن این برآورد می‌توان عنوان کرد که دولت نتوانسته با افزایش سهم هزینه‌های عمرانی از کل هزینه‌های دولت، منابع بانکی را به سمت فعالیت‌های تولیدی هدایت کند. به‌طوری که افزایش تقاضای سفته‌بازی برای ارز طی ماه‌های آخر دوره مورد بررسی (پاییز و زمستان ۱۳۹۶) نیز نشان از جذاب‌تر بودن این بخش برای کسب سود دارد.

نتیجه اجرای این سیاست‌ها در نهایت منجر به عدم کاهش قابل ملاحظه نرخ سود بانکی در سال ۱۳۹۶ نسبت به سال ۱۳۹۵ شده و در حقیقت دولت و بانک مرکزی در سال ۱۳۹۶ توفیق‌چندانی در اجرای اصلاحات در شبکه بانکی نداشته‌اند. چنانچه دولت فارغ از اصلاح نظام بانکی، کاهش نرخ سود را دنبال کند، تورم و نوسانات شدید در بازار ارز و طلا ایجاد می‌شود، همان‌گونه که در دی و بهمن‌ماه شاهد نوسانات شدید ارزی بودیم. چنانچه کنترل تورم و نوسانات ارزی را از طریق افزایش و یا بالا نگه داشتن نرخ سود دنبال کند، پیامدهای نامطلوبی در بخش واقعی و بانکی ایجاد خواهد شد. این درحالی است که به تأخیر انداختن اصلاحات شبکه بانکی هزینه انجام اصلاحات را به‌طور مرتب افزایش می‌دهد. درحالی که تا چندین سال پیش انجام اصلاحات در شبکه بانکی تنها با حل مسئله انجماد دارایی بانک‌ها در املاک و یا موادی از این قبیل ممکن بود، با گذشت زمان و بالا بودن نرخ سود بانکی برای مدت طولانی، شکاف دارایی- بدهی بانک‌ها به معضل اصلی تبدیل شده است. درواقع هر روز بر میزان بدهی بانک‌ها از محل سود سپرده افزوده شده و در مقابل، مطالبات معوق و مشکوک‌الوصول بانک‌ها افزوده شده و به دارایی موهومی بانک‌ها می‌افزاید.

۲. تغییرات نرخ تورم در دو سال اخیر

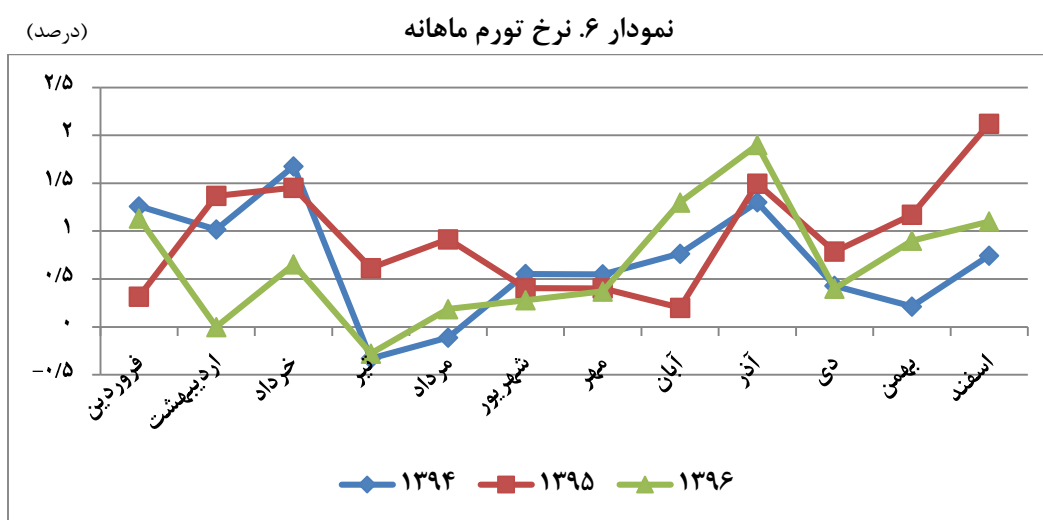
پس از افزایش قابل توجه تورم در سال ۱۳۹۲ و قرار گرفتن در نقطه ۳۴/۷ درصد برای تورم سالیانه، نرخ تورم از سال ۱۳۹۲ کاهش پیدا کرده و در ادامه مسیر کاهشی خود، در سال ۱۳۹۵ به رقم کم‌سابقه ۹ درصد رسید، با این حال این روند کاهشی در ۹ ماهه نخست سال ۱۳۹۶ تا حدی متوقف شده به‌طوری

که نرخ تورم در دوازده‌ماهه منتهی به هر ماه در این سال از خرداد به بعد همواره بیش از نرخ تورم ماهانه سال ۱۳۹۵ است. در ماه‌های پایانی سال ۱۳۹۶، تورم مجدداً کاهش یافت که به نظر می‌رسد افزایش نرخ سود در روند کاهشی نرخ تورم در بهمن و اسفند مؤثر بوده باشد که در نهایت منجر به نرخ تورم ۹/۶ درصدی برای کل سال ۱۳۹۶ شد.



مأخذ: بانک مرکزی.

همان‌طور که در نمودار ۵ مشخص است، نرخ تورم سالیانه منتهی به هر ماه در سال ۱۳۹۴ روند کاهشی داشته و این روند کاهشی در سال ۱۳۹۵ نیز ادامه داشته است. در دوماهه ابتدایی سال ۱۳۹۶ نیز همچنان نرخ تورم سالیانه منتهی به هر ماه، کمتر از سال ۱۳۹۵ است. اما نرخ تورم سالیانه از خرداد ۱۳۹۶ نسبت به سال قبل افزایش یافته و به غیر از فروردین و اردیبهشت بالاتر از مدت مشابه سال قبل است. بالاتر بودن تورم در سال ۱۳۹۶ نسبت به سال ۱۳۹۵، در ابتدای سال از ناحیه بالا رفتن شاخص قیمت مصرف‌کننده در ماه‌های انتهای سال ۱۳۹۵ و ابتدای سال ۱۳۹۶ (به‌خصوص فروردین‌ماه) بوده است. در ادامه سال ۱۳۹۶ عوامل اقتصادی دیگر نظیر کاهش اندک نرخ سود بانکی، تلاطم بازار ارز و افزایش نقدینگی، موجب افزایش تورم در سال ۱۳۹۶ شده است. نرخ تورم ماهانه طی اردیبهشت تا مهر سال ۱۳۹۶ کمتر از نرخ تورم ماهانه در سال ۱۳۹۵ بوده و تورم نقطه به نقطه نیز در این بازه زمانی روند نزولی داشته است. نمودارهای ۶ و ۷ که نرخ تورم ماهانه و نرخ تورم نقطه به نقطه را نشان می‌دهند می‌توانند تحلیل بهتری از تغییرات نرخ تورم در سال ۱۳۹۶ به‌دست دهند.



مأخذ: همان.

همان طور که در نمودار ۶ مشخص است، تورم ماهانه در سال ۱۳۹۶ تنها در سه ماه فروردین، آبان و آذر بالاتر از نرخ تورم ماهانه در سال ۱۳۹۵ است. در حقیقت نرخ تورم ماهانه از آذرماه سال ۱۳۹۵ روند صعودی به خود گرفته و با وجود نوسانات در اوایل سال ۱۳۹۶ کم و بیش تا آذرماه سال ۱۳۹۶ نیز ادامه داشته است. در دی ماه مطابق الگوی ماهانه، نرخ تورم ماهانه کاهش داشته که این روند برای سال های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ نیز مشاهده می شود.

عوامل متعددی برای روی شاخص قیمت مصرف کننده اثرگذار است که منجر به افزایش تورم از آبان ماه ۱۳۹۶ شده است، با این حال مهمترین این عوامل عبارتند از:

۱. روند محدود کاهشی نرخ سود بانکی

همان طور که اشاره شد، بالا بودن نرخ سود بانکی، اصلی ترین علت روند کاهشی تورم طی سال های اخیر و عدم تناسب بین تورم و رشد نقدینگی بوده است. اندکی تغییر در نرخ سود بانکی می تواند بر نرخ تورم اثرگذار باشد. کاهش نرخ سود بانکی همان طور که در ادامه توضیح داده می شود، منجر به افزایش سیالیت (سرعت گردش) پول از طریق تغییر در ترکیب اجزای نقدینگی و افزایش سهم سپرده های دیداری می شود. به نظر می رسد بخشی از افزایش تورم در سال ۱۳۹۵ می تواند ناشی از کاهش نرخ سود بانکی در این سال باشد. کاهش نرخ سود بانکی در شهریورماه ۱۳۹۶ بر نوسانات سایر بازارها مانند بازار ارز و بازار طلا و مسکن نیز تأثیرگذار بوده و باعث توقف در اجرای این سیاست در انتهای سال ۱۳۹۶ شد که در بالا در قسمت اول از این مطالعه به آن اشاره شد.

هرچند عوامل متعددی بر نرخ تورم اثرگذار است، اما روند نرخ تورم ماهانه در سال ۱۳۹۶ همزمانی متناسبی را با تغییرات نرخ سود در این سال نشان می دهد. همزمان با کاهش نرخ سود بانکی در مرداد سال ۱۳۹۶، نرخ تورم ماهانه رو به افزایش گذاشته است.

۲. افزایش شاخص قیمت‌های جهانی و شاخص قیمت وارداتی

در قسمت‌های بعد، از این مطالعه^۱ مشاهده می‌کنیم که شاخص قیمت وارداتی از آبان‌ماه ۱۳۹۵ به شدت افزایش داشته و قیمت جهانی کالاهای غیرسوختی نیز در سال ۲۰۱۷ رشد بالایی (رشد ۷ درصدی) را تجربه کرده است. بنابراین بخشی از افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده و شاخص قیمت تولیدکننده^۲ از آذرماه ۱۳۹۵ ناشی از افزایش قیمت‌های جهانی است. از طرف دیگر افزایش نرخ ارز در چند ماه اخیر نیز می‌تواند بر افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده و تولیدکننده به‌خصوص در سه ماه زمستان تأثیرگذار باشد. افزایش نرخ ارز از یک طرف شاخص قیمت وارداتی ریالی را افزایش داده و بر شاخص قیمت مصرف‌کننده اثرگذار است و از طرف دیگر با افزایش قیمت کالای وارداتی بر شاخص قیمت تولیدکننده اثر می‌گذارد.

نکته قابل توجه آنکه ارزش دلاری هر تن واردات ایران پس از افزایش در آذرماه ۱۳۹۶، کاهش قابل توجهی را در دی‌ماه تجربه کرده و مجدداً در بهمن‌ماه افزایش اندکی داشته است. هرچند در این بازه زمانی افزایش قیمت دلار باعث شده است تا بخشی از این افزایش در ارزش ریالی هر تن واردات تعدیل شود، اما همچنان قیمت ریالی هر تن واردات در آذرماه افزایش، در دی‌ماه کاهش قابل توجه و در بهمن‌ماه افزایش اندک نسبت به قبل را نشان می‌دهد. نگاهی به روند نرخ تورم ماهانه از آذرماه ۱۳۹۶ نیز افزایش در نرخ را در آذرماه و کاهش در دی‌ماه را نشان می‌دهد که بخشی از آن می‌تواند متأثر از شاخص قیمت وارداتی باشد.

۳. رشد نقدینگی و کاهش سهم شبه پول از رشد نقدینگی

رشد نقدینگی در سال ۱۳۹۵ افزایش قابل ملاحظه‌ای داشته که در نتیجه در ماه‌های انتهایی این سال پیامدهای تورمی هرچند اندک آن نمودار شده است. اما نکته قابل توجه آنکه سهم شبه پول که جزء غیرسیال نقدینگی است و اثر تورمی کمتری دارد، در سال ۱۳۹۵ از رشد نقدینگی کاهش یافته و از ۹۳ درصد در سال ۱۳۹۴ به ۸۹ درصد رسیده است (یعنی سهم شبه پول از رشد نقدینگی در سال ۱۳۹۵، ۸۹ درصد از کل رشد نقدینگی بوده است) و در مقابل سهم پول از رشد نقدینگی افزایش یافته است.^۳ بنابراین علاوه بر آنکه رشد نقدینگی موجب افزایش تورم شده، تغییر در ترکیب رشد نقدینگی نیز تأثیرگذار بوده است. این سهم در یازده‌ماهه نخست سال ۱۳۹۶ مجدداً افزایش یافته و به ۹۱ درصد رسیده است. البته چنان که بیان شد، عامل مسلط در این تغییرات نیز، نرخ سود بانکی بوده است. نرخ تورم در سال ۱۳۹۷ تحت تأثیر عوامل متعددی خواهد بود که در ادامه به آن اشاره خواهد شد. نرخ تورم نقطه به نقطه از جمله شاخص‌های پیشران تورم است که می‌تواند تا حدودی روند تورمی آینده را پیش‌بینی کند.

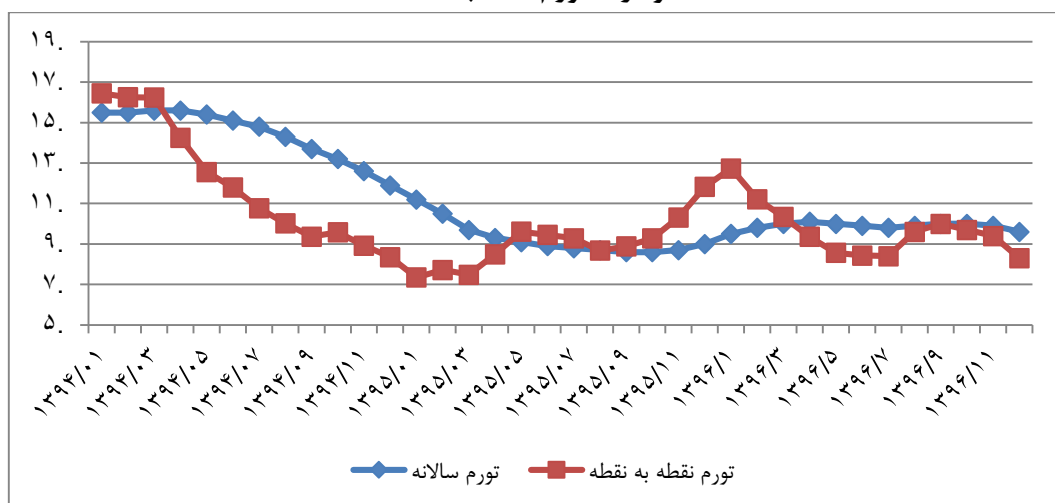
۱. در نمودارهای ۱۰ و ۱۱.

۲. که در نمودار ۱۳ مشخص است.

۳. جدول ۱.



نمودار ۷. تورم نقطه به نقطه



مأخذ: همان.

در نمودار ۷ پیشران بودن تورم نقطه به نقطه نسبت به تورم سالیانه به خوبی قابل مشاهده است. بالاتر بودن نرخ تورم نقطه به نقطه از تورم سالیانه از آبان ماه ۱۳۹۵ به بعد نشانه افزایش تورم سالیانه از انتهای سال ۱۳۹۵ و ادامه این روند تا تیرماه ۱۳۹۶ شده است. با این حال تورم نقطه به نقطه پس از قرار گرفتن در نقطه اوج ۱۲/۷۳ درصد در فروردین ماه ۱۳۹۶ روند کاهشی داشته و در مهرماه ۱۳۹۶ به کمترین مقدار خود در سال ۱۳۹۶ در نقطه ۸/۴ درصد رسیده و مجدداً افزایش یافته است به طوری که در آبان ماه ۱۳۹۶ نرخ تورم نقطه به نقطه با ۹/۶ درصد به نرخ ۹/۹ درصدی تورم سالیانه برای آبان ماه نزدیک شده و با قرارگرفتن در نقطه اوج ۱۰ درصد در آذرماه به بالاترین مقدار خود در سال ۱۳۹۶ رسیده است. افزایش قابل توجه نرخ تورم نقطه به نقطه در آبان ماه ۱۳۹۶ و بالا ماندن آن در آذر و دی ماه می تواند تحت تأثیر کاهش اندک نرخ سود بین بانکی در این بازه زمانی باشد. هرچند که عوامل متعددی بر روند آتی نرخ تورم تأثیرگذار است که در ادامه در قسمت چالش های تورمی به آنها خواهیم پرداخت. نرخ تورم نقطه به نقطه از دی ماه ۱۳۹۶ روند کاهشی داشته و در اسفندماه به ۸/۳ درصد رسیده است. این روند کاهشی می تواند نشان از کاهشی بودن نرخ تورم در ماه های ابتدایی سال ۱۳۹۷ نیز داشته باشد. هرچند که سایر عوامل نیز مانند افزایش نرخ ارز بر روند تورم در جهت افزایش مؤثر خواهند بود.

۲-۱. بررسی اجزای شاخص قیمت مصرف کننده

بررسی اجزای شاخص قیمت مصرف کننده نشان می دهد که برخی از اقلام در سبد این شاخص رشد بیشتر و برخی رشد کمتری داشته اند. هرچند بررسی تغییرات قیمتی اجزای شاخص قیمت مصرف کننده تنها برای یک ماه و یا دوازده ماهه منتهی به دی ماه ۱۳۹۶ دارای اطلاعات زیادی نیست، با این حال

به‌عنوان یک تحلیل اولیه از آخرین داده‌های منتشر شده قابل قبول است. براساس جدول ۴ در دوازده‌ماهه منتهی به دی‌ماه ۱۳۹۶ چهار گروه تحصیل، خوراکی‌ها و آشامیدنی‌ها، رستوران و هتل، کالا و خدمات متفرقه بالاتر از نرخ تورم شاخص کل برای دی‌ماه ۱۳۹۶ است. نکته قابل توجه آن است که نرخ تورم خوراکی‌ها و آشامیدنی‌ها در چندماه اخیر همواره بالاتر از نرخ تورم شاخص کل بوده و این به آن معناست که گروه‌های فقیر بیشتر از تورم متضرر خواهند شد، زیرا سهم خوراکی‌ها و آشامیدنی‌ها از کل هزینه خانوارهای فقیر بیشتر از خانوارها در گروه‌های بالای درآمدی است. بنابراین نرخ تورم دهک‌های پایین‌درآمدی بالاتر شده و رفاه خانوار را کاهش می‌دهد.

جدول ۴. نرخ تورم گروه‌های اصلی شاخص قیمت مصرف‌کننده

نرخ تورم نقطه‌به‌نقطه دی‌ماه ۱۳۹۶	نرخ تورم ماهانه دی‌ماه ۱۳۹۵	گروه
۱۴/۱	۰/۵	تحصیل
۱۳/۷	۰/۴	خوراکی‌ها و آشامیدنی‌ها
۱۱/۸	۰/۸	رستوران و هتل
۱۱/۶	۱/۲	کالاها و خدمات متفرقه
۱۰	۱/۲	تفریح و امور فرهنگی
۸/۸	۰/۳	مسکن، آب، برق و گاز و سایر سوخت‌ها
۸/۵	۰/۶	بهداشت و درمان
۸/۲	۰/۸	اثاث، لوازم و خدمات مورد استفاده در خانه
۶/۴	۰/۴	حمل‌ونقل
۴/۹	۰/۲	پوشاک و کفش
۱/۱	۰/۲	دخانیات
۰/۸	۰/۸	ارتباطات

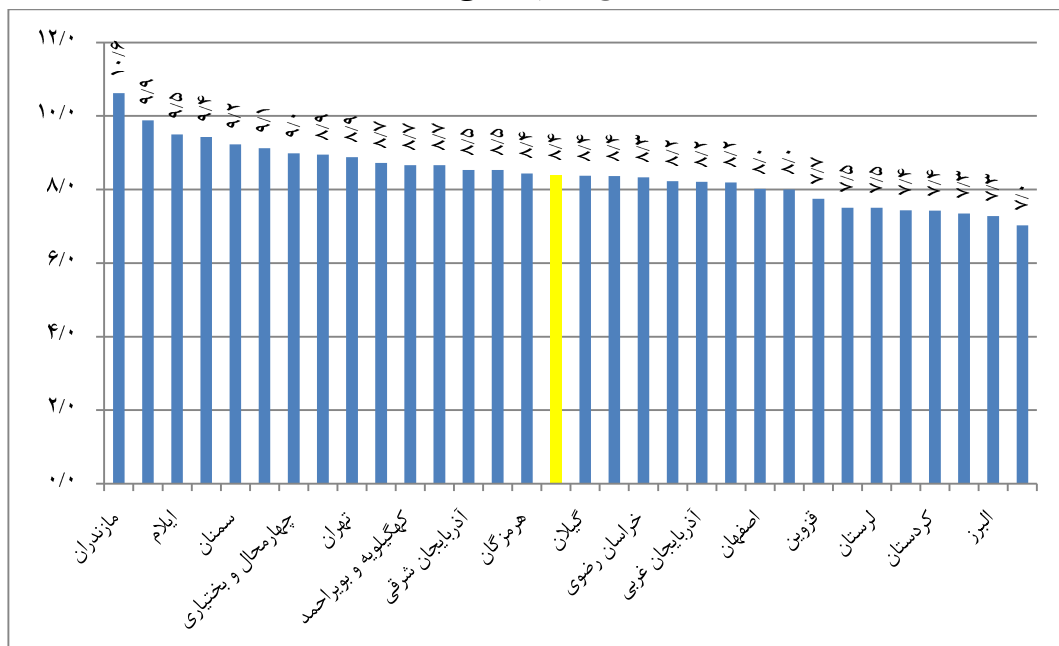
مأخذ: گزارش تورم ماهانه دی‌ماه بانک مرکزی.

۲-۲. بررسی تورم استانی

متفاوت بودن سبد مصرفی خانوار در استان‌های مختلف باعث می‌شود تا نرخ تورم در هر استان بسته به سبد کالای مصرفی مقدار متفاوتی داشته باشد. در مهرماه ۱۳۹۶، استان مازندران با نرخ تورم ۱۰/۶ درصد بالاترین نرخ تورم نقطه به نقطه و استان بوشهر با ۷ درصد پایین‌ترین نرخ تورم را داشته است.



نمودار ۸. نرخ تورم استانی ۱۳۹۵=۱۰۰ (درصد)



مأخذ: همان.

۲-۳. مقایسه نرخ تورم ایران با جهان

تورم به دلیل هزینه‌های انکارناپذیر آن بر وضعیت ثبات اقتصاد و توزیع درآمد، همواره مورد نگرانی بوده است و اقتصادهای مختلف دنیا نیز در حال حاضر موفق به مهار آن شده‌اند به طوری که میانگین جهانی نرخ تورم از سال ۲۰۱۳ به بعد به زیر ۳ درصد رسیده و تنها تعداد معدودی از کشورها که عموماً کشورهای غربی که درگیر جنگ‌های داخلی یا خارجی هستند، هنوز با تورم دست و پنجه نرم می‌کنند. جدول ۲ نشان می‌دهد که تورم در اقتصاد ایران فاصله قابل توجهی با متوسط جهانی دارد.

تورم بالا و تورم مزمن تأثیرات بسیاری بر ریسک اقتصاد، بی‌ثباتی و سایر مؤلفه‌های اقتصادی دارد، اما دو دلیل اصلی بر پیامدهای منفی تورم بر وضعیت اقتصادی را می‌توان کاهش توان رقابتی کشوری که دارای تورم بالاست در مقایسه با سایر کشورها و همچنین پیامدهای تورم بالا بر وضعیت توزیع درآمد و فقر دانست.

هدایت کردن اقتصاد تحت شرایطی که تورم بسیار بالاتر از سایر کشورهاست، کار دشواری است زیرا همواره تولیدکننده خارجی با هزینه‌های کمتری برای تولید مواجه است و در نتیجه می‌تواند کالای خود را با قیمت کمتری عرضه کند و این به معنای کاهش مداوم توان رقابتی تولیدی کشور است که مقاومت اقتصاد را کاهش داده و اقتصاد را در برابر شوک‌های خارجی آسیب‌پذیر می‌کند. لذا جهت مقاوم‌سازی اقتصاد در برابر شوک‌های خارجی، چاره‌ای جز هماهنگ شدن تورم با متوسط تورم جهانی وجود ندارد.

نکته دوم آنکه در تورم‌های بالا، تورم در دهک‌های پایین همواره بیشتر از تورم در دهک‌های بالاست. این بدان معناست که تورم به خودی خود نابرابری را افزایش می‌دهد. زیرا با افزایش تورم، قیمت کالاهای ضروری با سرعت بیشتری افزایش می‌یابد که بخش اصلی سبد خانوار با درآمد کم را تشکیل می‌دهد و در مقابل اثر کمتری بر کالاهای لوکس دارد که بخش اصلی سبد خانوار پردرآمد را افزایش می‌دهد. به عبارت دیگر تورم نوعی مالیات‌گیری غیرقانونی و تصویب نشده است که در آن خانوار فقیر نسبت به خانوار غنی سهم مالیاتی بیشتری دارد. لذا اکثریت قریب به اتفاق کشورهای کاهش تورم را در اولویت قرار داده و موفق به مهار آن شده‌اند. در حال حاضر اینکه عوامل مؤثر بر تورم، سیاست‌های پولی، سیاست‌های مالی و نحوه تأمین مالی مخارج دولت است به یک دانش عمومی تبدیل شده است. لذا توجه ویژه به مناسب بودن سیاست‌های اتخاذی، می‌تواند یکی از مهمترین کلیدهای حل مشکل اقتصاد باشد.

جدول ۵. مقایسه تورم در ایران با کشورهای جهانی

عنوان	۲۰۱۲	۲۰۱۳	۲۰۱۴	۲۰۱۵	۲۰۱۶
تورم اقتصاد ایران	۲۷/۳	۳۹/۲۶	۱۷/۲۳	۱۳/۷۱	۸/۵۷
رتبه ایران در جهان	۵	۲	۵	۱۰	۱۴
میانگین تورم جهانی	۳/۸۵	۲/۷۸	۲/۷۶	۱/۵۹	۱/۶۱۴

مأخذ: همان.

همان‌طور که در جدول ۵ مشخص است، با وجود کاهش نرخ تورم در ایران و حتی دستیابی به رقم ۸/۵۷ درصد در سال ۲۰۱۶، ایران همچنان در بین رتبه‌های اول تورم در بین کشورهای مختلف دنیا است که این موضوع نشان می‌دهد تا چه اندازه ایران با چالش اولی که در بالا به آن اشاره شد، یعنی از دست دادن قدرت رقابت در مقایسه با سایر کشورهای دنیا، درگیر است. بنابراین اعمال سیاست‌های مرتبط با کاهش تورم و دستیابی به تورم پایدار و تک‌رقمی از ملزومات اصلی اقتصاد ایران است.

۳. عوامل مؤثر بر نرخ تورم کوتاه‌مدت

آنچه در این بخش مورد بررسی قرار می‌گیرد، تأثیر عوامل اثرگذار بر شاخص قیمت مصرف‌کننده در کوتاه‌مدت است. همان‌طور که در بخش‌های مختلف این گزارش نیز اشاره شد، در حال حاضر نرخ سود بانکی به‌عنوان سدی در مقابل نقدپنگی، مانع از رشد متناسب نرخ تورم و نقدپنگی شده است. به‌طوری که اصلی‌ترین عامل عدم افزایش قابل توجه نرخ تورم، نرخ سود بانکی است که باعث شده تا سهم سپرده‌های مدت‌دار (شبه‌پول) از پایه پولی افزایش یافته و در نتیجه سرعت گردش پول کاهش یابد. بنابراین در صورتی که نرخ سود بانکی کاهش قابل ملاحظه و دفعی داشته باشد، با تغییر در ترکیب



نقدینگی، نرخ تورم نیز افزایش شدید خواهد داشت (زیرا نقدینگی متناظر با آن قبلاً ایجاد شده است). هرگونه تغییر اندک و جزئی در نرخ سود بانکی نیز می‌تواند بر تحریک تقاضا و نرخ تورم اثرگذار باشد. البته از سوی دیگر باید توجه داشت که به دلیل تبعات بسیار مخرب نرخ سود بالای بانکی (تشدید رکود و مهمتر از آن، تشدید ناترازی شبکه بانکی)، چاره‌ای جز کاهش نرخ سود بانکی وجود ندارد. لذا چنان که بیان شد، به منظور پیشگیری از تبعات تورمی کاهش نرخ سود بانکی، اقدامات اساسی در اصلاح ترازنامه بانک‌ها همزمان با سیاست فوق‌الذکر ضروری است.

در کنار عامل نرخ سود، سایر عوامل تأثیرگذار بر نرخ تورم، تغییرات جزئی در این شاخص در کوتاه‌مدت خواهند داشت. بنابراین بررسی‌های این بخش با این پیش فرض صورت می‌گیرد که «درحالی که نرخ سود بانکی بالاست»، تغییر در سایر عوامل چه تأثیری بر نرخ تورم خواهد داشت؟ مسیر کوتاه‌مدت نرخ تورم تا چند ماه آینده می‌تواند تحت تأثیر عوامل متعددی قرار گیرد. نرخ تورم تولیدکننده و نرخ تورم نقطه به نقطه دو نشانگری هستند که به‌طور معمول مسیر آتی شاخص قیمت مصرف‌کننده را تا حدودی پیش‌بینی می‌کنند. از طرف دیگر از آنجایی که بخش قابل توجهی از کالاهای مورد استفاده مصرف‌کننده داخلی، کالاهای وارداتی است، از این رو پیش‌بینی‌های جهانی برای شاخص قیمت کالاهای وارداتی نیز می‌تواند در پیش‌بینی تورم مؤثر باشد.

همچنین سیاست‌های اجرایی داخلی و تبعات آنها نیز تأثیر اصلی را بر نرخ تورم خواهند داشت. این سیاست‌ها شامل سیاست پولی و مالی که در بالا به آن اشاره شد، بازارهای مالی را تحت تأثیر قرار داده و بر تورم یا شاخص کل قیمت‌ها اثرگذار خواهد بود. به‌عنوان مثال سیاست مالی و سیاست پولی و تغییرات نرخ سود و کل‌های پولی علاوه بر تأثیر مستقیم بر تورم، به‌صورت غیرمستقیم (از طریق اثرگذاری بر بازار ارز و غیره) نیز می‌تواند بر سطح تورم اثرگذار باشد. همچنین تغییراتی که در بستر شرایط فعلی اقتصادی رخ می‌دهد نیز اثرگذار هستند. به‌عنوان مثال قوانین جدیدی که در حوزه پولی به تصویب می‌رسند و یا وضعیت تعاملات بین‌المللی اقتصاد ایران نیز می‌تواند بر نرخ تورم اثر بگذارد. در ادامه به اختصار به هریک از این عوامل خواهیم پرداخت.

۱-۳. نرخ ارز

نرخ ارز از سه جهت می‌تواند بر تورم اثرگذار باشد.

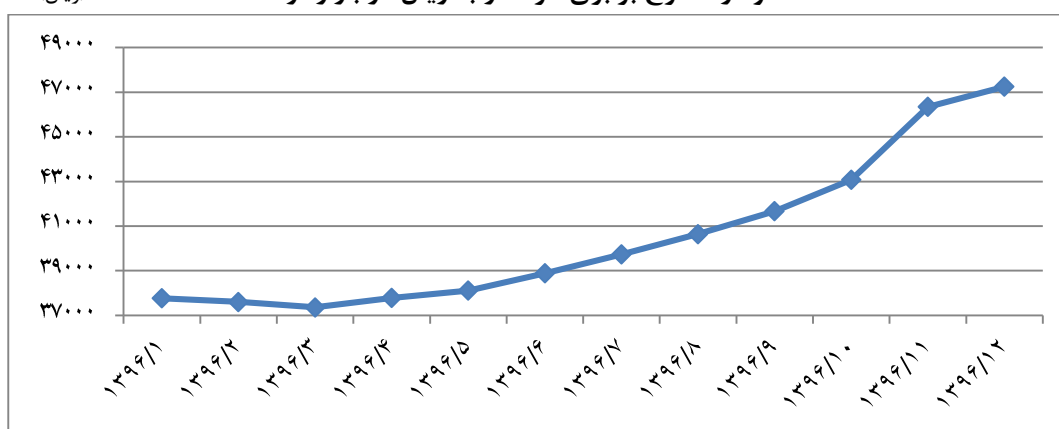
۱. **افزایش قیمت کالاهای وارداتی:** افزایش نرخ ارز شاخص قیمت کالاهای وارداتی را افزایش خواهد داد که خود باعث افزایش نرخ تورم می‌شود (افزایش تورم از طریق افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده به دلیل مصرف کالاهای وارداتی در سبد مصرفی خانوار و افزایش شاخص قیمت تولیدکننده به دلیل استفاده از کالاهای واسطه‌ای در فرآیند تولید). هرچند به‌علت وجود نرخ ارز دوگانه، شاخص

قیمت وارداتی به‌طور یکسان برای همه کالاها افزایش نیافته و تنها کالاهایی که با ارز آزاد وارد می‌شوند (در حدود ۴۱ درصد واردات در سال ۱۳۹۵) این افزایش را تجربه می‌کنند.

۲. انتظارات تورمی: از طرف دیگر افزایش نرخ ارز بر انتظارات تورمی تأثیرگذار خواهد بود. حتی اگر افزایش نرخ ارز منجر به افزایش شاخص قیمت کالاهای وارداتی نشود (یعنی افزایش نرخ ارز با کاهش قیمت کالاهای وارداتی جبران شود) تأثیر آن بر انتظارات تورمی، افزایش شاخص قیمت‌ها بوده و در نتیجه منجر به افزایش تورم می‌شود.

نرخ ارز از ابتدای سال ۱۳۹۶ با شیب ملایمی رو به افزایش بوده که این افزایش در چندماهه آخر دوره مورد بررسی یعنی آذر و زمستان ۱۳۹۶ شدت گرفته است. افزایش نرخ ارز به‌خصوص در ماه‌های اخیر تا حدودی ناشی از تحولات بین‌المللی و تغییر ریاست‌جمهوری در ایالات متحده آمریکا و نگرانی‌های عمومی از بابت اجرایی نشدن تعهدات بین‌المللی طرف‌های مذاکره با ایران بوده است. البته کاهش نرخ سود بانکی علت زمینه‌ای برای افزایش تقاضای سفته‌بازی برای ارز بوده است و بانک مرکزی برای کنترل آن به افزایش نرخ سود متوسل شد.

نمودار ۹. نرخ برابری هر دلار به ریال در بازار آزاد (ریال)



مأخذ: بانک مرکزی، گزیده آمارهای اقتصادی، بخش ترازپرداخت‌ها.

توضیح: محاسبه نرخ برای اسفندماه بر به بعد اساس متوسط نرخ دلار در بازار آزاد در ابتدا و انتهای ماه بوده و برای اسفندماه تا ۱۸ اسفندماه محاسبه شده است.

اینکه آیا افزایش نرخ ارز آثار تورمی در پی داشته یا خیر، از طریق دو راه عنوان شده در بالا امکانپذیر خواهد بود. در میان دو کانال اثرگذاری عنوان شده در بالا، تأثیر نرخ ارز بر تورم وارداتی و نرخ تورم تولیدکننده در قسمت‌های بعد از این گزارش بررسی خواهد شد. همچنین از آنجا که خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی تنها از نرخ ارز در بازار رسمی تأثیر می‌پذیرد، افزایش نرخ ارز در بازار غیررسمی تأثیری در این متغیر نداشته است. اما در این میان شاید بتوان گفت که افزایش قیمت دلار تا حدودی



انتظارات تورمی در پی داشته و از جمله عوامل اثرگذار بر افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده از آبان‌ماه به بعد بوده است.

روند تغییرات نرخ ارز از طریق کانال‌های عنوان شده در بالا در کوتاه‌مدت بر نرخ تورم ماه‌های آتی تأثیرگذار خواهد بود. اینکه بازار ارز در ماه‌های آتی دستخوش چه تغییراتی خواهد شد به عوامل متعددی بستگی دارد که مهمترین آنها عبارتند از:

۱. تحولات شبکه بانکی و نرخ سود بانکی

هرگونه اعمال اصلاحات در شبکه بانکی باید با ملاحظات زیاد در خصوص بازارهای موازی و به خصوص بازار ارز و مسکن صورت گیرد. کاهش نرخ سود بانکی (که در دستور کار سیاستگذار پولی قرار دارد) می‌تواند به افزایش تقاضای سفته‌بازی در بازار ارز منجر شده و نرخ ارز را افزایش دهد. همان‌طور که این اتفاق برای نرخ ارز در اواخر پاییز و اوایل زمستان رخ داد و منجر به توقف روند کاهش نرخ سود بانکی از سوی سیاستگذار شد.

۲. تحولات بین‌المللی

تحولات بین‌المللی و تغییر در مناسبات بین‌المللی ایران هم از جهت دسترسی ایران به منابع ارزی و هم از طریق انتظارات در بازار، بر نرخ ارز اثرگذار خواهد بود.

۳. درآمدهای ارزی و نرخ ارز

بهترین پیش‌بینی‌ها برای قیمت نفت در سال ۱۳۹۷، ۷۰ دلار به‌ازای هر بشکه خواهد بود که افزایش قیمت نفت نسبت به سال گذشته را در پی دارد. همان‌طور که در بخش سیاست مالی اشاره شد، درآمدهای ارزی دولت در یازده‌ماهه نخست سال نسبت به مدت مشابه سال قبل ۳۸ درصد رشد داشته است. با این حال همان‌طور که نشان داده شد، با وجود افزایش درآمدهای ارزی دولت، خالص دارایی‌های خارجی هشت‌ماهه سال ۱۳۹۶ کاهش یافته که نشانگر افزایش قابل ملاحظه تقاضا برای ارز بوده است. در مجموع به نظر می‌رسد که افزایش نسبی نرخ ارز در سال ۱۳۹۶ بر روی شاخص قیمت مصرف‌کننده هم از طریق انتظارات تورمی و هم شاخص قیمت مصرف‌کننده و تولیدکننده که در ادامه به آن خواهیم پرداخت، اثرگذار بوده و بخشی از افزایش این شاخص را توضیح می‌دهد. این روند افزایشی نرخ ارز طی ماه‌های آینده می‌تواند تأثیر بیشتری بر شاخص قیمت تولیدکننده داشته و منجر به افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده شود.

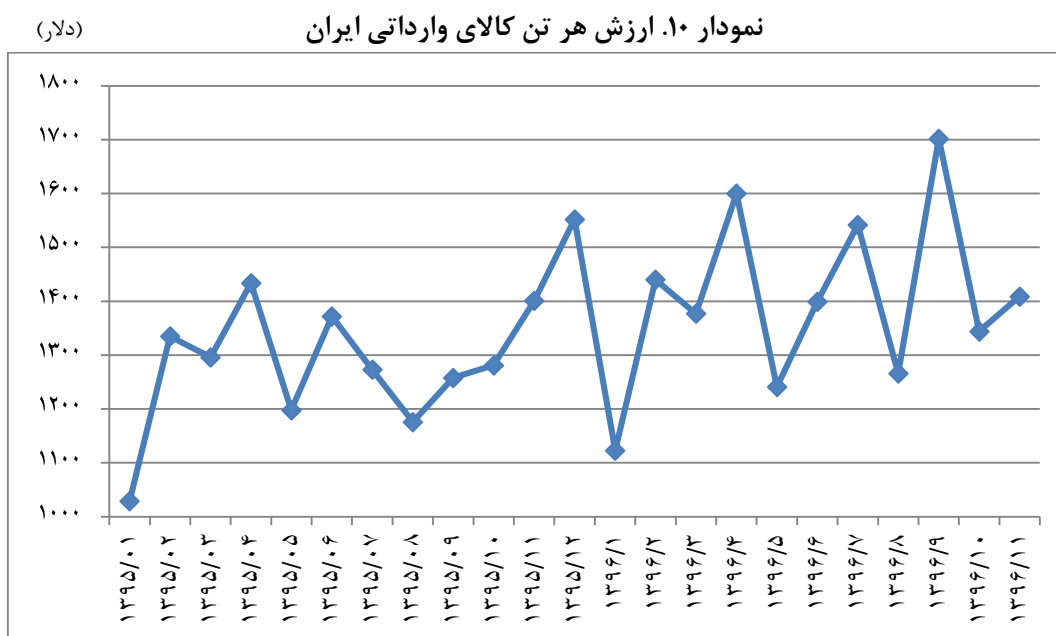
با این حال دولت باید در خصوص نرخ ارز استراتژی و سیاست مشخصی داشته باشد. ادامه روند فعلی در بازار ارز که منجر به کاهش و حراج ذخایر ارزی (دارایی‌های خارجی بانک مرکزی) کشور شده، باعث شده است تا سیاستگذار اصلاح در بازار مالی و کاهش نرخ سود را به تعویق بیندازد. این اقدام (عدم اقدام) هزینه زیادی برای اقتصاد کشور در پی داشته و نمی‌تواند برای مدت طولانی ادامه داشته باشد.

نرخ ارز باید به صورت تدریجی و با اعلام قبلی استراتژی‌های کوتاه‌مدت، روند افزایشی داشته باشد تا بتوان در کنار آن به اصلاح شبکه بانکی و کاهش نرخ سود نیز پرداخت. عدم کنترل نوسانات بازار ارز توسط سیاستگذار پولی همزمان با کاهش نرخ سود بانکی و اعمال اصلاحات در شبکه بانکی می‌تواند یک جهش و نوسان قابل توجه را در این بازار به همراه داشته باشد که در این صورت تأثیر آن بر شاخص قیمت مصرف‌کننده قابل ملاحظه خواهد بود.

در مجموع انتظار می‌رود افزایش نرخ ارز در زمستان ۱۳۹۶ شاخص قیمت مصرف‌کننده را با افزایش در ماه‌های آتی مواجه کند هر چند که بخشی از این افزایش با کاهش شاخص قیمت کالاهای وارداتی در و در صورتی که بانک مرکزی استراتژی مشخصی در این بازار نداشته باشد، وقوع یک بحران ارزی با کوچک‌ترین کاهش در نرخ سود ممکن خواهد بود.

۳-۲. شاخص قیمت وارداتی

قیمت کالاهای وارداتی ایران که از آن می‌توان به‌عنوان شاخص قیمت کالاهای وارداتی استفاده کرد، پس از یک کاهش در فروردین‌ماه ۱۳۹۶ روند تقریباً افزایشی داشته و این افزایش می‌تواند بر افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده در سال ۱۳۹۶ نیز تأثیرگذار باشد.



مأخذ: همان.

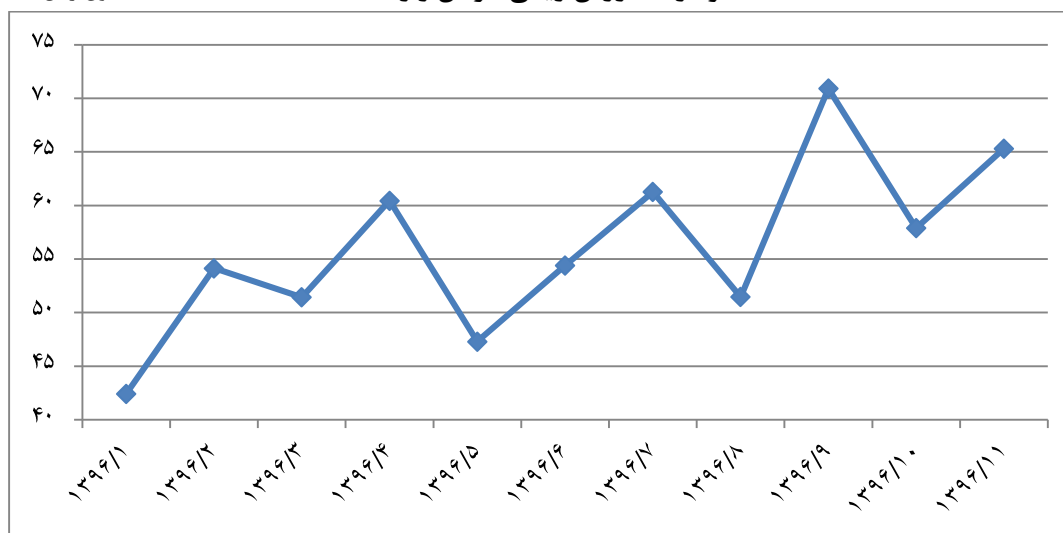


همان‌طور که در نمودار ۹ مشخص است، ارزش هر تن واردات در ۹ ماهه نخست سال ۱۳۹۶ بیش از این مقدار در سال ۱۳۹۵ بوده به طوری که به طور متوسط برای ۹ ماهه اول سال ۱۳۹۶ برابر ۱۴۱۰ و برای این مدت در سال ۱۳۹۵، ۱۲۶۳ دلار بوده که افزایش ۱۰/۴ درصدی این شاخص برای ۹ ماهه ۱۳۹۶ نسبت به مدت مشابه سال قبل را نشان می‌دهد. بنابراین یکی از دلایل افزایش قیمت شاخص قیمت مصرف‌کننده در سال ۱۳۹۶ می‌تواند تأثیرپذیری آن از شاخص قیمت وارداتی و گران شدن کالاهای وارداتی باشد. هرچند همان‌طور که اشاره شد، این شاخص در آذرماه افزایش قابل توجه و مجدداً در دی‌ماه کاهش داشته که با روند نرخ تورم ماهانه در این دوماه نیز همخوانی دارد.

همچنین نوسانات نرخ ارز در سه‌ماهه آخر دوره مورد بررسی باعث شده تا شاخص ریالی واردات در سال ۱۳۹۶ نسبت به شاخص دلاری در مقایسه با سال ۱۳۹۵ افزایش بیشتری را نشان دهد که خود تأثیر افزایشی بر شاخص قیمت مصرف‌کننده در این سال خواهد داشت. تغییرات نرخ ارز تا حدی تغییرات شاخص قیمت وارداتی از آذرماه به بعد را تعدیل کرده، اما روند تغییرات شاخص دلاری و ریالی تقریباً مشابه یکدیگر بوده که متأثر از تغییرات دلاری شاخص قیمت‌هاست.

(میلیون ریال)

نمودار ۱۱. ارزش ریالی هر تن واردات



مأخذ: بانک مرکزی.

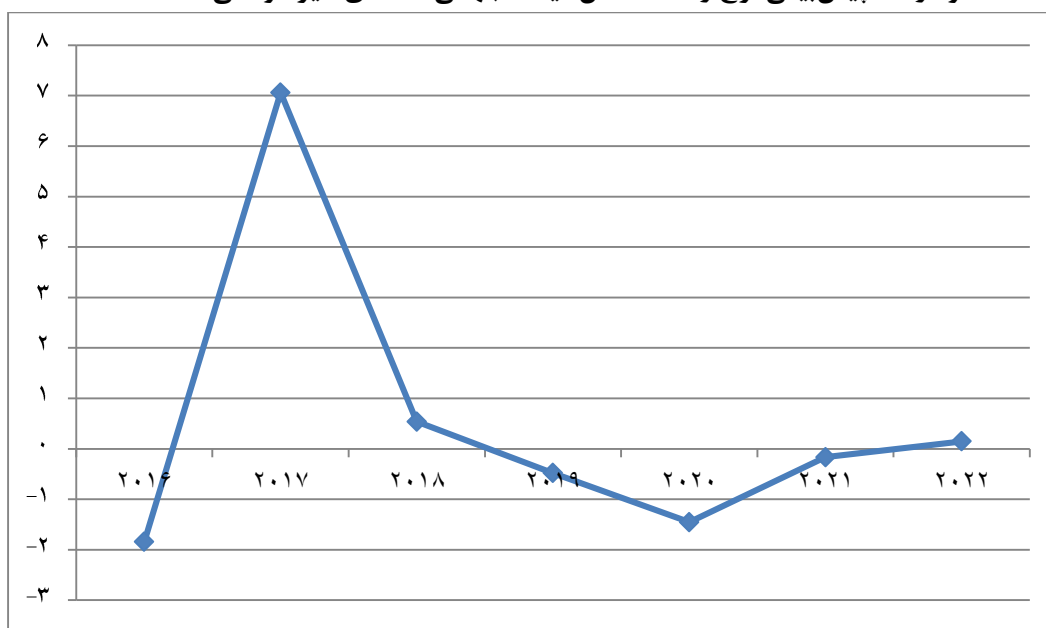
توضیح: محاسبات براساس دلار آزاد انجام شده است.

در خصوص نحوه اثرگذاری نرخ ارز بر شاخص قیمت کالاهای وارداتی باید توجه داشت که وجود نرخ ارز دوگانه یعنی نرخ ارز بازار آزاد و نرخ مبادله‌ای باعث شده است تا افزایش نرخ در بازار آزاد تنها باعث افزایش قیمت ریالی برخی از کالاها شود. بررسی آمار گمرک نشان می‌دهد که در سال ۱۳۹۵

حدود ۵۶ درصد از کالاها با ارز مبادله‌ای و ۴۱ درصد با ارز آزاد (متقاضی) وارد شده‌اند.^۱ بنابراین بخشی از اثر افزایش نرخ ارز بر شاخص قیمت وارداتی به‌علت وجود ارز مبادله‌ای خنثی می‌شود. با این حال باید توجه داشت که این نسبت‌ها برای سال ۱۳۹۶ ممکن است دستخوش تغییراتی شده باشد و درصد بالاتری از کالاها با ارز آزاد وارد شده باشند، زیرا در بازه‌های زمانی که بازار ارز با تلاطم مواجه شده و اختلاف بین نرخ رسمی و بازار آزاد افزایش می‌یابد، به‌علت کمبود عرضه ارز، تخصیص ارز مبادله‌ای نیز کاهش می‌یابد.

براساس پیش‌بینی صندوق بین‌المللی پول رشد شاخص قیمت جهانی کالاهای غیرسوختی در سال ۱۳۹۷ یعنی سال ۲۰۱۸ نسبت به سال ۲۰۱۷ کاهش قابل ملاحظه‌ای را در پیش خواهد داشت و این روند کاهشی تا سال ۲۰۲۰ ادامه‌دار خواهد بود.

نمودار ۱۲. پیش‌بینی نرخ رشد شاخص قیمت جهانی کالاهای غیرسوختی (۲۰۰۵=۱۰۰)



مأخذ: صندوق بین‌المللی پول (IMF).

بنابراین با توجه به نمودار ۱۲ به‌نظر می‌رسد روند کاهشی شاخص دلاری قیمت کالاهای وارداتی در سال ۱۳۹۷ ادامه‌دار بوده و بخشی از افزایش نرخ ارز و تأثیر آن بر شاخص قیمت مصرف‌کننده و تولیدکننده از این محل جبران شود.

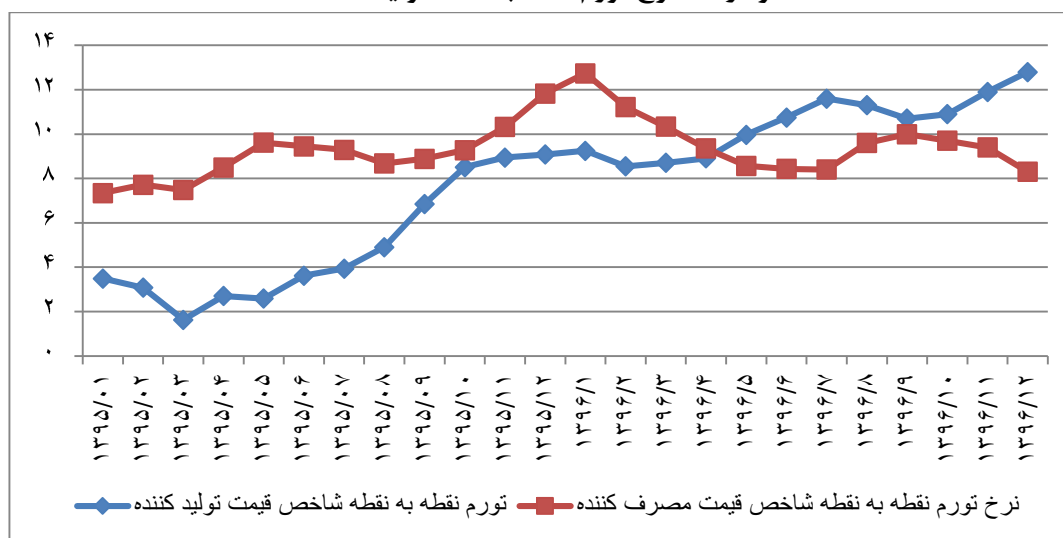
۱. در آمار گمرک ارز تخصیص یافته برای ۳ درصد از کالاها نامشخص بود.



۳-۳. شاخص قیمت تولیدکننده

نرخ تورم تولیدکننده یکی از حسگرهای تورم و یا پیشران نرخ تورم شاخص بهای کالای مصرف‌کننده است، به طوری که افزایش نرخ تورم تولیدکننده با یک یا دو وقفه زمانی منجر به افزایش نرخ تورم مصرف‌کننده می‌شود. از طرف دیگر تغییرات نرخ تورم تولیدکننده می‌تواند تا حدودی بیانگر تغییرات تقاضا نیز باشد. افزایش تقاضا می‌تواند یکی از دلایل افزایش نرخ تورم تولیدکننده باشد. نرخ تورم تولیدکننده در سال ۱۳۹۶ با افزایش قابل توجهی مواجه بوده به طوری که نرخ تورم نقطه به نقطه مهرماه ۱۳۹۶ به بالای ۱۱/۶ درصد رسیده و سپس کاهش اندک داشته است.

نمودار ۱۳. نرخ تورم نقطه به نقطه تولیدکننده



مأخذ: بانک مرکزی.

همان‌طور که در نمودار ۱۳ مشخص است، نرخ رشد شاخص قیمت تولیدکننده در سال ۱۳۹۵ روند رو به رشدی داشته و این روند کم‌وبیش در سال ۱۳۹۶ نیز حفظ شده و در اسفندماه ۱۳۹۶ به بالاترین مقدار یعنی ۱۲/۸ درصد رسیده است. همچنین در این نمودار مشخص است که نرخ تورم تولیدکننده برای اولین بار طی دوره مورد بررسی از نرخ تورم مصرف‌کننده پیشی گرفته است.

افزایش شاخص قیمت تولیدکننده در سال ۱۳۹۵ و به دنبال آن در سال ۱۳۹۶ می‌تواند ناشی از رشد اقتصادی قابل توجه و ۱۲/۵ درصدی سال ۱۳۹۵ و ۴/۶ درصدی در بهار سال ۱۳۹۶ باشد. به نظر می‌رسد افزایش رشد اقتصادی موجب افزایش تقاضا شده و در نتیجه شاخص قیمت تولیدکننده را تحت تأثیر قرار داده است.

همچنین از دیگر عوامل مؤثر بر افزایش نرخ تورم تولیدکننده، می‌تواند افزایش نرخ ارز در سال ۱۳۹۶ و به خصوص ماه‌های آخر دوره مورد بررسی باشد که باعث افزایش نرخ تورم وارداتی می‌شود. از آنجایی که

بیش از ۷۰ درصد واردات کشور را واردات کالاهای واسطه‌ای تشکیل می‌دهند، بنابراین افزایش قیمت کالاهای وارداتی (ناشی از افزایش نرخ ارز) تأثیر مستقیم بر نرخ تورم تولیدکننده خواهد داشت. اینکه آیا افزایش قابل توجه و روند رو به رشد نرخ تورم تولیدکننده موجب افزایش نرخ تورم مصرف‌کننده می‌شود یا خیر، بستگی به ظرفیت تولید و میزان موجودی انبار دارد. رکود اقتصادی عمیق طی سال‌های ۱۳۹۳ و ۱۳۹۲ باعث شد تا بنگاه‌های اقتصادی کشور زیر ظرفیت موجود به فعالیت پرداخته و موجودی انبار افزایش یابد. در صورتی که هنوز حجم بالایی از ظرفیت بنگاه‌های تولیدی خالی باشد، افزایش تقاضا و در نتیجه افزایش شاخص قیمت تولیدکننده، تأثیر زیادی بر روی شاخص قیمت مصرف‌کننده نخواهد داشت. در غیر این صورت می‌توان انتظار داشت که شاخص قیمت مصرف‌کننده در سه‌ماهه یا ۶ماهه نخست ۱۳۹۷، شروع به افزایش کند.

۳-۴. سیاست پولی و مالی

براساس توضیحات ارائه شده در بخش اول از این گزارش سیاست پولی و مالی در سال ۱۳۹۶ تطابق چندانی با حفظ روند کاهشی تورم و تورم تکریمی نداشته است کاهش هزینه‌های عمرانی دولت و افزایش شدید کسری بودجه (کسری تراز عملیاتی) دولت، انتظار افزایش تورم در سه‌ماهه یا ۶ماهه نخست ۱۳۹۷ را محتمل می‌سازد.

۳-۵. نرخ سود بانکی

تغییر سیاست دولت و بانک مرکزی در خصوص افزایش نرخ سود سپرده‌ها تا ۲۰ درصد و افزایش نرخ سود یک‌ساله تا ۲۰/۵ درصد در بازار مالی به‌وسیله اوراق مشارکت، می‌تواند در روند آتی نرخ تورم تأثیرگذار باشد. در این صورت بالا بودن نرخ سود بانکی همچنان به‌عنوان ضربه‌گیر تورم می‌تواند نرخ تورم را در کوتاه‌مدت پایین نگه دارد، اما احتمال ورشکستگی بانک‌های بد و نیز وقوع یک تورم فزاینده در آینده را افزایش می‌دهد. همچنین شکاف دارایی‌ها و بدهی‌های شبکه بانکی را گسترش خواهد داد و البته به تعمیق رکود در بخش واقعی نیز منجر می‌شود.

۳-۶. تعاملات بین‌المللی

تعاملات بین‌المللی و ادامه روند برجام و بازگشت یا عدم بازگشت تحریم‌ها از جمله عواملی است که می‌تواند بر تورم تأثیرگذار باشد و ایران را در دریافت درآمدهای ارزی دچار مشکل کرده و همچنین هزینه مبادلاتی واردات را نیز افزایش دهد. این موضوع در درجه اول و در کوتاه‌مدت بر نرخ ارز و انتظارات تورمی تأثیرگذار بوده و در نتیجه می‌تواند منجر به افزایش تورم شود. در بلندمدت نیز در صورتی که دریافت درآمدهای ارزی ایران را با مشکل مواجه کند، بر کل تورم سال ۱۳۹۷ تأثیرگذار خواهد بود.



۷-۳. جمع‌بندی پیش‌بینی تورمی

در مجموع به‌نظر می‌رسد از میان عوامل تأثیرگذار بر تورم کوتاه‌مدت، عوامل زیر تأثیر افزایشی در نرخ تورم سه‌ماهه نخست سال ۱۳۹۷ خواهند داشت:

۱. افزایش شاخص قیمت تولیدکننده به‌واسطه افزایش نرخ ارز و افزایش قیمت کالاهای واسطه‌ای وارداتی،
۲. کسری بودجه در سال ۱۳۹۶،
۳. روند افزایشی نقدینگی،
۴. احتمال بازگشت و افزایش برخی تحریم‌ها.

تورم وارداتی از محل افزایش نرخ ارز تا حدودی منجر به افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده و شاخص قیمت تولیدکننده شود. از طرف دیگر سیاست پولی و مالی از ابتدای سال تاکنون تطابق چندانی با هدف کاهش تورم نداشته و افزایش رشد نقدینگی و افزایش کسری بودجه دولت هر دو پیامدهای تورم‌زایی در پیش داشته و منجر به افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده در بازه کوتاه‌مدت خواهد شد. همچنین به‌لحاظ تعاملات بین‌المللی نیز، در صورتی که خللی در روند اجرای برجام رخ دهد، می‌توان انتظار افزایش تورم انتظاری و در نتیجه نرخ تورم در ماه‌های نخست سال ۱۳۹۷ را داشت.

همچنین عوامل زیر نیز می‌تواند بر نرخ تورم در جهت کاهشی تأثیر بگذارد:

۱. کاهش قابل توجه قیمت کالاهای جهانی و به‌دنبال آن کاهش شاخص قیمت دلاری کالاهای وارداتی،
۲. بالا بودن نرخ سود بانکی.

تصمیم سیاستگذار پولی در افزایش نرخ سود در پایان سال ۱۳۹۶ مجدداً می‌تواند به‌عنوان مانعی در برابر سرریز کردن آثار تورمی رشد نقدینگی گسترده در سال‌های گذشته عمل کند. البته این سیاست همان‌گونه که پیش‌تر نیز بیان شد، منجر به افزایش نرخ رشد نقدینگی از محل خلق پول برای پرداخت سود سپرده‌ها خواهد شد. همچنین تشدید ناترازی شبکه بانکی و تعمیق رکود در بخش واقعی را در پی خواهد داشت.

در نهایت باید توجه داشت که تغییرات کوتاه‌مدت نرخ تورم در ماه‌های آینده تا حد زیادی به تصمیم سیاستگذار بستگی دارد و لازم است تا سیاستگذار استراتژی مشخص خود درخصوص بازار ارز و نرخ سود بانکی را اعلام کند.

منابع و مآخذ

۱. بانک اطلاعات سری‌های زمانی بانک مرکزی.
۲. بانک مرکزی، گزیده آمارهای اقتصادی، بخش‌های مختلف.
۳. بانک مرکزی، نماگرهای اقتصادی، شماره‌های مختلف.
۴. «تعمیق تدریجی بازار بین‌بانکی ریالی» بانک مرکزی، مورخ ۲۲ دی‌ماه ۱۳۹۶ به آدرس اینترنتی: <https://cbi.ir/showitem/17289.aspx>
۵. گزارش عملکرد بازار بین‌بانکی ریالی در سال ۱۳۹۵، بانک مرکزی.



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۵۸۷۳

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: تحلیل تورم در سال ۱۳۹۶

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه اقتصاد کلان)

تهیه و تدوین: زهرا کاویانی

ناظران علمی: سیدعلی روحانی، محمدرضا عبداللہی، سیدمهدی حسینی دولت‌آبادی

متقاضی: معاونت پژوهش‌های اقتصادی

ویراستار تخصصی: _____

ویراستار ادبی: _____

واژه‌های کلیدی:

۱. نرخ تورم
۲. نقدینگی
۳. نرخ سود بانکی
۴. نرخ ارز



تاریخ انتشار: ۱۳۹۷/۳/۷