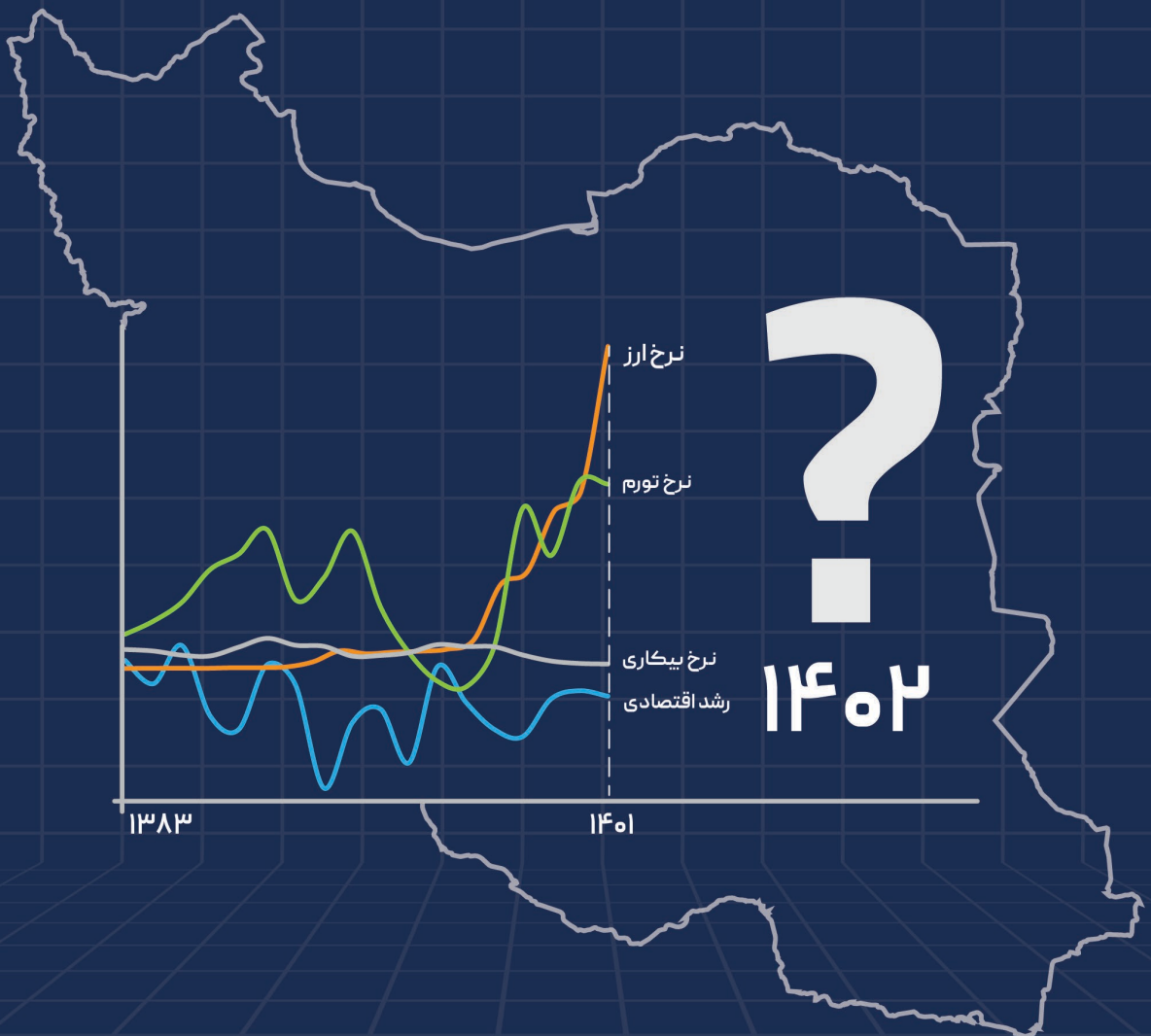


گزارش اقتصادی

چشم‌انداز اقتصاد کلان ایران در ۱۴۰۲

دانیان
گروه مالی



© حق معنوی این اثر متعلق به گروه مالی دانایان است، و نقل مطالب از آن با ذکر مأخذ بلامانع است. این گزارش را آقای دکتر تیمور رحمانی تهیه کرده‌اند، و آکادمی دانایان صرفاً متن را با رسم‌الخط خود منطبق کرده و دخالت محتوایی در متن نداشته است. از این‌رو، گزارش انعکاس‌دهنده نظریات ایشان است. تهران. اردیبهشت‌ماه ۱۴۰۲.

در پيشانی سخن

گروه مالی دانایان با همکاری بازوی آموزشی-پژوهشی‌اش (آکادمی دانایان) خود را ملزم می‌داند که هر سال گزارش‌های جامعی از حوزه‌های مختلف اقتصاد ایران ارائه دهد. به علاوه، در هر سال یک یا دو گزارش نیز با عنوان فراگیرتر «اقتصاد ایران در سال پیش‌روی» تهیه و به جامعه مالی کشور تقدیم می‌کند. متن گزارش حاضر توسط آقای دکتر تیمور رحمانی، استاد محترم دانشگاه تهران، تهیه شده و چشم‌اندازی عمومی از اقتصاد ایران در سال ۱۴۰۲ را پیش چشم علاقه‌مندان قرار می‌دهد.

گرایش اصلی این گزارش کاربردی است. هر چند گزارش‌ها مبتنی بر رویکرد علمی و منطبق با استانداردهای رایج روش تحقیق تهیه می‌شود، اما تلاش بر آن است که حاوی نتیجه‌گیری برای بنگاه‌ها و کسب‌وکارهای مختلف باشد.

امیدوارم خوانندگان این گزارش با ارائه نقد و نظرهای خود به گروه مالی دانایان، امکان ارتقای محتواهای تولیدشده در آکادمی دانایان را فراهم آورند.

با احترام
حسین عبده تبریزی

Кор



فهرست عناوین

۱	.....	مقدمه	۱
۲	.....	چشم انداز رشد اقتصادی	۲
۶	.....	چشم انداز تورم	۳
۱۳	.....	چشم انداز بازار پول	۴
۱۸	.....	چشم انداز بازار دارایی‌ها	۵
۲۵	.....	خلاصه و جمع بندی	۶

اقتصاد ایران سال ۱۴۰۱ را با عدم اطمینان قابل توجه سپری کرد و سال ۱۴۰۲ را با عدم اطمینان شدیدتر پیش می‌برد. در سال ۱۴۰۱ متأثر از افزایش تولید و صادرات نفت، رشد اقتصادی در سطح متوسط بلندمدت ادامه یافت، گرچه انتظار آن است که در شش ماهه دوم این رشد تا حدی کند شده باشد.

محتمل‌ترین سناریوی سال ۱۴۰۲، کاهش رشد اقتصادی است، مگر آن‌که در مذاکرات برج‌جایی تحول چشمگیر و سریعی تجربه شود. نرخ تورم که از نیمه دوم سال ۱۴۰۰ به کنده در حال کاهش بود، در دو ماه ابتدایی سال ۱۴۰۱ نیز به کاهش ادامه داد، اما از خرداد ۱۴۰۱ به دلیل حذف ارز ترجیحی، بدبینی به مذاکرات و لذا تشدید خروج سرمایه، و متأثر از حوادث نیمه دوم سال، سطح عمومی قیمت‌ها دچار جهش‌های محسوسی شد، و سبب شد تا نرخ تورم متوسط سالانه به آستانه ۵۰ درصد برگردد.

در سال ۱۴۰۲، تداوم و تشدید ناترازی‌های بلندمدت و خروج سرمایه و آثار آن بر بازار ارز، و هم‌چنین احتمال بازنگری در قیمت حامل‌های انرژی سبب می‌شود همچنان متوسط نرخ تورم‌های بالا انتظار رود و کاهش چشمگیر نرخ تورم، سناریوی محتملی محسوب نشود.

در سال ۱۴۰۱ مسکن یکی از بی‌نظم‌ترین جهش‌های قیمتی تاریخ خود را تجربه کرد. عدم اطمینان مرتبط با تجربه تلخ بازار سرمایه که رغبت عمومی برای ورود به بازار سرمایه را کاهش داد، همراه با انتظارات شکننده و در حال تغییر، مسکن را به عنوان سیرتورمی خارج از اثرگذاری و مداخله چشمگیر دولت جذاب کرد؛ در مجموع، مسکن در کل کشور رشد قیمتی در حد تورم عمومی یا اندکی پایین‌تر را تجربه کرد، هرچند رشد قیمتی آن بسیار ناهموار بود. در سال ۱۴۰۲، در تداوم سال ۱۴۰۱، سناریوی پراحتمال تداوم افزایش قیمت مسکن است؛ البته در غیاب تشدید رشد نقدینگی، احتمالاً رشد قیمت مسکن کمتر از تورم عمومی خواهد بود.

در سال ۱۴۰۱، بازار ارز و طلا متأثر از تشدید تمایل به خروج سرمایه و تداوم انتظارات تورمی بالا، مسیر صعودی را طی کرد؛ بدبینانه شدن انتظارات همراه با اعمال محدودیت‌های تحریم و کاهش دسترسی به منابع ارزی سبب جهش نرخ ارز و قیمت طلا در نیمه دوم سال ۱۴۰۱ شد. چون نرخ ارز و قیمت طلا از عامل بنیادین بلندمدت شکل‌دهنده آنها، یعنی رشد نقدینگی، فراتر رفته است، فقط در صورت تشدید رشد نقدینگی و تحریم‌ها، جهش قیمتی در بازار ارز و طلا انتظار می‌رود. با این حال سناریوی پراحتمال، تداوم افزایش نرخ ارز و قیمت طلا در حدود تورم عمومی است.

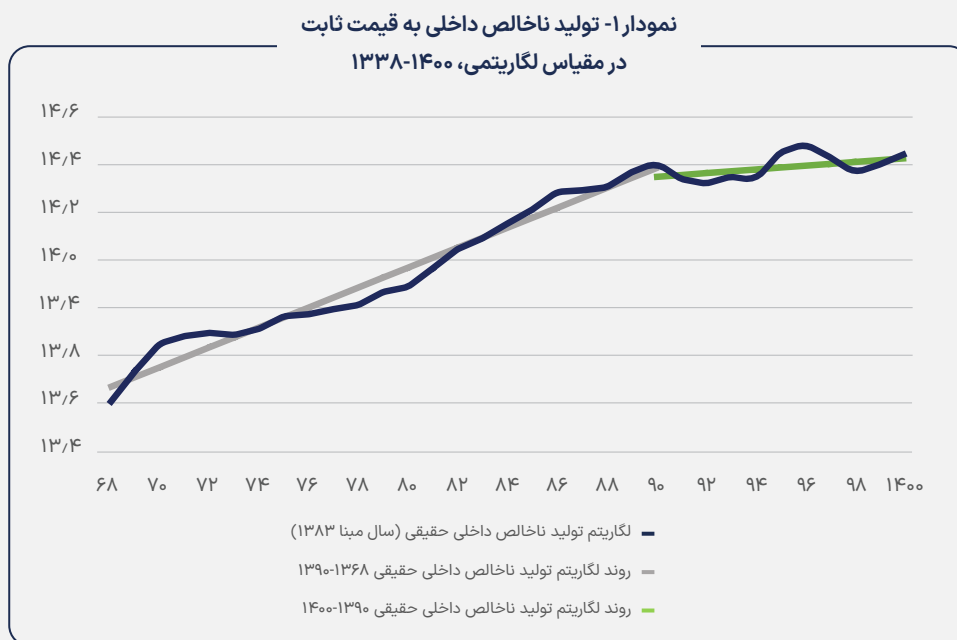
در سال ۱۴۰۱ با وجود تشدید تورم و افزایش شدید نرخ ارز، بازار سرمایه نسبتاً با تأخیر به آن واکنش نشان داد، و رشد شاخص به مراتب کمتر از رشد نرخ ارز و سایر دارایی‌ها بود. مجموعه عواملی از قبیل قیمت‌گذاری‌ها، مداخله بیشتر بخش دولتی و شبه‌دولتی در بازار سرمایه و در نتیجه پایین ماندن اعتماد به این بازار، جهش شدید قیمت‌ها در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ و فراتر رفتن شاخص از متغیرهای بنیادی، مشکلات تأمین آب و برق و گاز صنایع، و سایر موضوعات زیربنایی در توضیح رخوت بازار سرمایه نقش داشتند. در سال ۱۴۰۲، کماکان بخشی از مشکلات اشاره شده سبب تداوم نااطمینانی نسبت به قیمت سهام خواهد شد، با این همه، به دلیل کم‌رنگ شدن اثر جهش بیش از حد سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹، محتمل‌ترین سناریو آن است که افزایش قیمت سهام حداقل مشابه با تورم عمومی باشد.

دولت در ابتدای سال ۱۴۰۱، تمایلی به افزایش نرخ بهره و اثرگذاری بر بازار پول نداشت، هرچند که تمام شاخص‌های اقتصاد کلان از فشار محسوس برای افزایش نرخ بهره حکایت داشت. نهایتاً افزایش محدود نرخ بهره به دستگاه سیاست‌گذاری تحمیل شد، گرچه نرخ بهره حقیقی مثل گذشته به طور قابل توجهی منفی باقی ماند. در سال ۱۴۰۲ هم کماکان فشار برای بالاماندن نرخ بهره وجود خواهد داشت، و حتی این نرخ بیشتر افزایش می‌یابد.

در مجموع، سال ۱۴۰۲ سالی همراه با رشد اقتصادی پایین و تورم بالا پیش‌بینی می‌شود؛ به نظر نمی‌رسد تغییر مسیر اساسی در سیاست‌گذاری اقتصادی دولت حاصل شود.

۲. چشم انداز رشد اقتصادی

اقتصاد ایران در طول حدود سه دهه گذشته به طور متوسط رشد قابل توجهی نداشته است، و در طول حدود ۱۰ سال گذشته وضعیت وخیم تر شده است، به گونه ای که متوسط رشد اقتصادی سالانه حدود نیم درصد بوده است. نه تنها رشد اقتصادی ایران به طور متوسط پایین بوده است، بلکه بی ثباتی قابل توجهی هم داشته است. درک مناسب از این ویژگی ها، چشم انداز رشد اقتصادی ایران در سال ۱۴۰۲ را برای ما روشن خواهد کرد.



در نمودار ۱ تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت سال ۱۳۸۳ برای سال های پس از جنگ با منحنی سرمایه ای رنگ نشان داده شده است (محور افقی زمان و محور عمودی مقدار لگاریتم تولید ناخالص داخلی است). شیب منحنی ترسیم شده در هر سال نرخ رشد اقتصادی کشور را نشان می دهد و شیب کلی منحنی ترسیم شده نیز تصویری از متوسط رشد اقتصادی ۳ دهه گذشته را ارائه می کند. داده ها از سایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران برگرفته شده و داده های مفقودی آن محاسبه شده است.

اگر نوسانات سالانه را نادیده بگیریم، نرخ رشد اقتصادی در دوره ۱۳۶۸-۱۳۹۰ به طور متوسط ۴/۱ درصد بوده است؛ شیب خط مستقیم طوسی رنگ این رشد را نشان می دهد. در دوره ۱۳۹۰-۱۴۰۰ این شیب به طور متوسط ۰/۷۸ درصد بوده که با خط مستقیم سبز رنگ مشخص شده است. نمودار رشد بالای دو سال اول پس از جنگ را نشان می دهد که ناشی از بهبود درآمد نفت و به جریان افتادن برخی فعالیت های اقتصادی نیمه تعطیل است. افزایش واردات مواد اولیه و واسط و البته آثار کوتاه مدت سیاست های مالی و پولی انبساطی از دیگر عوامل مؤثر بر رشد سال های ابتدایی بعد از پایان جنگ است. پس از آن سال، متوسط رشد اقتصادی کاهش یافته است تا این که از سال ۱۳۷۹ با بهبود تولید و صادرات نفت و افزایش درآمد ارزی، امکان تزریق درآمدهای ارزی برای رونق موقتی اقتصاد فراهم شده است؛ امکان پذیری واردات هم به بهبود رشد اقتصادی کمک کرده است. به علاوه در نیمه اول دهه ۱۳۸۰، بهبود روابط مالی و تجاری با دنیای خارج نیز به بهبود انباشت سرمایه کمک کرده است.

با طرح پرونده هسته‌ای ایران در محافل بین‌المللی و شکست مذاکرات، دور اول تحریم‌ها آغاز و قطعه‌نامه‌های بین‌المللی علیه ایران صادر شد که نهایتاً به کاهش تولید و صادرات نفت منجر شد؛ این وضع به کاهش انباشت سرمایه و کاهش امکان واردات مواد اولیه و واسط انجامید که تأثیر مستقیم و منفی بر رشد اقتصاد ایران داشت. با شروع مذاکرات منتهی به توافق برجام و بهبود انتظارات، رشد اقتصادی در سال ۱۳۹۳ مجدداً مثبت شد. اما کاهش شدید قیمت نفت در سال ۱۳۹۴ مجدداً رشد منفی برای اقتصاد ایران به بار آورد. در سال ۱۳۹۵، متأثر از افزایش شدید تولید و صادرات نفت و همچنین بهبود قیمت نفت، رشد اقتصادی ایران جهش شدیدی را تجربه کرد؛ مشخص بود که این رشد تداوم‌پذیر نیست. به همین دلیل، در سال ۱۳۹۶ رشد اقتصادی مجدداً به متوسط بلندمدت برگشت. با خروج آمریکا از برجام و بازگشت تحریم‌ها، تولید و صادرات نفت کاهش یافت، و رشد اقتصادی ایران برای سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ منفی شد. در سال ۱۳۹۹ با وجود تداوم تحریم‌ها و شیوع کرونا، رشد اقتصادی مجدداً مثبت شد، گرچه هنوز سطح تولید ناخالص داخلی بسیار پایین‌تر از سطح سال ۱۳۹۶ بود. در سال ۱۴۰۰ نیز به دلیل شروع مذاکرات احیای برجام و بهبود تولید و صادرات نفت، سطح تولیدات ایران اندکی افزایش یافته است.

پرسش این است که چرا متوسط رشد اقتصادی ایران قابل‌توجه نیست، و به‌علاوه بی‌ثبات و پرنوسان است. برای پی‌بردن به این موضوع، می‌توان مبنایی نظری ارائه کرد که در شکل ۱ نشان داده شده است. مطابق توضیحات این شکل در اقتصاد پنج نوع سرمایه وجود دارد:

(الف) سرمایه نهادی (شامل تدارک کالاها و خدمات عمومی از جمله حفاظت از حقوق مالکیت و رویه مناسب قانون‌گذاری و سیاست‌گذاری و همچنین تدارک زیرساخت‌های اقتصادی)؛

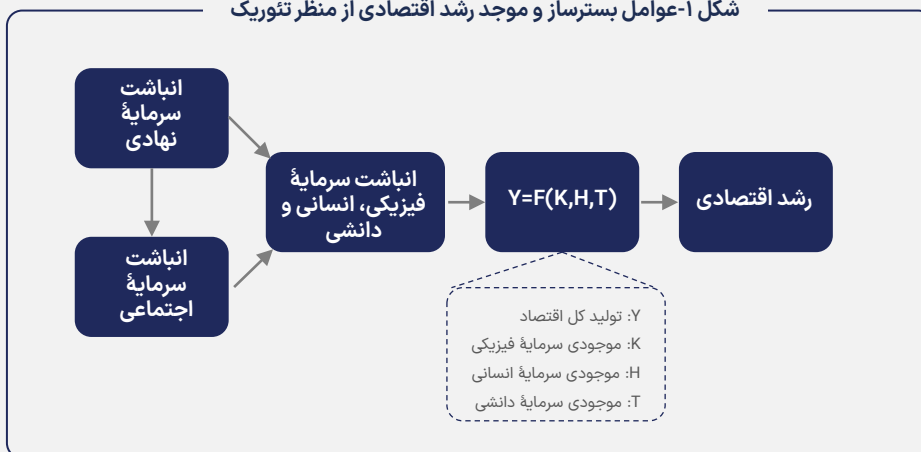
(ب) سرمایه اجتماعی (شامل اعتماد اشخاص به یکدیگر و تمایل به همکاری جمعی و شراکت و توجه به ارزش‌های اجتماعی)؛

(ج) سرمایه فیزیکی (شامل تجهیزات و تأسیسات و ابزار تولید از کارخانه گرفته تا مزرعه و فروشگاه)؛

(د) سرمایه انسانی (شامل تعداد نیروی کار و آموزش و مهارت آنان)؛

(ه) سرمایه دانشی (شامل ابداعات، اختراعات، ایده‌ها و فنون تولید کالاها و خدمات).

شکل ۱- عوامل بسترساز و موجد رشد اقتصادی از منظر تئوریک



شکل فوق بیان می‌کند که انباشت سرمایه نهادی (تدارک مناسب کالاها و خدمات عمومی توسط دولت) اولاً به طور مستقیم سبب افزایش انگیزه انباشت سه نوع سرمایه فیزیکی، انسانی و دانشی می‌شود و ثانیاً سبب انگیزه انباشت سرمایه اجتماعی می‌شود، و در نتیجه به طور غیرمستقیم سبب افزایش انگیزه انباشت سرمایه فیزیکی، انسانی و دانشی می‌شود. اما چگونه انباشت سرمایه نهادی به انباشت سایر انواع سرمایه کمک می‌کند؟

هنگامی که دولت کالاهای عمومی از قبیل زیربناها، حقوق مالکیت، حل و فصل کم‌هزینه دعوی، آموزش و بهداشت عمومی را به نحو مناسب تدارک می‌بیند و سیاست‌گذاری منجر به ثبات اقتصاد کلان را دنبال می‌کند، افراد جامعه با اطمینان خاطر بیشتری به شراکت و همکاری جمعی روی می‌آورند، زیرا اطمینان دارند حقی از آنان ضایع نخواهد شد؛ مطمئن می‌شوند صرف وقت برای امور اجتماعی و اعتماد به سایر افراد جامعه هزینه بالایی به آنان تحمیل نمی‌کند. البته آن‌گاه که اعتماد و تمایل به شراکت تشویق می‌شود، نتیجه امر اعتماد و مشارکت بیشتر افراد جامعه، تلاش بیشتر کسب‌وکارها، و کسب مهارت و ابداع و خلاقیت است که اینها همه خود را در انباشت سرمایه فیزیکی، انسانی و دانشی بالاتر نشان می‌دهد.

از طرف دیگر، انباشت سرمایه نهادی سبب افزایش بازدهی سرمایه فیزیکی، انسانی و دانشی می‌شود و این به نوبه خود نیز انگیزه انباشت این انواع سرمایه را افزایش می‌دهد. اما می‌دانیم که تولید کل اقتصاد به طور مستقیم ناشی از سه نوع سرمایه فیزیکی، انسانی و دانشی است و آنچه در عمل بر تولید به شکل مستقیم اثر می‌گذارد، این سه نوع سرمایه است. لذا، انباشت سرمایه فیزیکی، انسانی و دانشی بالاتر سبب تولید بیشتر می‌شود که در داده‌ها خود را به شکل رشد اقتصادی نمایان می‌کند.

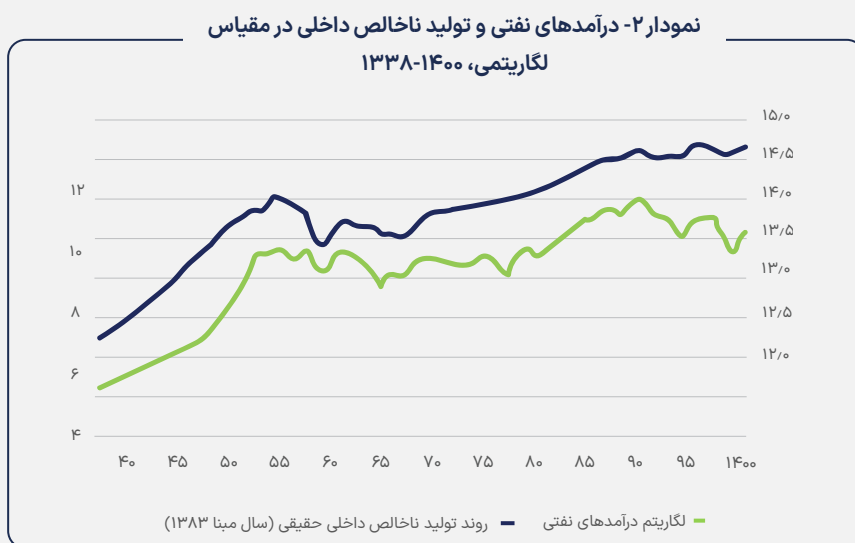
در اقتصاد ایران، نهاد دولت در تدارک کالاها و خدمات عمومی و انباشت سرمایه نهادی به شکل قابل قبول عمل نکرده است، و نشانه‌های آن کاهش سهم تحقق‌یافته هزینه‌های عمرانی و سیاست‌های منجر به بی‌ثباتی اقتصاد کلان است. کاهش انباشت سرمایه نهادی توسط دولت هم به طور مستقیم و هم از طریق کاهش انباشت سرمایه اجتماعی سبب کاهش انگیزه انباشت سرمایه فیزیکی، دانشی و انسانی شده است. نتیجه کاهش انباشت انواع سرمایه نیز پایین ماندن متوسط رشد اقتصادی در حدود سه دهه گذشته (حتی با نادیده گرفتن رشدهای منفی دوران جنگ) است.

چه توضیحی برای بی‌ثباتی رشد اقتصادی ایران وجود دارد؟ در پاسخ به این سؤال، لازم است اشاره شود که رشد اقتصادی ایران به شدت منابع‌محور^۱ است، به این معنی که رشد اقتصادی با تهی‌سازی منابع طبیعی ایجاد می‌شود. مصداق بارز منابع‌محوری، اتکای رشد اقتصادی ایران به درآمد حاصل از تولید و صادرات نفت و گاز است. با این حال، تولید و صادرات محصولات پتروشیمی، محصولات فلزی و محصولات کشاورزی و دامی نیز تفاوت ماهوی با تولید نفت ندارد، به این معنی که همه این تولیدات با تهی‌سازی و تخریب منابع زیرزمینی و منابع طبیعی همراه است.

منابع‌محور بودن رشد اقتصادی ایران بدان معنی است که رشد بهره‌وری نقشی چندان در ایجاد رشد اقتصادی ایران ندارد. اما درآمد حاصل از تولید و به‌ویژه صادرات منابع معدنی و طبیعی به اقتصاد ایران امکان می‌دهد که اولاً با افزایش پس‌انداز و ثانیاً با واردات کالاهای سرمایه‌ای، واسطه‌ای و حتی مواد اولیه تا حدی امکان انباشت سرمایه فیزیکی را فراهم کند. به علاوه، از طریق انتقال دانش در واردات، امکان مختصری برای انباشت سرمایه انسانی و دانشی فراهم کند و قادر به رشد اقتصادی شود. اما چون این رشد اقتصادی به رشد بهره‌وری متکی نیست، به محض کاهش درآمد حاصل از صادرات منابع طبیعی (به دلایلی مانند کاهش قیمت نفت یا تحریم) رشد اقتصادی نیز دچار کاهش می‌شود. دوباره با بهبود درآمد حاصل از صادرات منابع طبیعی، رشد اقتصادی نیز بهبود می‌یابد. این ویژگی اصلی‌ترین دلیل بی‌ثباتی و نوسان قابل‌توجه رشد اقتصادی ایران است. اگر رشد اقتصادی ایران به رشد بهره‌وری و انباشت مجموع انواع سرمایه متکی بود، نوسانات آن کمتر بوده، و تا این اندازه بی‌ثبات نبود.

رابطه درآمدهای نفتی و تولید ناخالص داخلی شواهد کافی برای نشان دادن رشد منابع محور اقتصاد ایران، و در نتیجه پایین ماندن متوسط رشد اقتصادی و بی‌ثباتی این رشد ارائه می‌کند. در نمودار ۲ درآمدهای نفتی به دلار (منحنی سبز رنگ) و تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت ۱۳۸۳ (منحنی سرمه‌ای رنگ) برای دوره طولانی ۱۴۰۰-۱۳۳۸ در مقیاس لگاریتمی نشان داده شده است. لگاریتم درآمدهای نفتی با محور عمودی سمت چپ و لگاریتم تولید ناخالص داخلی با محور عمودی سمت راست نشان داده شده‌اند. برای نشان دادن اثر درآمدهای نفتی بر رشد اقتصادی (هم از منظر ایجاد توان پس‌انداز ملی و هم از منظر امکان‌پذیری واردات کالاهای سرمایه‌ای و همچنین کالاهای واسط و مواد اولیه) بهتر است از درآمدهای نفتی به دلار استفاده شود.

همان طور که نمودار ۲ به‌وضوح نشان می‌دهد، بین درآمدهای نفتی و تولید ناخالص داخلی همبستگی بالایی در روند مشاهده می‌شود. در واقع، آنچه نمودار نمایان می‌کند آن است که هم رشد بلندمدت و هم نوسانات رشد اقتصادی که با شیب منحنی تولید ناخالص داخلی نشان داده شده، از وضعیت درآمدهای نفتی بسیار متأثر است. برای این دوره طولانی، ضریب همبستگی درآمدهای نفتی و تولید ناخالص داخلی برابر با ۰/۸۴ است و ضریب همبستگی بین لگاریتم این دو متغیر نیز برابر با ۰/۹۵ است؛ این ضرایب حکایت از هم‌حرکتی بالای این دو متغیر دارد، و تأییدی بر آنچه در نمودار مشاهده می‌شود.



از آنچه به اختصار در مورد رشد اقتصادی ایران گفته شد، چه چشم‌اندازی برای رشد اقتصادی ایران در سال ۱۴۰۲ می‌توان ترسیم کرد؟ همان‌طور که اشاره شد، رشد اقتصادی منابع‌محور این دلالت را دارد که متوسط رشد اقتصادی یا رشد بلندمدت اقتصاد ایران پایین است؛ حتی در غیاب تحریم هم متوسط رشد اقتصادی چشمگیر نخواهد شد. در شرایط تداوم تحریم‌های موجود (حتی اگر تحریم‌ها تشدید هم نشود) اقتصاد ایران در دوره حداقل پنج ساله آتی، چشم‌انداز متوسط رشد چندانی ندارد و متوسط رشد اقتصادی ایران کم‌وبیش در سطح رشدهای پایین باقی می‌ماند، و حتی از متوسط سال‌های ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ هم کمتر خواهد بود. نباید فراموش کرد که انبوه مطالبات فراروی دولت که طی دهه‌ها شکل گرفته، سبب درگیرماندن دولت در رفع مشکلات روزمره می‌شود؛ دولت امکان تمرکز بر برگرداندن مسیر نزولی رشد سرمایه‌گذاری جاری را نخواهد داشت. این بدان معنی است که در غیاب یک توافق بزرگ، اقتصاد ایران در سال ۱۴۰۲ رشد اقتصادی پایینی را تجربه خواهد کرد. حتی با حصول توافق، تا آشکار شدن نتایج آن بر روی رشد اقتصادی، مدت زمانی نیاز خواهد بود تا امکان رشد قابل‌توجه فراهم آید. وقوع چنین رشدی در سال ۱۴۰۲ منتفی است.

این بدان معنی است که کسب‌وکارها در سال ۱۴۰۲ از ناحیه رشد بخش حقیقی اقتصاد و تحرک فعالیت‌های حقیقی اقتصادی، امکان چندانی برای بسط فعالیت خود نخواهند داشت. به عبارت دیگر، امکان انبساط اقتصاد برای بهره‌مندی عموم کسب‌وکارها وجود ندارد؛ از این رو انتخاب نوع کسب‌وکار در کسب بازدهی حقیقی بسیار بااهمیت است.

۳. چشم انداز تورم

اقتصاد ایران رکورددار بادوام‌ترین تورم دورقمی در سطح جهان است و به مدت پنج دهه تورم دورقمی را تجربه کرده است. در این پنج دهه، فقط در پنج سال نرخ تورم تک‌رقمی، و آن هم نزدیک به ۱۰ درصد، بوده است. در عین حال، در طول این پنج دهه نرخ تورم اولاً بی‌ثبات و ثانیاً دارای روند صعودی بوده است. طی این مدت، نرخ تورم در مقاطعی دچار شوک‌ها و جهش‌های شدید شده، به گونه‌ای که چند بار از کنترل خارج شدن تورم و رفتن به سمت ابرتورم اقتصاد ایران را تهدید کرده است. اقتصاد ایران با گذشت زمان، متأثر از تشدید ناترازی‌ها و نظام تصمیم‌گیری که در آن تخصیص غیربهبینه منابع مجوز «خرج فراتر از توان تولید» را داده، به متوسط تورم‌های بالاتر گرایش پیدا کرده است. تداوم تورم بالا طی پنج دهه و وجود شوک‌ها و جهش‌های تورمی این امکان را به تحلیل‌گران اقتصاد داده تا هم عامل تورم ماندگار و پایدار و هم عامل مسلط بر جهش‌های تورمی در اقتصاد ایران را شناسایی کنند.

در نمودار ۳ نرخ تورم کل دوره ۱۴۰۰-۱۳۳۸ به همراه روند آن نشان داده شده است. در این نمودار، منحنی سرمایه‌ای رنگ نرخ تورم تحقق‌یافته در هر سال، و خط مستقیم سبز رنگ روند نرخ تورم یا برآزش آن در طول دوره مورد اشاره می‌باشد. مشاهده می‌شود که اقتصاد ایران پس از تجربه تورم‌های متوسط در سال‌های پایانی دهه ۱۳۳۰، با اجرای بسته تثبیت صندوق بین‌المللی پول و همزمان با تأسیس بانک مرکزی، توانست برای یک دهه تورم‌های بسیار پایین داشته باشد. در همین دوره هم کشور رشد اقتصادی بسیار بالا را تجربه کرد و این از موفقیت بانک مرکزی در اجرای سیاست پولی و نظارتی در آن دهه حکایت دارد.

با ورود به دهه ۱۳۵۰ و افزایش شدید درآمدهای نفتی، به دلیل سیاست‌های پولی و مالی به شدت انبساطی و تضعیف نظارت بانک مرکزی، و تا حدی نیز به علت افزایش تورم جهانی، اقتصاد ایران وارد دوره تورم‌های بالای دورقمی شد، تا آنجا که در سال ۱۳۵۶ نرخ تورم ۲۵ درصدی را تجربه کرد. این نرخ بالا در شرایطی پدید آمد که به دلیل درآمدهای ارزی بالا، نرخ ارز ثابت مانده، و لذا با واردات گسترده، بخشی از آثار تورمی سیاست‌های انبساطی به خارج اقتصاد ایران منتقل شده بود. با پیروزی انقلاب و متعاقب آن جنگ تحمیلی، اقتصاد ایران هم متأثر از شوک منفی بخش عرضه (به دلیل دولتی‌شدن بسیاری از فعالیت‌ها، کاهش رشد بهره‌وری، و هم‌چنین تعطیلی بسیاری از فعالیت‌ها به دلیل عدم امکان واردات مواد اولیه و واسط) و هم متأثر از مخارج بالای جنگ و کسری بودجه حاصل از آن و لذا تداوم رشد بالای نقدینگی فراتر از رشد تولید، نرخ‌های تورم بالا را تجربه کرد؛ حتی در سال‌های پایانی جنگ، خطر از کنترل خارج شدن نرخ تورم نمایان شد.

با خاتمه جنگ، به دلیل افزایش تولید ناشی از فعالیت مجدد صنایع، بهره‌برداری از ظرفیت بیکار تولید، شروع به استفاده از منابع خارجی برای واردات، و بالاخره با کاهش انتظارات تورمی؛ نرخ تورم کاهش یافت. پس از گذشت حدود دو دهه، کشور یک سال تورمی تک‌رقمی را تجربه کرد. اما با ورود به دهه ۱۳۷۰ به دلیل ظاهر شدن آثار تورمی سیاست‌های انبساطی، به دلیل بحران ارزی ناشی از سررسید شدن بدهی‌های خارجی و لذا افزایش شدید نرخ ارز، نرخ تورم جهش بسیار شدیدی را تجربه کرد؛ تورم در سال ۱۳۷۴ به ۵۰ درصد رسید. متعاقب این سال، کشور با در پیش گرفتن سیاست‌های تثبیت، انقباضی‌شدن سیاست‌های پولی و مالی، و تا حدی متأثر از کاهش انتظارات تورمی ناشی از تحولات سیاسی، نرخ تورم فروکش کرد؛ به تدریج با بهبود درآمدهای ارزی در انتهای دهه ۱۳۷۰ و نیمه اول دهه ۱۳۸۰، نرخ تورم به اعداد دورقمی نه چندان بالا گرایش یافت.

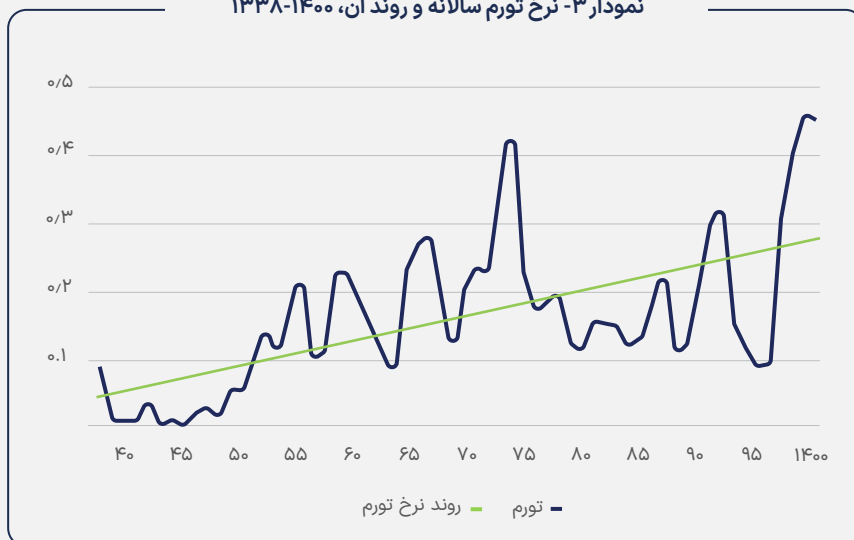
از نیمه دوم دهه ۱۳۸۰، با ظاهر شدن آثار سیاست‌های مالی و پولی انبساطی، و سپس هدفمندی یارانه‌ها و نهایتاً با ظاهر شدن نشانه‌های تحریم و بحران ارزی، نرخ تورم در مسیر افزایش قرار گرفت و در سال ۱۳۹۲ وارد مسیر فراینده شد. با آغاز مذاکرات در سال ۱۳۹۲ و تحولات سیاسی متعاقب آن و نیز با کاهش انتظارات تورمی و بهبود درآمدهای ارزی، نرخ تورم مسیر نزولی در پیش گرفت. با ظاهر شدن تنگنای اعتباری و بحران بانکی و در نتیجه افزایش شدید نرخ بهره حقیقی، با اصرار بر پایین نگه داشتن تصنعی نرخ ارز، نرخ تورم کاهش محسوس یافت که از جنس حبس شدن و به تأخیر افتادن بود؛ پس از گذشت حدود ۲۵ سال، اقتصاد ایران بار دیگر نرخ تورم تک‌رقمی را در سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ تجربه کرد. البته این نرخ‌های تورم اولاً در مرز تورم دورقمی بود، و ثانیاً تورم حبس شد تا در آینده نمایان شود؛ با وجود نرخ بهره حقیقی بالا، رشد بالای نقدینگی تداوم یافت و چنین شرایطی به معنی مهار تورم نبود، بلکه به معنی انباشته شدن نیروی تورمی برای سال‌های آینده بود.

در سال ۱۳۹۷، با انباشته شدن نیروی تورمی ناشی از تداوم رشد بالای نقدینگی، و با خروج امریکا از برجام که انتظارات تورمی را به شدت افزایش و باعث بحران ارزی و جهش شدید نرخ ارز شد، پیش‌بینی بسیاری از اقتصاددانان آن بود که ایران دچار ابرتورم شود. از میانه سال ۱۳۹۷ و بر اثر تغییر نحوه مدیریت بازار ارز و تخلیه تدریجی آثار تورمی رشدهای نقدینگی قبل از سال ۱۳۹۷، نرخ تورم در سال ۱۳۹۸ به تدریج فروکش کرد. در سال ۱۳۹۹ بر اثر شیوع کرونا، کاهش شدید درآمدهای ارزی، فشار شدید ترامپ برای به بن‌بست رساندن ایران، و بر اثر تشدید رشد نقدینگی متأثر از بحران در بازار سرمایه، جهش دیگری در نرخ ارز و نرخ تورم شکل گرفت. مجدداً صحبت از ابرتورم و ونزوئلایی شدن اقتصاد ایران بر سر زبان‌ها افتاد.

با تغییر دولت در امریکا و شروع مجدد مذاکرات احیای برجام، انتظارات تورمی کاهش و درآمدهای نفتی بهبود یافت، و این دو زمینه کاهش نرخ تورم را فراهم آورد و تا اواخر سال ۱۴۰۰ این وضعیت تداوم یافت. در سال ۱۴۰۱ در حالی که نرخ تورم ماهانه در شروع سال بسیار پایین بود، حذف ارز ترجیحی یکی از شدیدترین جهش‌های تورمی کوتاه‌مدت تاریخ ایران را شکل داد. به تدریج در نیمه دوم تابستان و اوایل پاییز، نرخ تورم مجدداً کمی فروکش کرد تا این‌که حوادث نیمه دوم سال ۱۴۰۱، زمینه تشدید خروج سرمایه، تشدید انتظارات تورمی، و در نتیجه جهش تورمی دیگری را فراهم کرد؛ نهایتاً سال ۱۴۰۱ نیز با تحمیل نرخ تورم بالا به اقتصاد خاتمه یافت.

نمودار ۳ نشان می‌دهد که نرخ تورم در طول دوره حدود ۶۰ ساله اخیر به طور متوسط در حال افزایش بوده است؛ این با روند صعودی سبز رنگ نشان داده شده است. با ملاحظه این روند بلندمدت و روند نرخ تورم، می‌توان تحلیل کرد که تورم تحقق‌یافته اقتصاد ایران در سال ۱۳۵۶ عمدتاً متأثر از فشار تقاضا، در سال‌های ۱۳۵۹ و ۱۳۶۰ عمدتاً ناشی از شوک منفی عرضه و رکود تورمی، در سال‌های ۱۳۶۵ تا ۱۳۶۷ متأثر از شوک منفی عرضه و فشار تقاضا، در سال‌های ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۴ هم ناشی از فشار تقاضا و هم متأثر از شوک ارزی، در سال ۱۳۸۷ عمدتاً ناشی از فشار تقاضا، در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ متأثر از فشار تقاضا و شوک ارزی، و در سال‌های ۱۳۹۷ به بعد ناشی از بحران بانکی قبل از ۱۳۹۷ و متأثر از شوک ارزی مرتبط با تحریم بوده و باعث شده تا نرخ تورم از روند بلندمدت آن فراتر برود و دوره‌های جهش تورمی اقتصاد ایران شکل یابد.

نمودار ۳- نرخ تورم سالانه و روند آن، ۱۴۰۰-۱۳۳۸



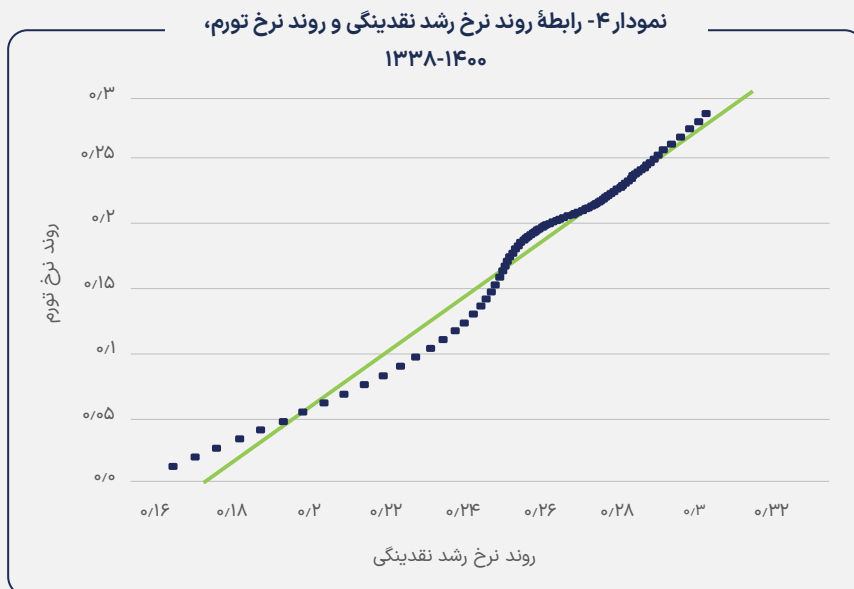
اکنون که به تحولات تورم در مقاطع مختلف تاریخی اقتصاد ایران اشاره داشتیم، لازم است برای پیش‌بینی تورم سال‌های آتی، عامل شکل‌دهنده تورم بلندمدت اقتصاد ایران یا روند تورم اقتصاد ایران را که در نمودار ۳ با خط مستقیم سبز رنگ نشان داده شد را شناسایی کنیم. برای شناسایی این عامل، لازم است به دو منشاء اصلی تورم اشاره شود: تورم فشار تقاضا و تورم فشار هزینه. منظور از تورم فشار تقاضا آن است که یکی از اجزای تقاضای کل (مصرف خصوصی، سرمایه‌گذاری خصوصی، مخارج دولت، و خالص صادرات) به دلیلی افزایش یابد و در نتیجه سبب بروز اضافه تقاضا برای کالاها و خدمات شود. در این صورت اگر عرضه کالاها و خدمات نتواند متناسب با افزایش تقاضا افزایش یابد (عرضه کالاها و خدمات کفش لازم را نداشته باشد)، قیمت کالاها و خدمات شروع به افزایش و تورم بروز می‌کند. منظور از تورم فشار هزینه آن است که یکی از هزینه‌های با اهمیت تولید (هزینه دستمزد نیروی کار، هزینه مواد اولیه و واسط و مواردی از این دست) به دلیلی افزایش یابد؛ این به معنی کاهش تولید کالاها و خدمات در قیمت‌های موجود و لذا بروز اضافه تقاضا می‌شود. نتیجه اضافه تقاضا نیز به طور طبیعی افزایش سطح قیمت کالاها و خدمات یا تورم است. تفاوت تورم فشار تقاضا و تورم فشار هزینه در آن است که در «تورم فشار تقاضا» همراه بروز تورم، اقتصاد نشانه‌هایی از رونق (افزایش تولید و اشتغال و مصرف و ...) را به همراه دارد. اما در «تورم فشار هزینه» همراه با تورم، اقتصاد نشانه‌هایی از رکود (کاهش تولید و اشتغال و مصرف و ...) را بروز می‌دهد.

گرچه هر افزایش برونزایی در تقاضای کل و هر افزایشی در هزینه‌های تولید سبب افزایش سطح عمومی قیمت‌ها و تورم می‌شود، اما علم اقتصاد ادعا می‌کند هیچ عاملی نمی‌تواند سبب افزایش پی‌درپی قیمت‌ها و در نتیجه تورم ماندگار شود، مگر این که با رشد نقدینگی همراه شود. در عین حال، تنها عاملی که می‌تواند بدون محدودیت رشد کند و رشد آن تداوم یابد، حجم نقدینگی است. شرح نظری این موضوع در این نوشتار نمی‌گنجد، اما به عنوان نتیجه یا فرضیه پذیرفته‌شده، آن را در تحلیل خود وارد می‌کنیم. به همین دلیل اقتصاددانان هنگام بحث راجع به تورم میان یا بلندمدت، عامل تورم را به رشد نقدینگی محدود می‌کنند. در واقع، رشد نقدینگی میانبری برای بیان تمام عوامل مؤثر بر متوسط تورم اقتصاد است.

به دلایل یادشده در بالا، برای پی‌بردن به متوسط یا روند تورم در هر کشور می‌توان بر رشد نقدینگی متمرکز شد. در مورد ایران نیز برای پیش‌بینی متوسط یا روند تورم کافی است بر رشد نقدینگی متمرکز شویم. لذا در پاسخ به این که چرا متوسط تورم در طول زمان در حال افزایش است، کافی است روند متوسط رشد نقدینگی را رصد کنیم: در دوره ۱۳۳۸-۱۳۵۰ متوسط رشد نقدینگی به ازای هر واحد تولید ۴/۲ درصد، در دوره ۱۳۳۸-۱۳۵۷ متوسط رشد نقدینگی به ازای هر واحد تولید ۱۴/۴ درصد، در دوره ۱۳۳۸-۱۳۷۰ متوسط رشد نقدینگی به ازای هر واحد تولید ۱۷/۲ درصد، در دوره ۱۳۳۸-۱۳۹۰ متوسط رشد نقدینگی به ازای هر واحد تولید ۱۹/۳ درصد، و در دوره ۱۳۳۸-۱۴۰۰ متوسط رشد نقدینگی به ازای هر واحد تولید ۲۱ درصد بوده است. آشکار است که اقتصاد ایران به‌تدریج بر اثر تشدید ناترازی‌ها به ازای هر واحد تولید، رشد نقدینگی بالاتری را ایجاد کرده است؛ همین موضوع می‌تواند دلیل اصلی صعودی‌بودن روند تورم را در ایران توضیح دهد. از تحلیل فوق نتیجه می‌گیریم تا زمانی که مجموع ناترازی‌های اقتصاد (بویژه ناترازی آشکار و پنهان بودجه دولت) تداوم رشد نقدینگی بالا را باعث می‌شود، متوسط نرخ تورم ایران نیز بالا خواهد ماند. به‌علاوه، متوسط تورم سال‌های پیش‌رو نیز بیش از متوسط تورم گذشته اقتصاد ایران خواهد بود.

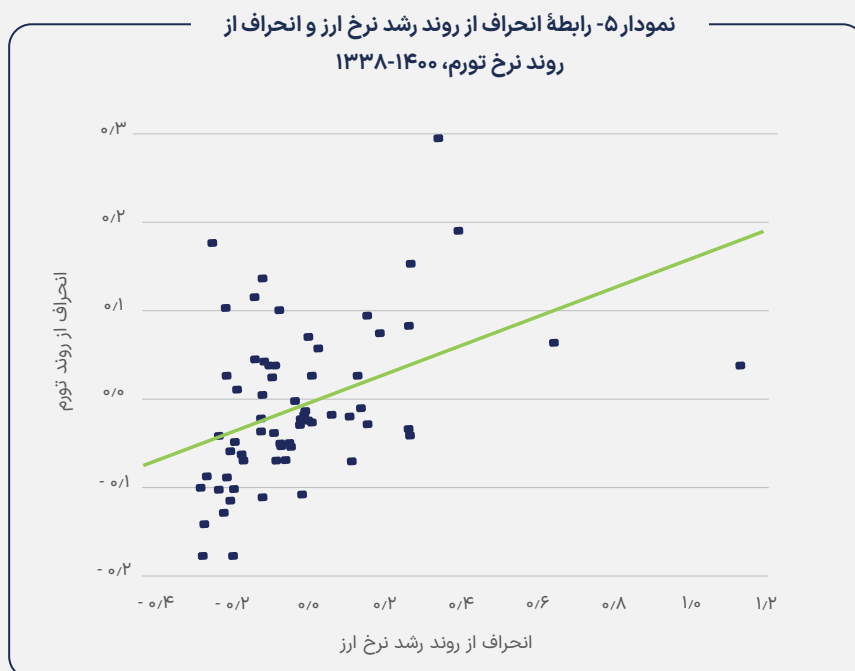
برای پی بردن به منشاء شوک‌ها و جهش‌های تورمی اقتصاد ایران (نمودار)، باید به این موضوع توجه کنیم که غیر از جهش تورمی سال ۱۳۵۶، تمامی جهش‌های تورمی با اهمیت اقتصاد ایران (فراترفتن محسوس نرخ تورم از روند آن) با محدودیت‌های ارزی و جهش‌های نرخ ارز مرتبط بوده است. دلیل این موضوع نیز ساده است. از دهه ۱۳۵۰ که متوسط رشد نقدینگی افزایش یافته، غالباً توسل به پایین نگاه داشتن نرخ ارز (در شرایطی که امکان پذیر بوده است) و لذا توسل به واردات سبب شده است تا نیروی تورمی ناشی از رشد بالای نقدینگی به خارج از اقتصاد ایران پرتاب شود یا از اقتصاد ایران خارج شود. در شرایطی هم که محدودیت ارزی و جهش نرخ ارز رخ داده است، ناتوانی در مهار نیروی تورمی رشد نقدینگی سبب جهش تورمی شده است. از این رو، برای درک جهش تورمی و فراترفتن نرخ تورم از روند آن در آینده، کافی است بر وضعیت محدودیت‌های ارزی و جهش نرخ ارز متمرکز شویم.

در نمودار ۴ رابطه بین رشد نقدینگی و نرخ تورم برای دوره ۱۳۳۸-۱۴۰۰ نشان داده شده است؛ رشد نقدینگی و نرخ تورم با استفاده از فیلتر هدریک-پرسکات روندزایی شده‌اند تا روند رشد نقدینگی و نرخ تورم به دست آید. نمودار عملاً رابطه بلندمدت بین روند رشد نقدینگی و روند نرخ تورم را نشان می‌دهد.



نمودار ۴ نشان می‌دهد که بین روند رشد نقدینگی و روند نرخ تورم در دوره حدود ۶ دهه رابطه بسیار تنگاتنگی وجود دارد. نزدیک بودن خط برازش آنها به خط ۴۵ درجه حکایت از آن دارد که در بلندمدت هر یک واحد رشد نقدینگی به حدود یک واحد نرخ تورم می‌انجامد.

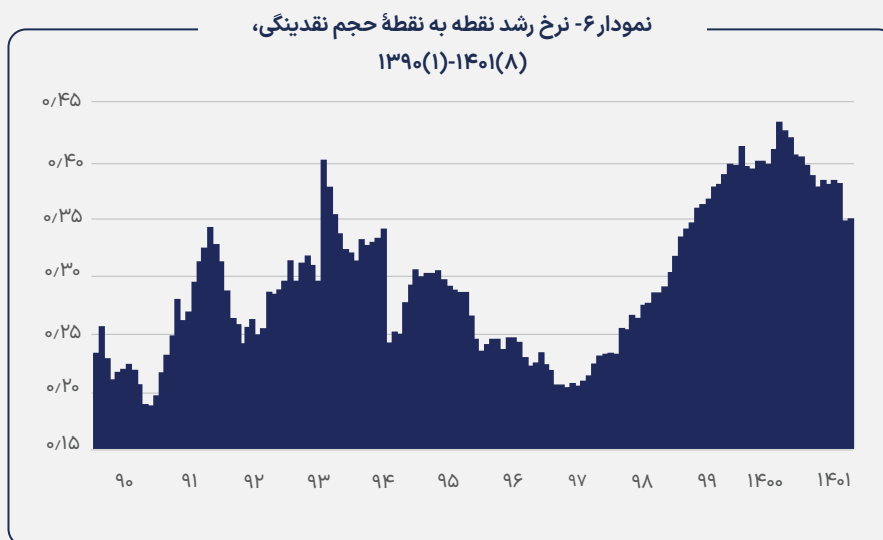
در نمودار ۵ رابطه انحراف از روند رشد نرخ ارز و انحراف از روند نرخ تورم برای دوره ۱۳۳۸-۱۴۰۰ نشان داده شده است. این نمودار از اختلاف رشد نرخ ارز از روند بلندمدت آن محاسبه شده است. همین موضوع برای نرخ تورم نیز انجام شده است.



نمودار ۵ نشان می‌دهد که بین انحراف از روند رشد نرخ ارز و انحراف از روند نرخ تورم رابطه مستقیمی وجود دارد؛ این رابطه دال بر آن است که در ایران انحراف از روندهای رشد نرخ ارز (جهش‌های نرخ ارز) عامل انحراف از روند نرخ تورم (جهش‌های نرخ تورم) بوده است. توجه داریم که بین نمودار ۴ و نمودار ۵ تفاوت اساسی ماهوی وجود دارد. نمودار ۵ رابطه بین روند رشد نقدینگی و روند نرخ تورم را نشان می‌دهد، و مطابق تحلیل نظری انتظار داریم که عامل شکل‌دهنده روند نرخ تورم، روند نرخ رشد نقدینگی باشد. اما نمودار ۵ رابطه انحراف از روند رشد نرخ ارز و انحراف از روند نرخ تورم را نشان می‌دهد که بیانگر اثرپذیری جهش‌های تورمی از جهش‌های ارزی است. بدیهی است به همین دلیل، پراکندگی نقاط حول خط برازش در نمودار ۵ باید بسیار بیش از نمودار ۴ باشد، و همین گونه هم هست.

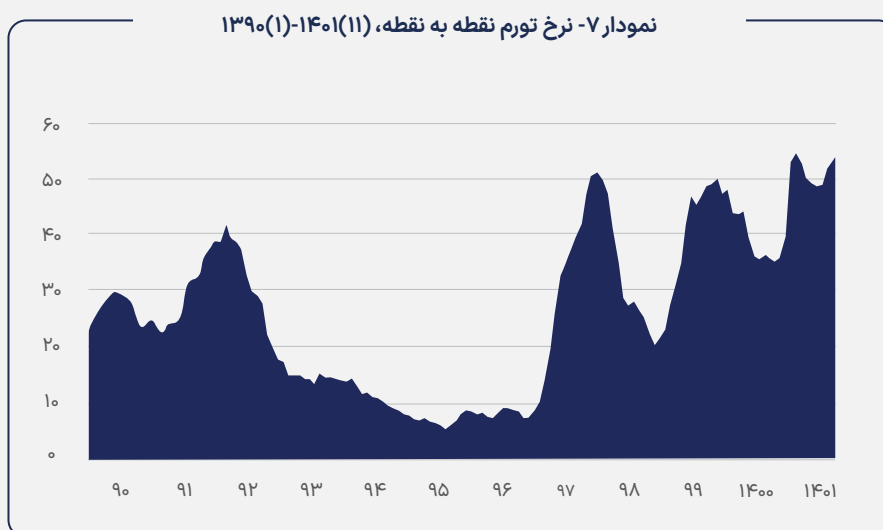


با توجه به آنچه بیان شد، می‌توان چشم‌اندازی از نرخ تورم در سال ۱۴۰۲ ترسیم کرد. برای پی‌بردن به چشم‌انداز روند نرخ تورم یا متوسط نرخ تورم در سال ۱۴۰۲، ابتدا به رشد نقطه به نقطه حجم نقدینگی (هر ماه نسبت به ماه مشابه سال قبل) از سال ۱۳۹۰ تا آخر آبان سال ۱۴۰۱ نگاهی خواهیم انداخت. در نمودار ۶ نرخ رشد نقطه به نقطه نقدینگی برای این دوره زمانی نشان داده شده است.



نمودار ۶ نشان می‌دهد که در چهار سال گذشته نرخ رشد نقدینگی در سطوح بالایی قرار گرفته است، و در عین حال در مقابل کاهش مقاومت نشان می‌دهد، به گونه‌ای که مطابق آخرین آمار منتشره بانک مرکزی، این نرخ در آبان ۱۴۰۱ همچنان بالا و در حدود ۳۴ درصد بوده است. این موضوع توضیح می‌دهد که چرا نرخ تورم نیز در مقابل کاهش مقاومت نشان می‌دهد. با توجه به این‌که بانک مرکزی تلاش کرده است با اعمال محدودیت بر رشد ترازنامه بانکها و مؤسسات اعتباری تا حدی نرخ رشد نقدینگی را نزولی کند و ظاهراً این سیاست همچنان در دستور کار است، انتظار بر آن است که نرخ رشد نقدینگی افزایش نیابد. با این حال، افزایش تقاضای سرمایه در گردش ناشی از جهش نرخ ارز و افزایش هزینه‌های تولید، نیاز مالی دولت و توسل به منابع بانکها، و تکالیف وضع شده بر بانکها مانع کاهش چشمگیر رشد نقدینگی می‌شود؛ محتمل‌ترین سناریو (با فرض عدم تشدید تحریمها) آن است که نرخ رشد نقدینگی در بهترین حالت به آرامی کاهش یابد. این بدان معناست که در سال ۱۴۰۲ انتظار کاهش چشمگیر نرخ تورم متوسط از این ناحیه را نمی‌توان داشت.

در مورد انحراف نرخ تورم از روند آن در سال ۱۴۰۲ چه می‌توان گفت؟ برای پاسخ به این سؤال و بر اساس تحلیل ارائه‌شده، لازم است در مورد نرخ ارز حدس غالب را مبنا قرار دهیم. اگر حذف ارز ترجیحی اتفاق نمی‌افتاد و خروج سرمایه ناشی از نااطمینانی و انتظارات تورمی به‌ویژه در نیمه دوم سال این اندازه شدید نبود، اقتصاد ایران سال ۱۴۰۱ را با نرخ تورم نقطه به نقطه زیر ۳۰ درصد به پایان می‌رساند. به عبارت دیگر، دلیل اصلی انحراف نرخ تورم از روند آن در سال ۱۴۰۱، همانند غالب جهش‌های تورمی، مرتبط با جهش ارزی بوده است. برای پی‌بردن به چشم‌انداز انحراف تورم از روند آن در سال ۱۴۰۲، نرخ تورم نقطه به نقطه در طول دوره (۱۱-۱۴۰۱-۱) تا ۱۳۹۰ را بررسی می‌کنیم؛ نمودار ۷ این تغییرات را نشان می‌دهد.



طبق نمودار ۷، بعد از جهش تورمی ابتدای دهه ۱۳۹۰، نرخ تورم نقطه به نقطه مسیر نزولی محسوسی را دنبال کرده و به مدت ۲ سال زیر ۱۰ درصد باقی مانده است. در سال ۱۳۹۷ جهش تورمی بعدی اتفاق می‌افتد، و با کنترل نرخ ارز این جهش تورمی در سال ۱۳۹۸ فروکش می‌کند. در سال ۱۳۹۹ متأثر از جهش ارزی بعدی، مجدداً جهش تورمی تجربه می‌شود، و این پرش در سال ۱۴۰۰ اندکی فروکش می‌کند. در ابتدای سال ۱۴۰۱ به دلیل حذف ارز ترجیحی، جهش تورمی رخ می‌دهد، و در حالی که نرخ تورم به آرامی در حال کاهش بود و اثر شوک ارز ترجیحی در حال تخلیه شدن بود، جهش ارزی نیمه دوم سال نمایان می‌شود. این جهش ناشی از عدم اطمینان، افزایش انتظارات تورمی، و تشدید خروج سرمایه، شوک تورمی فصل زمستان را باعث شد که آن نیز در حال تخلیه شدن است.

برای سال ۱۴۰۲ همانند تمام دوره‌های پیشین جهش تورمی، انحراف تورم از روند آن (جهش تورمی) به وضعیت نرخ ارز وابسته است. چون در چهار سال گذشته، به دلیل بالابودن انتظارات تورمی، آثار رشد نقدینگی بر قیمت‌ها به سرعت تخلیه شده است، و چون در سال ۱۴۰۱ از نرخ رشد نقدینگی تا حدی کاسته شده است، انتظار جهش شدید نرخ ارز از ناحیه رشد نقدینگی در سال ۱۴۰۲ وجود ندارد. پس مواجهه با وضعیت جهش ارزی به شدت به وضعیت محدودیت‌های ارزی وابسته می‌شود. دور از ذهن به نظر می‌رسد که وضعیت محدودیت‌های ارزی در جهت وخامت بیشتر پیش برود؛ یعنی از این ناحیه هم انتظار جهش شدید نرخ ارز وجود ندارد.

با توجه به نکات بالا، در غیاب تحول قابل توجه در تشدید تحریم‌ها، انتظار غالب آن است که نرخ تورم سال ۱۴۰۲ مشابه با وضعیت آن در سال ۱۴۰۱ باشد. البته، نشانه‌هایی از مصالحه و توافق برجام می‌تواند نرخ تورم را پایین‌تر از سال ۱۴۰۱ قرار دهد. چشم‌انداز چنین مصالحه و توافقی مشاهده نمی‌شود.

۴. چشم انداز بازار پول

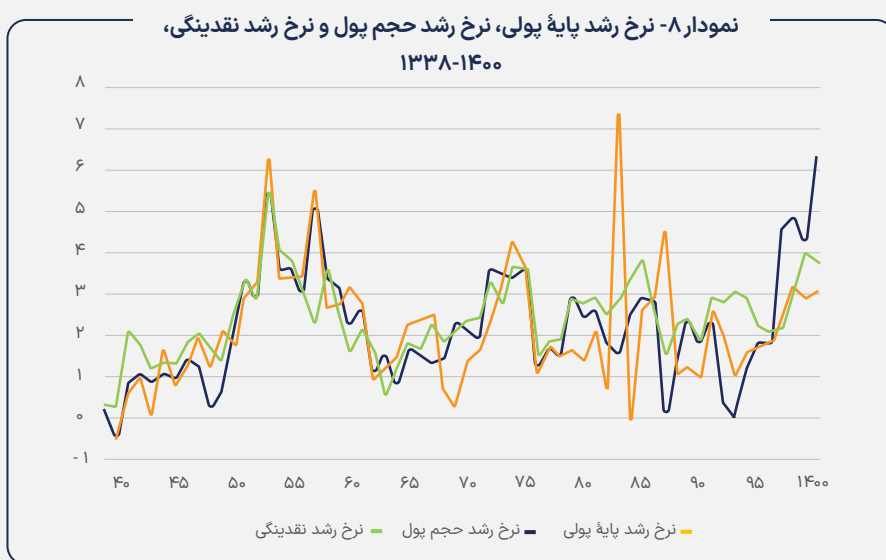
با استفاده از کمیت‌ها یا کل‌های پولی و هم‌چنین با استفاده از نرخ بهره می‌توان بازار پول را تحلیل کرد. وضعیت بازار پول ایران عمدتاً انعکاس عملیات مالی دولت (بودجه‌ای و فرابودجه‌ای) و در حد کمتری انعکاس نوع نگاه حاکم بر سیاست‌گذاری پولی است. شیوع سرکوب مالی و مختل بودن داده‌ها تا حدی مانع از آن است که با استفاده از نرخ بهره، وضعیت بازار پول را به‌خوبی تحلیل کرد.

ابتدا، به وضعیت رشد کل‌های پولی و چشم‌انداز رشد آنها می‌پردازیم. غیر از دهه ۱۳۴۰ که در آن هم انضباط مالی دولت و هم اقتدار نظارتی و سیاستی بانک مرکزی مستقر بود، و این دو رشد مناسب کل‌های پولی را شکل داد؛ در بقیه دوره‌های تاریخی اقتصاد ایران، رشد کل‌های پولی ارقام بالایی را تجربه کرده است. در عین حال، این رشدها بی‌ثبات نیز بوده است.

نمودار ۸ نرخ رشد پایه پولی، نرخ رشد حجم پول و نرخ رشد نقدینگی را برای کل دوره تاریخی ۱۳۳۸-۱۴۰۰ نشان می‌دهد. در این نمودار، منحنی نارنجی رنگ بیانگر نرخ رشد پایه پولی، منحنی سبز رنگ بیانگر نرخ رشد حجم پول، و منحنی سبز رنگ بیانگر نرخ رشد نقدینگی است. نمودار ۸ نشان می‌دهد که نرخ رشد هر سه کل پولی، غیر از دهه ۱۳۴۰، در مجموع همواره بالا بوده است. از طرف دیگر، گرچه رشد پایه پولی، رشد حجم پول و رشد نقدینگی در مقاطعی از یکدیگر فاصله گرفته‌اند، اما واگرایی بین این نرخ‌های رشد وجود نداشته است؛ نهایتاً رشد هر سه متغیر یکدیگر را دنبال می‌کرده‌اند.

به عنوان نمونه، در حالی که در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ نرخ رشد پایه پولی و حجم پول در سطوحی پایین‌تر از نرخ رشد نقدینگی قرار گرفته‌اند، اما از سال ۱۳۹۷ به بعد، رشد آنها تشدید شده و از رشد نقدینگی پیشی گرفته است. به طور مشخص، در حالی که کاهش شدید انتظارات تورمی در سال‌های ۱۳۹۳ و ۱۳۹۴ سبب کاهش شدید رشد حجم پول در مقایسه با رشد نقدینگی شده، در سال‌های ۱۳۹۷ به بعد، افزایش شدید انتظارات تورمی سبب افزایش شدید نرخ رشد حجم پول نسبت به نرخ رشد نقدینگی شده است. این بدان معناست که در بلندمدت (نه در تک‌تک دوره‌ها و سال‌ها) عواملی که رشد نقدینگی را شکل می‌دهند، همان‌هایی هستند که رشد پایه پولی و رشد حجم پول را شکل می‌دهند.

به همین دلیل، تنها در کوتاه‌مدت نیاز به بررسی ویژه نرخ رشد حجم پول و پایه پولی وجود دارد؛ در بلندمدت کافی است بر نیروهای خلق نقدینگی متمرکز شویم. بیان دیگر این موضوع آن است که اگر عواملی خلق نقدینگی را شکل می‌دهند، در نهایت خلق پول و خلق پایه پولی را هم شکل می‌دهند. در طول دوره تاریخی ۱۳۳۸-۱۴۰۰، متوسط رشد پایه پولی ۲۳/۳ درصد، متوسط رشد حجم پول ۲۳/۷ درصد و متوسط رشد نقدینگی ۲۵/۹ درصد بوده است. رشد اندکی بالاتر نقدینگی ناشی از افزایش ضریب فزاینده خلق نقدینگی در طول این دوره بوده است. در پنج سال اخیر نرخ رشد حجم پول بسیار بالا بوده است؛ بخشی از آن ناشی از خلق نقدینگی جدید است، و بخش دیگر ناشی از سیال شدن نقدینگی است. سیال شدن نقدینگی عارضه تورم و وجود انتظارات تورمی بالاست.



اگر نرخ رشد نقدینگی برای فهم تحولات بازار پول و پیامدهای آن برای اقتصاد کلان با اهمیت است، لازم است از عوامل ورای خلق نقدینگی و رشد آن در دوره‌های مختلف تاریخی درک درستی داشته باشیم تا قادر به ترسیم چشم‌انداز رشد نقدینگی و سایر کل‌های پولی شویم. به بیانی خلاصه، در دوره‌های مختلف (که دلایلی برای دسته‌بندی آنها وجود دارد) عوامل مسلط خلق و رشد نقدینگی چنین است:

- دهه ۱۳۴۰ (دوره رشد‌های مناسب حجم نقدینگی نسبت به رشد تولید ناخالص داخلی): رشد نقدینگی متأثر از رشد حقیقی اقتصاد بوده است؛ رشد ناشی از نیاز به بسط پولی و متأثر از افزایش نیاز مالی دولت به گسترش کالاهای عمومی از قبیل گسترش آموزش و بهداشت عمومی و زیربنای اقتصادی بوده است.
 - دوره ۱۳۵۰-۵۷ (دوره رشد‌های بسیار بالا و نامناسب حجم نقدینگی): رشد نقدینگی ناشی از تزریق درآمدهای نفتی برای گسترش بی‌رویه مخارج دولت و با توهّم دستیابی به رشد از طریق تزریق منابع مالی بوده است. این دوره با ضعف نظارتی بانک مرکزی، شیوع رانت‌جویی در قالب بهره‌مندی از رانت درآمدهای نفتی به شکل پیمانکاری و گسترش فعالیت‌های مرتبط با عملیات دولت، با شیوع بیماری هلندی و رونق‌بخشی غیرمبادله‌ای اقتصاد و لذا رونق کسب‌وکارهایی مانند بخش مستغلات و تجارت و خدمات، و همچنین با تأثیرپذیری از تورم جهانی و افزایش نیاز سرمایه در گردش مربوط به آن، همراه بوده است. این آخری نیاز به منابع بانکی را هم تشدید می‌کرد.
 - دوره ۱۳۵۷-۶۷ (دوره رشد نسبتاً بالای نقدینگی در مقایسه با رشد تولید ناخالص داخلی): متأثر از کسری بودجه بالای دولت و نیازهای مالی شرایط جنگی.
 - دوره ۱۳۶۷-۷۹ (دوره تشدید رشد نقدینگی و قبل از افزایش درآمدهای نفتی): متأثر از سیاست انبساطی دولت، با کسری بودجه آشکار و پنهان دولت برای بازسازی و همچنین سیاست پولی انبساطی متأثر از آزادسازی قیمت‌ها و نرخ ارز. این سیاست پولی با افزایش نیاز به سرمایه در گردش و در نتیجه نیاز به منابع بانکی همراه بود؛ همچنین متأثر از خصوصی‌سازی و تا حدی گسترش فعالیت حقیقی اقتصاد در این دوره، نیاز به منابع بانکی گسترش یافت.
 - دوره ۱۳۷۹-۹۰ (دوره تداوم رشد‌های بالای نقدینگی مرتبط با افزایش درآمدهای نفتی): متأثر از تزریق گسترده درآمدهای نفتی برای گسترش مخارج دولتی، متأثر از سیاست پولی انبساطی در قالب گسترش تسهیلات، متأثر از گسترش شدید رانت‌جویی برای بهره‌مندی از رانت درآمدهای نفتی، متأثر از بیماری هلندی و گسترش فعالیت بخش غیرقابل مبادله اقتصاد از قبیل مسکن و مستغلات و تجارت و خدمات، متأثر از گسترش فعالیت بانکداری بخش غیردولتی و لذا تشدید رقابت برای جذب سپرده و خلق اعتبار، و البته متأثر از ضعف شدید نظارتی بانک مرکزی که برای بانکداری غیردولتی آمادگی نداشت.
 - دوره ۱۳۹۰-۱۴۰۱ (دوره تداوم و تشدید رشد‌های بالای نقدینگی مرتبط با ناترازی نظام بانکی، بی‌ثباتی مالی و تشدید تحریم‌ها): رشد بالای نقدینگی متأثر از کسری بودجه آشکار و پنهان دولت به دلیل کاهش درآمدهای نفتی و انباشت مطالبات اجتماعی، ناترازی نظام بانکی و تشدید مسابقه نرخ سود و در مقاطعی درگیر شدن بانک‌ها در فعالیت‌های سفته‌بازانه، و تداوم ضعف نظارتی بانک مرکزی.
- بر اساس آنچه بیان شد، می‌توان برای رشد کل‌های پولی در میان‌مدت و به طور مشخص در سال ۱۴۰۲ احتمال‌ترین سناریو را مطرح کرد. چون رشد‌های بالای نقدینگی انعکاس انواع ناترازی در اقتصاد ایران و توسل نظام تصمیم‌گیری به خلق نقدینگی برای رفع معضلات و به تأخیرانداختن آنها می‌باشد (که البته در چهار سال ۱۳۹۸-۱۴۰۱ در سطحی بسیار بیش از متوسط بلندمدت آن قرار داشته است)، آن‌گاه احتمال‌ترین سناریو برای متوسط رشد نقدینگی همچنان تداوم رشد بالای نقدینگی است؛ در صورت کاهش تحریم‌ها متوسط رشد نقدینگی به تدریج به سمت مقدار متوسط بلندمدت آن بر می‌گردد، و در صورت تداوم تحریم‌ها کماکان در سطوحی بالاتر از متوسط باقی می‌ماند.

برای سال ۱۴۰۲ و با شرط عدم تشدید تحریم‌ها و پایداری بانک مرکزی به تداوم سیاست محدودیت رشد ترازنامه بانک‌ها، نرخ رشد نقدینگی کاهش بسیار تدریجی خود را دنبال خواهد کرد. در عین حال، کاهش انتظارات تورمی تا حدی از سیالیت نقدینگی می‌کاهد. بسیار کم‌احتمال است که نرخ رشد نقدینگی به زیر متوسط سه دهه اخیر برگردد.

همان‌طور که اشاره شد، وضعیت بازار پول را می‌توان از منظر نرخ‌های بهره که برای تصمیم‌گیری عاملان اقتصادی علامت‌دهی موثرتری در خود دارد هم مورد بررسی قرار داد. می‌دانیم در ایران مدت‌ها سرکوب مالی وجود داشته است؛ هم‌چنین می‌دانیم که به طور رسمی نرخ بهره سپرده‌ها و تسهیلات توسط شورای پول و اعتبار تعیین می‌شود. به علاوه می‌دانیم که گاهی اوقات بین نرخ بهره رسمی و نرخ بهره تحقق‌یافته سپرده‌ها و تسهیلات تفاوت معنی‌داری وجود داشته، در حالی که داده‌های منتشرشده به نرخ‌های رسمی مربوط بوده است. لذا، تحلیل وضعیت بازار پول بر اساس داده‌های نرخ‌های رسمی بهره محل اشکال است.

اما ایران مدتهاست دارای بازار بین‌بانکی است و از سال ۱۳۹۹ نرخ بهره بازار بین‌بانکی دارای کربودر است؛ بانک مرکزی تلاش دارد نرخ بین‌بانکی را درون کربودر نگاه دارد. با وجود نقائص موجود، نرخ بهره بازار بین‌بانکی تا حدی وضعیت بازار پول را منعکس می‌کند، و تصویر قابل‌قبولی از وضعیت این بازار ارائه می‌دهد. در عین حال، چون نرخ بهره برخلاف متغیرهای ریالی فاقد روند است، عمدتاً رفتار کوتاه‌مدت آن بااهمیت است. بر این اساس، با تحلیل رفتار نرخ بهره بازار بین‌بانکی، ضمن درک وضعیت بازار پول، می‌توان به ترسیم چشم‌انداز آن نیز نائل شد.

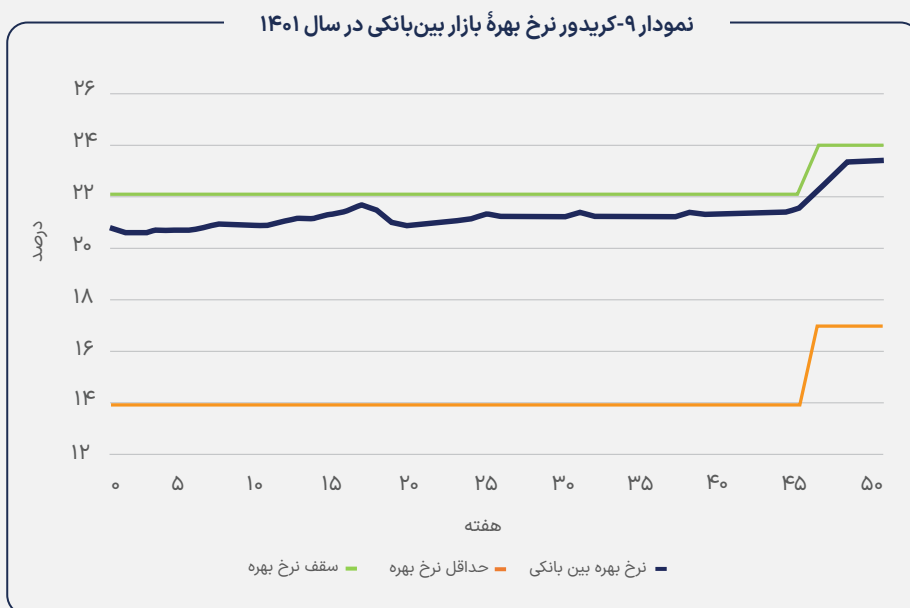
نرخ بهره بازار بین‌بانکی در اصل قیمت قرض‌کردن یک بانک از بانک دیگر برای عدم نیاز به ذخایر بانک مرکزی (حتی برای یک شب) است. اولاً از آنجا که با اعطای هر وام توسط یک بانک همان میزان سپرده خلق می‌شود که برای آن نیاز به ذخایر قانونی است، و ثانیاً از آنجا که انتقال سپرده مشتریان از بانک الف به بانک ب نیازمند انتقال همان میزان سپرده از حساب بانک الف به حساب بانک ب نزد بانک مرکزی است، بانک‌ها در مواردی با کمبود سپرده نزد بانک مرکزی (یا کمبود پول بانک مرکزی) روبرو می‌شوند، و به همین دلیل به استقراض از یکدیگر در بازار بین‌بانکی نیاز پیدا می‌کنند. هنگامی که سایر بانک‌ها نیز فاقد منابع برای قرض‌دادن باشند، بانک‌ها به آخرین قرض‌دهنده یا بانک مرکزی برای رفع نیاز خود متوسل می‌شوند.

به همین دلیل است که بانک‌ها با فروش یا ریپوکردن اوراق دولت نزد بانک مرکزی، گرفتن خط اعتباری در قبال وثایق قابل‌قبول توسط بانک مرکزی، و اضافه برداشت از منابع بانک مرکزی برای رفع نیاز نقدینگی و نیاز ذخایر اقدام می‌کنند. نکته مهم دیگر آن است که چون قرض‌کردن بانک‌ها از هم در بازار بین‌بانکی در اصل قرض‌کردن از محل ذخایر یا سپرده‌های بانک‌ها نزد بانک مرکزی است (که خود بخشی از مصارف پایه پولی است) طبعاً بین نرخ بهره بازار بین‌بانکی و رشد پایه پولی نیز ارتباط قابل‌توجهی وجود دارد. هنگامی که به دلایلی (مانند کسری بودجه دولت و تأمین آن از بانک مرکزی) رشد پایه پولی زیاد شود، وفور منابع در بازار بین‌بانکی قیمت آن منابع یعنی نرخ بهره بازار بین‌بانکی را کاهش می‌دهد. از طرف دیگر، هرگاه رشد پایه پولی محدود شود، کمبود منابع در بازار بین‌بانکی سبب افزایش قیمت منابع بازار بین‌بانکی یا نرخ بهره بازار بین‌بانکی می‌شود.

هنگامی که در دهه ۱۳۸۰ بازار بین‌بانکی با مداخله بانک مرکزی از طریق بانک‌های کارگزار شکل گرفت، رشد پایه پولی از محل افزایش خالص ذخایر ارزی سبب شد تا نرخ بهره بازار بین‌بانکی تحت کنترل باشد. از نیمه دوم سال ۱۳۹۲، تلاش بانک مرکزی دولت وقت برای کنترل پایه پولی (با این ذهنیت که رشد پایه پولی رشد نقدینگی را شکل می‌دهد) سبب کاهش رشد پایه پولی شد. اما ناترازی گسترده نظام بانکی به شکل ظهور درایی‌های سقی، منجمد و موهومی سبب تلاش اجتناب‌ناپذیر بانک‌ها برای افزایش نرخ سود سپرده‌ها شد. در نتیجه نرخ بهره بازار بین‌بانکی هم به شدت افزایش یافت؛ تا سال ۱۳۹۷ آثار این ناترازی از جمله در شکل اضافه برداشت گسترده بانک‌ها ادامه یافت.

در سال ۱۳۹۸، کسری بودجه گسترده دولت و واگذاری ارزهای مسدودی به بانک مرکزی برای تأمین نیازهای مالی دولت، به تدریج سبب تشدید رشد پایه پولی و در نتیجه وفور منابع در بازار بین بانکی شد؛ در نتیجه هم نرخ بهره بازار بین بانکی کاهش یافت و هم نیاز به اضافه برداشت محدود شد. این وضعیت تا بهار ۱۳۹۹ نیز ادامه یافت (در اواخر سال ۱۳۹۸ نرخ بهره بازار بین بانکی به زیر ۱۰ درصد کاهش یافت). راه اندازی عملیات بازار باز و معرفی کریدور برای نرخ بهره بازار بین بانکی در سال ۱۳۹۹ سبب شد تا ابتدا کف نرخ بهره بازار بین بانکی (نرخ سپرده گیری بانک مرکزی از بانکها) ۱۰ درصد و سقف نرخ بهره بازار بین بانکی (نرخ اعطای اعتبار بانک مرکزی به بانکها در قبال وثیقه) ۲۲ درصد تعیین شود. اما با کاهش تدریجی وفور منابع در بازار بین بانکی، نرخ بهره این بازار به شدت افزایش یافت و عملاً بسیار بالاتر از کف کریدور بانک مرکزی قرار گرفت. اگرچه در آن مقطع برخی تحلیلگران و به ویژه فعالان بازار سرمایه که آشنایی کمتری با سازوکار خلق پول و نظام پایاپای داشتند، افزایش نرخ بهره بازار بین بانکی را به بانک مرکزی نسبت می دادند، اما واقعیت قضیه آن بود که کاهش وفور منابع این بازار سبب افزایش نرخ بهره بازار بین بانکی شده بود؛ دلیل این افزایش هم نزدیک شدن نرخ بهره بازار بین بانکی به سقف آن بود.

از آن زمان تا امروز، هم فشار بازار سرمایه و هم ملاحظات افزایش هزینه‌ی تامین مالی بنگاه‌ها مانع از تغییر در کریدور نرخ بهره‌ی بازار بین‌بانکی شده است. با این حال، در حدود دو سال و نیم گذشته، نرخ بهره‌ی بازار بین‌بانکی بسیار به سقف آن نزدیک بوده است؛ این به معنی وجود اضافه تقاضا در بازار بین‌بانکی در نقطه‌ی میانی کریدور بوده است. همین موضوع سبب شد تا در سال ۱۴۰۱ هم‌حرکتی بین نرخ بهره‌ی بازار بین‌بانکی و نرخ بازده اوراق بدهی دولت در بازار ثانویه تضعیف شود. بر همین اساس، از ابتدای سال ۱۴۰۱ کاملاً آشکار بود که نرخ بهره رو به افزایش است و در نتیجه نرخ بهره‌ی بازار بین‌بانکی نیز نمی‌تواند در سطح قبلی باقی بماند. همین موضوع در تصمیم بانک مرکزی به تغییر اخیر در کریدور مؤثر بوده است. در نمودار ۹ سقف و کف و نرخ تحقق‌یافته‌ی بهره‌ی بازار بین‌بانکی برای سال ۱۴۰۱ نشان داده شده است. در این نمودار، خط نارنجی رنگ کف کریدور، خط سبز سقف کریدور و منحنی سرمه‌ای رنگ نیز نرخ بهره‌ی تحقق‌یافته در بازار بین‌بانکی است.



نمودار ۹ می‌گوید در عمده‌ی هفته‌های سال ۱۴۰۱، کف نرخ بهره‌ی بازار بین‌بانکی ۱۴ درصد و سقف نرخ بهره‌ی بازار بین‌بانکی ۲۲ درصد بوده است. یعنی به‌رغم آن‌که نرخ بهره‌ی سیاستی حدوداً ۱۸ درصد بوده، اما نرخ بهره عملاً همواره بیش از ۲۰ درصد قرار گرفته است. این واقعیت توضیح می‌دهد که چرا نرخ بهره‌ی سایر ابزارها نیز در سال ۱۴۰۱ رو به افزایش بوده است. در نهایت، بانک مرکزی از اواخر بهمن ۱۴۰۱ ناچار شده است که کف نرخ بهره را به ۱۷ درصد و سقف نرخ بهره را به ۲۴ درصد افزایش دهد؛ در نتیجه نرخ بهره‌ی تحقق‌یافته در بازار بین‌بانکی نیز مسیر صعودی را طی کرده است.

برای نرخ بهره‌ی بازار بین‌بانکی در سال ۱۴۰۲ محتمل‌ترین وضعیت کدام است؟ چون فشار تورمی همچنان بالاست و تلاش بانک مرکزی و دولت بر آن است که رشد نقدینگی را محدود نمایند، انتظار آن است که نرخ‌های بهره همچنان در سطح بالا باقی بمانند و حتی اندکی هم افزایش یابند. به‌تبع آن، نرخ بهره‌ی بازار بین‌بانکی نیز در سطح افزایش‌یافته کنونی باقی می‌ماند و حتی امکان افزایش بیشتر آن خارج از تصور نیست.

۵. چشم انداز بازار دارایی‌ها

بازار دارایی‌ها پس از تجربه یکی از طولانی‌ترین رکودهای قیمتی قبل از ۱۳۹۷، در طول ۵ سال گذشته وضعیت پرتلاطمی را پشت سر گذاشته است. آشکار است که بخش عمده تغییرات قیمت دارایی‌ها در ۵ سال گذشته انعکاسی از تورم به تأخیرافتاده سال‌های قبل از ۱۳۹۷ و انتظارات تورمی و تورم‌های بالای خود این ۵ سال بوده است. اگر عامل بنیادین ایجاد تورم را رشد نقدینگی بدانیم (به عبارت دیگر، عوامل شکل‌دهنده تورم حتماً رشد نقدینگی را نیز طلب می‌کنند تا اثر خود را بر روی تورم ماندگار کنند)، آن‌گاه می‌توان عامل ورای رشد قیمت دارایی‌ها را نیز رشد تحقق‌یافته و در مواردی رشد انتظاری نقدینگی در نظر گرفت. با این حال، قیمت هر یک از دارایی‌ها به صورت مقطعی می‌تواند متأثر از عوامل ویژه خود تغییراتی را تجربه کند که در قیمت بقیه دارایی‌ها مشاهده نمی‌شود.

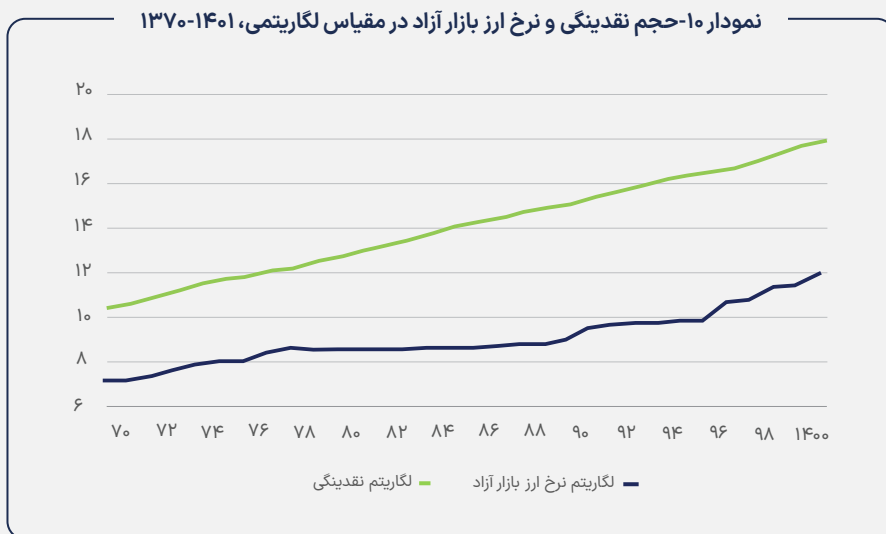
ارز و طلا

ابتدا به وضعیت بازار ارز و نرخ ارز می‌پردازیم. از آنجا که قیمت طلا در بازار جهانی تعیین می‌شود و وضعیت اقتصاد ایران نقشی در آن ندارد، و قیمت داخلی طلا را نیز عمدتاً نرخ ارز تعیین می‌کند، به همین دلیل نیاز به تحلیل جداگانه‌ای از بازار طلا وجود ندارد. بر اساس نظریه شناخته‌شده اقتصاد کلان، نرخ ارز در بلندمدت را نظریه پولی چنین بیان می‌کند: ترکیب نظریه برابری قدرت خرید مبتنی بر آریترایز کالا و خدمات و نیز برخورد با پول داخلی و خارجی به عنوان نوعی دارایی. در این نظریه، تفاوت رشد حجم نقدینگی و رشد تولید در داخل و خارج به عنوان تعیین‌کننده تورم داخل و خارج عمل می‌کند؛ همین عامل است که تعیین می‌کند در بلندمدت نرخ ارز باید در حال افزایش باشد یا کاهش.

اما اقتصاد ایران کشوری است با رانت قابل‌توجه منابع طبیعی (تفاوت قیمت نفت و گاز و هزینه تولید آنها)، پس این امکان وجود دارد که با استفاده از این رانت (که حاصل تلاش برای ایجاد ارزش افزوده نیست) بخشی از تولیدات سایر کشورها را به‌دست آورد. این تصاحب بخشی از تولیدات سایر کشورها، در قالب واردات و پایین نگاه‌داشتن نرخ ارز خود را نمایان می‌کند. در واقع، اگر رانت منابع طبیعی نبود و اقتصاد ایران قصد داشت بخشی از تولیدات سایر کشورها را تصاحب کند، اضافه تقاضای پول خارجی سبب افزایش نرخ ارز می‌شد. عدم افزایش نرخ ارز، با وجود تورم در داخل کشور در مقاطعی از اقتصاد ایران، انعکاس همین موضوع است. برعکس، افزایش شدید نرخ ارز به محض کاهش دسترسی به این رانت منابع طبیعی نیز انعکاس همین موضوع است.

بر اساس آنچه اشاره شد، تداوم رشد بالای نقدینگی در اقتصاد ایران در مقایسه با رشد تولید ناخالص داخلی زمینه فشار برای افزایش همه قیمت‌ها در داخل را فراهم می‌کند؛ چون نرخ ارز نیز به گونه‌ای قیمت کالاهای خارجی به ریال را منعکس می‌کند، زمینه فشار برای افزایش نرخ ارز را نیز فراهم می‌کند. در دوره‌هایی که رانت منابع طبیعی بسیار چشم‌گیر است (مانند دهه ۱۳۵۰ و دهه ۱۳۸۰)، استفاده از رانت منابع طبیعی امکان تثبیت نسبی نرخ ارز را برای مدتی فراهم می‌کند. اما از آنجا که استفاده از این رانت منابع طبیعی برای ثابت نگاه‌داشتن نرخ ارز سبب تضعیف تولیدات داخلی و اتکای بیشتر به واردات و همچنین سودآورکردن تبدیل ریال به دارایی خارجی (و لذا خروج سرمایه) می‌شود، تقاضای ارز تشدید شده و زمینه جهش نرخ ارز فراهم می‌شود. یعنی زمانی می‌رسد که رانت منابع طبیعی توانایی تداوم ثابت نگاه‌داشتن نرخ ارز را از دست می‌دهد (توان مداخله بانک مرکزی از طریق تزریق ارز به بازار تحلیل می‌رود) و در نتیجه نرخ ارز جهش می‌کند تا کم‌وبیش به مرز همان نرخ‌های ارزی برسد که نظریه پولی ادعا می‌کند. به همین دلیل، در بلندمدت روند نرخ ارز تا حد زیادی از روند حجم نقدینگی تبعیت می‌کند.

نمودار ۱۰ حجم نقدینگی و نرخ ارز بازار آزاد برای دوره ۱۴۰۱-۱۳۷۰ را در مقیاس لگاریتمی نمایش می‌دهد. منحنی سبز رنگ حجم نقدینگی و منحنی سرمه‌ای رنگ نرخ ارز بازار آزاد می‌باشد. برای سال ۱۴۰۱ داده‌ها تا بهمن و حجم نقدینگی تا آبان ۱۴۰۱ در دسترس بوده، و برای ماه‌های بعدی سال برآورد شده است. لازم است اشاره شود که شیب هر یک از منحنی‌ها نرخ رشد آن متغیر را در سال مورد نظر نشان می‌دهد و شیب کلی هر منحنی نیز متوسط رشد متغیر مربوطه را در کل دوره نشان می‌دهد.



همان‌طور که نمودار ۱۰ نشان می‌دهد، با وجود استفاده از رانت منابع طبیعی برای کنترل نرخ ارز، در بلندمدت نرخ ارز کم‌وبیش از رشد نقدینگی اثر پذیرفته و رشد می‌کند. آشکار است که در دهه ۱۳۷۰ کم‌رنگ بودن رانت منابع طبیعی سبب شد که حجم نقدینگی و نرخ ارز هم‌حرکتی بالایی داشته باشند، و در سال‌های ۱۳۹۷ به بعد نیز نرخ ارز شیب تندتری از حجم نقدینگی را به نمایش گذارد. هم‌چنین، آشکار است که در سال‌های دهه ۱۳۸۰، وفور رانت منابع طبیعی سبب شد تا با وجود تداوم رشد بالای نقدینگی، نرخ ارز باثبات باقی بماند.

چون رشد نقدینگی نیروی بنیادین تعیین نرخ ارز است، برای سال ۱۴۰۲ چه چشم‌اندازی از نرخ ارز پیش‌بینی می‌شود؟ از آنجا که در طول سال‌های ۱۳۹۷ به بعد، وجود انتظارات تورمی بالا سبب شد تا کم‌وبیش اثر رشدهای نقدینگی در نرخ ارز تخلیه شود، در حال حاضر فشار چندانی از ناحیه این نیروی بنیادین برای افزایش نرخ ارز وجود ندارد. هنگامی که نرخ ارز قیمت ۶۰۰ هزار ریال را پشت سر گذاشت، مشخص بود که قیمت از عامل بنیادین بسیار فراتر رفته است. اما آنچه جهش نرخ ارز را در سال ۱۴۰۱ رقم زد، صرفاً انعکاس رشد نقدینگی نبود، چرا که در طول سال ۱۴۰۱ حجم نقدینگی حدود ۳۳ درصد رشد داشته است. بر اساس آمار منتشره بانک مرکزی، در کل سال ۱۴۰۰ خالص حساب سرمایه ۹۳۳۳- میلیون دلار بوده است، که در شش ماهه اول سال ۱۴۰۱ به ۱۲۸۵- میلیون دلار رسیده است. این آمار نیز توضیح می‌دهد که چرا زمینه جهش نرخ ارز در نیمه دوم سال فراهم شد. می‌دانیم که برخلاف خالص حساب جاری (که عمدتاً تفاوت صادرات و واردات است) که به سرعت نمی‌تواند جهش شدید داشته باشد، خالص حساب سرمایه متأثر از خروج سرمایه (به‌ویژه در شرایط نااطمینانی و انتظارات تورمی بالا) می‌تواند جهش‌های خیره‌کننده را تجربه نماید و جهش نرخ ارز را شکل دهد.

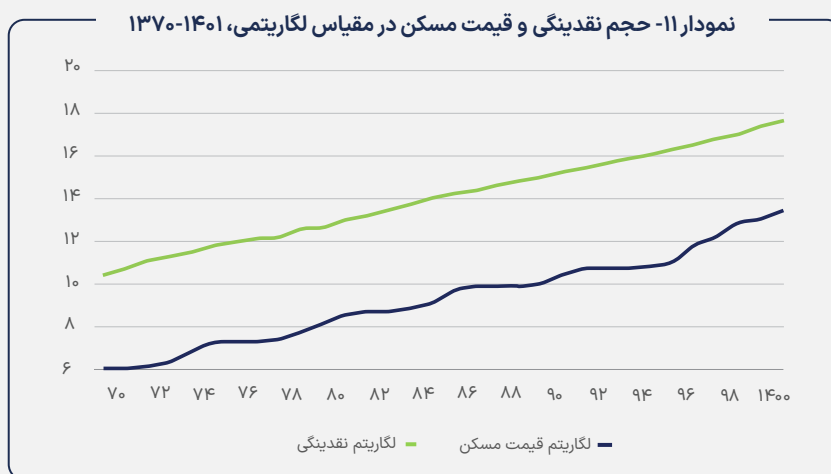
بر اساس استدلال بالا، در غیاب تشدید تنش‌های خارجی و تشدید تحریم‌ها، محتمل‌ترین سناریو برای سال ۱۴۰۲ افزایش نرخ ارز در سطحی کم‌وبیش مشابه تورم عمومی پیش‌بینی می‌شود، یعنی فشار برای افزایش نرخ ارز در حد رشد نقدینگی وجود دارد. چنانچه علایمی از کاهش تنش‌های بین‌المللی وجود داشته باشد (که بهبود روابط با عربستان و عدم صدور قطعنامه در آژانس بین‌المللی انرژی تا حدی از نشانه‌های آن است) نرخ ارز می‌تواند در کل سال ۱۴۰۲ در سطح پایین‌تر از تورم عمومی قرار گیرد.

مسکن

دارایی بااهمیت دیگر در ایران که تقریباً تمام افراد جامعه با آن درگیر هستند، مسکن می‌باشد. مسکن دارای این ویژگی خاص است که اولاً سرمایه‌گذاران خرد و کلان در آن حضور دارند، ثانیاً در مقایسه با بقیه دارایی‌ها میزان دخالت و تأثیرگذاری دولت در قیمت آن بسیار ناچیز است، و ثالثاً قیمت آن کمتر از بقیه دارایی‌ها از بازارهای جهانی متأثر می‌شود. از آنجا که ایران به مدت پنج دهه تورم بالا داشته، و از آنجا که مسکن کم‌ریسک‌ترین دارایی برای حفاظت قدرت خرید افراد در مقابل تورم است، قیمت مسکن تقریباً به طور کامل از همان نیرویی تبعیت می‌کند که تورم را شکل می‌دهد. از آنجا که نیروی بنیادین شکل‌دهنده تورم، رشد نقدینگی فراتر از رشد تولید است، پس همان عامل شکل‌دهنده قیمت مسکن در ایران است. البته برخی مختصات مسکن از جمله مسائل زمین شهری، مجوز ساخت در محدوده‌های شهری، فروش تراکم و امثالهم در قیمت مسکن مؤثر است، اما روند قیمت مسکن چندان متأثر از این عوامل نیست. نهایتاً رشد نقدینگی است که روند قیمت مسکن را شکل می‌دهد.



نمودار ۱۱ حجم نقدینگی و قیمت مسکن در مقیاس لگاریتمی برای دوره ۱۳۷۰-۱۴۰۱ را نمایش می‌دهد. برای سال ۱۴۰۱ داده‌ها تا پایان بهمن‌ماه در دسترس بوده است. در این نمودار، منحنی سبز رنگ حجم نقدینگی و منحنی سرمه‌ای رنگ قیمت مسکن است. شیب هر منحنی در هر نقطه از زمان نیز نرخ رشد آن متغیر را نشان می‌دهد و شیب کلی منحنی‌ها نیز متوسط رشد متغیر مورد نظر را نشان می‌دهد.



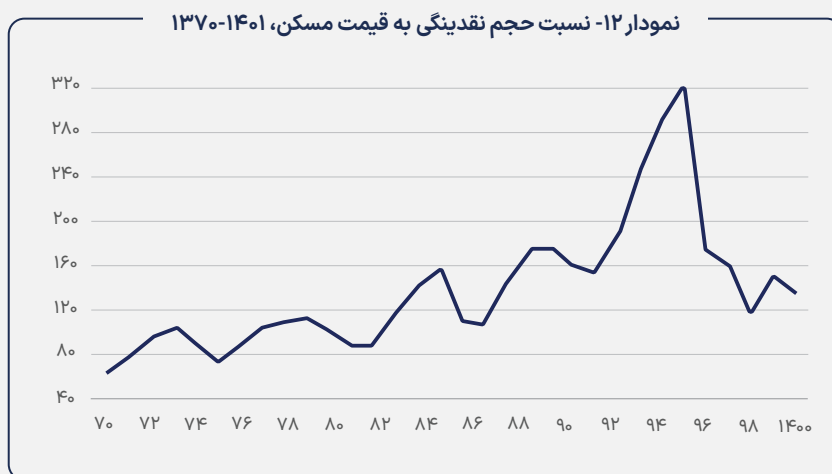
نمودار ۱۱ به‌وضوح نشان می‌دهد که در کل دوره ۱۳۷۰-۱۴۰۱، روند لگاریتمی حجم نقدینگی و قیمت مسکن بسیار مشابه است؛ یعنی متوسط نرخ رشد قیمت مسکن کم‌وبیش مشابه متوسط نرخ رشد نقدینگی است. به طور مشخص در کل این دوره، متوسط رشد نقدینگی ۲۷/۷ درصد و متوسط رشد قیمت مسکن ۲۸/۳ درصد بوده است. نکته بارز نمودار ۱۱ آن است که روند لگاریتم قیمت مسکن در مقایسه با روند لگاریتم حجم نقدینگی مسیر ناهموارتری دارد؛ یعنی مسکن دستخوش رکود و رونق‌های سیکلی است و تا حد زیادی سیکل آن هم منظم است.

بر اساس نمودار ۱۱ تنها دوره‌ای که جهش قیمت مسکن مشابه سیکل‌های قبلی نبوده است، دوره پس از سال ۱۳۹۷ است. چون رکود قیمتی مسکن قبل از ۱۳۹۷ هم متأثر از بالابودن نرخ بهره حقیقی (رشد نقدینگی همچنان در سطوح بالا) بوده، و این نرخ زمینه جهش شدیدی در قیمت مسکن را فراهم کرده، جهش شدید قیمت مسکن در سال ۱۳۹۷ و تداوم آن تا تابستان ۱۳۹۸ نیز امری مطابق انتظار و پیش‌بینی‌پذیر بوده است. اما جهش قیمت مسکن در سال ۱۳۹۹ و ۱۴۰۱ انعکاس رفتار سیکلی منظم قیمت مسکن نبوده، بلکه متأثر از عوامل دیگری بود که نظم سیکلی مسکن را مختل کرده است. یکی از این عوامل تداوم انتظارات تورمی بالا و در نتیجه اثر آنی رشدهای نقدینگی بالا بر قیمت مسکن بوده است؛ عامل دیگر (که در سال ۱۳۹۹ با اهمیت بود) تعدیل ترکیب سبد ناشی از جهش قیمت سهام است؛ و عامل دیگر نیز جهش‌های ارزی و افزایش هزینه ساخت و جایگزینی مسکن است. با این حال، هر آنچه در قیمت مسکن رخ داده است، کاملاً با نظریه پولی اقتصاد کلان سازگار است و موضوع غیرقابل توضیحی در آن دیده نمی‌شود.

چرا قیمت مسکن به جای افزایش هموار و متناسب با رشد نقدینگی، افزایش ناهموار و متناسب با متوسط رشد نقدینگی را از خود نشان می‌دهد؟ دلیل اصلی این موضوع به ماهیت دارایی‌ها برمی‌گردد که در معرض رفتار سفته‌بازانه هستند. سرمایه‌گذاران در مسکن در واکنش به نسبت اجاره به قیمت مسکن و همچنین در واکنش به انتظارات تورمی، در مقاطعی به بازار مسکن روی می‌آورند و در مقاطعی از آن رویگردان می‌شوند. هنگامی که تداوم تورم هم اجاره مسکن را افزایش می‌دهد، و هم چشم‌انداز عایدی سرمایه‌ای را فراهم می‌کند، سرمایه‌گذاران به بازار مسکن روی آورده و جهش‌های قیمت مسکن را شکل می‌دهند. با کم‌رنگ‌شدن عوامل اشاره‌شده، از بازار مسکن روی برمی‌گردانند و دوره رکود قیمتی مسکن شروع می‌شود.

هنگامی که نقدینگی در طول زمان رشد می‌کند و نیروی بنیادین افزایش قیمت مسکن را شکل می‌دهد، با افزایش قیمت مسکن و سایر قیمت‌ها، توان خرید نقدینگی موجود کاهش می‌یابد و به همین دلیل از فشار بر قیمت دارایی‌ها کاسته می‌شود تا اینکه تداوم رشد نقدینگی، مجدداً زمینه‌های جهش بعدی قیمت دارایی‌ها را فراهم نماید. نکته با اهمیت در مورد قیمت مسکن آن است که تداوم رشد نقدینگی تحت هر شرایطی جهش قیمتی مسکن را شکل می‌دهد. مثلاً، در حالی که در ابتدای دهه ۱۳۸۰ نرخ ارز کم‌وبیش بدون تغییر باقی ماند، اما طی دو مرحله جهش قیمتی مسکن رخ داد. این انعکاس همان ویژگی‌هایی از مسکن است که قبلاً بدانها اشاره شد.

نمودار ۱۲ نسبت حجم نقدینگی به قیمت مسکن برای دوره ۱۴۰۱-۱۳۷۰ را نشان می‌دهد. این نسبت شاخصی از وجود یا عدم‌وجود فشار بنیادین بر قیمت مسکن است. به طور مشخص هرگاه این نسبت افزایش یابد، فشار برای جهش قیمت مسکن شکل می‌گیرد؛ هنگامی که این نسبت نزولی می‌شود، فشار ایجادشده در حال تخلیه بر قیمت مسکن است. تا قبل از سال ۱۳۹۳، این شاخص نظم قابل‌توجهی را نشان می‌دهد. از سال ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ این نسبت به شدت افزایش یافت و شدت افزایش آن بسیار بیش از سیکل‌های قبلی بود (ناشی از خلق نقدینگی متکی به نرخ سود بالا)؛ هم نیروی افزایش قیمت مسکن ناشی از رشد نقدینگی در حال انباشت بود و هم نرخ سود بالا، این فشار بر قیمت‌ها را به تأخیر می‌انداخت و تغییر، مدت بیشتری طول کشید. همین موضوع توضیح می‌دهد که چرا شیب منفی این نسبت در سال ۱۳۹۷ بسیار شدید است (چون جهش قیمت مسکن بسیار شدید بوده است). از سال ۱۳۹۸، به این نسبت چندان افزوده نشده است؛ دلیل آن وجود انتظارات تورمی بالا است که اثر رشدهای بالای نقدینگی را به سرعت روی قیمت مسکن منتقل کرده است.



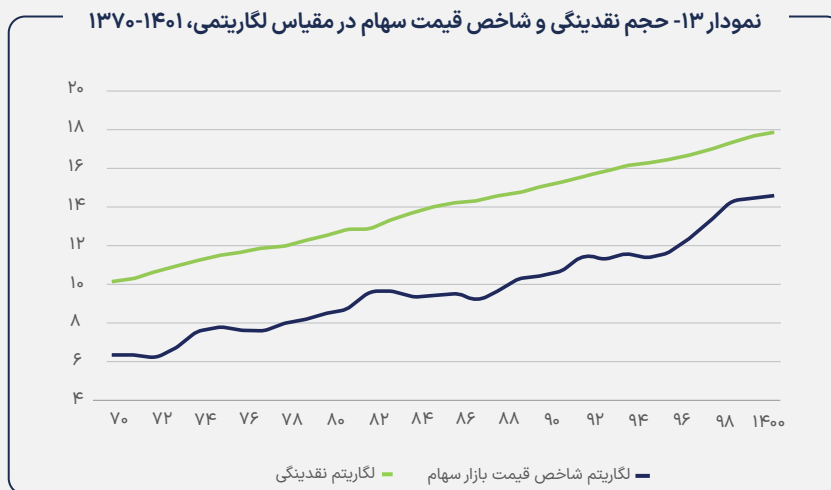
در سال ۱۴۰۲، محتمل‌ترین سناریوی قیمت مسکن کدام است؟ اشاره شد که در طول دوره ۱۴۰۱-۱۳۷۰، تقریباً رشد قیمت مسکن مشابه رشد نقدینگی بوده است و در پنج سال اخیر، اثر رشدهای نقدینگی بر قیمت مسکن با سرعت ظاهر شده است. در نتیجه، در شرایط کنونی فشار چندان برای افزایش قابل‌توجه قیمت مسکن وجود ندارد و انتظار برای افزایش قیمت مسکن در حد تورم عمومی یا کمتر است. با توجه به این‌که در سال ۱۴۰۱ نرخ رشد نقدینگی در حد ۳۳ درصد و کمتر از ۱۴۰۰ بوده است، و تداوم سیاست محدودیت رشد ترازنامه احتمالاً تنزل مختصری در رشد نقدینگی ایجاد می‌نماید، پس محتمل‌ترین سناریو رشد کمتر قیمت مسکن در سال ۱۴۰۲ نسبت به ۱۴۰۱ خواهد بود. تمایل بانک مرکزی به استفاده از افزایش نرخ سود برای کنترل تورم نیز این سناریو را محتمل‌تر می‌نماید. البته وقوع شرایطی که جهش ارزی را شکل دهد، سبب تغییر سازوکار رشد کمیته‌های پولی و انتظارات تورمی می‌شود که شرایط متفاوتی را برای قیمت مسکن رقم خواهد زد.

سهام

دارایی دیگری که به‌ویژه از سال ۱۳۹۸ بخش بزرگتری از مردم و مخصوصاً اشخاص غیرحرفه‌ای را درگیر کرده، سهام است. برخلاف ارز و تا حدی مسکن، سهام دارایی بسیار ناهمگنی است؛ هر شاخصی که وضعیت کلی بازار سهام را منعکس کند، کم‌وبیش دارای نقائص مشابه خواهد بود. چون شاخص قیمت سهام سبدي از قیمت تعداد زیادی دارایی ناهمگن است، قاعدتاً استفاده از شاخص قیمت سهام و مقایسه آن با وضعیت شاخص‌های اقتصاد کلان کار سراسری نیست و تا حدی دچار نقص است. با این همه در مجموع می‌توان تصویر کلی قیمت سهام را نیز با استفاده از قاعده عمومی مرتبط با سایر دارایی‌ها تحلیل کرد.

وقتی روند بلندمدت شاخص سهام را بررسی می‌کنیم، نقائص آن برای تحلیل رفتار قیمت سهام کم‌اهمیت می‌شود، و تا حدی اطمینان به تحلیل افزایش می‌یابد. از آنجا که تداوم تورم (حتی در شرایطی که در فعالیت و سودآوری شرکت‌ها شاهد رشد اقتصادی و حقیقی نیستیم) سبب افزایش درآمد اسمی و ارزش جایگزینی شرکت‌ها می‌شود، انتظار آن است که همان نیروی عمومی شکل‌دهنده تورم، قیمت سهام را هم شکل دهد. موضوع بااهمیت دیگر در مورد شاخص قیمت سهام در ایران، نقش پررنگ قیمت کامودیتی‌ها در تعیین شاخص است. این موضوع به‌ویژه از آن جهت در ایران اهمیت پیدا می‌کند که در شرایط تحریم با وجود جهش نرخ ارز، مقدار تولید و صادرات کالاهای اساسی (کامودیتی‌ها) برخلاف نفت چندان کاهش نمی‌یابد. در نتیجه سودآوری صنایع مرتبط با کالاهای اساسی به‌شدت افزایش می‌یابد. البته مداخله دولت در تعیین قیمت کالاها و خدمات و همچنین مشکلات زیرساختی مرتبط با فعالیت صنایع، و بالاخره سایر مداخله‌های دولت در این بازار سبب می‌شود که شاخص قیمت سهام نظم چرخه‌ای نسبتاً کمتری در مقایسه با مسکن داشته باشد.

نمودار ۱۳ حجم نقدینگی و شاخص قیمت سهام در مقیاس لگاریتمی برای دوره ۱۴۰۱-۱۳۷۰ را نشان می‌دهد. در این نمودار، منحنی سبز رنگ حجم نقدینگی و منحنی سرمه‌ای رنگ شاخص قیمت سهام است. داده‌های سال ۱۴۰۱ تا پایان بهمن‌ماه در دسترس بوده است. شیب هر منحنی در هر سال نرخ رشد آن متغیر را نشان می‌دهد و شیب کلی منحنی‌ها هم رشد متوسط این متغیرها را نشان می‌دهند.



نمودار ۱۳ نشان می‌دهد که در مجموع و تا سال ۱۳۹۷، روند قیمت سهام و حجم نقدینگی کم‌وبیش از قاعده عمومی مربوط به قیمت سایر دارایی‌ها تبعیت می‌کند، اما جهش قیمت‌ها در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ سبب شد تا رشد عمومی قیمت سهام تا حدی شدیدتر از رشد حجم نقدینگی باشد. در فاصله زمانی ۱۳۷۰-۱۴۰۱ متوسط رشد نقدینگی ۲۷/۷ درصد و متوسط رشد قیمت سهام ۳۹/۲ درصد بوده است. جهش سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ در واقع نوعی جهش قیمت سهام فراتر از عوامل بنیادین بوده که فقط باور تورم‌های سه‌رقمی می‌توانسته مانع تعدیل آن شود. همین موضوع نشان می‌دهد که چرا در سال ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ با وجود تداوم انتظارات تورمی و تداوم رشد نقدینگی و حتی جهش نرخ ارز در سال ۱۴۰۱، شاخص قیمت سهام همچنان رشدی کمتر از بقیه دارایی‌ها تجربه کرده است، و هنوز هم به مقدار حداکثری تجربه‌شده در سال ۱۳۹۹ بازنگشته است. به طور مشخص، جهش شدید نرخ ارز در ماه‌های اخیر نتوانسته رشدی حتی در حد تورم عمومی برای قیمت سهام رقم بزند.

شاخص قیمت سهام همانند قیمت مسکن دارای رفتار چرخه‌ای است و روند لگاریتمی آن ناهموارتر از روند لگاریتمی حجم نقدینگی است. یعنی قیمت سهام دوره‌هایی از رکود و رونق قیمتی را تجربه می‌کند. این موضوع مرتبط با خصلت ذاتی دارایی‌هایی است که سفته‌بازی در آنها چنین رفتاری را شکل می‌دهد. در عین حال، نظم کمتر شاخص قیمت سهام نسبت به مسکن انعکاس مداخله‌های دولت و همچنین مداخله دولت در کنترل نرخ ارز است.

با توجه به آنچه در بازار سهام گذشته است، سناریوی پراختمال برای سال ۱۴۰۲ چه خواهد بود؟ با وجود آن‌که در سال ۱۴۰۱ و تورم‌های بالا و رشد نقدینگی نسبتاً بالا تداوم داشته است، جهش پیشین قیمت سهام سبب شد تا به صورت عمومی همچنان فشار زیادی برای افزایش قیمت سهام وجود نداشته باشد. شاید بتوان گفت که نقش محوری وجود سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در این بازار سبب می‌شود که شاخص سهام بر اساس انتظارات از متغیرهای آتی قیمت‌گذاری شود. بخشی از افزایش شدید قیمت سهام در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ نیز دارای همین ماهیت بوده است. اما بخشی از افزایش قیمت سهام در آن دو سال ناشی از تشویق دولت برای کشاندن مردم به بازار سرمایه بوده، و گویی وجود نوعی اختیار فروش ضمنی با آخرین قیمت را در چشم‌انداز سرمایه‌گذاران حرفه‌ای قرار داد.

عامل یادشده نقش اصلی را در جهش بیش از حد قیمت سهام بازی کرد. این جهش بیش از حد سبب شد تا در دو سال گذشته با عدم رشد قابل‌توجه قیمت سهام، افزایش‌های حجم نقدینگی، سطح عمومی قیمت‌ها و نرخ ارز به‌تدریج افزایش‌های قبلی قیمت سهام را بنیادی کند، و به همین دلیل نیرویی برای افزایش شدید قیمت سهام در دسترس نباشد. اگر این را بپذیریم، محتمل‌ترین چشم‌انداز قیمت سهام در سال ۱۴۰۲ مشابه قیمت مسکن و نرخ ارز است. به عبارت دیگر، وجود انتظارات تورمی بالا در پنج سال گذشته سبب شده تا تمام نیروی حجم نقدینگی در قیمت دارایی‌ها و از جمله سهام منعکس شود و نیروی به‌تأخیرافتاده‌ای از آن ناحیه برای افزایش قیمت سهام وجود نداشته باشد. اما چون حجم نقدینگی و در نتیجه سطح عمومی قیمت‌ها کماکان در حال افزایش خواهد بود، از بین رفتن حساب قیمت سهام، زمینه افزایش شاخص قیمت سهام در حدی پایین‌تر از تورم عمومی را برای سال ۱۴۰۱ فراهم کرد. این بدان معنی است که اگر در سال ۱۴۰۲ عاملی برای کندشدن نرخ تورم وجود داشته باشد، همان عامل اسباب کندشدن رشد قیمت سهام نیز خواهد بود؛ برعکس اگر عاملی برای شدت‌گرفتن تورم وجود داشته باشد، همان عامل اسباب تشدید رشد قیمت سهام خواهد بود. از طرف دیگر، در غیاب شوک تورمی جدید، کاهش انتظارات تورمی سبب افزایش نرخ بهره حقیقی می‌شود، و این موضوع نیز مانع از آن می‌شود که رشد قیمت سهام چشم‌گیر باشد. البته مسائلی از قبیل مشکلات تأمین آب، برق و گاز و همچنین تمایل دولت به قیمت‌گذاری کالاها و خدمات نیز تا حدی عامل بازدارنده برای رشد قیمت سهام در مقایسه با رشد قیمت مسکن و نرخ ارز خواهد بود. لذا، محتمل‌ترین سناریو برای سال ۱۴۰۲ آن است که افزایش قیمت سهام بالاتر از تورم عمومی باقی بماند، و این افزایش از سال ۱۴۰۱ بالاتر باشد.



۶. خلاصه و جمع بندی

اقتصاد ایران در سال ۱۴۰۱ کم‌وبیش مشابه پنج سال گذشته شرایط بی‌ثباتی را سپری کرد؛ تداوم تورم‌های بالا و جهش قیمت دارایی‌ها مهم‌ترین جلوه این بی‌ثباتی بود. گرچه بعد از رکود سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸، در سه سال اخیر به دلیل برگشت به سطوح تولید قبلی و هم‌چنین به دلیل افزایش تولید و صادرات نفت، رشد اقتصادی مثبت تجربه شده است، اما این رشد اقتصادی مشابه رشد اقتصادی بلندمدت بوده و در سال ۱۴۰۱ نشانه‌های کاهش آن نمایان شده است. در سال‌های پیش رو انتظار افزایش متوسط رشد اقتصادی وجود ندارد، گرچه نوعی توافق در مذاکرات احیای برجام همراه با افزایش تولید و صادرات نفت می‌تواند صرفاً برای مقطع کوتاه (حدود یک سال) امکان افزایش رشد اقتصادی را فراهم کند. متأسفانه چشم‌انداز چنین توافقی نیز وجود ندارد. به نظر نمی‌رسد که حتی با حصول توافق، آثار آن بر رشد اقتصادی بتواند در سال ۱۴۰۲ نمایان شود. به همین دلیل برای سال ۱۴۰۲، محتمل‌ترین سناریو تداوم رشد اقتصادی در حدی مشابه یا کمتر از سال ۱۴۰۱ پیش‌بینی می‌شود.

در ارتباط با تورم، آنچه در اقتصاد ایران در طول دهه‌ها رخ داده، تأییدی آشکار بر صحت نظریه اقتصاد کلان است. در طول پنج دهه گذشته، ایجاد توان خرج‌کردن فراتر از توان تولید (به شکل رشدهای بالای نقدینگی) سبب تداوم تورم‌های بالا و دورقمی شده است. اگر درآمدهای ارزی امکان سرکوب نرخ ارز و واردات گسترده را می‌داده، نرخ تورم تا حدی فروکش می‌کرده است؛ برعکس اگر محدودیت‌های ارزی بروز می‌کرده، جهش‌های تورمی رخ می‌داده است. در سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱، بخشی از تورم بالا معلول به‌تأخیرافتادن نیروی تورمی رشدهای بالای نقدینگی قبل از ۱۳۹۷، بخشی معلول تشدید رشد نقدینگی، و بالاخره بخشی نیز معلول تحریم‌ها و جهش‌های ارزی ناشی از آن بوده است. در سال ۱۴۰۲، محتمل‌ترین سناریو آن است که در غیاب تشدید تحریم‌ها، نرخ تورم بتواند مسیر نزولی را طی کند؛ محدودشدن رشد نقدینگی و تا حدی افزایش نرخ بهره دلیل اصلی این روند نزولی خواهد بود. با این حال، رخدادهای سیاسی و به‌ویژه بین‌المللی پیش‌بینی در این زمینه را دشوار کرده است.

در مورد وضعیت بازار پول، بارز است که نرخ رشد نقدینگی در سال ۱۴۰۱ تا حدی کمتر از سال‌های ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ بوده است. تا زمانی که رشد نقدینگی در حال کاهش باشد، نگرانی جدی در مورد تغییر سایر کل‌های پولی وجود ندارد. در شرایط کنونی نرخ رشد حجم پول (قسمت سیال نقدینگی) بسیار بالاتر از نرخ رشد نقدینگی است؛ این عارضه تورم انتظاری بالا محسوب می‌شود؛ کاهش انتظارات تورمی می‌تواند رشد آن را به شرایط نرمال برگرداند. از طرف دیگر، رشد پایه پولی در ایران عمدتاً واکنش به رشد نقدینگی است؛ به همین دلیل، کاهش نرخ رشد نقدینگی نهایتاً کاهش رشد پایه پولی را به همراه دارد. از آنجا که دولت در سال ۱۴۰۱ به دنبال کاهش نرخ رشد نقدینگی به‌ویژه از طریق اعمال محدودیت رشد ترازنامه بانک‌ها بوده است، به طور طبیعی انتظار برای افزایش نرخ بهره وجود داشته و رخ داده است. بانک مرکزی نیز در ماه‌های اخیر تمایل بیشتری به نقش فعال در استفاده از نرخ بهره برای کنترل تورم داشته است؛ این بدان معناست که در سال ۱۴۰۲، محتمل‌ترین سناریو تداوم نرخ‌های بهره بالاست که در صورت کاهش انتظارات تورمی، به معنی افزایش نرخ بهره حقیقی خواهد بود.

در ارتباط با بازار دارایی‌ها، و بر اساس قاعده عمومی، قیمت دارایی‌ها در طول پنج سال گذشته خود را با حجم نقدینگی تعدیل کرده است. عامل اصلی این تعدیل وجود انتظارات تورمی بالا بوده که اثر رشد نقدینگی بر قیمت‌ها را سریع منعکس کرده است. این بدان معناست که از ناحیه رشد نقدینگی محقق‌شده، نیرویی برای رشد شدید قیمت دارایی‌ها وجود ندارد. اما از آنجا که رشد نقدینگی و تورم کم‌اکان در سطوح بالاتر از متوسط وجود خواهد داشت، انتظار آن است که قیمت دارایی‌ها نیز در سال ۱۴۰۲ در حد تورم عمومی افزایش یابد.

درباره ما

گروه مالی دانایان (سهامی عام) توسط جمعی از فعالان اقتصادی بخش خصوصی شکل گرفته و به مثابه هر هلدینگ مالی، اکنون دیگر تحت نظارت کامل سازمان بورس و اوراق بهادار کار می‌کند. طی ۱۶ سال عمر خود، دانایان با ارائه گسترده طیف کاملی از خدمات بازارهای مالی، با تعداد بسیاری از کسب‌وکارهای کشورمان همکاری می‌کند. گروه تلاش می‌کند دقت تحلیل را با تخصص در فرایندهای اجرایی تلفیق کند و به شرکت‌ها و مالکان پروژه‌ها کمک کند تا کارایی عملیاتی خود را بهبود بخشند.

غیر از ارائه خدمات تأمین مالی، مشاوره سرمایه‌گذاری، مدیریت دارایی، خدمات کارگزاری، خدمات بیمه زندگی، خدمات ارزی، ...، گروه مالی دانایان سرمایه‌گذاری‌های متعددی در بخش واقعی اقتصاد دارد. گروه در شرکت‌ها و پروژه‌های ساختمانی و صنعتی در قالب شرکت سرمایه‌گذاری دانایان سرمایه‌گذاری کرده است.

مدل‌های کسب‌وکار ما انعطاف‌پذیر است و با نیاز طرف‌های تجاری‌مان هماهنگ می‌شود، به گونه‌ای که خدمات ما متناسب با نیاز آنها سفارشی تلقی می‌شود. این به ما امکان می‌دهد که با توجه به خدمات خود و محیط بازار، سطح توقعات مشتریان را به مقیاسی درآوریم که بتوانند از طرف‌های قرارداد خود در بازارهای رقابت جلوتر باشند.

شرکت مشاور سرمایه‌گذاری دانایان (سهامی خاص) یکی از زیرمجموعه‌های گروه مالی دانایان است که به‌ویژه در حوزه مشاوره مالی در طول عمر کوتاه خود خدمات گسترده‌ای به مشتریان ارائه کرده است. این شرکت شریک قابل‌اعتماد برای کسب‌وکارهای طرف قرارداد خود است. تعهد شرکت مشاور سرمایه‌گذاری دانایان همسویی با اهداف استراتژیک مشتریان است و حوزه تجربه مشاوره را در طول سال‌ها کار مدیران خود با شرکت‌های پیشرو به دست آورده است، و توان آن را دارد که روابط بلندمدت با کسب‌وکارهای طرف قرارداد خود ایجاد کند.

آکادمی دانایان در راستای مسئولیت اجتماعی گروه مالی دانایان توسط شرکت مشاور سرمایه‌گذاری دانایان شکل گرفته است. هدف اصلی آکادمی ارائه محتوای غنی آموزشی و تحلیل در حوزه مدیریت سرمایه‌گذاری، مالی شرکت‌ها و بازار دارایی‌هاست. آکادمی در تلاش است با بهره‌گیری از بهترین کارشناسان و معتبرترین مراجع در جهت ارتقای سطح دانش و آگاهی عمومی در حوزه‌های مالی، سرمایه‌گذاری و اقتصاد، گامی مؤثر بردارد تا مدیران و سرمایه‌گذاران بتوانند در آن حوزه‌ها تصمیمات آگاهانه‌تری اتخاذ کنند.

گرافیسیت: دانیال ابراهیمی





نیک رای
شرکت مدیریت سرمایه و ساخت



سرمایه گذاری دانایان



فرامین گستر



صرافی دانایان



بیمه باران



شرکت صنایع
پتروشیمی زنجان



کارگزاری دانایان



دانایان
گروه مالی



دانایان
مشاور سرمایه گذاری



شرکت سرمایه، آب، خاک، توسعه



آکادمی دانایان



لیزینگ دانایان



صندوق سرمایه گذاری
املاک و مستغلات نیک رای



صندوق اختصاصی
بازارگردانی دانایان



داناتورکس

وبسایت

www.danayan.com
www.danayan.academy

تلفن

۰۲۱-۹۱۰۷۳۰۰۰

آدرس

تهران، ونک، خیابان ملاصدرا،
خیابان شیرازی شمالی، خیابان
زاینده رود غربی، پلاک ۳