

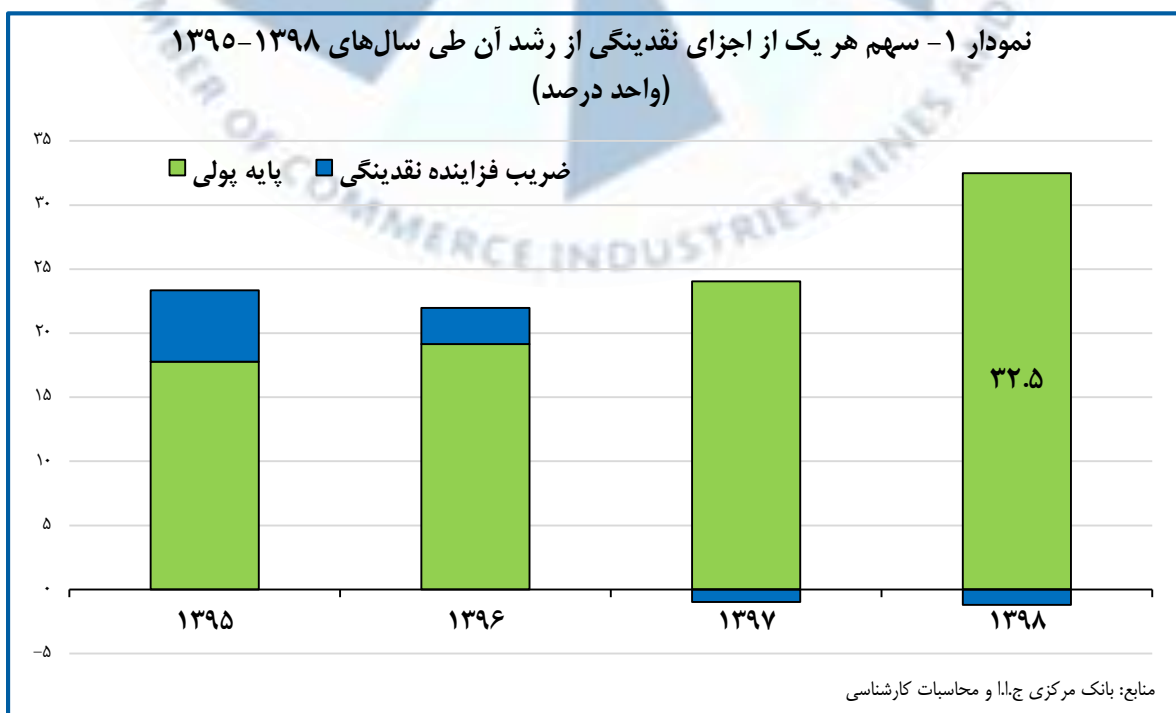
شفاف سازی در خصوص دلایل رشد نقدینگی و پایه پولی

در پایان سال ۱۳۹۸

در این گزارش، به دو سوال اساسی در خصوص وضعیت پایه پولی و نقدینگی پاسخ داده خواهد شد. پس از نگاه کوتاهی به وضعیت نقدینگی و تاثیر افزایش پایه پولی بر رشد آن، مهم ترین دلایل رشد پایه پولی از سمت منابع ترازنامه بانک مرکزی تحلیل می شود.

سوال ۱: آیا رشد نقدینگی از محل افزایش پایه پولی بوده است؟

داده های بانک مرکزی گویای رشد ۳۱,۳ درصدی نقدینگی در پایان اسفند ۱۳۹۸ نسبت به پایان اسفند ۱۳۹۷ است، اما برای پاسخ به این سوال که نیروی محرکه افزایش قابل توجه نقدینگی در این سال چه بوده، باید اجزای آن (ضریب فزاینده نقدینگی و پایه پولی) مورد بررسی قرار گیرد. همانطور که در نمودار ۱، مشاهده می شود، نتایج محاسبات نشان می دهد عامل مسلط در رشد نقدینگی سال ۱۳۹۸، افزایش پایه پولی بوده که سهم ۳۲,۵ واحد درصدی در رشد ۳۱,۳ درصدی نقدینگی داشته و کاهش ضریب فزاینده نقدینگی منجر به کاهش حجم نقدینگی شده است. چنین رویدادی در سال ۱۳۹۸ برای دومین سال متوالی رخ داده؛ با این تفاوت که رشد پایه پولی در سال ۱۳۹۸ نسبت به رقم مشابه در سال ۱۳۹۷ با شتاب بیشتری همراه بوده و از ۲۴,۲ درصد در سال ۱۳۹۷ به حدود ۳۳ درصد در سال ۱۳۹۸ رسیده است که طبیعتاً چنین پدیده ای می تواند پیامدهای تورمزایی را در سال های بعد از آن با خود به همراه داشته باشد.





سوال ۲: آیا رشد پایه پولی به دلیل استقراض دولت از بانک مرکزی برای رفع کسری بودجه خود بوده است؟

برای پاسخ به این سوال لازم است اجزای پایه پولی از سمت منابع ترازنامه بانک مرکزی به تفکیک مورد بررسی قرار گیرد. پیش از آن لازم است تاکید شود تعابیر اخیر برخی تحلیل‌گران مبنی بر برابری پایه پولی با بدهی دولت به بانک مرکزی صحیح نیست و نتایج این گزارش، خود نقدی جدی بر آن است.

همانگونه که اشاره شد در اسفند ماه سال ۱۳۹۸، پایه پولی نسبت به رقم مشابه در پایان سال ۱۳۹۷، حدود ۳۳ درصد رشد داشته است. بنابر اظهارات رییس کل بانک مرکزی، در پایان خرداد ۱۳۹۹ نیز حجم پایه پولی به ۳۸۳,۵ میلیارد تومان رسیده که در این صورت، نسبت به مدت مشابه سال ۱۳۹۸، حدود ۳۸ درصد افزایش یافته است. بنابراین به نظر می‌رسد سرعت افزایش پایه پولی روند صعودی را در پیش دارد، اما با توجه به اینکه، آمارهای رسمی از ترازنامه بانک مرکزی در پایان خرداد ۱۳۹۹ تاکنون منتشر نشده، در ادامه، به تحلیل دلایل رشد پایه پولی در پایان اسفند ۱۳۹۸ پرداخته می‌شود.

بررسی اجزای پایه پولی از سمت منابع ترازنامه بانک مرکزی نشان می‌دهد عامل مسلط در رشد کم سابقه پایه پولی در پایان سال ۱۳۹۸، بیش از هر چیز ناشی از افزایش خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی نسبت به اسفند ۱۳۹۷ بوده است. دو جزء خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی، سهم منفی در رشد پایه پولی طی مدت مذکور داشته‌اند. بنابراین، این فرضیه که استقراض بخش دولتی از بانک مرکزی، عامل عمده در افزایش پایه پولی اسفند ۱۳۹۸ بوده، بر اساس آمارهای رسمی منتشر شده، صحیح به نظر نمی‌رسد؛ هر چند افزایش بدهی بخش دولتی از بانک مرکزی، به تنهایی سهم ۱,۶ واحد درصدی در رشد ۳۳ درصدی پایه پولی در پایان اسفند ۱۳۹۸ داشته است، اما این رقم در برابر سهم ۳۱ واحد درصدی خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی، بسیار ناچیز است.

علیرغم موارد فوق، نمودار ۲ روند ماهانه تغییرات اجزای پایه پولی نشان می‌دهد خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی، به مدت یازده ماه متوالی، عامل موثر در رشد پایه پولی بوده؛ اما در بهمن و اسفند ۱۳۹۸ ناگهان اثر آن معکوس شده و به نوعی، کاهش آن مانع از افزایش بیشتر پایه پولی شده است.

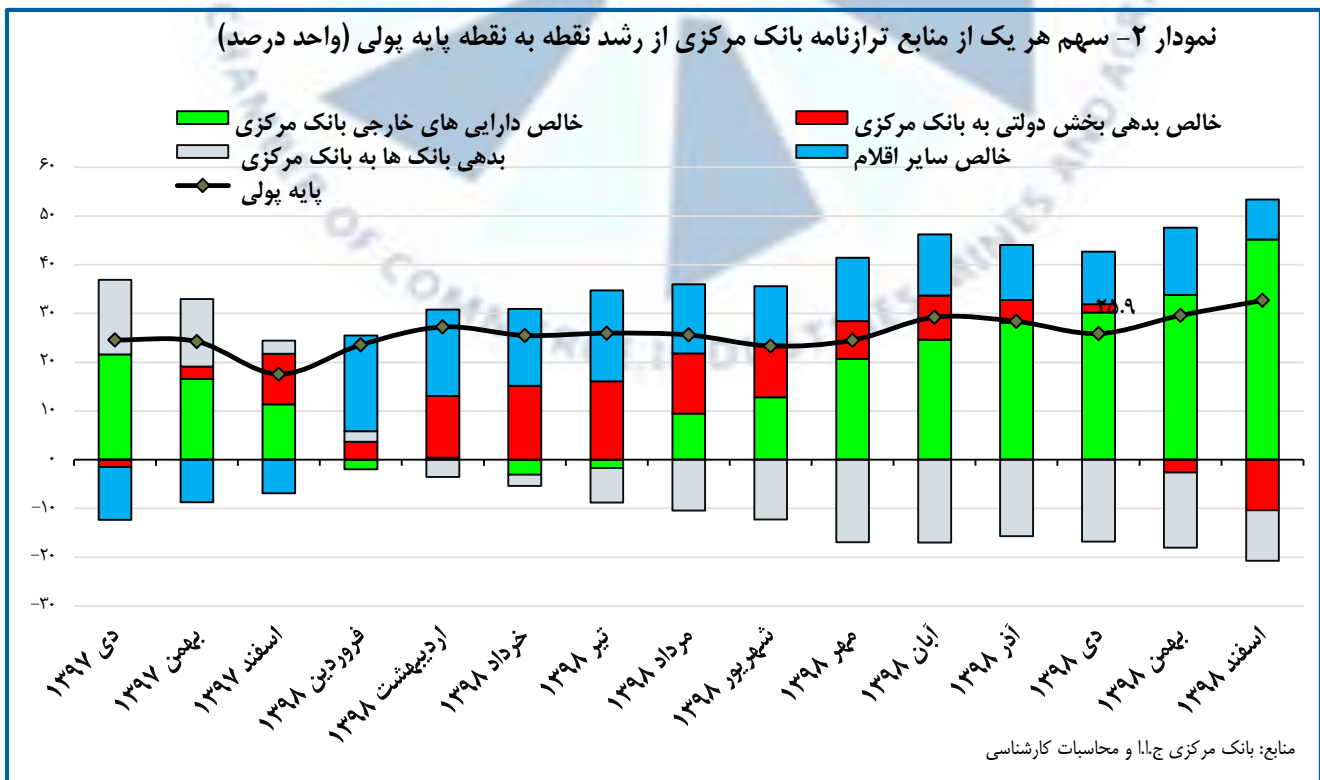
از طرف دیگر، آمارها نشان می‌دهد در اسفند ۱۳۹۸، بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی، حدود ۱۳ درصد نسبت به بهمن ۱۳۹۸ کاهش یافته است. با توجه به کسری بودجه دولت در پایان سال ۱۳۹۸ و تشدید آن به دلیل شیوع ویروس کرونا و اثر هزینه‌های پایان سال، کاهش قابل توجه بدهی دولت به بانک مرکزی در اسفند ۱۳۹۸، بر اساس آمارهای رسمی این بانک، بحث برانگیز به نظر می‌رسد. ضمن اینکه، روند ماهانه سال ۱۳۹۷ نیز نشان می‌دهد در اسفند ماه ۱۳۹۷، بدهی دولت به بانک مرکزی نسبت به ماه‌های قبل بیشتر بوده و در مقایسه با بهمن ۱۳۹۷، حدود ۲۴ درصد افزایش یافته است. چنانچه فرض شود بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی در پایان اسفند ۱۳۹۸ نیز با همین سرعت نسبت به بهمن ۱۳۹۸ افزایش یافته باشد، سهم آن از رشد ۳۳ درصدی پایه پولی در پایان اسفند ۱۳۹۸ به ۲۸,۵ واحد درصد خواهد رسید که با آنچه اکنون در ترازنامه بانک مرکزی منتشر شده، تفاوت قابل ملاحظه‌ای دارد. علاوه بر این، کاهش بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی در اسفند ۱۳۹۸

معاونت بررسی های اقتصادی

در حالی رخ داده که بدهی بخش دولتی به بانکها و موسسات اعتباری و همچنین سپرده‌های بخش دولتی نزد بانک مرکزی در همین ماه افزایش یافته است. روند آماری نشان می‌دهد در ماه‌های پایانی سال ۱۳۹۸، سرعت رشد بدهی بخش دولتی به بانکها و موسسات اعتباری در مقایسه با مدت مشابه سال قبل افزایش یافته است. بدهی بخش دولتی به بانکها در اسفند ۱۳۹۸ حدود ۲۷ درصد نسبت به اسفند ۱۳۹۷ افزایش یافته است. بررسی ارقام مشابه در ماه‌های قبل نشان می‌دهد از شهریور ۱۳۹۸ رشد نقطه به نقطه بدهی بخش دولتی روند افزایشی داشته و در ماه‌های دی و بهمن ۱۳۹۸ به بیش از ۲۰ درصد رسیده و در اسفند ۱۳۹۸ شتاب گرفته و به بیشترین مقدار خود رسیده است.

بر اساس توضیحات فوق، به نظر می‌رسد ابهاماتی در ترازنامه اسفند ماه ۱۳۹۸ بانک مرکزی وجود دارد که نیاز به شفاف‌سازی در این خصوص احساس می‌شود.

عده‌ای از کارشناسان بر این باورند که کاهش بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی طی مدت مذکور ناشی از تهاثر بدهی دولت با بدهی بانکها به بانک مرکزی است که با توجه به نمودار ۲ و اثر منفی بدهی بانکها به بانک مرکزی بر افزایش پایه پولی، این فرضیه صحیح به نظر نمی‌رسد و با قطعیت قابل استناد نیست. برخی دیگر از کارشناسان نیز اظهار کرده‌اند که افزایش دارایی‌های خارجی به نوعی ناشی از افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی است که به دلیل استقراض دولت از صندوق توسعه ملی برای تامین مخارج مربوط به مقابله با کرونا رخ داده و قرض دلاری دولت توسط بانک مرکزی به ریال تسعیر شده است که این فرضیه نیز با توجه به اظهارات معاون اقتصاد وزارت اقتصاد و دارایی مبنی بر پرداخت تسهیلات بانکی مربوط به بحران کرونا از طریق کاهش نرخ سپرده قانونی بانکها و عدم استقراض دولت از بانک مرکزی صحیح به نظر



معاونت بررسی های اقتصادی

نمی‌رسد و قابل استناد نیست. از طرفی دیگر، آمارهای مربوط به اجزای پایه پولی از سمت مصارف بانک مرکزی نیز نشان می‌دهد طی دوازده ماه سال ۱۳۹۸، سپرده قانونی بانک‌ها نزد بانک مرکزی همواره روند صعودی داشته و در دو ماه پایانی سال نیز مشابه سال‌های قبل بر سرعت افزایش آن افزوده شده و به نظر نمی‌رسد کاهش نرخ سپرده قانونی تاثیری بر روند قبلی حجم سپرده‌های قانونی بانک‌ها داشته است.

