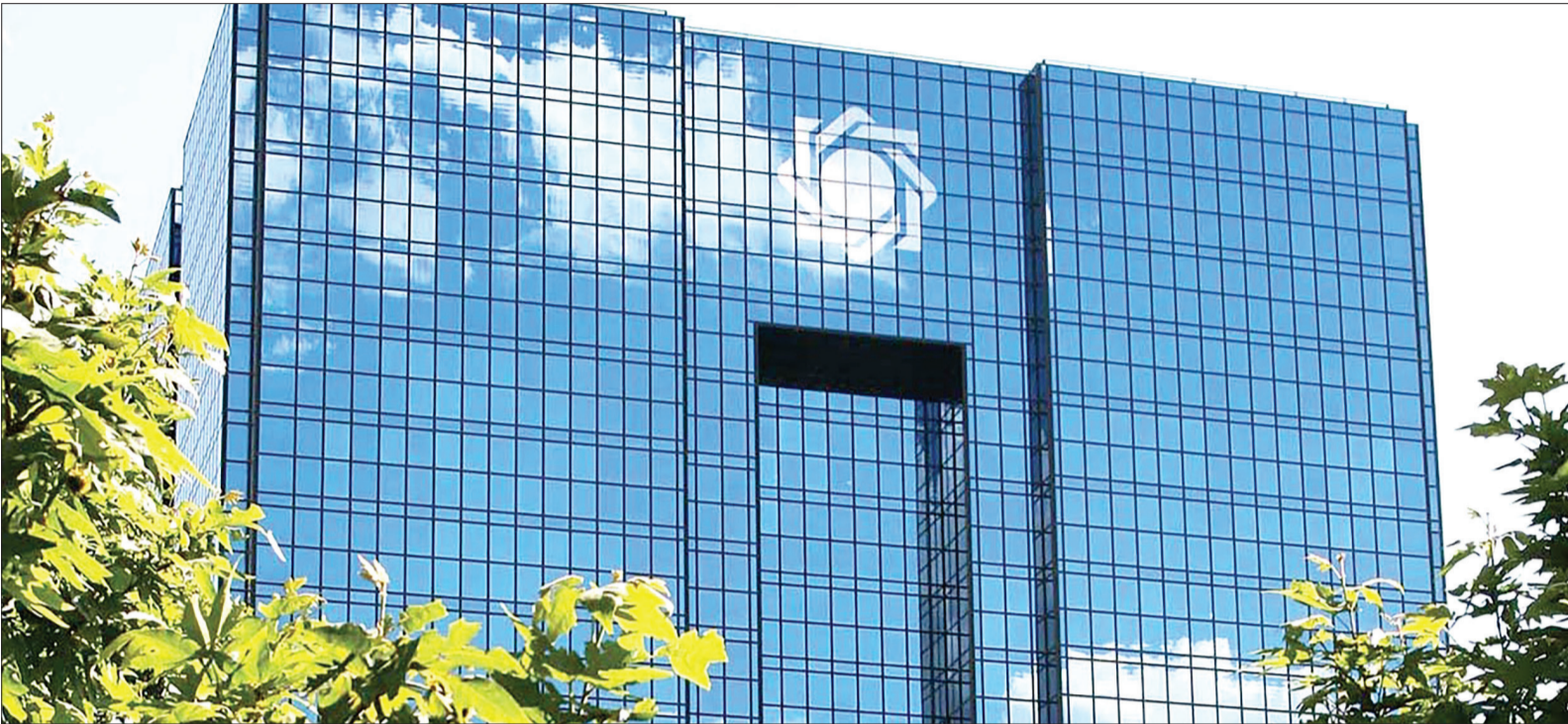




«فرهختگان» در گفت‌وگو با کارشناسان اقتصادی راهکارهای کنترل نقدینگی را بررسی کرد

# بورس؛ آهن‌ربای نقدینگی یا سکوی پرتاب بازارهای رقیب؟



مرتضی عبادحسینی  
روزنامه‌نگار

کنترل نقدینگی که رقم آن براساس آخرین آمار رسمی بانک مرکزی به‌مرز ۲۲۶۲ هزارمیلیارد تومان نزدیک می‌شود، طی سال‌های گذشته یکی از معضلات اصلی

اقتصاد ایران بوده است. در این میان، راهکارهای متفاوتی در مورد کنترل نقدینگی مطرح می‌شود که پاشنه‌آشیل آن به «سروسامان دادن به نظام بانکی» و «سازوکار بدهی‌های دولت به بانک مرکزی» برمی‌گردد. آن‌گونه که کارشناسان می‌گویند، کنترل نقدینگی ماهیتاً تبعات زان‌بوده و ساختار نامناسب اقتصادی کشور ماست که آن را تبدیل به غولی برای شکستن همه چیز کرده است. اما در حال حاضر که دولت با رشد نقدینگی ۵۲۲ درصدی در دوره خود روبه‌رو است، سعی بر تبلیغ بازار سرمایه به‌عنوان مسیری برای هدایت و استفاده مولد از نقدینگی دارد که براساس نظرات کارشناسان، این سیاست برای مولدسازی نقدینگی بدون تأثیر یا حداقل کم‌اثر بوده و فقط با اجرای سه عامل «منضبط کردن سیستم بانکی»، «کاهش بدهی‌های دولت به بانک مرکزی» و «چارچوبی مناسب برای اجرای سیاست‌های پولی» می‌توان از کنترل و کاهش شتاب نقدینگی سخن به میان آورد. ناگفته نماند که علاوه‌بر اقدامات ناکافی دولت در زمینه مهار سرعت نقدینگی، مجلس شورای اسلامی نیز با به تأخیر انداختن در لایحه اصلاح نظام بانکداری، کمک مهمی به رشد روزافزون این مولفه اقتصادی کرده است.

## نسخه جدید نقدینگی چه می‌گوید؟

در یک‌ساله منتهی به آذر ۹۸ علاوه‌بر افزایش ۳۰ درصدی حجم نقدینگی، مجدداً شاهد ترکیب خطرناکی از آن بوده‌ایم؛ به‌طوری که سهم پول در افزایش نقدینگی ۴۹ درصد و سهم شبه‌پول در حدود ۲۵ درصد افزایش داشته است. افزایش بیش از چهار برابری پول و یک درصدی شبه‌پول در یک‌سال منتهی به آذر ۹۸ نسبت به مدت مشابه منتهی به آذر ۹۷ چند موضوع را آشکار می‌کند. اول اینکه، نرخ بهره نظام بانکی کمتر از انتظارات تورمی افراد بوده است، طبق آمارهای بانک مرکزی، تورم در سال جاری به حدود ۴۰ درصد رسیده درحالی که نرخ بهره بانک‌ها کمتر از ۱۵ درصد بوده است. تفاوت بین نرخ بهره بانکی و تورم انتظاری سبب کاهش سپرده‌های مدت‌دار می‌شود چرا که با افزایش تورم، ارزش دارایی افراد کاهش می‌یابد و ترجیح بر نگهداری پول به جای شبه‌پول است.

ادامه و در سال ۱۳۹۵ عنصر پول در نقدینگی با رشد ۳۳ درصدی مواجه شد که در حدود ۶ درصد بالاتر از رشد شبه‌پول قرار داشت که در واقع خبر از تغییر ترکیب نقدینگی و افزایش سرعت آن می‌داد. البته هرچند در سال ۹۶ رشد پول با کاهش چشمگیری در حدود ۱۲ درصد قرار گرفت، اما به هر نحو با افزایش خیره‌کننده ۴۱ درصدی در سال ۹۷، آثار تورمی ۳۰ تا ۴۰ درصدی ناشی از تغییر ترکیب نقدینگی در سال‌های ۹۵ و ۹۶ و ۹۷ گریبان اقتصاد ایران را گرفت. بنابراین در صورتی که ترکیب نقدینگی تغییر کرده و سهم پول افزایش یابد که به معنای افزایش سرعت گردش نقدینگی است، می‌تواند به بروز تورمی افسارگسیخته منجر شود که شواهد آن تاحدی در نیمه نخست سال ۱۳۹۷ مشاهده شد. درحال حاضر اما براساس آمار اعلامی از سوی بانک مرکزی

مشاهده کمیت و کیفیت رشد نقدینگی در یک سال گذشته و افزایش نسبی قیمت‌ها در مدت مذکور، نگرانی‌های جدی در رابطه با نرخ تورم در ماه‌های پیش رو ایجاد کرده و اولویت مسأله مدیریت نقدینگی در اقتصاد با هدف کنترل تورم را آشکار می‌کند. آن‌گونه که آمار رسمی نشان می‌دهند، حجم نقدینگی از ۱۷۴۶ هزار میلیارد در یک سال منتهی به آذرماه ۹۸ به ۲۲۶۰ هزار میلیارد رسیده که گواه بر رشد ۳۰ درصد نقدینگی طی دوره مذکور است. رشد نقدینگی در محدود سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۴ با سهم بالای شبه‌پول همراه بوده و متوسط نسبت پول به شبه‌پول طی دوره مذکور، در حدود ۱۵ درصد قرار داشته است. این ترکیب نقدینگی با کاهش سرعت گردش نقدینگی به‌واسطه نرخ بالای سود بانکی، آثار تورمی را در آن سال‌ها به تأخیر انداخته بود. اما در

## چرا کنترل نقدینگی از طریق بازار سهام راه‌حل نهایی نیست؟

مسکن باشد و دارایی D مورد حمایت دولت و سهام باشد، در حالت حدی هرچه عوامل اقتصادی بیشتر سهام خریداری کنند، تقاضای سهام افزایش می‌یابد، قیمت سهام بالاتر می‌رود و لذا به‌طور نسبی بازدهی آن کاهش می‌یابد. از طرف دیگر به‌تدریج سرمایه‌گذاری مسکونی کاهش می‌یابد و به‌تبع آن عرضه مسکن کاهش می‌یابد و لذا در بلندمدت این حمایت مصنوعی از بازار سهام منجر به افزایش قیمت مسکن می‌شود؛ البته با توجه به آریب‌تراز بازده دارایی‌ها در بلندمدت و همگرایی بازده دارایی‌ها به‌یکدیگر، احتمالاً منجر به افزایش قیمت سایر دارایی‌ها نیز می‌شود. درواقع اگر دولت با حمایت‌های خود، بازده یک دارایی را به‌طور غیربازاری بالا برده و دستکاری کند، در بلندمدت به بازار سایر دارایی‌های رقیب سربایت می‌کند و موجب افزایش بازده آنها می‌شود.

چهار دارایی D,C,B,A وجود دارند که یکی از این دارایی‌ها، مثلاً دارایی D دارای ارزش ذاتی بسیار کمتری نسبت به سه دارایی دیگر است و یک دولت یا هر نهاد فرضی به روش‌های گوناگون از این دارایی حمایت می‌کند تا بازده آن بالاتر از سه دارایی دیگر شده و نقدینگی به سمت آن هدایت شود. کیوان شهاب‌لوساسی می‌گوید حال فرض کنید بازدهی متوسط هریک از سه دارایی دیگر، سالانه اندکی بیش از نرخ تورم سالانه است ولی بازدهی دارایی D با دستکاری‌ها و حمایت‌های دولت یا هر نهاد بیرونی خارج از مکانیزم بازار، سه برابر نرخ تورم باشد. سوال این است که ادامه این بازی چه نتایجی خواهد داشت؟ به‌نظر می‌رسد ادامه این بازی در بلندمدت موجب افزایش قیمت و بازدهی سه دارایی دیگر در بلندمدت می‌شود. مثلاً فرض کنید دارایی B

تورم هدف اثر گذارد. به‌نظر می‌رسد از فلسفه بازار سهام که همان تأمین مالی بلندمدت شرکت‌ها است، دور شده‌ایم. اصولاً تأمین مالی یک شرکت، فقط در زمان عرضه اولیه سهام آن شرکت انجام می‌شود پس از آن حتی اگر آن سهم، ده‌ها بار نیز در بازار ثانویه مورد معامله قرار گیرد، هیچ‌گونه تأمین مالی برای شرکت مذکور ایجاد نمی‌شود. اما در بازار سهام ایران بخش زیادی از نقدینگی انباشته از سال‌های قبل، صرف خرید و فروش و سفته‌بازی بر روی سهام‌هایی می‌شود که در سالیان قبل عرضه اولیه شده‌اند و لذا بازار سهام، نقش اندکی در تأمین مالی بنگاه‌ها داشته است و شاهد این ادعا مشکلات کمبود نقدینگی مزمن شرکت‌های بزرگ خودروسازی در بازار سهام ایران است. یکی محققان اقتصادی کشورمان در این خصوص معتقد است فرض کنید

پدیده عجیبی که در دو سال اخیر در اقتصاد ایران رخ داده است این است که سیاستگذار پولی به جای اینکه از طریق ابزار نرخ بهره و هدف‌گذاری نرخ بهره در جهت دستیابی به کنترل و مهار نقدینگی و تورم هدف باشد، در عوض سیاستگذار پولی (در ایران دولت یا بانک مرکزی) از طریق حمایت از افزایش شاخص قیمت سهام و دخالت در بازار سهام، قصد دارد نقدینگی و تورم را کنترل کند. اخیراً بانک مرکزی آمریکا (Fed) جهت جلوگیری از سقوط بیشتر شاخص قیمت سهام، نرخ بهره را کاهش داد، یعنی در قاعده تیولور افزوده به نوعی تغییرات شاخص قیمت سهام هم لحاظ شده و بانک مرکزی به آن واکنش نشان می‌دهد ولی در کشور ما بانک مرکزی از بازده شاخص قیمت سهام به‌جای ابزار نرخ بهره استفاده می‌کند تا بر روی نقدینگی و به‌تبع آن

## دولت و بانک‌ها عامل اصلی رشد نقدینگی هستند



وحید شفاق‌ی شهری، اقتصاددان و استاد دانشگاه در مصاحبه با «فرهختگان» عواملی چون «کاهش رشد بدهی دولت به بانک مرکزی»، «منضبط کردن سیستم بانکی»، «عمق بخشیدن به بازار سرمایه» و «کنترل نرخ سود بانکی» را از مهم‌ترین عوامل کنترل رشد نقدینگی عنوان کرد. وی در مورد ماهیت نقدینگی و رابطه آن با دیگر مولفه‌های کلان

اقتصادی گفت: «نقدینگی ذاتاً فرصت‌نویس بوده و تهدیدی هم محسوب نمی‌شود و درواقع نمی‌توان به‌طور قطع از مضر یا لازم بودن آن صحبتی کرد و تنها با بررسی ساختارها و کارکردهای اقتصادی است که می‌توان عملکرد، نقش و اثرگذاری آن را مشخص کرد؛ مانند زمانی که با درست کار کردن مکانیزم بدن انسان غذا می‌تواند انرژی‌زا و مفید باشد، درصورت کارکرد درست ساختارهای اقتصادی نیز نقدینگی می‌تواند مفید واقع شود و درحالت برعکس آن قطعاً مضر خواهد بود. این ادبیات در تجربیات جهانی و داخلی هم صدق می‌کند، به‌طوری که در برخی کشورها نقدینگی منجر به رشد تولید شده و در جایی دیگر افزایش قیمت‌ها را رقم زده است. درحال حاضر نسبت نقدینگی به تولید در کشور ما حدود ۸۰ درصد است که در برخی کشورها این میزان به ۱۰۰ یا ۱۲۰ درصد نیز می‌رسد. تولید ناخالص داخلی در کشور ما حدود ۳۰۰ هزار میلیارد و حجم نقدینگی نیز تقریباً ۲۵۰ هزار میلیارد است، براساس همین آمار رشد نقدینگی در سال گذشته ۲۸ درصد و رشد اقتصادی با احتساب نفت در کشور ما حدود ۷ درصد و بدون آن صف‌زداد بوده است، لذا همین اعداد نشان می‌دهد این رشد نقدینگی به رشد اقتصادی و تقویت تولید کمی نکرده است و می‌تواند در آینده شاهد بار تورمی آن بود.»

شفاق‌ی شهری با برشمردن دلایلی چون بدهی دولت و

سیستم بانکی به بانک مرکزی به‌عنوان اصلی‌ترین دلایل رشد نقدینگی در سال جاری به‌عدم مشاهده تورم از کانال نقدینگی در این سال نیز اشاره کرد و افزود: «در یک‌سال‌ونیم اخیر بانک مرکزی با مدیریت سختگیرانه‌تری برای سرعت گردش پول درحال کنترل ارزش ریال بوده است، به‌طوری که با قوانینی چون اعمال سیاست‌های شفافیت مبادلات و تفکیک حساب‌های حقیقی و حقوقی در تلاش برای رسیدن به هدف خود بوده است. عملاً زمانی که بانک مرکزی سرعت گردش پول را کنترل کرده، سطح تقاضای مصرفی جامعه را کاهش داده و زمانی که این اتفاقی می‌افتد رشد نقدینگی به‌صورت جدی اثرات خود را بر تورم نمی‌گذارد و درواقع همچون سال‌های ۹۴ و ۹۵ این اثرات به‌تأخیر می‌افتد. البته با تمام کنترل‌ها و سختگیری‌های بانک مرکزی به‌دلیل وجود کسری بودجه، بدهی دولت به بانک مرکزی سال‌به‌سال درحال بیشتر شدن است، به‌طوری که در سال ۹۸ این شاخص حدود ۸۸ درصد رشد را تجربه کرده و عملکرد غیرمنضبط بانکی نیز به‌قوت خود باقی مانده است.»

شفاق‌ی در مورد سازوکار بازار سرمایه برای جذب نقدینگی افزود: «تنها در صورتی بازار سرمایه یک‌روش برای تأمین مالی دولت است و می‌تواند برای مدتی در جهت جذب نقدینگی به کمک سیاستگذار بیاید که عرضه سهام شرکت‌ها در آن افزایش پیدا کرده و با عمق بخشیدن به بازار و بالا بردن شفافیت نه‌تنها مستقیماً به تولید کمک کرده، بلکه برای مدت زمان طولانی این منبع را حفظ کند. در غیر این صورت با حبایی شدن عمده سهام‌های غیربنیادی فرصت بازار سرمایه به تهدیدی تبدیل می‌شود که منجر به خروج نقدینگی و سربایت آن به دیگر بازارهای مالی خواهد شد.»

## ۳ راهکار برای کنترل نقدینگی



در شرایطی که نقدینگی تا پایان اسفندماه سال جاری با رشدی به‌بیش از ۲۴۰ هزار میلیارد تومان رسیده است؛ یک اقتصاددان و استاد دانشگاه، عدم استقلال بانک مرکزی و مشکلات ساختاری نظام بانکی را زمینه‌ساز بروز این مشکل عنوان کرده است. کامران ندیری در گفت‌وگو با «فرهختگان» با اشاره به دلایل رشد نقدینگی به ارائه سه راهکار مشخص برای کنترل این متغیر پرداخته و معتقد است که «تقویت استقلال بانک مرکزی از دولت، اصلاحات مدیریتی و مالکیتی بانکی و فراهم آوردن چارچوبی برای سیاستگذاری پولی موثر» می‌تواند به عنوان راهکارهای کنونی برای کنترل نقدینگی استفاده شود.

ندیری با تقسیم‌بندی کردن خلق نقدینگی به خلق پول پر قدرت توسط بانک مرکزی و خلق پول توسط سیستم بانکی (ضریب فرآینده) اعتقاد دارد: «نظام بانکی با دسترسی به ذخایر بانک مرکزی و پایه پولی سهم خود از افزایش نقدینگی را در سال ۹۸ در حدود ۲۰ درصد قرار داده است. درواقع در حدود ۹۰ درصد از افزایش نقدینگی را، پول خلق شده در سیستم بانکی تشکیل می‌دهد (شبه‌پول). البته نکته حائز اهمیت این است که نظام بانکی بدون دسترسی به ذخایر بانک مرکزی و پایه پولی قادر به خلق چنین پولی نیست و هنگامی که عنوان می‌کنیم ۳۰ درصد نقدینگی خلق شده است؛ یعنی به‌همان مقدار بانک مرکزی پایه پولی را افزایش داده است. بنابراین سیستم بانکی به‌تنهایی قادر به خلق چنین پولی نبوده و نخواهد بود.»

ندیری در بخش دیگری از این گفت‌وگو در پاسخ به این سوال که «رابطه نقدینگی و تولید در کشور ما چگونه بوده و این دو مولفه چه اثراتی برای یکدیگر داشته‌اند؟» گفت: «بررسی ادبیات اقتصادی و تجربه اقتصاد جهانی در کشورهای مختلف نشان می‌دهد نقدینگی در بلندمدت بر تولید بدون تأثیر بوده و این تصور که رشد نقدینگی به رشد تولید کمک خواهد کرد، نادرست بوده است. همچنین بررسی‌های نشان می‌دهد رشد نقدینگی در بلندمدت قطعاً آثار تورمی داشته و فقط در کوتاه مدت است که ممکن است رشد آن به صورت موقتی به تولید کمک کند. بنابراین تأثیر نقدینگی بر تولید حتی در کوتاه‌مدت هم قطعی نبوده و حتی اگر هم در کوتاه‌مدت تأثیر مثبتی بر تولید بگذارد، این تأثیر موقتی بوده و در بلندمدت با این رفتن اثرات آن تنها افزایش قیمت است که خواهد ماند. لذا رشد نقدینگی با سرعت بالای ۲۰ درصد در اقتصادی همچون کشور ما که رشد تولید هم نداشته، بدون توجه بوده و درواقع علت اصلی افزایش سطح عمومی قیمت در چهار دهه اخیر (در بلندمدت) نیز همین بالا بودن متوسط نرخ رشد نقدینگی بوده است.»

این استاد دانشگاه در پاسخ به اینکه «برای کنترل نقدینگی چه استفاده‌ای از بازار سرمایه می‌توان انجام داد و آیا جذب نقدینگی از این طریق که از قضا به‌شدت مورد تأکید سیاست‌های دولت نیز بوده است، خنثی‌کننده اثرات منفی نقدینگی خواهد بود؟» عنوان داشت: «نقدینگی ممکن است