### دولت پزشکیان شاخص‌های پولی را چگونه تحویل گرفت؟

# پول داغ یخ زد

**روز گذشته انتشار خبر شهادت اسماعیل هنیه در تهران شوک بزرگی به ایرانیان و همه مدافعان آرمان فلسطین در جهان وارد کرد. انتشار این خبر همچون اتفاقات امنیتی تلخ قبلی در کشور، منجر به افزایش قیمت‌ها در بازار دلار غیررسمی، سکه و طلا و همچنین موجب ریزش ۵۲ هزار واحدی در شاخص کل بورس شد. علاوه بر داده‌های بانک مرکزی از شاخص‌هایی همچون نقدینگی، رشد حجم پول (بخش سیال نقدینگی) و همچنین نرخ تورم تولیدکننده که نشان می‌دهند شاخص‌های اقتصادی در مقطع فعلی از افزایش قیمت‌ها در بازار دارایی‌ها و ارز پشتیبانی نمی‌کنند، کارشناسان اقتصادی نیز به «فرهیختگان» گفتند شوک فعلی در بازارها نباید چندان تداوم داشته باشد. اتفاقی که در چهار مقطع یعنی حمله به سفارت ایران در دمشق (۱۳ فروردین ۱۴۰۳)، عملیات وعده صادق (۲۶ فروردین ۱۴۰۳)، شهادت رئیس‌جمهور (۳۰ اردیبهشت) و حمله موشکی ایران به مقر تروریست‌های جیش‌الظلم (۲۶ دی ۱۴۰۲) نیز با کاهش جو روانی اخبار اولیه، طی چند روز تا یک هفته شوک آن فروکش کرد.**

## شوک بازارها موقتی است

چندین شاخص می‌تواند برای پیش‌بینی تحولات آتی اقتصادی به‌مثابه دماسنج عمل کند. یکی از آنها می‌تواند وضعیت کل‌های پولی و همچنین تغییرات سرعت گردش پول باشد. آمارها نشان می‌دهد براساس آمارها در تیرماه امسال تورم نقطه‌ای به ۳۲٫۲ درصد و تورم سالانه به ۳۵٫۵ درصد رسیده است، اعدادی که در ابتدای سال ۱۴۰۲ به ترتیب ۵۵٫۵ و ۴۷٫۶ درصد بوده است. پرواضح است کاهش نرخ تورم اتفاقی نیست که به‌خودی خود محقق شود بلکه مجموعه‌ای از اقدامات دولت در حوزه سیاست‌های پولی، ارزی، تجاری و مالی بوده که این امر را محقق ساخته است. پس از روند نگران‌کننده رشد نقدینگی در سال‌های پایانی دولت دوازدهم در دولت سیزدهم با اصلاح ابزار سیاستی کنترل مقداری رشد ترازنامه بانک‌ها، نرخ رشد نقدینگی هدف‌گذاری شده برای سال‌های ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ به ترتیب، ۳۰ و ۲۵ درصد اعلام شد که رشد نقدینگی محقق‌شده به ترتیب ۳۱٫۱ درصد و ۲۴٫۳ درصد در اسفندماه ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ بوده است. نقدینگی در خردادماه ۱۴۰۳ نسبت به رقم مشابه سال گذشته رشدی معادل ۲۶٫۸ درصد را نشان می‌دهد. همچنین تا اسفندماه ۱۴۰۲ رشد ۱۲ماهه نقدینگی به کف اواخر سال ۱۳۹۷ رسیده است. بررسی نرخ رشد پایه پولی نیز نشان می‌دهد که نرخ رشد پایه پولی به محدوده مقادیر بلندمدت خود، حدود ۲۳٫۳ درصد در خردادماه ۱۴۰۳ کاهش یافته و این مقدار در فروردین سال جاری حدود ۲۱ درصد بوده است. درمجموع پایه پولی نیز همچون رشد نقدینگی به کف قبل از سال ۱۳۹۸ بازگشته است. اما یکی دیگر از مهم‌ترین متغیرهایی که رفتار عاملان اقتصادی در قبال تقاضای پول و به‌دنبال آن، سرعت گردش پول را تحت‌تاثیر قرار می‌دهد تورم انتظاری است. اقتصاددانان (به‌نقل از مقاله بررسی عوامل موثر بر تورم با تاکید بر نقش انتظارات گذشته‌نگر و آینده‌نگر، حسینی و شکوهی) معتقدند انتظارات در تعیین تورم نقش مهمی بازی می‌کند، به‌طوری که اگر فعالان اقتصادی پیش‌بینی کنند قیمت‌ها افزایش خواهد یافت آنها این انتظارات را در مذاکرات و چانه‌زنی‌های دستمزد خود و تعدیل قیمت قراردادها از قبیل افزایش اجاره (مسکن و...) وارد می‌کنند. این رفتار تا حدودی تورم دوره بعد را تعیین می‌کند، به‌محض اینکه قراردادها عملی شوند و دستمزدها و قیمت‌ها طبق توافق افزایش یابند، انتظارات محقق می‌شوند و تا آن حد که مردم انتظارات خویش را براساس گذشته اخیر قرار دهند، تورم الگوهای مشابهی را طی زمان دنبال خواهد کرد و منجر به ماندگاری تورم می‌شود. همچنین عاملان اقتصادی از آنجاکه تورم هر دوره را در ابتدای دوره بعد مشاهده می‌کنند، میزان نگهداری پول را از طریق این پیش‌بینی گذشته‌نگر تعیین می‌کنند، بنابراین درخصوص ارتباط بین سرعت گردش پول و تورم اقتصاددانان می‌گویند به‌دنبال انتظارات تورمی شکل‌گرفته در آحاد اقتصادی، تمایل به نگهداری پول کاهش و متعاقبا سرعت گردش پول در اقتصاد کشور افزایش می‌یابد. این مسیر افزایش سرعت گردش پول به‌واسطه انتظارات تورمی است. طی شش ماه اخیر متغیرهای مختلفی منجر به کاهش نرخ تورم عمومی و کاهش انتظارات تورمی شده است؛ کاهش قابل توجه نرخ رشد نقدینگی، ثبات نسبی نرخ ارز و دیگر شاخص‌های اقتصادی ازجمله دلایل این امر هستند. طبق داده‌های بانک مرکزی ایران، رشد پول (بخش سیال نقدینگی) که در بین کل‌های پولی دارای بالاترین همبستگی با انتظارات تورمی دارد، در خردادماه امسال به ۲۱٫۲ درصد رسیده که کمترین مقدار از اردیبهشت ۱۳۹۷ تاکنون است. همچنین این مقدار حتی در اسفندماه سال گذشته عدد ۱۶ درصد را نیز تجربه کرد، عددی که در فروردین سال ۱۴۰۲ روی ۷۵ درصد نشسته بود و در مهرماه ۹۹ حتی به ۸۹ درصد نیز نزدیک شده بود. مفهوم این اعداد، کاهش انتظارات تورمی در ماه‌های گذشته است.

## بازگشت تورم تولیدکننده به کف سال ۹۷

نوسان نزولی تورم تولیدکننده به‌عنوان یک علامت پیش‌نگر درخصوص افت تورم (شاخص قیمت مصرف‌کننده) آتی اقتصاد ایران شناخته می‌شود. بنابراین کاهش سرعت آن به معنای کاهش سرعت رشد سطح عمومی قیمت‌ها درآینده خواهد بود. این شاخص در ایران از بهای کالاهای جهانی، ثبات در نرخ ارز و سیاست‌های پولی و مالی در کنار تغییرات نرخ حقوق و دستمزد اثر می‌پذیرد. براین اساس تداوم روند نزولی قیمت‌های جهانی کالاها و خدمات واسطه‌ای، افزایش توان تامین کالاهای موردنیاز تولید در داخل، کاهش هزینه مبادله و ریسک تجاری و افزایش تولید می‌تواند کاهش بیشتر این شاخص در آینده را تضمین کند. از طرفی ثبات در نرخ ارز نیز به‌عنوان یک عامل اثرگذار بر انتظارات، عوامل سمت تقاضا و هزینه تولید، یک عامل بسیار مهم در کاهش بهای تولید خواهد بود. عاملی که در سال ۱۴۰۲ از طرف سیاستگذاران اقتصادی به‌خوبی مدنظر قرار گرفت و بانک مرکزی در مجموعه اقدامات ثبات‌بخشی که در بازارهای رسمی ارز به انجام رساند، توانست تاحد زیادی به کنترل رشد هزینه‌های تولید کمک کند. البته باید توجه داشت اثر متغیر حجم نقدینگی بر این شاخص نیز غیرقابل انکار است؛ چراکه کاهش حجم نقدینگی و کاهش تقاضای کاذب برای کالاهای واسطه‌ای توانست مجال چانه‌زنی و تامین کم‌هزینه‌تر نهاده‌های تولید را برای تولیدکنندگان فراهم کند. عامل دیگر نیز به رشد تولید داخلی بازمی‌گردد. تداوم رشد تولید کالاهای موردنیاز در داخل کشور باعث شد بخش زیادی از هزینه وارداتی بنگاه‌ها کاهش یابد و مسیر تولید را برای آنها هموارتر کند. اقدامات صورت‌گرفته برای ایجاد کانال‌های تجاری با کشورهای هم‌پیمان از طرف سیاستگذاران پولی و مالی نیز ازجمله عواملی بوده است که به واسطه کاهش هزینه مبادله، از سرعت رشد هزینه‌های تولیدی جلوگیری کرده است. ایجاد بازار رسمی ارز که واردکنندگان بتوانند ارز موردنیاز خود را در یک شرایط باثبات و به دور از هیجانات زودگذر تامین کنند نیز از جمله ابتکارات بانک مرکزی درکمک به بخش تولید و سرکوب هزینه‌های این بخش است. عاملی که در سال ۱۴۰۳ به‌صورت کاراتر به فعالیت خود ادامه می‌دهد. این بازار در نظر دارد با ورود ابزار پوشش ریسک مبادلات ارزی و ایجاد بازارهای مشتقه ارزی شرایط را برای پیش‌بینی‌پذیر کردن اقتصاد فراهم کند و هزینه تولید را از مسیر بهبود شرایط تجاری بنگاه‌ها کاهش دهد. براساس داده‌های بانک مرکزی ایران، در فروردین سال جاری نرخ نقطه به نقطه تورم تولیدکننده (PPI) به ۲۳٫۸ درصد در فروردین ۱۴۰۳ رسیده که این مقدار پایین‌ترین عدد ۴۶ ماه اخیر (از تیرماه ۹۹ تاکنون) رسیده و اگر مهر و آبان ۹۸ فروردین + اردیبهشت و خرداد ۹۹ را فاکتور بگیریم، مقدار فعلی تورم تولیدکننده کمترین میزان در ۷۵ ماه اخیر یعنی از خردادماه ۹۷ تاکنون است. گرچه گزارش تورم تولیدکننده خرداد و تیرماه هنوز منتشر نشده، اما محمدرضا فرزین ۳ مرداد ۱۴۰۳ در آخرین جلسه هیات دولت سیزدهم با تشریح وضعیت شاخص‌های اقتصادی کشور با بیان اینکه تورم تولیدکننده در حال حاضر در کانال ۲۰ درصد قرار دارد، گفت: «در شهریور ۱۴۰۰ تورم تولیدکننده کل ۸۲ درصد و تورم نقطه به نقطه تولیدکننده ۷۰ درصد بوده است. این مقادیر به ترتیب از ۸۲ درصد، به ۲۲ و ۲۵ درصد کاهش پیدا کرده است.»

درمجموع، کاهش تولید تولیدکننده می‌تواند تا حدود زیادی تغییرات شاخص بهای مصرف‌کننده یا به تعبیری نرخ تورم در اقتصاد را برای ما پیش‌بینی کند. اثر شاخص اول بر قیمت‌ها نیز به این صورت است که با کاهش سرعت رشد بهای تمام‌شده تولید، رشد قیمت فروش محصولات نهایی کم می‌شود که به معنای کاهش نرخ تورم یا کاهش سرعت بالارفتن سطح عمومی قیمت‌ها خواهد بود. روندی که اثر آن بر انتظارات تورمی آنی و بر تورم واقعی با وقفه زمانی خواهد بود. به این معنا که کاهش شاخص بهای تولیدکننده در بهار ۱۴۰۳ می‌تواند بر تورم انتظاری در همان فصل و تورم واقعی در تابستان و پاییز ۱۴۰۳ اثرگذار شود. به همین ترتیب، روند نزولی این شاخص در سال ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ تاثیر بسیار زیادی بر کاهش نرخ رشد تورم در سال ۱۴۰۳ خواهد داشت و اگر شرایط در دیگر متغیرهای اثرگذار بر تورم نیز بهبود یافته باشد، دیگر تحقق نرخ تورم هدف‌گذاری‌شده در کانال ۳۰ درصد، در اسفندماه امسال دور از دسترس نخواهد بود.

## مساله بورس شوک‌های کوتاه‌مدت نیست

مهدی سوری، کارشناس بازار سرمایه در گفت‌وگو با «فرهیختگان» اظهار داشت: «با توجه به ترور اسماعیل هنیه در تهران، طبیعی است جو روانی ناشی از اخبار منفی، متفاوت از شرایط معمولی باشد. واقعیت این است که یک تحلیلگر مالی مثل من نمی‌تواند این تنش سیاسی جدی را تحلیل و پیش‌بینی کند. هر واکنشی از دوطرف ممکن است شرایط را تغییر دهد، اما اگر واکنش‌ها کنترل‌شده باشد، طبیعتا این جو روانی آرام خواهد شد و ما در بازار سرمایه نیز به روند عادی باز خواهیم گشت. مساله بازار سرمایه این اتفاقات ناگهانی خارج از آن نیست، بلکه مساله بلندمدت بازار سرمایه به نوع سیاستگذاری دولت‌ها برمی‌گردد. مساله ما کم‌توجهی به تولید است. آسیب‌هایی که به تولید وارد می‌شود، جذابیت و صرفه بخش مولد را در کشور کاهش داده است. بازار مالی که با این اقتصاد مرتبط باشد با بهبود تولید و جذابیت روانی رشد می‌کند. فضای بی‌اعتمادی که از سال ۹۹ با سقوط بورس در آن سال ایجاد شد و سپس با تصمیمات خلق‌الساعه ادامه یافت، باعث شده جو روانی مناسبی در بازار سرمایه حاکم نباشد. ما با بازاری طرف هستیم که تولید آن لطمه خورده و از سوی دیگر خود بازار در میان عموم مردم خوشنام نیست که پول جدیدی وارد آن بشود؛ درنتیجه رکود در چنین بازاری طبیعی است. تاکنون امکان سرمایه‌گذاری و کسب سود در این بازار وجود داشته اما این موضوع برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای صدق می‌کند.»

## نوسان‌های بلندمدت بازار سرمایه مربوط به سیاست‌های دولتی است

سوری در ادامه افزود: «علی‌رغم اینکه طی دو سال اخیر سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، بازدهی خوبی نیز از انتخاب سهم‌های درست داشتند، اما شاخص کل که نماد بازدهی عموم مردم است شرایط مطلوبی نداشته است. اینکه این شرایط ادامه پیدا کند یا خیر تا حد زیادی وابسته به این است که آیا سیاست‌های دولت جدید مثل دولت قبل خواهد بود یا اینکه مسیر جدیدی را درپیش خواهد گرفت. ما در شعارهای انتخاباتی نگاه منطقی‌تری به اقتصاد دیدیم. ما دیدیم مسعود پزشکیان اقتصاد را علم دانست و از ایده‌های غیرعلمی و از روش‌ها و برنامه‌هایی که در هیچ جای دنیا نتیجه نداشته، فاصله داشت. همچنین در تیم اطرافیان وی افرادی را دیدیم که اقتصاد را می‌فهمند، برخلاف قیمت‌گذاری دستوری موضع گرفتند و به درستی دونرخی بودن ارز را عامل فساد و بی‌تاثیر در کاهش تورم می‌دانستند. این دیدگاه‌ها درست است اما این مهم است که در عمل چه افرادی در راس امور قرار بگیرند و مجلس به آنها رای اعتماد بدهد یا ندهد. اینکه این افراد وقتی در راس امور قرار گرفتند، عملکرد درست اقتصادی داشته باشند همه‌چیز را تعیین می‌کند. ما در گزارش‌های فصلی شاهد بودیم عموم شرکت‌ها عملکرد خیلی جذابی نداشتند. البته باید در نظر داشت تعدادی از آنها نیز عملکرد خوبی به جا گذاشتند. باید اتفاقات خوبی مثل کاهش اختلاف نرخ ارز نیما و آزاد، کاهش قیمت‌گذاری دستوری، دخالت دولت در شرکت‌ها و ثبات تصمیمات در تولید برای پیش‌بینی‌پذیری بیفتد. تا زمانی که ما با این میزان از نامشخص بودن بازار طرف هستیم و سرمایه‌گذاران نمی‌دانند دولت جدید به چه سمت‌وسویی حرکت خواهد کرد، عدم اطلاع، بلاتکلیفی و نامشخصی در بازارهای مالی را ریسک در نظر می‌گیرند و محتاطانه معامله می‌کنند. این امر پیش از هر چیز خود را در کاهش حجم معاملات و سپس در کاهش یا رکود قیمت نشان می‌دهد.»

## ریزش بورس مقطعی است

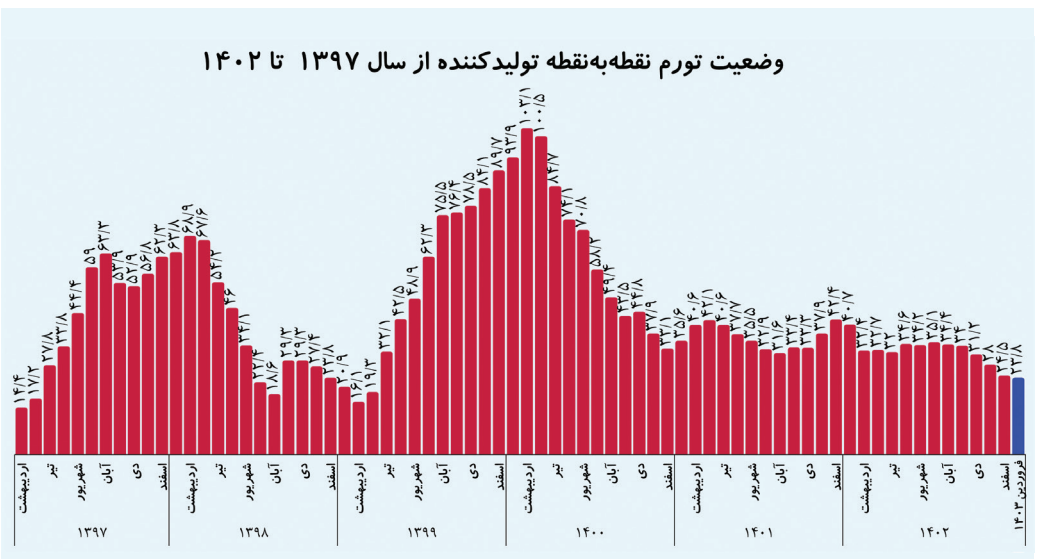
ایمان رئیس، کارشناس بازار سرمایه در گفت‌وگو با «فرهیختگان» درباره ریزش اخیر بورس با اشاره به ریزش چهارساله بازار سرمایه گفت: «امروز در بازار صف‌های فروش جمع شد، وضعیت بازار خیلی بحرانی نبود. البته باید توجه داشت که در بورس قیمت‌هایی وجود دارد که فروشنده آنچنانی ندارد. برای مثال فولاد مبارکه ۴۳۰ تومانی با وجود قطعی برق، برای سهامداران خود سود ۱۰۰ تومانی می‌سازد. افق آن در سال‌های آینده هم منفی نیست. باید در نظر داشت که بازار سرمایه مورد حمایت قرار گرفت. امروز شاهد تزریق ۶۰۰ میلیارد تومان به بازار بودیم، فردا هم قرار است ۵۰۰ میلیارد تومان ارز به بازار تزریق شود. همین تزریق نقدینگی توانست بازار امروز را تکان دهد. به نظر می‌رسد با انجام حمایت‌ها از سوی دولت، درصورت ادامه روند موجود، بازار در هفته آینده باید متعادل باشد و شرایط بدی پیش‌بینی نمی‌شود. امروز دیدیم که نرخ دلار و صندوق طلا از نرخ‌های بالا به پایین بازگشت. با تحلیل تکنیکال، چشم‌انداز بورس هفته آینده مثبت است. صندوق‌های طلا نیز در کوتاه‌مدت دست‌کم می‌توانند یک اصلاح را تجربه کنند. اکنون دولت چهاردهم هنوز شکل نگرفته است. باید دید سیاست‌های دولت جدید به چه صورت خواهد بود. نرخ بهره سیاست‌های گذشته که هنوز ادامه دارد نیز کمی کاهش یافته و به زیر ۳۰ درصد رسیده است. دستور امروز معاون اول رئیس‌جمهور، نشان از توجه دولت به بورس دارد.»

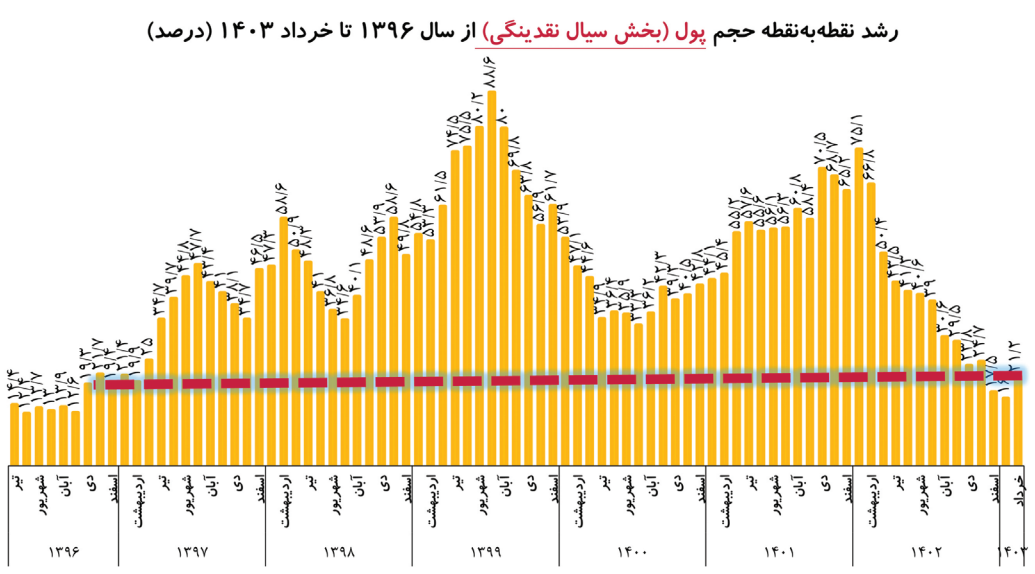
## هیجان بازار سرمایه ماندنی نیست

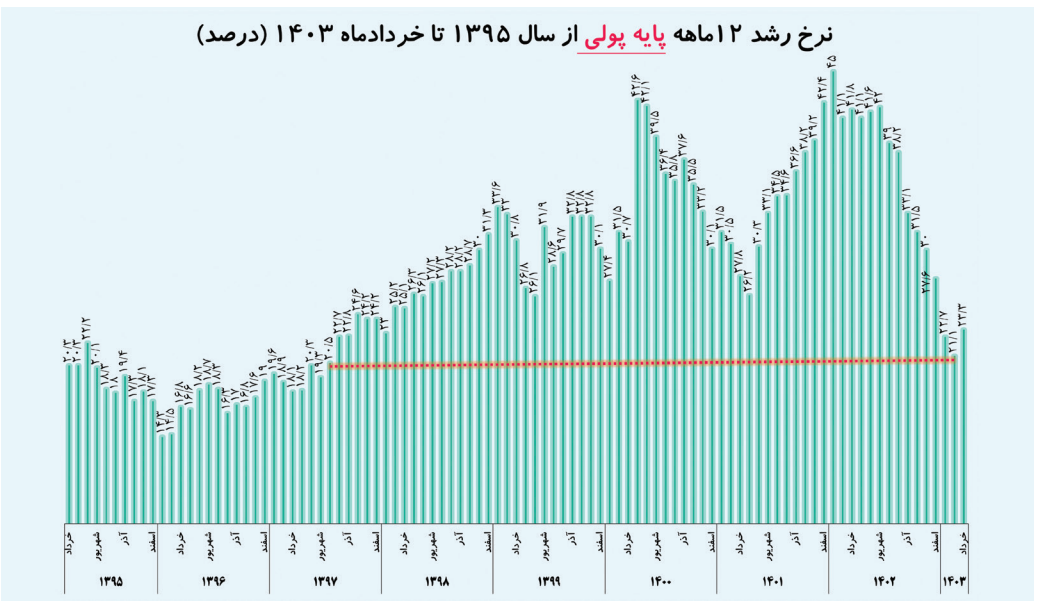
همایون دارابی، کارشناس بازار سرمایه در گفت‌وگو با «فرهیختگان» پیرامون نوسانات بورس عنوان کرد: «بازار سرمایه از ابتدای ۱۴۰۳ تاکنون با ریسک‌های عجیب‌وغریبی از جمله برخوردهای دمشق، عملیات وعده صادق، سقوط بالگرد شهید رئیسی و حادثه تلخ شهادت اسماعیل هنیه روبه‌رو شده بود. این ریسک‌ها به مشکلات اقتصادی ایران یعنی نرخ بهره بالا، دونرخی بودن نرخ دلار، قیمت‌گذاری دستوری و... اضافه شدند. در مجموع تلفیق شرایط اقتصادی فعلی ایران با ریسک‌های سیاسی ضمن بلاتکلیفی دولت و مشخص نبودن وزرا و مسئولان دست‌به‌دست هم داد تا امروز شاخص بازار از سال ۹۹ هم کمتر شود. این موضوع نشان می‌دهد بازار نیازمند کمک است. بعضی از اصلاحات باید در خود بازار انجام شود. محدود کردن دامنه نوسان، اجباری کردن دوباره بازارگردانی، تقویت صندوق تثبیت و توسعه، ارائه مجوزهای کارگزار معامله‌گری به صندوق‌های بازارگردان و مواردی از این دست از جمله اقداماتی هستند که باید انجام شود. از سوی دیگر نیز در بازار باید تزریق نقدینگی، کمک به شرکت‌ها و برداشتن فشارها از روی آنها از اموری است که می‌تواند به بهبود بازار کمک کند. در انتهای دولت سیزدهم اقدامات خوبی به سرپرستی وزیر اقتصاد انجام شد که موضوع قیمت گاز پتروشیمی و پالایشگاه‌ها یکی از موارد آن است. امیدواریم هر چه زودتر دولت چهاردهم شکل بگیرد و افراد کابینه معرفی شوند تا بتوانند بازار را از چاله کنونی خارج کنند. هیجان موجود در بازار قطعا رفع می‌شود. مهم این است که بازار بتواند این زیان سنگین را جبران کند؛ این موضوع نیازمند ایجاد تغییرات بنیادی در بازار است.»

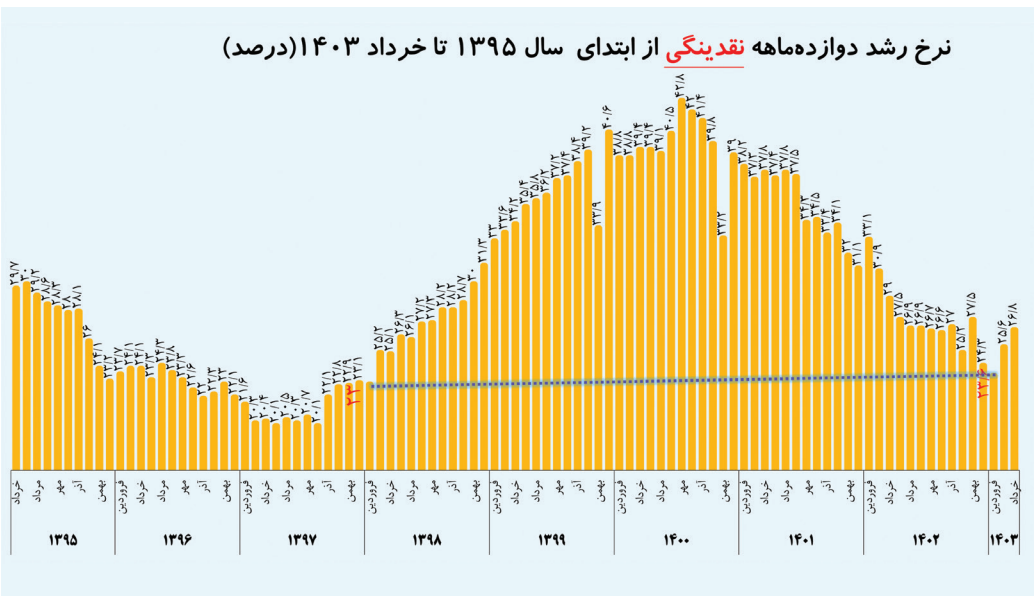
## بهبود شرایط بورس مستلزم سیاست‌های اصلاحی

حمید اعرابی، کارشناس بازار سرمایه در گفت‌وگو با «فرهیختگان» ضمن ارزیابی وضعیت بازار سرمایه با تاکید بر نرخ بهره بالا اظهار داشت: «اکنون شرایط سرمایه‌گذاری و تولید به‌صرفه نیست. نرخ بهره ۳۰ تا ۴۰ درصدی موجود به بازار سرمایه آسیب زده است. ترور شهید اسماعیل هنیه صرفا عامل مضاعفی بر شرایط موجود شد. ماه‌هاست که به‌واسطه شرایط موجود در کشور اوضاع بورس نابسامان است. در وهله اول اصلاح شرایط بنیادین می‌تواند از اثر اتفاقات ناگهانی بکاهد. با نرخ ۳۰ تا ۳۷ درصدی بهره، طبیعتا تولید هم به‌صرفه نیست؛ این نرخ کشور را از تولید بازمی‌دارد. عنصر تعیین‌کننده فضای سرمایه‌گذاری و بازارهای مالی در سرتاسر دنیا، نرخ بهره است. مردم با شرایط مشابه، سرمایه‌گذاری در بانک را به‌عنوان یک اقدام به‌صرفه و بدون دردسر انتخاب می‌کنند. با وجود شرایط موجود نهایتا بازدهی تولید ۱۲ درصد است. بهبود شرایط بورس مستلزم اصلاح ساختار بهره و به‌کارگیری سیاست‌های اصلاحی در دولت چهاردهم است.»




فرهیختگان
پنجشنبه ۱۱ مرداد ۱۴۰۳
شماره ۴۱۹۷
FARHIKHTEGANDAILY.COM
FARHIKHTEGANONLINE

مدیرمسئول:
محمدامین ایمانجانی
قائم‌مقام مدیرمسئول:
مسعود فروغی
سردبیر:
محمد زعیم‌زاده
تلفن و فکس:
(۰۲۱) ۶۲۹۹۹۴۹۵
کدپستی:
۱۱۳۵۶۳۳۸۱۶
چاپ:
چاپخانه دانشگاه آزاد اسلامی
نشانی:
خیابان حافظ، پایین‌تر از جمهوری
روبه‌روی ساختمان بورس
ساختمان فرهیختگان، طبقه سوم