



# ارزیابی پیامدهای انتشار کوآهی سرده ۳۰ درصدی و افزایش نرخ های سود

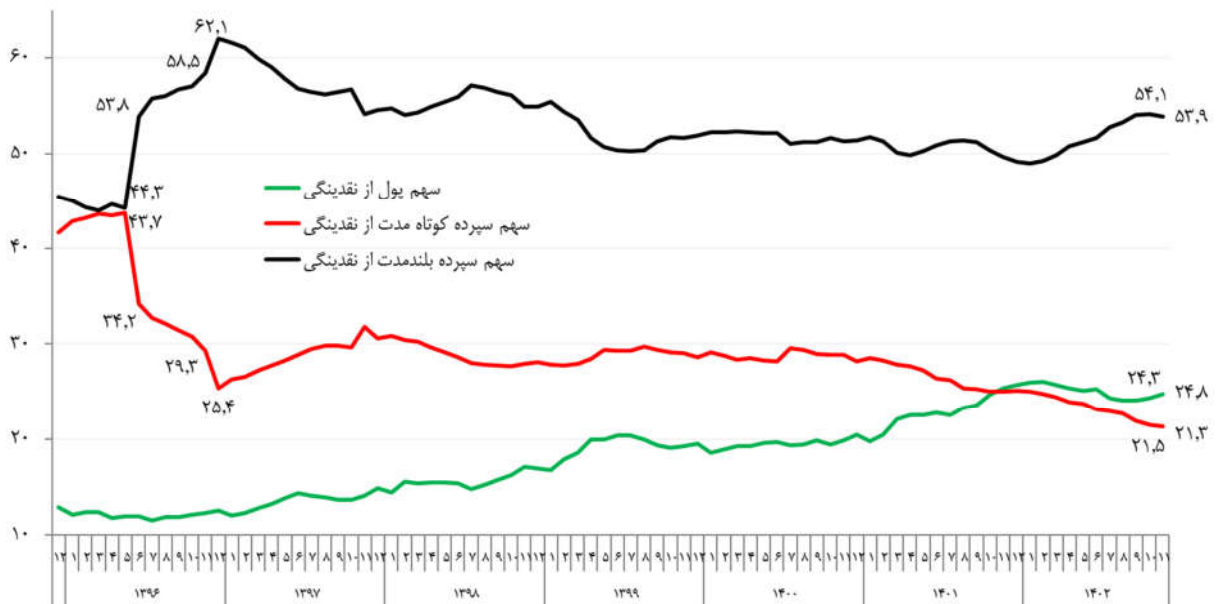
عنوان گزارش: ارزیابی پیامدهای انتشار گواهی سپرده ۳۰ درصدی و افزایش نرخهای سود  
انتشار: امور کمیسیون های تخصصی اتاق ایران  
شماره گزارش: ۰۳۰۲۰۹  
تابستان ۱۴۰۳

## انتشار اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی

بانک مرکزی در تاریخ ۹ بهمن ۱۴۰۲، دستورالعمل انتشار اوراق گواهی سپرده خاص به مبلغ ۲۰۰ هزار میلیارد تومان با نرخ سود علی الحساب ۳۰ درصد سالانه (پرداخت سود ماهانه) را با هدف تامین سرمایه در گردش واحدهای تولید به مدت یک هفته (از ۱۱ بهمن ۱۴۰۲ تا ۱۸ بهمن ۱۴۰۲) به شبکه بانکی ابلاغ کرد. همچنین بانک مرکزی اعلام نمود در راستای تامین مالی پروژه‌های پیش‌ران و مولد با بازدهی بالا نیز مبلغ ۸۰ هزار میلیارد تومان مجوز صدور این گواهی به بانک‌های منتخب داده شد.

### اثر انتشار اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی بر سیالیت نقدینگی

بانک مرکزی در حالی هدف از انتشار اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی را تامین سرمایه در گردش واحدهای تولید اعلام نموده است، که به نظر می‌رسد یکی از مهمترین اهداف این اقدام، کاهش سیالیت نقدینگی بوده است. انتشار اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی در حالی انجام شد که سقف نرخ رسمی سود سپرده‌ها ۲۲.۵ درصد و نرخ سود تسهیلات (عقود مبادله‌ای) ۲۳ درصد است. اما بررسی وضعیت ترکیب سپرده‌ها و سیالیت نقدینگی در بهمن ۱۴۰۲ (ماه اجرای انتشار موقت اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی) حاکی از آن است که انتشار این اوراق عملاً اثری در کاهش سیالیت نقدینگی نداشته است. بر اساس آمار رسمی بانک مرکزی، سهم سپرده‌های با سررسید بلندمدت (۱ سال و بیشتر) از ۵۴.۱ درصد در دی‌ماه ۱۴۰۲ به ۵۳.۹ درصد در بهمن‌ماه ۱۴۰۲ کاهش یافته است. همچنین سهم سپرده‌های با سررسید کوتاه‌مدت (کمتر از ۱ سال) از ۲۱.۵ درصد در دی‌ماه ۱۴۰۲ به ۲۱.۳ درصد در بهمن‌ماه ۱۴۰۲ کاهش یافته است. این در حالی است که سهم پول (سپرده‌های جاری و اسکناس و مسکوک) از ۲۴.۳ درصد در دی‌ماه ۱۴۰۲ به ۲۴.۸ درصد در بهمن‌ماه ۱۴۰۲ افزایش یافته است (نمودار ۱). مجموعه این تحولات در اجزای نقدینگی حاکی از آن است که اجرای سیاست انتشار اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی در بهمن‌ماه ۱۴۰۲ نه تنها در تأمین هدف کاهش سیالیت نقدینگی موفق نبوده است، بلکه در بهمن‌ماه ۱۴۰۲ شاهد افزایش سیالیت نقدینگی بوده‌ایم. معنای دیگر این تحولات در ترکیب نقدینگی این است که تمام منابع انتشار اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی به مبلغ ۲۸۰ هزار میلیارد تومانی از محل تبدیل سپرده‌های بلندمدت به اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی تأمین شده است که این امر نیز به معنای افزایش هزینه تأمین مالی (جذب سپرده) در شبکه بانکی کشور بدون دستیابی به هدف کاهش سیالیت نقدینگی است که اثرات مخربی بر وضعیت حساب سود و زیان بانک‌ها و ترازنامه بانک‌ها در سال ۱۴۰۳ در بر خواهد داشت.



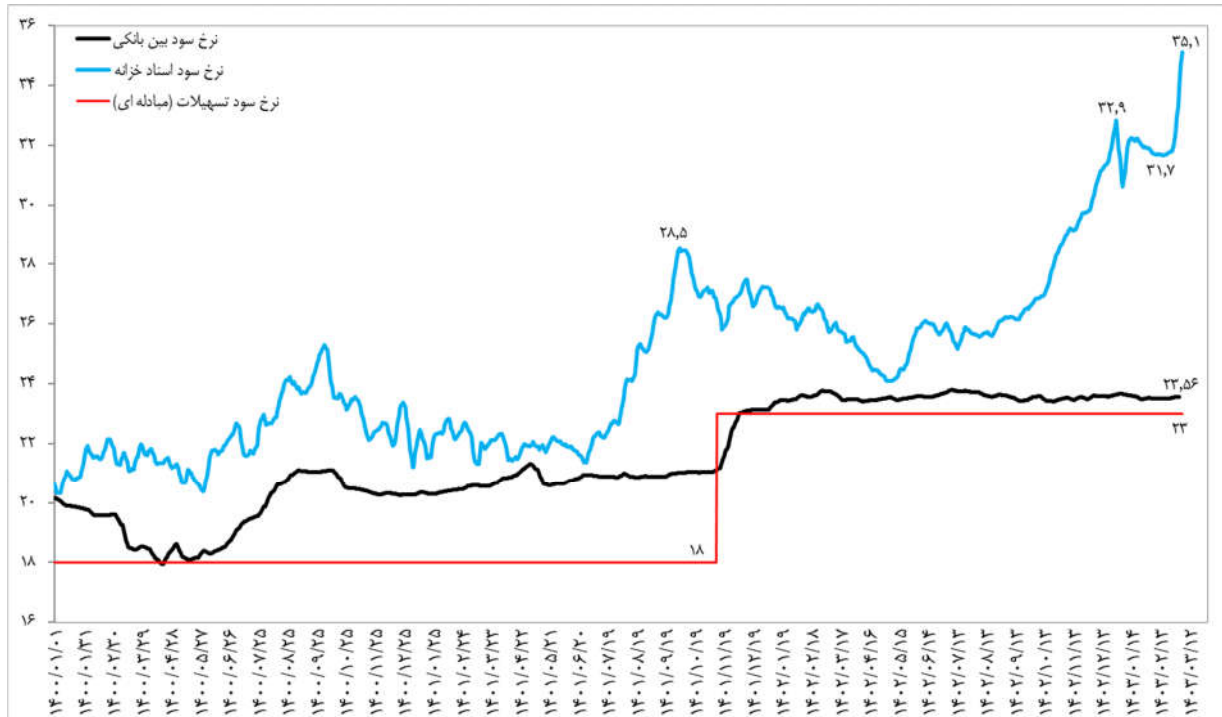
نمودار (۱) روند ترکیب نقدینگی  
منبع: بانک مرکزی

این در حالی است که بررسی آمارهای تاریخی حاکی از آن است که اجرای سیاست مشابه در شهریور و اسفند ۱۳۹۶ دارای اثرات غیرقابل انکاری بر سیالیت نقدینگی بوده است. در حالی که در سال ۱۳۹۶ نرخ رسمی سود سپرده‌ها ۱۵ درصد و نرخ سود تسهیلات (عقود مبادله‌ای) ۱۸ درصد بوده است، انتشار موقت اوراق گواهی سپرده ۲۰ درصدی در شهریور ۱۳۹۶ موجب افزایش سهم سپرده‌های بلندمدت به میزان ۹.۵ واحد درصد شده است. همچنین انتشار موقت اوراق گواهی سپرده ۲۰ درصدی در اسفند ۱۳۹۶ موجب افزایش سهم سپرده‌های بلندمدت به میزان ۳۶ واحد درصد شده است (نمودار ۱).

### اثر انتشار اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی بر نرخ سود: افزایش بی سابقه نرخ‌های سود

روند نرخ‌های سود شامل نرخ سود بین بانکی، نرخ سود اسناد خزانه دولت و نرخ سود تسهیلات در نمودار ۲ نشان داده شده است. نرخ سود بین بانکی پس از تعدیل سقف دالان نرخ سود بین بانکی به ۲۴ درصد در دی ماه ۱۴۰۱، طی سال ۱۴۰۲ و ابتدای ۱۴۰۳ در محدوده ۲۳ تا ۲۴ درصد تثبیت شده است. این در حالی است که نرخ سود اسناد خزانه دولت از روند متفاوتی برخوردار بوده و از آذرماه ۱۴۰۲ در مسیر صعودی قرار گرفته است و همزمان با اعلام انتشار موقت اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی، سقف تاریخی جدیدی را ثبت نموده و در اسفندماه ۱۴۰۲ رقم ۳۲.۹ درصد را نیز ثبت نموده است. در سال ۱۴۰۳ نیز روند صعودی نرخ سود اسناد خزانه دولت ادامه یافته و در پایان اردیبهشت ۱۴۰۳ با ثبت یک رکورد جدید به ۳۵.۱ درصد افزایش یافته است.

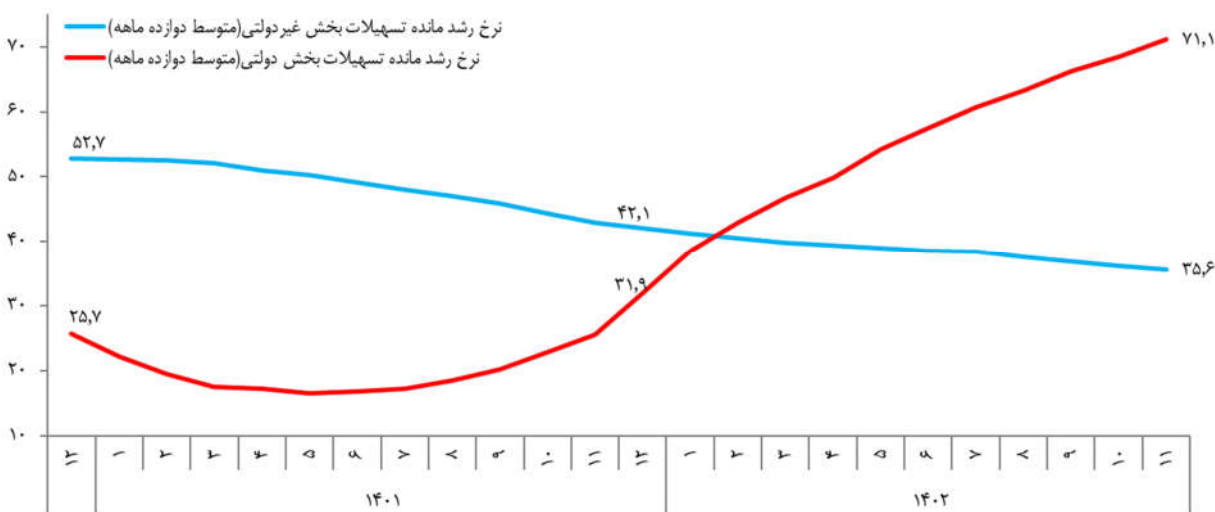
ماندگاری نرخ سود اسناد خزانه دولت در محدوده بالای ۳۰ درصد پس از انتشار موقت اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی حاکی از آن است که انتشار موقت این اوراق عملاً نرخ سود ۳۰ درصد را در شبکه بانکی رسمیت بخشیده است. همچنین نرخ سود بیش از ۳۰ درصدی اسناد خزانه دولت نشان می‌دهد که به رغم تثبیت نرخ سود بین بانکی، سیاست انقباض پولی تشدید شده است.



نمودار ۲) روند نرخ های سود (درصد)  
منبع: بانک مرکزی و بازار سرمایه

### اعطای تسهیلات تحت کنترل ترازنامه بانکها: جایگزینی دولت به جای بخش خصوصی در جذب منابع مالی

افزایش بی سابقه نرخ های سود در حالی است که بانک مرکزی در راستای کنترل رشد نقدینگی، سیاست کنترل ترازنامه شبکه بانکی را تشدید نموده است. اما مشکل اصلی نحوه اجرای سیاست کنترل ترازنامه شبکه بانکی است که عملاً فشار مهار نقدینگی را به بخش غیردولتی منتقل نموده است و موجب انتقال منابع مالی شبکه بانکی از بخش غیردولتی به بخش دولتی شده است. شاهد این مدعا وضعیت رشد مانده تسهیلات بخش دولتی و غیردولتی در شبکه بانکی است. بر اساس آخرین گزارش بانک مرکزی در بهمن ماه ۱۴۰۲، متوسط ۱۲ ماهه رشد مانده تسهیلات بخش غیردولتی از ۵۲٫۷ درصد در سال ۱۴۰۰ به ۴۲٫۱ درصد در سال ۱۴۰۱ و ۳۵٫۶ درصد در بهمن ماه سال ۱۴۰۲ کاهش یافته است. این در حالی است که متوسط ۱۲ ماهه رشد مانده تسهیلات شبکه بانکی به دولت و شرکتهای دولتی از ۲۵٫۷ درصد در سال ۱۴۰۰ به ۳۱٫۹ درصد در سال ۱۴۰۱ و ۷۱٫۱ درصد در بهمن ماه سال ۱۴۰۲ افزایش یافته است (نمودار ۳) که بالاترین رشد تسهیلات شبکه بانکی به دولت و شرکتهای دولتی از سال ۱۳۹۲ است. شایان ذکر است از مجموع تسهیلات شبکه بانکی به بخش دولتی، تنها ۱۱ درصد مربوط به شرکتهای دولتی و مابقی (۸۹ درصد) سهم دولت بوده است.



نمودار ۳) نرخ رشد مانده تسهیلات شبکه بانکی به بخش دولتی و غیردولتی  
منبع: بانک مرکزی

### اثر انتشار اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی و افزایش نرخهای سود بر تولید

در حالی هدف از ابلاغیه انتشار اوراق گواهی سپرده ۳۰ درصدی، تأمین سرمایه در گردش واحدهای تولیدی عنوان شده است که نرخ سودی که برای اوراق تعیین شده، عملاً نرخ تأمین مالی از شبکه بانکی را برای تولیدکنندگان بالا برده است و معضل اخذ تسهیلات بانکی که به گواه گزارشهای فصلی پایش محیط کسب و کار همواره یکی از سه مشکل اول فعالان اقتصادی عنوان می شود را تشدید کرده است. در شرایطی که نرخ تأمین مالی دولت در بازار بدهی به محدوده بیش از ۳۵ درصد نیز رسیده است، طبیعتاً تکلیف بخش خصوصی در خصوص نرخ تأمین مالی تولید روشن است و تولیدکنندگان مجبور هستند با نرخهای بالای ۳۵ درصد نسبت به تأمین مالی خود اقدام نمایند که این امر فشار مضاعفی را بر تولیدکنندگان وارد خواهد کرد.

علاوه بر افزایش نرخهای سود، روند نزولی رشد تسهیلات شبکه بانکی به بخش غیردولتی همزمان با روند صعودی رشد تسهیلات شبکه بانکی به بخش دولتی، حاکی از وقوع یک روند هشدارآمیز در خصوص نحوه اجرای سیاست کنترل ترازنامه بانکها و اثرات آن بر تأمین مالی تولید است.

افزایش نرخهای سود و کاهش حجم تسهیلات اعطایی، از کانالهای مختلف تولیدکنندگان را در معرض آسیب قرار می دهد. افزایش نرخهای سود و کاهش حجم تسهیلات اعطایی، از محل کاهش سرمایه گذاری بنگاهها و کاهش مخارج مصرفی مصرف کنندگان، اثرات کاهنده بر تقاضای کل اقتصاد و به تبع آن پیامدهای رکودی در بر خواهند داشت. نرخ سود از مسیر تعیین هزینه سرمایه گذاری، یکی از مهم ترین متغیرهای تعیین کننده بازدهی سرمایه گذاری و تصمیم گیری فعالان اقتصادی برای سرمایه گذاری است. افزایش نرخهای سود از مسیر افزایش هزینه و کاهش بازدهی سرمایه گذاری، تأمین مالی بسیاری از سرمایه گذاریهای جدید را فاقد توجیه اقتصادی می نماید. در واقع در چنین شرایطی فعالان اقتصادی و تولیدکنندگان ترجیح می دهند به تأمین مالی سرمایه در گردش برای جلوگیری از توقف خطوط تولید فعلی اکتفا کنند و سرمایه گذاری برای توسعه خطوط تولید یا ایجاد خطوط تولید جدید را به تعویق اندازند تا در شرایط بهتری نسبت به آن اقدام کنند. افزایش نرخهای سود همچنین از مسیر افزایش هزینه تأمین سرمایه در گردش، هزینه های تولید جاری بنگاهها را افزایش می دهد و در نتیجه اثرات محدودکننده در طرف عرضه اقتصاد ایجاد می نماید. در مجموع انتظار می رود افزایش نرخهای سود به رغم اثرات ضد تورمی، از ناحیه کاهش طرف تقاضا و تضعیف طرف عرضه، اثرات رکودی برجای گذارد.



بنابراین ماحصل سیاست‌های پولی و اعتباری جاری که در افزایش تنگنای تأمین مالی و اخذ تسهیلات برای تولیدکنندگان از یک سو و افزایش بی‌سابقه نرخ‌های سود تأمین مالی تولیدکنندگان از سوی دیگر انعکاس یافته است، یکی از مهمترین ریسک‌های اقتصادی تولیدکنندگان در سال جاری است و طبیعتاً اثرات مخربی بر تولید ملی در سال مزین به شعار «جهش تولید با مشارکت مردم» در بر خواهد داشت و امید می‌رود در راستای حمایت از تولید هرچه سریعتر در سیاست‌های پولی و اعتباری جاری تجدید نظر گردد.