

## برخی نکات در مورد اقتصاد ایران و بازار دارایی‌ها در سال ۱۴۰۰

سالی را با تحریم و گرنا، کسری بودجه، تورم بالا، رشد نزدیک به صفر و رکود گذرانیدیم. به نظر می‌رسد که ویژگی عمومی دهه نود مثل سال ۹۹ بوده است. در دهه ۹۰ علم اقتصاد را بخشی از شعور متعارف<sup>۱</sup> تلقی کرده و امروز نیز می‌کنند. کار پوپولیسم در کشور ما امروز به جایی رسیده که اقتصاددانان نمی‌توانند محکم بگویند که کاهش شدید قیمت دلار در شرایط فعلی به زیان اقتصاد است. مثال دیگر سیاست کنترل قیمت‌ها با بازرسان دولتی است که در سال ۱۴۰۰ هم هنوز دنبال می‌شود؛ گویی که این کشور دهه ۶۰ و ۷۰ را تجربه نکرده است.

نرخ رشد اقتصاد پایین و ویژگی دهه ۹۰ بوده است، تا بدانجا که این نگرانی به وجود آمد که نرخ رشد حتی پاسخگوی نرخ استهلاک در اقتصاد ایران نباشد. در این سال هم رشد بخش واقعی اقتصاد ریشه در نوآوری و بهره‌وری نداشت. گسست بین بازده‌های بخش واقعی اقتصاد با بخش مالی را در این سال هم داشتیم. در این سال هم هر میزان نقدینگی ایجاد شد، بخش عمده‌ای از آن صرف گردش در بخش مالی اقتصاد شد و بخش واقعی اقتصاد همچنان تشنه نقدینگی باقی ماند. رشد نقدینگی قیمت دارایی‌ها مثل مسکن، سهام، ارز و طلا را تعیین کرد و بالا برد. افزایش قیمت‌ها از بخش «دارایی‌ها» به قیمت‌های خرده‌فروشی سرایت کرد، و تورم کالاهای مصرفی زندگی مردم را به شدت تحت تأثیر قرار داد، و آسیب بزرگی به سطح زندگی آنان وارد آورد.

در گذشته هم راه‌حل‌های مختلف برای هدایت نقدینگی به سوی تولید در ایران و کشورهای مختلف تجربه شده است. مقوله‌هایی مانند هدایت اعتبار، اعطای یارانه تسهیلات، جیره‌بندی اعتباری، تسهیلات تکلیفی، تسهیلات طرح‌های زود بازده، جوایز صادراتی، تسهیلات خرید کالاهای ایرانی، و در سال ۱۳۹۹ هم اوراق گواهی اعتبار مولد (گام)... تجربه شد. اما به لحاظ نظری می‌دانیم آنچه تعیین می‌کند منابع گردش بیشتری در یک فعالیت تولیدی و یا یک بخش اقتصادی داشته باشد، ریسک و بازده بخش‌های اقتصادی است. در سال ۱۳۹۹ هم منابع نهفته در املاک و مستغلات، ارز، طلا و... که به هیچ‌وجه مولد نبوده، تنها موجب سلب منابع از گردش در بخش تولیدی کشور شد. این رفتار (بویژه در زمین) موجب جذب منابع بسیار زیادی شده و محرومیت بخش تولید از نقدینگی را به دنبال داشت.

نرخ تورم بالا، کسری شدید بودجه و تورم و ویژگی دهه ۹۰ بوده است. در سال ۱۴۰۰ هم یکی از متغیرهای پراهمیت نقدینگی است، فارغ از این که چه دولتی سرکار آید. در همه سال‌های گذشته، به دلیل رابطه خیلی نزدیک نقدینگی و قیمت ارز، در اقتصاد ما قیمت ارز متغیر پیش‌ران بوده که قیمت بقیه دارایی‌ها را حرکت می‌دهد. شگفتنا که در دهه ۹۰ شاهد سوءبرداشت جدیدی بوده‌ایم: انتشار اوراق بدهی توسط دولت، منبع وجوه (درآمد بودجه‌ای) تلقی شده و نه کسری بودجه!

<sup>۱</sup> common sense

ضعف اجرا یا تحویل نتیجه،<sup>۲</sup> سوءمدیریت، و عدم تمرکز تصمیم‌گیری بیانگر بی‌توجهی به علم مدیریت در کنار نادیده‌انگاری مسلمات علم اقتصاد است. شاهد مناسب و در دسترس، شیوه مدیریت کرونا در ۱۸ ماه گذشته توسط دولت بوده که فاقد هر نوع برنامه جامع و فراگیر بوده است.

نرخ مشارکت پایین حدود ۳۷ درصد در اقتصاد در دهه ۹۰ بهبودی نیافت. ناامیدی در یافتن شغل به دلیل کرونا، وضع را از بد بدتر کرد، و نرخ سرجمع بیکاران و شاغلان نسبت به کل افراد در سن کار را کاهش داد. با نرخ اشتغال ۱۶ درصد زنان (فقط ۱۶ درصد زنان در سن کار شاغل هستند و به عنوان بیکار هم ثبت‌نام نکرده‌اند) نمی‌توان نرخ رشد قابل‌قبولی را برای کشور تأمین کرد.

از نظر روابط بین‌الملل، ایران در بیشتر سال‌های دهه ۹۰ در وضعیت تحریم بوده است. در این سال‌ها، اقتصاد خاورمیانه و همسایگان ایران نیز در وضعیت دشواری بوده است. پوپولیسیم در همه جا از امریکای ترامپ و برزیل گرفته تا بریتانیای موافق با برگزیت به‌وضوح پیشرفت‌هایی داشته است. حکومت برزیل تخریب بخش‌هایی از جنگل‌آموزون را با عنوان دستاوردی در مسیر استقلال ملی به مردم خود می‌فروشد. ترامپ حق عدم تزریق واکسن را بخشی از حقوق مردم منعکس در قانون اساسی امریکا تلقی می‌کند. در چنین جهانی، تدبیر در روابط خارجی اهمیتی بیش از گذشته یافته است. این جاست که نقش مذاکرات برجام مهم می‌شود. این مذاکرات است که سطح درآمدهای دولت و درآمدهای نفتی کشور را تعیین می‌کند، هرچند نتایج حاصل از گشایش برجام در نیمه اول سال ۱۴۰۰ خیلی آثار خود را نشان نخواهد داد. البته، اگر توافق برجامی حاصل شود، این خود فضای مثبتی ایجاد می‌کند و ممکن است در بلندمدت آثاری از طریق انتقال تکنولوژی و بازاریابی بین‌الملل ایران بر اجرای سریع پروژه‌ها و افزایش کارایی داشته باشد. اما این تغییرات هم کمتر در سال ۱۴۰۰ انتظار می‌رود.

در شرایط جاری کشور حتی اگر همه چیز خوب پیش رود، ما از نرخ‌های رشد بالا در دهه جدید و بویژه در سه سال اول آن نمی‌توانیم صحبت کنیم. در این دهه از نرخ‌های ۲ و ۳ درصد می‌شود صحبت کرد. ما نسبت به نیمه اول دهه ۸۰ در واقع تغییر نرخ رشد داده‌ایم. در روزهای اخیر که همه خبر از گشایش‌های برجامی داده‌اند، می‌توان انتظار داشت که در یک اقتصاد نفت محور، ذخایر بانک مرکزی افزایش یابد، و این جاست که قیمت دلاری که تعیین خواهد شد، اهمیت می‌یابد. زیاد شدن درآمد دلاری نباید به قیمت پایین دلار بینجامد تا مزیت‌های تولید و صادرات ما افزایش یابد. بنابراین، بازار قیمت دلار را حداقل در نیمه اول سال ۱۴۰۰ کاهشی تصور می‌کند.

اتفاق مثبت دهه ۹۰، شناسایی گسترده مردم از بازار سرمایه و حضور پرشمار آنان در این بازار بود. هرچند این حضور پراحساس و ناگهانی ورود افراد و معامله‌گران غیرحرفه‌ای<sup>۳</sup> مشکلات بسیاری به همراه داشته، اما نیمه پر لیوان قرار گرفتن سهام در سبد سرمایه‌گذاری خانوارهای ایرانی و پذیرش پهنه ریسک<sup>۴</sup> سهام توسط آنان است. سرمایه‌گذاران ناآگاه که مستقیم در بازار معامله می‌کردند، قیمت‌ها را با سرعت بالا بردند، و نهادهای مالی ناآگاه متأسفانه جلودار آنها نشدند و خود با آنان هم‌رنگ شدند، و حالا هم که قیمت‌ها عمدتاً متناسب شده، همین سرمایه‌گذاران ناآگاه اجازه نمی‌دهند که بازار به متوسط تاریخی خود برگردد و تثبیت شود.

<sup>2</sup> delivery

<sup>3</sup> noise trader

<sup>4</sup> exposure

مدیران بازار، مؤسسات مالی، و بازارگردانان سهام در ایران به جای اتخاذ سیاست‌های مناسب جهت پایداریسازی حضور عامه مردم در این بازار (مثلاً با بسط سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از طریق تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری)، به دنبال کسب درآمدهای کوتاه-مدت در آمدند و مسیر اشتباهی را پیمودند. چنین بود که نکات منفی این حضور فراگیر بر نکات مثبت آن فائق آمد.

غیر از قیمت ارز، قیمت نفت و تحریم، این که بانک مرکزی با نرخ‌ها چه می‌خواهد بکند، برای اقتصاد سال ۱۴۰۰ مهم است. نباید نرخ‌های سپرده واقعاً منفی را علتی برای افزایش نرخ‌ها تلقی کنیم. نرخ‌های واقعی بهره در ایران غیر از چند سال همیشه منفی بوده است. بانک مرکزی با نرخ سود در سال ۱۴۰۰ چه می‌کند؟ اگر نرخ پایین بیاید به نفع بانک‌هاست که ترازنامه‌های خود را تراز کند. شاید بازار سرمایه با نرخ بهره پایین‌تر تعادل بهتری داشته باشد. امروز که در بانک مرکزی آثاری از سیاست پولی می‌بینم، آیا بانک مرکزی نرخ را کاهش خواهد داد؟ بانک مرکزی تلاش می‌کند که نرخ تورم هدف از ۲۲ درصد بالاتر نرود. پیش‌بینی بنده آن است که بانک مرکزی احتمالاً به نرخ بهره دست نخواهد زد و بهره حول و حوش همین نرخ‌ها برقرار خواهد بود. البته، برای این کار، کارایی مدیریت جدید بانک مرکزی که در سال ۱۴۰۰ مستقر می‌شود، نباید از سطح فعلی آن ضعیف‌تر باشد.

رشد بازارها در ایران در شرایط امروز به رشد نقدینگی ارتباط دارد. گاهی رشد قیمت دارایی‌ها از رشد تورم پیشی می‌گیرد و گاه در پس آن حرکت می‌کند. در هر دو حالت، در غیبت بهره‌وری، این رشدها در طول دو یا سه سال همگرا می‌شوند؛ رشد قیمت‌ها در بازارهایی که تند رفته‌اند، متوقف می‌شود؛ قیمت‌ها برمی‌گردند یا برای مدتی متوقف می‌مانند. در بازارهایی هم که در آنها قیمت‌ها از رشد نقدینگی عقب مانده‌اند، در فاصله‌ای کوتاه قیمت‌ها افزایش می‌یابد.

با توجه به رشد قابل ملاحظه قیمت سهام، مسکن و خودرو در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹، به نظر نمی‌رسد در سال ۱۴۰۰ قیمت این دارایی‌ها افزایش قابل ملاحظه‌ای داشته باشد. در حالی که شاخص سهام با تعدیل جدی خود را اصلاح کرد، و ظاهراً بعد از افت یک میلیون واحدی، بازار تندرسته به میانگین تاریخی خود برگشت، بازار مسکن که چسبندگی دارد، قیمت‌های خود را تعدیل نکرد، و با رکود سنگینی مواجه شده است. در بخش مسکن، به‌رغم تولید (عرضه) نازل شاهدیم که به دلیل فراتر از هدف رفتن<sup>۵</sup> قیمت‌ها و فقدان تقاضای مصرفی، بازار کسش ندارد. در بازار مسکن مدتی این قیمت‌ها مقاومت خواهند کرد، اما حجم معاملات به شدت کم خواهد شد، چرا که تقاضای سفته‌بازانه (غیر مصرفی) هم کاهش می‌یابد. بنابراین، نقدینگی جدید سال ۱۴۰۰ روی مسکن و ساختمان تمرکز نخواهد یافت، بلکه «فراتر از هدف رفتن» را تعدیل می‌کند. به دلیل چسبندگی قیمت‌ها در بخش مسکن، تعدیل قیمت با گذر زمان و با تورم صورت می‌گیرد. متشابهاً به نظر نمی‌رسد قیمت کالاهای مصرفی بادوام مثل اتومبیل که به کالاهای سرمایه‌ای تبدیل شده در سال ۱۴۰۰ نقدینگی را جذب کند و افزایش قیمت جدی داشته باشد. در سال ۱۴۰۰، حتی با توجه به رشد نقدینگی، انتظارات تورمی کاهشی است، و قیمت دارایی‌ها با تورم تعدیل شده و به میانگین‌های تاریخی خود برمی‌گردند.

در سال ۱۴۰۰ متأسفانه بسیاری از مشکلات ساختاری اقتصاد ایران ادامه خواهد یافت. برای مثال مشکل صندوق‌های بازنشستگی حادث‌تر خواهد شد. راه‌پیمایی هرروزه خیل بازنشستگان (عمدتاً غیر سیاسی) در خیابان‌های شهرهای ایران صرفاً بیانگر موقعیت معیشتی بسیار دشوار آنان است، و ارتقای عمیق برنامه‌های تأمین اجتماعی را می‌طلبد.

<sup>5</sup> overshoot

در چنین شرایطی چه باید کرد؟ فرار به پناگاه امن. بیشتر حرفه‌ای‌ها به نقدینه یا شبه‌نقدها (معادل نقدها) پناه برده‌اند. اگر قبل از ریزش به این کار اقدام کرده باشند، نفع بسیار برده‌اند. اوراق بدهی که با نیاز دولت هم همخوان است، دوباره Alternative بازار دارایی هاست. پس دوباره ابزارهای با درآمد ثابت، مثل سپرده و این بار اوراق بدهی به Alternative بازار برای عمده سرمایه‌گذاران بدل شده است.

کاهش پذیری قیمتی عرضه اغلب کالاها بسیار پایین و در مواردی نزدیک به صفر است. این موضوع سبب می‌شود با افزایش قیمت کالاها عرضه آنها افزایش نیافته و این فرآیند به نوبه خود موجب تغییر ماهیت کالاهای بادوام به کالاهای سرمایه‌ای می‌شود. آیا کالای با دوام جدیدی وجود دارد که نقدینگی را جذب کند، مثل اتومبیل؛ به نظر نمی‌رسد. آنها نیز افزایش قیمت جدی در سال ۱۳۸۸ و سال ۱۳۹۹ داشته‌اند.

برای اصلاح بازار سهام، هزاران موضوع را می‌شود برشمرد. البته ما باید اولویت‌بندی کرده و با مهم‌ترین‌ها شروع کنیم؛ باید تدبیر کنیم. از هر گوشه بازار می‌شود ایراد گرفت و در هر گوشه‌ای می‌شود اصلاحات انجام داد. مثلاً به ممنوعیت‌ها و محدودیت‌های معاملات الگوریتمی می‌شود اشاره کرد و فضای بازتری برای معاملات الگوریتمی درخواست کرد. به پایین بودن میزان سهام شناور می‌شود اشاره کرد، یا به مشکلات بازارگردانی می‌توانیم اشاره کنیم. محدودیت‌های دامنه نوسان مشکل‌ساز بوده، کنترل دستکاری‌ها در قیمت باید با شدت و وحدت بیشتری انجام شود. مداخله‌ها برای به اصطلاح جلوگیری از ریزش بازار در بسیاری موارد بی‌معنی است. بعضی محصولات بورسی دارای کیفیت نیست. نوع نگاه و کنترل مقام ناظر جای بحث دارد. رعایت اصول شرکت‌داری یا اصول حاکمیت شرکتی می‌تواند مورد نقد قرار گیرد. از نقش دولت در بازار باید کاسته شود؛ دانش عمومی پایین است و بازار به سطح دانش بالاتری نیازمند است. همه این نکات و ده‌ها نکته هم‌عرض این نکات می‌تواند مورد اشاره قرار گیرد. اما باید تدبیر کنیم. باید به مدیر محترم بازار بگوییم که اولویت‌ها کدام است و روی چه نکاتی تمرکز کرده و با آنها شروع کند. اولویت بسط سرمایه‌گذاری غیرمستقیم است. مدیریت بازار در چنین شرایطی باید به طور گسترده‌ای مدیریت غیرمستقیم را برای سازماندهی انبوه سرمایه‌گذاران عام و ناآگاه به کار گیرد.

اگر مؤسسات مدیریت دارایی کافی داشته باشیم، و مدیران صندوق‌ها و سبدها با دانش عمل کنند، نه این که خود به دنبال عامه مردم راه بیفتند، در آن صورت سرمایه‌گذاری غیرمستقیم مردم، با کارایی صورت می‌گیرد و مشکلات کم‌تر می‌شود. افزایش قابل ملاحظه تعداد و حجم فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سبدگردان‌ها برای اجتناب از درگیری مستقیم مردم عادی در بازار سهام ضرورت دارد.

و اما اولویت دوم. دامنه نوسان فارغ از نقش آن در گذشته، در شرایط بازار سرمایه گسترش یافته امروز، کمتر لازم است، و باعث مشکلات زیادی شده و به تدریج باید حذف شود. از شرکت‌هایی که سهم سهام شناور بیشتر دارند، و شرکت‌های معتبر هستند، باید شروع کرد و به تدریج کل آن را حذف کرد. باید مثلاً طی دو سال ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ پای حذف کامل آن برویم؛ البته به تدریج و با توجه به نتایجی که می‌گیریم باید پیش رفت. این را در مورد حجم مبنا نمی‌شود گفت. برعکس، حجم مبنا می‌باید تقویت هم بشود. اگر ابزاری داریم که سرعت سفته‌بازی را کم می‌کند، باید از آن استفاده کنیم.

اما ظاهراً مسئله فوری کمک به آن دسته سهامداران تازه وارد به بازار است که زیان کرده و زندگی آنها با مشکل روبه‌رو شده است. طبعاً در سقف معینی می‌شود به اینها کمک کرد: مثلاً این که آن دسته از سهامداران که ۱۰۰ میلیون تومان یا کمتر گردش سالانه داشته‌اند، مشمول این حمایت‌ها بشوند. هر گروه مالی برای خودش می‌تواند راه‌ها را پیدا کند. مثلاً مجموعه تأمین اجتماعی می‌تواند اوراق تبعی برای سهام مرتبط به خودش به این دسته بدهد. اگر هم سهامدار بگوید به نقدینه آن نیاز دارم، بانک رفاه در مجموعه می‌تواند روی این اوراق تبعی وام بدهد. بانک‌ها برای اوراق مربوط به شرکت‌های خود می‌توانند اختیار تبدیل به سپرده بانکی بدهند و دوباره روی اختیار به سهامدار نیازمند وام بدهند. صرف وجوه صندوق مربوط به خود بازار (نه صندوق عمومی) در این مسیر مشکل اخلاقی ندارد. برای دیگر سهامداران با سرمایه بیشتر، حاکمیت طبعاً مسئولیتی ندارد. آنان هم می‌توانند برای بهبود بازار صبر کنند و هم با توجه به معاملات قبلی خود، امکان تحمل زیان دارند. وجود همین اوراق تبعی برای اوراقی که طبق نظر ناشر ارزش دارند، موج هجوم برای عرضه سهام را آرام خواهد کرد. تشویق شرکت‌ها (به کمک نهادهای مالی) به انتشار اوراق تبعی (اختیارهای فروش) برای موفقیت افزایش سرمایه‌ها و حمایت از بازار در شرایط ریزش عمده آن مفید است.

بازار سرمایه دستاوردهای عمده‌ای در دو دهه اخیر داشته و این‌ها را از دست نخواهد داد، و به عقب هم برنخواهد گشت. مسیری که آمده غیرقابل برگشت است. واقعیتی است که جلوی ما است. باید اصلاحات لازم را در آن انجام داد. توجه کنید که سهام امروزه به طبقه دارایی خانوارها بدل شده است. البته سهام عدالت هم در این مسیر مهم بوده است. یعنی خانوارها از ملک، طلا، سپرده بانکی، و ارز که تنها دارایی‌هایی بود که می‌شناختند، در دو دهه اخیر و بویژه در دو سال اخیر فراتر رفته و سهام و اوراق بدهی را هم شناخته‌اند. این فرصت بزرگی برای بازار است، و چالش بزرگی هم در دو سال گذشته ایجاد کرد. این حضور حساسیت‌های اجتماعی و حتی امنیتی هم به همراه آورد، و شاخص را بیش از گذشته سیاسی کرد و سیاستمداران را وارد عرصه بازار و اظهارنظر کرد. در عین حال این ورود به معنای شانس تأمین مالی بیشتر شرکت‌های متوسط و بزرگ از طریق بازار سرمایه است. همراه با این استقبال الزامات آن نیامد که همانا توسعه کافی امکان سرمایه‌گذاری غیرمستقیم توسط مردم بود.