

\* پیش از ورود به پیش‌بینی جهت‌گیری بازارها در سال ۹۵، تصویر مشخصی از اقتصاد کلان ایران در سال ۹۴ و پیش‌بینی ۹۵ ترسیم کنید. درست همین موقع و در اسفند سال ۹۳ اجماع کارشناسان بر این باور بودند که سال ۹۴ سال بسیار سختی خواهد بود. این ادعا بر پایه پیش‌بینی کاهش قیمت نفت، تردید در مورد برجام، ادامه یافتن رکود اقتصادی، مطالبات معوق بانکی و ... بنیان یافته بود. بنظر شما چقدر از پیش‌بینی‌ها محقق شد و چه ریسک‌هایی بر اقتصاد کشور در سال آینده مترتب است.

\***دکتر عبده تبریزی:** به‌رغم گشایش‌های صورت‌یافته در سال ۹۴، نظر امیدواریم سال جدید سال آسان‌تری برای اقتصاد کشور باشد. اما واقعیت این است که دوره‌ی ضیافت کشور تمام شده است و اکنون با افت قیمت نفت، طلای سیاه در کشورهای تولیدکننده‌ی نفتی مثل ایران، نقش بسیار کمتری در بودجه‌ی کشور ایفا خواهد کرد. از طرفی، دریافت مالیات در بودجه‌ی سال جدید به مبلغ ۱۲۰ هزار میلیارد تومان کار آسانی نیست. بسیار دشوار است بتوان در این فضا، یعنی فضایی که ما هنوز از رکود فاصله نگرفته‌ایم، چنین درآمدی را وصول کرد. بنابراین، درآمدهای دولت مساله‌ای اساسی است. در حوزه‌ی هزینه‌های دولت نیز ما در وضعیتی هستیم که نمی‌توان روی بودجه‌ی عمرانی حساب کرد. دولت این را می‌داند و باید منابع جایگزین را از محل سرمایه‌ی خارجی تأمین نماید. امیدوارم نحوه‌ی ورود سرمایه‌ی خارجی به کشور در تجربه‌ی جدید به نحوی باشد که منافع ملی به خوبی حفظ شود و دولت تضمین زیادی ندهد. حمله‌ی سیاسیون مخالف به دولت فارغ از جنبه‌های ناعادلانه آن در برخی موارد، در بردارنده‌ی عناصری از واقعیت هم هست که ما قرار نیست دیگر کالاهای مصرفی بخش خصوصی را با پول دولت بخریم. مثلاً قرار نیست با پول دولت هواپیما بخریم و دولت تضمین بدهد. سپس عده‌ای بخواهند با سوارشدن به هواپیما یارانه بگیرند. دولت یازدهم البته باید تا آنجایی که می‌تواند از ظرفیت خود استفاده کند. در عین حال، بانک مرکزی قطعاً نباید هیچ ضمانتی در مورد سرمایه‌گذاری خارجی بدهد. می‌دانم سرمایه‌گذاران هم در خارج از کشور صف سرمایه‌گذاری در ایران نکشیده‌اند و گزینه‌های متعدد سرمایه‌گذاری خارجی دارند. امیدوارم سرمایه‌گذاری‌های خارجی جایگزین کسری‌های بودجه همه نیازهای اقتصاد ایران شود و دولت بتواند بسیار عاقلانه در مورد نوع تضامین اعطایی در این مسیر حرکت کند. هر چند ما در حوزه‌ی نفت و گاز خبرهای خوب زیادی داشتیم و خواهیم داشت. و در میادین مشترک انشاء‌اله از قطر پیشی خواهیم گرفت، و پروژه‌های پارس جنوبی تقریباً در مراحل انتهایی است، ولی باید توجه داشت که فروش نفت و گاز هم دیگر به آسانی گذشته نخواهد بود.

به هر حال، در سال ۹۵ گشایش‌های خوبی اتفاق خواهد افتاد. انتخابات مجلس هم به خوبی نشان خواهد داد چگونه می‌توان در فضای ناآرام خاورمیانه، اقتدار سیاسی کشور را حفظ کرد. و یک گام بزرگ به جلو برداشت. این انتخابات اهمیت بسیار زیادی دارد، چرا که بیانگر موقعیت مستحکم سیاسی کشور است. همان‌قدر که برجام به ما وجهه‌ی بین‌المللی غرورآمیزی داد، انتخابات هم این مساله را نشان خواهد داد که در شرایط دشوار منطقه‌ای، چگونه می‌توان با آرامش را پیش رفت. کافی است به همسایه‌های خودمان از روسیه گرفته تا جنوب خلیج فارس و افغانستان و عراق نگاه کنیم. تا ارزش آرامش ایران نشان داده شود. نشان داده شود ما در این کشور می‌توانیم برنامه‌ای مشخص را اجرا کنیم که در ذات خود بر ثبات و استقلال کشور متکی است. البته، فضای سیاسی کشور مانند هر کشوری دربرداخته‌ی احزاب و سلاقی مختلفی است؛ امیدواریم مجلس جدید به‌رغم طیف‌های مختلف به‌صورت جدی‌تر و دقیق‌تری بر اتحاد تکیه کند و هر جا پای منافع ملی درگیر است، گروه‌ها با هم همکاری کنند و اداره‌ی ملی با انسجام کشور را ممکن کنند.

**دکتر عقیلی کرمانی :** من فکر می‌کنم در خوشبینانه‌ترین حالت سال ۹۴ رکود نباشد. ولی به احتمال قوی ممکن است مقداری هم رکود داشته باشیم. البته طبیعی است که وقتی سیاست‌های ضد تورمی درپیش بگیریم، رکود متعاقب آن شکل بگیرد. معمولاً همه جای دنیا همین هست که همراه با سیاست‌های انقباضی که ما اسم آن را انضباطی گذاشته‌ایم رکود شکل بگیرد. انتظارات بر این بود که برجام خیلی زودتر به نتیجه برسد ولی متأسفانه مقداری طولانی‌تر شد البته خوشبختانه نتایج نهایی بسیار مثبت بود. به هر صورت سال ۹۴ باید انتظار رکود را داشته باشیم و مقداری رشد اقتصادی تا حدودی منفی خواهد بود. با این حال به نظرم سال آینده رشد خوب حداقل چهار درصدی و حداکثر شش درصدی را درپیش خواهیم داشت. لازمه این رشد اقتصادی، اجرای یکسری کارهای اساسی هست. ما متأسفانه برای یک مدت طولانی خودمان را به صورت داوطلبانه از دنیا جدا کرده‌ایم. در این شش، هفت سال گذشته خارجی‌ها هم سنگ‌تمام گذاشتند و با تحریم‌ها دست و بالمان را به کل بستند. در این مدت سیستم‌های مالی دنیا تغییر یافت. یازده سپتامبر ۲۰۰۱ و در بحران اقتصادی ۲۰۰۸-۲۰۰۷ سیستم‌های پولی و مالی دنیا را به کل عوض کرد. به عنوان مثال اکنون بانک‌های مختلف واحدهایی به نام تطبیق (compliance) در بخش مدیریت ریسک ایجاد کردند که مدیر تطبیق می‌تواند هیات مدیره را وتو کند. بسیاری از این قبیل تغییرات در ساختار سازمانی ما تعریف نشده است. در عین حالی که متمایلم دولت به هیچ عنوان تضمینی برای سرمایه‌های خارجی اعم از بدهی یا سرمایه‌های خارجی ندهد، اما به نظر من مجبور خواهد بود در کوتاه‌مدت یک چنین کاری بکند. چون سیستم‌های ما از نظر بین‌المللی قابل قبول نیست.

**\*عبدیه :** دو نکته در تکمیل صحبت‌های آقای عقیلی اضافه کنم. نخست این که نرخ رشدی که آقای دکتر عقیلی پیش‌بینی کردند را من هم قبول دارم. ما سال بعد می‌توانیم ۵ درصد رشد داشته باشیم، ولی آن چیزی که مهم نیز است، تداوم رشد است. اصلاً کافی نیست ایران ۵ درصد در سال آینده رشد داشته باشد؛ گاهی به خاطر فروش بیشتر نفت و گاز می‌توان تا ۱۵ درصد هم نرخ رشد گرفت.

یا اصلاً ممکن است ما در سالی خیلی وضعمان خراب شود و ۱۰ درصد اقتصاد از بین برود. آنچه مهم است آن که نرخ رشد از تداوم برخوردار باشد و آرام آرام اما مداوم پیش برویم. ما اگر بتوانیم ۴ سال با نرخ ۴ درصد رشد پیدا کنیم، بهتر از آن است که در سالی ۱۰ درصد رشد مثبت و سال بعد ۱۰ درصد رشد منفی داشته باشیم. چون، در صورت اخیر، نظامات اقتصاد به هم می‌خورد. بنابراین، قبول دارم سال آینده رشد می‌کنیم، اما اگر مثل سال ۹۳ که رشد داشتیم، و انتظار رشد مثبت برای ۹۴ را هم داشتیم، اما اتفاق نیفتاد، آن موقع تداوم رشد مثبت ما به خطر خواهد افتاد.

دوم این‌که علت اجبار دولت به تضمین‌دهی خریدهای خود در کوتاه‌مدت، کاملاً روشن است. بگذارید برای مشخص شدن این قضیه مثالی بزنم. شرکت خوب ما همانند مپنا که فروش و سائز مناسب دارد و از لحاظ تحلیل بنیادین برتر محسوب می‌شود، هنوز رتبه‌بندی نشده است. این شرکت تنها برای ایرانی‌ها معتبر است. شرکتی که ۷۰۰ میلیون دلار از دولت طلبکار است، سه میلیارد دلار از عراق پروژه گرفته است و قادر به توسعه بیشتر ظرفیت خود است و می‌تواند حتی به کشورهای بزرگ کالا بفروشد، با زمینس قبل از تحریم‌ها قرارداد امضا کرده است و همه چیز نشان می‌دهد، بسیار معتبر است، موسسه‌ی حسابرسی بین‌المللی بررسی شده است. معیارهای جهانی با معیارهای ملی ما متفاوت است. هنگام سرمایه‌گذاری، اولین فرمی که جلوی ما می‌گذارند این است که آیا در شرکت ما پولشویی اتفاق افتاده است یا خیر. در مدیریت ریسک، همیشه نسبت به درآمدهای ارزی و ریالی شرکت‌ها ابهامات زیادی وجود دارد. قرارداد بلندمدت این شرکت‌ها ریسک ارزی دارد و در ایران بازاری هم برای پوشش ریسک این قراردادها وجود ندارد. برای دریافت مطالبات مپنا از دولت هیچ قطعیت و زمانی برای پرداخت مشخص نشده است. لذا سرمایه‌گذار خارجی تنها با ضمانت دولتی (sovereign guarantee) حاضر به فعالیت با شرکت‌های ایرانی حتی شرکت به بزرگی مپنا می‌شود. بخش خصوصی ما نتوانسته است در سال‌های گذشته از خارج وام بگیرد. وام‌ها و تسهیلاتی که بنگاه‌های ایران گرفته‌اند، محدود به اعتبار خرید کالا بوده است؛ این‌که خریدار بتواند پول جنسی که خریده، مثلاً یک سال بعد به شکل نسبه پرداخت کند. خوب، این نقص است. شرکت‌های ایرانی باید بتوانند میلیارد دلار اعتبار خارجی داشته باشند. تا موقعی که ندارند، ضمانت دولتی لازم می‌شود.

**عقیلی:** بله اصلاحات ساختاری در سیستم‌های ما لازم است که بسیار زمان‌بر است. به نظر من طی سال ۹۵ می‌توانیم برجام ۲ را انجام داده و تا آنجایی که می‌توانیم سطح اقتصادی مملکت و ارکان و نهادهای اقتصادی مملکت را به سطحی برسانیم که دیگر تضمین دولتی لازم نباشد. همان‌طوری که آقای ظریف، عراقچی و تخت‌روانچی ۲۴ ساعته و شبانه‌روزی واقعاً کار کردند و تنها در یک مورد در مقابل ۷۰ وکیل یک کشور ایستادند، وقت آن رسیده که برای تمام سیستم پولی و مالی و اقتصادی ما وقت گذاشته شود و این دورانی را که ما عقب افتادیم را دوباره احیا کنیم. هیچ‌کسی هم نمی‌تواند این کار را برای ما بکند مگر اینکه ما خودمان بخواهیم. خودمان باید بفهمیم، خودمان باید کمبودهایمان درک کنیم و این کمبودها را اصلاح کنیم. تا وقتی که ما یارانه داریم متاسفانه نمی‌توانیم یک

بخش خصوصی فعال داشته باشیم. یعنی اینکه مثلاً وقتی بنزین هزار تومان است کسی نمی‌آید اتوبان بسازد. حال هرچقدر هم که شده آقای دکتر آخوندی درخواست کند که بیاپید در ساخت اتوبان همکاری کنیم. اگر قیمت‌های واقعی بگذاریم مطمئناً وضع ترافیک‌مان هم درست می‌شود و بخش خصوصی ما شروع به فعالیت می‌کند.

نکته اساسی دیگر این است که ما در سال ۹۵ به هیچ‌وجه نباید روی نفت حساب باز کرد. برای سه چهار سال آینده با وجود ایران و عراق و غیره که تولید خود را افزایش خواهند داد، نفت از همان ۳۰، ۴۰ دلار بالاتر نخواهد رفت. بعلاوه دنیا هم از سوخت فسیلی به سمت سوخت‌های جایگزین در حرکت است. تقریباً تا سه، چهار پنج سال دیگر تقاضای سوخت فسیلی رو به کاهش خواهد گذاشت. البته من این اتفاق را یک خوش‌شانسی می‌دانم که ازین پس در اقتصاد ما نفت نقش بزرگی نخواهد داشت. الان نفت ۲۲، ۲۳ درصد در تولید ناخالص داخلی دخیل است. بنظر من نقشی که گاز نسبت به نفت می‌تواند در اقتصاد ما بازی کند بسیار حیاتی هست. اما چون قیمت گاز هم مانند نفت افتاده دیگر صرف نمی‌کند که میلیاردها دلار خرج لوله‌کشی کنیم و از اینجا گاز را منتقل کنیم. بعلاوه صرف نمی‌کند که میلیاردها دلار خرج مایع کردن گاز کنیم. چون کشتی‌های حمل آن همگی توسط قطر پیش‌خرید شده است. روی هم رفته خوش‌بینم به رغم افت قیمت‌های نفت در برجام ۲ با یکدستی، سیاست‌های اقتصادی باید برپایه بخش خصوصی باشد. باید وسایلی را فراهم کنیم که بخش خصوصی قوی‌تر شده و وارد گود شود.

**\*دکتر علی رحمانی:** به رغم اینکه سهم تهدیدها در کشور کاهش پیدا کرده است، اما بازهم تهدید جدی علیه اقتصاد کشور در بخش درآمدهای دولت و بازار ارز دیده می‌شود. بخش عمده‌ای از صنعت پتروشیمی ما متأثر از قیمت نفت است. بعلاوه بخشی از صادرات غیرنفتی‌مان هم متأثر از نفت خواهد بود. کشور در سال ۹۴ در رکود نسبی قرار داشت. اگرچه کارهایی در این سال انجام شد و بسته‌هایی هم ارائه شد، ولی نتوانستیم به آن اهدافی که برنامه‌ریزی کرده بودیم، برسیم. کسر بودجه، کاهش اعتبارات عمرانی و ناتوانی از اصلاح نظام هدفمندی یارانه‌ها مسبب رکود کشور بوده است. هنوز که هنوز است هر ماه وجوهی را تحت عنوان یارانه پرداخت می‌کنیم و از آن طرف پروژه‌های عمرانی را نمی‌توانیم تامین مالی کنیم. از طرفی فقدان زیرساخت‌های لازم برای بهره‌برداری از برجام یک مشکل بزرگ است. مثلاً ما در حوزه بانکداری با بانک‌های بین‌المللی فاصله داریم و شرایط مناسب فراهم نیست. مقاله‌ای اخیراً در روزنامه فایننشال تایمز چاپ شده بود که نظام بانکی ایران را به لحاظ پولشویی و جرائم مالی عدم رعایت مقررات پریسک دانسته بود. به نظر من ابزارهای لازم برای سرمایه‌گذاری خارجی هم در ایران وجود ندارد. هزینه سرمایه در اقتصاد ما به شدت بالاست. حتی اوراق دولتی منتشره هم با نرخ‌های بالا به فروش می‌رسد که هزینه بسیار بالایی دارد. تداوم جنگ در عراق، سوریه و یمن روی مناسبات بین‌المللی ما تاثیر خواهد گذاشت و برایمان مشکل ایجاد خواهد کرد. از دیگر تهدیدات اقتصادی ایران، نگرش منفی بر بخش خصوصی

است. من یک زمانی گفتم اگر دولت به بخش خصوصی را بخواهد اجازه دهد بزرگ شود. خلاصه من معتقدم که به هر حال نگرش مثبتی روی بخش خصوصی وجود ندارد این خود مساله بزرگی است.

**\*عبده:** البته بخش خصوصی قوی و کارآمدی هم نداشته‌ایم.

**\*رحمانی:** بله. چون اجازه نداده‌ایم که چنین بخش خصوصی قوی شکل بگیرد. مشکل فساد سیستمی نیز خطر بزرگی است که بنظر نمی‌رسد به زودی بتوان آن را حل کرد. به قول دکتر عقیلی برای رفع این معضلات کار ۲۴ ساعته و البته اراده ملی لازم است. البته نقاط امیدواری زیادی هم برای سال ۸۵ وجود دارد گشایش‌های اقتصادی ناشی از برجام بسیار چشم‌گیر خواهند بود. این اتفاق هزینه‌های معاملاتی ما را کم خواهد کرد. امنیت و ثبات به درستی یک مولفه خوب و برجسته‌ای در اقتصاد ماست. آزاد شدن منابع ارزی و طرح‌های بانک مرکزی در مورد اعطای اعتبار به بانک‌ها و خرید دین گام‌های مثبت پولی دولت محسوب می‌شود. اصلاح نرخ سود بانکی در سال آینده هم پیش‌بینی می‌شود. گرچه چند هفته قبل نرخ سود به شکل دستوری کاهش یافت. برخی اعتراض می‌کنند که سیاست اقتصادی دستوری نمی‌شود. اما سیاست اقتصادی دستور مبتنی بر تشخیص درست است. فکر کنید نرخ ۲۱ درصد باقی بماند. در این صورت بدهی‌های دولت چه خواهد شد؟ بدهی‌ها با یک ضریب فزاینده‌ای بیشتر شده و فرضاً چهار سال دیگر بدهی دولت دو برابر می‌شود. لذا نرخ‌های سود کنونی اصلاً توجیه اقتصادی ندارد. انتشار اسناد خزانه و اوراق مشارکت در سال آینده اتفاق مبارکی است و در تقویت بازار بدهی بسیار موثر خواهد بود. فرصت‌های سرمایه‌گذاری خارجی با پوشش بیمه‌های صادراتی و بیمه‌های خارجی قابل بهره‌برداری است. در انتها پروژهای پتروشیمی در آستانه بهره‌برداری هم می‌تواند از فرصت‌ها و نقاط قوتی باشد که در سال ۹۵ انتظار آن را خواهیم داشت.

**\*با مشخص شدن وضعیت اقتصاد کلان در سال ۹۵ اینک نوبت به بازارها رسیده است. بنظر شما کاهش نرخ سود بانکی که دوماه در سال ۹۴ اتفاق افتاد و پیش‌بینی وقوع آن در سال ۹۵ هم می‌رود به نفع چه بازاری خواهد شد؟ سپرده‌گذاری بانکی همیشه ایمن‌ترین سرمایه‌گذاری بوده و بازده خوبی را برای سپرده‌گذاران به نسبت بازارهای دیگر به همراه داشته است. اما آیا این بازدهی بالا برای سال ۹۵ هم برای سپرده‌های بانکی در قیاس با سایر بازارها اتفاق خواهد**

**افتاد؟**

**\*عبده:** نرخ‌های بانکی جاری، نرخ‌های اعلام شده نیست، و بالاتر است. یک نفر اگر بخواهد تسهیلات دریافت کند، ناچارش می‌کنند. بخشی از پول خود را در بانک نگه دارد و این باعث می‌شود نرخ مؤثر سود از نرخ اعلامی بالاتر برود. وام‌ها در قالب مشارکت اعطا شده و نرخ‌ها بالا رفتن دلیل افزایش هزینه‌ی سرمایه بانک‌ها (cost of capital) بالاتر است. نداشتن حساب جاری و وجود حساب

پشتیبان یکی از دلایل بالارفتن هزینه‌ی سرمایه بانکی است. به علاوه کافی است به تعداد شعب موجود نظام بانکی بنگریم، تا نتیجه بگیریم چند برابر کارمند اضافه در نظام بانکی کار می‌کنند که این خود هزینه‌ی گزافی بر هزینه‌ی تأمین مالی بانک‌ها می‌افزاید.

بانک‌ها دست مردم چک می‌دهند که معادل پول نقد است، اما در عین حال به آن پول نقد هم ۲۰ درصد سود می‌پردازند. بانک‌ها سود حساب‌های سپرده را ماهانه حساب می‌کنند، در حالی که برای اعتبارات اعطایی سالانه سود می‌گیرند. بانک‌ها می‌توانند ماهانه سود بدهند، اما نرخش را سالانه حساب کنند. به هر حال، مجموعه‌ای از موارد فوق، هزینه‌ی سرمایه‌ی بانک‌ها را به شدت بالا برده است. از آن طرف هم وقتی نگاه می‌کنیم، کسب‌وکاری با سود ۲۸ درصدی نمی‌شناسم. اخیراً در شورای عالی بورس گزارشی آمد که متوسط سود توزیعی شرکت‌ها برای ۱۳۹۵ حدود ۱۰ درصد پیش‌بینی می‌شود. از این منظر فکر می‌کنم این نرخ سود جاری، نرخ سود تعادلی نیست. اگر می‌خواهیم به تعادل در نرخ سود برسیم، افرادی مانند دکتر عقیلی تنها به تعادل از طریق بازار فکر می‌کنند. در کاهش اخیر نرخ سود هم بانک مرکزی راهی پیدا کرد که ظاهراً از گذر جانب بازار عبور می‌کرد، و گرنه می‌دانیم بازار این تصمیم را نگرفت. وقتی بانک مرکزی نرخ ۳۴ درصد را در قالب خط اعتباری بین ۲۱ تا ۲۷ درصد کاهش داد، یعنی دستور عمل کرد. عیبی ندارد حالا بنده همین را هم قبول دارم. همین مسیر کاهشی را هم می‌پذیرم. اما این مسیر باید ادامه پیدا کند و نرخ‌ها باید پایین‌تر بیاید. هنگامی که بانک‌ها در شرایط اضطرار باشند، نرخ‌ها رو به افول نخواهد بود من مؤسسه‌ی اعتباری می‌شناسم که شاید امروز حاضر باشد به سپرده‌ی بزرگ همین امروز هم ۴ درصد در ماه سود بدهد. مؤسسات اعتباری و بعضی بانک‌ها در شرایط اضطرارند که دست به چنین اقداماتی می‌زنند و سپرده‌گذاران را اغوا می‌کنند. اگر یکبار به شیوه‌ی درست با این مؤسسات و سپرده‌گذارانشان برخورد شود و بدانند سپرده‌ها از جانب بانک مرکزی تضمین نشده و پرداخت نخواهد شد، آن‌گاه، مردمی که به دنبال سود ۳۴ درصدی رفته بودند، دیگر بار به درخواست این مؤسسات واقعی نخواهند گذاشت.

بانک بد بانک خوب را هم از میدان به در می‌کند. یعنی، قطعاً بانک‌های سالم در این رقابت ناعادلانه، خطر بزرگی را بواسطه‌ی حمایت‌های دولتی از مؤسسات غیرمجاز می‌توانند تحمل کنند. نظام باید از بانک مرکزی دفاع کند تا آقای سیف و مدیر نظارت ایشان قدرت کافی داشته باشند تا با مؤسسه‌ی متخلف برخورد کند. اگر کسی به بانک مرکزی زور بگوید و بانک مرکزی توان مقابله با آن نداشته باشد، بدیهی است مساله حل نمی‌شود. امیدوارم در میان‌مدت بانک مرکزی بتواند نظامات جدید را برقرار کند. آن موقع نرخ به جایی می‌رسد که می‌توان بدهی‌های دولت را سامان داد.

بانک مرکزی ریسک تورم را هم به عنوان تهدید باید در نظر بگیرد. یعنی، اگر بانک مرکزی نتواند نرخ رشد حجم پول را کنترل کند، تنها دستاورد اصلی و بسیار مهم اقتصادی دولت (کنترل تورم) در معرض خطر قرار می‌گیرد. زمانی را به خاطر می‌آورم که داروخانه‌ها از فروش حیاتی‌ترین اجناس همانند دارو به دلیل افزایش روزانه‌ی قیمت استنکاف می‌کردند. وقتی نرخ تورم ۴۰ درصد شده بود،

بازرگانی کشور هم مختل شده بود، چه رسد به صنایع. اما خوشبختانه از آن وضعیت بیرون آمده‌ایم. لذا، این دستاورد، چیزی نیست که از دست بدهیم. ما آن راه سخت را آمده‌ایم و باید آن دستاورد مهم را حفظ کنیم و نظام هم باید از آن حمایت کند. واقعاً، حرکت‌های اقتصادی از این قبیل (اصلاحات ساختاری) نیازمند جریان‌سازی ملی است و نباید در دعوای جناحی چپ و راست خراب شود. اگر به این مسیر برویم، آن وقت تنها دو بازار داریم، بحث سرمایه‌گذاری در ارز و سکه دیگر اصلاً مطرح هم نباید بشود. تنها در دوره‌ی آقای احمدی‌نژاد از این بحث‌ها می‌شد و مردم در این بازارهای سفته‌بازانه به حفظ ارزش پول خود مشغول می‌شدند. اگر بخش ساختمان خوب است، مردم عادی نباید ساختمان بخرند، و نباید خود به ساخت‌وساز مشغول شوند، بلکه باید سهام شرکت ساختمانی در بورس بخرند. نمی‌خواهیم منابع مالی مردم را به سمت بازار سکه و ارز هدایت کنیم. چراکه فایده‌ای ندارد و چیزی را در اقتصاد عوض نمی‌کند. برای مردم یک پوشش و یک سپر مالیاتی است ولی در اقتصاد کلان از آن استفاده اقتصادی نمی‌شود. این است که ما اصلاً بحثمان روی این نیست که در ارز و سکه و ... سرمایه‌گذاری کنیم. دیگر نباید به ذهن مردم متبادر شود که می‌شود در چنین بازارهایی پول برد و باید از فرهنگ‌شان پاک شود. مثلاً اگر به فردی آلمانی بگوییم ارز بخر و پس‌انداز کن اصلاً منظورتان را نمی‌فهمد. در یک دوره که نرخ تورم لجام گسیخته و حرکت‌های عجیب و غریب بانک مرکزی در فروش سکه که تنها در یک مورد ۸۶ درصد سود می‌داد. وضعیت اسفباری ایجاد شده بود. واقعیت این است که بازار سهام ما هم عمدتاً یک بازار سفته‌بازی است. یعنی فعالان آن عمدتاً دنبال سرمایه‌گذاری بلندمدت نیستند. من موافق الزام دوره نگهداری سه ماهه هستم که مقداری این ذهنیت را آرامش بدهد. در آمریکا هم اگر زیر شش ماه سرمایه‌گذاری کنید، مشمول مالیات بیشتری می‌شوید. من الان دنبال این هستم دوره نگهداری سه ماهه را مطرح کنم. در این دوره سه ماهه سرمایه‌گذاران حداقل روی سرمایه‌گذاری‌هایشان فکر می‌کنند. به‌طور کلی معتقدم که با نرخ‌های پایین‌تر می‌توان اقتصاد را راه انداخت.

### \* بازار سرمایه از این کاهش نرخ سود منفعت خواهد برد؟

**\*عبد:** قطعاً نفع می‌برد. وقتی که بانک‌هایی با نرخ‌های ۲۵ درصد سود می‌دادند پول‌ها به بانک سرازیر می‌شد. از طرفی نرخ تسهیلات ۳۵ درصدی هم برای صنعتگران بسیار سنگین بود. بازار سرمایه ما از نرخ پایین‌تر قطعاً منفعت خواهد برد.

### \* در سال آینده هم باید این روند کاهش نرخ سود ادامه‌دار باشد؟

**\*عبد:** قطعاً. در کشورهای مثل ما چون نرخ رشد بالاتر حساب می‌شود، می‌توانیم دو درصد هم بالاتر از نرخ تورم سود پرداخت کنیم. اما در کشورهای پیشرفته که ما می‌بینیم نرخ سود بانکی از نرخ تورم هم پایین‌تر است مثلاً در آلمان نرخ سود ۲۵ درصد است که از آن مالیات هم گرفته می‌شود عمده نرخ این است

**\*عقیلی:** من به نرخ دستوری اعتقاد ندارم. بانک مرکزی برای کاهش نرخ سود واقعا چه کاری کرده است؟ بانک مرکزی واقعا در بازار تزریق پول کرده است. هرچند که می‌گویند تزریقی نکرده‌ام. ولی آمار را که نگاه می‌کنیم پایه پولی ۲۳ درصد افزایش پیدا کرده و نقدینگی ۲۷ درصد اضافه شده است. اگر این سیاست ادامه پیدا نکند نمی‌توانیم به رشد پایدار مد نظر دکتر عبده برسیم. چون سال دیگر باز تورم خواهیم داشت. ما اقتصادی داریم که در آن بقال سر کوجه هم که دو میلیون تومان وام می‌خواهد به بانک مراجعه می‌کند و ایران خودرو هم که صد میلیارد تومان وام می‌خواهد به بانک می‌رود. ما باید بازار اوراق بدهی را در این مملکت راه بیندازیم. اوراق بدهی معمولا همه جای دنیا تا دو برابر بازار سرمایه است. شرکت‌های ایرانی باید بتوانند اوراق منتشر بکنند. نمی‌توان دستوری نرخ را پایین آورد. اگر وسایل کاهش نرخ را فراهم آوریم، پایه و اساس را درست کرده‌ایم. ما با ۱۲ درصد نرخ تورم یا تک نرخی نقطه به نقطه ۹ درصد شق القمر نکرده‌ایم. در دنیا الان تورم یک تا ۱/۵ درصد است. تورم ما باید به ۳ الی ۴ درصد برسد و با اصول پایین بیاید. در این صورت مطمئن باشید همه تلاش‌ها به نتیجه خواهد رسید و هزینه سرمایه بانک‌ها نیز کاهش خواهد یافت. اگر ما اوراق بدهی را جا بیندازیم و معافیت‌های لازم مالیاتی بدون فشار بر بودجه دولت اعمال شود و لذا از درآمدهای آتی کم بکنیم اقتصاد مملکت راه می‌افتد. بنابراین به نظر من باید پایه و اساس بازار بدهی درست بشود. اما آیا بازار اوراق بدهی باید باشد یا اوراق سرمایه؟ اگر هدف سرمایه‌گذاری در زلا را دارد باید بجای خرید فلز طلا اوراق طلا را بخرد که در بازار قابل معامله است. برای ارز هم همینطور. دلیلی ندارد که افراد اسکناس خردیه و در صندوق امانت بانک‌ها قرار بدهند. ما تشویق می‌کنیم که جوان‌های تحصیلکرده در بازار وارد شده و نرخ را آزاد بگذاریم. در این صورت ما یک بازار متشکل ارز و بدهی خواهیم داشت که بانک مرکزی در آن بسیار فعال است. وقتی که می‌خواهد نقدینگی در بازار تزریق کند مقداری از اوراق را خریده و در بازار پول می‌ریزد، وقتی هم که می‌بیند نرخ‌ها خیلی شدید پایین آمده‌اند، اوراق پوتفوی خود را فروخته و پول‌ها را از بازار جمع می‌کند. اگر چین با آن جمعیت زیاد بدون ذخایر زبیدی توانست ۲۵ سال بالای ده درصد رشد داشته باشد، چگونه ما با این منابع طبیعی و منابع غنی انسانی نتوانیم؟ بله چینی‌ها بسیار باهوش‌اند اما ایرانی‌ها هم کمتر از آن نیستند. ما همه مزایای چین را داریم به اضافه نفت و گاز هم داریم. معادن سنگ آهن و مس در اختیار داریم. بعلاوه ما وسط کشورهای ثروتمند عربی و شمالی‌هایی قرار داریم که همه چیز دارند غیر از پول. ما وسیله ای می‌توانیم باشیم که این وسط یک اقتصاد پویا و خوب داشته باشیم. امن و امان بودن کشور و موقعیت استثنایی ناشی از برجام فرصت‌های بزرگی در اختیار ما نهاده است. باید سرمایه‌گذاری‌های خارجی را نه صرفا مختص به صندوق‌های سرمایه خصوصی (Private equity funds) معطوف به اوراق بدهی کنیم. امروز دولت آلمان اوراق ده ساله‌ای منتشر می‌کند و هزار دلار از شما گرفته تا ده سال دیگر ۹۹۰ دلار به شما پس می‌دهد. یعنی نرخ اوراق آنجا منفی است.

**\*رحمانی:** دوستان ما چه ساز و کار جایگزینی بجای سیاستگذاری بانک مرکزی برای کاهش نرخ سود داریم؟

**\*عقیلی:** پیشتر زمانی که آقای دکتر عبده در بانک اقتصاد نوین بودند چهار بانک خصوصی دورهم جمع شدیم و تصمیم گرفتیم ۱۴

درصد روی سپرده‌ها سود بدهیم و ۳۰ درصد از روی تسهیلات سود دریافت می‌کردیم. حاشیه سود ما در آن زمان ۱۶ درصد بود.

**\*رحمانی:** ظرف دو سال بعد نرخ تسهیلات‌دهی به ۲۳ درصد رسید

**\*عقیلی:** بله و نرخ سودسپرده‌ها هم به ۱۹ درصد رسید. یعنی بخاطر رقابت حاشیه ۱۶ درصدی به ۴ درصد تقلیل یافت.

**\*عبده:** ولی آقای دکتر عقیلی من معتقدم وضعیت نظام بانکی ما همانند امروز آشفته نبود. ببینید اگر آن نهادهایی که امروز نرخ‌ها را

به هم می‌زنند وجود داشتند، بازار بانکی بهم می‌خورد. البته ما که به دنبال آشوب و دستگیری نیستیم. به قول کینز باید زنده بمانید تا بتوانید آرام آرام پا بگیرید. ما نهادهایی داریم که الان سود موهوم توزیع می‌کنند. پرداخت این سودهای بالا در واقع زیان به خودشان است.

**\*عقیلی:** این موسسات همانند شرکت‌های هرمی هستند.

**\*عبده:** بله هرمی هستند. ولی بانک مرکزی قدرت جمع‌آوری آنها را ندارد.

**\*رحمانی:** من معتقدم که چند اصلاح دیگر باید انجام شود. حتی در نظام تامین مالی دولت ما مالیه دولتی قوی نداریم. شما به غرب

نگاه کنید. دولت برای تامین منابع مالی سراغ بازار آمده و اوراق منتشر می‌کند. اینجا ما در تهیه ابزارها و روش‌ها مشکل داریم که ناچارا باید از یکسری ابزارهای دیگر استفاده کنیم. من موافق کاهش نرخ سود هستم. چون احساسم این است که ما با بالا آوردن نرخ سود فقط تورم را به تعویق می‌اندازیم. اکنون می‌توان نرخ‌های ۲۳ درصد یا ۲۰ درصد را کنترل کرد ولی بعدا اثرات این واقعه خیلی مخرب‌تر خواهد بود. به نظرم می‌رسد که باید سازو کارهایی فراهم شود که نرخ هنوز هم کاهش پیدا کند. چون سیستم بانکی ما یک وضعیت خاص دارد. ما با حجم بالای مطالبات معوق منابع بانکی بلوکه مواجهیم که باید بتوانیم طبق ساز و کاری آنها را از ترانزنامه بانک‌ها خارج کنیم.

**\*رحمانی:** کاهش نرخ سود در بورس و هم در بازار بدهی تاثیر بسیار مثبتی خواهد داشت. کاهش نرخ سود به ۱۸ درصد حجم معاملات

بورس را بسیار بالا برده است. آقای دکتر عقیلی بهتر است قبول کنند که نرخ‌ها دستوری جابجا شده و اخیرا هم دستوری به ۱۸ درصد رسیده است. این اتفاق روی صنعت بانکداری به نظر من تاثیر مثبتی خواهد داشت. بسیاری از بانک‌های ما الان تفاوت بین سود قطعی و سود پرداختی علی‌الحساب‌شان منفی شده است. یعنی بیش از درآمدهای مشاع خود پرداخت کرده‌اند. من با دکتر عبده وافقم که اکنون نمی‌توان با ۲۲ درصد اعلامی بانک مرکزی تامین مالی کرد. بلکه نرخ‌ها الان حول ۲۵ تا ۲۶ درصد کمتر می‌چرخد. ولی از بازار

سرمایه با نرخ ۲۵ تا ۲۶ درصد می‌توان تامین مالی کرد. لذا ما حتما باید در کنار نظام بانکی، بازار سرمایه را هم تقویت کنیم. در چند سال گذشته افزایش شاخص بورس را پرستیژی برای خود دانسته‌ایم و به استنطاق آن از موفقیت اقتصاد سخن رانده‌ایم و در این بین بازار بدهی را فراموش کردیم. چون فقط بحث بازار بدهی دولت نیست. حتی در باب عملیات بین بانکی بنظر می‌توان از ظرفیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری استفاده کرد. چون سود سپرده‌های بین بانکی مشمول مالیات است. در حالی که صندوق می‌تواند معافیت مالیاتی داشته باشد. یعنی یک بازاری می‌تواند شکل بگیرد که به کاهش هزینه سپرده‌های بین بانکی از طریق کاهش مالیات کمک کند. به هر حال پتانسیل و ظرفیت بالایی در اقتصاد وجود دارد و من خوشبین هستم که بازار بدهی‌مان به بازار سرمایه و حتی صنعت بانکداری کمک شایانی بکند.

**\*عبده:** در سال ۱۳۹۴ پایه‌هایی هرچند سست برای بازار بدهی ایجاد شده است. برای اولین بار چهار هزار میلیارد تومان اوراق خزانه در بازار امکان عرضه پیدا کرد و نرخ آن هم از ۲۷ درصد کاهش پیدا کرد. یادم هست که تا چند سال پیش چون این بازار شکل نگرفته بود، شرکت‌های تأمین سرمایه، اوراق دولتی را تقریباً با نرخ ۳۶ درصد تنزیل می‌کردند. اکنون به یمن بازار متشکلی که ایجاد شده، نرخ این اوراق پایین‌تر آمده و به ۲۳ تا ۲۴ درصد رسیده است. اجازه بدهید عوض کنم ما هر سه نفر با وجود برخی تفاوت، از یک نحله‌ی فکری هستیم؛ یعنی هیچ‌کدام به دنبال این نیستیم که بازار در اقتصاد حاکم نباشد. هرچقدر هم بر تخصیص بازار ضعیف باشد، بر تخصیص افراد سیاسی و مقررات‌گذار ارجح است. هر چقدر هم که بازار ما شکست و گسست داشته باشد، باز هم از اینکه فردی عادل تخصیص منابع دهد، بهتر است. این تجربه‌ی دنیاست. بازار البته مدعی نیست من مطلوبیت را بیشینه می‌کنم و تخصیص را در با بهترین تعادل ریاضی انجام می‌دهم. علم اقتصاد به ما می‌گوید چگونه می‌توان این حیطة را بهبود بخشید. بانکداری ما نظام بانکداری ذخیره‌ی جزئی (Fractional-reserve banking) است. در این نظام، بانک مجبور است پول خصوصی را پرداخت کند. وقتی پول خصوصی مساله پیدا می‌کند، یک بیمه‌گذار اتکایی به نام بانک مرکزی مشکلات بانک را برای کوتاه‌مدت حل می‌کند. بانکداری ما از جنس چنین نظام بانکداری است. این نظام تا حدی در ایران بعد از انقلاب کار کرده است؛ ما بعد از انقلاب این نظام بانکی کنار گذاشته‌ایم. بانک مرکزی همواره به عنوان وام‌دهنده نهایی (lender of last resort) بوده است. البته در بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران عملیات بازار باز را نداشته‌ایم. بانک مرکزی ما با ابزارهای خیلی محدودی کار می‌کند. ما در این بحث سه نفره به دنبال این هستیم که این ابزار محدود چقدر می‌تواند نرخ سود را به سطحی برساند که در قدرت تحمل اقتصاد ما باشد. به علاوه، این که نظارت بانک مرکزی دارای عمق لازم نیست تا با سرعت بتواند اختلالات را از بین ببرد. در سال ۱۳۶۸ مناظره‌ای در شبکه‌ی دو سیما داشته‌ام. که پیش‌بینی کرده‌ام اگر صندوق‌های قرض‌الحسنه و تعاونی‌های اعتبار گسترش یابند، قطعاً روزی برای اقتصاد کشور دردسر ایجاد خواهند کرد. خواهش کردم حداقل به مردم گفته شود کدام یک از مؤسسات مورد تأیید است و کدام‌ها نیست. حتی در

جو سال ۱۳۶۷ هم بانک مرکزی قدرت نداشت غیرقانونی بودن بعضی نهادهای پولی را اعلام کند. الان هم کم‌وبیش همین وضع در نظارت بانک مرکزی برقرار است. با توجه به این مشکلات، معضلات و بی‌قانونی‌ها، نرخ پایین‌تر سود از طریق بازار برقرار نمی‌شود. می‌دانم ما نباید نرخ را سرکوب کنیم. من شخصاً در باب سرکوب مالی مقاله‌ها داشته‌ام. اما اکنون به نظر من شرایط ایجاب می‌کند این اتفاق در نرخ سود بانکی بیفتد، و بانک مرکزی دخالت کند. بسیاری از بانک‌ها توانایی پرداخت نرخ‌های سود فعلی را ندارند. بانک‌ها به‌خاطر شرایط اضطراری خود حاضر به پرداخت چنین سودهایی شده‌اند. من اخیراً با مدیرعامل یکی از بانک‌های مطرح صحبت می‌کردم؛ وی گفت یکی از بهترین مشتری‌ها که ۱۰۰ میلیارد تومان از بانک تسهیلات گرفته برای مذاکره به آنجا مراجعه کرده بود. وی درخواست کرده بود که یا نرخ تسهیلات را کاهش داده و ۱۰۰ میلیارد جدید به او با نرخ ۲۱ درصد وام داده شود و یا ۱۰۰ میلیارد قبلی را به سرعت واریز تسویه می‌کند. ببینید؛ مشتری خوب حاضر نیست ۲۵ درصد نرخ سود تسهیلات بدهد، چون می‌داند کاسی با این نرخ‌ها نمی‌گردد. بنابراین، این راه‌کارها، نه به عنوان رویه‌ای بلندمدت، بلکه به دلیل شرایط اضطرار پیشنهاد می‌شود. همه هم موافق هستیم که بازار سرمایه باید فعال‌تر شود. شرکت‌های بزرگ‌تر هم باید بدانند خودشان بزرگ‌تر ما از خیلی از بانک‌های کشوراند و به تنهایی و صرفاً به اعتبار خود می‌توانند حداقل در داخل کشور از مجرای بازار بدهی، از بازار سرمایه پول بگیرد. باید سعی کنند اعتبار بالای خود را در حد مشخصی نگه دارند. دولت هم باید از همین کانال به تأمین مالی بپردازد. شخصاً اخیراً با دوستان وزارت اقتصاد تماس گرفتم و پرسیدم آیا قسط اول اوراق دولت در ۲۳ اسفند به موقع پرداخت می‌شود یا نه. چون در بازار شایعه شده بود: دلیل عدم استطاعت دولت پرداخت به موقع انجام نمی‌شود و تا ۲۷ درصد هم بالا رفت. لازم نیست دولت یک‌ضرب تمام بدهی‌های خود را بدهد. اما باید در پرداخت اقساط خود منظم باشد. امسال بسیار امیدوار بودم که دولت پنجاه هزار میلیارد تومان اوراق ۲۰ تا ۳۰ ساله متناسب با نرخ تورم منتشر کند. به دولت پیشنهاد داده شد کل بدهی پیمانکارها را بدهد و فعلاً بدهی به بانک‌ها و بازنشستگی‌ها را پرداخت نکند، چون دولت منابعی ندارد بخواهد حداقل ۵۰۰ هزار میلیارد تومان بدهی را یک‌جا بدهد. الان می‌توانیم حداقل یک گوشه کار را گرفته و در سال‌های آینده دولت را ملزم به پرداخت منظم کنیم. البته، بیرون‌گود نشستن و طرح‌دادن آسان است. کار دولت در زمینه‌ی پرداخت بدهی‌ها خیلی سخت است. ما بیش‌تر چاله و چوله‌هایمان را در گذشته یا با تورم پر می‌کردیم یا با پول نفت. الان هیچ‌کدام از این دو راه در اختیار نیست.

**\* نرخ‌گذاری در بازار بدهی چگونه تعیین می‌شود و با توجه به احتمال رشد نقدینگی در سال آینده، جریان‌های**

**سرمایه‌ای بین بازارهای مختلف چگونه خواهد بود؟**

**\*عبده:** کاری که دنیا در فروش اوراق بدهی انجام می‌دهد، استفاده از سازوکار حراج است. اوراق به حراج گذاشته شده و نرخ از

این فرآیند کشف می‌شود. ما در ایران آشفتگی در نرخ‌ها را داریم و زمان‌بندی نرخ‌هایمان منظم نیست. گاهی می‌بینیم دو دارایی با

ریسک مساوی، دو نرخ سود مختلف دارند. این بی‌نظمی در نرخ‌ها به خاطر فقدان بازار منسجم و پراکنده بودن بازار اوراق بدهی در بازار است. هر چقدر بازار بدهی‌ها منسجم‌تر باشد، نرخ‌ها به هم نزدیک‌تر می‌شوند. دلیل ندارد بانکی مثل تجارت بخشی از اوراق مشارکت خود را با نرخ ۱۸ و برخی دیگر را با نرخ ۱۹ درصدی به فروش برساند. ساختار فروش اوراق در گذشته به نحوی بوده که اوراق با نرخ‌های متفاوت عرضه شده است و با انتشار اوراق با نرخ بالاتر، اوراق با نرخ کمتر از جانب دارندگان به سرعت رد می‌شده است. خوب، این بی‌نظمی در نرخ‌گذاری مشخص است که ناشی از نبود بازار متشکل بدهی است. اگر بازار بدهی شکل بگیرد، نرخ‌ها متناسب با ساختار زمانی خود شکل پیدا می‌کنند.

### \* آیا نرخ‌ها در این بازار آن قدر جذاب خواهد شد که منابع را از سایر بازارها مثل بانک به سمت خود بکشاند؟

**\*عبده:** ببیند مساله در تخصیص منابع است. اگر قدرت تخصیص به شکلی باشد که همه مردم ترجیح بدهند فقط پول‌هایشان را در بانک بگذارند، آن‌گاه عرضه‌ی سپرده خیلی بالا رفته و نرخ سپرده به صفر یا منفی می‌رسد. دنبال این هستیم که وام‌های بانکی بتوانند ارزشی خلق کنند. همیشه تقاضا برای تسهیلات هست. اما نکته اینجاست که ما باید تقاضاهایی را شناسایی کنیم که قادر باشند در آینده پول را پس بدهند، نه تقاضایی که فقط پول را بگیرد و برود. در آن شرایط بدیهی است بازار بدهی نظم خود را از دست بدهد. در این کشور زمانی نظم پولی جدی داشتیم. در مقطعی بانک صنعت و معدن ما مشاور ارشد برای انتشار اوراق قرضه‌ی دولت ژاپن بوده است. ۵۰ سال پیش وقتی دولت ژاپن برای اولین بار مترصد فروش اوراق ین در بازارهای خارج از کشورش بود، با همکاری با چندین شریک اروپایی، بانک صنعت و معدن ایران برای تعهد پذیرهنویسی اوراق بدهی ین دولت ژاپن انتخاب شد.

**\* رحمانی:** برای هند و کره جنوبی هم موارد مشابهی داشته‌ایم.

**\*عبده:** ما در حال تکرار تاریخ هستیم و در تلاشیم تا به جایگاه گذشته‌ی خود بازگردیم. زمانی که ۱۸ ساله و در استخدام بانک رهنی بودم، کاغذی دستمان می‌دادند تا با رجوع به تک‌تک منازل، وام ۲۵ ساله بفروشیم. الان تأسفبار است که بعد از حدود ۴۰ سال از عمر جمهوری اسلامی، زوج‌های جوان نتوانند یک خانه با تسهیلات ۲۰ ساله بخرند. چرا که بازار رهنی متشکل و قدرتمند نداریم. امیدوارم با کاهش تورم، بازار رهنی‌مان شکل بگیرد و بر اساس آن ابزارهایی مثل اوراق با پشتوانه‌ی وام‌های رهنی (MBS) وارد بازار ما شود. بانک مسکن الان حدود ۱۰۰ هزار میلیارد تومان طلب خوب دارد، یعنی نسبت وام به ارزش وثیقه (LTV) برای این وام‌ها بسیار پایین است. هیچ بانکی را نمی‌توان در دنیا یافت که ۱۰۰ واحد وام رهنی خوب در ترازنامه داشته باشد، و بگوید منابع نقدی کم دارم، چون این وام‌ها به راحتی قابل خرید و فروش در بازار است. بنابراین، امیدوارم در سال ۱۳۹۵ شاهد انتشار ابزارهای بدهی در اشکال مختلف باشیم.

**\* رحمانی:** به نظر شما در رابطه با بازار بدهی خلا قانونی در ایران وجود ندارد؟

**\*عقیلی:** نه در ایران پیشرفت‌های خوبی در این زمینه هم شکل گرفته است.

**\*رحمانی:** ما در زمان راه‌اندازی فرابورس با آن اوضاع و احوال خاص خود پذیره نویسی را انجام دادیم. آن زمان هدف این بود که فرابورس با رویکرد بازار بدهی شکل بگیرد. ما گفتیم فرابورس بازاری برای شرکت‌های اخراج شده از بورس باشد و بازار بدهی‌مان را هم در آنجا تقویت کنیم.

**\* بحث دیگر هم در حوزه تک نرخى شدن ارز است. آقای سیف موعده این اتفاق را در شش ماهه اول سال ۹۵ اعلام کرده‌اند. با توجه به همگرایی نرخ بازار آزاد و نرخ اعلامی بانک مرکزی آیا فکر نمی‌کنید که تک نرخى شدن باید زودتر از اینها اجرایی شود؟ با توجه به حضور سرمایه‌گذاران خارجی که نیازمند پوشش ریسک ارزی هستند، در مورد راه‌اندازی سریع‌تر بازار مشتقه ارزی نظرتان چیست؟**

**\*عقیلی:** با وجود اینکه در دراز مدت ما باید ارز تک نرخى داشته باشیم، اما در شرایط فعلی و تا وقتی که امنیت اقتصادی در مملکت حاکم نباشد، صلاح نمیدانم که ارز را تک نرخى کنیم. چرا که بانک مرکزی به عنوان عرضه‌کننده اصلی ارز در بازار با کمبود منابع ارزی به دلیل افت قیمت نفت مواجه است. بانک مرکزی نباید خود را در شرایطی قرار دهد که مجبور شود مقدار زیادی ارز را به بازار تزریق کرده تا آن را تک نرخى کند. باید بازار ارز آرام شود و امنیت سرمایه‌گذاری در کشور پیدا شود. آن زمان خود ارز به صورت اتوماتیک به سمت تک نرخى شدن حرکت می‌کند. در مقطعی حتی نرخ بانک مرکزی بالاتر از نرخ بازار بوده است. برای اینکه منابع ارزی آنقدر در بازار فراوان بود که عرضه ارز از تقاضا پیشی گرفته بود. آن زمان خاطریم هست که دلار هفت تومان بود، در بازار دلار به قیمت ۶/۹، ۶/۸ تومان فروخته می‌شد. بنابراین ابتدا باید امنیت در بازار ارز اتفاق بیفتد. آن زمان است که تک نرخى شدن ارز عاقلانه است. تا فرارسیدن چنین شرایطی بانک مرکزی نباید ارز خودش را بخاطر تک‌نرخى شدن هدر بدهد. ابزار مشتقه ارزی نیز مربوط به زمانی است که حساب سرمایه ما باز باشد. در ایران فقط حساب معامله ما فعال است. در کشور ما ارز قانوناً اجازه دارد که خارج شده و در مقابلش باید خدمات یا کالا وارد مملکت شود. بنابراین ما تا آزادی ارز و نقل و انتقال آزادانه نداشته باشیم، راه‌اندازی این بازار هم منطقی نیست. در صورت آزادی ارزی، بین نرخ بهره، دلار، یورو و ریال رابطه وجود خواهد داشت.

**\*رحمانی:** من در رابطه با تک نرخى شدن ارز، با آقای دکتر عقیلی موافق هستم که شرایط فعلی ایجاب نمی‌کند که برای چنین سیاستی هزینه‌ای گزاف پرداخت کنیم. ما حداقل در داخل باید ابزارهایی را فراهم کنیم که معاملات فیزیکی ارز از صحنه اقتصادی خارج شود دیگر شرایط نباید به شکلی باشد که مردم ریال را تبدیل به دلار کنند. اگر اختیاری داشته باشیم که بتوانیم ابزارهای نوین را وارد جریان اقتصادی کشور کنیم. یا بتوانیم علاوه بر بازار بدهی‌های ریالی، بازار بدهی ارزی هم داشته باشیم. ما می‌توانیم وام‌های

ارزی صندوق توسعه ملی را تبدیل به اوراق بهادار کرده و به خارجی‌ها بفروشیم. یا ما بتوانیم صندوق ارزی داشته باشیم. صندوق ارزی به این مفهوم که یونیت‌هایی با ارزش مثلاً یک یورو بفروشیم. در این صورت همه می‌توانند نیازهای خود را از کانال بازار سرمایه تامین نمایند. در این صورت سرمایه‌گذاری که علاقه به سرمایه‌گذاری در ارز دارد، می‌تواند این یونیت‌ها را به ریال بخرد. ما اکنون ابزارهای کافی در این حوزه در اختیار نداریم. حتی برای تک‌نرخ شدن ارز، ما به یکسری ابزارها نیاز داریم. تا آن ابزارها ایجاد نشوند، تک‌نرخ شدن به آسانی شکل نخواهد گرفت.

**\*عبده:** اعتقاد به تک‌نرخ شدن ارز است. اما بدیهی است برای این مهم باید شرایطی در اقتصاد حکمفرما شود. مثلاً، در شرایطی که دولت مقداری ارز هندی دارد، مقداری ارز کره جنوبی دارد و مقداری ارز چینی در اختیار دارد، روشن است محصولات متعددی با ماهیت‌های متفاوت در اختیار دارد که برای تک‌نرخ شدن، بانک مرکزی را به دردسر می‌اندازد. اما اگر محدودیت‌های ارزی کشور برداشته شود، هزینه‌های معاملات ارزی کاهش یابد و از یک جنس واحد صحبت در میان باشد، بلافاصله باید به سمت تک‌نرخ شدن حرکت کنیم. تجربه‌ی تک‌نرخ شدن را در اوایل دهه‌ی هشتاد با موفقیت پشت سر گذاشته‌ایم. فساد چندنرخ بودنی خیلی گسترده است، همه می‌خواهند به نظام تک‌نرخ برگردیم. اما، متأسفانه رقمی که در بودجه برای قیمت ارز گذاشته شده، علامت نمی‌دهد که می‌خواهیم به سمت تک‌نرخ حرکت کنیم. رقم پایین را گذاشته‌اند و اگر کسی بخواهد به سمت تک‌نرخ حرکت کنیم، باید به نحو دیگری نرخ ارز و دلار را در بودجه تعریف می‌کند. خطر عمده این است که با دریافت ارز، بانک مرکزی در این بازار به شکل گسترده‌ای وارد شود. بانک مرکزی در شرایط فعلی ذخیره‌ی ارزی زیادی در اختیار ندارد و در عین حال متمایل است در سال آینده قیمت ارز خیلی بالا برود. با این حال فکر می‌کنم نرخ ارز فعلی، مستعد افزایش است. معتمد با عادی شدن اوضاع مبادلات و افزایش تقاضا، نرخ ارز افزایشی خواهد بود. خوشبختانه بانک مرکزی الان از موقعیت صد درصد ارائه‌کننده‌ی ارز، به موقعیت ۵۰ درصد ارائه‌کننده‌ی ارز پایین آمده است. چون صادرات غیرنفتی مان رشد نسبتاً خوبی داشته است، دیگران هم در بازار ارز فعال شده‌اند. به نظر من، پتانسیل دلار این است که تا پایان سال آینده به بالای چهار هزار تومان برسد. البته، این نرخ می‌تواند یکی از عناصر نگران‌کننده برای تورم باشد. اگر بانک مرکزی بازهم بخواهد نرخ را پایین‌تر نگاه دارد، مجبور است از ذخایر ارزی خود خرج کند.

**\*رحمانی:** یعنی شما می‌فرمایید یکسان‌سازی نرخ ارز، منوط به این است که نرخ ارز هم آزاد شود.

**\*عبده:** معتمد نرخ ارز تا خرداد یا تیر می‌تواند یکسان شود. اگر بانک مرکزی بتواند ۴ یا ۵ حساب در چند بانک بزرگ دنیا باز کند، اندکی شرایطمان عادی می‌شود. الان بانک‌های بزرگ با ایران کار نمی‌کنند؛ اگر با بانک مرکزی کار نکنند، با بانک‌های دیگرمان هم کار نخواهند کرد. در چنین شرایطی، فکر می‌کنم ظرف ۴ ماه بتوانیم به سمت سیستم تک‌نرخ حرکت کنیم. در غیر این صورت،

تک‌نرخ‌شدن بعید خواهد بود. در مورد راه‌اندازی بازار مشتقه‌ی ارزی، می‌دانید شرط بانک مرکزی این است که اول به سمت سیستم تک‌نرخ‌ی برویم که شرط درستی هم هست. مجوزی که شورای عالی بورس به صورت مشروط صادر کرده است، مربوط به آتی ارز است. من فکر می‌کنم که در فضای فعلی، بازار آتی ارز، حتماً سفته‌بازانه خواهد بود. برای اینکه آنهایی که عرضه‌کننده ارز هستند، می‌دانند که نرخ پایین نخواهد آمد. بنابراین، کسانی که علاقه‌مندند در این بازار بیایند، کسانی هستند که در این بازار فقط تقاضا دارند. بنابراین اگر بانک مرکزی، از این بازار حمایت نکند مشتقه ارزی کار نخواهد کرد. چون تبدیل به بازار یک طرفه‌ای می‌شود صرفاً تقاضا در آن حکم‌فرماست. بانک مرکزی، بازیگر عرضه اصلی این بازار است. از طرفی ما بازارهایی مثل فارکس را هم ممنوع و غیر قانونی اعلام کرده‌ایم. فکر می‌کنم که بازار مشتقه، شاید در سال ۱۳۹۵ با سختی بتواند شکل بگیرد. و اگر هم شکل بگیرد، بازار کاملی نخواهد بود. چون همان طور که گفتیم، عناصر غیر رقابتی در آن وجود دارد. از این نظر، یک بازار نصفه و نیمه، مثل بازار آتی سکه خواهد بود که حجم آن می‌تواند خیلی بالاتر از بازار سکه باشد. اما عملکرد بازار سکه را که نگاه می‌کنیم، عملکرد رقابتی در آن نمی‌بینیم و مطمئن هم نیستیم که به سیاست‌های پولی کمک کرده باشد.

#### \* توصیه‌های شما به سرمایه‌گذاران در سال ۹۵ چیست؟ مردم پول‌های خود را در کدام بازار سرمایه‌گذاری کنند؟

**\*عبده:** توصیه‌ها خیلی روشن است. سال‌ها است که گفته‌ایم اگر ظرفیت‌های پس‌اندازی مردم خیلی کم است، فقط با بانک‌ها کار کنند. البته به‌طور کل منظورم سرمایه‌گذاری در ابزارهای ثابت است. ممکن است که در بورس هم ابزار ثابت باشد. نباید مردم عادی سرمایه‌های خود را در فضای پرریسک وارد سازند. قرار نیست کسی که مثلاً یک پس‌انداز خیلی محدود در حد ۳ ماه حقوق دارد، در بازار سرمایه شروع به خرید و فروش سهام کند. طبیعی است که در آن حوزه ما هیچ توصیه‌ای نمی‌کنیم. آن دسته از افرادی که پس‌انداز بیشتری دارند، می‌توانند وارد حوزه‌های پرریسک‌تری مثل بازار سرمایه بشوند. ما به هیچ وجه توصیه نمی‌کنیم که مردم ابزار کارشان را بفروشند و با مشهده رونق بورس اقدام به سرمایه‌گذاری در این بازار بکنند.

#### \* بورس سهام در پسابرجام بازدهی خوبی داشته و بسیاری از مردم دوباره به سرمایه‌گذاری در آن اغوا شده‌اند. چرا

که خیلی جذاب به نظر می‌رسد

**\*عبده:** بله، ولی اگر اوضاع بدین گونه پیش نرفت باز همین افرادند که گله می‌کنند چرا دولت حمایت نمی‌کند و به رئیس‌جمهور نامه می‌نویسند. از این نظر، ما باید بدانیم که بازار سهام، یک بازار ریسکی است. بنابراین، اگر هم مقداری پول دارند که برای سرمایه‌گذاری در بورس سهام کنار گذاشته‌اند، توصیه اول ما به قراردادن این وجوه در اختیار صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. هرچقدر هم که مدیران صندوق‌ها ضعیف باشند، باز هم در قیاس با یک سرمایه‌گذار کاملاً ناشی بهتر عمل می‌کنند. توصیه ما به خرید سهام به

صورت فعال محدود به کسانی است که هم مبالغ قابل ملاحظه‌ای پس‌انداز دارند و هم تجربه‌ی قبلی در بورس داشته‌اند و با آن آشنا هستند، فراز و فرودهای آن را به عینه دیده‌اند.

**\*عقیلی:** من حرف‌های آقای دکتر عبده را کاملاً تایید می‌کنم. واقعاً بازار سرمایه برای تازه‌واردان بسیار خطرناک است. به هیچ عنوان من توصیه نمی‌کنم که افرادی که پول هم ندارند با مشاهده رونق روزهای اخیر بورس سهام، قرض گرفته و اقدام به خرید سهام کنند. چه برسد به اینکه فردی بخواهد خانه اش را بفروشد و یا وسایل کارش را بفروشد و با آن وارد بورس شود. سرمایه‌گذاری باید با پول پس‌انداز باشد. آن هم پس‌اندازی که درآمد آتی فرد از محل آن نباشد. یعنی درآمد اصلی وی از این محل تامین نشود. در غیر این صورت به هیچ عنوان بازار سرمایه توصیه نمی‌شود. این‌گونه افراد باید در ابزار با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری کنند. این ابزارها شامل اوراق مشارکت، اوراق بدهی، صکوک اجاره و انواع و اقسام ابزار داخلی هست. افراد عادی می‌توانند از اینها خریده و یا در سپرده‌های بانکی پول خود را قرار دهند. سودی که از محل سپرده‌های بانکی ناشی می‌شود برای این‌گونه افراد بسیار ایمن‌تر بوده و خطر از دست دادن کل پس‌انداز ایشان به طور کلی کاهش اساسی می‌یابد.

**\*رحمانی:** من هم توصیه ام این است که سرمایه‌گذاران جدید بیشتر در اوراق بهادار با درآمد ثابت، سرمایه‌گذاری کنند. به رغم نوسانات مثبتی که اخیراً بورس داشته است، به نظرم، ریسک این بازار همچنان بالاست. چون به هر حال بایستی ما از رکود خارج شویم و شرکت‌ها سودآور شوند. الان من شاهد هستم که شرکت‌ها از محل تجدید ارزیابی و فروش فی مابین سود شناسایی می‌کنند. متأسفانه عملیات واقعی شرکت‌ها در فضای کنونی آن‌چنان ارزش آفرین نیست. هرچند نقدینگی جدیدی وارد بازار شده است. اما این بازار کماکان برای تازه‌واردان پرریسک قلمداد می‌شود. بنابراین باید با هوشمندی بسیار بالایی وارد بازار سرمایه شد و توصیه می‌شود که کسانی که وقت و اطلاع کافی ندارند، مستقیماً درگیر بورس سهام نشده تا ضرر و زیان مالی زیادی نبینند.