

# آگادمی

## آزمونی برای بازار سرمایه

رکود اقتصادی در انتظار اقتصاد ایران است؛ برآوردی از متغیرهای اصلی اقتصاد در سال ۱۳۹۹

مسیر آینده اقتصاد ایران کجاست؟ آیا می‌توانیم براساس مدلی با قطعیت درباره آینده اقتصاد ایران صحبت کنیم؟ پیش‌بینی‌ها نشان از مسیر مثبت برای اقتصاد ایران دارد یا روی مسیر منفی این اقتصاد توافقی و همگرایی وجود داشته و دارد؟ بخش خصوصی چه راهی در پیش روی دارد؟ تحلیل حسین عبده تبریزی، اقتصاددان را بخوانید.

ن

این بُعد جدیدی به طراحی این مدل‌ها می‌افزاید. به‌رغم در دسترس نبودن مدل‌هایی که به اتکالی آن‌ها بتوان با قطعیت بیشتری در مورد آینده صحبت کرد، نوعی همگرایی بین کارشناسان برای پیش‌بینی سال آینده حتی قبل از کرونا وجود داشت و عدم قطعیت‌ها در پیش‌بینی‌ها کمتر است. اما متأسفانه این همگرایی به معنای پیش‌بینی مسیبر مثبت برای اقتصاد ایران نبود و نیست، بلکه روی مسیر منفی این اقتصاد در سال آتی نوعی توافق و همگرایی وجود داشته و دارد.

### ادامه شرایط رکود تورمی

پیش‌بینی نرخ رشد متأسفانه بیانگر افزایش قابل ملاحظه و اصلاح وضعیت جاری نیست. نرخ رشد در سال ۱۳۹۹ بدون کرونا علی‌الاصول به صفر نزدیک می‌بود و با کرونا طبعاً نرخ منفی رشد اقتصاد شدیدتر خواهد بود. در مورد تورم، عدم قطعیت‌ها بیشتر است؛ این متغیر به تصمیم سیاست‌گذار مرتبط است که با کسری بودجه قبلی و هزینه‌های جدید مازاد کرونا (پرداخت بیمه بیکاری، تأمین نیازهای اقشار آسیب‌پذیر و هزینه‌های بالاتر بهداشت و درمان) چه می‌کند. اگر کسری بودجه سر از بانک مرکزی درآورد، طبعاً اقدامی مخرب است. مقدار مطلق افزایش نقدینگی در سال ۱۳۹۸ تقریباً مساوی با کل نقدینگی در سال ۱۳۹۲ بود. یعنی کماکان نقدینگی با شتاب

برای پیش‌بینی متغیرهای اقتصادی در آینده، اقتصاددانان مدل‌سازی می‌کنند؛ این مدل‌ها مربوط به شرایط عادی اقتصادی است. چنین مدل‌سازی‌هایی در شرایط محیطی ایران و با توجه به سیاست‌های خارجی و داخلی جاری، کاری دشوار است. در این شرایط که تحریم طولانی شده و شیوع ویروس کرونا فعالیت‌های اقتصادی را مختل کرده است، برای پیش‌بینی متغیرهای سال ۹۹، نقش سه عامل برون‌زا یعنی رابطه ایران با قدرت‌های بزرگ، تحریم‌ها و آثار بین‌المللی و داخلی کرونا بر اقتصاد ایران اساسی است. از این رو، استفاده از مدل‌های مرسوم در این شرایط دشوار است، به ویژه این که در سطح جهانی نیز بسیاری از کشورها عمدتاً به دلیل کرونا در سال ۲۰۲۰ وارد رکود می‌شوند، و نرخ رشد آمریکا و چین هم به شدت پایین می‌آید و



حسین عبده تبریزی

اقتصاددان

چرا باید خواند:

اگر می‌خواهید درباره شاخص‌های اقتصاد ایران بدانید و اینکه بخش خصوصی در شرایط بحرانی چه باید بکند، خواندن این مقاله به شما توصیه می‌شود.



گذشته تولید می‌شود و دلایلی در اختیار نداریم که از رقم متوسط رشد ۲۷ درصدی سال‌های اخیر فاصله بگیرد. حتی در سال ۱۳۹۸، رشد پایه پولی هم بسیار بالا بوده و بیم آن می‌رود که در سال ۹۹ این وضعیت تکرار شود. نسبت سپرده‌های دیداری به سپرده‌های بلندمدت افزایش می‌یابد؛ این تغییر ضمن کاهش هزینه بانک‌ها که عاملی مثبت است، خود بر نقدینگی می‌افزاید. بنابراین، پیش‌بینی تورم به این بستگی دارد که دولت کسری بودجه بالای خود را از کجا تأمین می‌کند: یک میلیارد دلار از صندوق توسعه ملی خواهد گرفت و اگر این صندوق عملاً وجه ارزی نداشته باشد، و بانک مرکزی قبل از فروش ارز، ریال پرداخت کند، این به معنای افزایش (M1) است و پایه پولی افزایش می‌یابد. اگر سهام یا اوراق با درآمد ثابت بفروشد، فشار تورمی کمتر خواهد بود. به دلیل کرونا، مقداری نیز می‌تواند از ردیف‌های بودجه صرفه‌جویی کند. نقطه روشن شاید دسترسی محدود ایران به منابع خارجی خود به دلیل کرونا باشد. خبرهایی از دسترسی ایران به وجه خود در لوکزامبورگ و کره جنوبی منتشر شده است. به هر حال، با توجه به جمع جهات و به‌ویژه با توجه به کاهش فشارهای تورمی در ماه‌های اخیر، نرخ تورم برای سال ۱۳۹۹، حداقل ۳۰ درصد پیش‌بینی می‌شود. پس شاهد نوعی پایداری شرایط رکود تورمی هستیم. به نظر می‌رسد شرایط رکود تورمی جاری ادامه‌ماندگار رکود تورمی است که از سال ۱۳۹۷ شروع شده است. یعنی شرایط رکود تورمی ادامه خواهد داشت.

### آیا این شرایط به معنای فشار بیشتر دولت بر بخش خصوصی است؟

با توجه به کرونا، از دولت توقع می‌رود که به بخش خصوصی کمک کند: پرداخت‌های بلاعوض، ضمانت و تضمین، وام بدون بهره، پرداخت بیمه بیکاری بیشتر، یارانه بهره بانکی... این کاری است که دولت‌های دیگر انجام می‌دهند، اما دولت ایران واقعاً فاقد چنین امکاناتی است و شاید تاکید آقای روحانی به برچیدن زود هنگام محدودیت‌های کرونا، به همین دلیل است. در این شرایط دشوار، اگر کرونا نبود، بخش خصوصی در سال ۱۳۹۹ با سخت‌گیری‌های بیشتری از طرف دولت مواجه می‌شد. مثلاً، دولت از بخش خصوصی در سال ۱۳۹۹ توقع می‌داشت مالیات بیشتری بپردازد. کرونا تاحدی این وضعیت را عوض کرده است، اما به هر حال در این سال دولت از بخش خصوصی خواهد خواست تا از صادراتی خود را سریع‌تر تحویل دهد. به علاوه، در سه سال آینده مالیات‌های جدیدی معمول خواهد شد. چندان دشوار نیست پیش‌بینی کنیم که به لحاظ شرایط دشواری که در آن هستیم، حتی با افزایش درآمدهای نفتی در سال‌های آتی، در سه سال آینده مالیات‌های جدیدی وضع شود. در بودجه سال ۱۳۹۹ نیز بر سبیل نمونه، نوعی مالیات بر املاک (property tax) و مالیات بر انومبیل وضع شده است. مالیات‌های جدیدی که در راه است، مالیات بر عایدات سرمایه‌ای است. یعنی، پیش‌بینی می‌شود دولت طرف سه سال آینده از سپرده‌ها، سهام، املاک و مستغلات و از فروش خودرو و معاملات مشابه مالیات قابل ملاحظه‌ای دریافت کند. وقتی از یکی از عایدات سرمایه‌ای مالیات بگیرند، طبیعاً همه عایدات سرمایه‌ای موضوع مالیات قرار می‌گیرد.

در این روزهای تحریم و کرونا، چون منابع نداریم، ممکن است تصمیمات متخذه در حوزه سیاست‌گذاری عقلایی‌تر شود؛ چون شرایط تحریم حاکم است و درآمد نفت نداریم، شاید سیاست‌گذار به علم اقتصاد توجه بیشتری کند. در گذشته جریان درآمدی نفت نگذاشته است که نقاط ضعف نارسایی‌های نظام تصمیم‌گیری خود را نشان دهد. این جریان با فراهم کردن منابعی برای بودجه، تأمین ارز، واردات مواد اولیه و بر آن اساس افزایش تولید نقاط ضعف را پوشانده است. یکی از توجهات برای بی‌توجهی به اصول علم اقتصاد قرار داشتن کشور در شرایط تحریم است. چون در تصمیم‌گیری انسجام وجود ندارد، در مرحله اجرا این فقدان انسجام خود را به صورت نارسایی‌های اجرایی نشان می‌دهد. وقتی منابع نفت به‌وفور در دسترس است، کسی حاضر نیست به اصلاحات اقتصادی توجه کند. وقتی در شرایط تحریم یا کرونا قرار می‌گیریم و شرایط برای انجام اصلاحات اقتصادی سخت می‌شود، سیاست‌گذار می‌گوید که اصلاحات ممکن نیست؛ مثل اتفاقی که در بودجه ۱۳۹۹ افتاد و دولت بعد از وقایع آبان ۱۳۹۸، از این‌که قیمت برق و گازوئیل را تعدیل کند و در حوزه انرژی اصلاحاتی انجام دهد، عقب‌نشینی کرد.

### بنگاه‌ها در شرایط کرونایی جاری سخت به منابع اعتباری نیاز دارند تا

#### زنده بمانند؛ در این زمینه پیش‌بینی چیست؟

متأسفانه یکی دیگر از مشکلاتی که بخش خصوصی در سال ۱۳۹۹ با آن مواجه خواهد بود، به پدیده اعتبارات مربوط می‌شود. نظام بانکی در همه‌جا کمک دولت‌هاست تا نیازهای مالی ناشی

از کرونای بنگاه‌های اقتصادی را تأمین کند. اما متأسفانه موقعیت بانک‌های ایران آن قدر ضعیف است که کمک آنها به بنگاه‌ها دور از انتظار است. اعلام جدید بانک مرکزی به کاهش یک درصدی سپرده‌های قانونی، شاید ۷۰۰۰۰ میلیارد تومان وجه آزاد کند. این باید به بانک‌ها کمک کند تا از بنگاه‌های اقتصادی حمایت اعتباری کنند. اما وقتی دولت از نظام بانکی تسهیلات می‌گیرد یا وقتی دولت به بازار سرمایه مراجعه می‌کند و در آن بازار اوراق منتشر می‌کند، باید به رابطه وام‌گیری و تأمین مالی دولت و اعتبارات بخش خصوصی توجه کنیم. در چنین شرایطی منابع اعتباری و مالی در اختیار بخش خصوصی کمتر می‌شود؛ یعنی عرضه دریافت اعتبارات به روی بخش خصوصی تنگ می‌شود. این را معمولاً crowding out می‌نامند.

اما تأثیر کاهش شدید در عرضه اعتبارات، آن هم با توجه به آثار اقتصادی کرونا، برای بخش خصوصی چیست؟ این تأثیر به این صورت است که ارزش افزوده در اقتصاد کاهش می‌یابد و اشتغال کمتر می‌شود و تنگنای اعتباری به رکود عمیق‌تر می‌انجامد. متأسفانه تأثیر واقعی تنگنای اعتباری روی شرکت‌های کوچک‌تر که در شرایط کرونایی نیازهای بالاتری دارند، بیشتر است. از دید کسب‌وکار تنگنای اعتباری از افزایش نرخ بهره بدتر است، چون بخش خصوصی به هر حال با نرخ بالاتر به گونه‌ای کنار می‌آید، اما این که منابع در اختیار نباشد، موقعیت بخش خصوصی را بسیار متزلزل می‌کند.

شاهد بودیم که در سال ۱۳۹۸ کمبود سرمایه در گردش، بسیاری از شرکت‌ها و کسب‌وکارها را تحت تأثیر قرار داد. این وضعیت در سال ۱۳۹۹ نیز متأسفانه ادامه می‌یابد. بدتر آن که نقدینگی جایی نمی‌رود که باید برود و ایجاد ارزش و اشتغال کند و تولید ملی را بالا ببرد. به‌رغم این مقدار عظیم نقدینگی، و تلاش بانک مرکزی برای تزریق نقدینگی به دلیل کرونا، تمام بخش‌های مولد اقتصاد کشور در سال ۱۳۹۹ احساس تنگنای اعتباری (credit crunch) خواهند کرد. همه بنگاه‌ها به لحاظ تورم بالاتر و مشکلات کرونا، به سرمایه در گردش بالاتر نیازمندند؛ اما این سرمایه در سال ۱۳۹۹ در اختیارشان نخواهد بود.

### تأمین منابع مالی لازم و پیشنهادی به مدیران بنگاه‌ها

در این شرایط بخش خصوصی ابزارها و بدیل متنوعی در اختیار ندارد. نخست باید فرابگیرد که می‌تواند به سمت بازار سرمایه حرکت کند؛ و برخلاف گذشته که خود را به بازار پول محدود کرده بود، حالا می‌تواند خود را در بازار سرمایه نیز فعال کند. می‌باید سازوکارهای بازار سرمایه را فرابگیرد تا بتواند از امکانات آن استفاده کند. مثلاً، اخیراً به ابتکار بانک مرکزی طرح گام در جریان اجرایی شدن است؛ قرار است با تضمین بانک‌ها امکان بر خورداری از ۳۰ تا ۵۰ هزار میلیارد تومان منابع بازار سرمایه برای کسب‌وکارها فراهم شود. هر شرکتی که امکان فروش دارد، با تضمین بانک‌ها و اوراقی که آن‌ها منتشر می‌کنند و در اختیار آن شرکت قرار می‌دهند، می‌تواند نیازهای خود را تأمین کند. شرکت‌ها این اوراق را در اختیار عرضه‌کنندگان کالاها و خدمات خود قرار می‌دهند و آن عرضه‌کنندگان می‌توانند آن اوراق را به دیگران انتقال داده یا این که در بازار سرمایه به فروش رسانند. مثلاً خودروسازی که حد اعتباری آن بسته شده و اعتبارات معوق در نظام بانکی دارد، اما امکان فروش محصولات آن فراهم است، می‌تواند به پشتوانه نظام بانکی، اوراقی را به طلبکاران خود بدهد و بدین ترتیب بر حجم فعالیت خود بیفزاید. آن طلبکاران که عمدتاً قطعه‌سازان هستند، آن اوراق را به سایر طرف‌های تجاری خود انتقال می‌دهند و اگر به نقدینگی نیاز داشته باشند، اوراق را در بازار می‌فروشند. بدین ترتیب نظام بانکی بدون استفاده از منابع خود در راستای تأمین مالی سرمایه در گردش شرکت‌ها حرکت می‌کند. پس طرح گام روشی برای تأمین مالی سرمایه در گردش برای شرکت‌هایی است که امکان فروش دارند. بنابراین بانک مرکزی با طراحی و معرفی این طرح در جهت هدایت اعتبارات گام برداشته است و دنبال آن است که نقدینگی به سمت شرکت‌های مولد که امکان افزایش بازده و اشتغال دارند حرکت کند.

برای استفاده از چنین طرح‌هایی هم کسب‌وکارها نیاز دارند تا امکانات بازار سرمایه را بررسی کنند. موضوع محوری بازار سرمایه، مسئله بالارفتن شاخص قیمت‌های سهام نیست، بلکه تأمین مالی است. بازار سرمایه اکنون مدعی است می‌تواند به روش‌های مختلف و با عقود اسلامی مختلف شرکت‌ها را تأمین مالی کند؛ هم تأمین مالی سرمایه در گردش و هم تأمین مالی پروژه‌ها. بخش خصوصی می‌باید در این زمینه‌ها بازار سرمایه را آزمون کند و با روش‌هایی آشنا شود که بازار سرمایه دنبال می‌کند. ■