



7th
International
Management
Conference

کنفرانس بین‌المللی
مدیریت

بازار سرمایه و فرصت‌های تأمین مالی در شرایط رکود تورمی فعلی

حسین عبده تبریزی

۲۲ دی ۱۳۹۲

www.Finance.ir

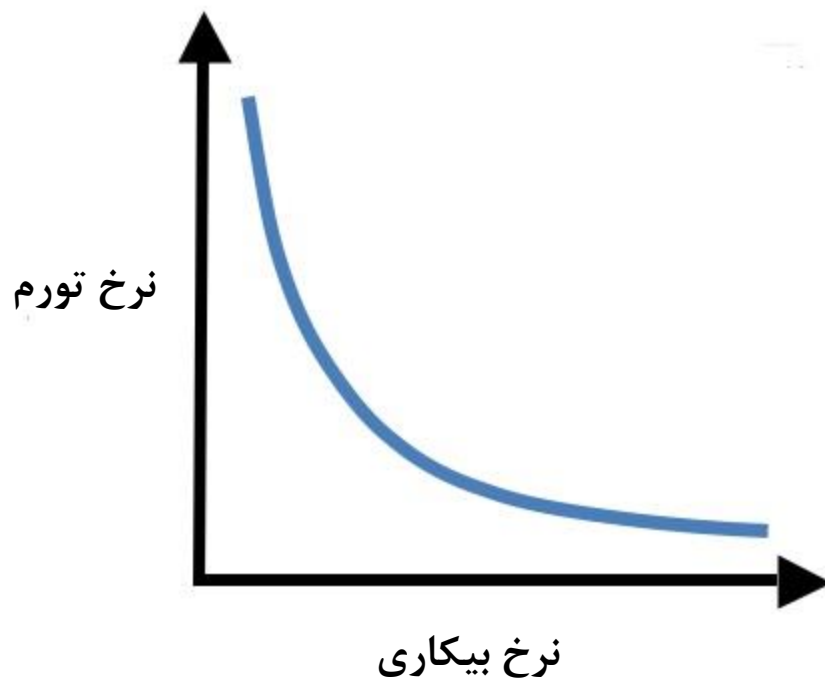
رسالت اقتصاد کلان

○ گرچه اقتصاددانان در بسیاری از موارد با یکدیگر اختلاف نظر دارند، ولی تقریباً تمام آنان متفق القول بر این باورند که رسالت اقتصاد کلان ایجاد تعادلی بین ثبات قیمت‌ها از یک سو و ایجاد اشتغال و رشد اقتصادی از سوی دیگر است.



منحنی فیلیپس (PHILLIPS CURVE)

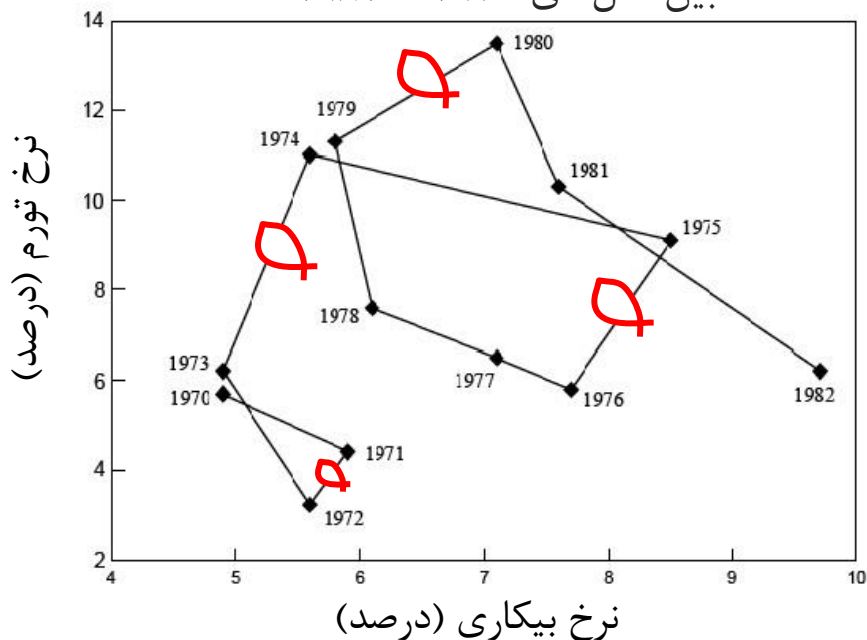
○ تا پیش از دهه ۱۹۷۰ میلادی، اقتصاددانان پیرو مکتب کینز (keynesians) با مطالعه داده‌های مربوط به تورم و بیکاری رابطه معکوسی را بین این دو تشخیص داده بودند.



رکود تورمی (STAGFLATION)

تورم (inflation) بی سابقه در دهه ۱۹۷۰ ایالات متحده در کنار ارقام دو رقمی بیکاری حاصل از رکود اقتصادی (stagnation) آن دوران، پدیده تازه‌ای را در ادبیات اقتصادی دنیا وارد کرد که بعدها رکود تورمی (stagflation) نامیده شد. این پدیده روایی منحنی فیللیپس را به طور گسترده‌ای زیر سؤال برد.

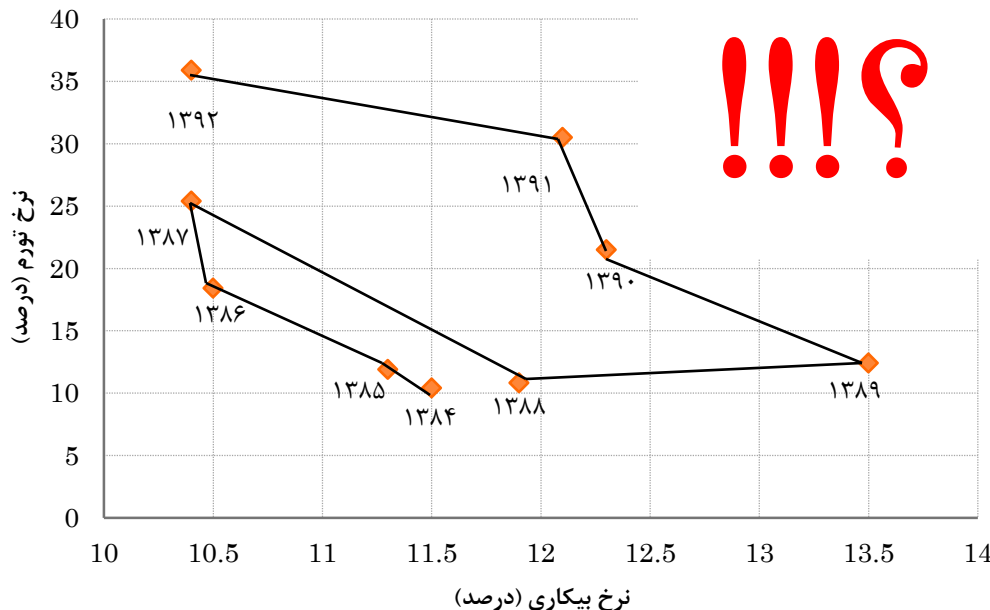
رابطه بین نرخ تورم و نرخ بیکاری در ایالات متحده
بین سال‌های ۱۹۷۰ تا ۱۹۸۲



رکود تورمی، ایران

وضعیت کنونی اقتصاد ایران شکل تشدید یافته‌ای از رکود تورمی دهه ۱۹۷۰ ایالات متحده است. نمودار زیر رابطه بین نرخ‌های بیکاری و تورم را بین سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲ نشان می‌دهد.

رابطه بین نرخ بیکاری و نرخ تورم بین سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲



در سال ۱۳۹۲ به جای نرخ تورم سالیانه از نرخ تورم آبان ماه استفاده شده است.

نرخ بیکاری در سال ۱۳۹۲ مربوط به آمار تابستان این سال است.

کلیه آمار از بانک مرکزی و سازمان آمار ایران اقتباس شده است.

آمار مخدوش؟!

○ به عقیده کارشناسان، هر ۱ درصد رشد تولید ناخالص داخلی در ایران، تقریباً به ایجاد ۱۰۰ هزار شغل منجر می‌شود.

○ در سال ۱۳۹۱ رشد اقتصادی ایران ۵/۴٪- بوده است، یعنی در این سال نه تنها شغل مضاعفی ایجاد نشده، بلکه چیزی در حدود ۵۴۰ هزار فرصت شغلی از بین رفته است.

○ این در حالی است که نرخ بیکاری گزارش شده از سوی مرکز آمار ایران برای سال ۱۳۹۱ نسبت به سال قبل از آن ۰/۲٪ کاهش نشان می‌دهد.



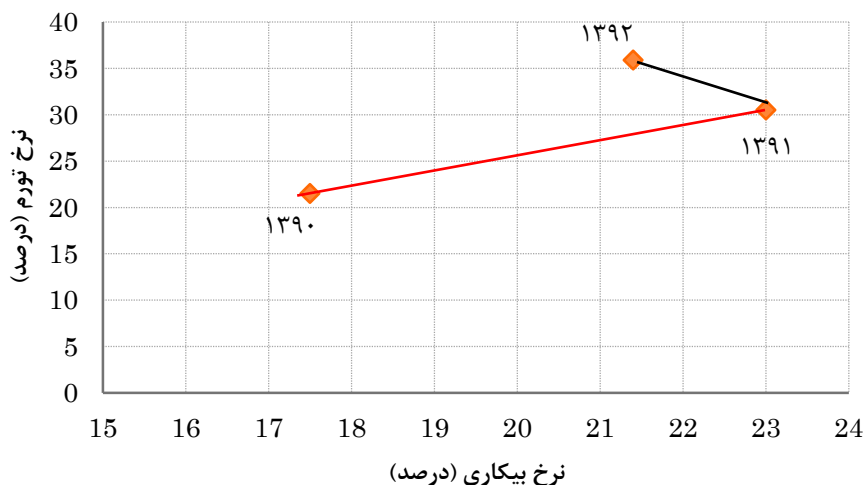
آیا شرایط فعلی رکود تورمی است؟

۱۳۹۲	۱۳۹۱	۱۳۹۰	
۲۸	۲۷/۳	۲۶/۷	عرضه نیروی کار (م.ن)
۲۲	۲۱/۵	۲۲	تقاضای نیروی کار (م.ن)
۶	۶/۳	۴/۷	جمعیت بیکار (م.ن)
۲۱/۴	۲۳	۱۷/۵	نرخ بیکاری (درصد)

○ با توجه به برآوردهای کارشناسی غیررسمی، نرخ بیکاری را برای ۳ سال پایانی منتهی به سال ۱۳۹۲ تخمین زده و منحنی فیلپس را مجدداً برای این ۳ سال ترسیم کردیم:

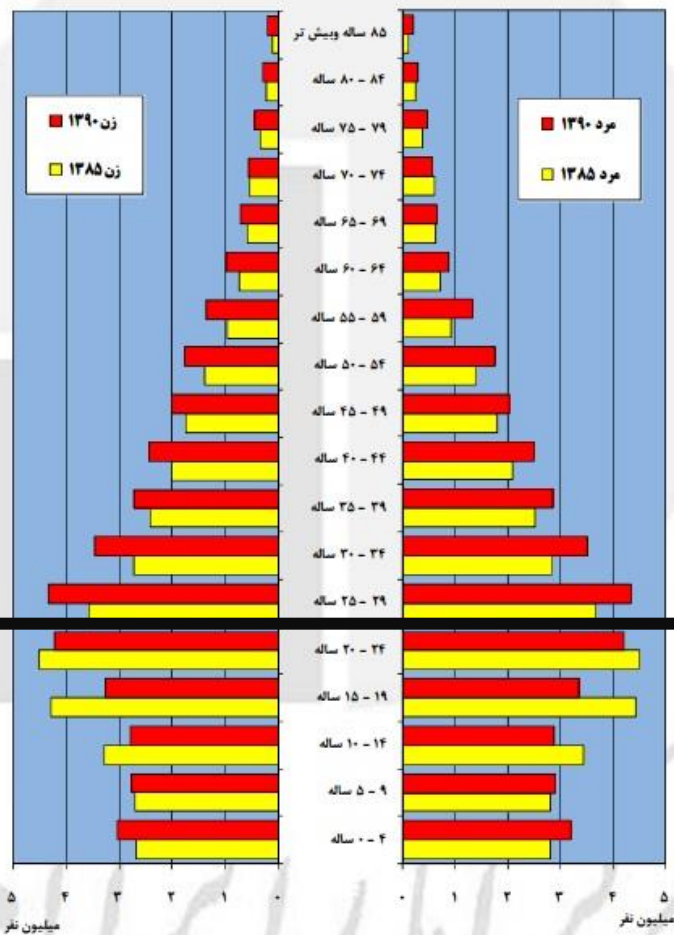
○ از ۶ میلیون بیکار سال ۱۳۹۲ حدود ۷۵٪ تحصیل کرده هستند.

رابطه بین نرخ بیکاری و نرخ تورم بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲



دلایل رکود تورمی

مقایسه هرم‌های سنی جمعیت ایران در سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۹۰



○ جمعیت زیر ۲۵ سال طی دو دهه ۱۳۷۰ و ۱۳۸۰ تقریباً تا ۳۶ میلیون نفر افزایش یافته است.

○ گرچه دلارهای نفتی بی‌سابقه در سال‌های اخیر فرصتی بی‌بدیل برای اشتغال‌زایی ایجاد کرده بود، ولی در عمل بسیاری از سیاست‌های کلان حتی موجب از بین رفتن مشاغل شد.

دلایل رکود تورمی در سمت تورم

پایه پولی

1. افزایش نقدینگی، مخصوصاً پول
پرقدرت: استقراض گسترده بانک
مسکن از بانک مرکزی برای پروژه
مسکن مهر.

2. افزایش بی‌رویه دارایی‌های خارجی
بانک مرکزی: فروش دلار به بانک
مرکزی به جای سپرده‌گذاری در
صندوق توسعه ملی.

3. افزایش بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی.

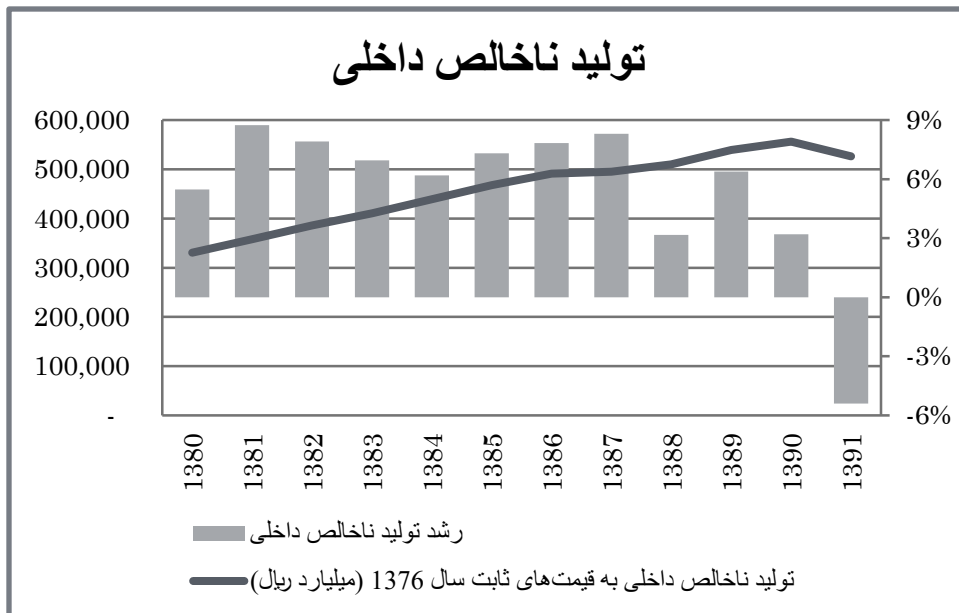


دلایل رکود تورمی در سمت رکود

1. کاهش بودجه جاری و عمرانی دولت حاصل از کاهش درآمد نفت.
2. واردات بی‌رویه با دلار ارزان قیمت و از دست رفتن ظرفیت‌های تولید.
3. تخصیص ناصحیح منابع: طرح‌های زودبازده بانکی، افزایش معوقات بانکی و پروژه‌های کم‌بازده مصوب سفرهای استانی.
4. نظام غیربازار قیمت‌ها به‌ویژه قیمت انرژی.



تولید ناخالص داخلی (GDP)



در پی تحریم‌های نفتی و مالی علیه ایران، تولید ناخالص داخلی در سال ۱۳۹۱ به میزان ۵/۴ درصد کوچک شده است.

سقوط GDP، بودجه عمومی و عمرانی دولت به ارقام ثابت را به شدت کاهش داده است.

کاهش بودجه دولت مهم‌ترین عامل رکود جاری است.

عدم تعادل در بازار انرژی

○ قیمت‌های ارزان انرژی در کشور، نه تنها الگوهای غلط مصرفی را نهادینه کرده، بلکه بسیاری از صنایع را نیز مستقیم یا غیرمستقیم از رونق انداخته است.



+



۷۰۰,۰۰۰,۰۰۰ بشکه
×
\$ ۱۰۰



۱۸۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ مترمکعب
×
\$ ۳۰

۱۲۴ میلیارد دلار

بیش از ۲ برابر بودجه
عمومی سال ۱۳۹۳

راه کارهای کلاسیک برای برون رفت از رکود تورمی



رابرت ماندل (Robert A. Mundell)، اقتصاددان کانادایی برندهٔ جایزهٔ نوبل، راه کار برون رفت از شرایط رکود تورمی را با ترکیبی از سیاست‌های پولی و مالی بیان می‌کند:

○ سیاست مالی انبساطی برای افزایش تولید.
از قبیل کاهش نرخ مالیات برای جذب پول در بخش واقعی اقتصاد و افزایش سرمایه‌گذاری بخش دولتی.

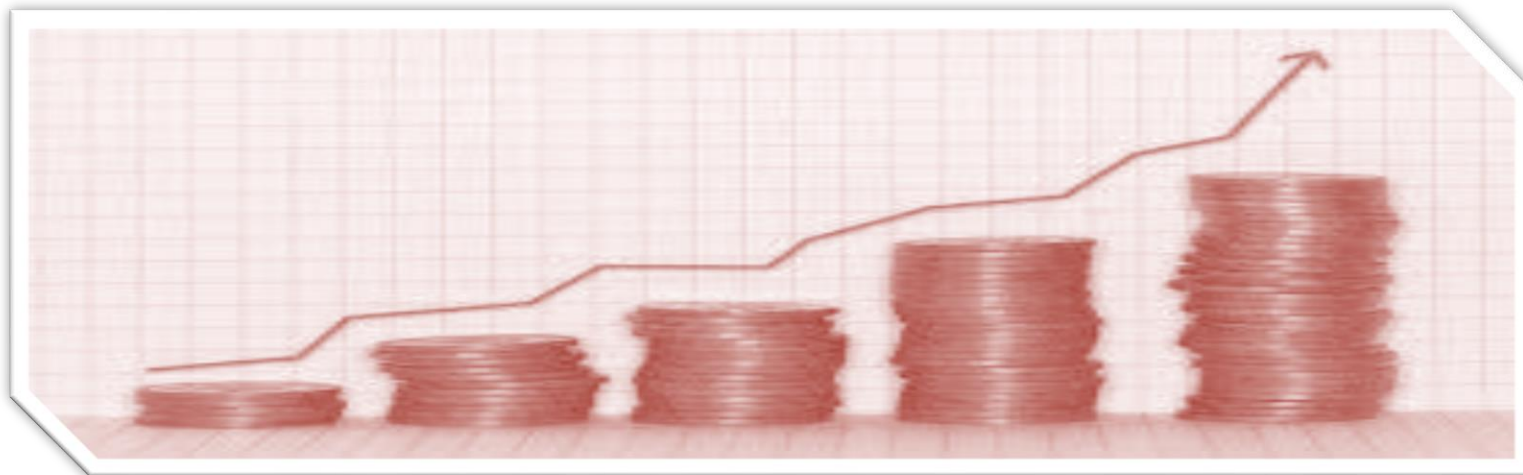
○ سیاست پولی انقباضی برای کاهش تورم.



ناکارآمدی راه‌کارهای کلاسیک در شرایط فعلی ایران

در شرایط فعلی اقتصاد ایران راه‌کار کلاسیک برای مبارزه با پدیده رکود تورمی جوابگوی اقتصاد نیست. زیرا:

- مهم‌ترین عامل تورم در اقتصاد ایران خود دولت بوده است. در نتیجه، سیاست مالی انبساطی به معنای تشویق عامل تورم به ادامه رفتار خود خواهد بود.
- سیاست پولی انقباضی و افزایش نرخ بهره ریسک نکول (default) بسیار از مؤسسات مالی را در شرایط فعلی افزایش می‌دهد.
- کارآمدی نرخ مالیات در ایران در مقایسه با سایر کشورها بسیار ناچیز است.



راه‌های برون رفت از وضعیت فعلی

هیچ راه‌حل ساده‌ای برای عبور از شرایط رکود تورمی وجود ندارد. در عین حال، ترکیبی از راه‌های زیر قابل پیگیری است:

○ در کوتاه‌مدت، اقدامات قابل اجرا به گردش پول برمی‌گردد. مثلاً افزایش سرعت گردش پول به کمک بازار ثانویه مسکن مهر و سهام عدالت بدون کمک گرفتن از پایه پولی.

○ راه حل قطعی و بلندمدت در فعال کردن بخش واقعی اقتصاد و افزایش تولید ناخالص داخلی (GDP) است. تأمین مالی بخش واقعی اقتصاد باید از محل پس‌انداز و با ابزارهای بازار پول و سرمایه صورت گیرد. با رفع تحریم‌ها ممکن است سرمایه‌گذاری خارجی نیز بتواند برای تأمین مالی به کار گرفته شود.



علاج واقعه



اقدامات انجام شده برای افزایش گردش پول



- برای افزایش گردش پول در بخش مسکن مهر، بخشنامه معاملات ثانویه برای واحدهای تکمیل شده مسکن مهر اخیراً تصویب شده است. پیش‌بینی می‌شود در هفته آتی بخشنامه معاملات ثانویه برای واحدهای در دست ساخت هم صادر شود. (ارزشی بیش از ۱۰۰ هزار میلیارد تومان)
- موضوع معاملات سهام عدالت را نهادهای مختلف از جمله مجلس شورای اسلامی، وزارت امور اقتصاد و دارایی، شورای بورس، سازمان بورس و اوراق بهادار و کمیته واگذاری پیگیری کرده‌اند. این موضوع هم‌اکنون نیازمند تصمیمات وزارت رفاه، دولت و قانون‌گذاری نهایی توسط مجلس شورای اسلامی است. (ارزشی در حدود ۹۰ هزار میلیارد تومان)

افزایش رونق بدون اتکا به بودجه دولت



○ در حال حاضر کاهش درآمدهای ارزی و ریالی دولت باعث شده که بودجه عمومی و عمرانی سال جاری و سال آتی به ارقام ثابت بسیار انقباضی باشد.

○ جایگزین خرج نکردن دولت، باید تمرکز بر بخش‌های دارای پتانسیل باشد تا موتور اقتصاد راه‌اندازی شود.

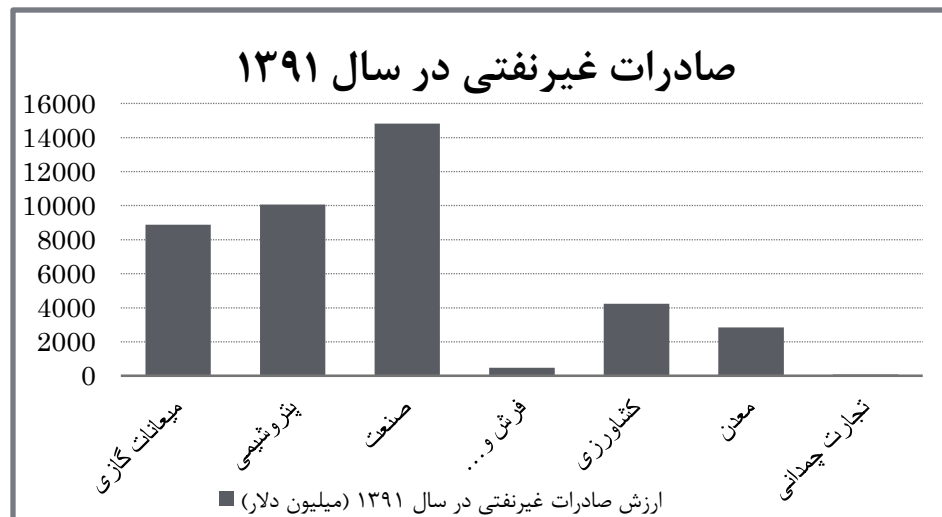
بخش‌های اقتصادی دارای پتانسیل

- افزایش صادرات: پتروشیمی، صنایع معدنی و سیمان، صدور خدمات فنی و مهندسی، توسعه گردشگری، صادرات محصولات کشاورزی و توسعه صنایع سبک در بازارهای همسایه.
- توسعه موجودی مسکن و تأسیسات زیربنایی.



صادرات

- در سال ۱۳۹۱، مجموع صادرات غیرنفتی ایران (با احتساب میعانات گازی) ۴۱/۴ میلیارد دلار بوده است. مهم‌ترین اقلام صادراتی در این سال به ترتیب شامل موارد زیر است: میعانات گازی، متانول، پروپان مایع‌شده، قیرنفت، اوره، پلی‌اتیلن، بوتان مایع‌شده، سنگ آهن، انواع پسته و سیمان.
- این ده قلم کالا ۴۳٪ صادرات غیرنفتی ایران را به خود اختصاص می‌دهند.



صادرات

○ میعانات گازی، پتروشیمی، کانی‌های فلزی و معدنی و کشاورزی مهم‌ترین صنایع صادراتی ایران هستند.



○ مهم‌ترین شرکای ایران که ۸۰٪ تجارت غیرنفتی کشور را به خود اختصاص می‌دهند به ترتیب عبارتند از: عراق، چین، امارات متحده عربی، افغانستان، هند، ترکیه، جمهوری کره، ترکمنستان، پاکستان و آذربایجان.

○ بسیاری از کشورهای همسایه جزو شرکای تجاری بزرگ ایران هستند.

پتروشیمی

○ پتروشیمی، از جمله صنایعی است که ظرفیت رشد چشم‌گیری در بخش صادرات دارد.

○ ریسک قیمت و قراردادهای پتروشیمی.

○ افزایش مصرف گاز در شبکه

سراسری، باعث شده بسیاری

از پتروشیمی‌ها با کمبود

خوراک روبه‌رو شوند.



مسکن و طرح‌های زیربنایی

- یکی دیگر از ظرفیت‌های تولیدی کشور که می‌تواند موتور محرک رونق اقتصادی باشد، حوزه مسکن است.
- بخش ساخت‌وساز در کشور با ساخت بیش از ۸۰۰ هزار واحد مسکونی در سال، در ۱۰ سال گذشته عمدتاً بیش از ارقام برنامه‌ریزی شده تولید کرده است.
- با این وجود، تا پایان سال ۱۳۹۱ بیش از ۱/۱ میلیون کسری واحد مسکونی در کشور وجود داشته است.
- سالانه حدود ۸۰۰ هزار خانوار جدید به متقاضیان مسکن افزوده می‌شوند. به‌علاوه، هر سال حدود ۱٪ املاک موجود، یعنی بیش از ۲۰۰ هزار واحد مسکونی نیز تخریب می‌شود که مجموع نیاز جاری مسکن را به بیش از ۱ میلیون واحد در سال می‌رساند.
- برای رفع نیازهای ضروری، ایجاد ظرفیت جابه‌جایی و جلوگیری از رویکرد سفته‌بازانه به مسکن، باید موجودی مسکن بالاتر از تقاضای آن باشد.

مسکن و طرح‌های زیربنایی



○ بنابراین، در بخش مسکن هم قدرت عرضه بسیار بالاست و هم تقاضای بالقوه وجود دارد.

○ تحرک بازار مسکن در گرو ایجاد بازار مالی کارآمد مسکن است. دولت ترکیبی از سیاست مالی و زمین را برای این منظور در برنامه دارد.

○ در بخش مالی، توسعه بازار تسهیلات رهنی از طریق پرداخت یارانه، به سیاست محوری دولت بدل خواهد شد.

مسکن و طرح‌های زیربنایی

○ در کنار توسعه بازار اولیه تسهیلات رهنی، تشکیل و تقویت بازار ثانویه رهن (MBS) نیز در دستور کار دولت قرار گرفته است.

○ برای اقشاری که توان پس‌انداز ندارند؛ دولت در کنار شهرداری‌ها و بنیادهای خیریه، سیاست مسکن اجتماعی و پرداخت یارانه برای اجاره‌بهای مسکن اقشار آسیب‌پذیر را دنبال می‌کند.



مسکن و طرح‌های زیربنایی

○ در بسیاری از حوزه‌های زیربنایی دیگر نیز تقاضای بالقوه و دانش فنی مکفی در کشور وجود دارد. از جمله: بخش جاده‌ای، تولید و توزیع برق، بخش ریلی و صنایع سبک.

○ توسعه این بخش‌ها عمدتاً به دلیل تصمیمات یا رفتارهای ناصحیح دولت به تعویق افتاده است: نظام قیمت‌ها و کنترل‌های گسترده، عدم پرداخت به‌موقع، مطالبات بدون بهره، عدم اصلاح دائمی رژیم ارزی و ...



ضرورت استقرار رژیم ارزی کارآمد

- اعمال سیاست‌های یادشده مستلزم استقرار رژیم ارزی کارآمد است.
- با توجه به در اختیار بودن بخش اعظم عرضه ارز در اختیار دولت، تعریف بازار رقابتی دشوار است.
- تعریف دقیق‌تری از نظام ارزی مدیریت شده باید ارائه شود.
- بازار غیررسمی ارز باید بازار آزاد تلقی شود.
- در شرایط تحریم فعلی، نزدیک کردن دوقیمت بازار و دولتی ارز ضرورت دارد.



نقش بازار سرمایه در شرایط فعلی

○ برای حفظ نقدینگی در بازار سرمایه و جلوگیری از مالی شدن اقتصاد (financialization)، باید جلوی بازده نامعقول بازارهای سفته‌بازی (از جمله مسکن، طلا و ارز) گرفته شود.

○ در بلندمدت بازار ثانویه ظرفیت نگهداشت حجم نقدینگی را ندارد. به علاوه، منافع حاصل از بازار ثانویه به بخش واقعی اقتصاد و تولید منتقل نمی‌شود. بنابراین، باید راه‌کارهایی برای تقویت بازار اولیه اتخاذ شود.



راه کارهای تقویت بازار اولیه



- خصوصی سازی شرکت های دولتی باقی مانده که در حدود ۵۰ میلیارد دلار ارزش دارد.
- واگذاری سهام مزاد ۵۱٪ توسط هلدینگ ها.
- تشویق بخش خصوصی واقعی برای انتشار اوراق بهادار عمومی.
- تأمین مالی پروژه ها به کمک ابزارهای مالی جدید مثل صندوق زمین و ساختمان.
- انتشار اوراق بهادار برای تأمین مالی سرمایه در گردش شرکت ها (اوراق بهره برداری).
- آزادسازی نرخ های بهره و تعیین نرخ بهره واقعی برای اوراق با درآمد ثابت (fixed income).
- انتشار اوراق به صورت ترکیبی از نرخ قطعی و علی الحساب.

اقدامات انجام شده در بازار اولیه



- بازار سرمایه اخیراً برای اولین بار به انتشار اسناد خزانه اسلامی اقدام کرده است.
- این اسناد بدون کوپن هستند و نرخ سود آنها با تنزیل قیمت در بازار تعیین می شود.
- اگر دولت از این پس به جای فروش اوراق مشارکت، بدهی های خود را فقط از طریق اسناد خزانه اسلامی منتشر کند، بازار می تواند نرخ این اسناد را به عنوان نرخ بدون ریسک در نظر بگیرد.
- تعیین صحیح این نرخ از نظر فعالان بازارهای مالی بسیار حائز اهمیت است.

نقش بازار پول در شرایط فعلی

○ در حوزه‌هایی که ظرفیت تولید بالقوه در کشور وجود دارد، اعطای تسهیلات می‌تواند طرف تقاضا را تحریک و رونق را افزایش دهد.

○ مثلاً، تقویت بازار لیزینگ می‌تواند برخی از صنایع مادر مثل خودروسازی را از رکود حاکم بر آنها نجات دهد.



نقش بازار پول در شرایط فعلی



- سیستم بانکی کشور در سال جاری مجموعاً رقمی در حدود ۴۰ هزار میلیارد تومان تسهیلات پرداخته است.
- این تسهیلات برای تأمین سرمایه در گردش صنایع مستقر کشور کافی نیست.
- سیستم بانکی کشور می‌تواند ضمن تشکیل سندیکاهایی از بانکها، پروژه‌های بزرگ را تأمین مالی کند.
- به علاوه، مشارکت بازارهای پول و سرمایه در قالب تأمین مالی ساختاریافته (Structured Finance) نیز می‌تواند راه‌کار دیگری برای تأمین مالی پروژه‌ها باشد.

با تشکر از توجه شما

