دیدگاه

تهدید بازارهای مالی در پساتحریم در صورت عدم مدیریت

مسعود راهی
مدیرعامل کروه ثروت‌آفرینان آراد

شاخص بورس اوراق بهادار تهران از اواخر دی سال ۱۳۹۲ به‌تدریج شروع به افت کرد، به گونه‌ای که تاکنون با حدود ۳۰ درصد کاهش، ارزش بازار به حدود ۳۱۶ هزار میلیارد تومان رسیده است. این به آن معناست که در ۲۲ ماه، بیش از ۱۴۰ هزار میلیارد تومان از ارزش بازار سرمایه کاسته شده است که این حجم از کاهش تقریبا معادل ۵۲ درصد بودجه عمومی کشور در سال ۹۴ است.

شاخص بورس اوراق بهادار که به عنوان دماسنج عملکردی اقتصاد خرد و کلان کشورها عمل می‌کند، نشان داد حال رخش واقعی اقتصاد خوب نیست و سیاست‌های اقتصادی دوره‌های قبل آمن منفی خود را در شاخص‌ها نمایش داده است. اقتصاددانان همگی معتقد بودند اقتصاد کشور دچار رکود تورمی شده است که یکی از بدترین بیماری‌های اقتصادی است و مقابله با آن بسیار دشوار است؛ زیرا اگر راه‌حل‌ها برای مقابله با رکود تدوین شود، آن‌گاه می‌تواند اثر فزاینده تورمی داشته باشد و برعکس اگر بر حل تورم متمرکز شود، می‌تواند رکود را عمیق‌تر کند. بنابراین دولت بهترین راه‌حل ترکیبی برای حل همزمان مشکل تورم و رکود و برقراری انضباط مالی را انتخاب کرد. با توجه به سیاست‌های دربیش‌گرفته شده، دولت در سال ۹۳ به‌خوبی توانست شدت رشد تورم را مهار کند و در مقابل اقتصاد کشور را وارد مدار رشد کند. اما ناگهان قیمت نفت سر ناسازگاری گذاشت و به‌تدریج حدود ۵۰ درصد افت کرد و دولت‌مردان را با چالش جدید کسری تأمین منابع درآمدی مواجه کرد. حال باید با توجه به تغییرات محیطی به‌وجودآمده، سیاست‌های اقتصادی قبلی تعدیل شود و از ابزارهای جدیدی برای جلوگیری از رکود کسب‌وکارها و ادامه مسیر رشد استفاده شود. برهمین‌اساس، تیم اقتصادی دولت تدبیر و امید از مرداد سال جاری اقدام به تهیه بسته اقتصادی جدیدی کرد تا ضمن تعدیل برنامه‌های قبلی، بتواند افراد حرکتی اقتصاد را تغییر دهند و مجدداً به مدار رشد برگردانند؛ بنابراین در اواخر مهر سال ۹۴ جزئیات بسته خروج از رکود و راهکار بهبود شرایط اقتصادی کسب‌وکارها از سوی دولتمردان تبیین و در اختیار رسانه‌ها قرار گرفت. به عقیده آنان علت اصلی مشکلات اقتصادی این روزهای بنگاه‌ها، کاهش تقاضا برای محصولات و خدمات آنها و کمبود منابع مالی است. به همین دلیل سیاست‌های بورس‌رفت از این چالش‌ها بر دو محور تحریک تقاضا و تأمین مالی در پنج زیربخش طراحی شده است.

تحریک تقاضا به وسیله دولت، سیاست‌های تسهیل پولی، سیاست‌های اعتباری تحریک تقاضا، سیاست‌های تأمین مالی بانک‌ها و سیاست‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از زیربخش‌های اصلی برنامه خروج از رکود است که هریک از آنها با یک نقده و تاخر زمانی امکان پیاده‌سازی و اجرا دارد.

سیاست‌های تسهیل پولی از مهم‌ترین و سریع‌ترین اقدامات انجام‌شدنی در چارچوب بسته مذکور، کاهش نسبت سپرده قانونی بانک‌ها نزد بانک مرکزی از ۱۳درصد به ۸درصد است که می‌تواند منابع مالی دروخوتجویی در اختیار بانک‌ها قرار دهد تا آنها بتوانند از آن طریق به سایر سیاست‌های موجود در بسته، مانند حمایت از بنگاه‌های کوچک و متوسط، اعطای تسهیلات خرید کالای مصرفی ایرانی، تخفیف در توسعه تسهیلات بانکی خرید کالا و راه‌اندازی ابزار خرید دین برای تأمین مالی بنگاه‌ها و سایر موارد عمل بپوشانند.

با توجه به حجم بسیرده قانونی نزد بانک مرکزی، با کاهش بسه‌درصدی این نسبت، حدود ۳۰ هزار میلیارد تومان از منابع بانک‌ها آزاد خواهد شد که با عنایت به ضریب فزاینده پولی که حاصل عکس درصد سپرده قانونی است، قدرت نقدینگی حدود ۳۰۰ هزار میلیارد تومان در اقتصاد کشور ایجاد خواهد شد که با کشور به ابعاد بودجه عمومی حدود ۳۲۷هزارمیلیارد تومانی در مقابلی است تأثیر مثبتی در رفع موانع خروج از رکود داشته باشد. اما باید دقت کرد در صورت ایجادنشدن تعدل حمایتی از عرضه‌وقناعت‌های اقتصادی، حجت شده اقتصادی سطح عمومی قیمت‌ها جهیم بود که به نوعی سیاست کنترلی تورم را با چالش مواجه می‌کند.

این روزها سؤال فعالان بازار این است که اجرای شن‌ـون سیاست‌های فوق به اتری را تا پایان سال بر وضعیت بورس کشور داشته؟ از آنجا که ابلاغ هر نوع سیاست پولی و مالی کلان اقتصادی از سوی دولت نیازمند طراحی مقررات و دستورالعمل‌های مربوطه در بانک مرکزی و وزارتخانه‌های مرتبط است و این، مستلزم صرف زمان حداقل یک تا دو ماه خواهد بود؛ بنابراین انتظار نمی‌رود بخش اعظمی از منابع مذکور تا پایان سال اجرای در اقتصاد کشور جذب شود؛ پس، از نظر نگارنده تا بهمن ماه از اعطایی در کلان بخش وقفای اقتصاد رخ نخواهد داد و می‌توان انتظار داشت شاخص بورس در مسافت ۶۳ و ۶۶ هزار حفظ شود. اما اثر واقعی سیاست‌های فوق و همراه‌شدن آن با رفع محدودیت‌ها در دوران پساتحریم، اثرات ملموس و مثبتی بر فضای کسب‌وکار کشور خواهد داشت و از آنجا که بورس ارزندگی و قیمت‌گذاری اوراق بهادار در بازاسیاس جریانات نقدی آتی تعیین می‌کند، انتظار می‌رود شاخص از اوایل اسفند شروع به رشد کند. اما اینکه این رشد تا چه زمانی ادامه پیدا خواهد کرد، پیش‌بینی‌پذیر نیست و بستگی به شرایط اقتصادی و سیاست‌های پساتحریم دولت و برخی المان‌های اقتصادی در سطح بنگاه‌ها دارد که در ادامه تبیین می‌شود.

این نکته حزاز اهمیت است که در دوران پساتحریم و پس‌ازهمه‌ا با سیاست‌های بهبود در کلان اقتصاد کشور، بنگاه‌های اقتصادی باید با بهبود کیفیت، افزایش بهره‌وری، توجه به بازاریابی بین‌المللی، افزایش صادرات، اصلاح ساختارهای سنتی مالی، مدیریت نقدینگی، مدیریت ریسک، چابک‌سازی سازمان، پایبندی به سیاست‌های اعتدال مقاومتی، کمتر از رویکردهای سنتی بهره‌برداری نوین مالی و بازرگانی و به طور کلی لکه انقلاب مدیریتی در حوزه صنعت، بازرگانی و کشاورزی بپردازند، زیرا در غیر این‌صورت با وجود کشایش‌های انجام‌شده، به دلیل رقابت‌ناپذیری بنگاه‌های کشور در سطح بین‌الملل و محدودکردن حوزه بازار داخلی، دچار افول در بخش واقعی اقتصاد خواهد افتاد و بدتبع آن اثرات مخرب این‌بار با قدرت فزاینده‌ای اقتصاد و بازارهای مالی کشور را تهدید خواهد کرد.

تهدید بازارهای مالی در پساتحریم در صورت عدم مدیریت

مسعود راهی
مدیرعامل گروه ثروت‌آفرینان آراد

شکوفه حبیب‌زاده؛ زمان زیادی از انتشار نامه چهار وزیر اقتصاد، صنعت، کار و دفاع به رئیس‌جمهور نمی‌گذرد. این نامه به وضوح اهمیت بازار سرمایه را به‌عنوان نمایشگر اقتصاد ایران نشان داد. بازاری که روزهایی اوج شاخص کل را به خود دیده و تبدیل به امیدی برای سرمایه‌گذاری برای خریداران خرد شده بود، اما حالا آن‌قدر گرفتار رکود شده که حتی چهار وزیر از وضعیت سهام زیرمجموعه‌های خود در بازار سرمایه ابراز نگرانی کرده‌اند. با اینکه بسته جدید دولت برای رونق‌بخشی به اقتصاد توجه ویژه‌ای را - البته نه در قیامی با بانک‌ها و صنعت خودرو- به بازار سرمایه معطوف داشته، اما به گفته کارشناسان نمی‌توان دیگر امیدی به بازده صددرصدی بورس داشت. زیرا بازدهی‌های انفجاری تجلی‌گر تصمیم‌های انفجاری است که در دوران نه چندان دور اقتصاد ایران را تحت تأثیر خود قرار داد و به تعبیری به زیر کشید. چنانکه در سال‌های ۹۰ و ۹۱، رشد بازار سرمایه به واسطه افزایش قیمت دلار و افزایش نرخ بهره بانکی به سوی بالا حرکت کرد و این اتفاق باعث شد نرخ تسعیر دلار از هزار تومان یکباره به بیش از سه هزار تومان برسد و در واقع افزایش درآمد، حاصل از افزایش تولید نبود. برای بررسی وضعیت بازار سرمایه و چگونگی خروج از رکود آن میزفردی با حضور روح‌اله حسینی‌مقدم، مدیر نظارت بر شرکت‌های بورسی تهران، علیرضا سبری و علی سیدخروشاهی؛ دو تحلیلگر بازارهای مالی داشتیم. به عقیده این کارشناسان در سال‌های اخیر، بازار پولی با همان بانک‌ها به علت ریسک پایین سرمایه‌گذاری، نقدینگی موجود درهمه بازارها اعم از بازار سرمایه، اروز و طلا و مسکن را به کام خود کشیدند؛ بنابراین بر این عقیده‌اند که در شرایط کنونی برای بهبود وضعیت بازار سرمایه، کاهش نرخ سود بانکی ضروری است.

★ از آنجا که بازار سرمایه تصویری از وضعیت اقتصادی کشور را به نمایش می‌گذارد، در ابتدا این پرسش را مطرح می‌کنم که چرا اقتصاد ایران گرفتار رکود شد؟

خروشاهی: دولت یازدهم وقتی سر کار آمد با چند چالش مهم اقتصادی مواجه بود که یکی از مهم‌ترین‌ها آنها تورم لجام‌گسیخته بود. دولت برای اینکه بتواند هر تصمیم اقتصادی دیگری را شروع کند هیچ چاره‌ای نداشت جز اینکه تورم را اینجا تا حد قابل قبولی پایین بیاورد. حتی الان هم که دولت از تورم ۳۴.۳درصدی به عنوان عملکرد درخشان خود یاد می‌کند، این تورم همچنان در سطح جهانی رقم بالایی است. از یک طرف شبکه بانکی مریض به‌دحال داشتیم؛ از طرف دیگر کسری بودجه زیاد، بیکاری و مشکلات بنگاه‌های اقتصادی و... بنابراین دولت به دستی با کنترل تورم اصلاحات اقتصادی را آغاز کرد و چاره‌ای نداشت جز اینکه با سیاست‌های انقباضی این کار را انجام دهد؛ سیاست انقباضی پولی و مالی. مهم‌ترین انقباض حاصل از این سیاست، این بود که تورم از حدود زیادی کنترل شد. اما از طرف دیگر رکودی که آرام‌آرام سایه‌اش را روی اقتصاد انداخته بود خیلی بزرگ شد. اگر به دو سال اخیر نگاه کنیم رشد بودجه دولت همواره به‌عنوان سیاست مالی و سیاست‌های بانک مرکزی به‌عنوان سیاست پولی، همیشه از تورم کمتر بوده. یعنی دولت سیاست انقباضی را در هر دو مقوله پیاده کرده و این مسئله منشایی برای رکود شده. البته فراموش نکنید قبل از دولت یازدهم رکود شروع شده بود، یعنی رشد اقتصاد منفی ۶.۸درصد در سال ۹۱ نشان می‌داد رکود قبل از انتقال دولت شروع شده و این‌طور نبود که مربوط به این دولت باشد. به هر ترتیب این رکود دنباله‌دار شد.**

★ آیا دولت مستقیما در ایجاد رکود در بازار نقش داشته است؟

سبری: کشور ما بیشتر تأثیرپذیر از سیاست‌های پولی است تا اقتصادی؛ چون پایه کشورمان بر اساس نفت بوده و این‌طور نبود که مربوط به این دولت باشد. ما سالی ۶۰ درصد از سال ۹۱ نشان می‌داد رکود قبل از انتقال دولت شروع شده و این‌طور نبود که مربوط به این دولت باشد. به هر ترتیب این رکود دنباله‌دار شد.

★ آیا دولت مستقیما در ایجاد رکود در بازار نقش داشته است؟

سبری: کشور ما بیشتر تأثیرپذیر از سیاست‌های پولی است تا اقتصادی؛ چون پایه کشورمان بر اساس نفت بوده و این‌طور نبود که مربوط به این دولت باشد. ما سالی ۶۰ درصد از سال ۹۱ نشان می‌داد رکود قبل از انتقال دولت شروع شده و این‌طور نبود که مربوط به این دولت باشد. به هر ترتیب این رکود دنباله‌دار شد.

★ با توجه به حجم بسیرده قانونی نزد بانک مرکزی، با کاهش سه‌درصدی این نسبت، حدود ۳۰ هزار میلیارد تومان از منابع بانک‌ها آزاد خواهد شد که با عنایت به ضریب فزاینده پولی که حاصل عکس درصد سپرده قانونی است، قدرت نقدینگی حدود ۳۰۰ هزار میلیارد تومان در اقتصاد کشور ایجاد خواهد شد که با کشور به ابعاد بودجه عمومی حدود ۳۲۷هزارمیلیارد تومانی در مقابلی است تأثیر مثبتی در رفع موانع خروج از رکود داشته باشد. اما باید دقت کرد در صورت ایجادنشدن تعدل حمایتی از عرضه‌وقناعت‌های اقتصادی، حجت شده اقتصادی سطح عمومی قیمت‌ها جهیم بود که به نوعی سیاست کنترلی تورم را با چالش مواجه می‌کند.

این روزها سؤال فعالان بازار این است که اجرای شن‌ـون سیاست‌های فوق به اتری را تا پایان سال بر وضعیت بورس کشور داشته؟ از آنجا که ابلاغ هر نوع سیاست پولی و مالی کلان اقتصادی از سوی دولت نیازمند طراحی مقررات و دستورالعمل‌های مربوطه در بانک مرکزی و وزارتخانه‌های مرتبط است و این، مستلزم صرف زمان حداقل یک تا دو ماه خواهد بود؛ بنابراین انتظار نمی‌رود بخش اعظمی از منابع مذکور تا پایان سال اجرای در اقتصاد کشور جذب شود؛ پس، از نظر نگارنده تا بهمن ماه از اعطایی در کلان بخش وقفای اقتصاد رخ نخواهد داد و می‌توان انتظار داشت شاخص بورس در مسافت ۶۳ و ۶۶ هزار حفظ شود. اما اثر واقعی سیاست‌های فوق و همراه‌شدن آن با رفع محدودیت‌ها در دوران پساتحریم، اثرات ملموس و مثبتی بر فضای کسب‌وکار کشور خواهد داشت و از آنجا که بورس ارزندگی و قیمت‌گذاری اوراق بهادار در بازاسیاس جریانات نقدی آتی تعیین می‌کند، انتظار می‌رود شاخص از اوایل اسفند شروع به رشد کند. اما اینکه این رشد تا چه زمانی ادامه پیدا خواهد کرد، پیش‌بینی‌پذیر نیست و بستگی به شرایط اقتصادی و سیاست‌های پساتحریم دولت و برخی المان‌های اقتصادی در سطح بنگاه‌ها دارد که در ادامه تبیین می‌شود.

این نکته حزاز اهمیت است که در دوران پساتحریم و پس‌ازهمه‌ا با سیاست‌های بهبود در کلان اقتصاد کشور، بنگاه‌های اقتصادی باید با بهبود کیفیت، افزایش بهره‌وری، توجه به بازاریابی بین‌المللی، افزایش صادرات، اصلاح ساختارهای سنتی مالی، مدیریت نقدینگی، مدیریت ریسک، چابک‌سازی سازمان، پایبندی به سیاست‌های اعتدال مقاومتی، کمتر از رویکردهای سنتی بهره‌برداری نوین مالی و بازرگانی و به طور کلی لکه انقلاب مدیریتی در حوزه صنعت، بازرگانی و کشاورزی بپردازند، زیرا در غیر این‌صورت با وجود کشایش‌های انجام‌شده، به دلیل رقابت‌ناپذیری بنگاه‌های کشور در سطح بین‌الملل و محدودکردن حوزه بازار داخلی، دچار افول در بخش واقعی اقتصاد خواهد افتاد و بدتبع آن اثرات مخرب این‌بار با قدرت فزاینده‌ای اقتصاد و بازارهای مالی کشور را تهدید خواهد کرد.

عکس: امیرحسین شرفی

وضعیت رکودی بازار سرمایه با حضور حسینی مقدم، سبری و خسروشاهی بررسی شد

رشد انفجاری بورس با افزایش نرخ دلار

کنترل بیشتر تورم به مذاق تولیدکننده خوش نمی‌آید

سبری: بانک‌ها تسهیلاتی نمی‌دادند. چون نداشتند که بدهند و این امر به رکود دامن می‌زد. در واقع رکود به واسطه کاهش نرخ تورم به نوعی نقدینگی را حبیسا می‌کند. هرچه تورم کاهش پیدا می‌کند، پول ارزش بیشتری می‌یابد. وقتی شما تورم را بالا ببرید، برای خرید کالا به پول بیشتری نیاز دارید؛ یعنی دولت به واسطه کنترل تورم توانست پول را از بخش‌های دیگر بگیرد و همه بازارها را راکد کند و بعد هم این پول را به سمت سیستم بانکی سوق داد. از این طریق، دولت سعی کرد اقتصادهای سنتی گذشته را از طریق سیستم بانکی حل کند؛ یعنی اولین اقدام دولت برای رفع مشکلات اقتصادی گذشته، از سیستم بانکی آغاز شد.

★ با هنوز هم با تورم دورقمی مواجهیم. چرا دولت صبر کرد این مشکل حل شود و بعد به منظور رفع رکود حرکت کند؟

حسینی‌مقدم: اقتصاد ما دولتی است و وابسته به درآمدهای نفتی. وابستگی اقتصاد به درآمدهای نفتی باعث می‌شود بخش‌های قابل تجارت مثل صنعت و کشاورزی تضعیف شوند و در مقابل بخش خدمات، مسکن و بازرگانی خیلی سریع تقویت شوند. ما دولت‌هایی داشتیم که هیچ‌گاه از منابع خود به درستی استفاده نکردند و همیشه بدهکار بودند؛ هم به نظام بانکی و هم به بخش خصوصی که در کشور ما در مقابل ساختار دولتی بزرگ، وزن خاصی نداشت و از سال ۱۳۸۴ به بعد بود که آرام‌آرام شرکت‌های بزرگ دولتی طبق اصل ۴۴ واگذار شدند و بخش خصوصی هم وارد کرد شده و به زمین اقتصادی وارد شد. در سال‌های اخیر نیز اقتصاد ایران رکودی شد. برای دولت تصمیم سختی بود که از تورم شروع کند یا از رکود؛ اما در نهایت دولت بهترین راه را انتخاب کرد؛ ولی اگر به سمت رکود می‌رفت، تعجب می‌کردیم؛ چون نگاه دولت همیشه کوتاه‌مدت است. به‌همین‌دلیل به سمت تورم می‌رود. زیرا فهم ساده‌تری دارند. ضمن اینکه درآمدهای زیادی در تورم وجود دارد، اما رکود چنین نسخه‌ای ندارد. چون نظرات متفاوت و متنوعی درباره برطرف‌کردن رکود بین نظریه‌پردازان اقتصادی وجود دارد. بعضی از آنها منشأ رکود را بخش عرضه می‌دانند. برخی اعتقاد دارند مشکل در تقاضاست. بعضی می‌گویند رکود را می‌توان با سیاست‌های اقتصاد کلان حل کرد و بعضی می‌گویند باید سیاست‌های جیبه خرد را مدنظر قرار داد. در نتیجه راهی که دولت رفت تنها راه برای کنترل تورم بود. حال دولت به جایی رسیده است که باید به سمت رکود برود و شاید کنترل بیشتر تورم، حتی به مذاق تولیدکننده هم خوش نیاید؛ در نتیجه گروهی که می‌توانند به دولت کمک کنند از شرایط رکودی فاصله بگیرد. دیگر دولت را همراهی نمی‌کند. ضمن اینکه دولت دیگر تمایلی ندارد اندازه خود را در اقتصاد بزرگ‌تر کند و با توجه به اسناد بالادستی باید به سطوح آماده کرد که بنگاه‌ها در این اقتصاد حضور داشته باشند.

★ هدف‌گذاری دولت بر برخی بنگاه‌های اقتصادی خاص در بسته سیاستی رونق‌بخشی به اقتصاد را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

خروشاهی: در بسته سیاست صندوق‌ها به نظرم دولت دو هدف را در پیش گرفته. یکی تحریک طرف تقاضا و یکی خروج از تنگنای اعتباری. ابزارهایی هم که برای این دو هدف در نظر گرفته، سه ابزار است: سیاست پولی، سیاست مالی و سیاست اعتباری. سیاست پولی بررنگ‌تر است. در سیاست پولی اگر کاهش نرخ ذخیره قانونی از ۲۱درصد به ۱۰درصد به صورت شناور آغاز کرده و از نظر کمک به شبکه بانکی برای کاهش نرخ بین‌بانکی را در نظر گرفته که کاهش این نرخ به نظرم نتیجه کاهش نرخ ذخیره قانونی خواهد بود. این دو سیاست پولی موردتأکید دولت است. در سیاست مالی هم دولت، دو برنامه را در نظر گرفته است. یکی اقتصاد مخارج دولت که بنا به سخنان رئیس‌جمهور و سخنگوی دولت مقرر شده هفت‌هزار و ۵۰۰ میلیارد تومان بودجه عمرانی در شش ماه دوم سال به اقتصاد تزریق شود. بخش دیگری از افزایش مخارج دولتی از سرمایه‌گذاری خارجی است که به نظرم در شش ماه دوم سال به اقتصاد تزریق شود. بخش دیگری از افزایش مخارج دولتی هستهای حل نمی‌شد و تنگناهای جهانی برای واردکردن پول و درآمدها رفع نمی‌شد. حتی تا برجام به نتیجه برسد و تحریم‌ها برداشته شود، نیاز به زمان داریم. دوم ایجاد بازار بدهی با انتشار اوراق خزانه اسلامی و صکوک است که از سوی دولت در پیش گرفته شده و انتشار شش هزار میلیارد تومان اوراق. مدنظر دولت قرار گرفته است که انتشار هزار میلیارد تومان از آن از طریق بازار سرمایه انجام خواهد شد که بیمه‌کارها با دریافت این اوراق خواهند می‌توانند ضمن وصول طلب خود از دولت، بدهی خود را شبکه بانکی را تسویه کنند. بانک‌ها هم می‌توانند آن را به بانک مرکزی بدهند و به جای سپرده‌شان تودیع کنند. درنهایت ابزار سوم، سیاست اعتباری است که دو برفصل کلی در این قسمت می‌بینیم. یکی بحث واام‌های خودرو تا سقف ۲۵۰ میلیون ریال حداکثر مطلب‌ها با نرخ ۱۶ درصد است که بانک مرکزی هم از آن با نرخ ۱۲ درصد تنزیل مجدد می‌کند که برای تحریک طرف تقاضاست. حقیقی ارائه اثرات عجایبی از سقف ۱۰۰ میلیون ریال تا ۲۰۰ درصد است که بیشتر کارمندان دولت در آن مدنظر قرار گرفته‌اند.

★ نظر شما درباره این بسته چیست؟

سبری: به عقیده من تا حداقل یک سال آینده سیاست مالی تأثیرگذار در طرف تقاضا از سوی دولت ارائه نخواهد شد. چون دولت مشکلات بزرگی مانند یارانه‌ها، هزینه‌های درمان و هزینه‌های بیمه‌های را پیش‌رو دارد. یعنی یک دولت قوی‌القاعده بخواهد داریم. از سوی دیگر همین هزینه‌ها یک مسئله دیگر را هم دامنه‌دار شده که با نفت ۲۰ دلاری روبرو شده نمی‌شود و دولت آن‌طور که گرد و درآمدهای نفت را طوری مدیریت کند که یارانه‌ها و تعهدات حقوق بازنشستگی و درمان را پوشش دهد هم خیلی خوب است. در واقع عملا دولت، این امکان و پتانسیل را که دولت قبل داشت در اختیار ندارد. یعنی از محل مازاد منابع مخارج را در نفت. دیگر نمی‌تواند موردتأکید را با وابط افزایش مخارج با هزینه‌های مصرفی رشد دهد. عملا دولت باید سیاست‌های پولی در پیش بگیرد که با حفظ نرخ تورم بتواند موتورهای اقتصادی را از طریق بخش خصوصی و سرمایه‌گذار خارجی تحریک کند. استباط من این است که دولت در پیش گرفته است تنها راه برای کنترل تورم بود. حال دولت به جایی رسیده است که باید به سمت رکود برود و شاید کنترل بیشتر تورم، حتی به مذاق تولیدکننده هم خوش نیاید؛ در نتیجه گروهی که می‌توانند به دولت کمک کنند از شرایط رکودی فاصله بگیرد. دیگر دولت را همراهی نمی‌کند. ضمن اینکه دولت دیگر تمایلی ندارد اندازه خود را در اقتصاد بزرگ‌تر کند و با توجه به اسناد بالادستی باید به سطوری آماده کرد که بنگاه‌ها در این اقتصاد حضور داشته باشند.

★ بایدها و نبایدهای اقتصاد کلان در بسته سیاستی رونق‌بخشی به اقتصاد را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

خروشاهی: در بسته سیاست صندوق‌ها به نظرم دولت دو هدف را در پیش گرفته. یکی تحریک طرف تقاضا و یکی خروج از تنگنای اعتباری. ابزارهایی هم که برای این دو هدف در نظر گرفته، سه ابزار است: سیاست پولی، سیاست مالی و سیاست اعتباری. سیاست پولی بررنگ‌تر است. در سیاست پولی اگر کاهش نرخ ذخیره قانونی از ۲۱درصد به ۱۰درصد به صورت شناور آغاز کرده و از نظر کمک به شبکه بانکی برای کاهش نرخ بین‌بانکی را در نظر گرفته که کاهش این نرخ به نظرم نتیجه کاهش نرخ ذخیره قانونی خواهد بود. این دو سیاست پولی موردتأکید دولت است. در سیاست مالی هم دولت، دو برنامه را در نظر گرفته است. یکی اقتصاد مخارج دولت که بنا به سخنان رئیس‌جمهور و سخنگوی دولت مقرر شده هفت‌هزار و ۵۰۰ میلیارد تومان بودجه عمرانی در شش ماه دوم سال به اقتصاد تزریق شود. بخش دیگری از افزایش مخارج دولتی از سرمایه‌گذاری خارجی است که به نظرم در شش ماه دوم سال به اقتصاد تزریق شود. بخش دیگری از افزایش مخارج دولتی هستهای حل نمی‌شد و تنگناهای جهانی برای واردکردن پول و درآمدها رفع نمی‌شد. حتی تا برجام به نتیجه برسد و تحریم‌ها برداشته شود، نیاز به زمان داریم. دوم ایجاد بازار بدهی با انتشار اوراق خزانه اسلامی و صکوک است که از سوی دولت در پیش گرفته شده و انتشار شش هزار میلیارد تومان اوراق. مدنظر دولت قرار گرفته است که انتشار هزار میلیارد تومان از آن از طریق بازار سرمایه انجام خواهد شد که بیمه‌کارها با دریافت این اوراق خواهند می‌توانند ضمن وصول طلب خود از دولت، بدهی خود را شبکه بانکی را تسویه کنند. بانک‌ها هم می‌توانند آن را به بانک مرکزی بدهند و به جای سپرده‌شان تودیع کنند. درنهایت ابزار سوم، سیاست اعتباری است که دو برفصل کلی در این قسمت می‌بینیم. یکی بحث واام‌های خودرو تا سقف ۲۵۰ میلیون ریال حداکثر مطلب‌ها با نرخ ۱۶ درصد است که بانک مرکزی هم از آن با نرخ ۱۲ درصد تنزیل مجدد می‌کند که برای تحریک طرف تقاضاست. حقیقی ارائه اثرات عجایبی از سقف ۱۰۰ میلیون ریال تا ۲۰۰ درصد است که بیشتر کارمندان دولت در آن مدنظر قرار گرفته‌اند.

★ نظر شما درباره این بسته چیست؟

سبری: به عقیده من تا حداقل یک سال آینده سیاست مالی تأثیرگذار در طرف تقاضا از سوی دولت ارائه نخواهد شد. چون دولت مشکلات بزرگی مانند یارانه‌ها، هزینه‌های درمان و هزینه‌های بیمه‌های را پیش‌رو دارد. یعنی یک دولت قوی‌القاعده بخواهد داریم. از سوی دیگر همین هزینه‌ها یک مسئله دیگر را هم دامنه‌دار شده که با نفت ۲۰ دلاری روبرو شده نمی‌شود و دولت آن‌طور که گرد و درآمدهای نفت را طوری مدیریت کند که یارانه‌ها و تعهدات حقوق بازنشستگی و درمان را پوشش دهد هم خیلی خوب است. در واقع عملا دولت، این امکان و پتانسیل را که دولت قبل داشت در اختیار ندارد. یعنی از محل مازاد منابع مخارج را در نفت. دیگر نمی‌تواند موردتأکید را با وابط افزایش مخارج با هزینه‌های مصرفی رشد دهد. عملا دولت باید سیاست‌های پولی در پیش بگیرد که با حفظ نرخ تورم بتواند موتورهای اقتصادی را از طریق بخش خصوصی و سرمایه‌گذار خارجی تحریک کند. استباط من این است که دولت در پیش گرفته است تنها راه برای کنترل تورم بود. حال دولت به جایی رسیده است که باید به سمت رکود برود و شاید کنترل بیشتر تورم، حتی به مذاق تولیدکننده هم خوش نیاید؛ در نتیجه گروهی که می‌توانند به دولت کمک کنند از شرایط رکودی فاصله بگیرد. دیگر دولت را همراهی نمی‌کند. ضمن اینکه دولت دیگر تمایلی ندارد اندازه خود را در اقتصاد بزرگ‌تر کند و با توجه به اسناد بالادستی باید به سطوری آماده کرد که بنگاه‌ها در این اقتصاد حضور داشته باشند.

★ آیا سیاست دیگری جز سازمان فای در اقتصاد برکود بازار سرمایه تأثیر داشته است؟

خروشاهی: آماری از شش ماهه اول امسال می‌دهم. در شش ماه اول امسال بازدهی خالص بورس منفی دو درصد بوده است. بازار طلا را اگر با سکه تمام‌بهار بسنجیم، تقریبا پنج درصد کاهش داشته‌ایم. در بازار ارز اگر با دلار بسنجیم چهار درصد بازدهی مثبت داشته‌ایم. یعنی از اهم اگر با میانگین یک متوسط رجوع داحد مسکونی بسنجیم، حدود هشت درصد بازدهی منفی و در سپرده بانکی ۱۰ درصد بازدهی مثبت داشته‌ایم. در واقع تمام بازارهای ما دارای رکود و بازده واقعی منفی بوده‌اند و فقط بازار بانکی بدون تحمیل رکود، بازده مثبت داشته است. تورم شش‌ماهه اول هم ۳.۵ تا نیم درصد بوده. یعنی تنها بازاری که بازده واقعی مثبت داشته، بازار بانکی بوده است. یکی از مهم‌ترین دلایل رکود بازار سرمایه این است که سرمایه‌گذار عقلایی مقایسه می‌کند بین سرمایه‌ام را در بورس ببرم و با ریسک بالا بازدهی منفی داشته باشم؟ ریسک نمی‌کنم و بازدهی بدون ریسک در بانک می‌گیرم. در واقع تناسب ریسک و بازده که اصول اولیه سرمایه‌گذاری است، به‌هم خورده است. عموم صندوق‌ها در سرمایه‌گذاری در بورس چون نرخ بازده بدون ریسک در سرمایه‌گذاری مانند نسبت قیمت به درآمد (P/E) نقش کلیدی ایفا می‌کند. در بازارهای دنیا نسبت P/E در ۲۰ مرتبه است. حتی در بازارهای درحال‌توسعه مثل هاری، ترکیه و امارات این میزان حدود ۱۵ مرتبه است. در بازار ما نسبت قیمت به درآمد حدود ۵.۵ مرتبه است. حتی در اوج بورس در سال ۹۲ این نسبت به ۱۰ مرتبه هم نرسید. این هم علت دارد. اگر عکس این فرمول را در نظر بگیریم نسبت بازده به ریسک را بسازیم سنجیده می‌شود؛ بنابراین به نظرم یکی از علل جدی رکود بازار سرمایه، نرخ بازده بازار پولی بوده که بازاری بدون ریسک محسوب می‌شود و سرمایه‌گذار بازار سرمایه آن را همواره با نسبت قیمت به درآمد مقایسه می‌کند.

★ بانک‌ها نقدینگی تمامی بازارها را به سمت خود بردند
★ افزایش پایه مالیاتی به خاطر سود بانک‌ها
★ تا پایان سال شاهد شاخص ۱۰۰هزار واحدی خواهیم بود
★ توسعه‌بافتگی با حاشیه سود تا ۱۰درصد ممکن است به بیشتر
★ باید بازدهی صددرصد از فرامولش کنیم
★ درآیند مدیریت بنگاه‌ها سخت خواهد شد

دیگر این صندوق‌ها یک‌سری بدهی‌هایی داشتند و جاری‌های جزء عرضه بازار نداشتند، یعنی اصلا برای جایی مثل تأمین اجتماعی قیمت سهام مالک نبود فقط می‌خواست بفروشد که تعهدات مستمری‌بگیران را تأمین دهد. یک بُرش کوچک هم بازار بورس بود و از طرف دیگر رشد اقتصادی که منافر از رونق اقتصادی باشد. اتفاق نیفتاد و رشد رخ داده و فقط بازار بانکی از تورم و اقتصاد رکود دارد. رکود تورمی هم به این معضل بیشتر دامن زد که نمود آن را در کاهش سود سهم (EPS) واقعی مثبت داشتیم. بازار بانکی بوده است. یکی از مهم‌ترین دلایل رکود بازار سرمایه این است که سرمایه‌گذار عقلایی مقایسه می‌کند بین سرمایه‌ام را در بورس ببرم و با ریسک بالا بازدهی منفی داشته باشم؟ ریسک نمی‌کنم و بازدهی بدون ریسک در بانک می‌گیرم. در واقع تناسب ریسک و بازده که اصول اولیه سرمایه‌گذاری است، به‌هم خورده است. عموم صندوق‌ها در سرمایه‌گذاری در بورس چون نرخ بازده بدون ریسک در سرمایه‌گذاری مانند نسبت قیمت به درآمد (P/E) نقش کلیدی ایفا می‌کند. در بازارهای دنیا نسبت P/E در ۲۰ مرتبه است. حتی در بازارهای درحال‌توسعه مثل هاری، ترکیه و امارات این میزان حدود ۱۵ مرتبه است. در بازار ما نسبت قیمت به درآمد حدود ۵.۵ مرتبه است. حتی در اوج بورس در سال ۹۲ این نسبت به ۱۰ مرتبه هم نرسید. این هم علت دارد. اگر عکس این فرمول را در نظر بگیریم نسبت بازده به ریسک را بسازیم سنجیده می‌شود؛ بنابراین به نظرم یکی از علل جدی رکود بازار سرمایه، نرخ بازده بازار پولی بوده که بازاری بدون ریسک محسوب می‌شود و سرمایه‌گذار بازار سرمایه آن را همواره با نسبت قیمت به درآمد مقایسه می‌کند.

★ حقوق‌ها در رکود بازار سرمایه چه نقشی داشتند؟

سبری: اگر بخواهیم نگاهی به رشد شاخص و حجم معاملات داشته باشیم، سه سال پیش بازار با حجمی کمتر از سنوات بعد خود رشد پیدا کرد تا جایی که در سال ۹۱ بازار با حجم خیلی بالایی رشد کرد و حتی معاملات روزانه به بیش از ۵۰۰ میلیارد تومان هم می‌رسید. اما در بررسی این مسئله که این حجم معاملات مربوط به کدام بخش از بازار سرمایه بود، قطعا پاسخ حقوق‌ها هستند. بازار زمانی رشد کرد که حقوق‌ها رشد بالیات داشته باشیم. حتما باید به سمت اقتصاد حرکت برویم. اگر همانا مرتاز از حقوقی ها شامل صندوق‌های بازنشستگی، تأمین اجتماعی و به نوعی بانک‌ها باشد و عملا پول از بدن