



انجمن مدیران صنایع

از مجموعه گزارشهای کوتاه

مروری بر عملکرد سرمایه‌گذاری در ایران

از منظر متغیرهای پولی

واحد پژوهش      اردیبهشت ۱۴۰۳      شماره ۲۰۷



## «مروری بر عملکرد سرمایه گذاری در ایران از منظر متغیرهای پولی»

سرمایه گذاری از مهمترین متغیرهای کلان اقتصادی محسوب می شود و متاثر و در ارتباط با سایر متغیرهای پولی و مالی، سیاسی و ساختاری قرار دارد، با توجه به اهمیت سرمایه گذاری در مباحث اقتصاد کلان و نقش آن در رشد و توسعه اقتصادی کشور اقدامات متعددی با هدف تامین مابقی پروژه ها، انتقال تکنولوژی و ... انجام شد که از جمله آن می توان به تخصیص اعتبارات خاص، اعطای یارانه، اعطای معافیت های مالیاتی، اجرای طرح ها و پروژه های مهم سرمایه گذاری، تصویب قانون تشویق و حمایت از سرمایه گذاری خارجی، تصویب قانون سیاست های کلی اصل ۴۴ اشاره نمود

انتظار می رفت جذب سرمایه گذار داخلی و خارجی روند رو به رشدی بخود بگیرد اما بدلیل مسایل و چالشهای متعدد همچون مقررات بازدارنده، بالا بودن زتبه زیسک کشور در فعالیت های تولیدی، حاکمیت اقتصاد دولتی، ناکافی بودن بسترها و زیرساخت های فیزیکی، بوروکراسی زائد اداری، وجود ذهنیت های منفی یه اوضاع اقتصادی و امنیتی کشور، نامطلوب بودن فضای کسب و کار، تحریم های اقتصادی، مسایل و مشکلات جهانی و ناکارآمدی سیستم بانکی این انتظارات محقق نشد. در این گزارش تلاش شده از دریچه بخش پولی مالی، بخش واقعی و سرمایه گذاری مورد بررسی قرار گیرد.

آنچه که در این گزارش تحلیلی از اهمیت بالایی برخوردار است توجه به این مهم است که بعد از بحران مالی بزرگ سال ۲۰۰۸ در آمریکا مشخص شد واسطه گران مالی و بانک ها نقش مهمی در اجرای سیاست پولی دارند. سیاست پولی بطور سنتی بدون در نظر گرفتن نقش این واسطه گران و بانک ها تنظیم می شد اما اکنون وضع



فرق کرده است (مایکل ویکنز<sup>۱</sup> فصل ۱۵). نکته دوم این که بین کشورها، بخش ها و بازارها مرتبا یکپارچگی افزایش یافته و هر تغییری در یکی می تواند اثر سرریزی بر دیگر بخش ها داشته باشد و کل سیستم اقتصادی را متلاطم کند. اگر چه کشور ما یکپارچگی چندانی با اقتصاد جهانی ندارد اما اتفاقا می توان گفت همین جدا ماندگی، بخش های مالی و اقتصادی را بشدت بیشتری با یکدیگر در پیوند قرار داده و هر نوسانی در یکی، می تواند اثر مهمی بر مابقی اقتصاد و بخش ها و بازارها داشته باشد.

## **تحلیل آماری متغیرهای کلان اقتصادی با تاکید بر سرمایه گذاری در بخش واقعی (داده های بانک مرکزی تا سال ۱۴۰۰)**

در حال حاضر اقتصاد ایران در وضعیت بسیار نامساعدی قرار دارد. تورم بالا و رکود اقتصادی راه را برای یک بحران جدی مالی اقتصادی گشوده و هر آن احتمال می رود این پدیده ناخوشایند رخ دهد. در این بین بخش بانکی، بخشی که به راحتی می تواند بحران مالی را به بخش واقعی اقتصاد منتقل کند در وضعیت نامساعدی قرار دارد و فشار دولت برای وام گیری از آن زیاد است. تورم تازنده اقتصاد ایران را تهدید می کند (در سال ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ بانک مرکزی نرخ تورم را به ترتیب ۴۷/۱ و ۴۶/۲ درصد اعلام کرده است) و حجم نقدینگی به سرعت در حال افزایش است. استقراض دولت از سیستم بانکی در سال ۱۴۰۰ افزایش شدیدی داشته (تنها استقراض از بانک

<sup>۱</sup>-Wickens, Michael (۲۰۱۱) *Macroeconomic Theory, a dynamic stochastic general equilibrium approach*, Princeton University Press. ch.۱۵



مرکزی به ۱/۷۸۶/۶۰۰، وام های جاری دولت از ۹۰۰۰ میلیارد ریال در سال ۱۳۹۹ به ۱۳/۲۰۰ میلیارد ریال در سال ۱۴۰۰ رسیده است. در بخش واقعی اقتصاد شاخص موجودی سرمایه بخش صنعت در سه سال ۱۳۹۸، ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ به طور مرتب کاهش یافته و موجودی سرمایه کل کشور نیز می رود تا مسیر نزولی در پیش گیرد. حجم نقدینگی در سال ۱۴۰۰ به ۴۸/۳۲۴/۴۰۰ میلیارد ریال افزایش یافته و تولید ناخالص داخلی دچار نوسان است و مقدار آن از ۲/۳ تریلیون ریال در سال ۱۳۹۶ به ۲/۲۵ تریلیون ریال در سال ۱۴۰۰ کاهش یافته است. هزینه های مصرفی دولت که جزیی از تقاضای کل است دچار نوسان شدید است و مقدار آن از ۲۱۸/۱۲۸ میلیارد ریال در سال ۱۳۹۸ به رقم ۱۹۹/۰۸۸ میلیارد ریال کاهش یافته و هنوز در سال ۱۴۰۰ نتوانسته به رقم سال ۱۳۹۸ برسد. میزان سرمایه گذاری در اقتصاد بشدت کاهش یافته و اقتصاد می رود تا به شرایط ابر تورم (hyperinflation) و رشد منفی و سقوط کامل نزدیک شود.

کاهش سرمایه گذاری کل در اقتصاد، دومین نشانه رکود عمیق و سنگینی خواهد بود که در پیش است.

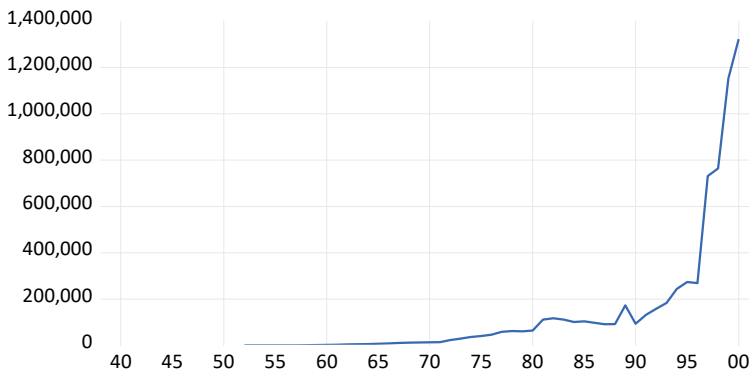
ناگفته نماند در این میان نقش بانک ها و واسطه گران مالی از اهمیت بالایی برخوردار است. ترازنامه آن ها سرشار از وام های معوق، مشکوک الوصول و سررسید گذشته است که ریسک زیادی را متوجه نظام بانکی و کل اقتصاد نموده، هر چند در نظریه اقتصاد کلان سنتی نقشی برای بانک ها و واسطه گران مالی در نظر گرفته نمی شد اما حالا در قلب نظریه اقتصاد کلان قرار گرفته اند و همه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸ به اهمیت نقش آن ها و نجات سیستم بانکی برای جلوگیری از یک بحران بزرگ دیگر تاکید دارند.



نخستین شاخص قابل توجه در این حوزه **بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی**

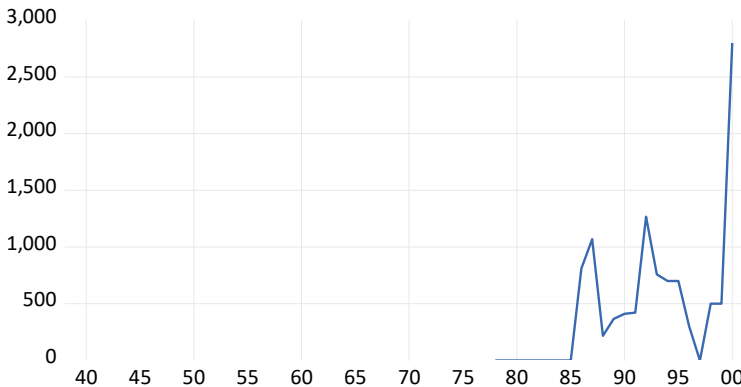
است که در سال ۱۴۰۰ شدت افزایش یافته است نمودار (۱-۲). همچنین بدهی

**سیستم بانکی به بانک مرکزی** نیز افزایش یافته است.



نمودار (۱-۲) - بدهی دولت به بانک مرکزی

که هردوی این‌ها (متغیرهای مذکور) در پایه پولی وارد می‌شود و سبب افزایش زیاد حجم نقدینگی می‌گردد ( بدهی شرکت های دولتی به بانک مرکزی نیز افزایش زیادی داشته). به علاوه بدهی مشکوک الوصول دولت به سیستم بانکی نیز تا سال ۱۴۰۰ با روند صعودی افزایش یافت. البته بانک مرکزی مطالبات معوق سیستم بانکی از دولت را برای سال های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ صفر اعلام کرده است ، یعنی دولت مطالبات معوق را تسویه کرده است .



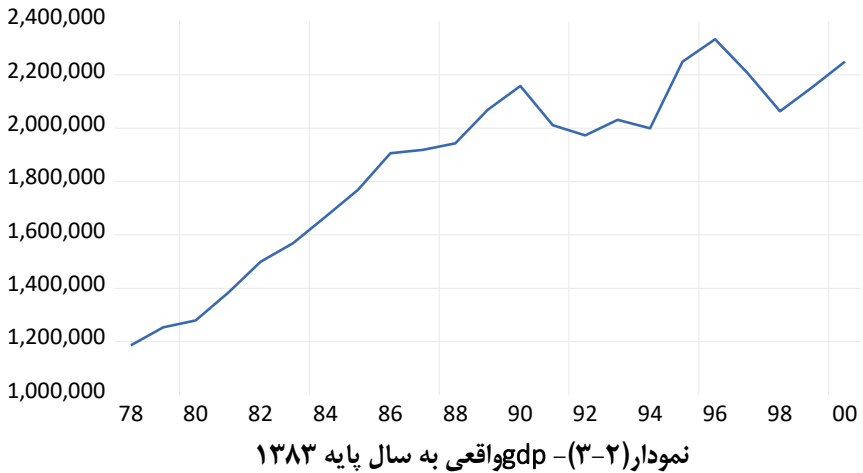
### نمودار (۲-۲) - بدهی های مشکوک الوصول بخش دولتی به سیستم بانکی

همچنین بدهی های مشکوک الوصول، و سررسید گذشته بخش دولتی به سیستم بانکی افزایش زیادی داشته که همه این موارد بانک ها را در معرض ریسک شدید قرار داده و در صورت شوک پولی همه آن ها از پا در خواهند آمد. شواهد حاکی از آن است به طور کلی بدهی بخش غیر دولتی به سیستم بانکی نیز با سرعت زیادی افزایش یافته است .

افزایش بدهی های مشکوک الوصول دولت به بانک ها در سال ۱۴۰۰ به بالاترین میزان و افزایش بدهی جاری دولت در سال ۱۳۹۶ از ۸۰۰ میلیارد ریال به ۱۳۲۰۰ میلیارد ریال در سال ۱۴۰۰. نشان از چنگ انداختن دولت به منابع بانکی دارد، در این میان بانک مرکزی نرخ بهره و نرخ سود تسهیلات یک ساله را همچنان در سطح ۱۶ درصد در سال ۱۴۰۰ نگه داشته ، که باز هم ریسک های بانکی را افزایش داده، با توجه به تورم بالا، گویا دولت می خواهد با ایجاد تورم ارزش این بدهی ها را کم کرده و سیستم بانکی را نجات دهد ،



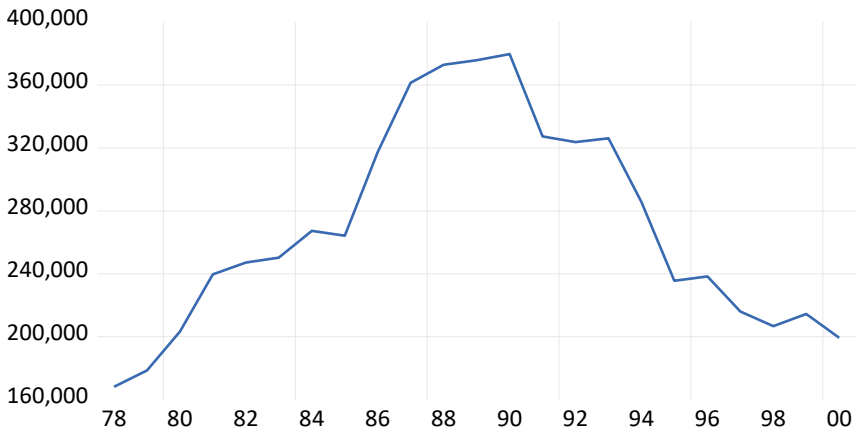
در چنین وضعیتی بخش واقعی اقتصاد شرایط وخیم تری را سپری می کند است .  
نخست به نمودار تولید ناخالص داخلی (gdp) توجه کنید از سال ۱۳۹۵ به بعد کاهش  
نشان می دهد و هنوز در سال ۱۴۰۰ به رقم سال ۱۳۹۵ نرسیده است.



این شرایط وخیم قابلیت درک بیشتری دارد ، اگر به نمودار های سرمایه گذاری کل  
توجه کنید که کاهش شدیدی نشان می دهد.

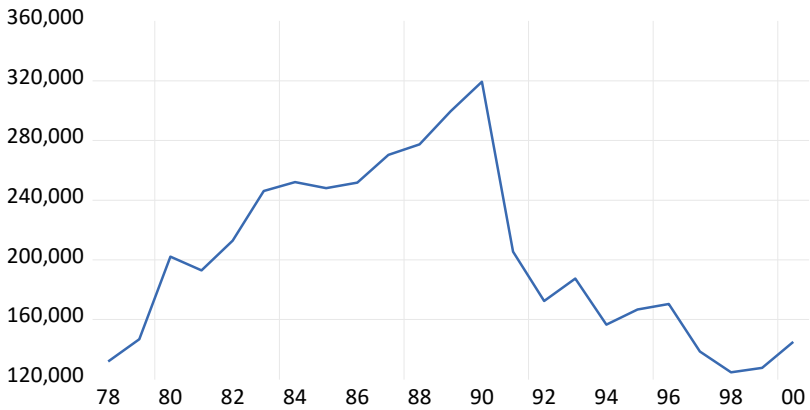


انجمن مدیران صنایع



نمودار (۲-۴) سرمایه گذاری بر اساس سال پایه ۱۳۸۳

سرمایه گذاری در ماشین آلات بسیار بدتر شده و از سال ۱۳۹۰ به بعد بشدت کاهش یافته است.



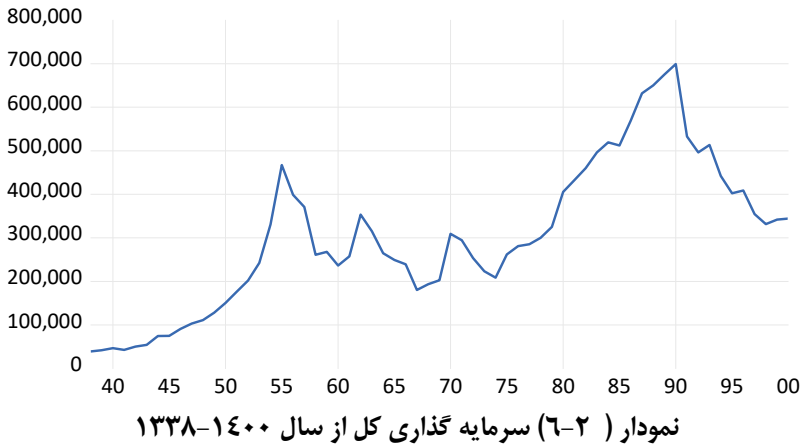
نمودار (۲-۵) سرمایه گذاری در ماشین آلات



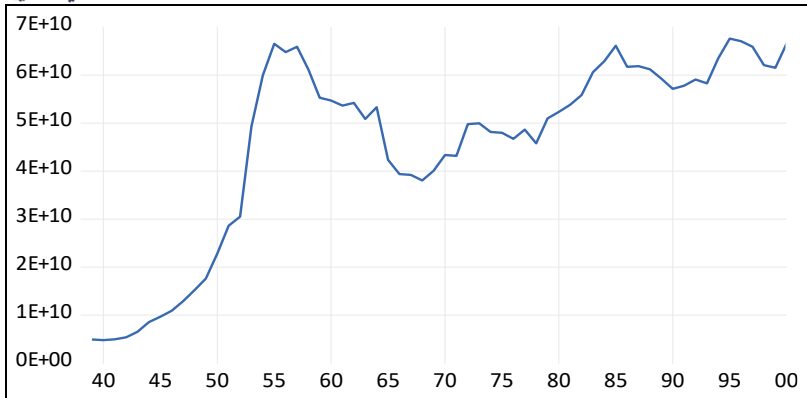


نمودارهای بالا نشان می دهد بخش صنعت که این همه برای رشد اقتصادی بر روی آن حساب می کنند در فشار شدید قرار دارد.

اگر این آمارها را در چشم انداز تاریخی ۱۴۰۰-۱۳۳۸ در نظر بگیرید. سرمایه گذاری چنان سقوط کرده که در سال ۱۴۰۰ حتی از رقم سال ۱۳۵۲ نیز پایین تر است.



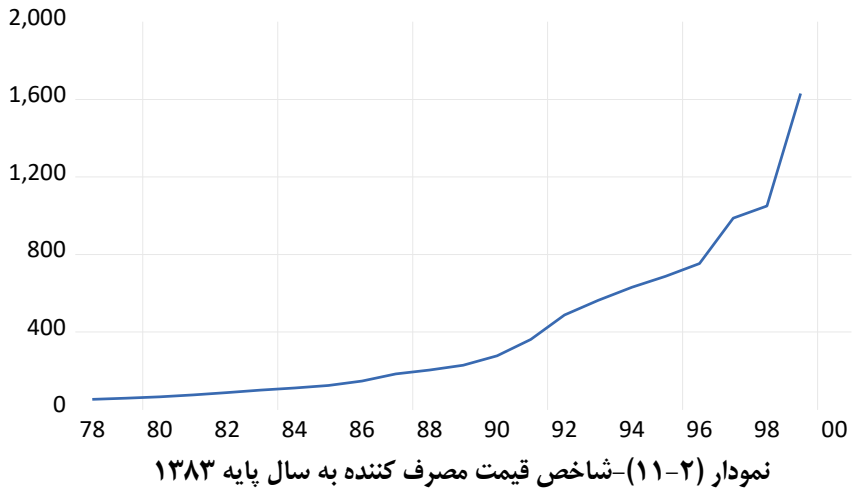
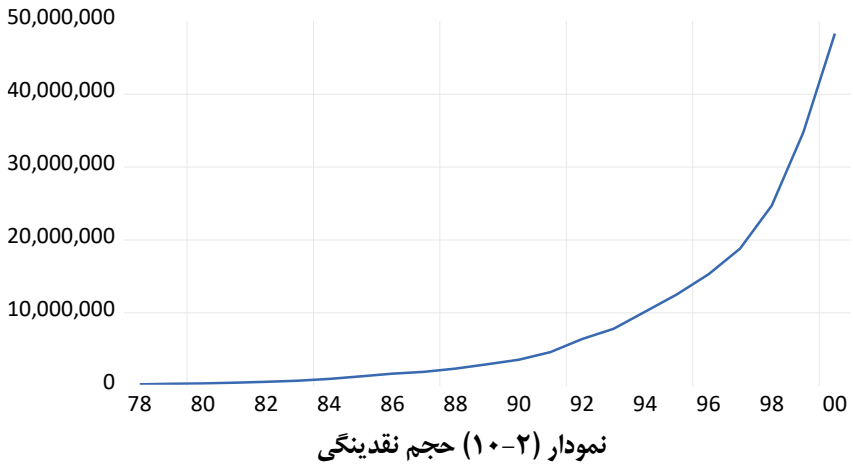
وقتی اقتصادی بخواهد وارد رکود شود اولین متغیری که کاهش می یابد سرمایه گذاری است . یعنی یک جز مهم تقاضای کل . دومین جزء هزینه های مصرفی دولتی است که وضعیت بسیار بدتری را نشان می دهد. این متغیر از سال ۱۳۸۵ سقوط کاملی داشته که تا سال ۱۳۹۱ ادامه دارد. یعنی در اوج درآمدهای نفتی و نفت بشکه ای ۱۴۰ دلار دولت دومین جز تقاضای کل را نیز کاهش داده که ضربه بسیار جدی تری به اقتصاد است . این متغیر از سال ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ دچار نوسان است و دولت نتوانسته آن را تثبیت کند.



نمودار (۲-۷) هزینه‌های مصرفی دولتی واقعی ۱۳۳۸-۱۴۰۰

تصویر باز هم بدتر خواهد شد اگر همین متغیر را در بعد تاریخی آن نگاه کنید که نشان می‌دهد میزان مصرف دولتی در سال ۱۴۰۰ حتی از سال ۱۳۵۲ نیز پایین‌تر است.

دو متغیر مهم موجودی سرمایه کل کشور و موجودی سرمایه بخش صنعت، دومی در سه سال آخر کاهش داشته و اولی هم می‌رود که کاهش یابد. در کنار موارد مذکور، دو متغیر از بخش پولی اقتصاد، حجم نقدینگی و دیگری شاخص قیمت مصرف‌کننده. هر دو با شیب بسیار تندی افزایش یافتند. که حاکی از نا معلوم بودن سرنوشت درآمد‌های ارزی است.



مجموع وام های بانکی معوق و مشکوک الوصول و سررسید گذشته توام با نقدینگی فزاینده تورم شدیدی به دنبال خواهد داشت مگر آن که اقدام سریعی صورت گیرد. از



نمودارها مشخص است که همه چیز بعد از سال های ۱۳۸۴-۸۵ رو به افول گذاشته است

با مشاهده نمودارهای فعلی از مسیر حرکت متغیرهای مهم اقتصاد کلان در یافتیم اقتصاد در وضعیت بحرانی قرار دارد و باید به سرعت اقدام کرد. حجم نقدینگی در اقتصاد بطور افسار گسیخته در حال افزایش است و استقراض دولت از بانک مرکزی نیز با نرخ رشد تندی به بالا می‌رود. اقتصاد در حال رکود تورمی شدید است این وضعیت اثرات نامطاب خود را بر سایر بخش های واقعی اقتصاد بالاخص سرمایه گذاری خواهد گذاشت از این رو ضرورت دارد سیاستگذاران راهکارهای مناسبی را بخش پولی و مالی بالاخص کنترل حجم نقدینگی اتخاذ نمایند تا بستری مناسب برای رشد بخش واقعی اقتصاد و افزایش سرمایه گذاری صورت گیرد.