

سرمایه‌گذاری برای آیندگان

چقدر دور چقدر نزدیک؟

صندوق توسعه ملی

و بحران بدهی‌های بزرگ

صفحه ۲



«تعادل» روند معاملات بازار سهام را بررسی می‌کند

پارادوکس رونق در بورس

تابلوی تالار شیشه‌ای معاملات در اولین روز کار ی هفته توانست با یکر کور دشکنی قابل توجه همراه شود و شرایط بسیار خوبی برای سرمایه‌گذاران رقم بزند. بازار سهام در اولین روز کار ی هفته توانست مثبت‌های خوبی را در کارنامه خود به ثبت برساند، اما این موضوع در حالی رخ می‌دهد

که ارزش معاملات بازار سهام در مقایسه با رشد شاخص و دیگر مولفه‌های بازار همچنان پایین است. پایین بودن ارزش معاملات در شرایط فعلی را نمی‌توان لزوماً به عنوان نشانه‌ای از ضعف بازار دانست. بررسی وضعیت معاملات نشان می‌دهد عامل اصلی این موضوع، قفل بودن تعداد قابل

توجهی از نمادها در صف‌های خرید است. در چنین فضایی، وقتی بخش مهمی از سهامداران تمایلی به فروش سهام خود ندارند و نمادها با بازار تقاضا مواجه‌اند، طبیعی است که همه تقاضای شکل گرفته در بازار به معامله واقعی تبدیل نشود. به بیان ساده‌تر، بخشی از نقدینگی موجود پشت‌صف‌های خرید

باقی می‌ماند و امکان جابه‌جایی پیدانی‌کند؛ مساله‌ای که به کاهش ظاهری ارزش معاملات منجر می‌شود. همچنین، رابطه با بحث تفاهنامه پاکستان، تفاهنامه‌ای که امضا عقب‌نشینی خریداران یا سستی جریان نقدینگی باشد، نشان‌دهنده کمبود عرضه.

صفحه ۴ | **ایخوانید**

۱۵۵ هزار خودرو در چهار ماه فروخته شد

افت ۳۴ درصدی فروش خودرو سازان

فروش خودرو سازان در چهار ماه نخست سال ۱۴۰۵ نسبت به مدت مشابه سال گذشته ۳۴ درصد کاهش یافته و به ۱۵۵ هزار و ۳۵۹ دستگاه رسید. بررسی آمار فروش داخلی سه خودرو ساز بزرگ کشور در چهار ماه نخست سال ۱۴۰۵.

صفحه ۷ | **ایخوانید**

یادداشت - ۱

بازار اجاره بها در بن بست سیاست‌های موقت



بیت‌الله ستار یان

تولید و انباشت کسری...

افزایش بی‌سابقه و ۷۰ تا ۱۰۰ درصدی نرخ اجاره بها در پایتخت، نشان‌دهنده تعمیق بحران در بخش مسکن است. پدیده‌ای که مستقیماً از رشد سرسام‌آور قیمت مسکن، تورم نهادهای تولید و انباشت کسری...

ادامه در صفحه ۳



روایت پزشک‌یان از اقتصاد در محاصره تا مذاکره در روز خبرنگار

اکنون بهترین زمان برای توافق است

فرشته فیادرس |

«اقتصاد ایران در روایت تازه مسعود پزشک‌یان، در نقطه‌ای ایستاده که دیگر نمی‌توان مشکلات آن را تنها به یک عامل نسبت داد؛ از گرانی و بی‌ثباتی ارز و فشار بر معیشت خانوار ها گرفته تا محدودیت منابع، آسیب‌های جنگ، ناترازی انرژی و دشواری تامین هزینه‌های دولت». رئیس‌جمهور در نشست خبری خود با خبرنگاران، بدون پنهان کردن وضعیت نامطلوب قیمت‌ها صراحتاً اعلام کرد: «گرانی اصلاً قابل قبول نیست» و همزمان از اصلاح کالابرگ، کاهش هزینه‌های دولت، مدیریت بنزین و انرژی و ضرورت گفت‌ووی مستقیم با مردم درباره تصمیم‌های اقتصادی سخن گفت؛ اظهاراتی که می‌تواند نشانه ورود دولت به مرحله‌ای باشد که در آن، همزمان با حمایت از معیشت مردم، تصمیم‌های سخت برای مدیریت منابع و هزینه‌ها نیز روی میز قرار گرفته است. پزشک‌یان با اشاره به کاهش منابع ارزی و هزینه ۶ میلیارد دلاری واردات بنزین در سال گذشته، هشدار داد که در شرایط فعلی و به دلیل محدودیت منابع و اعمال محاصره، امکان واردات بنزین وجود ندارد. در همین حال پزشک‌یان تأکید کرد که عبور از این شرایط اقتصادی و فشارهای ناشی از جنگ و تحریم، نیازمند مدیریت منابع، توسعه مسیرهای تجاری و در عین حال تلاش برای دستیابی به یک راه‌حل سیاسی است. او توافق را در شرایط کنونی فرصتی برای پیگیری حقوق ایران و کاهش فشارهای موجود دانست و گفت: «اکنون بهترین زمان برای توافق است»

است و از سوی دیگر برای اجرای سیاست‌های حمایتی، با محدودیت منابع روبه‌رو است. بنابراین مساله تنها تعیین میزان حمایت نیست، بلکه تامین منابع پایدار برای ادامه آن نیز به همان اندازه اهمیت دارد.

بنزین؛ هشدار درباره روزهای سخت منابع شاید یکی از مهم‌ترین بخش‌های اقتصادی نشست خبری، اظهارات رئیس‌جمهور درباره بنزین و مدیریت حامل‌های انرژی بود؛ موضوعی که همواره از حساس‌ترین مسائل اقتصادی و اجتماعی کشور محسوب می‌شود. پزشک‌یان درباره نگرانی مردم نسبت به آینده قیمت بنزین، مستقیماً بر ضرورت مدیریت منابع و مصارف تأکید کرد و گفت: اگر روند موجود ادامه پیدا کند و کشور نتواند به اندازه کافی یا مربوط به یک تصمیم اقتصادی مشخص نیست، بلکه موضوعی است که به‌طور مستمر در جلسات دولت دنبال می‌شود. او گفت: جلسهای در دولت وجود ندارد که در آن درباره معیشت مردم و تورم با مدیران اقتصادی صحبت نشود. این موضع نشان می‌دهد که دولت، دست‌کم در سطح اعلام مواضع، کنترل فشار اقتصادی بر خانوار ها را در زمره اولویت‌های اصلی خود قرار داده است.

یکی از راهکارهایی که پزشک‌یان برای حمایت از معیشت مطرح کرد، اصلاح نرخ کالابرگ بود. رئیس‌جمهور گفت: دولت نرخ کالابرگ را اصلاح خواهد کرد اما همزمان در حال یافتن منابع پایدار برای تامین آن است. این بخش از سخنان او یک مساله مهم سیاست‌گذاری اقتصادی را نیز آشکار می‌کند: دولت از یک سو فشار معیشتی خانوار ها مواجه

امضا شده متضمن هیچ‌گونه واگذاری یا عدول از منابع و مواضع جمهوری اسلامی ایران نبوده است، اظهار کرد: در رابطه با بحث تفاهنامه پاکستان، تفاهنامه‌ای که امضا شد، من باها گفتیم و الان هم می‌گوییم هیچ‌بندی در آن پیدانی‌کنید که ما در آنجا چیزی را واگذار کرده باشیم.

صفحه ۴ | **ایخوانید**

ظرفیت انتقال ریلی کالا از چین به ایران نیز از یک قطار در هفته به سه قطار در روز افزایش یافته است. او تأکید کرد: کشور در برابر فشار و محاصره متغفل نخواهد ماند و برای تداوم تجارت، تامین نیازهای کشور و افزایش تاب‌آوری اقتصادی، مسیرهای جایگزین را دنبال می‌کند.

گفت‌وگو با مردم برای تصمیم‌های سخت پزشک‌یان در بخش دیگری از سخنان‌ش به تحریم‌ها و مذاکرات اشاره کرد و گفت: هدف دولت این بوده است که با استفاده همزمان از دیپلماسی و توان دفاعی، سایه جنگ را کاهش دهد تا امکان حل مشکلات اقتصادی در شرایط امن‌تر فراهم شود. او همچنین درباره آثار تحریم فشار خارجی بر اقتصاد کشور گفت: نمی‌توان از یک سو انتظار داشت کشور در شرایط جنگی قرار داشته باشد و از سوی دیگر هیچ کمبود افزایش هزینه‌ای ایجاد نشود. از نگاه او، شرایط فعلی کشور مستقیماً بر منابع، تولید و هزینه‌ها اثر گذاشته است. یکی از نکات قابل توجه در سخنان اقتصادی پزشک‌یان، تأکید بر گفت‌وگو با مردم بود. رئیس‌جمهور گفت: اگر قرار باشد در باره واقعیت‌های اقتصادی و محدودیت منابع تصمیم گرفته شود، باید این واقعیت‌ها با مردم در میان گذاشته شود. او تأکید کرد: دولت خود را در جایگاه خدمت به مردم می‌بیند و معتقد است تصمیمات مهم اقتصادی باید با اطلاع‌رسانی و همراهی جامعه پیش برود. این رویکرد، به‌ویژه در موضوعاتی مانند بنزین، انرژی و کاهش هزینه‌ها، اهمیت بیشتری بیابانی‌کند.

ادامه در صفحه ۷

یادداشت - ۴

رشد تولید و کاهش تورم در این کشور نمی‌ماند. قند بعدی باید گسترش فرهنگ تولید، کار، فعالیت و کارآفرینی باشد. درصد بالایی از افراد در جامعه ما کار نمی‌کنند و ولی درآمد بالایی دارند. زنان، مردان و جوانان باید در تولید مشارکت کنند، در حالی که خدمت‌گذاری در نیروگاه‌های حرارتی افزایش یافته، اما صادرات مدرن و دانش‌بنیان باید در کشور مورد حمایت قرار گیرد. از تولید و صادرات آلوده‌کننده با آلاینده‌ها نیز باید اجتناب کرد. دولت خود را در جایگاه خدمت به مردم می‌بیند و به‌ریمز شود. سیستم بانکی باید در خدمت تولید باشد، نه خدمت دلالی. دلالی که در خدمت توسعه تولید باشد خوب است، اما دلالی که در خدمت سوداگری باشد، خوب نیست. نظام بانکی باید از تولید حمایت شفاف و هدفمند انجام دهد. تولید و صادرات غیر آلاینده، دانش‌بنیان و پایدار باید توسط سیستم بانکی حمایت شود. صادرات بخشی از تولید را باید با وام‌توانیم مقداری محصول صادر کنیم، اما قابل قبول نیست. به‌طور مثال نیروگاه‌های حرارتی را با آلاینده‌ای که تولید می‌کند، باید به‌طور کلی کسلی کرد. تولید، به‌ویژه در حوزه‌های مرتبط با انرژی و کاهش هزینه‌ها، اهمیت بیشتری بیابانی‌کند.

یادداشت - ۲

یادداشت - ۲

چرا افزایش نرخ‌ها به کاهش درآمد دولت می‌انجامد؟ در حالی که افزایش فشار مالیاتی به عنوان راهکاری برای جبران بودجه‌در دستور کار قرار گرفته، تحلیل‌های اقتصادی نشان می‌دهد که نظام مالیاتی کشور در حال حاضر در نقطه معکوس منحنی «قرف» قرار دارد. (منحنی لافر بیانگر یک ارتباط نظری بین نرخ مالیات و درآمد مالیات دولت است). پژوهش‌ها تأکید می‌کنند که عبور از نرخ پهنه ۸.۴۸ درصدی، نه تنها به رشد درآمد دولت منجر نمی‌شود، بلکه با خفه کردن انگیزه تولید و گسترش فرار مالیاتی، به مثابه گلبه خودی برای بودجه عمل می‌کند. این یادداشت با واکاوی یک شکاف عظیم ۴۱ درصدی در وصول مالیات و نابرابری در شکاف‌های گسترده، هشدار می‌دهد که تداوم مسیر فعلی، علاوه بر هدایت سرمایه‌ها به بازارهای زیرزمینی، بار سنگین «هالیات پنهان تورمی» را بر دوش اقشار آسیب‌پذیر تحمیل کرده است. اساساً این پرسشی که «آیا ممکن است دولت با افزایش نرخ مالیات، معمار پول‌کمتری در یافت‌کند؟» برای بسیاری از شهروندان و کسب‌وکارهای کوچک که تحت‌فشار فرایند قرار دارند، عجیب به نظر می‌رسد. در منطق عامیانه، نرخ بیشتر مساوی با درآمد بیشتر است، اما داده‌های اقتصادی واقعی متفاوت را روایت می‌کنند. مالیات‌ستانی در اقتصاد شباهت بسیاری به کوهنوردی دارد، در ابتدای مسیر، هر چه بالاتر می‌رویم، به درآمد دولت افزایش می‌یابد، اما پس از عبور از یک قله خاصی، اوضاع به کلی دگرگون می‌شود. مالیات‌های سنگین و خارج از توان، انگیزه کار و سرمایه‌گذاری را سرکوب کرده و نتیجه‌ای جز توقف تولید و رشد فرار مالیاتی به همراه ندارد. در ایران، محاسبات دقیق ریاضی، این نقطه طلایی یا «بستانه خاک» را ۸.۴۸ درصد تعیین کرده است. عبور از این لبه پدیده‌ها، نه تنها به کاهش درآمد دولت راد بر سرانشیبی سقوط قرار می‌دهد. مساله اصلی اینجا است که چرا با وجود ناآرامی‌های افزایش نرخ تامین بودجه، فشار بر مودیان همچنان در حال افزایش است؟ پاسخ در وجود یک شکاف میانگین ۴۱ درصدی میان مالیات «مستحق وصول» و «واقعاً وصول‌شده» نهفته است. این ناآرامی در یک‌سوم از تولیدات کشور، به‌ویژه در بخش‌های تولیدی، به جای چاراندیشی برای این شکاف ساختاری، بار تمام نارسایی‌ها را بر دوش مودیان شناسنامه‌دار و در دسترس نمی‌اندازد. این نابرابری با وجود معافیت‌های گسترده برای نیی از اقتصاد کشور، از جمله برخی مناطق آزاد تجاری و نهادهای خاص، تشدید می‌شود و وقتی نیی از ظرفیت‌های اقتصادی کشور از پرداخت مالیات معاف هستند، فشار اصلی بر گروه ۵۰ درصدی ملدنه‌سنگینی می‌کند. نتیجه این بی‌عدالتی، اثر مخرب دومینو است؛ زمانی که مالیات یک کسب‌وکار کوچک‌تر به‌رأساس سود واقعی، بلکه تنها بر مبنای حجم تراکنش‌های بانکی محاسبه می‌شود، آن واحد اقتصادی به سرعت بر خط سوددهی سقوط کرده و ناچار به تعطیلی می‌شود. این فرایند، سرمایه‌ها را از چرخه مولد تولید خارج کرده و بازارهای مخفی، دلار، طلا یا رمزارزها می‌راند، چرخه‌ای معیوب که در نهایت به گسترش رکود و تورم در کل کشور می‌انجامد. در این میان، دولت که با کسری بودجه همیشگی و کاهش درآمدهای نفتی در مالیات‌ستانی روی آورده است، قسراً گرفتار شیب نزولی معیشتی می‌شود و وقتی لافر باعث شده که هرگونه تلاش دست‌وپاشگستره برای جبران بودجه، اوضاع را وخیم‌تر کند، این بن‌بست به پدیده‌ای شوم به نام «توهم مالیاتی» منجر شده است.

ادامه در صفحه ۳

یادداشت - ۳

بورس بر سر دوراهی شناخته‌شده در بازارهای سرمایه محسوب می‌شود. نکته مهم آن است که واکنش بازار به ریسک همیشه متناسب با واقعیت اقتصادی آن رخداد نیست. در برخی مقاطع، بازار ممکن است به دلیل کمبود نقدشوندگی، رفتار هیجانی متغیر یا به‌وضعیتی برخورد کند که سودآوری شرکت‌ها، نرخ ارز، قیمت‌های جهانی، گزارش‌های مالی و چشم‌انداز صنایع بازمی‌گردد و بخشی دیگر از جنس ریسک‌های فراگیر، نااطمینانی و تغییرات ناگهانی در محیط اقتصادی است. در چنین فضایی، حتی زمانی که وضعیت بنیادی شرکت‌ها مطلوب ارزیابی می‌شود، یک شوک بیرونی می‌تواند مسیر کوتاه‌مدت قیمت‌ها و رفتار سرمایه‌گذاران را تغییر دهد. در شرایط کنونی، بخش مهمی از بازار از منظر بنیادی با نشانه‌هایی از بهبود ظرفیت رشد روبه‌رو است. گزارش‌های شاره‌های تولید، به‌ویژه در صنایع کالامحور، انرژی، پالایشی، پتروشیمی، فلزی و برخی شرکت‌های صادرات‌محور، تصویر قابل قبولی از عملکرد عملیاتی ارائه می‌کنند. اگر سودآوری شرکت‌ها با ثبات نسبی در دوره‌های بسیاری از شرکت‌ها، به‌ویژه در صنایع کالامحور، می‌تواند زمینه‌آدمه حرکت صعودی داشته باشد. با این حال، بازار سرمایه صرفاً به‌رأساس صورت‌های مالی معامله نمی‌شود؛ انتظار است، احساس نااطمینانی و ارزیابی‌های ناآرامی‌ها نیز در تعیین قیمت سهام نقش‌آفرینی‌کند. به‌طور طبیعی، افزایش سطح ریسک در هر بازاری می‌تواند فشار فروش ایجاد کند. این مساله فقط محدود به بورس ایران نیست. سرمایه‌گذاران در همه بازارهای مالی، هنگام افزایش نااطمینانی، بخشی از دارایی‌های پرریسک خود را کاهش می‌دهند یا با احتیاط بیشتری در معامله‌ها می‌شوند. تفاوت بازارها در میزان عمق، نقدشوندگی و ابزارهای پوشش ریسک است، اما اصل واکنش به ریسک، رفتاری

ادامه در صفحه ۷



بهنام ملکی

اینکه ما برای نمونه حدود ۹۰ درصد تورم داشته باشیم یا نزدیک به ۱۲۰ درصد تورم خوراکی‌ها، اینها آمارهای نامطلوبی است. ممکن است برای اقشاری از جامعه این اخبار بحران‌هایی شود، برخی افراد مثل احتکارگران کاسنی که در حساب بانکی‌شان پول هست

و برایشان مشکل خاصی پیش نمی‌آید. اما واقعیت این است که این نرخ‌ها برای کسانی که درآمدهای پایینی دارند و درآمدهایشان کفاف هزینه‌هایشان را نمی‌دهد، آمار وحشتناکی است. همه باید به نسبت به مساله تورم حساسیت داشته باشیم و با هر اقدام و عمل باعث نشویم که این درد و رنج برای جامعه سنگین‌تر شود. تورم مانند این است که انگشت بگناریم و چشم‌قفا را در برابر یور یک فرداگر حتی یک واحد کسری داشته باشیم، به قول معروف در زندگی خرجش از دخلش بیشتر شود، دچار خیلی از بحران‌هایی شود، برخی افراد مثل احتکارگران کاسنی که در حساب بانکی‌شان پول هست، به‌طور مثال نیروگاه‌های حرارتی را با آلاینده‌ای که تولید می‌کند، باید به‌طور کلی کسلی کرد. تولید، به‌ویژه در حوزه‌های مرتبط با انرژی و کاهش هزینه‌ها، اهمیت بیشتری بیابانی‌کند.

صفحه ۴ | **ایخوانید**