



ابرسی مهم ترین تاثیرات سیاست های پولی اخیر بر سرمایه گذاری بخش خصوصی

- نام پژوهش: بررسی مهم ترین تاثیرات سیاست های پولی اخیر بر سرمایه گذاری بخش خصوصی
- کدشناسایی: ۱۱۱۱۱۰۱۱۲۱۸ تهیه شده: واحد پژوهش و بررسی های اقتصادی
- انتشارات: اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی اصفهان
- تاریخ انتشار: اسفند ماه ۱۴۰۱
- صاحب امتیاز: اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی اصفهان
- تهیه کننده: دکتر میمنت ابراهیمی
- ناظر علمی: دکتر زهرا زمانی، دکتر مصطفی مبینی دهکردی



سرمایه گذاری
جزئی از تقاضای
کل و یکی از
عوامل تامین کننده
رشد اقتصادی
است. طبق
ارزیابی‌ها افزایش
سرمایه گذاری
موجب تقویت
رشد اقتصادی
کشورها می‌شود.
اثر افزایش
سرمایه گذاری در
اقتصادی که دارای
ظرفیت خالی است
تکاثری است.

● خلاصه مدیریتی

یکی از ارکان توسعه و رشد اقتصادی کشورها گسترش سرمایه‌گذاری به ویژه در بخش خصوصی است. در این گزارش به بررسی روند سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در دو بخش ساختمان و ماشین‌آلات در سال‌های (۱۳۹۰-۱۴۰۰) پرداخته شده است سپس تاثیر سیاست‌های پولی اخیر بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی مورد بحث و بررسی قرار گرفته است. آمارها نشان دهنده روند کاهشی رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص بخش خصوصی در دو بخش ساختمان و ماشین‌آلات است. ارزیابی‌ها همچنین نشان می‌دهد رقم موجودی سرمایه خالص واقعی برای اولین بار در سال ۱۳۹۸ با افت مواجه شده است و این روند در سال‌های ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ نیز ادامه داشته است. این موضوع برای اولین بار پیشی گرفتن استهلاک از انباشت سرمایه‌گذاری در سال ۱۳۹۸ و منفی شدن رشد موجودی سرمایه در همین سال و سال‌های بعد شده است. عملکرد بسیار ضعیف اقتصاد در حوزه سرمایه‌گذاری طی دهه اخیر و اندازه بزرگ شکاف ایجاد شده با دهه ۸۰، وضعیت هشداردهنده و نگران‌کننده سرمایه‌گذاری به ویژه در حوزه سرمایه‌گذاری مولد یعنی ماشین‌آلات را نشان می‌دهد. در این میان تضعیف توان سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و نرخ بالای افت سرمایه‌گذاری این بخش طی دهه اخیر نیز مهر تاییدی بر افول شدید سرمایه‌گذاری در دهه ۹۰ به شمار می‌رود.

● مقدمه

سرمایه‌گذاری جزئی از تقاضای کل و یکی از عوامل تامین کننده رشد اقتصادی است. طبق ارزیابی‌ها افزایش سرمایه‌گذاری موجب تقویت رشد اقتصادی کشورها می‌شود. اثر افزایش سرمایه‌گذاری در اقتصادی که دارای ظرفیت خالی است تکاثری است. در مرحله نخست، افزایش سرمایه‌گذاری موجب افزایش رشد اقتصادی می‌شود. در مراحل بعد، اگر بنگاه‌ها فروش و سود بیشتری کسب کنند در این صورت تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری مجدد خواهند داشت. خانوارها در نتیجه سرمایه‌گذاری ایجاد شده مشاغل بیشتری را تصاحب کرده و در نتیجه درآمد بیشتری برای مصرف خواهند داشت. از سوی دیگر، افزایش سرمایه‌گذاری کارآمد موجب افزایش ظرفیت بهره‌وری و توان رقابت‌پذیری اقتصاد می‌شود. به این ترتیب افزایش سرمایه‌گذاری در کسب و ارتقای مهارت و تحصیل باعث افزایش بهره‌وری نیروی کار می‌شود. سرمایه‌گذاری در فناوری جدید و تولید کالاهای سرمایه‌ای باعث افزایش بهره‌وری و ظرفیت بهره‌وری اقتصاد، افزایش سمت عرضه در اقتصاد و در نتیجه تامین رشد بلندمدت اقتصاد می‌شود. در این بین، افزایش بهره‌وری اقتصاد می‌تواند

روند بلندمدت رشد اقتصاد را جابه‌جا کرده و ارتقا دهد. اقتصاددانان در تعریف و اهمیت سرمایه‌اتفاق نظر ندارند و در ابعاد و نقش آن نیز نظرات مختلفی وجود دارد. در این مطالعه، منظور از سرمایه‌گذاری، هزینه‌هایی است که موجودی کالاهای سرمایه‌ای مانند کارخانه‌ها یا تجهیزات فنی یا موجودی کالاهای افزایش می‌دهد. سرمایه به ابزارها، کارخانه‌ها، ذخایر کالاهای موجود در انبار و آن قسمت از سرمایه‌های کشاورزی که برای بهبود و اصلاح زمین به کار می‌روند گفته می‌شود و اشکال دیگر سرمایه مانند سرمایه انسانی که بیشتر متوجه ویژگی‌های انسانی است، مورد نظر نیست. تجلی نهایی تشکیل سرمایه به صورت کالاهای بادوام و سرمایه‌ای است. این نوع کالاهای سرمایه‌ای، چنان ماهیتی دارند که با استفاده از آن‌ها، کالاهای خدمات مصرفی تولید می‌شوند. از این رو کالاهایی که به مصرف نهایی مردم می‌رسد، کالاهای مصرفی و کالاهایی که با استفاده از آن‌ها، کالاهای خدمات مصرفی تولید می‌شوند، کالاهای سرمایه‌ای نامیده می‌شوند. تعریف تشکیل سرمایه ناخالص داخلی بر اساس روش‌های متداول حساب‌های ملی که در چارچوب حساب‌های ملی سازمان ملل موسوم به SNA قرار دارد، عبارتند از: هزینه خریداری کالاهای سرمایه‌ای به وسیله بخش خصوصی، تولیدکنندگان خدمات تولیدی، تولیدکنندگان خدمات خصوصی غیرانتفاعی د خدمت خانوارها، منهای خالص فروش کالاهای سرمایه‌ای دست دوم و قراضه در طول یک دوره حسابداری (معمولاً یک سال) (سلیمی فر و قوی، ۱۳۸۱).

نگاهی به تجربه کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری بخش خصوصی یکی از ارکان اصلی پیشرفت‌های اقتصادی آن‌ها است. در حقیقت گسترش و استفاده بهینه از سرمایه‌گذاری یکی از رموز موفقیت این کشورها تلقی می‌شود و پرواضح است که بعضاً نمی‌توان بدون سرمایه‌گذاری، انتظار رشد تولید در سطح کلان را داشت. سرمایه‌گذاری از دو جهت می‌تواند در بخش‌های مختلف اقتصادی تاثیرگذار باشد؛ نخست این که با افزایش سرمایه‌گذاری، تولید نیز افزایش می‌یابد و دیگر اینکه در کنار سرمایه‌گذاری همواره مخارج زیادی صرف خرید و مصرف کالاهای مختلف می‌شود و تقاضا را افزایش می‌دهد. در واقع افزایش در حجم سرمایه‌گذاری می‌تواند منجر به افزایش بنیة اقتصادی کشور، افزایش ذخایر ارزی، ارتقای سطح فناوری و حرکت سریع‌تر به سوی پیشرفت اقتصادی شود. از این رو در این مطالعه عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و روند این متغیر در سال‌های اخیر و همین‌طور تاثیر سیاست‌های پولی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی مورد بحث و بررسی قرار می‌گیرد.

● عوامل موثر بر سرمایه گذاری بخش خصوصی

خصوصی

● تاثیر نرخ ارز بر سرمایه گذاری بخش خصوصی

نرخ ارز یکی از متغیرهای اقتصادی است که می تواند بر سرمایه گذاری بخش خصوصی تاثیر قابل توجهی داشته باشد. چرا که قسمت قابل توجهی از هزینه های تولید به قیمت خرید مواد اولیه و کالاهای سرمایه ای اختصاص دارد. از آنجا که قسمتی از این مواد اولیه، کالاهای واسطه ای و سرمایه ای خارجی هستند، نوسانات نرخ ارز می تواند بر سرمایه گذاری بخش خصوصی و سوددهی آن تاثیر بسزایی داشته باشد. به طور دقیق تر نرخ ارز از دو مجرای صادرات و واردات، سرمایه گذاری را تحت الشعاع خود قرار می دهد و جهت نشان دادن اثر نوسانات نرخ ارز بر سرمایه گذاری بخش خصوصی، بنگاه ها به دو نوع تقسیم می شوند:

● بنگاه های صادر کننده کالاها و رقابت کننده کالاهای وارداتی

این بنگاه ها برای افزایش صادرات کالاهای تولید شده خود فعالیت می کنند. افزون بر این، تولیدات این نوع نگاه ها با کالاهای وارداتی هم نوع خود نیز به رقابت می پردازند. زمانی که نرخ ارز افزایش پیدا می کند بنگاه ها از یک طرف می توانند کالاهای تولید شده خود را به قیمت بالاتری به فروش برسانند و از طرف دیگر قیمت کالاهای وارداتی رقیب گران تر شده و قدرت رقابتی کالاهای این نوع بنگاه ها افزایش پیدا می کند. بنابراین می توان افزایش نرخ ارز را به منزله ی افزایش سود و به تبع آن افزایش تولید و سرمایه گذاری تلقی کرد. با این توضیحات مشخص است که بالاترین سطح نرخ ارز بیشترین سطح سود را برای این نوع از بنگاه ها در پی خواهد داشت. پس می توان گفت بنگاه ها تا زمانی که بالاترین سطح نرخ ارز - که نقطه بهینه برای سرمایه گذاری است - اتفاق نیفتد، سرمایه گذاری نمی کنند. از آنجا که افزایش نوسان پذیری سبب افزایش سطح بهینه نرخ ارز برای سرمایه گذاری و از طرف دیگر سبب افزایش زمان انتظار به منظور رخ دادن سطح بالاتر نرخ ارز می شود، با در نظر گرفتن کل بنگاه ها این امر منجر به کاهش سرمایه گذاری کل خواهد شد.

● بنگاه های وارد کننده مواد اولیه

این نوع بنگاه ها برای تولید کالاهای خود از مواد اولیه وارداتی استفاده می کنند. نرخ ارز واقعی برای این نوع بنگاه ها به عنوان هزینه مواد اولیه تلقی می شود. با کاهش نرخ ارز، هزینه تولید کالاهای کاهش یافته و منجر به افزایش سود و افزایش تولید و سرمایه گذاری می شود. پس می توان گفت

پایین ترین سطح نرخ ارز، بیشترین سطح سود را برای بنگاه هایی که مواد اولیه آنها وارداتی است به همراه خواهد داشت. زمانی که نوسان پذیری نرخ ارز افزایش پیدا می کند، بنگاه ها به منظور افزایش سود تا زمانی که پایین ترین سطح نرخ ارز اتفاق نیفتاده است، در حالت انتظار خواهند بود. بنابراین می توان نتیجه گرفت که نوسان پذیری نرخ ارز سبب کاهش نقطه بهینه نرخ ارز واقعی برای سرمایه گذاری و افزایش زمان انتظار و در نتیجه با در نظر گرفتن کل بنگاه ها سبب کاهش سرمایه گذاری کل می شود. به طور خلاصه نوسان پذیری نرخ ارز واقعی، موجب می شود تا سطح بهینه نرخ ارز واقعی برای بنگاه های صادر کننده کالاها بالاتر و برای بنگاه های وارد کننده مواد اولیه پایین تر باشد. بنابراین ناحیه انتظار افزایش یافته و مخارج سرمایه گذاری در صورت افزایش نوسان پذیری صرف نظر از اینکه بنگاه از چه نوع باشد، کاهش خواهد یافت (اردال، ۲۰۰۱؛ کازرونی و دولتی، ۱۳۸۶).

● تاثیر تسهیلات بانکی (حجم اعتبارات بانکی) بر سرمایه گذاری بخش خصوصی

رابطه میان سرمایه گذاری خصوصی و تغییرات در اعتبارات بانکی ها را از دو دیدگاه می توان مورد توجه قرار داد: (سلیمی فر و قوی، ۱۳۸۱) اولاً قسمتی از بخش های مختلف اقتصاد اعم از مالی و غیرمالی، به وجوه نقد قابل دسترس وابسته است. اگرچه بنگاه های اقتصادی در کشورهای در حال توسعه نسبت به کشورهای توسعه یافته کوچکترند، اما عموماً نیازهای مالی این بنگاه ها از منابع داخلی شان فراتر رفته و در نبود بازارهای توسعه یافته، وام های کوتاه مدت و میان مدت می تواند فشارهای وارده به کارآفرینان این بنگاه ها را کاهش دهد. ثانیاً در کشورهای پیشرفته به دلیل شفافیت بازارهای مالی و نیز شفافیت نرخ بهره، سرمایه گذاران نسبت به تامین مالی از داخل بنگاه (سود قابل تقسیم) و تامین مالی از خارج از بنگاه (وراق سهام و اعتبارات بانکی) تقریباً بی تفاوت هستند، به طوری که منابع مالی داخل و خارج می تواند جانشینی برای یکدیگر باشد. در حالی که در کشورهای در حال توسعه به دلیل عدم وجود نرخ بهره یکسان و شفاف نبودن بازار، دسترسی بیشتر بنگاه ها به منابع بانکی، راهکاری برای انباشت سرمایه خواهد بود و از آنجا که نرخ بازدهی سرمایه گذاری ها نسبت به نرخ بهره بانکی در سطح بالاتری قرار دارد بنگاه ها همواره به دنبال دریافت وام و اعتبارات بیشتر و ارزاتر بانکی هستند. بنابراین در کشورهای در حال توسعه برخلاف کشورهای توسعه یافته پول و سرمایه مکمل یکدیگر هستند. در اقتصاد ایران، از آنجا که حجم اعتبارات اعطایی شبکه بانکی



نوسان پذیری نرخ ارز واقعی، موجب می شود تا سطح بهینه نرخ ارز واقعی برای بنگاه های صادر کننده کالاها بالاتر و برای بنگاه های وارد کننده مواد اولیه پایین تر باشد. بنابراین ناحیه انتظار افزایش یافته و مخارج سرمایه گذاری در صورت افزایش نوسان پذیری صرف نظر از اینکه بنگاه از چه نوع باشد، کاهش خواهد یافت



بورس اوراق
بهادار، می تواند با
جذب پس اندازها
و نقدینگی بخش
خصوصی و هدایت
آن به سوی
بخش های تولیدی
و خدماتی، نقش
قابل توجهی
در استفاده
از فرصت های
سرمایه گذاری و
به تبع آن رونق
و بهبود وضعیت
اقتصادی جامعه
ایفا کند.

به بخش خصوصی از طرف دولت کنترل می شود، سازوکار قیمت‌ها نقشی در تخصیص منابع ندارد و هزینه استقراض از شبکه بانکی با توجه به نرخ تورم در سطح پایینی قرار دارد.

● تاثیر نرخ بهره بر سرمایه گذاری بخش خصوصی

در بحث تاثیر نرخ بهره و سرمایه گذاری دو دیدگاه کلی وجود دارد. دیدگاه غالب که همان دیدگاه نئوکلاسیکی است، بیان می‌دارد که افزایش نرخ بهره واقعی، به دلیل افزایش هزینه استفاده از سرمایه، از میزان سرمایه گذاری می‌کاهد. اما دیدگاه دیگری نیز در این باره وجود دارد که بر اساس آن در کشورهای در حال توسعه، به دلیل آن که معمولاً بازارهای مالی محدود و ناقص‌اند، سرمایه گذاری خصوصی منوط به امکان تامین مالی از پس‌اندازهای داخلی است که این امر سبب می‌شود با افزایش نرخ بهره حقیقی، امکان تامین مالی پروژه‌ها افزایش یابد. بنابراین افزایش نرخ بهره از یک طرف با افزایش هزینه سرمایه گذاری سبب کاهش سرمایه گذاری شده و از طرف دیگر با فراهم‌سازی امکانات بیشتر برای تامین مالی پروژه‌های اقتصادی سرمایه گذاری را افزایش می‌دهد و در کل سبب مبهم ماندن اثر نرخ بهره بر سرمایه گذاری در کشورهای در حال توسعه می‌شود.

● تاثیر مخارج دولت (بودجه عمرانی) بر سرمایه گذاری بخش خصوصی

دولت از دو طریق می‌تواند بر سرمایه گذاری بخش خصوصی اثر بگذارد: اول از طریق قوانین و مقررات، دوم از طریق سیاست‌های پولی و مالی. در بخش مالی، هزینه‌های دولت عمده‌ترین عامل تاثیرگذار است. بدین صورت که هزینه‌های دولت می‌تواند به صورت منفی یا مثبت بر سرمایه گذاری در بخش خصوصی تاثیر بگذارد. آثار مثبت از طرق زیر اعمال می‌شود:

- ایجاد زیربناها و زیرساخت‌های مناسب اقتصادی،
- ایجاد تقاضا برای کالا و خدمات تولیدی بخش خصوصی،
- عرضه سرمایه انسانی کافی و ماهر به جامعه،
- تامین امنیت در جامعه.

آثار منفی هزینه‌های دولت بر سرمایه گذاری خصوصی در قالب دو اثر مستقیم و غیرمستقیم قابل بیان است. به دلیل اینکه منابع جامعه از قبیل نیروی کار، مواد اولیه و اعتبارات مالی کمیاب است، افزایش تقاضای دولت برای آنها دارای اثر رقابتی با بخش خصوصی در جذب منابع است. بنابراین از این بعد ممکن است هزینه‌های دولت اثر منفی بر سرمایه گذاری خصوصی بگذارد (قهرمان، ۱۳۸۰). البته طبق نظر ترنوفسکی و فیشر (۱۹۹۸)، اگر به هزینه‌های دولت به عنوان انباشت ذخیره

سرمایه عمومی نگاه کنیم، در بلندمدت هزینه‌های دولت و سرمایه گذاری بخش خصوصی مکمل هم هستند. ولی در کوتاه مدت ممکن است به سبب تغییرات قیمت، ثروت افراد بالا رفته و در نتیجه مصرف را جایگزین سرمایه گذاری کنند. همچنین نحوه تامین هزینه‌های عمومی در تاثیر گذاری آن بر سرمایه گذاری بخش خصوصی موثر است. به طوری که اگر تامین مالی از طریق مالیات یکجا تامین شود، اثر منفی کمتری بر سرمایه گذاری بخش خصوصی خواهد داشت.

● تاثیر عرضه سهام بر سرمایه گذاری خصوصی

بورس اوراق بهادار، می‌تواند با جذب پس‌اندازها و نقدینگی بخش خصوصی و هدایت آن به سوی بخش‌های تولیدی و خدماتی، نقش قابل توجهی در استفاده از فرصت‌های سرمایه گذاری و به تبع آن رونق و بهبود وضعیت اقتصادی جامعه ایفا کند. در واقع می‌توان گفت که بازار سرمایه به منزله قلب تپنده سیستم اقتصادی کشور است که وظیفه تامین و تخصیص منابع مالی مورد نیاز بخش‌های مختلف اقتصادی را برعهده دارد.

دو مبحث مهم در مورد ارتباط عرضه سهام با سرمایه گذاری خصوصی وجود دارد. نخست نظریه Q توبین در مورد سرمایه گذاری و تصمیم سرمایه‌گذار بخش خصوصی به سرمایه گذاری است که از طریق مقایسه ارزش آتی مورد انتظار دارایی‌ها با هزینه سرمایه گذاری صورت می‌پذیرد. مورد دیگر، بحث تامین منابع مالی سرمایه گذاری خصوصی است که در سال‌های اخیر به دلیل گسترش بازارهای مالی، انتشار سهام در مقایسه با دریافت وام از اهمیت و توجه ویژه‌ای برخوردار شده است. (جعفری صمیمی و همکاران، ۱۳۸۳).

کاپلان و زینگالز (۱۹۹۷) شاخص‌هایی را برای سرمایه گذاری در سهام ارائه دادند. آن‌ها در صدد یافتن گرایشات سرمایه گذاری در زمان‌هایی بودند که تحرکات غیراساسی در قیمت‌های سهام وجود دارد. شرکت‌ها برای تحقق بخشیدن سرمایه گذاری نهایی، نیازمند انتشار سهام و اوراق قرضه خارجی هستند. مطالعات آنها حاکی از آن است که میان سرمایه گذاری شرکت‌ها و بازار سهام رابطه مثبتی وجود دارد. چرا که قیمت سهام به صورت منطقی منعکس کننده تولید نهایی سرمایه است. این تعبیر معمولاً برای بیان رابطه میان تئوری Q توبین (۱۹۶۹) و سرمایه گذاری به کار می‌رود.

● تاثیر درآمدهای نفتی و رشد نقدینگی بر سرمایه گذاری بخش خصوصی

افزایش نقدینگی، خواه به صورت افزایش پول در دست مردم و خواه به صورت افزایش تسهیلات



با افزایش تولید ملی، متغیرهای مهم اقتصادی به طور چشمگیری تحت تاثیر قرار می‌گیرند. اصولاً در چنین شرایطی، مخارج دولتی به اتکای افزایش درآمدهای نفتی، بالا می‌رود و تسهیلات مالی بیشتری در اختیار بخش‌های مختلف اقتصادی قرار می‌گیرد. سرمایه گذاری بخش‌های مختلف اقتصادی در ایران، همراهی زیادی با درآمدهای نفتی سال قبل آن نشان می‌دهد.

اعتباری و غیره در جامعه، دسترسی سرمایه‌گذاران به منابع مورد نیاز را تسهیل می‌کند. از طرف دیگر بدیهی است که بالارفتن درآمدهای نفتی، پیش از هر چیز، تولید ملی را تحت تاثیر قرار داده و به عنوان یکی از اجزای تولید ملی رشد اقتصادی را افزایش خواهد داد. به این دلیل است که با بالارفتن درآمدهای نفتی انتظار می‌رود رونق اقتصادی در کشور پدیدار شود. در واقع می‌توان از رشد نقدینگی و درآمدهای نفتی به ترتیب به عنوان بدیل یا جایگزینی و درآمد استفاده کرد.

با افزایش تولید ملی، متغیرهای مهم اقتصادی به طور چشمگیری تحت تاثیر قرار می‌گیرند. اصولاً در چنین شرایطی، مخارج دولتی به اتکای افزایش درآمدهای نفتی، بالا می‌رود و تسهیلات مالی بیشتری در اختیار بخش‌های مختلف اقتصادی قرار می‌گیرد. سرمایه گذاری بخش‌های مختلف اقتصادی در ایران، همراهی زیادی با درآمدهای نفتی سال قبل آن نشان می‌دهد. از طرف دیگر، مخارج جاری و عمرانی دولت با افزایش درآمدهای نفتی بالا می‌رود و دولت پول بیشتری صرف هزینه‌های جاری و امور عمرانی کشور می‌کند. با افزایش مخارج و حجم سرمایه‌گذاری‌ها، واردات و تقاضا تحریک می‌شود و همین امر موجب ترغیب مجدد سرمایه‌گذاران خواهد شد.

مطالعات آماری و اقتصادسنجی انجام شده توسط سید احمد غروی نجوانی (۱۳۸۱) نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری در بخش صنعت بیشتر از سایر بخش‌ها تحت تاثیر نقدینگی در کشور قرار دارد. این نتایج نشان می‌دهد که از میان بخش‌های مختلف اقتصادی رشد نقدینگی بیشترین تاثیر را در سرمایه‌گذاری‌ها در بخش خدمات داشته است. سرمایه‌گذاری در بخش کشاورزی نیز کمترین تاثیرپذیری را از درآمدهای نفتی کشور و نقدینگی از خود نشان می‌دهد. این نتایج به خوبی قابل پذیرش است، چرا که سرمایه‌گذاری در بخش کشاورزی نسبت به سایر بخش‌ها، به مراتب کمتر از سایر بخش‌ها، نیازمند کالاهای وارداتی سرمایه‌ای است. تاثیرپذیری بالای بخش خدمات از درآمدهای نفتی، به واسطه افزایش میزان واردات و افزایش سودآوری در این بخش است. همچنین حساسیت بالای سرمایه‌گذاری در بخش صنعت نیز چنین توجیه می‌شود که در صورت ناکامی سرمایه‌گذاری‌ها، امکان تغییر رشته فعالیت در این بخش، کمتر از بخش خدمات بوده یا خطرپذیری در آن بالاتر از سایرین است و علاوه بر این فعالیت در این بخش بیشتر از دیگر بخش‌ها نیازمند

سرمایه‌گذاری ثابت است.

● بررسی روند سرمایه گذاری بخش خصوصی در دو بخش ساختمان و ماشین آلات طی سال‌های ۱۴۰۰-۱۳۸۳

در راهنمای نظام حساب‌های ملی (۲۰۰۸) تشکیل سرمایه ثابت ناخالص این طور تعریف شده است: تشکیل سرمایه ثابت ناخالص از طریق ارزش کل تحصیل منتهای واگذاری دارایی‌های ثابت یک تولیدکننده در دوره حسابداری به‌علاوه بعضی مخارج مشخص شده در خدماتی که به ارزش دارایی‌های تولید نشده می‌افزاید اندازه‌گیری می‌شود.

از این رو لازم است تا تمامی کالاها و خدمات عرضه شده به اقتصاد از طریق تولید، واردات یا واگذاری دارایی‌های تولید شده باید برای صادرات، مصرف (واسطه یا نهایی) یا به‌عنوان بخشی از تشکیل سرمایه ثابت استفاده شود. خط مرزی بین آن محصولات که در اقتصاد باقی می‌مانند و برای مصرف به کار می‌روند و آن محصولات که برای تشکیل سرمایه استفاده می‌شوند به‌عنوان حد و مرز دارایی شناخته می‌شود. حد و مرز دارایی برای دارایی‌های ثابت عبارت از کالاها و خدماتی است که برای مدت بیش از یک سال در تولید به کار می‌رود. تشکیل سرمایه ثابت ناخالص یکی از متغیرهای مهم در بررسی گزارش‌های اقتصادی بانک مرکزی است و میزان سرمایه‌گذاری در حوزه ساخت ساختمان و خرید ماشین‌آلات صنعتی را نشان می‌دهد. بر اساس جدول ۱ و نمودار ۱ مشاهده می‌کنیم ارقام تشکیل سرمایه ثابت از سال ۱۳۹۰ به قیمت‌های ثابت رو به کاهش بوده به نحوی که میزان تشکیل سرمایه ثابت از ۱۰۷۱۲،۱۸۶ میلیارد ریال در سال ۱۳۹۰ به رقم ۹۶۵،۳۱۳ میلیارد ریال در سال ۱۴۰۰ کاهش پیدا کرده است. میانگین کاهش رشد تشکیل سرمایه ثابت در این سال‌ها در حدود ۴ درصد است. همچنین این جدول نشان‌دهنده آن است که سهم تشکیل سرمایه ثابت ناخالص از GDP ۲۶ درصد در سال ۱۳۹۰ بوده و به مرور زمان کاهش پیدا کرده و به ۱۲ درصد در سال ۱۴۰۰ رسیده است.

بررسی سهم تشکیل سرمایه ثابت ناخالص ماشین‌آلات از تولید ناخالص داخلی حاکی از کاهش نسبی آن از ۹ درصد در سال ۱۳۹۰ به ۴ درصد در سال ۱۴۰۰ است. این در صورتی است که سهم تشکیل سرمایه ساختمان از GDP طی این سال‌ها کاهش بیشتری داشته و به کم‌تر از نصف رسیده است به نحوی که این سهم از ۱۷ درصد در سال ۱۳۹۰ به ۹ درصد در سال ۱۴۰۰ کاهش پیدا کرده است. طبق جدول ۱ رشد تشکیل سرمایه حاکمی از آن است که

سال ۱۳۹۱ با دارا بودن ۱۹ درصد رشد منفی در تشکیل سرمایه ثابت ناخالص و ۳۳ درصد رشد منفی در تشکیل سرمایه ثابت ناخالص بخش ماشین‌آلات و ۱۱ درصد رشد منفی در تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در بخش ساختمان بدترین وضعیت رشد بین این سال‌ها را داشته است. رشد تشکیل سرمایه، سه سال بعد یعنی سال ۱۳۹۳ مثبت شده

● جدول ۱- تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در دو بخش ماشین‌آلات و ساختمان، محصول ناخالص داخلی و سهم تشکیل سرمایه از تولید ناخالص به قیمت‌های ثابت سال ۱۳۹۰ (ارقام به میلیارد ریال و سهم به درصد)

سال	تشکیل سرمایه در ماشین‌آلات	تشکیل سرمایه در ساختمان	تشکیل سرمایه ثابت ناخالص	محصول ناخالص داخلی (به قیمت بازار)	سهم تشکیل سرمایه ماشین‌آلات ناخالص از GDP	سهم تشکیل سرمایه ساختمان از GDP	سهم تشکیل سرمایه ثابت ناخالص از GDP
۱۳۸۳	۵۰۲.۷۹۴	۶۸۹.۰۰۷	۱.۱۹۱.۸۰۱	۴.۹۴۵.۳۶۹	۰.۱۰.۱۶۷	۰.۱۳۹.۳۲۴	۰.۲۴۰.۹۹۳.۳۴۱
۱۳۸۴	۵۰۶.۰۳۵.۶	۷.۳۳۴.۸۳.۳	۱.۲۳۹.۵۱۹	۵.۱۹۹.۷۶۹	۰.۰۹۷.۳۱۹	۰.۱۴۱.۰۶۱	۰.۲۳۰.۸۳۷.۹۵۹
۱۳۸۵	۴.۹۵۸.۴۴.۸	۷.۲۳۱.۷۲.۸	۱.۲۱۹.۰۱۸	۵.۴۷۶.۳۳۷	۰.۰۹۰.۵۴۳	۰.۱۳۲.۰۵۴	۰.۲۲۲.۵۹۷.۲۴۲
۱۳۸۶	۴.۹۶۴.۱۹.۸	۹.۰۱۳.۷۵.۷	۱.۳۹۷.۷۹۶	۵.۸۴۴.۸۸۵	۰.۰۸۴.۹۳۲	۰.۱۵۴.۲۱۶	۰.۲۳۹.۱۴۸.۴۹۵
۱۳۸۷	۵.۳۷۳.۱۰.۶	۱۰.۲۶۳.۲۹.۴	۱.۵۶۳.۶۴۰	۵.۸۴۰.۴۸۱	۰.۰۹۱.۹۹۸	۰.۱۷۵.۷۲۷	۰.۲۶۷.۷۲۴.۵۴۸
۱۳۸۸	۵۴۳.۶۸۲	۱۰.۰۴۰.۳۹.۸	۱.۵۸۴.۳۲۲	۵.۸۴۰.۸۰۰	۰.۰۹۳.۰۸۳	۰.۱۷۸.۱۶۷	۰.۲۷۱.۲۵۰.۸۰۳
۱۳۸۹	۵.۸۰۹.۳۶.۸	۱۰.۵۵۶.۰۰.۷	۱.۶۳۶.۵۳۸	۶.۱۷۵.۲۷۴	۰.۰۹۴.۰۷۵	۰.۱۷۰.۹۹۴	۰.۲۶۵.۰۱۴.۵۴۸
۱۳۹۰	۶۱۲.۴۱۵	۱۰.۹۹۷.۷۱.۴	۱.۷۱۲.۱۸۶	۶.۳۶۴.۳۶۹	۰.۰۹۶.۲۲۶	۰.۱۷۲.۸۰۱	۰.۲۶۹.۰۲۶.۹۰۷
۱۳۹۱	۴.۰۶۲.۴۴.۶	۹.۸۰۵.۴۶.۱	۱.۳۸۶.۷۹۱	۵.۸۷۳.۴۲۴	۰.۰۶۹.۱۶۷	۰.۱۶۶.۹۴۶	۰.۲۳۶.۱۱۲.۸۳۹
۱۳۹۲	۳.۶۶۴.۶۵.۷	۹.۱۲۵.۰۲.۲	۱.۲۷۸.۹۶۸	۵.۸۵۴.۳۲۹	۰.۰۶۲.۵۹۷	۰.۱۵۵.۸۶۸	۰.۲۱۸.۴۶۵.۳۲۷
۱۳۹۳	۴.۰۳۱.۶۳.۳	۹.۷۵۸.۲۹.۹	۱.۳۷۸.۹۹۳	۶.۰۴۲.۵۳۵	۰.۰۶۶.۷۲۱	۰.۱۶۱.۴۹۳	۰.۲۲۰.۸۲۱.۴۳۵
۱۳۹۴	۳.۴۱۸.۲۳.۷	۸.۷۱۰.۳۴.۱	۱.۲۱۲.۸۵۸	۵.۹۴۶.۶۸۰	۰.۰۵۷.۴۸۱	۰.۱۴۶.۴۷۴	۰.۲۰۳.۹۵۵.۴۳۷
۱۳۹۵	۳.۶۰۸.۹۶.۶	۸.۰۶۸.۱۳.۳	۱.۱۶۷.۷۱۰	۶.۶۹۱.۱۰۹	۰.۰۵۳.۹۳۷	۰.۱۲۰.۵۸	۰.۱۷۴.۵۱۶.۶۴۶
۱۳۹۶	۳۶۹.۷۵۷	۸.۱۴۰.۷۲.۷	۱.۱۸۳.۸۳۰	۶.۹۴۰.۸۳۴	۰.۰۵۳.۲۷۳	۰.۱۱۷.۲۸۷	۰.۱۷۰.۵۶۰.۱۵۲
۱۳۹۷	۳.۰۰۷.۸۵.۴	۷.۳۷۵.۸۷.۶	۱.۰۳۸.۳۷۳	۶.۵۶۴.۷۰۹	۰.۰۴۵.۸۱۹	۰.۱۱۲.۳۵۶	۰.۱۵۸.۱۷۵.۰۲۳
۱۳۹۸	۲.۷۰۵.۶۲.۷	۷.۰۶۱.۲۷.۱	۹.۷۶۶.۸۹.۸	۶.۱۳۷.۳۳۶	۰.۰۴۴.۰۸۵	۰.۱۱۵.۰۵۴	۰.۱۵۹.۱۳۹.۰۴۹
۱۳۹۹	۲.۷۳۰.۵۵.۳	۷۲۸.۲۵۸	۱.۰۰۱.۳۱۳	۶.۳۵۸.۷۸۱	۰.۰۴۲.۹۴۱	۰.۱۱۴.۵۲۸	۰.۱۵۰.۷۴۶.۹۳۷
۱۴۰۰	۲.۵۷۰.۵۵.۳	۷۰۸.۲۵۸	۹.۶۵۳.۱۳.۳	۷.۵۶۹.۰۰۰	۰.۰۳۳.۹۶۲	۰.۰۹۳.۵۷۴	۰.۱۲۷.۵۳۵.۱۱۷

● منبع: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

اقتصاد است که می‌تواند بیانگر کاهش رشد اقتصادی در سال‌های آینده باشد. تحریم‌ها در فاصله سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ وضعیتی متفاوت بر اقتصاد ایران تحمیل کرده است. این وضعیت خود را در قالب فرار سرمایه از کشور و کاهش شدید تشکیل سرمایه ثابت بروز داده که در ساده‌ترین تعریف گویای توقف و خاموش شدن موتور سرمایه‌گذاری به‌عنوان مهم‌ترین محرک رشد اقتصادی کشور است. ارزیابی‌ها همچنین نشان می‌دهد رقم موجودی سرمایه خالص واقعی برای اولین بار در سال ۱۳۹۸ با افت مواجه شده است. این

و پس از آن مشاهده می‌شود که طی سال‌های بعدی این رشد عددی منفی است که این حاکی از کاهش روند تشکیل سرمایه طی سال‌های اخیر است. میانگین سالانه نرخ رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص از سال ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ معادل ۵/۲- است. این حاکی از آن است که در این ده سال نه تنها رشد سرمایه‌گذاری نداشته‌ایم بلکه رشد تشکیل سرمایه ناخالص، منفی هم بوده است. بررسی وضعیت تشکیل سرمایه در ماشین‌آلات و ساختمان می‌تواند نشان‌دهنده نکات مهمی باشد. میانگین رشد ده ساله ماشین‌آلات

- نمودار ۱. تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در دو بخش ساختمان و ماشین آلات و سهم تشکیل سرمایه از تولید ناخالص به قیمت‌های ثابت سال ۱۳۹۰ (ارقام به میلیارد ریال و سهم به درصد)



• منبع: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

موضوع باعث شده برای اولین بار پیشی گرفتن استهلاک از انباشت سرمایه‌گذاری در سال ۹۸ و منفی شدن رشد موجودی سرمایه در همین سال رخ دهد. عملکرد بسیار ضعیف اقتصاد در حوزه سرمایه‌گذاری طی دهه اخیر و اندازه بزرگ شکاف ایجاد شده با دهه ۸۰، وضعیت هشداردهنده و نگران‌کننده سرمایه‌گذاری به ویژه در حوزه سرمایه‌گذاری مولد یعنی ماشین‌آلات را نشان می‌دهد. در این میان تضعیف توان سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و نرخ بالای افت سرمایه‌گذاری این بخش طی دهه اخیر نیز مهر تاییدی بر افول شدید سرمایه‌گذاری در دهه ۹۰ به شمار می‌رود. رشد اقتصادی به طور کلی متأثر از دو عامل مهم است: رشد بهره‌وری و افزایش موجودی سرمایه. موجودی سرمایه با تشکیل خالص سرمایه افزایش پیدا می‌کند و در دهه‌های اخیر موتور اصلی رشد اقتصادی کشور همین کانال بوده است. برای رشد انبازه سرمایه کشور باید سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه بتواند از استهلاک سرمایه پیشی بگیرد. رقم موجودی سرمایه خالص واقعی در سال ۱۳۹۷ برابر با ۲۰۲۱۰ هزار میلیارد تومان بوده که این رقم در سال ۱۳۹۸ به ۲۰۲۰۷ هزار میلیارد تومان رسیده است. این افت، عدم سرمایه‌گذاری‌های جدید و مستهلک شدن سرمایه‌های

• روند نرخ رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در دو بخش خصوصی و دولتی

جدول و نمودار ۲ نرخ رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص را در دو بخش ساختمان و ماشین آلات به تفکیک دو بخش خصوصی و دولتی نشان می‌دهد. آمارهای جدول در حالی از سقوط سرمایه‌گذاری واقعی در اقتصاد ایران حکایت می‌کنند که طبق ارزیابی‌ها روند کاهشی سرمایه‌گذاری بخش خصوصی نیز از سال ۱۳۹۱ آغاز شده است. بالاترین

در بازه مورد بررسی گویای آن است که روند نزولی و معکوس سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در ماشین‌آلات از سال ۱۳۹۱ به بعد آغاز شده است. افت ۲۸ درصدی سرمایه‌گذاری واقعی ماشین‌آلات بخش خصوصی طی هشت سال اخیر در مقایسه با دوره مشابه قبل نیز از دیگر نکاتی است که در داده‌ها مشخص شده است. میانگین رشد منفی ۱۰ درصدی سالانه سرمایه‌گذاری ماشین‌آلات بخش خصوصی نیز طی بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ رخ داده است

روند تشکیل سرمایه ثابت ناخالص ساختمان به قیمت‌های ثابت ۱۳۹۰ نشان‌دهنده عدم تغییر نسبی سرمایه‌گذاری ساختمان طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۸ است. میانگین رشد تقریباً صفر درصدی سالانه سرمایه‌گذاری ساختمان طی بازه فوق

رقم سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در سال ۱۳۹۰ برابر با ۱۲۶ هزار میلیارد تومان بوده است. در این میان رقم سرمایه‌گذاری بخش خصوصی نیز در سال ۱۳۹۸ کمتر از رقم مشابه در سال ۱۳۸۳ ارزیابی شده است. رقم سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در سال ۱۳۸۳ برابر با ۸۶ هزار میلیارد تومان بوده که در سال ۱۳۹۸ به ۷۶ هزار میلیارد تومان رسیده است. رشد منفی سرمایه‌گذاری بخش خصوصی طی دهه ۹۰ شروع شده است. روند سالانه رشد واقعی سرمایه‌گذاری بخش خصوصی نشان می‌دهد میانگین رشد منفی ۶ درصدی سالانه سرمایه‌گذاری طی بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ در کارنامه بخش خصوصی به ثبت رسیده است. ۲۳ درصد بالاترین رشد سرمایه‌گذاری بخش خصوصی سال ۱۳۸۶ بوده است. وضعیت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در ماشین‌آلات

● جدول ۲- رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در دو بخش ساختمان و ماشین‌آلات به تفکیک دو بخش خصوصی و دولتی به قیمت‌های ثابت سال ۱۳۹۰ (ارقام به درصد است)

سال	رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص ماشین‌آلات (بخش خصوصی)	رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص ماشین‌آلات (بخش دولتی)	رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص ساختمان (بخش خصوصی)	رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص ساختمان (بخش دولتی)	رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص (کل)
۱۳۸۳	۱۷.۶	-۲.۵	۰.۱	-۶.۵	۷
۱۳۸۴	۱	۲۷.۵	۹.۸	۱۷.۷	۸.۷
۱۳۸۵	۲.۹	۱.۱	-۲.۷	۸.۹	۳
۱۳۸۶	۴.۳	-۶.۶	۲۵.۴	۴.۷	۶.۶
۱۳۸۷	۸.۲	۸.۲	۱۳.۹	۱۳.۹	۱۱.۹
۱۳۸۸	۸	-۲۰.۸	-۰.۲	-۶.۸	-۰.۹
۱۳۸۹	۱۱	-۵.۷	۳.۹	-۵	۳.۸
۱۳۹۰	۶.۲	۸.۶	۰.۲	۲.۷	۳.۵
۱۳۹۱	-۳۴.۵	-۴۱.۷	-۱	-۳۸.۷	-۲۳.۸
۱۳۹۲	-۹.۵	-۱۱.۸	-۷.۵	-۵.۲	-۷.۸
۱۳۹۳	۱۰.۱	۹.۷	-۰.۹	۲۹.۲	۷.۸
۱۳۹۴	-۱۶.۵	-۵.۱	-۱۲.۴	-۷.۱	-۱۲
۱۳۹۵	۶.۵	-۱	-۱۸.۶	۱۵.۶	-۳.۷
۱۳۹۶	۲.۲	۴.۵	۱.۲	۰.۴	۱.۴
۱۳۹۷	-۱۸.۸	-۱۹.۶	۱.۴	-۲۵.۲	-۱۲.۳
۱۳۹۸ ^۱	-۹.۹	-۱۰.۸	۶.۱	-۲۴.۸	-۵.۹

آمار تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به تفکیک بخش خصوصی و دولتی از سال ۱۳۹۸ به بعد منتشر نشده است.

حدی باشد که استهلاک سرمایه‌های ثابت فعلی را نیز جبران کند. بررسی اجزای ساختار تشکیل سرمایه ثابت نشان می‌دهد سیاستگذار برای احیای رونق در این بخش و بازگرداندن رشد به روند تشکیل سرمایه ثابت، کار سختی در پیش دارد.

سیاست های پولی دوره ۱۳۹۰-۱۴۰۱ و تاثیر این سیاست‌ها بر سرمایه گذاری بخش خصوصی

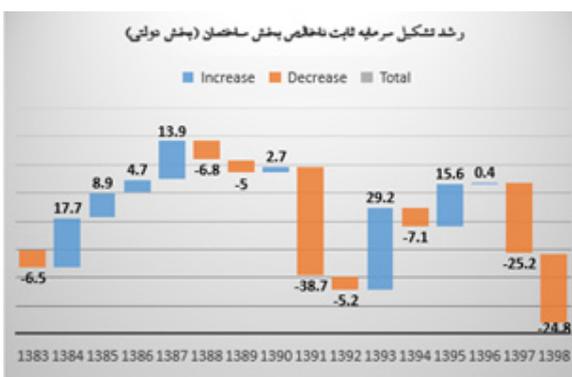
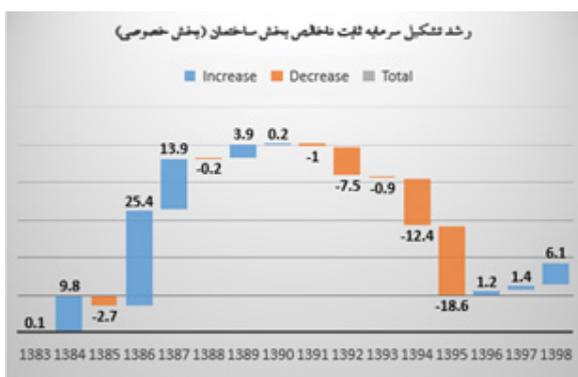
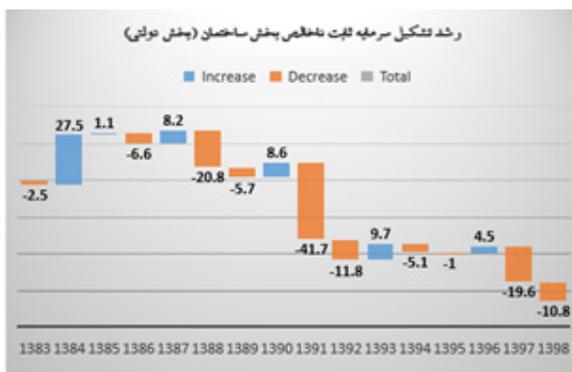
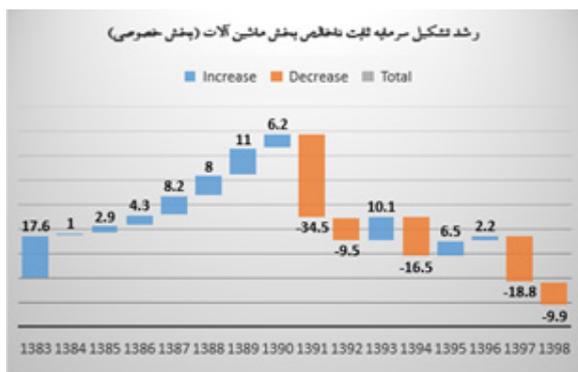
سیاست پولی مجموعه تدابیری است که بانک مرکزی برای تغییر در حجم پول و نقدینگی در راستای تثبیت اوضاع اقتصادی اعمال می‌کند. مسئولیت اخذ تصمیمات سیاست پولی و اجرای آن‌ها بر عهده بانک مرکزی است. بانک‌های مرکزی و مقامات پولی با استفاده از ابزارهای پولی و برای دسترسی به اهداف اصلی اقتصادی، از دو گروه سیاست‌های پولی انقباضی و انبساطی استفاده می‌کنند. در سیاست‌های انقباضی، مقامات پولی (بانک مرکزی) با کاهش حجم پول، از طریق محدود نمودن پایه پولی

به دست آمده است. همچنین طبق ارزیابی‌ها، آغاز روند نزولی سرمایه‌گذاری ساختمان از سال ۱۳۹۱ به بعد و میانگین افت ۵ درصدی سالانه طی بازه مزبور به ثبت رسیده است.

کاهش رشد سرمایه ثابت ناخالص به مفهوم عدم تمایل بخش خصوصی به سرمایه‌گذاری است و این موضوع به دلیل تکرار در ۱۰ سال گذشته سبب شده برگرداندن اقتصاد به وضعیت قبل بسیار دشوار شود. این کاهش میل به سرمایه‌گذاری فقط بخش خصوصی را شامل نمی‌شود و دولت نیز در یک دهه گذشته سرمایه گذاری‌های خود را به شدت کاهش داده است. به طوری که در بودجه‌های عمرانی، اعتبارات به جای سرمایه‌گذاری در زیرساختها، صرف پرداخت هزینه‌های جاری دولت شده است.

به همین دلیل بر اساس برآوردها، حتی با فرض تغییر مسیر کنونی کشور در زمینه تشکیل سرمایه، بازگشتن به وضعیت سال ۱۳۹۰ بسیار سخت است. بنابراین اگر سطح سالانه رشد سرمایه‌گذاری به ۵ درصد برسد، کشور در سال ۱۴۱۳ یعنی

نمودار ۲. رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در دو بخش ساختمان و ماشین آلات به تفکیک دو بخش خصوصی و دولتی به قیمت‌های ثابت سال ۱۳۹۰ (ارقام به درصد است)



و یا کاهش ضریب فزاینده پولی، سعی در کاهش میزان تقاضای کل اقتصادی دارند و در سیاست‌های انبساطی، هدف بانک مرکزی، افزایش حجم پول و کاهش نرخ بهره و در نهایت افزایش حجم تقاضای کل در اقتصاد است. پایه پولی اصلی ترین عامل تاثیرگذار بر نقدینگی و در نهایت بر

۱۲ سال بعد خواهد توانست به وضعیت سال ۱۳۹۰ از منظر سرمایه ثابت برسد. در صورتی اقتصاد کشور می‌تواند به دوره رشد اقتصادی بالاتر از ۴ درصد برگردد که روند تشکیل سرمایه با سرعتی مناسب صعودی شود. صعودی شدن سریع روند تشکیل سرمایه باید در



آمارهای رسمی
بانک مرکزی نشان
می دهد که پایه
پولی طی سال‌های
۱۴۰۰-۱۳۹۳ پنج
برابر شده است.
علاوه بر رشد ۵
برابری پایه پولی،
مقایسه نقدینگی
در همین دوره
نشان دهنده
رشد ۸ برابری
این متغیر است.
به عبارت دیگر
نقدینگی بیش از
۷۰۰ درصد بیشتر
شده است.

شاخص تورم است. خالص دارایی های خارجی بانک مرکزی، مطالبات بانک مرکزی از دولت، مطالبات بانک مرکزی از بانک ها و سایر اقلام بانک مرکزی چهار اقلام تشکیل دهنده پایه پولی است که هر یک بسته به شرایط اقتصادی و سیاست های دولت سهمی در رشد پایه پولی برعهده دارند.

پایه پولی در سال ۱۴۰۰ به بیش از ۵۸۰ هزارمیلیارد تومان رسید که نسبت به سال ۱۳۹۹، ۳۲/۲ درصد افزایش داشته است. طی سال های اخیر، خالص دارایی خارجی بانک مرکزی به دلیل برداشت های متعدد دولت از منابع صندوق توسعه ملی و نیز اختصاص ارز ۴۲۰۰ تومانی، نقش غالب را در رشد پایه پولی داشته است، اما نگاهی به متغیر بدهی بانک ها بخصوص بانک های خصوصی به بانک مرکزی در سایه نبود نظارت های دقیق، نشان از نقش شبکه بانکی در رشد پایه پولی و در نتیجه نقدینگی و تورم دارد. بررسی نسبت بدهی بانک ها به بانک مرکزی به پایه پولی در سه دهه اخیر نشان می دهد که این نسبت طی ۳۰ سال اخیر ۱۵۲۵ درصد رشد کرده است. نسبت مذکور به نوعی بیانگر آن است که طی این دوره افزایش استقراض بانک ها از بانک مرکزی نقش مسلطی در افزایش پایه پولی داشته است. تا دهه ۱۳۸۰ به طور عمده استقراض مستقیم از بانک مرکزی تا حدودی مرسوم بود و باعث می شد تا بدهی های دولت به بانک مرکزی افزایش یابد، عاملی که مهم ترین دلیل رشد پایه پولی در آن دوره بوده است. به طوری که از سال ۱۳۶۸ تا سال ۱۳۸۱، عامل اصلی رشد پایه پولی، افزایش خالص بدهی های دولت بوده است تا اینکه برنامه توسعه سوم مانعی بزرگ در برابر دولت برای استقراض مستقیم گذاشت.

با آغاز به کار دولت یازدهم و پس از آن دوازدهم عوامل دیگری سوخت پایه پولی را تامین کرد. در همین راستا طی سال های گذشته پایه پولی به طور عمده از طریق رشد بدهی بانک ها به بانک مرکزی و خالص دارایی های خارجی بانک مرکزی افزایش یافته و سهم خالص بدهی دولت به بانک مرکزی حداقلی بوده است. در واقع براساس سیاست های دولت وقت دست بانک ها بویژه خصوصی ها برای خلق پول و برداشت از منابع بانک مرکزی باز گذاشته شده بود، سیاستی که بتدریج آثار منفی خود را در متغیرهای اقتصادی و در نهایت معیشت و زندگی مردم برجای گذاشت. آمارهای بانک مرکزی نشان می دهد که از سال ۱۳۹۰ به بعد، نقش غالب در پایه پولی به بدهی بانک های خصوصی به بانک مرکزی اختصاص داشته است. سهم بانک های خصوصی در افزایش پایه پولی از زیر ۱۰ درصد در سال های ابتدایی دهه ۹۰ به بالای ۶۰ درصد در سال های اخیر افزایش یافت و در عین حال سهم بانک های دولتی از بالای ۹۰ درصد به حدود ۴۰ درصد کاهش یافته است. البته در دولت دوازدهم این نسبت ها با تغییر مواجه شد که علت خاص خود را داشت. از سال ۱۳۹۷ و بنا بر لایحه بودجه، بخشی از بدهی بانک های خصوصی در حال تهاثر با بدهی دولتی است، با این حال همچنان نقش غالب در بدهی بانک ها به بانک مرکزی در اختیار بانک های خصوصی است. ضمن اینکه در بخش بدهی بانک های دولتی نیز آمارها این طور

روایت می کنند که عمده بدهی این بانک ها مربوط به بانک های تخصصی است؛ در سال ۱۳۹۸ مقدار ۴۱ واحد از ۴۴/۹ مربوط به بانک های تخصصی بود.

رشد ذخایر خارجی و اثر آن در افزایش پایه پولی عمدتاً به دلیل استقراض از بانک مرکزی به شیوه جدید است و آن استفاده از منابع صندوق توسعه ملی است. در این روش، بانک مرکزی به دلیل استفاده دولت از منابع صندوق توسعه ملی، بدون اینکه منابع ارزی در اختیار داشته باشد، منابع جدید پولی را در اختیار دولت قرار می دهد.

بررسی روند حرکتی نسبت بدهی بانک ها به بانک مرکزی به پایه پولی نشان می دهد که از سال ۱۳۹۶ این نسبت رو به کاهش گذاشته است. اما دلیل آن نه اصلاح سیاست های پولی و رفتارهای دولت بلکه تهاثر بدهی های دولت به شبکه بانکی یا بدهی های بانک ها به بانک مرکزی بوده که موجب شده تا سهم بدهی بانک ها به بانک مرکزی در پایه پولی کاهش یابد و از نگاه کارشناسان این اقدام تنها یک عملیات حسابداری بوده و تاثیر مثبتی به دنبال نداشته است.

بانک مرکزی در یکی از گزارش های خود در این باره توضیح می دهد: بدهی دولت به بانک مرکزی از ۳۵/۴ هزار میلیارد تومان در پایان تیرماه ۱۳۹۷ به ۹۷ هزار میلیارد تومان در پایان خردادماه ۱۳۹۹ (در حدود ۶۱/۱ هزار میلیارد تومان افزایش) رسیده است. بررسی دلایل افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی در دوره مزبور بیانگر آن است که در حدود ۴۱/۴ هزار میلیارد تومان (۶۷،۲ درصد) از افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی در این دوره بواسطه انتقال بخشی از بدهی بانک ها و موسسات اعتباری غیربانکی به بانک مرکزی به بدهی دولت به بانک مرکزی (به میزان ۳۳/۴ هزار میلیارد تومان بابت اصل و کارمزدها، از ظرفیت های موضوع بند (و) تبصره ۵ قانون بودجه سال ۱۳۹۷ و به میزان ۸ هزار میلیارد تومان، از ظرفیت های بند مزبور در قانون بودجه سال ۱۳۹۸) بوده است. بنابراین این میزان افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی به هیچ عنوان به معنای خلق پول جدید و افزایش پایه پولی نبوده، بلکه صرفاً به موجب قوانین بودجه، بدهی بانک ها به بانک مرکزی به بدهی دولت به بانک مرکزی انتقال یافته است. علاوه بر این، معادل ۱۰/۸ هزار میلیارد تومان افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی در پایان تیرماه ۱۳۹۷ به پایان خردادماه ۱۳۹۹ به دلیل انتقال بدهی برخی از شرکت های دولتی به بانک مرکزی به بدهی دولت به بانک مرکزی (شامل شرکت های مادر تخصصی، توانیر، بازرگانی دولتی، پشتیبانی امور دام کشور و سازمان هدفمندسازی یارانه ها براساس مصوبات هیات وزیران، مبتنی بر اصول ۱۲۷ و ۱۳۸ قانون اساسی) بوده که در عمل تنها تغییر طبقه بندی مطالبات بانک مرکزی محسوب شده و واجد آثار پولی نیست.

آمارهای رسمی بانک مرکزی نشان می دهد که پایه پولی طی سال های ۱۴۰۰-۱۳۹۳ پنج برابر شده است. علاوه بر رشد ۵ برابری پایه پولی، مقایسه نقدینگی در همین دوره نشان دهنده رشد ۸ برابری این متغیر است. به عبارت دیگر نقدینگی بیش از

۷۰۰ درصد بیشتر شده است.

در ادامه به تاثیر سیاست‌های پولی اتخاذ شده در این دوره بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی پرداخته می‌شود.

سال ۹۱ شوک اولین تحریم موجب افت ۲۲/۸ درصدی تشکیل سرمایه ثابت ناخالص می‌شود و این افت با شدتی کمتر در سال ۹۲ هم ادامه می‌یابد اما در سال ۹۳ اقتصاد ایران از این شوک خارج شده و با افزایش بودجه عمرانی و مستهلک شدن اثر تحریم‌ها بر اقتصاد ایران مجدداً سرمایه‌گذاری افزایش یافت و به مثبت ۷/۸ درصد رسید. اما با وجود کاهش آثار تحریم‌ها و حرکت کشور به سمت تعدیل تحریم‌ها، در سال‌های ۹۴ و ۹۵ نه تنها سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران رشد نکرد، بلکه بیشترین افت پس از سال اول شوک تحریمی (سال ۹۱) را تجربه کرد. در سال ۹۴ تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به منفی ۱۲ درصد رسید و در سال ۹۵ که سال اجرای برجام بود با ثبت نرخ منفی ۳/۸ درصد، مشخص شد روند سرمایه‌گذاری همچنان کاهش یافته است.

اما چرا در سال ۹۴ و به ویژه سال ۹۵ که سال اجرایی شدن برجام بود رشد سرمایه‌گذاری تا این حد منفی شده است. بررسی آن سال‌ها ما را به دو دلیل می‌رساند که مهم‌ترین آن نرخ بسیار بالای سود سپرده و فاصله بسیار زیاد آن با نرخ تورم بود. در شرایطی که نرخ تورم در پایان سال ۹۴ به ۱۱/۹ درصد رسیده بود، نرخ سود در کل سال ۹۴ حدود ۲۰ درصد و در برخی بانک‌ها حدود ۲۵ درصد بود. همین مساله موجب از بین رفتن مزیت سرمایه‌گذاری در اقتصاد تا سطح نرخ‌های ۲۵ تا ۳۰ درصد شده و به تبع آن تشکیل سرمایه ثابت ناخالص افت قابل توجهی را درج کرده است. این وضعیت در حالی در سال ۹۵ هم ادامه یافت که نرخ تورم در آن سال به زیر ۱۰ درصد رسیده بود. این شکاف بسیار زیاد که در اقتصادهای جهان بی‌نظیر بود، تبعات بسیار سنگینی برای اقتصاد ایران و نظام بانکی داشت. یکی از تبعات این سیاست کاهش انگیزه سرمایه‌گذاری در اقتصاد بود.

سال ۹۶ بانک مرکزی از اوایل شهریور ماه همه بانک‌ها را ملزم به رعایت نرخ سود ۱۵ درصد مصوب شورای پول و اعتبار کرد و فاصله نرخ تورم با نرخ سود بانکی با این اقدام به میزان قابل توجهی کاهش یافت. به نظر می‌رسد یکی از دلایل توقف رشد منفی تشکیل سرمایه در سال ۹۶ و رشد ۱/۴ درصدی این نسبت در آن سال همین اقدام بانک مرکزی بوده است. این سیاست هر چند با مقاومت برخی بانک‌ها روبرو شد اما در نهایت تا حدودی رنگ اجرا به خود گرفت و آثاری برجای گذاشت.

و اما سال ۹۷ و ۹۸ که تحریم‌ها مجدداً بازگشت، دوباره همان اتفاقات سال ۹۱ به شکلی بدتر رخ داد چرا که دولت در سال ۹۷ و ۹۸ با انفعال در برابر تحریم‌ها هیچ سیاستی در جهت افزایش سرمایه‌گذاری در اقتصاد انجام نداد و بسته‌ای برای اقتصاد در شرایط تحریم طراحی و اجرا نکرد. همین نظاره‌گر بودن، مجدداً اقتصاد ایران را به سمت کاهش تشکیل سرمایه طی سال‌های ۱۳۹۷-۱۴۰۰ برده است.

از دیگر سیاست‌های پولی سال‌های اخیر رشد ۵ برابری پایه پولی طی سال‌های ۱۳۹۳-۱۴۰۰ و رشد ۸ برابری نقدینگی در همین دوره است. به عبارت دیگر نقدینگی بیش از ۷۰۰ درصد بیشتر

شده است. افزایش نقدینگی از جمله مهم‌ترین عوامل تاثیرگذار بر افزایش تورم و به دنبال آن افزایش نرخ ارز است. نرخ ارز یکی از متغیرهای اقتصادی است که می‌تواند بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی تاثیر قابل توجهی داشته باشد. چرا که قسمت قابل توجهی از هزینه‌های تولید به قیمت خرید مواد اولیه و کالاهای سرمایه‌ای اختصاص دارد. از آن‌جا که قسمتی از این مواد اولیه، کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای خارجی هستند، نوسانات نرخ ارز می‌تواند بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و سوددهی آن تاثیر بسزایی داشته باشد.

علاوه بر سیاست‌های پولی، از جمله دلایل روند کاهش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی طی سال‌های ۱۳۹۱-۱۴۰۰ می‌توان به موارد ذیل اشاره نمود:

- نبود ثبات اقتصادی؛
- نرخ دو رقمی و بالای تورم و رکود اقتصادی؛
- «فقدان تصویری شفاف از وضعیت فعلی اقتصاد و مبهم بودن وضعیت آینده»؛
- «عدم قطعیت، نااطمینانی و ریسک بالای شروع، انجام و در برخی موارد حتی خاتمه یک فعالیت اقتصادی»؛
- «بروز و تشدید اختلال در ایجاد و استمرار ارتباط و اتصال پویا و سیستماتیک مالی با اقتصاد جهانی»؛
- «محیط نامساعد کسب‌وکار شامل: نبود محیط رقابتی، انحصار در بازارها و عدم اجازه ورود به برخی بازارها، فرآیندهای اداری پیچیده و الزام دریافت مجوزهای متعدد، تنگنای اعتباری و عدم سهولت تامین مالی، کنترل‌ها و دخالت‌های بخش عمومی در بازار محصول از جمله قیمت‌گذاری»؛
- «غیر واقعی بودن متغیرهای کلیدی از جمله نرخ ارز، نرخ بهره و بهای حامل‌های انرژی»؛
- «عدم‌نگاه دقیق، جامع و یکپارچه به زنجیره‌های ارزش تولید در کشور و بررسی و چاره‌جویی برای موانع توسعه صنایع در کلیه سطوح (بالادست تا پایین‌دست)»؛
- «عدم رویکرد برون‌گرایی و تعامل با سایر کشورها به ویژه در حوزه جذب سرمایه و فناوری»
- «و تخصیص و مصرف غیربهبهینه منابع در حوزه سرمایه‌گذاری عمومی و عدم توجه به متغیرهای کارآیی»

نتیجه‌گیری

سرمایه‌گذاری جزئی از تقاضای کل و یکی از عوامل تامین‌کننده رشد اقتصادی است. طبق ارزیابی‌ها افزایش سرمایه‌گذاری موجب تقویت رشد اقتصادی کشورها می‌شود. اثر افزایش سرمایه‌گذاری در اقتصادی که دارای ظرفیت خالی است تکاثری است. در مرحله نخست، افزایش سرمایه‌گذاری موجب افزایش رشد اقتصادی می‌شود. در مراحل بعد، اگر بنگاه‌ها فروش و سود بیشتری کسب کنند در این صورت تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری مجدد خواهند داشت. خانوارها در نتیجه سرمایه‌گذاری ایجاد شده مشاغل بیشتری را تصاحب کرده و در نتیجه درآمد بیشتری برای مصرف خواهند داشت. از سوی دیگر، افزایش سرمایه‌گذاری کارآمد موجب افزایش ظرفیت بهره‌وری و توان رقابت‌پذیری



سرمایه‌گذاری
جزئی از تقاضای
کل و یکی از
عوامل تامین‌کننده
رشد اقتصادی
است. طبق
ارزیابی‌ها افزایش
سرمایه‌گذاری
موجب تقویت
رشد اقتصادی
کشورها می‌شود.
اثر افزایش
سرمایه‌گذاری در
اقتصادی که دارای
ظرفیت خالی است
تکاثری است.



تغییر رویکرد
در تخصیص و
هزینه کرد بودجه
تملک دارایی‌های
سرمایه‌ای دولت
از طریق افزایش
کارآیی با الزام
مشارکت‌دهی
حداکثری بخش
خصوصی و عدم
ایجاد کسری
بودجه، باز
تخصیص منابع و
افزایش درآمدها
به ویژه در حوزه
مالیات».

همین نظاره‌گر بودن، مجدداً اقتصاد ایران را به سمت کاهش تشکیل سرمایه برده است. توصیه می‌شود جهت توقف روند کاهشی سرمایه گذاری و تقویت آن اصلاحات ساختاری در حوزه سیاست‌های پولی اتخاذ شده توسط بانک مرکزی انجام شود. از دیگر مهم‌ترین الزامات اصلاح روند سرمایه‌گذاری و تقویت آن می‌توان به موارد ذیل اشاره نمود:

- «تقویت ثبات اقتصادی و چشم‌انداز رشد».
- «تقویت ثبات اقتصادی بخش خصوصی از طریق رقابتی کردن بازارها و رفع تبعیض‌ها».
- «تقویت برون‌گرایی با هدف ارتقای سطح استاندارد و تنظیمات اقتصادی، اتصال و برقراری ارتباط اثربخش با زنجیره‌های ارزش جهانی و مهم‌تر از همه تامین کمبود منابع موردنیاز برای سرمایه‌گذاری».
- «تغییر رویکردهای سیاستی در حوزه سرمایه‌گذاری و حرکت از سمت تولیدات مبتنی بر منابع طبیعی یا تولیدات غیرقابل تجارت به سمت کالاهای با ارزش افزوده بالا و صادراتی مبتنی بر منابع پایدار رشد».
- «رفع موانع و محدودیت‌های محیط کسب‌وکار برای سرمایه‌گذاری و انجام فعالیت اقتصادی».
- «تسهیل شکل‌گیری فعالیت‌های اقتصادی مبتنی بر فناوری‌های نوین».
- «تعیین دقیق شکاف در حوزه زیرساخت‌ها و اولویت‌های نیازهای سرمایه‌گذاری در این حوزه».
- تغییر رویکرد در تخصیص و هزینه کرد بودجه تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت از طریق افزایش کارآیی با الزام مشارکت‌دهی حداکثری بخش خصوصی و عدم ایجاد کسری بودجه، باز تخصیص منابع و افزایش درآمدها به ویژه در حوزه مالیات».
- «انجام اصلاحات ساختاری در حوزه سیاست‌های پولی، مالی و تجاری و بازارهای مرتبط».
- «به حداقل‌رسانی فعالیت‌های تصدیی گری بخش عمومی و واگذاری واقعی فعالیت‌های اقتصادی به بخش خصوصی» است.

منابع

بهنامیان و همکاران (۱۳۹۹)، بررسی عوامل موثر بر رشد سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در ایران، فصلنامه نظریه‌های کاربردی اقتصاد، ش ۴

دشتی سعیده و حیدرپور، افشین (۱۳۸۷)، بررسی روند سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و رشد اقتصادی در ایران، دفتر مطالعات اقتصادی

سلیمی‌فر، مصطفی و قوی، مسعود (۱۳۸۱)، تسهیلات بانک‌ها و سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، ش ۱۳

غروی نخجوانی، سیداحمد (۱۳۸۱)، نقش درآمدهای نفتی در تامین منابع سرمایه‌گذاری ایران، پژوهشنامه اقتصادی، سایت خبرگزاری‌های دنیای اقتصاد، فارس، ایرنا، اقتصاد آنلاین

اقتصاد می‌شود. به این ترتیب افزایش سرمایه‌گذاری در کسب و ارتقای مهارت و تحصیل باعث افزایش بهره‌وری نیروی کار می‌شود. سرمایه‌گذاری در فناوری جدید و تولید کالاهای سرمایه‌ای باعث افزایش بهره‌وری و ظرفیت بهره‌وری اقتصاد، افزایش سمت عرضه در اقتصاد و در نتیجه تامین رشد بلندمدت اقتصاد می‌شود. در این بین، افزایش بهره‌وری اقتصاد می‌تواند روند بلندمدت رشد اقتصاد را جابه‌جا کرده و ارتقا دهد.

تحریم‌ها در فاصله سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ وضعیتی متفاوت بر اقتصاد ایران تحمیل کرده است. بررسی روند تشکیل سرمایه ثابت ناخالص بخش خصوصی در دو بخش ساختمان و ماشین‌آلات در سال‌های ۱۴۰۰-۱۳۹۰ نشان‌دهنده کاهشی بودن این روند است. این وضعیت خود را در قالب فرار سرمایه از کشور و کاهش شدید تشکیل سرمایه ثابت بروز داده که در ساده‌ترین تعریف گویای توقف و خاموش شدن موتور سرمایه‌گذاری به‌عنوان مهم‌ترین محرک رشد اقتصادی کشور است. ارزیابی‌ها همچنین نشان می‌دهد رقم موجودی سرمایه خالص واقعی برای اولین بار در سال ۱۳۹۸ با افت مواجه شده است و این روند در سال‌های ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ نیز ادامه داشته است. این موضوع باعث شده برای اولین بار پیشی گرفتن استهلاک از انباشت سرمایه‌گذاری در سال ۹۸ و منفی شدن رشد موجودی سرمایه در همین سال و سال‌های بعد رخ دهد. عملکرد بسیار ضعیف اقتصاد در حوزه سرمایه‌گذاری طی دهه اخیر و اندازه بزرگ شکاف ایجاد شده با دهه ۸۰، وضعیت هشداردهنده و نگران‌کننده سرمایه‌گذاری به ویژه در حوزه سرمایه‌گذاری مولد یعنی ماشین‌آلات را نشان می‌دهد. در این میان تضعیف توان سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و نرخ بالای افت سرمایه‌گذاری این بخش طی دهه اخیر نیز مهر تاییدی بر افول شدید سرمایه‌گذاری در دهه ۹۰ به شمار می‌رود. سیاست‌های پولی در صورتی که صحیح اتخاذ می‌شدند می‌توانستند روند کاهشی را متوقف و یا حتی مثبت نمایند. در سال ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ با وجود اینکه سال‌های اجرایی برجام بود ولی رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص منفی شد. بررسی آن سال‌ها نشان می‌دهد که مهم‌ترین دلیل این موضوع اتخاذ سیاست نامناسب پولی در جهت افزایش نرخ بسیار بالای سود سپرده و فاصله بسیار زیاد آن با نرخ تورم بود. در شرایطی که نرخ تورم در پایان سال ۹۴ به ۱۱٫۹ درصد رسیده بود، نرخ سود در کل سال ۹۴ حدود ۲۰ درصد و در برخی بانک‌ها حدود ۲۵ درصد بود. همین مساله موجب از بین رفتن مزیت سرمایه‌گذاری در اقتصاد تا سطح نرخ‌های ۲۵ تا ۳۰ درصد شده و به تبع آن تشکیل سرمایه ثابت ناخالص افت قابل توجهی را درج کرده است. این وضعیت در حالی در سال ۹۵ هم ادامه یافت که نرخ تورم در آن سال به زیر ۱۰ درصد رسیده بود. سال‌های ۹۷ و ۹۸ به بعد که دوره تحریم‌های مجدد ایران بود، مجدداً روند منفی رشد سرمایه‌گذاری ادامه داشت چرا که دولت و بانک مرکزی در سال ۹۷ و ۹۸ با انفعال در برابر تحریم و آثار تحریم‌ها سیاست مناسبی در جهت افزایش سرمایه‌گذاری در اقتصاد اعمال نکردند و بسته‌ای برای اقتصاد در شرایط تحریم طراحی و اجرا نشد.