

بازار سرمایه

مسیر طی شده، چشم انداز پیش رو

درسال



الگوریتم

گروه خدمات بازار سرمایه

۱	۱- مقدمه
۲	۲- مروری بر روند متغیرهای کلان اقتصادی: ۱۳۹۳-۱۳۹۸
۹	۳- مسیر طی شده
۱۲	۴- چشم انداز بازار سرمایه در سال آتی
۱۲	۴-۱- نرخ ارز
۱۴	۴-۲- نرخ تورم
۱۷	۴-۳- نرخ جهانی کالاهای اولیه
۱۹	۴-۴- نقدینگی در بازار سرمایه
۲۲	۴-۴-۱- سایر عوامل اثرگذار بر بازار سرمایه
۲۲	۴-۵- قیمت سهام، سودآوری و آینده بازار
۲۳	۴-۵-۱- شاخص بازار الگوریتم
۲۷	۴-۵-۲- شاخص بازار کلامحور الگوریتم
۲۷	۴-۵-۳- شاخص سودآوری الگوریتم
۲۸	۵- جمع بندی

عنوان گزارش:
تهیه و تدوین کننده:
صفحه آرا:
تاریخ انتشار:

بازار سرمایه در سال ۹۹ - مسیر طی شده، چشم انداز پیش رو
گروه خدمات بازار سرمایه الگوریتم
امیرپویا صابری
اسفند ماه ۱۳۹۸

گروه خدمات بازار سرمایه الگوریتم نامی جوان برای گروهی با تجربه است. هسته اصلی این مجموعه در سال ۱۳۸۶ با نام شرکت سرمایه گذاری آتی نگر سپهر ایرانیان به عنوان بازوی کارشناسی و مدیریت دارایی های بورسی شرکت سرمایه گذاری خوارزمی شکل گرفت. این شرکت در سال های اخیر با تاسیس شرکت سیدگردان الگوریتم و تملک شرکت کارگزاری آینده نگر خوارزمی گام در راه تبدیل شدن به یک هلدینگ خدمات مالی گذاشته است. در حال حاضر همه خدمات کارگزاری، مدیریت دارایی ها، تامین مالی و مشاوره سرمایه گذاری در مجموعه گروه خدمات بازار سرمایه الگوریتم به مشتریان ارائه می شود. مالکیت ۵ درصد از سهام بیمه سرمد و تامین سرمایه سپهر، سرمایه ۲۰۰۰ میلیارد ریالی، ارزش دارائی های بیش از ۵۰۰۰ میلیارد ریالی، بهرهمندی از حمایت گروه سرمایه گذاری خوارزمی و ارتباطات گسترده با نظام مالی و پولی کشور در کنار توانمندی های داخلی گروه، زمینه ارائه مطلوب تر خدمات به مشتریان را فراهم می آورد.

۱- مقدمه

همانطور که بسیاری از کارشناسان پیش بینی می‌کردند این وضعیت تداوم پیدا نکرد و سرانجام اقتصاد ایران از میانه‌های سال ۱۳۹۶ مجدداً در معرض تلاطم‌های کلان قرار گرفت. افزایش شدید نرخ ارز، افزایش تورم، منفی شدن رشد اقتصادی و رشد افسارگسیخته قیمت دارایی‌ها بار دیگر مهمان اقتصاد ایران شد. اما چنان که اشاره شد رویه‌های اقتصادی ایران در سال‌های گذشته به گونه‌ای بود که بروز وضعیت فعلی را اجتناب‌ناپذیر می‌کرد. موضوع این گزارش واکاوی گذشته نیست با این‌همه از آنجا که دستیابی به فهمی دقیق در خصوص آینده بازارها و به طور خاص بازار سرمایه مستلزم فهم مسیر طی شده است، در این گزارش به بررسی این موضوع نیز پرداخته شده است. بر این اساس در این گزارش سعی شده است ضمن مرور روند تغییرات متغیرهای کلان اقتصادی در فاصله سال‌های ۱۳۹۳ تا پایان بهمن‌ماه ۱۳۹۸، به واکاوی مسیر طی شده پرداخته و وضعیت آینده بازارها به ویژه بازار سرمایه در سال آتی ارزیابی شود. به این منظور در بخش دوم روند متغیرهای کلان اقتصادی مورد بررسی قرار گرفته است. بخش سوم به چرایی بروز شرایط فعلی اختصاص دارد. در بخش چهارم وضعیت آینده بازار سرمایه مورد ارزیابی قرار گرفته است و سرانجام بخش پنجم به جمع‌بندی اختصاص دارد.

بی‌ثباتی و عدم اطمینان بهترین صفات برای توصیف اقتصاد ایران در دو سال اخیرند. این شرایط که سلسله‌ای از عوامل داخلی و خارجی در رقم خوردن آن دخیل بوده‌اند بیش از هر چیز در کاهش ارزش پول ملی متبلور شده‌اند: ارزش ریال از ابتدای پاییز ۱۳۹۶ تا انتهای بهمن ۱۳۹۸ حدود ۷۵ درصد کاهش یافته است. این در حالی است که اقتصاد ایران پس از روی کار آمدن دولت یازدهم، به واسطه فراگیر شدن موج خوش‌بینی به آینده و در ادامه تصویب برجام روند نسبتاً با ثباتی را در پیش گرفته بود. نرخ تورم پس از ثبت مقادیر ۲۸.۶ و ۳۲.۱ درصد در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ مسیری نزولی در پیش گرفت و در سال ۱۳۹۵ به ۶.۸ درصد کاهش یافت. نرخ رشد اقتصادی نیز پس از ثبت مقادیر ناامید کننده ۶.۲ و -۰.۶ درصد در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲، در سال ۱۳۹۳ رو به بهبود گذاشت و با افزایش صادرات نفت ایران در سال ۱۳۹۵ به ۱۲.۱ درصد رسید.

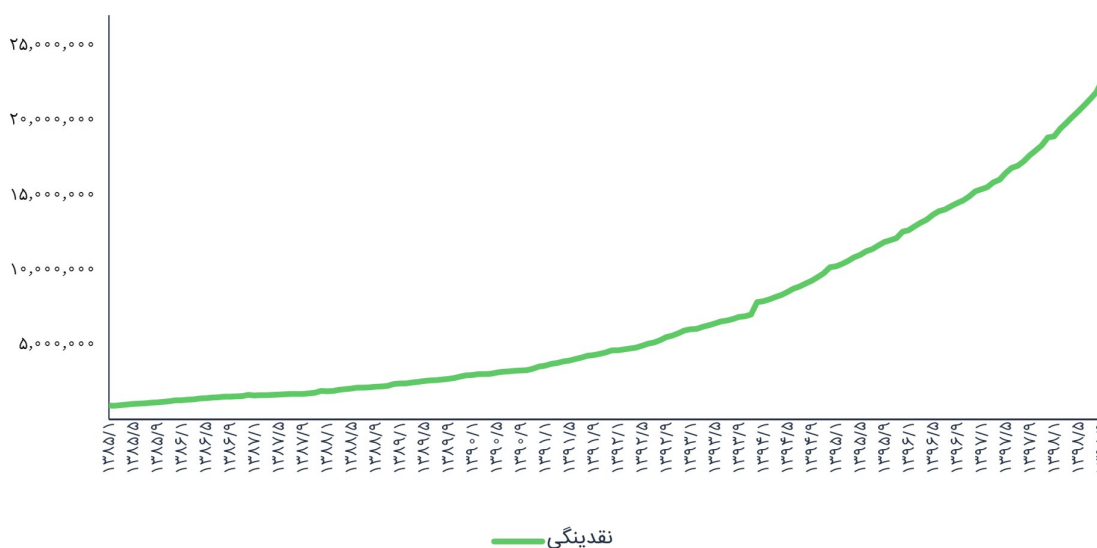
آمارهای رشد اقتصادی و پیش بینی نهادهای داخلی و بین‌المللی درخصوص روندهای آتی، بر خروج ایران از رکود اقتصادی گواه می‌دادند؛ با این حال مشکلات ساختاری اقتصاد ایران هنوز پابرجا بود. نقدینگی و کسری بودجه دولت به صورت سالانه افزایش می‌یافت و ترازنامه بانک‌ها ناتراز و مملو از دارایی‌های سمی بود. از همه مهم‌تر به رغم مثبت شدن رشد اقتصادی، اغلب صنایع کمابیش با رکود نسبی مواجه بودند؛ وضعیتی که بیش از هر چیز معلول بالا بودن نرخ سود سپرده‌ها بود. دولت البته در وضعیتی دشوار قرار داشت، کاهش نرخ بهره می‌توانست دستاورد تورم یک رقمی دولت را با تهدید مواجه کند و از سوی دیگر عدم توجه به آن تداوم رشد در سال‌های آتی را با چالش روبه‌رو می‌کرد.

۲- مروری بر روند متغیرهای کلان اقتصادی: ۱۳۹۸-۱۳۹۳

بر اساس آمارهای منتشره توسط بانک مرکزی نقدینگی از ابتدای پاییز سال ۱۳۹۶ یعنی زمانی که به واسطه افزایش نرخ ارز اولین جرقه‌های بی‌ثباتی در اقتصاد ایران زده شد تا پایان آذرماه ۱۳۹۸ بیش از ۶۳ درصد رشد کرده است. این رشد البته مختص به این دوره نیست و این متغیر به صورت تاریخی در اقتصاد ایران در حال افزایش بوده است. برای مثال از ابتدای سال ۱۳۹۳ - به عنوان نخستین سال آرامش پس از تلاطم ارزی سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ - تا پایان آذرماه ۱۳۹۸ بالغ بر ۱۸۰ درصد رشد کرده است. در واقع در هر دو دوره مورد بررسی نقدینگی با نرخ ماهانه حدود ۲ درصد در حال رشد بوده است. جدول ۱ تغییرات این متغیر را در دو بازه مورد اشاره با جزئیات بیشتر به نمایش می‌گذارد. همچنین شکل ۱ روند تغییرات نقدینگی از سال ۱۳۸۵ تاکنون را نشان می‌دهد.

ارزش ریال طی دو سال و نیم گذشته حدود ۷۵ درصد کاهش یافته است. در چنین شرایطی نگهداری ریال منطقی نیست و بر این اساس نقدینگی انباشت شده در سپرده‌های مدت‌دار به بازار دارایی‌ها سرازیر می‌شود. مسکن، ارز، طلا و سرانجام بازار سرمایه مقصد نهایی سپرده‌هایی است که قناعت به سود بانکی را به دلیل نرخ بهره واقعی منفی آن کاری غیرعقلایی می‌دانند. سیلان نقدینگی در بازارها، منجر به افزایش تقاضا و رشد هر چه بیشتر قیمت دارایی‌ها شده و در نتیجه کاهش هر چه بیشتر ارزش ریال را به دنبال دارد. به این ترتیب اقتصاد در یک مسیر مارپیچ گرفتار می‌شود که جز با اصلاح انتظارات در خصوص آینده بازارها تعدیل نخواهد شد - به ویژه آنکه نقدینگی همچنان بی‌وقفه در حال رشد است.

تاریخ	نقدینگی (میلیارد ریال)	رشد تا آذرماه ماه ۹۸	متوسط رشد ماهانه
ابتدای ۹۳	۵,۹۴۷,۸۵۳	٪۱۸۰	٪۱,۵
انتهای شهریور ۹۶	۱۳,۸۹۹,۵۰۰	٪۶۳	٪۱,۸۲
انتهای آذرماه ۹۸	۲۲,۶۲۳,۱۰۰	-	-

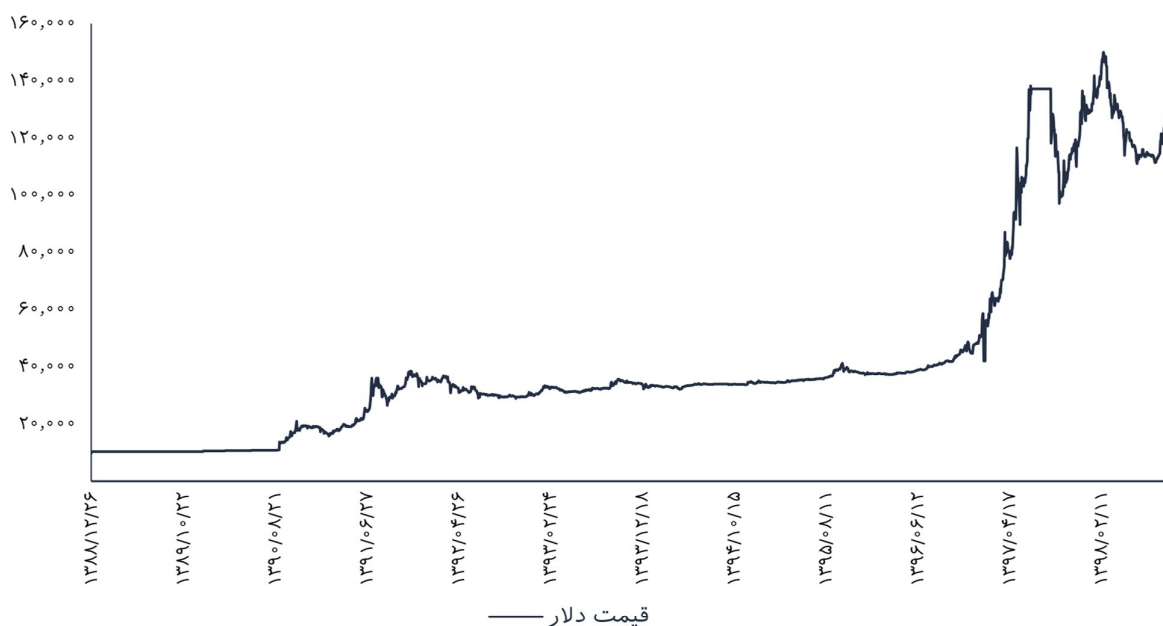


شکل ۱- تغییرات نقدینگی از سال ۱۳۸۵ تا آذرماه ۱۳۹۸

این نقدینگی عظیم پس از بروز اولین نشانه‌های بحران در اقتصاد ایران در ابتدای پاییز ۱۳۹۶ به سمت بازارهای ارز، مسکن و طلا روانه شد و زمینه را برای افزایش پی‌درپی قیمت‌ها در این دو بازار فراهم کرد. قیمت دلار که از ابتدای سال ۱۳۹۳ تا انتهای تابستان ۱۳۹۶ روندی باثبات را طی کرده بود از ابتدای پاییز به تدریج شروع به افزایش کرد و در تابستان ۱۳۹۷ به سطوح بالای ۱۵۰۰۰ تومان رسید. هر چند این متغیر از آن پس با نوسانات بسیاری مواجه بوده است اما در انتهای بهمن‌ماه ۱۳۹۸ حدود ۲۶۶ درصد نسبت به ابتدای پاییز ۱۳۹۶ رشد داشته است. جدول ۲ و شکل ۲ روند تغییرات این متغیر در بازه مورد اشاره را با جزئیات بیشتر نشان می‌دهد.

تاریخ	نرخ ارز	رشد تا بهمن ماه ۹۸	متوسط رشد ماهانه
ابتدای ۹۳	۳۲,۶۶۰	٪۳۳۵	٪۲,۰۹
انتهای شهریور ۹۶	۳۸,۸۸۲	٪۲۶۶	٪۴,۵۷
انتهای بهمن ماه ۹۸	۱۴۲,۲۰۰	—	—

جدول ۲- تغییرات نرخ ارز در دو دوره: ابتدای ۹۳ تا انتهای بهمن ۹۸ و ابتدای پاییز ۱۳۹۷ تا انتهای بهمن ۱۳۹۸

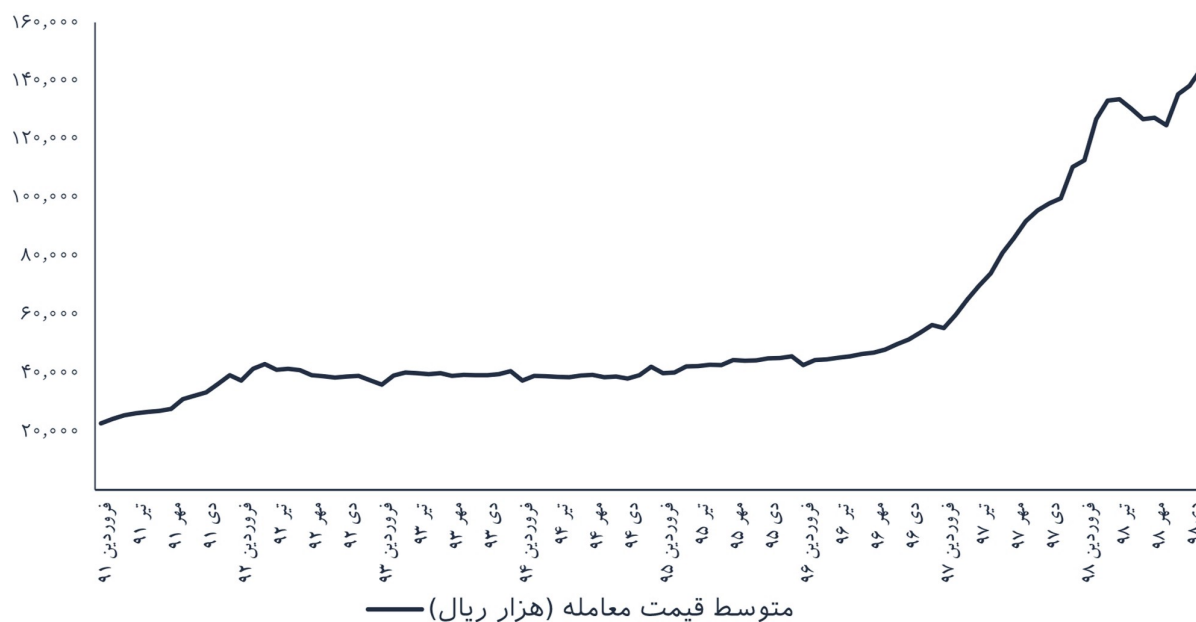


شکل ۲- تغییرات نرخ ارز از سال ۱۳۸۵ تا آذرماه ۱۳۹۸

بازار مسکن نیز پس از یک دوره رکود که با ثبات نسبی قیمت‌ها همراه بود دستخوش تحولات جدی شد. در حالی که قیمت مسکن در تهران از فروردین سال ۱۳۹۳ تا انتهای شهریور ۱۳۹۶ حدود ۲۹ درصد و در نیمه اول سال ۱۳۹۶ تنها ۲ درصد رشد کرده بود، در نیمه دوم این سال ۲۱ درصد رشد کرد. در ادامه و پس از افزایش قیمت ارز، بازار مسکن به‌عنوان گزینه‌ای جذاب جهت حفظ ارزش دارایی‌ها مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار گرفت. این توجه باعث شد قیمت مسکن از ابتدای پاییز ۱۳۹۶ تا انتهای بهمن ۱۳۹۸ نزدیک به ۲۱۰ درصد رشد کند. جدول ۳ و شکل ۳ روند تغییرات این متغیر در بازه مورد اشاره را با جزئیات بیشتر نشان می‌دهد.

تاریخ	قیمت هر متر مربع مسکن (هزار ریال)	رشد تا بهمن ماه ۹۸	متوسط رشد ماهانه
فروردین ۹۳	۳۵,۹۷۷	٪۳۰۰	٪۲
انتهای شهریور ۹۶	۴۶,۵۰۰	٪۲۱۰	٪۳,۹۸
انتهای بهمن ماه ۹۸	۱۴۳,۹۷۱	—	—

جدول ۳- تغییرات قیمت مسکن در دو دوره: ابتدای ۹۳ تا آذر ۹۸ و ابتدای پاییز ۱۳۹۷ تا انتهای بهمن ۱۳۹۸



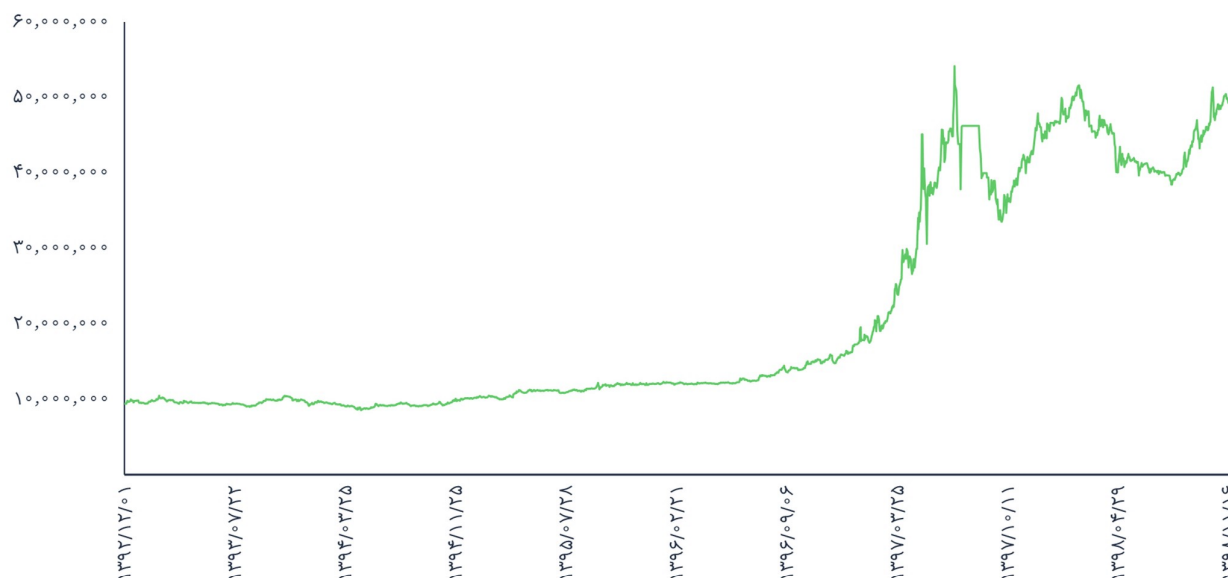
شکل ۳- تغییرات قیمت مسکن از سال ۱۳۹۱ تا بهمن ماه ۱۳۹۸

بازار طلا نیز از هجوم نقدینگی در امان نماند. طلا به صورت سنتی در تمام دنیا امن‌ترین گزینه سرمایه‌گذاری محسوب شده و در هنگام بروز بحران‌های اقتصادی با افزایش ارزش جدی مواجه می‌شود. قیمت طلا در ایران متأثر از دو عامل تغییر می‌کند، قیمت ارز و قیمت جهانی طلا؛ بنابراین پس از افزایش قیمت ارز در ایران قیمت طلا نیز با افزایش مواجه شد. جدول ۴ و شکل ۴ تغییرات قیمت سکه تمام بهار آزادی طرح جدید در ایران در بازه‌های مورد اشاره را نشان می‌دهد.

تاریخ	قیمت سکه (هزار ریال)	رشد تا بهمن ماه ۹۸	متوسط رشد ماهانه
ابتدای ۹۳	۹,۵۵۰	%۴۵۶	%۲,۴۴
انتهای شهریور ۹۶	۱۲,۳۶۱	%۳۲۹	%۵,۱۵
انتهای بهمن ماه ۹۸	۵۳,۰۶۰	—	—

جدول ۴- تغییرات قیمت سکه در دو دوره: ابتدای ۹۳ تا انتهای بهمن ۹۸ و ابتدای پاییز ۱۳۹۷ تا انتهای بهمن ۱۳۹۸

چنان که اشاره شد قیمت ذاتی طلا متأثر از رشد قیمت ارز افزایش می‌یابد با این حال باید توجه داشت اعمال محدودیت در معاملات ارز توسط بانک مرکزی برای کنترل نرخ آن باعث شد که بخش زیادی از تقاضای ارز به بازار سکه و طلا سرازیر شده و موجبات فراهم آوردن حباب قیمتی در آن‌ها را فراهم آورد به گونه‌ای که گاه این حباب تا ۴۰ درصد ارزش ذاتی قیمت سکه (در مردادماه ۱۳۹۷) را نیز شامل می‌شد.

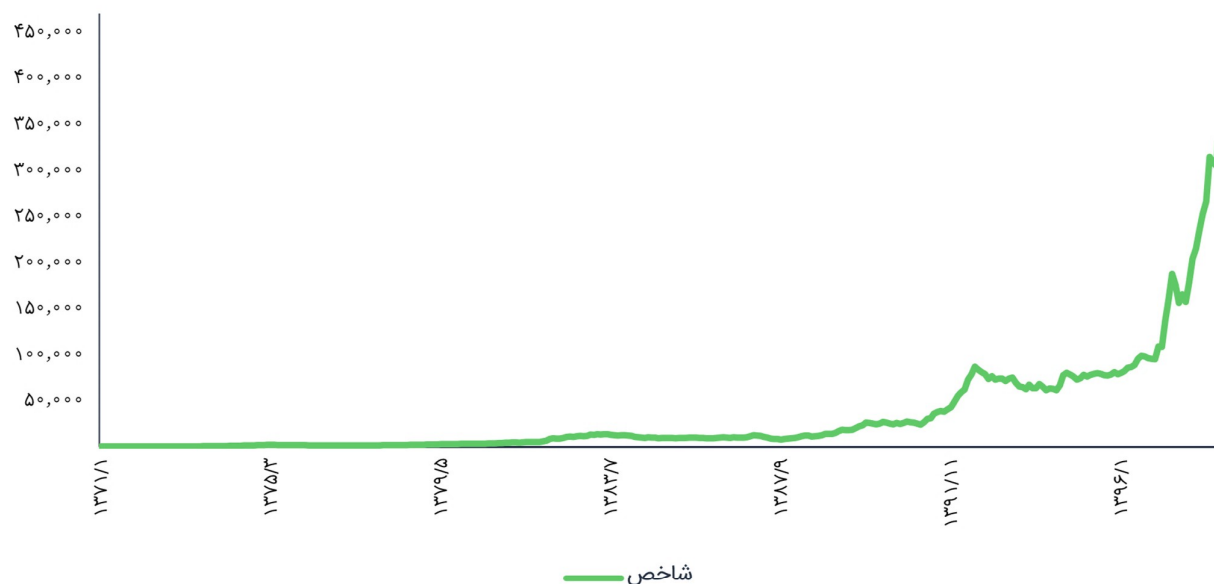


شکل ۴- تغییرات قیمت سکه از سال ۱۳۹۲ تا بهمن ماه ۱۳۹۸

بورس آخرین بازاری بود که از هجوم نقدینگی متاثر شد. این بازار ابتدا تحت تاثیر رشد قیمت ارز و افزایش سود شرکت‌ها، و در مرحله بعد تحت تاثیر افزایش قیمت دارایی‌ها و پیش‌بینی‌ها در خصوص افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی دارایی‌ها با رشد مواجه شده و به مرور مورد توجه عامه مردم قرار گرفت. توجه روزافزون به این بازار باعث ورود بی‌سابقه نقدینگی به این بازار شده است که در بخش‌های بعد به تفصیل مورد بررسی قرار خواهد گرفت. مجموعه عوامل فوق باعث شد شاخص بورس با رشدی خیره‌کننده مواجه شود و در حالی که از ابتدای سال ۱۳۹۳ تا پایان تابستان ۱۳۹۶ تنها ۷ درصد رشد کرده بود از ابتدای پاییز ۱۳۹۷ تا پایان بهمن‌ماه با رشد خیره‌کننده ۴۵۸ درصدی مواجه شد. جدول ۵ و شکل ۵ روند تغییرات شاخص بورس از سال ۱۳۹۳ تا پایان بهمن‌ماه ۱۳۹۸ را نشان می‌دهد.

تاریخ	شاخص	رشد تا بهمن ماه ۹۸
ابتدای ۹۳	۷۹,۰۱۵,۴	٪۵۰,۵
انتهای شهریور ۹۶	۸۵,۸۳۱,۸	٪۴۵۷,۸
انتهای بهمن ماه ۹۸	۴۷۸,۷۵۵	—

جدول ۵- تغییرات شاخص کل بورس تهران در دو دوره: ابتدای ۹۳ تا آذر ۹۸ و ابتدای پاییز ۱۳۹۷ تا آذر ۱۳۹۸



شکل ۵- تغییرات شاخص بورس از سال ۱۳۷۱ تا آذرماه ۱۳۹۸

جدول ۶- شاخص قیمت مصرف کننده و تورم از سال ۱۳۹۳ تا انتهای دی ماه ۱۳۹۸

تورم	CPI	تاریخ
۱۵۰٪	۷۷,۶۱	ابتدای ۹۳
۸۱٪	۱۰۶,۹۶	انتهای شهریور ۹۶
	۱۹۴,۳۹	انتهای دی ماه ۹۸

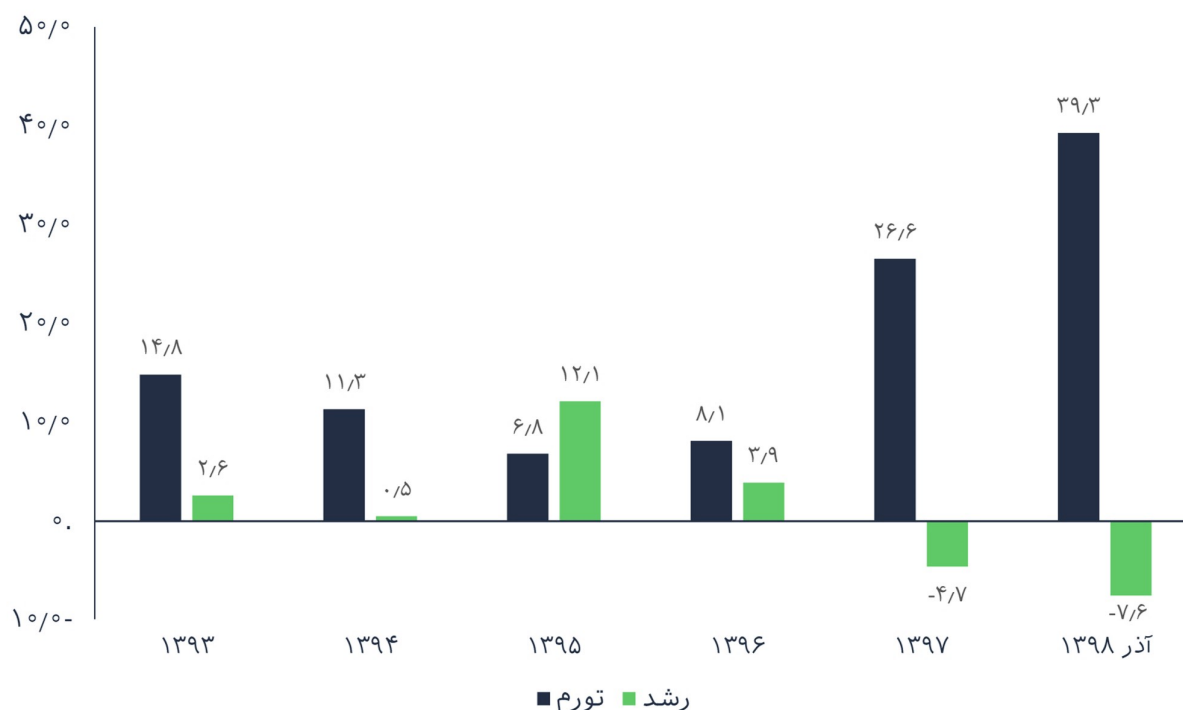
شاخص بورس را عموماً دماسنج اقتصاد یک کشور می‌دانند و بر این اساس رشد این شاخص در شرایط عادی نشانه‌ای خوب برای اقتصاد یک کشور تلقی می‌شود. اما رشد چشمگیر شاخص بورس در ایران نه به خاطر اوضاع به سامان اقتصاد، بلکه به دلیل تورم بالا بوده است. نگاه به دو متغیر رشد اقتصادی و تورم در دو سال اخیر، گواه این مدعا است. تورم در سال ۱۳۹۷ معادل ۲۶.۶ درصد و تا پایان آذرماه ۱۳۹۸ معادل ۳۹.۳ درصد بوده است. تورم نقطه به نقطه از ابتدای پاییز ۱۳۹۶ تا انتهای دی ماه ۱۳۹۸ حدود ۸۱ درصد بوده، یعنی قیمت کالاها و خدمات در دوره ذکر شده به طور متوسط ۱.۸ برابر شده است.

جدول ۷- تولید ناخالص داخلی واقعی و رشد اقتصادی از سال ۱۳۹۳ تا انتهای دی ماه ۱۳۹۸

رشد اقتصادی	GDP _{Pr} (میلیارد ریال)	تاریخ
۷٪	۶,۲۴۰,۷۰۶	ابتدای ۹۳
۹,۱٪-	۷,۴۰۳,۸۰۷	انتهای شهریور ۹۶
	۶,۷۲۸,۹۸۰	چهارفصل منتهی به آذرماه ۹۸

این در حالی است که اقتصاد ایران از ابتدای پاییز ۱۳۹۶ تا انتهای آذرماه ۱۳۹۸ بیش از ۹ درصد کوچک شده است. نکته حائز اهمیت آن است که اقتصاد ایران از ابتدای سال ۱۳۹۳ تا انتهای آذرماه ۱۳۹۸ صرفاً ۷ درصد رشد کرده است در حالی که رشد نقدینگی ۲۸۰ درصد و تورم نقطه به نقطه ۱۵۰ درصد بوده است. بر اساس نظریه‌های اقتصادی در صورتی که رشد نقدینگی از رشد بخش واقعی اقتصاد پیشی بگیرد، مازاد این رشد به صورت تورم در اقتصاد ظاهر خواهد شد. بنابراین به رغم بالا بودن تورم در دو سال اخیر، این متغیر بیش از ۱۲۰ درصد جاماندگی دارد. این جاماندگی البته خود را در بازار دارایی‌هایی مانند خودرو، مسکن، ارز و سکه نشان داده و باعث رشد شدید قیمت‌ها در این بازارها شده است.

شکل ۶ تورم سالانه و نرخ رشد اقتصادی حدفصل سال‌های ۱۳۹۳ تا پایان آذرماه ۱۳۹۸ را نشان می‌دهد.



شکل ۶- تورم سالانه و نرخ رشد اقتصادی حدفصل سال‌های ۱۳۹۳ تا پایان آذرماه ۱۳۹۸

چنان که مشاهده می‌شود اقتصاد ایران از سال ۱۳۹۳ تاکنون با دو دوره کاملاً متفاوت روبه‌رو بوده است. دوره نخست که با آغاز به کار دولت یازدهم آغاز شد به علت ایجاد انتظارات مثبت در اقتصاد، تصویب برجام، از سرگیری صادرات نفت و بهبود نسبی ارتباطات بانکی ایران با دنیای خارج دوره‌ای نسبتاً باثبات همراه با تورم پایین و رشد قابل قبول بود. با این حال دوره دوم که از ابتدای پاییز ۱۳۹۶ آغاز شد و هنوز نیز ادامه دارد همه دستاوردهای دوره اول را بلعید و اقتصاد ایران را در سرashی نزل قرار داد. چرایی این اتفاق در بخش بعد مورد بررسی قرار گرفته است.

۳- مسیر طی شده

بسیاری از کارشناسان معتقدند خروج آمریکا از برجام و اعمال سیاست فشار حداکثری از سوی آمریکا باعث شد زخم‌های ساختاری کهنه اقتصاد ایران تازه و رشد اقتصادی منفی، جهش نرخ ارز، افزایش شدید تورم و رشد پیوسته قیمت دارایی‌ها مهمان دوباره اقتصاد ایران شود. با این حال بی‌ثباتی اقتصاد ایران از میانه‌های سال ۱۳۹۶ و با ایجاد التهاب در بازار ارز آغاز شد. در شهریورماه آن سال و به دنبال تداوم تورم تک‌رقمی برای دومین سال پیاپی، بانک مرکزی در بخش‌نامه‌ای بانک‌ها را ملزم به کاهش نرخ سپرده‌ها به ۱۵ درصد کرد. توجیه این تصمیم کمک به کاهش هزینه تمام شده پول برای بانک‌ها و به تبع آن کاهش نرخ هزینه وام‌دهی بانک‌ها به عنوان محرک رشد اقتصادی بود. در بخشی از بیانیه بانک مرکزی آمده بود:

«...در سال‌های اخیر، زمینه لازم برای تحقق کاهش نرخ سود بانکی فراهم شده است، چرا که نرخ تورم، کنترل [شده] و در آستانه تک‌رقمی قرار گرفته است و مؤسسات غیرمجاز فعال در بازار غیرمستقل پولی نیز که همواره عامل اختلال در اجرای سیاست‌های پولی و بانکی بودند، به واسطه اقدام‌ها و تدابیر بانک مرکزی و سایر نهادهای نظارتی تعیین تکلیف شدند.

همچنین یکی از اولویت‌ها و برنامه‌های اصلی دولت دوازدهم حمایت از تولید ملی، افزایش اشتغال و اجرای سیاست‌های اقتصاد مقاومتی است، بر این اساس همچنان از شبکه بانکی کشور انتظار می‌رود با اجرای دقیق سیاست‌های پولی کشور و پایبندی متعهدانه و مجذانه به آن‌ها، زمینه رونق تولید و ایجاد اشتغال را در کشور بیش از پیش فراهم کنند.»

به سپرده‌های بلندمدت بانکی منتقل شدند و حجم این سپرده‌ها را در مدت مشابه ۲۷ درصد افزایش دادند. روند کاهشی حجم سپرده‌های کوتاه‌مدت در ماه‌های بعد نیز ادامه یافت، با این تفاوت که عمده منابع خارج شده از این حساب‌ها به حساب‌های جاری منتقل شد و سپرده‌های جاری را در شش ماهه دوم سال ۱۳۹۶ حدود ۲۰ هزار میلیارد تومان (۱۲.۵٪) افزایش داد (رقم افزایش در ۶ ماهه نخست همان سال ۵ هزار میلیارد تومان بود). نقدینگی حاصل از تبدیل سپرده‌های مدت‌دار به جاری به مرور بازارهای مسکن و ارز را تحت تاثیر قرار داد. بازار مسکن که از ابتدای تابستان سال ۱۳۹۳ به رکود عمیقی فرو رفته بود، از ابتدای پاییز سال ۱۳۹۶ وارد فاز رونق شد و تا انتهای همان سال ۲۱ درصد رشد را تجربه کرد. همچنین قیمت ارز در مدت مشابه با ۲۶ درصد رشد مواجه شد.

کاهش نرخ سپرده‌های بانکی در شرایطی رخ می‌داد که از مدت‌ها پیش زمزمه‌هایی در خصوص اجرای قانون مالیات بر ارزش افزوده از ابتدای سال ۲۰۱۸ میلادی در امارات به عنوان مرکز اصلی دسترسی ایران به ارز به گوش می‌رسید. این مسئله از آن رو حائز اهمیت بود که می‌توانست دسترسی ایران به ارز از طریق دویی را، به دلیل شفاف شدن تراکنش‌های مالی با تحدید مواجه کند. این قانون در دی‌ماه همان سال به اجرا درآمد و متأسفانه مطابق انتظارات دسترسی بانک مرکزی به ارز را محدود کرد. قیمت ارز در ایران تا حد زیادی به توانایی بانک مرکزی در کنترل عرضه ارز وابسته است؛ بنابراین محدودیت دسترسی به منابع ارزی توانایی این نهاد برای پاسخگویی به افزایش تقاضای ناشی از جاری شدن نقدینگی به بازار ارز را محدود کرد. افزایش قیمت ارز در آن مقطع به مرور منجر به شکل‌گیری انتظارات در خصوص آغاز روند افزایشی قیمت ارز شد و با انتقال منحنی تقاضای ارز به بالا، زمینه را برای هجوم هر چه بیشتر نقدینگی به این بازار مهیا کرد.

این اقدام بانک مرکزی باعث تغییر در رفتار سپرده‌گذاران شد. ابتدا و با توجه به الزام بانک مرکزی مبنی بر اعمال سود سپرده ۱۵ درصدی از ابتدای شهریورماه، سپرده‌های کوتاه‌مدت بانکی با نرخ ۱۰ درصد، در شهریورماه نسبت به مردادماه با کاهش قابل توجه ۲۰.۴ درصدی مواجه شد. این بخش از پول سپرده‌گذاران عمدتاً

روند افزایش قیمت در همه بازارها در سالهای ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ نیز ادامه یافت که شرح آن در بخش یک آورده شد. نرخ ارز، قیمت مسکن، طلا (سکه)، و شاخص بازار بورس به رغم نوسانات مقطعی صعودی پرقدرت داشته و به سطوحی رسیده‌اند که تصور آن سه سال پیش از این ناممکن می‌نمود. اما چرا به این نقطه رسیده‌ایم و آیا در انتهای این چرخه افزایشی قرار داریم؟ بر اساس مباحث مطرح شده تاکنون می‌توان گفت که سه عامل عمده در شکل‌گیری وضعیت کنونی موثر بوده است:

۱ محدودیت دسترسی بانک مرکزی به ارز و کاهش عرضه کل اقتصاد

محدود شدن دسترسی بانک مرکزی به ارز باعث ناتوانی این نهاد در کنترل نرخ ارز شد. بانک مرکزی ایران به صورت سنتی و به دلیل عدم بهره‌مندی از ابزارهای مرسوم جهانی مانند عملیات بازار باز برای اثرگذاری بر نرخ بهره و دستیابی به نرخ تورم هدف، تورم را از طریق دخالت در بازار ارز کنترل (یا سرکوب) می‌کند. افزایش نرخ ارز بلافاصله منجر به افزایش قیمت طلا و کالاهای وارداتی شده و در عین حال هزینه‌های تولید را برای تولیدکنندگان داخلی افزایش می‌دهد. به این ترتیب میزان عرضه کل اقتصاد نیز کاهش یافته و در تعادل جدید قیمت‌ها افزایش خواهند یافت.

۲ شکل‌گیری انتظارات منفی و افزایش تقاضای کل اقتصاد

همانطور که با روی کار آمدن دولت یازدهم و تصویب برجام امیدها به آینده اقتصاد ایران منجر به ثبات نسبی شرایط شده بود، خروج آمریکا از برجام باعث بروز انتظارات منفی در خصوص آینده اقتصاد شد. در این شرایط، مردم، قیمت‌ها در آینده را بالاتر از قیمت‌های فعلی ارزیابی می‌کنند و به همین دلیل تقاضای کل اقتصاد در هر سطحی از قیمت با افزایش مواجه می‌شود (اصطلاحاً منحنی تقاضا به سمت راست و بالا جابجا می‌شود). افزایش تقاضا باعث می‌شود سطح قیمت‌ها رشد کرده و اقتصاد با تورم مواجه شود.

۳ رشد بی‌رویه نقدینگی و افزایش تقاضای کل اقتصاد

رشد عرضه اسمی پول نیز منجر به افزایش تقاضا در اقتصاد و به دنبال آن افزایش سطح عمومی قیمت‌ها می‌شود. در واقع به موازات شکل‌گیری انتظارات منفی در اقتصاد، با رشد روزافزون نقدینگی زمینه برای انجام معاملات با قیمت‌های بالاتر فراهم می‌شود.

بانک مرکزی و دولت در مواجهه با این رخداد ترجیح دادند تجربه‌های ناموفق گذشته را تکرار و از سیاست‌های ناکارآمد تثبیت نرخ و کنترل بخش‌نامه‌ای استفاده کنند. نرخ برابری دلار در ۴۲۰۰ تومان تثبیت و فعالیت صرافی‌ها در عرضه ارز به متقاضیان تا حد زیادی محدود شد. سیاست نرخ ثابت ارز که پیش از این بارها امتحان شده و شکست خورده بود، این بار نیز تنها به گسترش فضای رانتجویی کمک کرد. از سوی دیگر با تعطیلی صرافی‌ها یکی از مهم‌ترین روزه‌های دسترسی ایران به ارز در دور پیشین تحریم‌ها مسدود شد. در مدت کوتاهی بعد از این ماجرا، در میانه اردیبهشت‌ماه با تصمیم ترامپ، آمریکا به صورت یک‌جانبه از برجام خارج شد. خروج آمریکا از برجام به معنای پایان یافتن همه دستاوردهای ایران از برجام بود، زیرا با اجرای مجدد تحریم‌های مالی از سوی این کشور تقریباً هیچ بانکی قادر به همکاری با ایران نبود. طولی نکشید که شرکت‌های گوناگون با ملیت‌های مختلف نیز یکی پس از دیگری ایران را ترک کردند.

با ادامه محدودیت دسترسی ایران به ارز و افزایش حجم سپرده‌های جاری، انتظارات تورمی، مردم را به هجوم به بازارهای گوناگون به ویژه ارز، طلا و مسکن ترغیب می‌کرد. این در حالی بود که دو تصمیم دولت بی‌آنکه هیچ کمکی به بهبود اوضاع بکنند همان نتیجه‌ای را به بار آوردند که انتظار می‌رفت: نرخ ارز به سرعت تا ۱۵۰۰۰ تومان رشد کرد.

بازار خودرو نیز از هجوم نقدینگی بی‌امان نماند. در حالی که قیمت خودروهای خارجی به موازات قیمت ارز رو به فزونی گذاشته بود، قیمت خودروهای داخلی نیز به مرور و از اواخر بهار ۱۳۹۷ روند افزایشی خود را آغاز کردند. ممنوع شدن واردات خودرو و کاهش تولید خودروسازان تب افزایش قیمت‌ها در این بازار را بیش از پیش افزایش داد.

آخرین بازاری که تحت تاثیر این اتفاقات قرار گرفت بازار بورس بود. شاخص بورس تهران در ۶ ماهه دوم سال ۱۳۹۶ تنها ۱۲ درصد رشد کرد که در قیاس با سایر بازارها چندان مطلوب نبود؛ هرچند نسبت به سکون طولانی‌مدت آن در سال‌های پیش، خوب محسوب می‌شد.

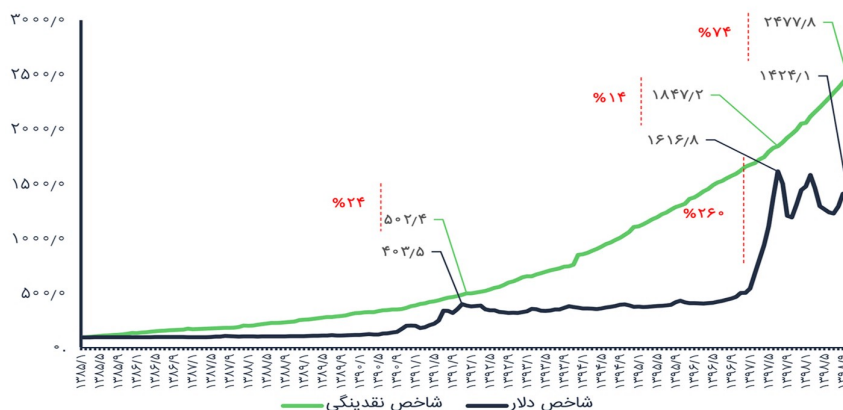
سه عامل صفحه قبل همچنان در اقتصاد ایران پابرجا هستند. فروش نفت ایران به عنوان مهم‌ترین منبع درآمدهای ارزی به شدت کاهش یافته و در عین حال دسترسی به دلار به واسطه تحریم‌های مالی آمریکا همچنان مسدود است. در عین حال آمریکا بر سخت‌تر کردن فشارهای اقتصادی علیه ایران تاکید داشته و به نظر می‌رسد اروپا نیز بعد از حدود ۲۰ ماه وقت‌کشی و عدم پایبندی به تعهدات خود ذیل برجام به دنبال اتخاذ سیاست‌هایی هم‌راستا با آمریکا است. بنابراین شاید نتوان به بهبود عرضه ارز توسط بانک مرکزی و ادامه تسلط این بانک بر بازار ارز امیدوار بود. در عین حال در حال حاضر و با توجه به بی‌منطقی طرف غربی امیدی به شکل‌گیری یک توافق جدید میان ایران و آمریکا وجود ندارد. همچنین زمزمه‌ها در خصوص استفاده اروپا از مکانیسم ماشه و قرار دادن ایران در لیست سیاه گروه ویژه اقدام مالی، به‌رغم عدم اثرگذاری عملیاتی جدی در واقعیت، به افزایش انتظارات منفی میان مردم دامن زده است. نقدینگی نیز به سیاق قبل در حال افزایش بوده و سر باز ایستادن ندارد. بنابراین هیچ یک از متغیرهای پدید آورنده شرایط فعلی از حرکت باز نایستاده‌اند و دلیلی برای معکوس شدن شرایط فعلی وجود ندارد. بخش بعدی این گزارش با لحاظ این شرایط به ارزیابی چشم‌انداز بازار سرمایه ایران در سال آتی می‌پردازد.

۴- چشم انداز بازار سرمایه در سال آتی

بازار سرمایه ایران تحت تاثیر عوامل مختلفی قرار دارد که از جمله مهمترین آنها می‌توان به ریسک‌های سیاسی، نرخ ارز، نرخ تورم، نرخ جهانی کالاهای اولیه و نقدینگی موجود در بازار بورس اشاره کرد. به طور معمول با افزایش ریسک‌های سیاسی شاخص بورس افت کرده و قیمت طلا یا ارزهای خارجی افزایش می‌یابد و با بهبود نسبی شرایط، این روند معکوس می‌شود. رخدادهای پرمخاطره بسیاری در سال ۱۳۹۸ اتفاق افتاد که هر یک به صورت مقطعی بازار بورس ایران را با شوک منفی مواجه کردند اما اثر منفی هیچ یک از این رخدادهای ادامه‌دار نبود. در طول سال گذشته نه تنها تحریم‌های آمریکا علیه ایران تشدید شد، بلکه این دو کشور به صورت عملی و البته محدود وارد رودرویی نظامی شدند: ایران پهباد آمریکا را هدف قرار داد و در ادامه آمریکا فرمانده سپاه قدس ایران سردار شهید حاج قاسم سلیمانی را ترور کرده و ایران در پاسخ به این اقدام، دست به موشک‌باران مهمترین پایگاه نظامی آمریکا در عراق زد. اما واکنش بازار بورس به همه این اتفاقات، مقطعی، گذرا و محدود بود و پس از گذشت دوره‌ای افت کوتاه مجدداً به رشد پر قدرت خود ادامه داد. در واقع یک سال اخیر به گونه‌ای پیش رفت که واکنش فعالان بورس ایران نسبت به ریسک‌های سیاسی را به مرور کمتر و کمتر کرد. بنابراین در ادامه این گزارش فرض شده است که ریسک‌های سیاسی در سال آتی اثر منفی دامنه‌داری بر بازار سرمایه نخواهند داشت. سایر موارد مطرح شده به‌عنوان متغیرهای اثرگذار بر بازار در ادامه به تفصیل مورد بررسی قرار گرفته است.

۴-۱- نرخ ارز

چنان که پیش از این اشاره شد نرخ ارز در ایران همواره تحت تاثیر دخالت‌های بانک مرکزی در بازار بوده است. برای مثال در دوره وفور درآمدهای نفتی و عدم تحریم ایران حد فاصل سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ نرخ ارز در ایران تقریباً ثابت بوده است. هر دو جهش ارزی اخیر ایران در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۷ با کاهش درآمدهای نفتی و محدودیت دسترسی ایران به دلار به دلیل وضع تحریم‌ها آغاز شده است. بنابراین قیمت ارز در ایران تا حد زیادی به توانایی بانک مرکزی برای دسترسی به دلار و دخالت در بازار وابسته است. اطلاعات دقیقی در خصوص میزان دسترسی بانک مرکزی به ارز در اختیار نیست با این حال چنان که پیش از این اشاره شد دلایل چندانی برای امیدواری به این نهاد برای کنترل نرخ ارز وجود ندارد. بنابراین شاید نگرانی در خصوص افزایش بیشتر قیمت ارز در سال آتی چندان بیهوده نباشد. در دو جهش اخیر کاهش عرضه، محرک افزایش قیمت ارز بوده اما میزان رشد این متغیر تا حد زیادی به انتظارات و نقدینگی وابسته بوده است. در حال حاضر دلایل بسیاری مانند عدم امیدواری به حصول توافق جدید میان ایران و غرب، استفاده اروپا از سازوکار ماشه و بازگشت تحریم‌های سازمان ملل، قرار گرفتن ایران در لیست سیاه گروه ویژه اقدام مالی، و تلقی (احتمالاً نادرست) کنشگران اقتصادی از تمایل دولت به گران کردن ارز برای افزایش درآمدها و جبران کسری بودجه منجر به شکل‌گیری انتظارات افزایشی در خصوص نرخ ارز شده است. انتظارات افزایشی زمینه را برای افزایش نرخ ارز مهیا می‌کند؛ با این حال اینکه این متغیر تا کجا رشد کند، معلول عوامل گوناگونی است که مهمترین آنها نقدینگی است. چنان که در شکل زیر مشاهده می‌شود در هر دو جهش ارزی قبل با نزدیک شدن شاخص نقدینگی به شاخص ارز روند رشد قیمت متوقف شده است.



شکل ۷- شاخص دلار و شاخص نقدینگی (سال پایه: ۱۳۸۵)^۱

۱. نقدینگی ماه‌های دی و بهمن ۱۳۹۸ با فرض رشد ۲ درصد ماهانه تخمین زده شده

شیوع بیماری کرونا در چین و کندی تجارت در این کشور دسترسی بانک مرکزی ایران به ارز را محدودتر از پیش ساخته است. این اتفاق، با قرار گرفتن ایران در لیست سیاه گروه ویژه اقدام مالی همزمان شد. به همین دلیل شاخص دلار که در نرخ ۱۴۰۰۰ تومان شکافی ۸۰ درصدی با شاخص نقدینگی پیدا کرده بود به سرعت شروع به پر کردن این فاصله نمود. این الگو می‌تواند در سال آتی نیز تکرار شود. در واقع با توجه به رشد مداوم نقدینگی و عدم وجود دلایل خوب برای تغییر نگاه به آینده اقتصاد ایران، در صورت تداوم محدودیت بانک مرکزی در دسترسی به دلار، رشد قیمت ارز در سال آینده، دور از انتظار نیست. اگر بانک مرکزی به دلیل محدودیت‌های دسترسی قادر به عرضه ارز نباشد و نقدینگی سال آینده به طور متوسط ۲ درصد در هر ماه رشد کرده و بیش از ۳۰۰۰ هزار میلیارد تومان شود، در صورت رسیدن شاخص ارزی به گپ ۲۰ درصدی با شاخص نقدینگی، پتانسیل رشد نرخ دلار به اعداد بالای ۲۵ هزار تومان وجود دارد. باید توجه داشت که در حال حاضر و با کاهش قیمت نفت و محصولات پتروشیمی به علت فراگیر شدن ویروس کرونا در سطح جهان، احتمال محدودتر شدن دسترسی دولت به ارز بیش از پیش شده است، بنابراین افزایش قیمت ارز حتی در کوتاه‌مدت گزینه‌ای دور از ذهن نیست.

برای بررسی اثر نرخ ارز بر بازار سرمایه می‌توان ارزش دلاری بازار سرمایه را با دوره‌های پیشین مقایسه کرد. به این منظور معمولاً از شاخص دلاری قیمت و بازده نقدی یا همان دلاری شده‌ی شاخص کل بورس تهران یا ارزش دلاری بازار استفاده می‌شود؛ اما باید توجه داشت که استفاده از این دو سنج دارای اشکالاتی است. شاخص کل علاوه بر رشد قیمتی، تقسیم سود شرکت‌ها را نیز منعکس می‌کند؛ در حالی که سنجش ارزش فعلی یک سهم به سودهای پرداخت شده پیشین آن سهم ارتباطی ندارد. دلاری کردن ارزش بازار نیز روش مناسبی برای دستیابی به این هدف نیست چرا که افزوده شدن شرکت‌های جدید و افزایش سرمایه شرکت‌های قدیمی ارزش بازار را به صورت مداوم تحت تاثیر قرار می‌دهد. برای رفع این دو نقیصه می‌توان از شاخص قیمت وزنی ارزشی استفاده کرد زیرا تقسیم سود شرکت‌ها، ورود شرکت‌های جدید یا افزایش سرمایه شرکت‌های قدیمی آن را دستخوش تعدیل نمی‌کند. متأسفانه این شاخص در حال حاضر صرفاً برای شرکت‌های حاضر در بورس تهران تهیه می‌شود در حالی که با توسعه فرابورس و حضور شرکت‌های متعدد در این بازار لزوم ایجاد شاخصی که به صورت همزمان ارزش هر دو بازار را رصد کند ضروری به نظر می‌رسد. گروه خدمات بازار سرمایه الگوریتم با هدف رفع این نقیصه شاخص قیمت وزنی ارزشی تجمیعی بورس و فرابورس را از سال ۱۳۸۹ تهیه و با تقسیم آن بر قیمت روز دلار شاخص قیمت دلاری الگوریتم را در بازه‌ی مورد بررسی محاسبه می‌کند.



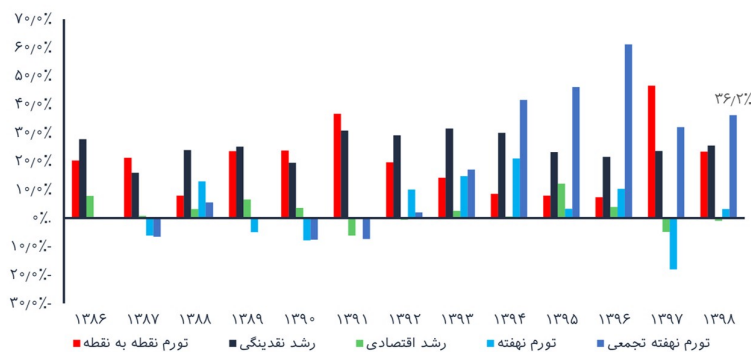
شکل ۸- شاخص قیمت دلاری الگوریتم

چنان که در شکل ۸ مشاهده می‌شود شاخص دلاری الگوریتم نسبت به اوج خود در سال ۱۳۹۲ بیش از ۳۳ درصد فاصله دارد. حال اگر فرض کنیم نرخ دلار به ۲۰ هزار تومان افزایش یابد، شاخص قیمت دلاری الگوریتم به ۱۳۱ واحد کاهش یافته و اختلاف میان قیمت‌های فعلی تا سقف تاریخی شاخص دلاری به بیش از ۸۲ درصد می‌رسد. همچنین اگر فرض کنیم قیمت دلار به ۱۳۰۰۰ تومان کاهش یابد، شاخص قیمت دلاری الگوریتم به حدود ۲۰۲ واحد می‌رسد که باز هم حدود ۱۸ درصد پایین‌تر از سقف تاریخی آن قرار دارد. با این حال باید توجه داشت که توجه صرف به نرخ دلار و نادیده گرفتن قیمت کالاهای جهانی می‌تواند ما را دچار تحلیل اشتباه کند. اثر تغییرات قیمت‌های جهانی در بخش ۵-۳ مورد بررسی قرار گرفته است.

۴-۲- نرخ تورم

تورم در دو سال اخیر بالا بوده است. پیش از این در دو دوره ایران با چنین وضعیتی مواجه بوده است: ابتدای دهه ۷۰ و ابتدای دهه ۹۰ شمسی. در سال‌های ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴ به دنبال اجرای سیاست‌های تعدیل اقتصادی از سوی دولت وقت و اشکالات فنی پدید آمده در اخذ و تسویه وام‌های خارجی، ایران ضمن تجربه یک جهش ارزی، با تورم بالا نیز مواجه شد. همچنین در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ و به دنبال اعمال تحریم‌های فراگیر علیه ایران، اقتصاد ضمن تجربه مجدد یک جهش ارزی، با تورم بالا مواجه شد. هر دو جهش تورمی پیشین پیامد یک جهش ارزی بوده و پس از دو سال در مسیر نزولی قرار گرفتند. جهش تورمی اخیر نیز پیامد یک جهش ارزی بود و اگر نرخ ارز در محدوده فعلی باقی بماند، با رجوع به سابقه تاریخی، می‌توان انتظار داشت تورم در این دوره پس از دو سال، روند نزولی در پیش گیرد. با این حال توجه به دو نکته حائز اهمیت است. نخست آن که در شرایط فعلی برخلاف دو تجربه قبل دلیلی برای اطمینان از بهبود اوضاع ارزی وجود ندارد و چنان که پیش از این ذکر شد امکان جهش قیمت ارز در سال آتی دور از ذهن نیست. به‌علاوه باید توجه داشت که حتی در صورت نزولی شدن تورم مقدار آن همچنان بالا خواهد بود. رئیس کل بانک مرکزی ایران اخیراً از پیش‌بینی این نهاد در خصوص تورم ۲۰ درصدی در سال آینده خبر داده بود که هر چند از ارقام فعلی پایین‌تر است اما همچنان بالا محسوب می‌شود.

پیش از این اشاره شده که اگر روند رشد نقدینگی، رشد اقتصادی و رشد تورم از ابتدای سال ۱۳۹۳ تاکنون را مورد بررسی قرار دهیم، تورم ۱۲۰ درصد جاماندگی دارد. حال اگر با شروع از سال ۱۳۸۶ به محاسبه تورم محقق نشده پرداخته و آن را مرکب نماییم، با ۳۶ درصد تورم نهفته مواجه خواهیم بود.



شکل ۹- تورم نهفته تجمعی بر اساس نظریه مقداری پول

چنان که در شکل ۹ مشاهده می‌شود میزان تورم محقق نشده در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ به واسطه وضعیت نسبتاً مطلوب اقتصاد در سال‌های پیش از آن و در عین حال دو رقمی بودن تورم، منفی بوده است. اما در حال حاضر تورم محقق نشده به واسطه رشد اندک اقتصاد ایران از سال ۱۳۹۳ تاکنون، پایین بودن نرخ تورم در سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۶ و رشد بی‌وقفه نقدینگی بسیار بالا است؛ و لذا ممکن است الگوی پیشین در خصوص نزولی شدن تورم پس از دو دوره محقق نشود. در اینجا لازم است به این نکته اشاره کنیم که در این محاسبات برای اندازه‌گیری آمار معاملات از نرخ تولید ناخالص داخلی استفاده شده که در آن معاملات کالاهای دست دوم و معاملات اوراق بهادار مالی منظور نمی‌شود؛ بنابراین شاید نتوان با اطمینان به نتایج حاصله استناد کرد.

دیگر مسئله حایز اهمیت، کسری بودجه دولت است. بر اساس مندرجات ارائه شده در لایحه بودجه، دولت با بیش از ۱۰۶ هزار میلیارد تومان کسری تراز عملیاتی مواجه است که قرار است از محل واگذاری‌های دارایی‌ها و استقراض جبران شود. بسیاری از کارشناسان تحقق درآمدهای نفتی مندرج در لایحه را دور از ذهن می‌دانند زیرا بر فرض فروش یک میلیون بشکه نفت در روز استوار است که با ارقام واقعی فروش نفت ایران سازگار نیست. همچنین تحقق فروش حدود ۵۰ هزار میلیارد تومان اموال منقول و غیرمنقول در سال آینده را دور از ذهن می‌دانند. همچنین دولت در قسمت واگذاری دارایی‌های مالی به استفاده از ۳۰ هزار میلیارد تومان از منابع صندوق توسعه اشاره کرده است که مجدداً منوط به تحقق فروش نفت در سطوح پیش‌بینی شده است. این موارد باعث شده کارشناسان بودجه دولت را شدیداً ناتراز دانسته و در خصوص کسری گسترده آن هشدار دهند. نظرات برخی از کارشناسان و نهادهای رسمی در خصوص رقم کسری بودجه دولت در سال آتی در جدول ۸ درج شده است.

جدول ۸- برآوردهای مختلف از میزان کسری بودجه دولت (منبع: دنیای اقتصاد)

نهاد یا شخص اظهارنظرکننده	مبلغ کسر بودجه برآوردی
مرکز پژوهش‌های مجلس (گزارش بودجه به زبان ساده)	نصف بودجه (۲۴۲ هزار میلیارد تومان)
نامه جمعی از کارشناسان اقتصادی	۱۶۰ هزار میلیارد تومان
محمد حسینی (عضو کمیسیون برنامه و بودجه مجلس)	۲۰۰ هزار میلیارد تومان
رئیس دیوان محاسبات کشور	۵۵ هزار میلیارد تومان
مرکز پژوهش‌های مجلس (گزارش بررسی کلیات لایحه بودجه)	۱۳۱ هزار میلیارد تومان

در خصوص جدول فوق باید توجه داشت که رقم اعلامی از سوی رئیس دیوان محاسبات و گزارش بررسی کلیات لایحه بودجه بدون لحاظ کردن تراز مالی است؛ این در حالی است که دولت سال آینده به طور خالص ۷۷ هزار میلیارد تومان اوراق استقراضی جدید منتشر خواهد کرد که در صورت لحاظ کردن به عنوان کسری بودجه رقم اعلامی از سوی رئیس دیوان محاسبات را به ۱۳۲ و رقم اعلامی از سوی مرکز پژوهش‌ها را به ۲۰۸ هزار میلیارد تومان خواهد رساند. یک نکته کلیدی در خصوص لایحه بودجه آن است که اصلاح جدی طرف هزینه‌های آن امکان‌پذیر نیست زیرا بیش از نیمی از بودجه دولت مربوط به هزینه‌های جاری بوده و امکان عدم بازپرداخت بدهی‌های دولت نیز وجود ندارد؛ لذا اصلاح جدی لایحه بودجه امکان‌پذیر نبوده و به هر ترتیب دولت ایران در سال آینده با کسری شدید بودجه مواجه خواهد بود. بنابراین در صورتی که دولت نتواند فروش نفت خود را به مقادیر پیش از دور جدید تحریم‌ها برساند به احتمال بسیار زیاد بخش عمده‌ای از کسری خود را از محل استقراض از بانک مرکزی تامین خواهد. استقراض دولت از بانک مرکزی رشد شدید نقدینگی و به تبع آن تورم را در پی خواهد داشت.

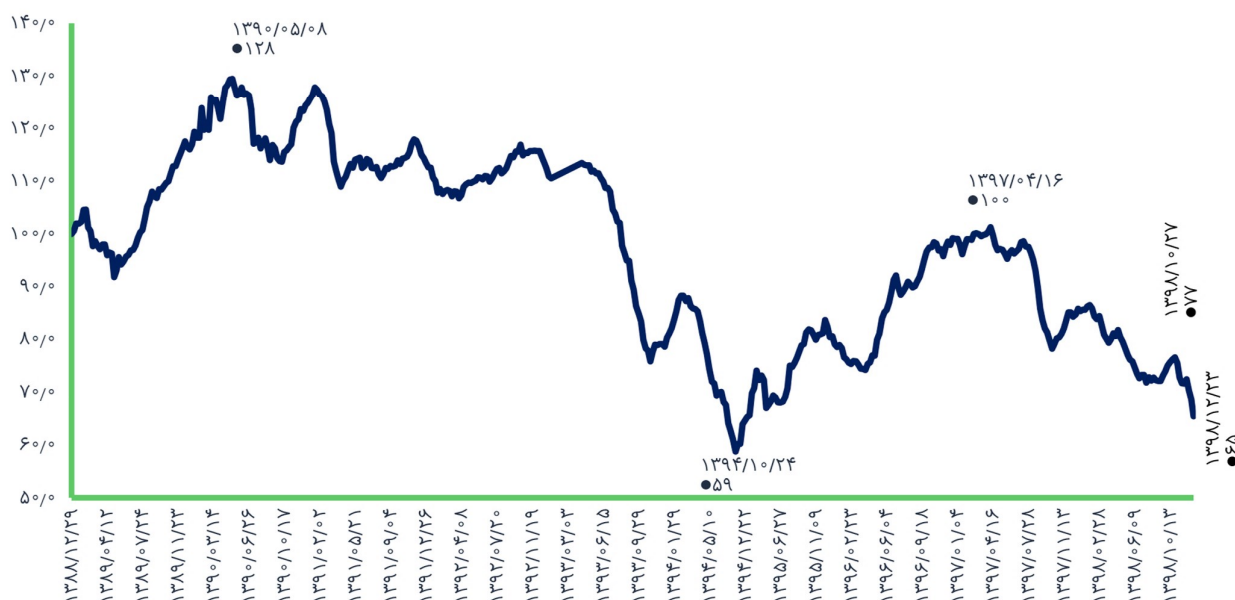
در پایان باید بحران کرونا را نیز وارد تحلیل‌ها نمود. با جهانی شدن این بحران قیمت نفت با کاهش مواجه شد. عدم توافق روسیه و عربستان برای کاهش سطح تولید و دامپینگ عربستان در بازار نفت منجر به بحرانی‌تر شدن بازار این کالا و افت بیش از ۳۰ درصدی قیمت نفت در یک روز شد. کاهش درآمدهای نفتی دولت که بودجه را با نفت ۵۰ دلاری بسته است منجر به وخیم‌تر شدن اوضاع کسری بودجه دولت خواهد شد. از سوی دیگر توصیه‌های پزشکی مبنی بر ماندن در منزل برای در امان ماندن از این بیماری به کاهش تقاضای موثر و کاهش عرضه نیروی کار منجر شده است. توقف فعالیت‌های اقتصادی و لزوم حمایت دولت از صنایع و مردم (مانند پرداخت‌های نقدی جبرانی به اقشار کم‌درآمد) می‌تواند هزینه‌های پیش‌بینی نشده‌ای را به دولت تحمیل کند که باعث فشار بیشتر بر بودجه می‌شود. همچنین ویروس کرونا و تعطیلی برخی فعالیت‌های اقتصادی بر عرضه برخی کالاها اثر منفی خواهد داشت. همچنین در بخش قبل بر احتمال افزایش نرخ ارز در ایران به دلیل شیوع این ویروس اشاره شد. کسری بودجه دولت، افزایش نرخ ارز یا کاهش عرضه می‌توانند منجر به افزایش تورم در سال آینده شوند.

با توجه به مطالب فوق می‌توان نتیجه گرفت که حتی در صورت نزولی شدن تورم در سال آینده این نرخ همچنان بالا خواهد بود. بازار بورس همواره به افزایش تورم روی خوش نشان داده است و می‌توان انتظار داشت در سال آینده نیز از افزایش نرخ‌ها استقبال کند.

۴-۳- نرخ جهانی کالاهای اولیه

اقتصاد ایران یک اقتصاد نفتی است و بر این اساس قیمت نفت همواره نقشی تعیین کننده در آن داشته است. در عین حال بیش از ۶۰ درصد از ارزش بورس تهران را شرکت‌های کالایی و تولیدکنندگان کالاهای اولیه تشکیل می‌دهند. در نتیجه سودآوری بسیاری از شرکت‌های بزرگ حاضر در بازار سرمایه ایران مانند شرکت‌های پالایشی، پتروشیمی‌ها، فولادسازان و شرکت‌های معدنی، وابسته به قیمت جهانی کالاهای اولیه است. بدیهی است افزایش قیمت کالاهای اولیه منجر به افزایش سودآوری و کاهش آن منجر به افت سودآوری این شرکت‌ها می‌شود. بنابراین هرگونه تحلیل در خصوص آینده بازار سرمایه مستلزم ارزیابی وضعیت آتی بازار جهانی کالاهای اولیه است.

گروه خدمات بازار سرمایه الگوریتم به منظور بررسی تغییرات قیمت کالاهای جهانی مرتبط با بورس کشور شاخصی تحت عنوان «شاخص کالایی الگوریتم» را طراحی نموده است. این شاخص سنج‌های برای اندازه‌گیری تغییرات قیمت سبدی از کالاهای اولیه متشکل از نفت برنت، شمش CIS، مس LME، روی LME، اوره خاورمیانه (Fertilizerworks)، متانول CFR چین (Platts) و پلی‌اتیلن سنگین خاورمیانه (Platts) است. علت انتخاب این کالاها اثرگذاری آن‌ها بر عملیات شرکت‌های کالامحور حاضر در بورس ایران است. وزن هر کالا با نسبت ارزش بازار شرکت‌ها و هلدینگ‌های فعال در آن کالا به ارزش بازار کل شرکت‌های کالا محور و هلدینگ‌های مرتبط با آن‌ها متناسب بوده و به صورت فصلی و با توجه به تغییرات ارزش بازار شرکت‌های کالامحور تعدیل می‌شود. شایان ذکر است که در محاسبه وزن هر کالا بر اساس ارزش بازار هلدینگ‌ها، به سهم آن کالا در پورتفوی هلدینگ نیز توجه شده است. همچنین مقدار این شاخص در روز نخست محاسبات (۱ فروردین ۱۳۸۹) برابر با ۱۰۰ در نظر گرفته شده است.



شکل ۱۰- شاخص کالای الگوریتم

جدول ۹- تغییرات قیمت کالاهای اولیه و میزان تاثیر هر یک بر شاخص کالایی الگوریتم

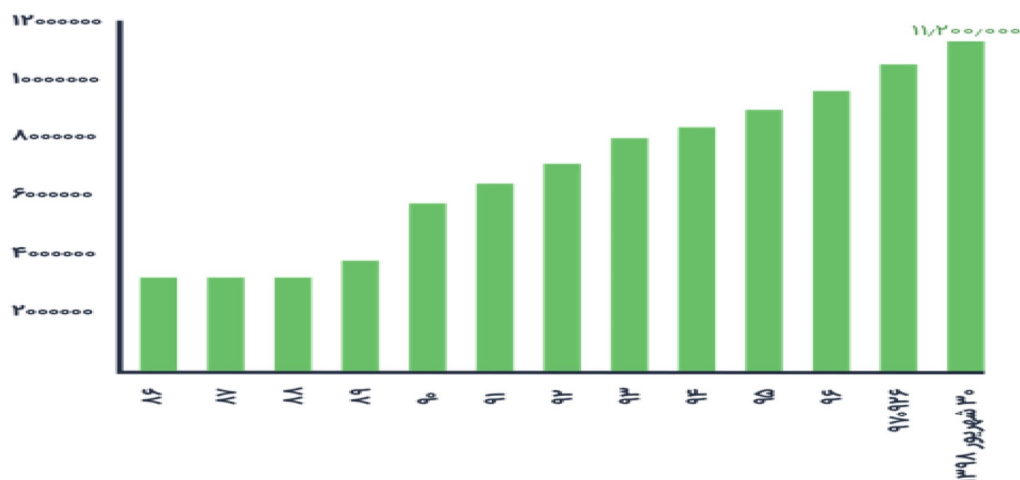
کالا	وزن	۱۳۹۸/۱۰/۲۷	۱۳۹۸/۱۲/۲۳	درصد تغییرات	اثر بر شاخص
نفت برنت	۲۰%	۶۵	۳۵	-۴۶%	-۹٫۷%
متانول	۸٫۱%	۲۵۲	۲۰۴	-۱۹%	-۱٫۵۹%
پلی اتیلن سنگین	۲۱٫۸%	۸۵۱	۷۹۰	-۷%	-۱٫۴۱%
اوره	۶٫۲%	۲۲۳	۲۵۶	-۱۵%	-۰٫۹۶%
روی	۱٫۲%	۲۰۳۹۸	۱۰۹۶۹	-۱۸%	-۰٫۲۹%
مس	۶٫۸%	۶۰۲۶۸	۵۰۴۴۷	-۱۳%	-۱%
بیلت	۳۶%	۴۰۹	۳۹۱	-۴%	-۱٫۵۵%

چنان که در شکل ۱۰ مشاهده می‌شود شاخص کالایی الگوریتم ۱۰ درصد بالاتر از کف خود در دی ماه ۱۳۹۴ است، این در حالی است که این شاخص از انتهای دی ماه امسال تا کنون به دلیل شیوع ویروس کرونا ۱۴٫۶ افت کرده که ۹٫۶ نقطه درصد از آن ناشی از کاهش ۴۶ درصدی قیمت نفت خام در این مدت بوده است. جدول ۹ تغییرات قیمت کالاهای اولیه و میزان تاثیر هر یک بر شاخص کالایی الگوریتم را نشان می‌دهد.

شیوع ویروس کرونا و ناشناخته بودن ابعاد این بحران چه از حیث بزرگی و چه از حیث تداوم باعث تزریق ترس به بازارها و سقوط بازارهای جهانی از جمله بازار کالاهای اولیه شده است. در مقابل بانک‌های مرکزی در واکنش به این بحران و برای حمایت از اقتصاد دست به اقدامات گوناگونی زده‌اند. برای مثال فدرال رزرو نرخ بهره را به نزدیکی صفر کاهش داد و میلیاردها دلار به بازار بورس آمریکا تزریق کرد؛ با این حال ناشناخته بودن ابعاد این بحران مانع از احیای فوری بازارها شده است. اگر فرض کنیم این بحران برای مدتی طولانی ادامه داشته باشد، آنگاه ترس جای خود را به تحلیل‌های منطقی‌تر خواهد داد و میزان عرضه و تقاضای کالاها تعیین کننده قیمت این کالاها خواهد بود. باید توجه داشت که در بحران اخیر برخلاف بحران‌های پیشین صرفاً با مسئله کمبود تقاضا مواجه نبوده و عرضه نیز به واسطه کاهش عرضه نیروی کار دستخوش تغییر خواهد شد. بنابراین اگر میزان کاهش عرضه بیش از میزان کاهش تقاضا باشد احتمال افزایش قیمت‌ها نیز وجود خواهد داشت. از سوی دیگر اگر به زودی روشی برای درمان یا پیشگیری از این بیماری پیدا شود بازارها می‌توانند به سرعت شرایط پیشین خود را بازیابی کنند. در این صورت با توجه به برگزاری انتخابات جمهوری آمریکا در سال آینده ترامپ انگیزه زیادی برای بهبود روابط تجاری با چین و ترغیب فدرال رزرو به حفظ نرخ بهره در سطوح پایین کنونی در آمریکا خواهد داشت. عواملی که در صورت تحقق امکان بهبود بیش از پیش بازار کالاهای اولیه را فراهم خواهند کرد. از سوی دیگر اگر این ویروس به سرعت کنترل نشود و رکود دامنگیر اقتصاد جهان شود آنگاه احتمال کاهش بیشتر در قیمت این کالاها نیز وجود خواهد داشت. البته تا پیش از شیوع این ویروس نیز برخی از کارشناسان درخصوص بروز یک رکود قریب‌الوقوع در اقتصاد آمریکا هشدار می‌دادند، بنابراین حتی در صورت کنترل این ویروس نیز ریسک رکود فراگیر در بازارها به طور کامل برطرف نخواهد شد. اینکه این رکود تا چه حد بر قیمت کالاهای اولیه اثرگذار خواهد بود نیازمند پژوهشی مجزا است با این حال در این پژوهش اثرات کاهش متوسط ده درصدی در قیمت کالاهای اولیه و رسیدن شاخص کالایی الگوریتم به کف تاریخی خود بر بازار سهام ایران در بخش ۴-۵ با تفصیل بیشتری مورد بررسی قرار گرفته است.

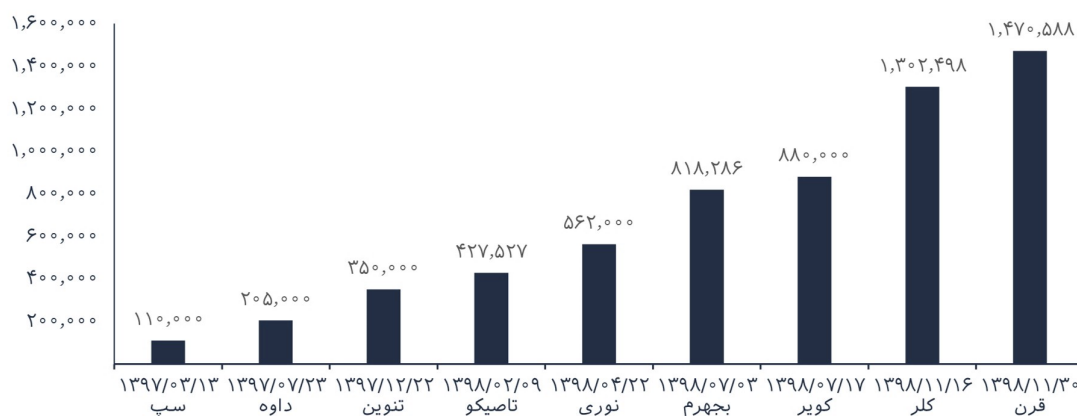
۴-۴- نقدینگی در بازار سرمایه

بسیاری از کارشناسان بازار سرمایه دلیل رشدهای پی‌درپی اخیر در این بازار را ورود پول به این بازار دانسته و معتقدند مدامای که ورود پول به این بازار متوقف نشده است می‌توان به آینده بازار خوشبین بود. بنابراین بررسی وضعیت ورود پول به این بازار برای بررسی آینده آن از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بر اساس آمارها تعداد کدهای حقیقی تا پایان شهریورماه ۱۳۹۸ بالغ بر یازده میلیون عدد بوده است.



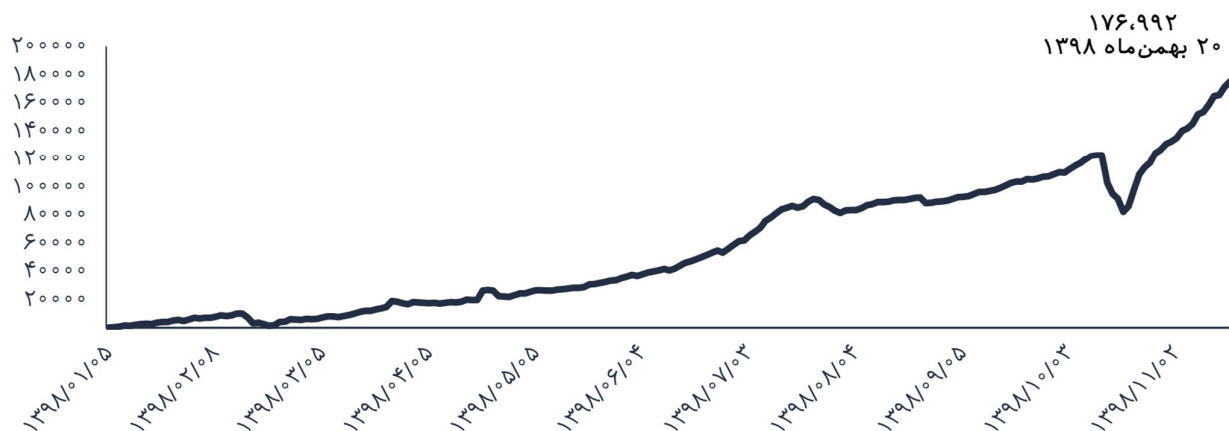
شکل ۱۱- تعداد کدهای حقیقی بازار سرمایه

البته استناد به تعداد کدهای حقیقی برای بررسی میزان ضریب نفوذ بازار سرمایه چندان صحیح نیست زیرا بسیاری از کدهای صادر شده در حال حاضر فعال نیستند. یک راه مناسب‌تر برای سنجش ضریب نفوذ بازار سرمایه بررسی تعداد شرکت‌کنندگان در عرضه اولیه سهام است. تعداد شرکت‌کنندگان در عرضه‌های اولیه از اردیبهشت تا بهمن حدود سه و نیم برابر و نزدیک به یک و میلیون و پانصد هزار نفر شده است.



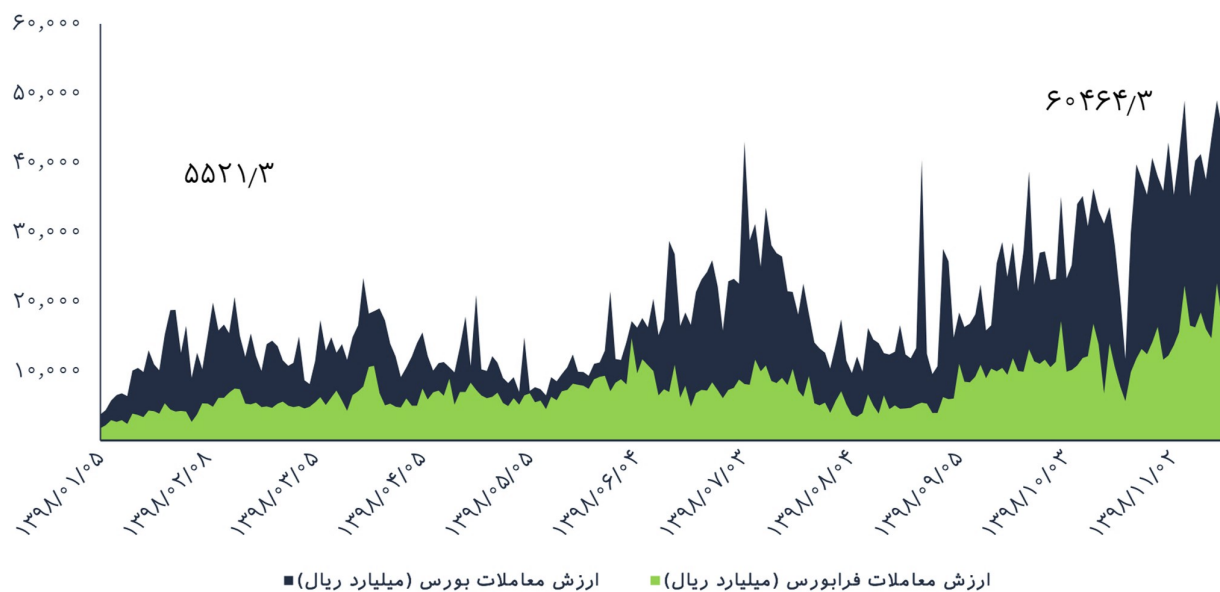
شکل ۱۲- تعداد شرکت‌کنندگان در عرضه‌های اولیه

به رغم رشد چشمگیر تعداد شرکت‌کنندگان در عرضه‌های اولیه هیچ تضمینی برای مشارکت آن‌ها در سایر معاملات بازار سرمایه وجود ندارد. یک روش قابل اتکای دیگر برای بررسی میزان افزایش توجه به این بازار رصد کردن ورود پول حقیقی به بازار است. خالص ورود پول حقیقی به بازار سرمایه از ابتدای سال تا ۲۰ بهمن‌ماه بیش از ۱۷۰۶ هزار میلیارد تومان بوده است که رقمی قابل توجه در قیاس با سال‌های پیش از آن محسوب می‌شود.



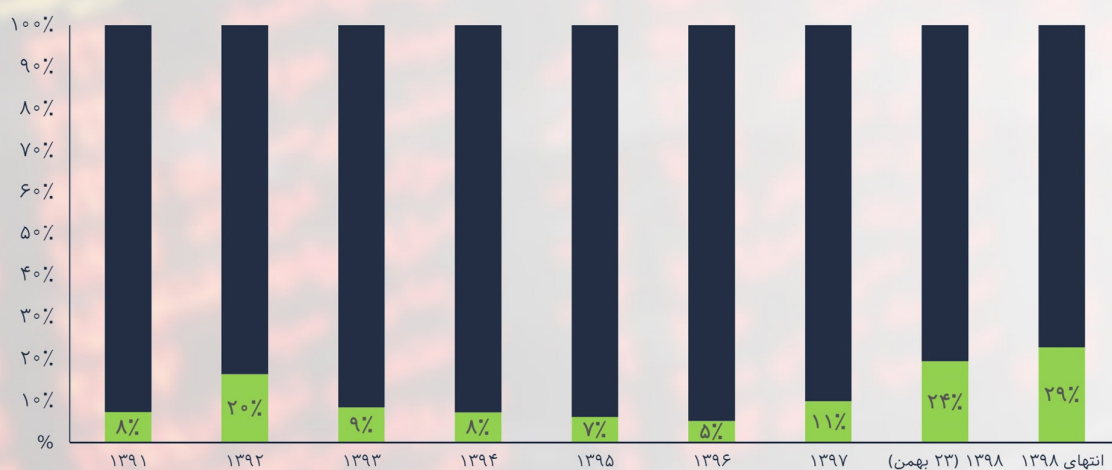
شکل ۱۳- ورود و خروج تجمعی نقدینگی حقیقی‌ها (میلیون ریال)

ورود روزافزون نقدینگی به بازار سرمایه منجر به افزایش حجم معاملات در این بازار شده است به گونه‌ای که ارزش مجموع معاملات روزانه بورس و فرابورس ایران با افزایشی چشمگیر از ۵۵۲ میلیارد تومان در ابتدای سال به بیش از ۶ هزار میلیارد تومان در ۲۰ بهمن‌ماه امسال رسیده است. این در حالی است ارزش معاملات مسکن تهران در دی ماه ۱۲۰۵ هزار میلیارد تومان بوده است، که حاکی از توجه بیشتر سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه است.



شکل ۱۴- روند ارزش معاملات بورس و فرابورس

عوامل گفته شده همگی از توجه روز افزون مردم به بازار سرمایه حکایت دارد، با این حال بدون بررسی سهم بازار سرمایه از نقدینگی و مقایسه آن با جهش ارزی پیشین تحلیل ما کامل نخواهد بود. در جهش ارزی پیشین کل معاملات انجام شده در سال ۱۳۹۲ معادل ۲۰ درصد نقدینگی کشور بوده است این در حالی است که ارزش کل معاملات تا ۲۳ بهمن ماه به ۲۴ درصد حجم نقدینگی کشور رسیده است و اگر روند معاملات به همین شکل ادامه پیدا کند تا پایان سال به ۲۹ درصد حجم نقدینگی خواهد رسید.



شکل ۱۵- نسبت ارزش کل معاملات به نقدینگی

بنابراین می‌توان گفت اقبال مردم به بازار سهام در دوره فعلی نسبت به ادوار گذشته بیشتر بوده و سهم این بازار از کل معاملات در اقتصاد افزایش یافته است. این اتفاق می‌تواند فرصتی مناسب برای دولت باشد تا از این بستر برای واگذاری دارایی‌ها و شرکت‌های خود در سال آتی استفاده کند. بدیهی است ورود شرکت‌های بیشتر به بازار سرمایه ضمن فراهم کردن زمینه لازم برای جذب نقدینگی سرگردان از حبابی شدن احتمالی بازار در سال آینده نیز جلوگیری خواهد کرد. حال در صورتی که دولت این فرصت را مغتنم شمرده و از بستر بازار سرمایه برای عرضه دارایی‌ها و شرکت‌های خود استفاده کند می‌توان به ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید در این بازار در سال آینده نیز امیدوار بود.

۴-۴-۱- سایر عوامل اثرگذار بر بازار سرمایه

علاوه بر موارد اشاره شده عوامل دیگری نیز وجود دارد که بر جذابیت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه موثر است. از جمله این موارد می‌توان به سخت‌تر شدن قوانین مالیاتی در بازارهای مسکن و سکه اشاره کرد. همچنین فضای امنیتی شکل گرفته در بازارهای ارز و سکه و اصرار بانک مرکزی و دولت بر کنترل این بازارها زمینه را برای انتقال پول از این بازارها به بازار سرمایه فراهم کرده است. برای مثال بانک مرکزی برای مبارزه با پول‌شویی، فرار مالیاتی و کنترل سفته‌بازی در این بازارها کلیه نقل و انتقالات وجوه بالاتر از یک میلیارد تومان درون‌بانکی و بین‌بانکی مشتری حقوقی و مشتری حقیقی دارای حساب سپرده تجاری و نیز نقل و انتقال وجه بالاتر از ۲۰۰ میلیون تومان درون بانکی و بین بانکی مشتری حقیقی دارای حساب سپرده شخصی را منوط به تکمیل قسمت فیلد بابت در فرم‌های مربوط به و ارائه اسناد مثبته دال بر انجام معامله، قرارداد و یا علت انتقال وجه کرده است. این در حالی است که در صورت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه امکان ارائه اسناد مثبته دال بر معامله ساده بوده و در عین حال درآمدهای ناشی از آن مشمول مالیات نیست.

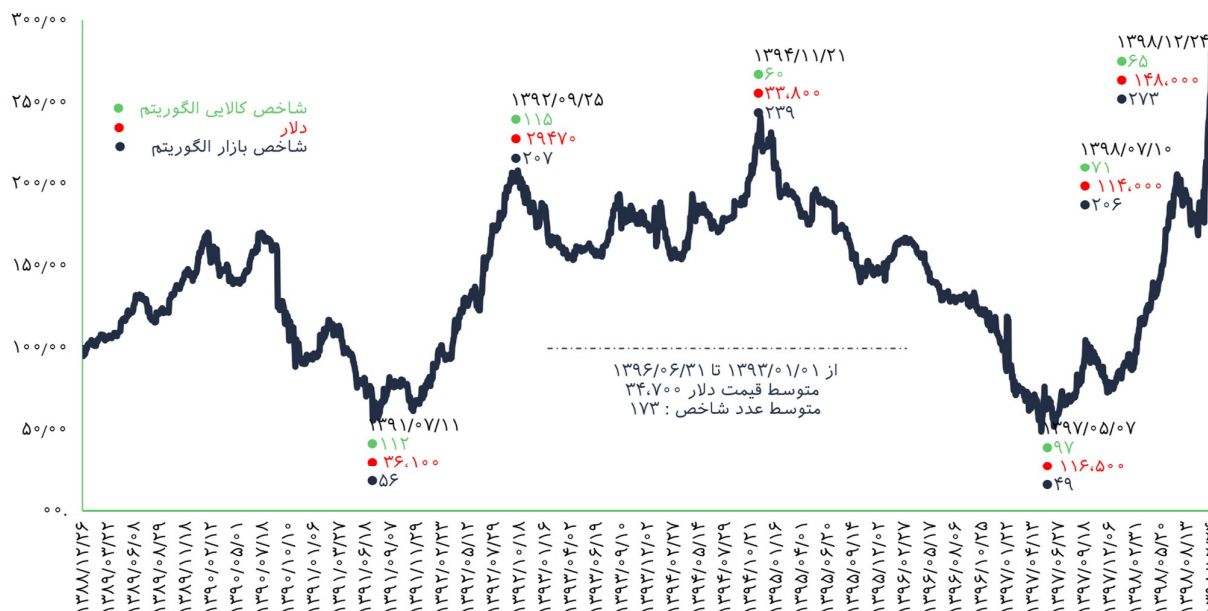


۴-۵- قیمت سهام، سودآوری و آینده بازار

بررسی وضعیت نرخ ارز، تورم، نرخ جهانی کالاهای اولیه و نقدینگی بازار همگی موید امکان رشد بازار در سال آتی بودند؛ با این حال یک سوال هنوز پاسخ داده نشده است: اگر قیمت سهام در حال حاضر بیشتر از ارزش ذاتی و یا به تعبیر رایج، دارای حباب باشد، آیا باز هم افزایش قیمت ارز، تورم، نرخ جهانی کالاهای اولیه و حتی نقدینگی می‌تواند به حبابی‌تر شدن هر چه بیشتر آن کمک کند یا قیمت سهام به قدری گران شده است که کلیه محرک‌های افزایشی را پیش‌خور کرده و حتی امکان اصلاح شاخص وجود دارد؟ ما برای پاسخ به این سوال وضعیت شاخص را از سه منظر بررسی می‌کنیم. نخست با استفاده از شاخص بازار الگوریتم شاخص کل را با مقادیر تاریخی آن مقایسه خواهیم کرد. سپس برای بررسی جزئی‌تر بازار سهام کالامحور را با استفاده از شاخص بازار کالامحور الگوریتم مورد ارزیابی قرار خواهیم داد و در نهایت با استفاده از شاخص سودآوری الگوریتم نگاهی پیش‌بین به آینده شاخص خواهیم داشت.

۴-۵-۱- شاخص بازار الگوریتم

شاخص بازار الگوریتم از تقسیم شاخص قیمت دلاری الگوریتم بر شاخص کالایی الگوریتم محاسبه می‌شود. شکل ۱۶ روند تغییرات این شاخص از ابتدای سال ۱۳۸۹ به عنوان سال پایه را نشان می‌دهد.



شکل ۱۶- شاخص بازار الگوریتم

چنان که مشاهده می‌شود رشد شدید قیمت سهام در کنار کاهش قیمت کالاهای اولیه باعث شده است شاخص بازار الگوریتم در نیمه اسفندماه حدود ۱۸ درصد از اوج‌های تاریخی خود فاصله گرفته و به ۲۸۲ واحد برسد. شیوع ویروس کرونا و کاهش قیمت جهانی کالای اولیه در کنار کاهش جزئی در نرخ دلار زمینه را برای اصلاح ۹ درصدی قیمت‌ها فراهم کرد به گونه‌ای که شاخص بازار الگوریتم از ۱۵ تا ۲۵ اسفند با کاهشی ۳ درصدی مواجه شد. با این حال روند آتی قیمت سهام متأثر از عوامل گوناگونی است. اگر نرخ ارز و شاخص کالاهای اولیه در سطوح فعلی باقی مانده و رفتار سرمایه‌گذاران در شرایط فعلی مطابق با گذشته باشد می‌توان حکم به گران بودن کلیت بازار داد و چشم انتظار اصلاح بیشتر بازار آن ماند. عواملی چون انتظارات در خصوص رشد نرخ ارز، اختلاف بالای انتظارات تورمی از نرخ بهره بدون ریسک و افزایش ضریب نفوذ بورس در جامعه از جمله عواملی هستند که می‌توانند حتی در صورت ثبات نرخ ارز و قیمت جهانی کالاهای اولیه منجر به رشد ادامه‌دار شاخص شوند.

چنان که پیش از این اشاره شد فرض ثبات نرخ ارز و قیمت‌های جهانی در سطوح فعلی چندان با واقعیت‌ها سازگاری ندارد. در واقع انتظار می‌رود نرخ ارز طی سال آینده با افزایش مواجه شده و قیمت جهانی کالاهای اولیه نیز کمی بالاتر از سطوح فعلی قرار گیرد. با این حال به منظور بررسی دقیق‌تر مجدداً می‌توان از سناریوهای مختلف برای ارزیابی آینده بازار سرمایه استفاده کرد. جدول ۱۰ برخی سناریوهای احتمالی در این زمینه را نشان می‌دهد. در هر سناریو عدد اول مقدار شاخص با فرض ثبات قیمت سهام در سطوح فعلی و تغییر قیمت ارز و شاخص کالای الگوریتم مطابق سناریو، عدد دوم درصد تغییرات لازم برای رسیدن به مقدار اوج تاریخی در بهمن‌ماه ۱۳۹۴ و عدد سوم درصد تغییرات لازم برای رسیدن به متوسط شاخص در دوره ثبات ارزی است. علت استناد به اوج تاریخی ۱۳۹۴ مشابهت تقریبی مقدار شاخص کالایی در آن دوره با دوره کنونی است.

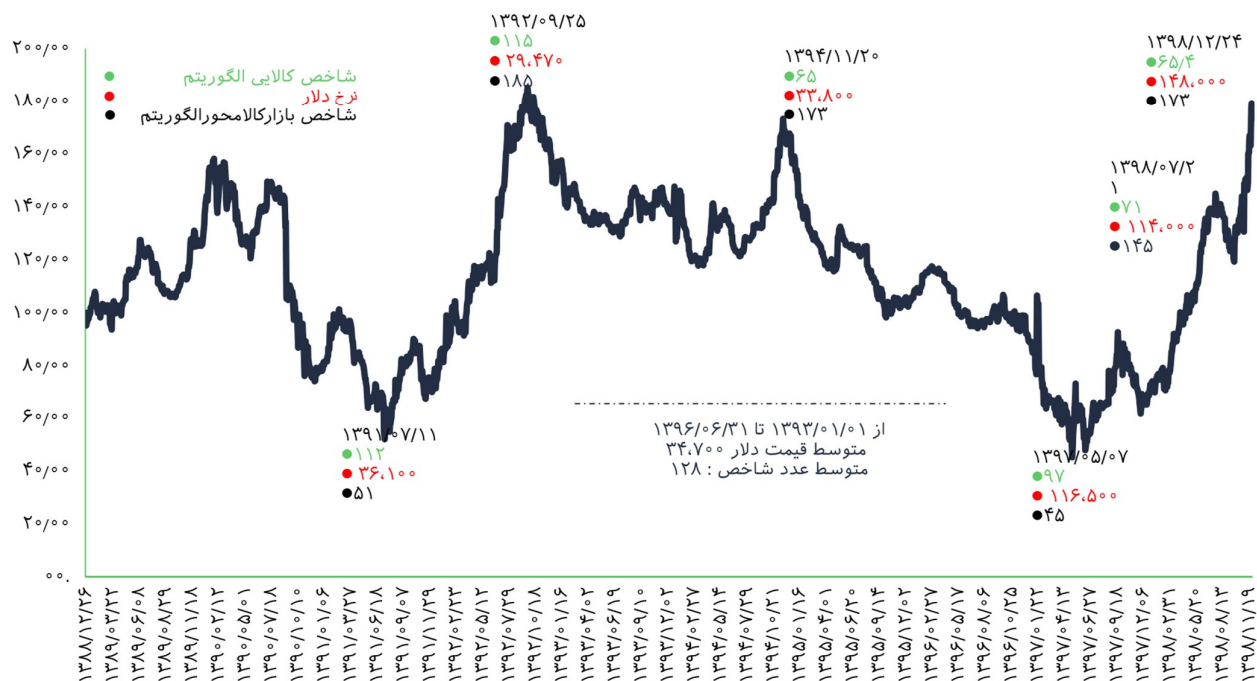
جدول ۱۰- شاخص بازار الگوریتم در سناریوهای مختلف

		نرخ ارز			
		کاهش	ثبات	افزایش	
		مقدار	۱۳,۰۰۰ تومان	۱۴۸۰۰ تومان	۲۰,۰۰۰ تومان
شاخص کالا	کاهش (ده درصد)	۵۹	۳۴۵	۳۰۳	۲۲۴
			-%۳۱	-%۲۱	٪۷
			-%۵۰	-%۴۳	-%۲۳
	ثبات	۶۵	۳۱۰	۲۷۳	۲۰۲
			-%۲۳	-%۱۲	٪۱۸
			-%۴۴	-%۳۷	-%۱۴
	افزایش (ده درصد)	۷۲	۲۸۲	۲۴۸	۱۸۳
			-%۱۵	-%۴	٪۳۰
			-%۳۹	-%۳۰	-%۶

چنان که مشاهده می‌شود در خوش‌بینانه‌ترین حالت امکان ۳۰ درصد رشد تا رسیدن به اوج قبلی و در بدبینانه‌ترین حالت امکان ریزش ۵۰ درصدی سهام وجود دارد. در هر حال در صورت افزایش نرخ ارز تا سطح ۲۰ هزار تومان، بازار همچنان امکان رشد دارد، زیرا در آن صورت مقایسه شرایط فعلی با دوره ثبات ارزی بی‌معنی خواهد بود. اما اگر نرخ دلار ثابت بماند یا رشد چشمگیری نداشته باشد نمی‌توان به رشد چشمگیر قیمت سهام در سال آینده امیدوار بود و چه بسا بازار وارد دوره رکود شود. در نهایت می‌توان گفت که به نظر می‌رسد با توجه به رشد شدید قیمت ریالی سهام در یک سال اخیر، دوره رشد دسته جمعی سهام به پایان رسیده و برای کسب سود باید با تحلیل بیشتری اقدام به سرمایه‌گذاری نمود.

۴-۵-۲- شاخص بازار کالامحور الگوریتم

به منظور بررسی دقیق‌تر اثر قیمت کالاهای اولیه بر شرکت‌های کالامحور بازار بورس ایران می‌توان از شاخص بازار کالامحور الگوریتم استفاده کرد. شاخص کالامحور الگوریتم پس از محاسبه شاخص قیمت دلاری الگوریتم برای ۹۱ شرکت کالامحور حاضر در بورس و فرابورس و تقسیم آن بر شاخص کالایی الگوریتم محاسبه می‌شود.



شکل ۱۷- شاخص بازار کالامحور الگوریتم

چنان که در شکل فوق مشاهده می‌شود شاخص بازار کالامحور الگوریتم به‌رغم رشد چشم‌گیر اخیر همچنان ۷ درصد پایین‌تر از سقف تاریخی خود قرار دارد. همچنین مقدار این شاخص با مقدار آن در ۲۰ بهمن ۱۳۹۴ برابر است؛ یعنی به‌رغم رشد پیاپی قیمت سهام این گونه شرکت‌ها در دو سال و نیم اخیر، متوسط قیمت آن‌ها از سقف قیمتی ایجاد شده پس از برجام فراتر نرفته است. یک نکته حائز اهمیت آن است که دلیل افت مقدار شاخص پس از ۲۰ بهمن ۱۳۹۴ افزایش قیمت کالاهای جهانی بوده است، مسئله‌ای که می‌تواند با خلاصی جهان از شر بیماری کرونا، بهبود روابط چین و آمریکا یا کاهش نرخ بهره در آمریکا مجدداً رخ داده و شاخص را پایین‌تر بیاورد که به معنای ارزان‌تر شدن قیمت سهام کالامحور و امکان رشد بیشتر آن‌ها تا رسیدن به سقف‌های پیشین است.

مجدداً می‌توان با توجه به پیش‌بینی‌ها در خصوص قیمت کالاهای اولیه و نرخ ارز سناریوهای مختلفی را برای سال آینده ترسیم کرد. جدول ۱۱ برخی سناریوهای احتمالی در این زمینه را نشان می‌دهد. در هر سناریو عدد اول مقدار شاخص با فرض ثبات قیمت سهام در سطوح فعلی و تغییر قیمت ارز و شاخص کالای الگوریتم مطابق سناریو، عدد دوم درصد تغییرات لازم برای رسیدن به مقدار اوج تاریخی و عدد سوم درصد تغییرات لازم برای رسیدن به متوسط شاخص در دوره ثبات ارزی است.

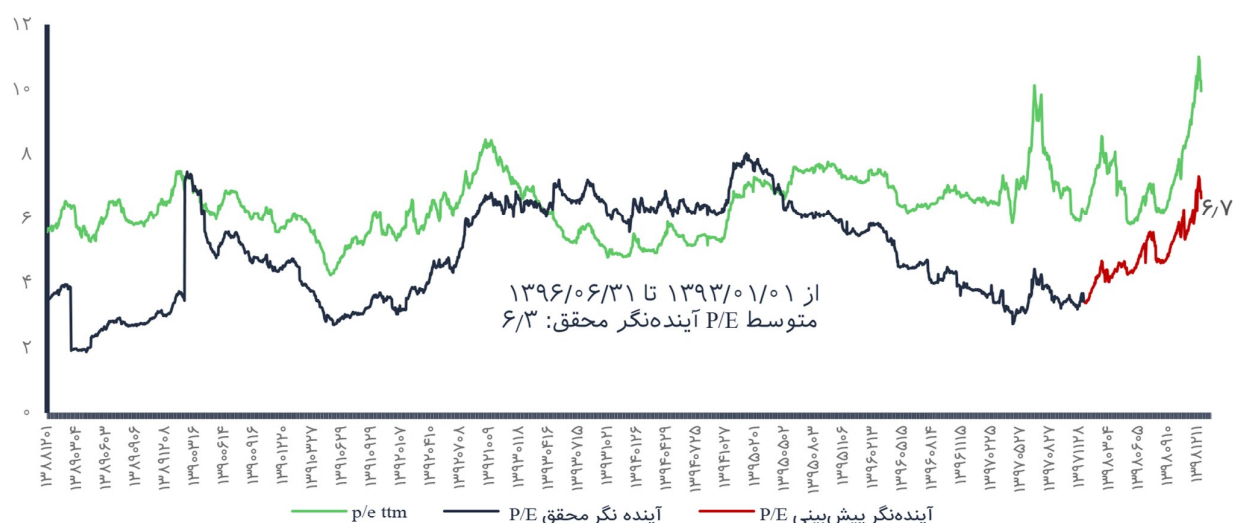
جدول ۱۱- شاخص بازار کالامحور الگوریتم در سناریوهای مختلف

		نرخ ارز			
		مقدار	کاهش	ثبات	افزایش
			۱۳,۰۰۰ تومان	۱۴۸۰۰ تومان	۲۰,۰۰۰ تومان
شاخص کالا	کاهش (ده درصد)	۵۹	۲۱۹	۱۹۲	۱۴۲
			-%۱۵	-%۴	٪۳۰
			-%۴۲	-%۳۳	-%۱۰
	ثبات	۶۵	۱۹۷	۱۷۳	۱۲۸
			-%۶	٪۷	٪۴۵
			-%۳۵	-%۲۶	٪۰
	افزایش (ده درصد)	۷۲	۱۷۹	۱۵۷	۱۱۶
			٪۳	٪۱۸	٪۵۹
			-%۲۹	-%۱۹	٪۱۰

چنان که مشاهده می‌شود در بدترین سناریو ممکن که با سقوط شاخص قیمت کالاها به کف خود و کاهش نرخ دلار به ۱۳۰۰۰ تومان همراه است، ارزش ریالی فعلی شاخص از اوج تاریخی خود ۱۵ درصد بیشتر خواهد بود. در عین حال در خوش‌بینانه‌ترین حالت ممکن، شاخص تا رسیدن به اوج تاریخی خود ۵۹٪ فاصله دارد. توجه داشته باشید که شاخص کالایی در اواخر دی‌ماه امسال حدود ۷۷ واحد بوده و بنابراین لحاظ کردن سطح ۷۲ واحدی برای حالت خوش‌بینانه با لحاظ کردن همه فرضیات مبنی بر عدم افزایش شدید قیمت کالاهای اولیه در سال آتی مفروض گرفته شده است. همچنین باید توجه داشت که شرکت‌های کالامحوری که اقدام به صادرات محصولات خود می‌کنند با ریسک‌های دیگری از جمله کاهش میزان فروش به واسطه تشدید تحریم‌ها، عدم دسترسی به مبالغ ناشی از فروش به دلیل تحریم‌های بانکی یا اتکا به شرکت‌های غیرمطمئن برای نقل و انتقال پول و ارائه تخفیف‌های بالا برای ترغیب مشتریان خارجی جهت خرید محصولات نیز مواجهند. بنابراین به نظر می‌رسد اگر تحلیل‌ها درخصوص افزایش نرخ ارز محقق شود، و ریسک‌های فوق منجر به کاهش جدی در سودآوری شرکت‌های کالامحور نشود سرمایه‌گذاری در سهام اینگونه شرکت‌ها گزینه‌ای جذاب خواهد بود. در پایان باید توجه داشت که تعیین مناسب‌ترین شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری نیازمند بررسی مجزای شرکت‌ها است.

۴-۵-۳- شاخص سودآوری الگوریتم

شاخص سودآوری بازار الگوریتم سنجش‌ای برای ارزیابی P/E آینده بازار است. P/Ettm از تقسیم ارزش روزانه بازار بورس و فرابورس بر سود چهار فصل منتهی به تاریخ مورد نظر محاسبه می‌شود. P/E آینده‌نگر محقق از تقسیم ارزش روزانه بازار بورس و فرابورس بر سود محقق شده بازار در یک سال پس از تاریخ مورد نظر محاسبه می‌شود. بنابراین آخرین مقدار در دسترس آن مربوط به یک سال پیش است زیرا سود محقق شده برای تاریخ‌های پس از آن هنوز مشخص نیست. P/E آینده‌نگر پیش‌بینی از تقسیم ارزش روزانه بازار بورس و فرابورس بر سود پیش‌بینی شده آن‌ها برای یک سال آینده محاسبه می‌شود بنابراین مقدار آن در یک سال منتهی به روز محاسبه مقداری پیش‌بینی شده خواهد بود. برای پیش‌بینی سود سال آینده بازار فرض شده است میزان فروش شرکت‌ها در چهار فصل آتی نسبت به چهار فصل پیش از آن بدون تغییر بوده و نرخ دلار به طور متوسط در سطح ۱۵۰۰۰ تومان باشد.



شکل ۱۸- شاخص سودآوری الگوریتم

چنان که مشاهده می‌شود P/E آینده‌نگر بازار بالاتر از متوسط آن در دوره ثبات ارزی است. با این حال باید توجه داشت که تقسیم سود شرکت‌ها در سال آتی می‌تواند P/E آینده‌نگر را نیم واحد کاهش دهد. از سوی دیگر افزایش قیمت ارز و افزایش نرخ محصولات (به شرط عدم کاهش محسوس در فروش) می‌تواند منجر به کاهش شدید P/E آینده‌نگر شود.

۵- جمع‌بندی

چنان‌که در بخش ۳ اشاره شد عوامل محرک رشد قیمت دارایی‌ها و افزایش بیش از ۵ برابری ارزش بازار سهام همچنان پابرجا هستند و دلیلی برای معکوس شدن روند فعلی وجود ندارد. متغیرهای کلان اقتصادی از جمله نقدینگی و میزان کسری بودجه از بروز تورم دو رقمی در سال آتی حکایت دارند. همچنین رشد نقدینگی، انتظارات تورمی و کاهش درآمدهای ارزی بر انتظارات برای افزایش نرخ ارز در سال آتی صحنه می‌گذارند. اقبال عمومی نسبت به بازار سرمایه نیز افزایش یافته و در عین حال سهم بازار سرمایه از یک اقتصاد بزرگ‌تر شده است.

از سوی دیگر قیمت جهانی کالاهای اولیه به عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل موثر بر بازار سرمایه ایران به دلیل شیوع ویروس کرونا تحت فشار قرار داشته و امکان کاهش بیشتر آن‌ها نیز وجود دارد. بنابراین در حالی که نرخ ارز، تورم و اقبال عمومی به بازار سرمایه بر احتمال رشد شاخص در سال آتی صحنه می‌گذارند اما نگرانی‌ها در خصوص کاهش قیمت کالاهای اولیه منجر به اضطراب فعالان بازار درخصوص ریزش قیمت‌ها شده است. در اینجا توجه به چند نکته ضروری است. نخست آنکه اگر قیمت جهانی کالاهای اولیه به دلیل شیوع کرونا کاهش یابد، به دلایلی که پیش از این ذکر شد احتمالاً قیمت ارز و تورم نیز در ایران افزایش خواهد یافت. این افزایش در قیمت ارز و تورم، مازاد بر افزایشی است که احتمال وقوع آن حتی در صورت عدم شیوع کرونا نیز وجود داشت. بنابراین استفاده کردن از سناریوهایی که در آن‌ها قیمت ارز افزایش و قیمت جهانی کالاهای اولیه کاهش یافته است واقع‌بینانه‌تر است. چنان‌که پیش از این اشاره شد در این وضعیت و با فرض رسیدن نرخ ارز به ۲۰۰۰۰ تومان، بازار پایین‌تر از اوج تاریخی خود در سال ۱۳۹۴ قرار خواهد داشت.

به علاوه باید توجه داشت که سناریوهای مربوط به شاخص بازار الگوریتم در قیاس با سناریوهای مربوط به شاخص بازار کلامحور الگوریتم وضعیت نامطلوب‌تری را نشان می‌دهند.

این مسئله دو دلیل عمده دارد. نخست آنکه قیمت سهام بسیاری از شرکت‌های غیرکلامحور در مدت اخیر رشد بسیاری بالایی را تجربه کرده‌اند که لزوم احتیاط در سرمایه‌گذاری در سهام این گونه شرکت‌ها را منعکس می‌کند. از سوی دیگر در شاخص بازار الگوریتم اثر کاهش قیمت کالاهای اولیه بر شرکت‌های کلامحور و غیرکلامحور یکسان انگاشته شده است؛ در حالی که سهام شرکت‌های غیرکلامحور به نرخ ارز حساسیت بسیاری بالایی دارند. در واقع در صورت ریزش شدید قیمت کالاهای اولیه ممکن است قیمت سهام شرکت‌های غیرکلامحور تحت تاثیر ریزش شاخص کل در مقطعی با اصلاح اصلاح مواجه شود اما به واسطه افزایش نرخ ارز و به تبع آن افزایش قیمت دارایی‌ها یا افزایش تورم و به تبع آن افزایش نرخ فروش، مجدداً در مسیر صعودی قرار گیرد. در سناریوهای مربوط به شاخص بازار کلامحور نیز با توجه به آنکه قیمت سهام اینگونه شرکت‌ها در حال حاضر رشد پایین‌تری نسبت به سهام شرکت‌های غیرکلامحور داشته‌اند؛ در صورت کاهش قیمت جهانی کالاهای اولیه، افزایش نرخ ارز زمینه را برای رشد بیشتر آن‌ها مهیا خواهد کرد. باید توجه داشت که قیمت این کالاها در حال حاضر نیز در محدوده نسبتاً پایینی قرار دارد به گونه‌ای که شاخص کالای الگوریتم تنها ده درصد با کف تاریخی خود فاصله دارد. بنابراین می‌توان نسبت به عدم ریزش شدید آن‌ها در سال آینده امیدوار بود.

عوامل دیگر از جمله افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی دارایی‌ها به ویژه در صورت اجرا برای شرکت‌های بزرگ مانند پتروشیمی‌ها یا پالایشی‌ها نیز می‌تواند به رشد بازار کمک کند. همچنین ورود نقدینگی به بازار و برنامه‌های دولت برای حمایت از این بازار می‌تواند زمینه را برای عبور شاخص‌ها از سقف‌های قبلی مهیا کند.

در اینجا لازم است به یک پرسش اساسی دیگر نیز پاسخ دهیم. اگر قیمت ارز افزایش یابد آیا سرمایه‌گذاری در دلار مناسب‌تر از سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه نیست؟ سناریوهای

ما فرض را بر افزایش نرخ دلار تا سطح ۲۰ هزار تومان قرار داده بودند که به معنای رشد ۳۳ درصدی نرخ دلار است. این در حالی است که بر اساس سناریوهای مورد بررسی در این گزارش در صورت تحقق این فرض و کاهش ده درصدی قیمت کالاهای اولیه، امکان کسب سود ۳۰ درصدی از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های کالایی وجود دارد. اگر این نکته را در کنار دشواری‌های سرمایه‌گذاری در ارز به واسطه محدودیت‌های رو به تزاید معامله آن قرار دهیم احتمالاً سرمایه‌گذاری در بازار بورس را گزینه منطقی‌تری خواهیم یافت. همچنین باید توجه داشت که این سناریوها به متوسط رشد اشاره دارد و در صورت سرمایه‌گذاری صحیح امکان کسب سودهای بالاتر نیز وجود خواهد داشت.

همچنین یک حالت بسیار خاص را نیز در نظر بگیریم. اگر شرایط اقتصاد ایران به‌گونه‌ای پیش برود که با یک ابرتورم مواجه شویم آنگاه نگهداری ریال منطقی نخواهد بود. طبیعی است در این حالت افراد سرمایه‌های خود را به سمت دارایی‌ها سوق دهند. در این شرایط بازار بورس و بازار ارز به واسطه نقدشوندگی بسیار بالای خود می‌توانند نقش کیف پول را برای سرمایه‌گذاران بازی کنند. در این وضعیت نیز دشواری‌های دسترسی به بازار ارز باعث خواهد شد تا بازار سرمایه از جذابیت بالاتری برخوردار باشد. در مجموع می‌توان گفت با توجه به پیش‌بینی‌ها در خصوص افزایش نرخ ارز و تورم، سال آینده نیز سالی مناسبی برای سرمایه‌گذاری در بورس خواهد بود اما با توجه به بالا رفتن ارزش ریالی سهام بسیاری از شرکت‌ها باید در انتخاب سهام مناسب دقت بسیار بالایی به خرج داد.



۹۹



الگوریتم

گروه خدمات بازار سرمایه

خیابان ولیعصر - خیابان بزرگمهر - پلاک ۱۶ - طبقه چهارم

تلفن: ۵۲ ۲۶ ۹۷ ۶۶ - ۲۱

algorithm.holdings / info@algorithm.holdings