

چهار سناریو از آینده بورس

امروز ۱۰ ماه از شروع ریزش بازار سهام از قله دو میلیونی می‌گذرد. در این مدت فرازونشیب‌های زیادی پیش روی سهامداران قرار گرفت و ۴۴ درصد از ارتفاع شاخص کل کاسته شد. روند معاملات روزهای اخیر اما حکایت از آن دارد که می‌توان به رشد قیمت‌ها در ماه‌های پیش‌رو امیدوار بود. امیدواری یادشده تا حد زیادی تحت تاثیر عواملی همچون نرخ دلار و نتیجه مذاکرات قرار دارد.

به گزارش سایت خبری پرسون، محمدمامین خدابخش نوشت: بازار سهام در هفته‌های اخیر نشانه‌هایی از بهبود را نمایان کرده است. انتظار می‌رود که در صورت تداوم عواملی نظیر افزایش خالص خرید حقیقی، خروج پول حقیقی از صندوق‌ها و افزایش ارزش معاملات خرد در کنار نزدیک بودن فصل مجامع بتوانیم در کوتاه‌مدت شاهد روندی متعادل در بازار سهام باشیم که تداوم آن به عواملی نظیر نرخ بهره و تغییرات آن در آینده، کاهش یا افزایش ریسک‌های سیاسی و انتظارات تورمی و ثبات قیمت دلار ارتباط دارد. با این حال تسری این نگاه خوش‌بینانه در بلندمدت نیازمند مسائل گوناگونی است که از آن جمله می‌توان به کنترل تورم و نحوه تعامل با جهان اشاره کرد.

مرگ پولی یک رویا

تغییر مسیر کاهشی بازار سهام ده‌ماهه شد. در این ۱۰ ماه که یکی از بدترین و ناخوشایندترین موارد افت قیمت در بازار سهام رقم خورد، بورس نیز مانند سایر بازارها می‌رفت تا در مواجهه با تغییر متغیرهای کلان اقتصاد دوره‌ای از تعدیل را پشت سر بگذارد. با این حال این تعدیل آنچنان که در سایر بازارها روی داد در بورس پیش نرفت. ماه‌های مداوم افزایش قیمت، آن هم به طور بی‌وقفه در نیمه نخست سال ۹۹ سبب شده بود تا انباشته شدن رشد تورمی قیمت‌ها بر رونق سال‌های ۹۷ و ۹۸ در عمل موج بزرگ صعودی را در بازار سهام رقم بزند. این در حالی بود که سایر بازارها مانند بازار ارز، مسکن و سکه در طول این مدت، هم به دلیل جذابیت بیشتر بورس و هم به دلیل عیان بودن نحوه اثرپذیری از تغییرات سیاسی و اقتصادی، نوسان کمتری را تجربه کرده بودند. همین امر در کنار آمادگی بازار سهام برای جذب سرمایه‌های اندک وضعیتی را پدید آورد تا این بازار نهایتاً در دوری تقویت‌شونده قرار گیرد. حاصل این تقویت بی‌وقفه شاخص کل تا محدوده ۲ میلیون و ۱۰۰ هزار واحد بود که نهایتاً ریزشی شدیدتر را در پی داشت. از آن زمان تاکنون در بسیاری از نمادها به‌ویژه نمادهای کوچک بازار قیمت سهام حتی تا ۷۰ درصد نیز افت کرده است. این وضعیت به گفته بسیاری از کارشناسان بازارهای مالی امری طبیعی است و حتی قبل از واژگونی روند صعودی در بازار سهام نیز می‌شد حدس زد که تب تند رونق تورمی بورس نهایتاً با عرق سرد رکود همراه خواهد شد. اما خود همین رکود نیز مانند هر رویداد دیگری در بازار سهام امری ایستا نبوده و آرایش دیگری از عرضه و تقاضا را در پی خواهد داشت. این نکته دقیقاً موضوع بحث گزارش فعلی است.

بررسی تحولات بازار سرمایه در ماه‌های اخیر حکایت از آن دارد که سیل فراگیر عرضه در اکثریت نمادها که جرقه آن با اختلاف دو وزیر اقتصاد و نفت بر سر عرضه «دارا دوم» یا آنطور که بعداً نام گرفت «پالایش یکم» زده شد، آغاز شد؛ آغازی که کم‌کم با عرضه آبخاری سهام عدالت و مداخلات بی‌مورد بر سر راه تخصیص آزادانه قیمت‌ها شدت گرفت. با این حال آن‌طور که در ماه‌های اخیر به نظر می‌آمد این رویه نیز چندان پایدار نماند. در شرایطی که نزول چندماهه قیمت سهام در بازار مربوطه جریان داشت، در بازارهای جهانی رقیق شدن ارزش‌های قدرتمند به سود قیمت کامودیتی تمام شد. به موازات همین رویداد انتظارات تورمی به دلیل انتخابات ریاست‌جمهوری آمریکا کاهش یافت و همین متغیر در ادامه با بازگشت طرفین برجام به پشت میز مذاکره بیش از گذشته در مسیر کاهش قرار گرفت. بنابراین منطقی نبود که ریزش قیمت سهام به طور بی‌وقفه ادامه پیدا کند. همین‌طور هم شد. در طول ماه‌های اخیر حجم بالایی از پول وارد شده به بورس طی یک ماه نخست سال ۹۹ توانست از چرخه معاملات خارج شود و اگرچه همچنان ضعف تقاضا مشهود بود، طرف عرضه با کاهش قدرت فروشندگان و فرسایش صف‌های فروش تا حدودی نشانه‌های ضعف را در خود نمایان کرد. از همین جا بود که رفته رفته در یک ماه گذشته خالص خرید حقیقی که به طور مداوم در محدوده منفی نوسان می‌کرد به تدریج مثبت شد. در هفته‌های گذشته هم افزایش نسبی ارزش معاملات خرد و هم رشد عامل یاد شده در کنار خروج پول حقیقی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله این شائبه را تقویت کرده که بازار سهام مجدد می‌تواند انتظاری معقول برای افزایش قیمت‌ها داشته باشد، چراکه به جز عوامل یادشده، هم عامل تورم پیش روی بازار قرار خواهد گرفت و هم احتمال گشایش برجامی و کاهش تحریم‌ها به طور جدی وجود دارد. مشکل اصلی اینجاست که تمامی عوامل پیش رو به‌علاوه مشخص نبودن عامل نرخ بهره می‌تواند شرایط گوناگونی را برای فعالان بازار سهام رقم بزند.

معمای بهره

قیمت پول یا آن‌طور که در فرهنگ روزمره مصطلح‌تر است نرخ بهره، یکی از متغیرهای مهمی است که در طول یک سال گذشته هم اثر واقعی و هم اثر روانی بالایی بر بازار سرمایه ذی‌نفعان آن داشته است. این عامل اگر در شرایطی که چشم‌انداز تورمی بالا است کاهش پیدا کند، نبود رقیب جدی برای بازارهای سرمایه‌پذیر قیمت‌داری را تا رسیدن به تعادل با میزان بهره افزایش می‌دهد و در صورتی که انتظارات تورمی کاهشی باشد، افت متعادل آن عاملی خواهد بود که بازارها را در محدوده ثبات حفظ می‌کند. این‌طور که به نظر می‌آید عامل یادشده یکی از بازیگران اصلی در ماه‌های پیش رو خواهد بود که کاهش یا افزایش آن می‌تواند طیف وسیعی از احتمالات را پیش روی بورس قرار دهد. در حال حاضر شنیده‌ها حکایت از آن دارد که در بازار بین بانکی میزان این سنجه مهم اقتصادی به محدوده ۵/۱۸ درصد رسیده است. این در حالی است که سقف دالان نرخ سود ۲۲ درصد بوده و تجربه کاهش این نرخ تا محدوده ۱۵ درصد نیز توانسته نیمه نخست سال ۹۹ را به نیمه رشد تورمی بازار سرمایه با بازده ۳۰۰ درصد بدل کند. اینکه چرا در آن زمان این اتفاق افتاد مساله مورد توجه در نگارش این گزارش نیست اما پایداری نرخ بهره در سطح فعلی مساله‌ای است که می‌تواند برای بازار سهام بسیار

حائز اهمیت باشد. اگر فرض را بر این بگذاریم که کاهش ثبات نرخ بهره بین بانکی در سطح فعلی امری محتمل است که به سبب انتظارات سیاستگذار پولی درخصوص افت آتی تورم شکل خواهد گرفت، می‌توان انتظار داشت که بازار سرمایه از قبل این رویداد بسته به قیمت سهام در نمادهای مختلف منتفع شود.

این احتمال از این جهت قابل اعتنا است که قرار گرفتن قیمت سهام در محدوده فعلی نسبت قیمت به سود آینده‌نگر را به محدوده ۸/۶ واحد کاهش داده است. با توجه به آنکه نرخ سود رسمی در بازار پول هم‌اکنون نسبت P/E سود بانکی را در محدوده ۶ واحد قرار داده از این رو با اتکا به اینکه در حال حاضر تمامی سهام دارای P/E آینده‌نگر زیر این محدوده شانس جدی افزایش قیمت دارند امری بدیهی خواهد بود. افزون بر این اگر کاهش نرخ بهره بین بانکی تداوم یافته و به سطوح پایین‌تر برود، این مساله تمامی سهام موجود در بازار را به تناسب این رویداد ارزنده خواهد کرد چراکه انتظار می‌رود با تداوم این مسیر نرخ سود بانکی نیز کاهش یابد و به دنبال آن P/E منطقی برای بورس افزایش پیدا کند. مضاف بر آنکه اگر متغیر بهره حتی بدون کاهش تورم انتظاری، افت کرده باشد باز رشد قیمت سهام امری محتمل است. البته این مساله منافی صحت این نکته نیست که مهار تورمی با کنترل هدفمند نرخ بهره ارتباط تنگاتنگ دارد، اما قیمت سهام نیز عاملی است که به هر ترتیب از این مساله اثر خواهد گرفت.

چهار مسیر محتمل

اما از عامل بهره که بگذریم، چهار مسیر اصلی را می‌توان برای بازار سهام در نظر گرفت:

نخست؛ تعادل کوتاه‌مدت: قرار گرفتن تمامی عوامل بنیادی مربوط به بازارهای جهانی در کنار نرخ ۲۴ هزار تومانی دلار در حال حاضر شرایطی را پدید آورده که نزدیک‌شدن به فصل مجامع در شرایط فعلی زمینه را برای رشد قیمت‌ها در بورس فراهم کرده است. این نکته از این جهت قابل بررسی است که اولاً میزان صفوف فروش در روزهای اخیر به شکل قابل‌ملاحظه‌ای کم شده و همان‌طور که گفته شده جریان پول نیز از جانب صندوق‌های سرمایه‌گذاری منفی است. این عامل در کنار کاهش خالص خرید حقوقی و افت قابل‌توجه قیمت همه شرایط لازم به‌خصوص مولفه‌های روانی را در جهت تعادل قیمت‌ها، قرار گرفتن در روندی خنثی و حتی افزایش نسبی قیمت در نمادهایی که در مجمع می‌توانند سود خوبی تقسیم کنند تقویت کرده است.

دوم؛ خنثی بلندمدت: فارغ از تحولات کوتاه‌مدت بازار سهام را شاید بتوان بیش از هر چیز تحت‌تاثیر دو عامل ریسک‌های سیاسی و بودجه تورمی دانست. همان‌طور که می‌دانیم دو عامل روانی مهم در حال حاضر وجود دارد که می‌تواند کلیت اقتصاد ایران را به شدت تحت‌تاثیر قرار دهد. در صورتی که توافق به بازگشت آمریکا در برجام نهایی شود این انتظار وجود خواهد داشت که بازار سرمایه به دلیل بهره‌مندی از منافع آتی و بلندمدت این توافق بتواند با افزایش درآمدزایی شرکت‌ها مواجه شود. این مساله اگرچه در بلندمدت امری مبارک برای اقتصاد کشور است اما به سبب آنکه از تورم انتظاری می‌کاهد می‌تواند در کوتاه‌مدت اثر منفی بر بازار سرمایه داشته باشد. این در حالی است که کسری بودجه سال ۱۴۰۰ که به گفته کارشناسان از ۳۰۰ هزار میلیارد تومان فراتر می‌رود، عاملی است که در صورت مهارنشدن می‌تواند هر نوع افت احتمالی قیمت‌های نسبی بر اساس ریال را منتفی کند. بنا بر این در این مورد اگر وضعیت به گونه‌ای پیش برود که از قبل وقوع هر دو این‌ها جهش خاصی در اقتصاد کشور مشاهده نشود می‌توان انتظار داشت که بازار سرمایه با روندی خنثی و کم‌نوسان و البته نبود رونق معاملاتی یک‌دست در این بازار روبه‌رو باشد.

سوم؛ مثبت بلندمدت: در این حالت کاهش ریسک‌های سیاسی در صورت توافق، به کاهش تورم انتظاری خواهد انجامید که این مساله در کنار مهار سیاست‌های تورمی می‌تواند بازار سهام را به بهشت سرمایه‌گذاران بنیادی تبدیل کند. در این حالت اگرچه کلیت بازار مانند سیل تورمی ۹۹ با افزایش قیمت روبه‌رو نخواهد شد اما کاهش هزینه‌های مبادله در کنار هموارشدن مسیر برای واردات کالاهای سرمایه‌ای می‌تواند شرایط را برای سرمایه‌گذاری بلندمدت بهبود بخشد و با بلند شدن افق دید مردم به بورس در عمل از معایب نگاه سفته‌بازانه افراطی در بازار سهام بکاهد.

چهارم منفی بلندمدت: اما بدترین حالت زمانی است که نه مذاکرات با قدرت‌های جهانی به ثمر برسد و نه سیاست‌های ضدتورمی بتواند جای تورم موجود را در کشور بگیرد. در این حال بالا بودن هزینه مبادله در کنار رشد انتظارات تورمی و بیشتر شدن ریسک‌های سیاسی اگرچه می‌تواند شرایط رشد برای کل بازار سهام را فراهم کند اما طبیعتاً سودی که از قبل این فرآیند به جیب سرمایه‌گذاران خواهد رفت صرفاً سودی ریالی خواهد بود که فاقد ارزش اقتصادی است و بدون آنکه به ثروت مردم بیفزاید صرفاً با ایجاد توهّم تورمی بر روند غیرمولد سفته‌بازی در بازار سهام خواهد افزود.

توجه: مطلب مندرج صرفاً دیدگاه نویسنده است و رسانه پرسون در قبال آن هیچ موضعی ندارد.

منبع: دنیای اقتصاد