

چشم انداز بازار سرمایه ۱۴۰۰



فهرست مطالب

تاریخچه تاسیس بورس در ایران	۳
بازار سرمایه در سالی که گذشت	۴
مؤلفه‌های اثرگذار بر بازار سرمایه در سال ۱۴۰۰	۶
انتخابات ریاست جمهوری ۱۴۰۰	۷
بودجه	۹
برجام	۱۰
قرارداد ۲۵ ساله ایران و چین	۱۱
نقدینگی، تورم، نرخ ارز	۱۲
سهام عدالت	۱۴
ریسک‌های سیستماتیک	۱۵
نرخ‌های جهانی	۱۶
عملکرد شرکت‌های بورسی	۱۷
چشم‌انداز بازار سرمایه ۱۴۰۰	۱۸

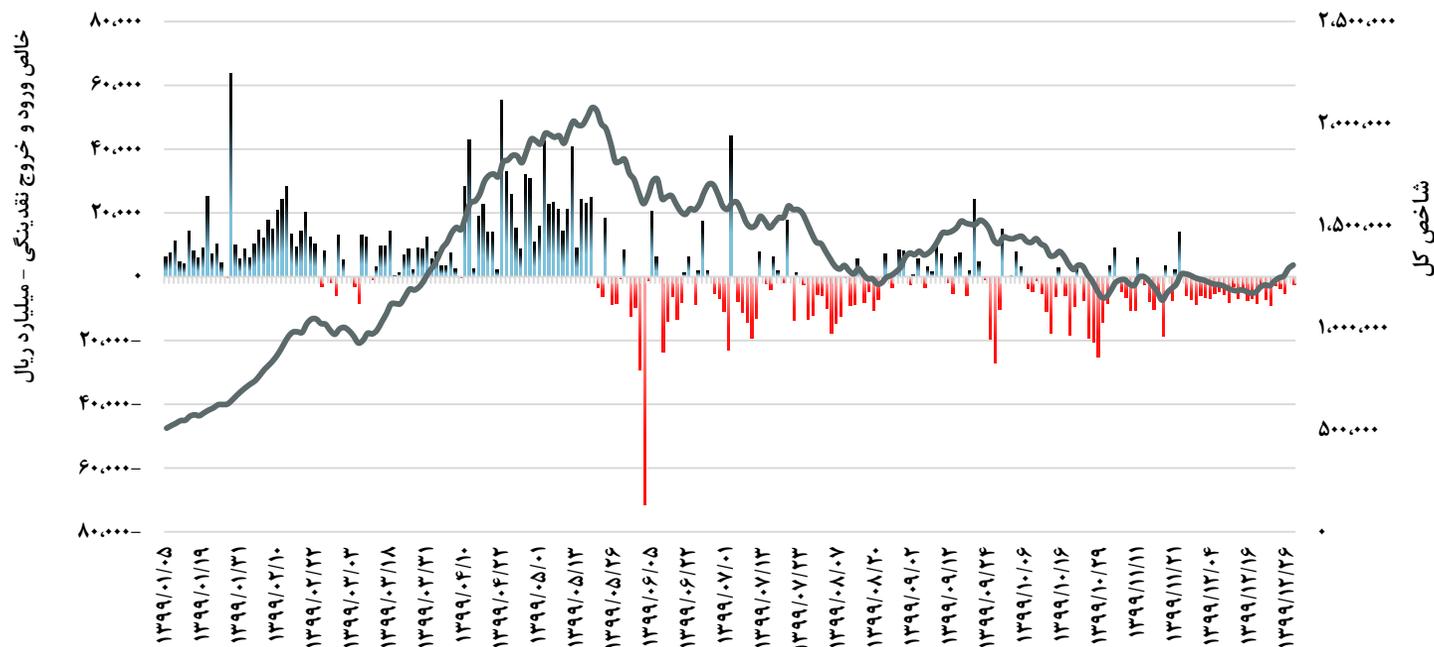
ایده راه‌اندازی بورس در ایران، به سال ۱۳۱۵ برمی‌گردد. در این سال، یک کارشناس هلندی و یک کارشناس بلژیکی به منظور بررسی و اقدام در مورد تهیه و تنظیم مقررات قانونی ناظر بر فعالیت بورس اوراق بهادار، به ایران آمدند. متأسفانه مطالعات راه‌اندازی بورس با آغاز جنگ جهانی دوم و مشکلات داخلی ایران برای مدت طولانی متوقف شد.

پس از کودتای ۲۸ مرداد ۱۳۳۲، مجدداً در سال ۱۳۳۳ مأموریت تشکیل بورس اوراق بهادار به اتاق بازرگانی و صنایع و معادن، بانک مرکزی و وزارت بازرگانی وقت محول شد. این گروه پس از ۱۲ سال، در سال ۱۳۴۵، قانون و مقررات تشکیل بورس اوراق بهادار تهران را تهیه و لایحه مربوطه را به مجلس شورای ملی ارسال کردند که این لایحه در اردیبهشت ماه سال ۱۳۴۵ تصویب شد. بورس اوراق بهادار تهران از پانزدهم بهمن ۱۳۴۶، فعالیت خود را رسماً با انجام چند معامله روی سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی آغاز کرد.

پس از آن سهام شرکت نفت پارس، چند نوع اوراق قرضه دولتی، اوراق قرضه سازمان گسترش مالکیت صنعتی و اوراق قرضه عباس آباد در بورس تهران پذیرفته شدند. در آن زمان اعطای معافیت‌های مالیاتی برای شرکت‌ها و موسسات پذیرفته شده در بورس، عامل مهمی در تشویق شرکت‌ها به عرضه سهام خود در بورس اوراق بهادار تهران بود. در طی مدت زمانی پس از تشکیل، بورس در مسیر توسعه و پیشرفت قرار گرفت. بورس در ایران برای مدتی به دلیل تحولات بعد از پیروزی انقلاب اسلامی و آغاز جنگ تحمیلی رونق چندانی نداشت و عملاً تعطیل بود. با آغاز برنامه اول پنج ساله توسعه مجدداً بورس در ایران احیا شد. در سال ۸۴ نیز با تصویب قانون اوراق بهادار تحولات مهمی در عرصه بازار سرمایه در ایران شکل گرفت و بخش نظارتی و اجرایی تفکیک شد. در حال حاضر چهار شرکت بورس اوراق بهادار تهران، فرابورس ایران، بورس کالای ایران و بورس انرژی ایران تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار فعالیت می‌کنند. طراحی انواع اوراق بهادار، ابزارهای مالی اسلامی، راه‌اندازی نهادهای متنوع مالی در کنار آزادسازی سهام عدالت موجب شده امروزه تعداد سهامداران بورس رشد قابل توجهی داشته باشد به طوری که هم اکنون تعداد سهامداران به حدود ۵۰ میلیون نفر رسیده است.

بورس اوراق بهادار تهران در ادامه رشد صعودی سال ۹۸، در سال ۹۹ نیز رشد فزاینده‌ای را تجربه کرد، به طوری که شاخص کل بورس تهران در تاریخ ۱۹/۰۵/۹۹ به محدوده سقف تاریخی ۲,۰۸۰,۰۰۰ واحدی رسید و پس از آن روند نزولی در پیش گرفت و در پایان سال ۹۹ به محدوده ۱,۳۰۷,۰۰۰ واحد رسید. فروش اموال دولتی و اوراق منتشره از طریق بازار سرمایه و تلاش برای کاهش کسری بودجه در سال ۹۹، عرضه سهام شرکت‌های دولتی توسط تعدادی از شرکت‌های حقوقی در سقف قیمتی، آزادسازی مرحله دوم سهام عدالت، سیاسی شدن بازار و تناقض‌گویی بین نهادهای سیاست‌گذاری و تصمیمات خلق‌الساعه به منظور کنترل رشد بازار سرمایه که منجر به سلب اعتماد سرمایه‌گذاران خرد از بازار سرمایه شد، قیمت‌گذاری‌های دستوری در بورس کالا، افزایش تدریجی نرخ سود در بازار بین بانکی از جمله اتفاقاتی بودند که منجر به کاهش شدید شاخص در نیمه دوم سال ۹۹ شدند. از نیمه دوم مرداد ۹۹ و همزمان با ریزش بازار در مجموع ۶۰۵ هزار میلیارد ریال خالص خروج نقدینگی حقیقی بوده است که می‌تواند نشان‌دهنده ترس و عدم اعتماد سهامداران باشد.

خالص ورود و خروج نقدینگی حقیقی و روند شاخص کل در سال ۱۳۹۹



چشم انداز بازار سرمایه ۱۴۰۰

بازار سرمایه در سالی که گذشت

دی ۹۹: گمانه زنی ها و اختلاف نظر مسئولان در مورد نرخ دلار در بودجه ۱۴۰۰، مصوبه کمیسیون تلفیق بودجه مجلس مبنی بر افزایش نرخ تسعیر ارز به ۱۷,۵۰۰ تومان در سال ۱۴۰۰، کاهش موقت نرخ دلار به محدوده ۲۱,۸۰۰ تومان، نزولی شدن تورم نقطه ایی، ابلاغ افزایش ضریب اعتباری کارگزاری ها به ۴۵٪، بررسی مجدد لوائح FATF در مجمع تشخیص مصلحت نظام.

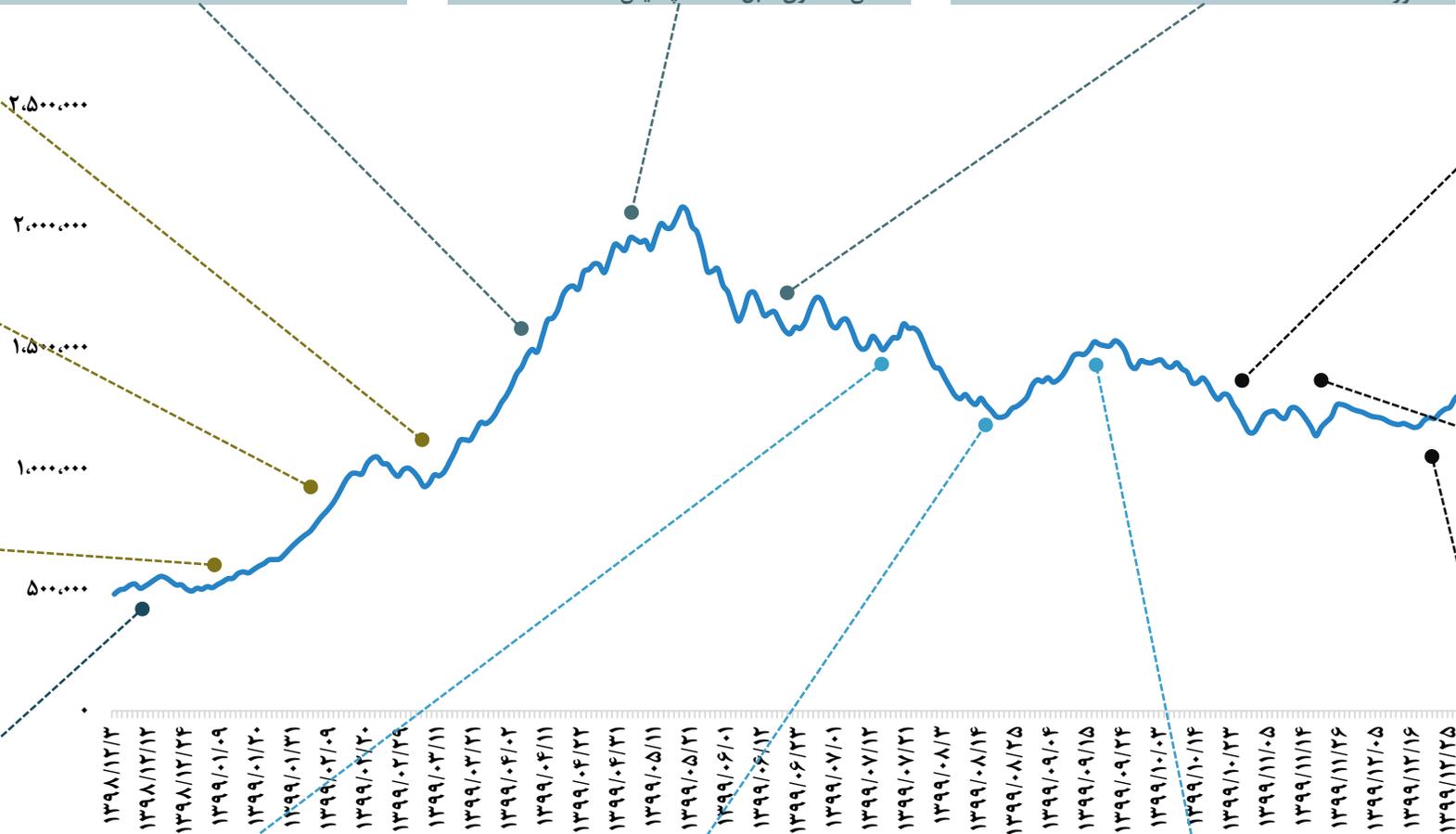
بهمن ۹۹: موافقت مجلس شورای اسلامی با کلیات لایحه بودجه اصلاحی سال ۱۴۰۰، استعفاي دکتر قالیباف اصل از ریاست سازمان بورس و انتصاب دکتر دهقان دهنوی به ریاست سازمان بورس و اوراق بهادار، تغییر دامنه نوسان بازار بورس و تغییر حجم مبنا شرکت های بورسی، افزایش اعتبار خرید کارگزاری ها به ۶۰٪.

اسفند ۹۹: افزایش حد نصاب صندوق های درآمد ثابت در سهام حداکثر ۲۰٪ و حداقل ۱۵٪، امید به بازگشت امریکا به برجام و همکاری با اروپا با توجه به سخنرانی جو بایدن، رکورد فروش اوراق منتشر شده در آخرین حراج توسط بانک مرکزی و تامین مالی بیش از ۱۲۵ هزار میلیارد تومان از طریق بازار پول و سرمایه در سال ۹۹.

شهریور ۹۹: افزایش حدنصاب صندوق های درآمد ثابت در سهام به حداکثر ۱۵٪، تصویب سه ابزار اختیار فروش تبیی، بازار گردانی مؤثر، سهام خزانه در جلسه شورای عالی بورس جهت متعادل سازی بازار سرمایه، مجاز شدن پتروشیمی ها، فولاد و معدنی ها به فروش آزادانه ارز در کشور.

مرداد ۹۹: عرضه سهام شرکت های دولتی در سقف قیمتی با توجه به دستور واگذاری سهام دستگاه های دولتی، آزادسازی ۳۰٪ دوم و امکان فروش ۶۰٪ سهام عدالت در بازار سرمایه با روش مستقیم. کشمکش بین وزیر اقتصاد و نفت مبنی بر منتفی شدن صندوق قابل معامله پالایش.

تیر ۹۹: تأسیس و آغاز معامله اولین صندوق قابل معامله دولتی واسطه گری مالی دارای یکم، مصوبه هیئت دولت مبنی بر افزایش سهام شناوری در شرکت های دولتی حداقل ۲۵٪.



مهر ۹۹: افزایش نرخ دلار در بازار آزاد به سقف ۳۱,۸۵۰ تومان و رشد انتظارات تورمی در سایر بازارهای فیزیکی، ممنوعیت معاملات الگوریتمی در بازار سرمایه، منتشر شدن پیش نویس اتخاذ سیاست تعیین کف و سقف قیمت فولاد جهت حمایت از صنایع پایین دستی و مصرف کننده توسط وزارت صمت، منتشر شدن گزارش های خوب ۶ ماهه شرکت های بورسی و تأثیر افزایش نرخ دلار در سود محقق شده شرکت ها.

آبان ۹۹: انتخابات ریاست جمهوری امریکا و پیروزی بایدن در انتخابات، عقب نشینی نرخ دلار به محدوده ۲۵,۰۰۰ تومان و فروکش کردن انتظارات تورمی، کاهش زمان پیش گشایش بازار، مجوز تأسیس صندوق به بانک های فاقد صندوق و افزایش سقف صندوق های سرمایه گذاری.

آذر ۹۹: ابلاغ شیوه نامه ساماندهی عرضه و تقاضای زنجیره فولاد از جانب وزارت صمت، قیمت گذاری آهن آلات در بورس کالا با قیمتی معادل ۲۰٪ کمتر از قیمت فوب حوزه CIS، مثبت شدن تراز تجاری ایران در مهر و آبان علی رغم منفی بودن در فصول گذشته سال ۹۹، تقدیم لایحه بودجه ۱۴۰۰ توسط دولت به مجلس، کشف واکسن ویروس کرونا و خوش بینی نسبت به کم رنگ شدن تبعات کرونا و رشد نرخ کامودیتی ها در بازارهای جهانی

خرداد ۹۹: شروع فرایند اولین مرحله آزادسازی سهام عدالت، کاهش نرخ ذخیره قانونی توسط بانک مرکزی، نشانه هایی از رشد نرخ دلار در بازار آزاد.

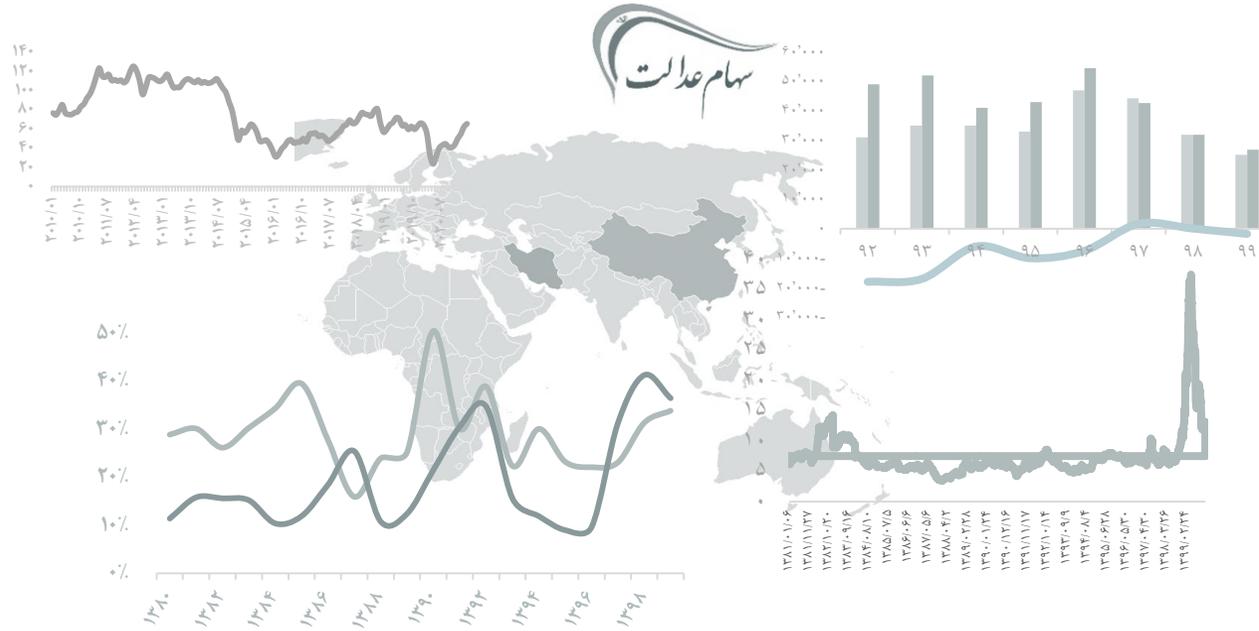
اردیبهشت ۹۹: موافقت با آزادسازی سهام عدالت ۴۹ میلیون نفر مشمول در طی ۳ مرحله، رشد هیجانی بازار، کاهش حدنصاب سهام صندوق های ثابت به حداکثر ۵٪

فروردین ۹۹: استقبال بی سابقه سرمایه گذاران حقیقی از بازار سرمایه و ثبت رکورد ثبت نام سامانه سجام و دریافت کد بورسی، محدود کردن اعتبار اعطایی کارگزاری ها از سوی سازمان بورس.

اسفند ۹۸: شیوع ویروس کرونا، افت شدید قیمت کامودیتی ها از جمله نفت، حمایت و تبلیغات همه جانبه دولتمردان از بازار سرمایه، وارد شدن ایران به لیست سیاه FATF.

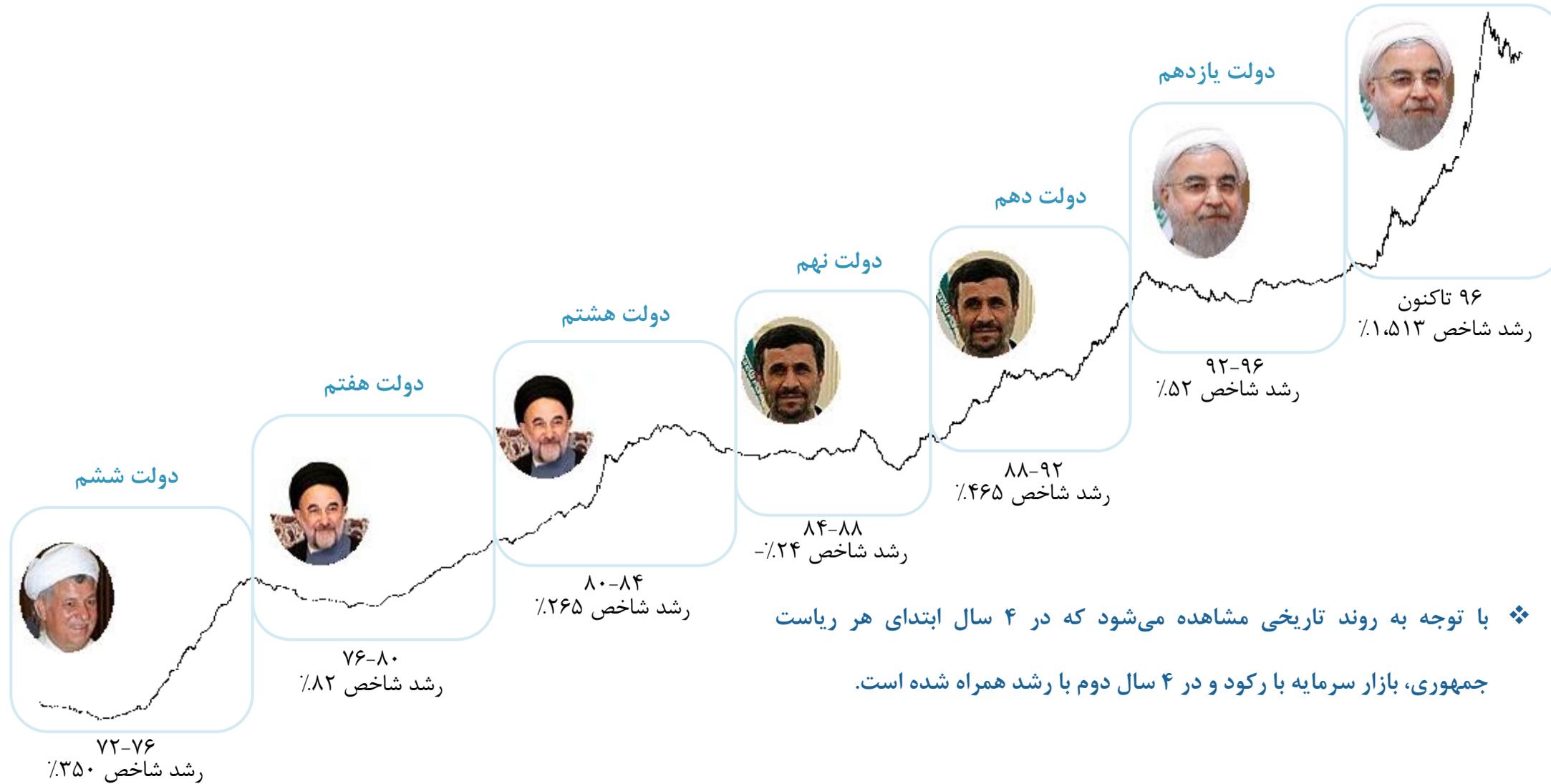
شرکت تامین سرمایه امین - مدیریت دارایی و سرمایه گذاری

مولفه های اثرگذار بر بازار سرمایه در سال ۱۴۰۰



فرصت چندانی تا برگزاری دوره سیزدهم انتخابات ریاست جمهوری در خردادماه سال ۱۴۰۰ باقی نمانده است که با روزهای پرتلهاب بازار سرمایه متقارن شده است. انتخابات ریاست جمهوری از دو منظر برای فعالین بازار سرمایه پراهمیت است. از یک منظر، دولت آینده به عنوان مهم ترین و بزرگ ترین رکن اجرایی کشور از طریق سیاست گذاری و برنامه های اقتصادی می تواند بر روی بازار سرمایه تأثیرگذار باشد، مسائل و ریسک های سیستماتیک فراوانی را به بازار تحمیل کند. مخصوصاً در دوره ای که با توجه به آشنایی بسیاری از اهالی جامعه نسبت به بازار سرمایه و افزایش تعداد مشارکت کنندگان آن نگاه های سیاسی به بورس از طرف نهادهای حاکمیتی بیشتر شده است. از منظر دیگر تعدادی از اعضای شورای عالی بورس (شورای عالی بورس از جمله: وزیر امور اقتصاد دارایی، رئیس کل بانک مرکزی، رؤسای اتاق بازرگانی، صنایع و معادن ایران و اتاق تعاون، رئیس سازمان بورس و ...) از سمت دولت منصوب می شوند که وظیفه ی تصویب سیاست های کلان بازار سرمایه را به عهده دارند و قطعاً با سیاست گذاری های کلان جهت و چارچوب بازار سرمایه را تعیین می کنند. از طرفی دیگر شرکت های قابل توجهی در مالکیت و تحت مدیریت دولت و نهادهای وابسته دولتی هستند که با توجه به شرایط دولت در چند سال اخیر کاهش درآمدهای نفتی در نتیجه کسری بودجه، واگذاری بخشی از سهام دولت در این شرکت ها و شناسایی درآمد از این منبع به عنوان یکی از منابع اصلی کسب درآمد توسط دولت در بودجه تبدیل شده است. این در شرایطی است که نقش روزافزون بازار سرمایه در تأمین مالی شرکتی در کنار بازار پول نیز، اهمیت بازار سرمایه را برای دولت دوچندان کرده است. در نتیجه بازار سرمایه می تواند در انتخابات ریاست جمهوری مؤثر باشد و همچنین از آن تأثیر بگیرد.

روند شاخص کل در دوره‌های مختلف ریاست جمهوری از سال ۷۱ تا به امروز



❖ با توجه به روند تاریخی مشاهده می‌شود که در ۴ سال ابتدای هر ریاست جمهوری، بازار سرمایه با رکود و در ۴ سال دوم با رشد همراه شده است.

چهارشنبه دوازدهم آذرماه ۱۳۹۹، دولت یازدهم لایحه بودجه ۱۴۰۰ را در جلسه علنی مجلس تقدیم کرد. هشتمین و آخرین بودجه‌ای که به دلیل شیوع کرونا و افزایش فشار تحریم‌های بین‌المللی شاید منحصربه‌فردترین و پرحاشیه‌ترین لایحه بودجه دولت دوازدهم بود. بررسی لایحه بودجه از این حیث برای بازار سرمایه پراهمیت است که در دو سال اخیر برخی از مهم‌ترین منابع‌های درآمدی دولت از بستر بازار سرمایه مهیا شده است. چندین سال است که متأسفانه به دلیل خوش‌بینانه بودن سرفصل‌های درآمدی بودجه، محدود شدن درآمدهای دلاری دولت به دلیل تحریم‌های بین‌المللی و سوء مدیریت در سیاست‌های اقتصادی، شاهد کسری بودجه دولت بوده‌ایم و همچنان به نظر می‌رسد محقق کردن برخی سرفصل‌های درآمدی و کاهش کسری انتظاری بودجه سال ۱۴۰۰ همچنان می‌تواند در سایه بازار سرمایه امکان‌پذیر باشد. در صورت عدم رسیدن به تفاهم در عرصه بین‌المللی و محقق نشدن درآمد نفتی همچنان امید دولت به کسب درآمد حداکثری از سرفصل‌های مالیات، فروش اموال دولتی و اوراق بدهی (که سرفصل اول به‌صورت غیرمستقیم و دو سرفصل بعدی به‌صورت مستقیم از طریق بازار سرمایه امکان‌پذیر است) و در نتیجه تجهیز کردن منابع و کاهش کسری بودجه در سال ۱۴۰۰ خواهد بود. بنابراین رونق بازار سرمایه جهت درآمذایی برای دولت بعدی می‌تواند بسیار حائز اهمیت باشد.

از مهم ترین متغیرهای تاثیرگذار بر بازار سرمایه که ابعاد تأثیر آن به شدت مبهم است، مسئله برجام می باشد. تأثیر آن بر بورس می تواند شامل موارد ذیل باشد:

❖ اثر برجام بر نرخ ارز:

محدودیت های معاملات بانکی و تحریم باعث کندشدن و متوقف شدن جریان ورود و خروج ارز به کشور می شود. در صورت بازگشت به برجام، ایران امکان دسترسی به دارایی های دلاری مسدود شده خود را پیدا خواهد کرد و باعث ورود ارز به کشور می شود و ممکن است در کوتاه مدت باعث کاهش نرخ دلار گردد. به نظر می رسد با توجه به تورم، رشد نرخ نقدینگی و انتظارات تورمی امکان اصلاح قیمتی سنگین برای دلار وجود نداشته باشد. از طرف دیگر کاهش قیمت دلار می تواند منجر به خروج سرمایه از کشور در قالب خرید ملک، آپارتمان و در سایر کشورها گردد.

❖ تأثیر برجام بر صنایع و عملیات شرکت ها:

تحریم باعث ایجاد ریسک در مبادلات جهانی شده و جابجایی ارز را مختل می نماید و بسیاری از شرکت ها مجبور به فروش محصولات خود به واسطه ها در قیمت های بسیار پایین تر از قیمت های واقعی می شوند. از طرف دیگر امکان تهیه مواد اولیه، ماشین آلات و انتقال تکنولوژی با پیچیدگی های خاصی روبرو می شود.

❖ اثرات برجام بر بانک ها:

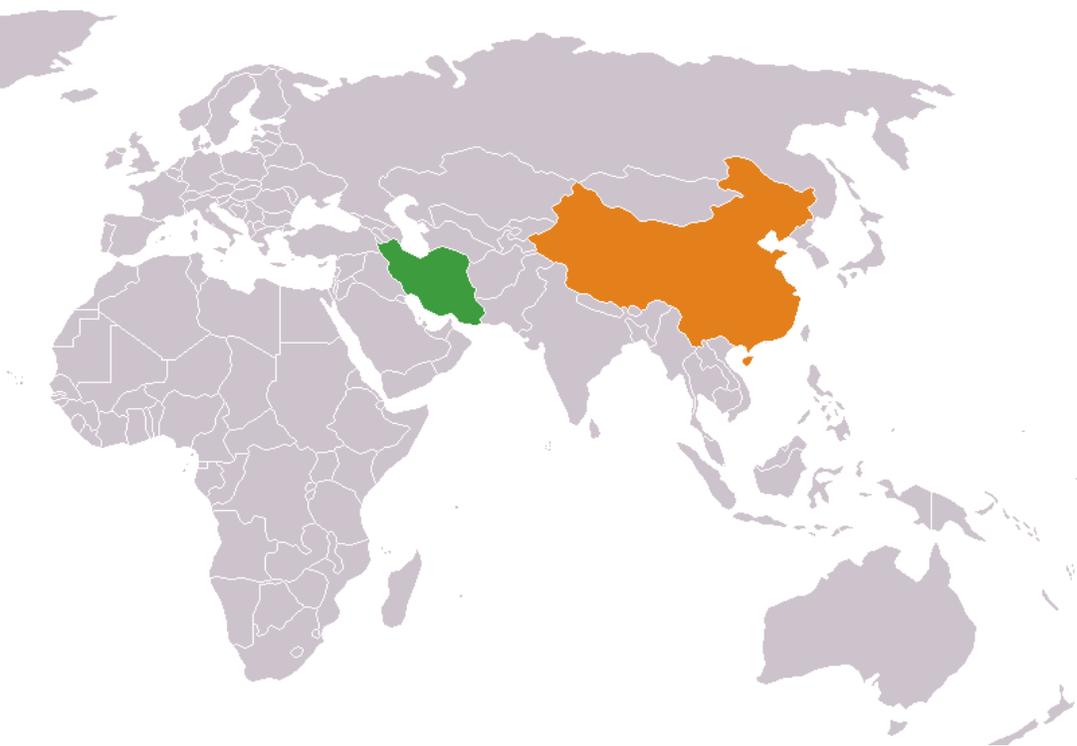
در حال حاضر به دلیل تحریم های وضع شده، ایران عملاً امکان استفاده از سوئیفت و انتقال ارز در سطح بین المللی را ندارد. از طرف دیگر بسیاری از بانک های کشور دارای سپرده های دلاری در بانک های بین المللی هستند که به دلیل تحریم قابل دسترسی نیست.

❖ اثرات برجام بر صنعت خودرو:

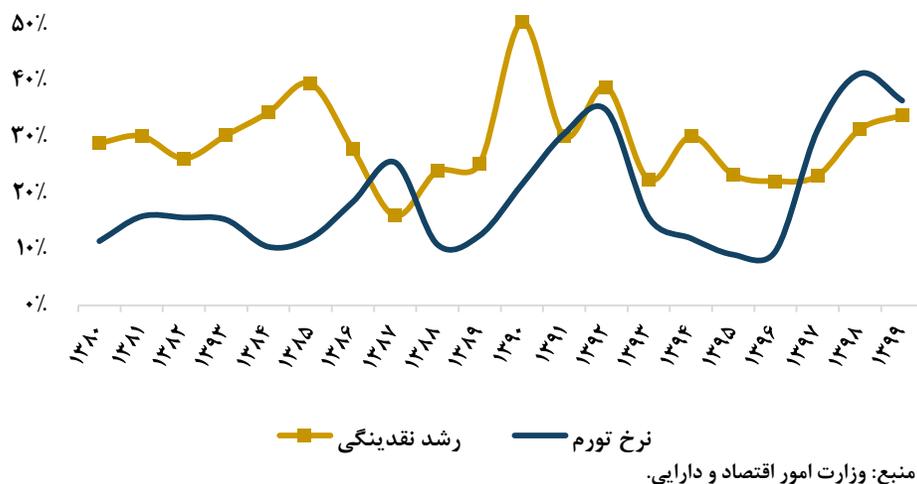
پس از خروج ایالات متحده از برجام، شرکت های مطرح خودروسازی که حاضر به سرمایه گذاری در بازار خودرو ایران بودند، مجبور به ترک بازار سرمایه شدند. قطعاً در صورت تصویب تفاهم نامه چه در قالب برجام چه تفاهم نامه جدید و تسهیل روابط خارجی، علاوه بر آسان شدن انتقال ارز جهت تأمین قطعات، شرایط برای سرمایه گذاری خارجی در بازار خودروی کشور نیز تسهیل می گردد.

و در آخر این که در صورت احیای برجام قطعاً شاهد افزایش سرمایه گذاری خارجی، تسهیل در مبادلات بین المللی و تسهیل در فروش و انتقال تکنولوژی و مواد اولیه خواهیم بود.

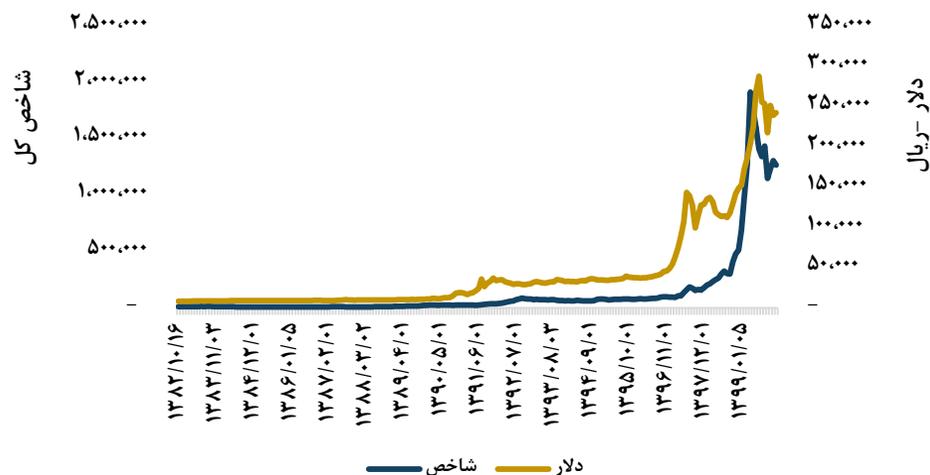
در سال ۹۹ زمزمه‌هایی از قرارداد ۲۵ ساله ایران و چین به گوش رسید که مذاکرات آن از بهمن ماه ۱۳۹۳ آغاز شده بود و در نهایت در ۷ فروردین ۱۴۰۰ به امضای دو طرف رسید. این سند برنامه همکاری‌های جامع ایران و چین در حوزه‌های سیاسی، امنیتی، نظامی، اقتصادی، نفت و انرژی و تجارت و ... را شامل می‌شود. از جمله بندهای مهم این قرارداد که تنها پیش‌نویس آن در سال ۹۹ منتشر گردید، می‌توان به توسعه سرمایه‌گذاری در حوزه‌های مختلف اقتصادی اعم از نفت و پتروشیمی، توسعه سواحل مکرون، توسعه همکاری‌های بانکی، افزایش صادرات محصولات شیمیایی ایران به چین و ساخت پالایشگاه‌ها و پتروشیمی‌ها در ایران اشاره نمود که در صورت عمل به بندهای آن از سوی مقامات چینی می‌توان به شکوفایی اقتصادی امید داشت. این قرارداد اگر بتواند منجر به گشایش صادرات کشور گردد در عملکرد و گزارشات شرکت‌های بورسی تبلور پیدا خواهد کرد و در نتیجه رونق در بورس را شاهد خواهیم بود. با توجه به عدم انتشار متن قرارداد تا زمان نگارش این گزارش و عدم اطلاع کافی از بندهای آن، نمی‌توان به طور دقیق درباره اثرات این قرارداد بر بازارها به خصوص بازار سرمایه اظهارنظر نمود ولیکن چنانچه این قرارداد بتواند به دسترسی به منابع ارزی منجر شود، می‌توان انتظار کاهش موقت در نرخ ارز را نیز داشت که می‌تواند اثر منفی بر بازار سرمایه داشته باشد. ولیکن با توجه به سایر فاکتورهای اقتصادی موجود در کشور و در صورت ثبات شرایط فعلی این کاهش ارز نیز ماندگاری بالایی نخواهد داشت.



نرخ تورم و نقدینگی



روند نرخ دلار و شاخص کل



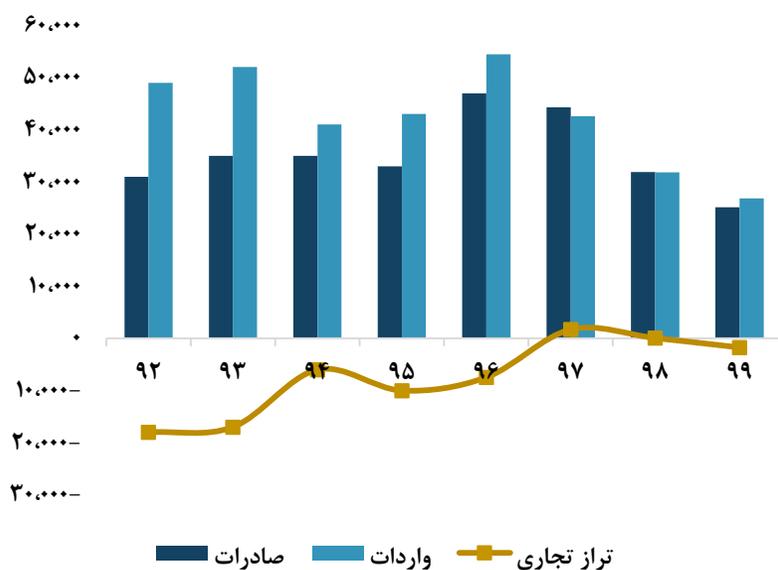
طبق داده‌های بانک مرکزی، نقدینگی تا پایان بهمن ماه سال ۹۹ به حدود ۳ هزار و ۳۰۸ هزار میلیارد تومان رسید که نسبت به ابتدای سال ۹۹، ۳۳.۸ درصد رشد داشته است. همچنین طبق داده‌های مرکز آمار، تورم در سال ۹۹ به ۳۶.۴ درصد رسید. این در حالی است که پیش‌بینی صندوق بین‌المللی پول از نرخ تورم ایران در سال ۲۰۲۱، ۳۰ درصد می‌باشد.

افزایش رشد نقدینگی که از چاپ پول بی‌پشتوانه ناشی می‌شود، در صورت عدم کنترل، بی‌شک منجر به تورم بیشتر در کشور خواهد شد. چرا که همگام نبودن رشد بخش واقعی اقتصاد با رشد نقدینگی موجب تورم می‌شود. تورم انتظاری در کنار کاهش ارزش ریال، روند صعودی کلیه بازارهای سرمایه‌گذاری را رقم خواهد زد. جهت جلوگیری از وقوع این رخداد باید شرایطی فراهم شود تا بخش واقعی اقتصاد و حجم تولیدات صنعتی همراستا با افزایش نقدینگی رشد نموده و شکاف ایجاد شده در سنوات قبل را جبران نماید. بازار سرمایه از پتانسیل خوبی برای جذب نقدینگی برخوردار است.

در ادوار مختلف به صورت تجربی رابطه مستقیمی بین رشد شاخص و رشد نرخ دلار بوده است، که در نمودار ترسیم شده کاملاً مشهود است. در صفحه‌ی بعد نیز دلایل این وابستگی و مفروضات تحلیلی جهت تبیین نرخ ارز به عنوان یکی از مولفه‌های تاثیرگذار بر بازار سرمایه بیان شده است.

عمده ارزش بازار سرمایه از صنایع عمدتاً دلار محور تشکیل شده است از جمله: صنایع فولادی، صنعتی، فلزات رنگی، شیمیایی و پتروشیمی و... که فروش این شرکت‌ها با توجه به صادرات محور بودن به شدت تحت تأثیر نرخ ارز می‌باشد. بنابراین نرخ ارز یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌های تأثیرگذار بر بازار سرمایه است. متأسفانه با توجه به نوسانات شدید چند سال اخیر نرخ ارز و ابهامات شدید در مورد نرخ آینده آن با توجه به اخبار سیاسی و اقتصادی، نرخ ارز موجب سردرگمی بسیاری از سرمایه‌گذاران شده است. می‌توان با روش‌های ارزش‌گذاری مانند فرمول برابری قدرت خرید یا برابری نرخ بهره، نرخ ارز را محاسبه کرد که در مقطع فعلی کمی گمراه‌کننده است و در این گزارش قصد نداریم عددی را به‌عنوان نرخ قطعی ارز محاسبه کنیم. ولیکن می‌توان با بررسی مؤلفه‌های تأثیرگذار بر نرخ ارز تا حدودی چارچوب آن را حداقل برای سال جاری ترسیم کنیم. یکی از عوامل تعیین‌کننده نرخ ارز حساب و تراز تجاری است. تراز تجاری به‌صورت خلاصه عبارت است از خالص صادرات یک اقتصاد که منفی بودن آن حاکی از فزونی واردات بر صادرات (غیرنفتی) و نشان‌دهنده کمبود ارز در اقتصاد است که نتیجه‌ای جزء افزایش نرخ ارز ندارد. آمارها نشان می‌دهند تراز تجاری کشور در سال‌های گذشته همواره منفی بوده است؛ به‌استثنا سال ۹۷ و ۹۸ که تراز تجاری کشور بهبود یافته و مثبت شده است. البته این مثبت شدن مدیون چند عامل بوده است. رشد قیمت محصولات صادراتی (نرخ‌های جهانی)، رشد قیمت بی‌رویه قیمت ارز که صادرات بسیاری از کالاها را نسبت به فروش داخلی به‌صرفه‌تر کرده است و محدود شدن واردات تنها به کالاهای اساسی در دوره موردنظر. بنابراین برجسته کردن تراز تجاری مثبت به‌منزله‌ی عملکرد خوب اقتصادی نبوده است. عامل مهم دیگر مقایسه متوسط قیمت هر تن کالای وارداتی نسبت به صادراتی است که اختلاف ۵ برابری دارد. به معنی آنکه ارزش‌افزوده کالاهای وارداتی نسبت به صادراتی به دلیل عمدتاً خام فروشی به‌شدت بالاتر است. نتیجه‌گیری که از مطالب فوق می‌توان کرد این است که مثبت شدن تراز تجاری موقتی بوده و به دلیل عملکرد خوب اقتصادی نبوده است. این در شرایطی است که با عادی شدن روابط تجاری به دلیل تفاهم جدید چه در قالب برجام و چه در قالب تفاهم‌نامه‌ی جدید می‌توان پیش‌بینی کرد طرف واردات به دلیل ارزش‌افزوده بالای کالاهای وارداتی به‌شدت تقویت یابد بنابراین انتظار داریم تراز تجاری دوباره منفی شود که خود موجب رشد نرخ ارز می‌شود. در کنار مباحث ذکر شده داشتن تورم انتظاری بالای ۳۰ درصدی (به‌زعم بسیاری از اقتصاددان‌ها) که به دلیل کسری بودجه انتظاری سال ۱۴۰۰ و تأمین شدن بخشی از بودجه‌ی سال ۹۸ و ۹۹ از طریق تسعیر درآمدهای صندوق توسعه ملی که به زبان ساده‌تر به معنای چاپ پول بوده است، انتظار داریم نه‌تنها نرخ ارز در سال جاری کاهش نیابد (حتی در صورت کاهش مقطعی و موقت است) بلکه به‌صورت نرم نیز افزایش داشته باشد.

صادرات، واردات و تراز تجاری



منبع: بانک مرکزی ایران.
❖ داده‌های سال ۹۹، ۹ ماهه می‌باشد.

مجموع ارزش سهام عدالت در تاریخ تهیه این گزارش به حدود ۴،۵۲۷ هزار میلیارد ریال رسیده است و این در حالی است که نسبت به تیرماه سال ۹۹ در حدود ۵۰ درصد افت ارزش داشته است.

آزادسازی مرحله دوم سهام عدالت، یکی از عواملی بود که در سال ۹۹ منجر به تشدید فشار فروش و عرضه در بازار سرمایه گردید. در تیرماه ۹۹، ارزش کل سهام عدالت ۸،۵۶۰ هزار میلیارد ریال و سهم پرتفوی سهام عدالت از ارزش کل بورس و فرابورس در حدود ۱۱ درصد بوده و در حال حاضر به ۷ درصد کاهش یافته است. فروش نامناسب سهام عدالت از سوی کارگزاری‌ها و عرضه‌های یکجا توسط آن‌ها به ترس در بازار سرمایه دامن زد. بعد از آن برای ترغیب افراد به عدم فروش سهام عدالت خود، وعده‌هایی از جمله گرفتن اعتبار برای خرید کالا به میزان ۶۰ درصد ارزش سهام عدالت و یا گرفتن وام از بانک‌ها با وثیقه قرار دادن سهام داده شد که بعد از گذشت چند ماه، به تازگی امکان دریافت کارت اعتباری فراهم شده است. از ۴۶ میلیون دارنده سهام عدالت در حدود ۲۰ میلیون نفر روش مستقیم را انتخاب نمودند. طبق گزارش شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، تا تاریخ ۲۴ آبان ۹۹، میزان ۳،۹۵۵،۰۰۰ درخواست فروش سهام عدالت ثبت شده است. با نزولی شدن روند بازار، فروش سهام عدالت نیز متوقف گردید و وعده آزادسازی کامل تا پایان سال ۹۹ نیز محقق نشد. به نظر می‌رسد با بهبود روند بازار، فروش سهام عدالت از سر گرفته شود که می‌تواند مجدد منجر به افزایش عرضه‌ها گردد.

همچنین طبق شفاف‌سازی انجام شده توسط بانک‌های ملت، تجارت و صادرات در اواخر سال ۹۹، مقرر شده است که دولت بخشی از مانده بدهی خود به این بانک‌ها را از محل سهام شرکت‌های بورسی و درواقع سهام عدالت تسویه نماید و این در حالی است که در قانون رفع موانع تولید مصوب ۱۳۹۴، بانک‌ها از بنگاهداری منع شدند. بنابراین فروش این سهام توسط بانک‌ها در بازار سرمایه نیز می‌تواند منجر به فشار عرضه گردد.

این نوع ریسک که به ریسک غیرقابل حذف نیز شناخته می‌شود بر کل بازار و نه فقط سهام یک شرکت یا صنعت خاص تأثیر می‌گذارد. این نوع ریسک هم غیرقابل پیش‌بینی بوده و هم اجتناب کامل از آن غیرممکن است که از انواع آن می‌توان به ریسک قانون‌گذاری، سیاسی، نرخ بهره و ... اشاره نمود.

❖ قیمت‌گذاری‌های دستوری انجام شده در بورس کالا و دیگر محصولات شرکت‌های بورسی (سیمان، لاستیک، دارو و ...) موضوعی است که این روزها یکی از مهمترین چالش‌های مورد بحث در بازار است. قیمت‌گذاری دستوری زمینه رانت را بیش از پیش ایجاد کرده است و موجب جفا در حق سهامداران حقیقی، حقوقی و تولیدکنندگان شده است.

❖ یکی دیگر از عوامل مهم و تاثیرگذار بر بازار سرمایه سیاست‌های بانک مرکزی است. این بانک از طریق کنترل نقدینگی بانک‌ها، نرخ سود بازار بین بانکی را تنظیم می‌کند. تنظیم نرخ سود بین بانکی به منظور رسیدن به رقمی مشخص بوده که در هدفگذاری نرخ تورم نیز دخیل خواهد بود و افزایش نرخ سود بین بانکی (در صورت تاثیرگذاری بر نرخ سپرده) باعث کاهش جذابیت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه خواهد شد.

❖ سیاسی شدن بازار و تناقض‌گویی بین نهادهای سیاست‌گذاری. به‌عنوان مثال: کشمکش بین وزیر اقتصاد و نفت مبنی بر منتفی شدن عرضه صندوق پالایش، عدم هماهنگی سیاست‌های بانک مرکزی و ... که در نهایت فشار فروش را در بازار تشدید کرد. از جمله اخبار سیاسی: مصاحبه‌های فراوانی توسط مسئولین در مورد نرخ دلار انجام می‌گیرد که این اخبار و زمزمه‌های بازگشت آمریکا به برجام، تصویب FATF در مجمع تشخیص مصلحت نظام و آزاد سازی پول‌های بلوکه شده ایران اشاره داشت.

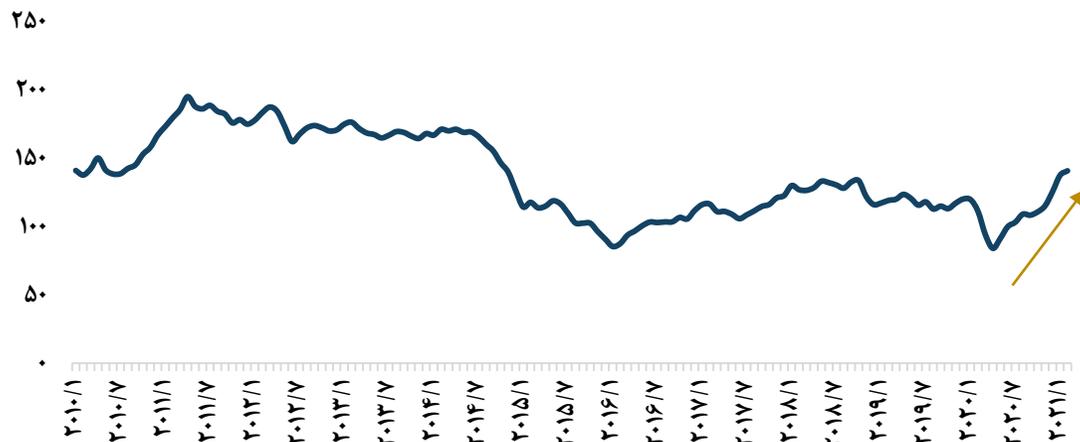
❖ یکی دیگر از تصمیمات ابداعی در جهت حفظ قیمت سهام دامنه نوسان نامتقارن است که باعث فرسوده کردن سهامداران، کاهش حجم معاملات و تشکیل صف‌های فروش سنگین گردیده است. این تصمیم گرچه برای جلوگیری از کاهش قیمت و متضرر گردیدن سهامداران اتخاذ گردیده است ولی در عمل تا به امروز نتیجه‌ای جز صف‌های فروش سنگین نداشته است. تجربه بارها ثابت کرده که تصمیماتی که در تضاد با اصل بازار سرمایه، که عبارت است از بازاری شفاف و مبتنی بر عرضه و تقاضا، چه در کوتاه مدت و چه در بلند مدت، نتیجه‌ای به همراه ندارد و محکوم به شکست است.

در شرایطی که ریسک بازار افزایش می‌یابد، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران زیاد می‌شود؛ در نتیجه سرمایه‌گذاران به ازای هر ریال سود شرکت‌ها حاضر هستند قیمت کمتری بپردازند و باعث می‌شود در شرایط فعلی که ریسک سیستماتیک بازار بالاست، در قیمت‌های فعلی از نظر سرمایه‌گذاران نگهداری و خرید سهم جذاب نباشد.

نفت برنت



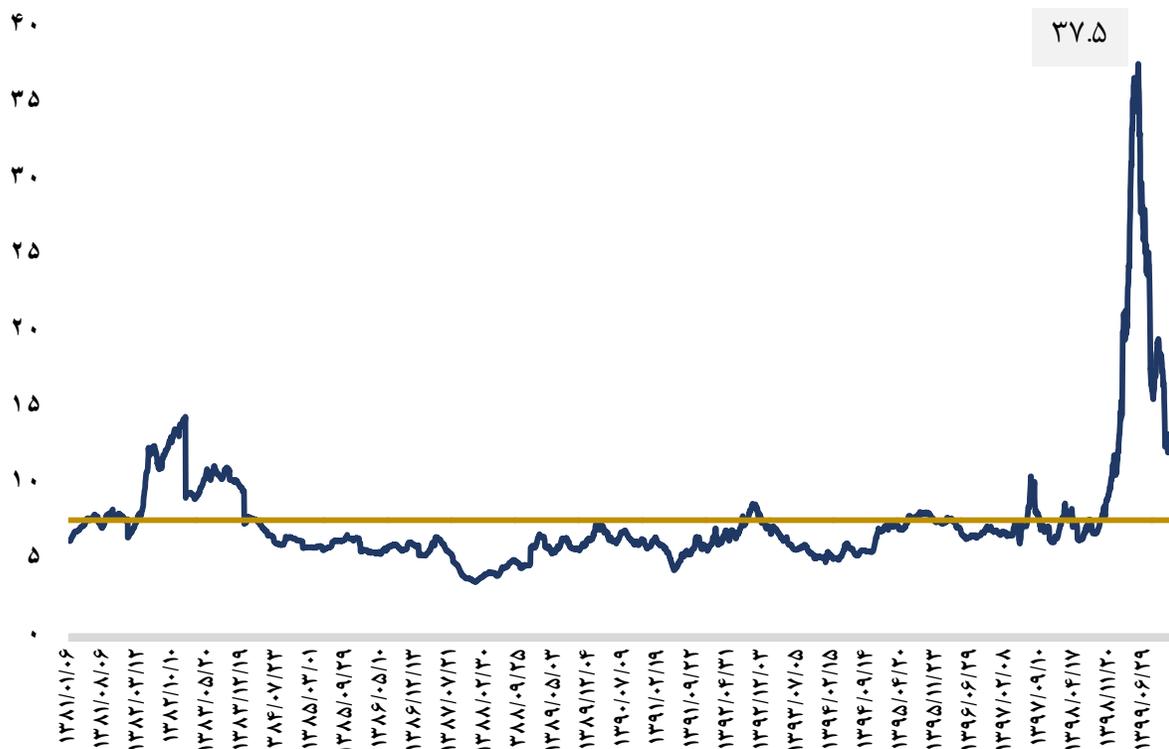
شاخص کامودیتی صندوق بین المللی پول



منبع: بانک جهانی و صندوق بین المللی پول.

کرونا عاملی بر رکود اقتصاد جهانی شد، رشد چشمگیر کرونا تمامی کامودیتی‌ها را تحت تاثیر قرار داد و باعث بدبینی به آینده و کاهش تقاضا شد. در اردیبهشت ۹۹ قیمت هر بشکه نفت برنت به پایین ترین میزان در ده سال گذشته رسید به طویکه قیمت نفت برنت به زیر ۲۰ دلار در هر بشکه سقوط کرد. در ادامه شرایط روانی مثبت تحت تاثیر خبرهای خوب درباره اثربخشی واکسن‌های ویروس کرونا، شروع واکسیناسیون در بسیاری از کشورها، توافقات اوپک در جهت کاهش عرضه، همچنین امید به کاهش تنش آمریکا و چین بعد از انتخابات آمریکا موتور محرکی برای تقویت تقاضا و رشد دوباره نفت و متعاقباً قیمت‌های جهانی شد. با توجه به این که بیشتر شرکت‌های بازار سرمایه ایران کامودیتی محور هستند؛ عملیات شرکت‌ها تحت تاثیر دو عامل نرخ‌های جهانی و دلار قرار دارند و بعید است قیمت‌ها به سطحی که در اوج همه‌گیری کرونا قرار داشت بازگردند، برآورد می‌گردد در سال ۱۴۰۰ روند فروش شرکت‌ها در سطح فعلی و چه بسا بالاتر قرار گیرد.

روند تاریخی P/E بازار سرمایه



در حالی که در ابتدای سال ۹۹ نسبت **p/e** بازار در محدوده ۱۰.۶۷ قرار داشت، در مردادماه با رشد خیره‌کننده شاخص، نسبت **p/e** بازار به محدوده ۳۷.۵ صعود کرد که با روند تاریخی خود فاصله چشم‌گیری داشت. دلار از محدوده ۱۵,۰۰۰ تومان در فروردین ۹۹ به محدوده ۲۵,۰۰۰ تومان رسید و نرخ‌های جهانی (به عنوان نمونه اسلب از محدوده ۳۲۰ به ۷۳۰ دلار در هر تن، مس از محدوده ۴,۸۰۰ به ۸,۸۰۰ دلار در هر تن، پلی‌اتیلن از محدوده ۷۰۰ به ۱,۲۰۰ دلار در هر تن) صعود کرد و موجب افزایش درآمد اکثر شرکت‌ها گردید. در تاریخ نگارش این گزارش، **p/e ttm** بازار به ۱۲.۸ رسیده است که با توجه به گزارشات ماهانه عالی شرکت‌ها در سه ماهه پایانی سال ۹۹، قطعاً با انتشار گزارشات ۱۲ ماهه باز هم کاهش خواهد داشت. با فرض دلار نیمایی در محدوده ۲۰ تا ۲۳ هزار تومان، **p/e** سهام بسیاری از شرکت‌ها در محدوده ۴ تا ۵ واحد قرار دارد که با توجه به در پیش بودن مجامع و تقسیم سود بالای بسیاری از آن‌ها، می‌توانند گزینه مناسبی برای سرمایه‌گذاری تلقی گردند.

پیش‌بینی، گزاره‌ای در مورد یک رویداد در آینده مبتنی بر تجربه و دانش است. اگرچه رویدادهای آینده قطعاً نامشخص هستند ولیکن با شناخت مؤلفه‌ها و عوامل تأثیرگذار بر آن رویداد و جهت تأثیرگذاری آن مؤلفه‌ها می‌توان تقریبی از کم و کیف رفتار آن رویداد در آینده به دست آورد. در بخش‌های گذشته‌ی گزارش مؤلفه‌های تأثیرگذار بر بازار سرمایه به‌صورت اجمالی تشریح شد. برخی از این مؤلفه‌ها مشخص و ابعاد تأثیر آن‌ها بر بازار سرمایه تا حدودی قابل‌محاسبه است و برخی از آن‌ها نامشخص و طبعاً ابعاد تأثیرگذاری آن‌ها بسیار مبهم است. شاید بتوان مؤلفه‌های ذکر شده در فصول گذشته را به‌مثابه تکه‌های پازل و بازار سرمایه را به‌مثابه‌ی پیکره‌ی این پازل دانست که همچنان بسیاری از قطعات آن بسیار مبهم است. طبیعتاً هرچقدر زمان به جلو حرکت کند با مشخص و روشن شدن این ابهامات و قطعات پازل می‌توان چشم‌انداز مناسب‌تری از روند معاملاتی بازار سرمایه در سال ۱۴۰۰ ترسیم کرد.

بازار سرمایه از شرایط اقتصاد اعم از بخش واقعی، پولی، مالی، ارزی، سیاسی و اجتماعی تأثیر می‌پذیرد. از مهم‌ترین متغیرها که ابعاد تأثیر آن به‌شدت مبهم است مسئله **برجام** می‌باشد. در زمان نگارش این تحلیل زرمه‌هایی ضدونقیض مبنی بر احتمال بازگشت واشنگتن به میز مذاکره در نشست برجام در هفته‌های آتی شنیده می‌شود. حاصل شدن توافق چه در قالب برجام و چه در قالب تفاهم‌نامه‌ی جدید به‌شدت می‌تواند در کنار کم‌رنگ کردن انتظارات تورمی موجب گشایش اقتصادی در بسیاری از صنایع داخلی شود. **ثبات نسبی نرخ ارز** برخلاف سال‌های گذشته در کنار آزاد شدن منابع بلوکه‌شده، در صورت جذب در بخش واقعی اقتصاد موجب افزایش تولیدات صنعتی در نتیجه گشایش اقتصادی می‌شود و درنهایت نمود آن در گزارش‌های شرکت‌های بورسی قابل‌رویت خواهد بود. در صورتی که ارکان اقتصادی بتوانند شرایط مناسب را فراهم آورند، از کانال بازار سرمایه غول **پر قدرت نقدینگی** قابل‌جذب به بخش واقعی اقتصاد می‌باشد، که در راستای آن هم اهداف تأمین مالی شرکتی پوشش داده می‌شود و هم از تبعات تورمی کاسته می‌شود. **دولت آینده** از طریق سیاست‌گذاری و برنامه‌های اقتصادی می‌تواند بر روی بازار سرمایه تأثیرگذار باشد، مسائل و ریسک‌های سیستماتیک فراوانی را به بازار تحمیل کند. کاهش تبعات پاندمی کرونا تحت تأثیر خبرهای خوب درباره اثر بخشی واکسن‌های ویروس کرونا، شروع واکسیناسیون در بسیاری از کشورها و ... موجب رشد **قیمت‌های جهانی** شده است که درنهایت با همراه شدن گزارش‌های مناسب عملیاتی شرکت‌های بورسی، محرکی برای رشد بازار سرمایه خواهد بود.

درنهایت سال ۹۹ با تمام فراز و نشیب‌ها، تجارب تلخ و شیرین بسیاری برای اهالی بازار سرمایه به ارمغان آورد. بازار سرمایه ایران از یک بازار سرمایه کوچک به یک بازار ملی با ۵۰ میلیون ذینفع تبدیل شده است و با توجه به حضور ۵۰ میلیونی سهامداران در بازار سرمایه که اکثریت آن را سهامداران خرد تشکیل می‌دهند اهمیت صیانت از بازار سرمایه بیش از پیش احساس می‌شود. می‌توان از پتانسیل این فرصت تاریخی با سیاست‌گذاری کارشناسانه در راستای تمهید قوانین جدید از جمله تسهیل فرایند سرمایه‌گذاری خارجی، ایجاد و توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری، به‌کارگیری و عمق دادن به بازار از طریق ابزارهای نوین مالی، به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، پایداری و ثبات رشد اقتصادی کمک کرد، اعتماد سلب شده از جانب سرمایه‌گذاران خرد را بازیافت یا همچنان با سیاست‌گذاری غلط، خلق‌الساعه و غیر کارشناسانه انواع ریسک‌های سیستماتیک را به آن تحمیل کرد، موجب فرصت سوزی و اتلاف منابع شد.

درنهایت معتقد هستیم که با برقراری شرایط مناسب از سمت سیاست‌گذار، عدم‌مداخله سیاسی در بازار سرمایه و برقراری مؤلفه‌های ذکر شده همچنان در قیاس با سایر بازارهای موازی به دلیل پتانسیل‌ها و شفافیت بالا، بازار سرمایه در بلندمدت چشم‌انداز بسیار مناسبی خواهد داشت.