

در روز پنجشنبه ۱۴۰۱/۰۲/۲۹ به همت گروه مالی و مدیریت سرمایه گذاری شریف، همایش جامع استراتژی‌های سرمایه گذاری در سال ۱۴۰۱ برگزار شد. در روز دوشنبه ۱۴۰۱/۳/۲ نیز سومین همایش ملی اقتصاد صنایع پلاستیک در ایران ۱۴۰۱ به همت انجمن ملی صنایع پلیمر ایران برگزار شد. در این دو جلسه، حسین عبده تبریزی در مورد «نگرانی‌های فعالان بنگاه‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاران در دارایی‌های مالی» صحبت کرد. رئوس بحث ایشان در این دو جلسه به شرح زیر بود:

۱. دو گروه در این جلسه حضور دارند: آنها که با دارایی‌های واقعی کار می‌کنند و با حوزه مالی شرکت‌ها (corporate finance) سروکار دارند و آنها که با سبد سرمایه‌گذاری یعنی مدیریت اوراق بهادار (investment management) درگیرند. هر دو گروه به دنبال کسب بازدهی هستند و بنابراین می‌خواهند بدانند قیمت کالاها و خدمات و قیمت دارایی‌ها به کجا می‌روند و سیاست‌های پولی و بودجه‌ای چه بر سر این بازده‌ها می‌آورد.

۲. برنامه اصلاحات قیمت و حذف ارز ۴۲۰۰ تومانی در جریان است؛ متأسفانه شوک تورمی این اقدام مردم و سیاست‌گذار را آزار می‌دهد، اما این به معنای تورم بلندمدت نیست. این برنامه متأسفانه در چارچوب اصلاح ساختار و نظام تک‌نرخ‌شدن ارز نیست. بنابراین، تکرار وضعیت نامناسب موجود، محتمل است. بی‌ثباتی قیمت‌ها در آینده تکرار می‌شود و زمینه دخالت‌های مستقیم دولت در اقتصاد و اختلال در بازارها تکرار می‌شود و کاهش سرمایه‌گذاری باز هم بیشتر می‌شود. اگر این اصلاحات در چارچوب طرحی کلی برای اصلاح ساختار اقتصادی کشور انجام می‌شد، آنگاه می‌باید متغیر رشد اقتصادی را دنبال می‌کردیم که در تعیین قیمت‌های واقعی دارایی‌ها نقش می‌داشت. اگر می‌توانستیم فرض رشد اقتصادی بالا داشته باشیم، آنگاه می‌توانستیم قیمت بالایی برای دارایی‌های موضوع سرمایه‌گذاری متصور باشیم. اما رشد اقتصادی نسبتاً پایین ایران در دهه‌های گذشته همه نفت‌محور بوده، و این وضعیت هم به سرعت قابل اصلاح نیست. این که در دهه ۹۰ این رشد به صفر نزدیک شد، ما را مطمئن کرد که رشد اقتصادی ما منابع‌محور بوده است. امکان افزایش موقتی رشد اقتصادی به مذاکرات برمی‌گردد (مثال روحانی).

۳. حوزه اصلی نگرانی تورم مزمن است که باعث بی‌ثباتی بازارها، افزایش انگیزه سفته‌بازی و کاهش انگیزه سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌شود. متوسط تاریخی تورم ۲۲ یا ۲۳ درصدی در دهه‌های گذشته و تورم حدود ۳۵ تا ۴۰ درصد چهار سال متوالی اخیر و چندین شوک تورمی (یعنی تلاطم این نرخ تورم) بر نگرانی‌ها افزوده است. تفاوت رشد نقدینگی و رشد اقتصادی بیماری مزمن مورد اشاره را به‌خوبی نشان می‌دهد. تخفیف این تفاوت به‌سرعت ممکن نیست و نیرویی که باعث می‌شود متوسط تورم بالا بماند، همچنان قدرتمند است.

اگر مذاکرات برجام به نوعی توافق بینجامد، آنگاه می‌توان توقع داشت که شوک حذف ارز ۴۲۰۰ تومانی طی ماه‌های باقی‌مانده سال ۱۴۰۱ تخفیف یابد و نرخ تورم روندی نزولی به سمت متوسط تاریخی خود بگیرد. به‌ویژه که گفتیم نرخ متوسط رشد اقتصادی به سرعت افزایش نمی‌یابد، و از آن مسیر امکان افزایش قیمت دارایی‌ها را نداریم. ۴. بعد از تورم، نرخ ارز مشکل‌زا است. کار با خارج از کشور و کسب درآمد ارزی باید تشویق شود. هر بنگاه که با خارج کار می‌کند، ارزش‌هایی ملموس خلق می‌کند و توان دفاع بهتری در مقابل تورم خواهد داشت. نرخ ارز سؤال دائمی فعال بازار کالاها و خدمات واقعی و فعالان محصولات مالی است. در کمتر دوره‌ای در گذشته، نرخ ارز در ایران بیش‌ارزش‌گذاری شده است. به نظر می‌رسد نسبت حجم نقدینگی به ارز کماکان بالاست، و افزایش مختصر قیمت ارز تا پایان سال دور از انتظار نیست.

۵. نگرانی دیگر موجودی سرمایه کشور است که حاصل منفی شدن رشد موجودی سرمایه است. منفی شدن مستمر سرمایه‌گذاری بسیار نگران‌کننده است. اقتصاددانان ایران عوامل این موضوع را بررسی کرده‌اند. چقدر سیاست‌های داخلی و چقدر عوامل برون‌زا مؤثراند؟ توضیح داده‌اند که این به فقر می‌انجامد و رکود تورمی طولانی و عمیق را باعث می‌شود. در این اواخر در بازار سرمایه شاهد سه تا پنج میلیارد دلار سرمایه‌گذاری جدید در هر سال بوده‌ایم؛ چیزی حدود ۱۰۰ همت. اما همه باید نگران باشیم که سرمایه‌گذاری کافی صورت نمی‌گیرد. شرکت‌های فعال در نفت و گاز باید بدانند که از سال ۱۳۸۸ تا امروز سرمایه‌گذاری در بخش منفی بوده است. موجودی سرمایه بخش نفت و گاز ایران ابداً رشد نیافته و زیرساخت‌ها ایجاد نشده است. این وجهی است که باید بدان توجه کنیم و در همه

رشته‌های فعالیت کم و بیش همین وضع است. اگر در صنعت پیمانکاری ساختمانی هستید، باید بدانید که روی زیرساخت‌ها کار نشده، راه ساخته و نگاهداری نشده، و این بخش هم سرمایه کافی دریافت نکرده است.

۶. نگرانی عمده دیگر کسب و کارها در این برهه، نیاز به افزایش سرمایه در گردش است. با بالا رفتن قیمت‌ها، بنگاه‌ها به سرمایه در گردش بیشتر نیاز دارند. اما نظام بانکی سیاست بسته و انقباضی دارد. در سه ماه آخر سال ۱۴۰۰، بانک‌ها اعتباری پرداخت نکردند. موضوع به بخش واقعی اقتصاد محدود نشد. در بازار سرمایه هم اعتبار کارگزاری‌ها در آن سه ماه قطع شد یا کاهش یافت. بنابراین، هم کسب و کارهای فعال در بخش واقعی و هم فعال در بخش مالی باید نگران اعتبارات کم و نیازمندی به سرمایه در گردش باشند.

۷. وقتی اقتصادی با یک نهاده رشد می‌کند، توقف آن، رشد کل اقتصاد را متوقف می‌کند. پس نگران قیمت نفت و تحریم هستیم و حرکت نوسانی بازارها حاصل تحریم است. تغییر در پارادایم رشد لازم است. اما اینها در اختیار بنگاه نیست. بنگاه باید نگران و مراقب وضعیت باشد.

۸. نگرانی نسبت به سیاست‌های دولت در همه حوزه‌ها وجود دارد؛ تصمیمات دولت تأثیر مستقیم بر کسب و کارها دارد و غالباً باعث نگرانی است. باید پرسید اگر پول دست دولت برسد، اگر تحریم‌ها کاهش یابد و فروش نفت بیشتر با قیمت‌های بالاتر اتفاق بیفتد، دولت با پول بیشتر چه می‌کند؟ این پول بیشتر صرف مصرف می‌شود یا صرف سرمایه‌گذاری. نمونه‌های تاریخی در این زمینه زیاد است که پول صرف هدف‌های کوتاه‌مدت شده است، و صرف سرمایه‌گذاری نشده است. در دولت‌های ۹ و ۱۰، پول اضافه صرف واردات شد تا تورم کنترل شود. در دولت ۱۱ و ۱۲، نرخ سود بانکی بالا تعیین شد تا تورم کنترل شود. در هر دو مورد هدف بلندمدت اشتغال و سرمایه‌گذاری صدمه دید (مثال صنعت قطعه‌سازی و صنعت میگو). پس نمی‌توان فرض کرد که عمده منابع دولت جدید معطوف به سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌شود و زیرساخت‌ها ساخته می‌شود. توضیح دیگری از آنچه گفته شد به سیاست سرکوب نرخ ارز برمی‌گردد. اگر دولت به نوعی توافق و درآمدهای ارزی قابل ملاحظه رسید، آیا قیمت ارز را سرکوب خواهد کرد؟ تجربه تاریخی دولت نهم و دهم و تجربه دولت آقای روحانی بیانگر آن است که چنین اتفاقی بسیار محتمل

است. البته این روزها آگاهی نسبت به مسئله نقدینگی و ترس از افسارگسیختگی آن بسیار بیشتر شده است. اما اگر آنچه گفتیم رخ دهد، افزایش حتی نسبتاً متناسب با نرخ تورم، در قیمت ارز مشاهده نخواهد شد.

۹. قیمت کالاهای اساسی (commodity). به نظر می‌رسد که قیمت کالاهای اساسی بسیار فراتر از متوسط‌های تاریخی رفته و اصطلاحاً overshoot رخ داده است. تعیین تعرفه‌های صادراتی بالا توسط دولت به معنای آن است که دولت این قیمت‌ها را پایدار می‌داند. نگرانی آن است که بنگاه نیز این قیمت‌ها را پایدار بداند و متناسب با آن قیمت‌های بالا قیمت سهام را ارزش‌گذاری کند و یا سرمایه‌گذاری‌های خود را انجام دهد.

۱۰. سکون قیمت سهام در سال ۱۴۰۰ و کاهش قیمت‌های شروع‌شده از سال ۱۳۹۹ به همراه نرخ رشد بالای نقدینگی و تورم بالا که از آن زمان داشته‌ایم، به گونه‌ای شدید بوده که می‌شود گفت حداقل در بازار سهام هیچ نشانه‌ای از حباب قیمتی نداریم. افزایش قیمت‌های سهام در ادامه سال ۱۴۰۱ به نحوی کم‌وبیش نزدیک با نرخ تورم بسیار محتمل است. همین جمله را با همین درجه از قاطعیت در مورد بازار زمین و مسکن نمی‌توان گفت. البته، به دلیل انتظارات تورمی، افزایش قیمت تمام‌شده تولید مسکن و ادامه رشد نقدینگی، قیمت زمین و مسکن نیز بالا خواهد رفت، اما نخواهد توانست به اندازه تورم رشد کند.

۱۱. پیش‌بینی نمی‌شود که بانک مرکزی نرخ بهره اسمی و دستوری خود را در سال ۱۴۰۱ تغییر دهد و از این رو نرخ بهره حاکم بر نظام بانکی در این سال کمتر تأثیری روی نرخ‌های بازده و قیمت دارایی‌های موضوع سرمایه‌گذاری دارد. با توجه به پیش‌بینی نرخ تورم بالا در سال ۱۴۰۱، کماکان و به طور کلی اخذ تسهیلات توسط بنگاه‌ها، سیاستی قابل توصیه است. در بنگاه‌های مالی، قیمت اوراق با درآمد ثابت آنها به دلیل پیش‌بینی نرخ بین‌بانکی بالاتر (هر چند بانک مرکزی تلاش می‌کند این اتفاق نیفتد) و فشار برای افزایش نرخ بهره، تحت تأثیر قرار خواهد گرفت و مدیران سبدها و صندوق‌ها باید متوجه این موضوع باشند. در مورد قیمت سهام، همان‌طور که در بالا گفته شد، نرخ بهره عامل تعیین‌کننده‌ای نیست.