

# استراتژی سرمایه گذاری در سهام با رویکرد انتخابات آمریکا (انتخاب بایدن)

حسن کاظم زاده

کارشناس بازار سرمایه

## مقدمه

در جهت پیش بینی روند بازده سرمایه گذاری در بازارهای مختلف استنباط جریان های فکری منجر به سرمایه گذاری در آن بازار مهمترین فاکتور در پیش بینی و در ادامه کسب بازده مطلوب از آن بازار است. به بیان دیگر همواره در هر بازار یک یا چند جریان فکری وجود دارد که اشخاص را مصمم به سرمایه گذاری در تمام یا بخشی از دارایی های قابل سرمایه گذاری آن بازار می کند. به عنوان مثال در سال های گذشته به دلیل خشکسالی در مناطق مرکزی و به نوعی در اکثر مناطق کشور توجه به مساله آب در آینده یکی از دغدغه های ترند در اشخاص مختلف جامعه ایرانی شده است. در جریان این نوع دغدغه ذهنی به دلیل نمود بالای فردگرایی در ایران اشخاص به دنبال راه حل های انفرادی به جای راه حل های جمعی می باشند و در نتیجه جریان فکری شکل گرفته است که در صورت کمبود آب در اکثر مناطق ایران، مناطق شمال کشور در ساحل دریای خزر جذابیت بیشتری برای زندگی خواهند داشت و در نتیجه جریان سرمایه گذاری مبنی بر خرید زمین در این مناطق شکل گرفته است. فارغ از مطلوبیت حاصل شده جریان فکری سرمایه گذاری ایجاد شده باعث ایجاد رونق در دوره خود می شود به طور طبیعی بعد از اتمام آن جریان، جای خود را به ترند جدید می دهد. مثال های بسیار زیادی از ترندهای مداوم یا مقطعی وجود دارد که به فراخور توجه اشخاص دوران رکود یا رونق در بازار مربوط ایجاد می کند.

دوره اخیر رونق بازار سهام تقریباً از ابتدای سال ۹۸ شروع شده و تا انتهای مردادماه سال ۹۹ ادامه پیدا کرد. البته قبل از آن در سال ۹۷ هم نیز دوره رونق ضعیف تر نسبت به روند اخیر تجربه شد که به نوعی پیش درآمد دوره اخیر بود لیکن با جریان فکری دیگر. در سال ۹۷ پس از رشد قیمت دلار با توجه به تاثیر آن بر درآمد، سودآوری و ارزش روز دارایی های شرکت های بورسی، بازار سهام دوره رونقی متناسبی را تجربه کرد. در واقع در صورتی که شما با شخص سرمایه گذار در آن دوره صحبت می کردید بیشتر به دنبال پیدا کردن ارتباط میان افزایش نرخ

دلار و قیمت سهام و کسب بازده از این ارتباط بود. این در حالی هست که جنس رشد بازار از ابتدای سال ۹۸ رنگ بوی دیگری به خودش گرفت.

## روندهای اخیر

به طور خلاصه تفکر حاکم بر بازار سرمایه از ابتدای سال ۹۸ تا انتهای مرداد سال ۹۹ به صورت زیر خلاصه کرد:

(۱) به دلیل کاهش درآمدهای ارزی دولت و بوجود آمدن کسری بودجه سرعت رشد نقدینگی فزونی می یابد و با توجه به اینکه یکی از مقاصد سرمایه گذاری سهام است بخشی از پول خلق شده راهی بازار سهام می شود.

(۲) به دلیل تحریم های آمریکا جریان تامین کالا، تجهیزات و مواد اولیه دچار اختلال (و نه توقف کامل) می شود و کالا، تجهیزات و مواد اولیه ی جایگزین موجود در کشور ارزشمند می شود.

(۳) با توجه به تصویب قانون رفع موانع تولید امکان به روز رسانی ارزش دارایی ها در صورت های مالی شرکت ها و انتقال ارزش افزوده آن بدون پرداخت مالیات به حساب سرمایه میسر گردید که توجه بسیار بالایی به سهام شرکت هایی با دارایی قابل تجدید ارزیابی بوجود آورد.

(۴) توسعه زیرساخت های بازار سرمایه، سهولت دسترسی به آن فارغ از حجم سرمایه، ایجاد موانع در بازارهای رقیب، توسعه تکنولوژی و تغییرات دموگرافی جمعیت که منجر به ورود مداوم همراه با رشد ماهانه به بازار سرمایه شد. در حال حاضر برآورد می شود بیش از ۷۰ درصد کدهای معاملاتی فعال در بازار سهام سابقه فعالیت حداکثر یک و نیم سال دارند.

(۵) اختلال در تامین ارز مورد نیاز کشور به دلیل محدود شدن صادرات و بوجود موانع بسیار زیاد در دسترسی به ارز حاصل از صادرات که منجر به رشد تدریجی و در بعضی مواقع شتابان نرخ دلار و سایر ارزها شد.

در کنار موارد ذکر شده با توجه به تغییرات در ساختار سپرده پذیری سیستم بانکی در بهمن ماه سال ۹۷ از روزشمار به ماه شمار عملاً پرداخت سود سپرده به پول در گردش را متمایل به صفر نمود و در کنار آن سطح سود پرداختی به سپرده های مدت دار نیز به طور مدام و تدریجی کاهش یافت. این اتفاق تاثیرات چندگانه داشته است. در ابتدا تمایل به عدم نگهداری پول را افزایش داده است در نتیجه اشخاص دو مسیر تبدیل پول به شبه پول یا استفاده از آن برای سرمایه گذاری را انتخاب نمودند. با توجه به گزینه اول بودن سرمایه گذاری در سهام

و نقدشوندگی بسیار بالای آن مقصد این پول عمدتاً بازار سهام بود. در کنار آن وجود صندوق های درآمد ثابت در بازار سرمایه که تقریباً به صورت روزشمار به سرمایه گذاران سود پرداخت می نماید بخشی از حساب های بانکی با گردش زیر یک ماه را به خود جلب کرد. بخشی از منابع این صندوق ها صرف خرید سهام می شود که بین ۵ تا ۲۰ درصد از منابع هر صندوق در دوره رونق در نوسان بوده است.

در حالی که در انتهای سال ۹۸ بازار سهام در اثر روندهای ذکر شده رشد قابل توجهی را تجربه کرده بود وقوع بیماری کرونا و تبعات اقتصادی در پی آن باعث تشدید این اثر این روندها ورود سرمایه گذاران جدید و رونق بی سابقه همراه با بازده شدید شد. لیکن همانند هر روند، اثرات روندهای ذکر شده تکمیل و یا خود روند تغییر وضعیت داد لذا دوره رشد قیمت سهام که همراه با بازده غیرمعمول در انتهای آن بود به اتمام رسید.

#### ادامه راه

با توجه به در پیش بودن انتخابات آمریکا و رویکرد متفاوت دو کاندیدا نسبت به نحوه تعامل با ایران، انتخاب بایدن جریانات فکری سرمایه گذاری و روندهای پس از آن را دچار تغییر و تحول نماید. در ادامه این نگاره تلاش می کنم تغییرات بوجود آمده در جریانات فکری ذکر شده در بالا را بررسی نموده در انتها با توجه به برآوردهایی که از نحوه تعامل آمریکای تحت رهبری بایدن با ایران می شود سناریوهایی در مورد روندهای احتمالی ارائه دهم.

با توجه به اینکه بایدن سه ماه بعد از انتخاب احتمالی سکان هدایت آمریکا را به دست خواهد گرفت و از طرف دیگر دولت جدید ایران نیز در خردادماه سال آتی انتخاب و از مرداد سال آینده به روی کار خواهد آمد به نظر نمی رسد ظرف مدت یک سال آتی توافق یا تعاملی حاصل شود که حتی شرایط دو کشور را به انتهای دولت اوپاما برگرداند. با توجه به اظهارنظرهای بایدن و اطرافیانش در مورد نحوه تعامل با ایران به نظر می رسد بازگشت به مسیر قبل از ترامپ نیاز به اعتماد سازی و گام ها عملی طرفین دارند که در یکسال آتی امکان پذیر به نظر نمی رسد. لذا در سناریوسازی حاضر این سناریو مورد بررسی قرار نمی گیرد.

**سناریوی اول)** با توجه به رویکرد دموکرات ها مبنی بر بازسازی سیاست های پیش از ترامپ، رویکرد دولت بایدن بازگشت به مسیر برجام بدون اضافه یا کم کردن چیزی به آن. همانگونه که مستحضرید در دولت ترامپ گام های عملی تضعیف کننده برجام توسط آمریکا و ایران برداشته شده است لذا شرط لازم برای برگشت به برجام اعتمادسازی طرفین از طریق ترمیم آثار منفی ناشی از این گام ها است. برآورد دقیقی از زمان لازم برای

این امر وجود ندارد لیکن بعید به نظر می رسد در مدت زمانی کمتر از یک الی دو سال امکان پذیر باشد. در این سناریو فرض می شود در طول زمان رسیدن به نقطه صفر (انتها دولت اوپاما) گشایش هایی از سوی دولت بایدن برای ایران در نظر گرفته شود همچون دسترسی به بخش یا تمام منابع بلوکه شده در کشورهای مختلف و در کنار آن امکان صادرات بیشتر نفت. حالتی مشابه قبل از توافق برجام در دولت اوپاما اتفاق افتاد و گشایشی در پی داشت. شایان توجه است در آن دوره به دلیل تمایل دولت ایران برای متقاعد کردن لزوم مذاکره با آمریکا تمایل به نشان دادن اثرات این گشایش ها به صورت عامه پسند وجود داشت و سیاست هایی پیگیری می شد مذاکره را راه خوشبختی نشان دهد. در دوره حاضر با توجه به تجربه گذشته نیازی به سیاست های پوپولیستی کوتاه مدت جهت متقاعد کردن برای انجام مذاکره وجود ندارد و در صورت گشایش انتظار می رود استفاده مفیدتری شود.

**سناریو دوم:** بخشی از اظهارنظرها و صحبت های بایدن و اطرافیان این برداشت را ایجاد می کند که اون نیز به دنبال توافقی فراتر از برجام هست اما نه آن چیزی که ترامپ می خواست و به روشی دیگر از فشار حداکثری. به دلیل غیرمرتبط بودن نوشته حاضر و عدم تخصص بنده در این زمینه به جزئیات نمی پردازم و تنها اثر این سناریو بیان می دارم. در این صورت دوره انتقال برای رسیدن به نقطه صفر و دوره ایجاد تعامل طولانی تر خواهد شد و احتمالاً آزاد سازی منابع بلوکه شده و امکان صادرات نفت بیشتر زمانبرتر خواهد بود. به طول خلاصه این سناریو نسبت به سناریو قبلی همراه با تسهیل کمتر در بازه یک تا دو سال آتی است.

پیش از پرداختن به تغییرات روندهای ذکر شده در قبل توجه به این نکته ضروری است که انتقال قدرت در دولت ایران امکان اجرای سیاست اقتصادی مدت دار را بسیار کم می کند و احتمالاً دولت و ارکان آن بیشتر درگیر گذران امور و تحویل سکان هدایت باشند. از طرف دیگر بایستی توجه داشت خوش بینی گذشته نسبت به برجام و در کل تعامل در تصمیم گیران داخلی وجود ندارد و احتمالاً تا زمان حصول گشایش کامل دست به عصا و با احتیاط رفتار نمایند.

(1) به دلیل کاهش درآمدهای ارزی دولت و بوجود آمدن کسری بودجه سرعت رشد نقدینگی فزونی می یابد و با توجه به اینکه یکی از مقاصد سرمایه گذاری سهام است بخشی از پول خلق شده راهی بازار سهام می شود. در حاضر برآورد می شود بالغ بر ۴۰ میلیارد دلار از منابع ارزی در کشورهای مختلف بلوکه شده باشد. از طرف دیگر صادرات غیرنفتی در شش ماهه اول به ۱۵ میلیارد دلار افت کرده و در کنار آن کل منابع حاصل از صادرات نفت در شش ماهه اول ۲,۵ میلیارد دلار عنوان شده. می توان انتظار داشت در سناریو

اول مجموع صادرات غیرنفتی و نفت به بیش از ۴۰ میلیارد دلار برسد و حداقل سالانه ۲۰ میلیارد دلار از منابع بلوکه شده آزاد شود. آزادسازی بخش قابل توجهی از منابع و امکان صادرات بیشتر می تواند نیاز تامین مالی دولت را در ادامه سال و سال آینده به صورت قابل توجهی کاهش دهد. در حال حاضر برآورد می شود در ادامه سال بالغ بر ۸۰ هزار میلیارد تامین مالی از طریق اوراق مورد نیاز باشد و برای سال آینده در صورت عدم گشایش و تغییر در مصارف بودجه بالغ بر ۲۰۰ هزار میلیارد کسر بودجه برآورد می شود. برطرف شدن بخش قابل توجهی از این نیاز تامین مالی می تواند سرعت رشد نقدینگی را کنترل نماید.

(۲) به دلیل تحریم های آمریکا جریان تامین کالا، تجهیزات و مواد اولیه دچار اختلال (و نه توقف کامل) می شود و کالا، تجهیزات و مواد اولیه ی جایگزین موجود در کشور ارزشمند می شود.

به نظر می رسد بازگشت به شرایط تامین مطلوب از نظر تامین کالا، تجهیزات و مواد اولیه به راحتی دسترسی به منابع ارزی یا افزایش صادرات باشد. با توجه به تضعیف مجدد اقتصاد ایران توان مالی داخلی کاهش پیدا کرده و احتمالاً دسترسی به هارد کارنسی چندان ساده نباشد همانگونه در دوره پسابرجام نیز این موضوع مشاهده شد لیکن در مورد مواد اولیه حداقل ضروری احتمالاً وضعیت بهتر باشد. در کنار آن با توجه به عدم قطعیت در مسیر آتی به دلیل گام های لازم برای بازگشت به نقطه صفر برآورد می شود سیاست گذار ارزی در انتهای دولت فعلی و ابتدای دولت آتی اجازه واردات همه نوع کالا و تجهیزات را ندهند.

(۳) با توجه به تصویب قانون رفع موانع تولید امکان به روز رسانی ارزش دارایی ها در صورت های مالی شرکت ها و انتقال ارزش افزوده آن بدون پرداخت مالیات به حساب سرمایه میسر گردید که توجه بسیار بالایی به سهام شرکت هایی با دارایی قابل تجدید ارزیابی بوجود آورد.

عدم تغییر در قانون منشا روند را حفظ می نماید لیکن سوخت این روند تقاضای سرمایه گذاری در بازار خصوصاً تقاضای سرمایه گذاری از جنس مبتدی می باشد. درست یا غلط خرید سهام با ارزش هر سهم پایین و نزدیک به قیمت اسمی برای سرمایه گذاران مبتدی و تا حدودی کمتر حرفه ای جذابتر هست و در کنار آن بررسی تاریخی نشان دهنده بازده مطلوب و نزدیک به میانگین این نوع تصمیم گیری است. لذا این روند ممکن است به صورت موقت در بازار سهام کم رنگ شود ولی بلافاصله پس از جریان پولی در یک یا چند سهم می تواند نظر فعالان را به خود جلب کند.

۴) توسعه زیرساخت های بازار سرمایه، سهولت دسترسی به آن فارغ از حجم سرمایه، ایجاد موانع در بازارهای رقیب، توسعه تکنولوژی و تغییرات دموگرافی جمعیت که منجر به ورود مداوم همراه با رشد ماهانه به بازار سرمایه شد. در حال حاضر برآورد می شود بیش از ۷۰ درصد کدهای معاملاتی فعال در بازار سهام سابقه فعالیت حداکثر یک و نیم سال دارند.

به نظر می رسد با توجه به حضور بسیار بالای اشخاص در بازار سرمایه خصوصا در ماه های ابتدای سال ۹۹ حداقل در کوتاه مدت بازار سرمایه از نظر تعداد کدهای فعال نمی تواند رشد قابل توجهی داشته باشد تنها سهامداران شرکت های سرمایه گذاری استانی سهام عدالت به جمع کدهای فعال اضافه می شوند که با توجه به فعالیت کم آنها انتظار موج حرکت جمعی از آنها داشتند گمراه کننده است. تجربه تلخ حضور در سال ۹۹ باعث شد افزایش حجم فعالیت و حجم سرمایه گذاری تازه واردان نیز چندان قابل انتظار نباشد مگر آنکه بلافاصله در کوتاه مدت روند رشد قیمت سهام و خروج ایشان از ضرر یا جبران ضررهای ایجاد شده اتفاق بیافتد.

۵) اخلال در تامین ارز مورد نیاز کشور به دلیل محدود شدن صادرات و بوجود موانع بسیار زیاد در دسترسی به ارز حاصل از صادرات که منجر به رشد تدریجی و در بعضی مواقع شتابان نرخ دلار و سایر ارزها شد.

در صورت تحقق سناریو اول انتظار می رود اخلال در دسترسی به منابع ارزی نتواند محرک افزایش قیمت دلار باشد و چه بسا در کوتاه مدت شوک کاهش ایجاد کرده و سطحی پایین تر از سطح فعلی قیمت تعادلی جدید بیاد. اما توجه به این نکته ضروری است که با توجه به مدیریت ارز توسط بانک مرکزی سطح تعادلی می تواند دستخوش تغییر باشد. با توجه به بهای تمام شده واردات شش ماه گذشته، تقاضای واردات انباشته، نسبت پول به ارز در دسترس برآورد می شود در صورت تحقق آزادسازی منابع بلوکه شده و افزایش صادرات قیمت تعادلی ارز در حدود ۲۰ هزار تومن باشد. تجربه قیمت های پایین یا بالاتر در کوتاه مدت و به صورت موقت امکان پذیر است.

در مورد سناریو دوم و تغییرات مورد انتظار در روندهای ذکر شده در مورد روند ۱ برآورد می شود ارز ناشی از صادرات نتواند به بیش از ۴۰ میلیارد دلار برسد و حداکثر ۱۰ میلیارد دلار منابع بلوکه شده در سال اول آزاد گردد. همچنین در مورد روند ۵ نیز دسترسی ضعیف تر از سناریو اول باشد به طور مثال منابع ارزی موجود در چین در دسترس تر باشید در حالی که ارز بلوکه شده در کره جنوبی به راحتی در دسترس نباشد. در این شرایط قیمت تعادلی دلار در حدود ۲۴ هزار تومن برآورد می شود که می تواند به مرور با توجه به روند بهبود یا عدم بهبود مناسبات دچار نوسان گردد.

## نکات مهم

**نکته اول:** توجه به این نکته ضروری است یکی از روندهای عمیق کلیه بازارهای سرمایه گذاری تورم انتظاری بوده که در این نوشته تلاش شده تاثیر این روند کلی تقسیم بندی شود. لذا به طور انتظار می رود حداقل به صورت موقت تورم انتظاری و انتظار سرمایه گذاران و مردم از افزایش سطح عمومی قیمت ها در همه بازارهای کنترل شود. احتمال بازگشت به روند مذکور در سناریو اول در دو سال آتی چندان محتمل نیست ولی در سناریوی دوم با توجه به کنش و واکنش های طرفین در تعامل و داده های واقعی نشان دهنده گشایش یا عدم گشایش می تواند اتفاق بیافتد.

**نکته دوم:** در دولت اول روحانی خوش بینی نسبت به برجام در بین سیاستگذاران، کارشناسان، سرمایه گذاران و عموم مردم بسیار بیش از حد معقول بود. به طوری که انتظار می رفت سیل شرکت های خارجی، متخصصان، منابع مالی، تکنولوژی و غیره به سمت کشور سرازیر شود. به نظر می رسد سیاست آگرسیو کنترل تورم از طریق افزایش نرخ سود سپرده از همین خوش بینی ناشی شده بود. تجربه شکست آن سیاست و همچنین تعدیل و منطقی شدن نگاه به گشایش احتمالی در هر یک از سناریوهای اول و دوم بسیار محتمل است و انتظار ندارم دوباره اشتباه گذشته و خوش بینی افراطی تکرار شود.

**نکته سوم:** تجارب تغییرات بنیادین نشان داده است که روندها و جریانات شروع مجدد نمی شوند و هر سرمایه گذار یا سیاستگذاری که این انتظار را داشته با شکست مواجه شده است. هر دوره اقتصادی مبنای دوره بعد می شود و انتظار اینکه یک روز صبح از خواب بیدار می شویم و با فضای اقتصادی جدیدی طرف خواهیم بود از اساس اشتباه است.

**نکته چهارم:** توجه به نرخ سود به عنوان مهمترین رقیب سرمایه گذاری در بازار سهام در صورت انتخاب بایدن و همچنین متغیر تاثیرگذار بر ارزشگذاری و ارزشیابی سهام بسیار اهمیت دارد. مهمترین متقاضی تامین مالی دولت است و در هر یک از سناریوهای اول و دوم به گونه ای است که نه نیاز به تامین دولت بسیار کاهش می یابد و نه در حد ضروری فعلی می ماند. اگر به صورت شش ماه به نرخ سود رایج نگاه کنیم روند میانگین نرخ سود در هر شش ماه کاهشی باشد. توجه به این نکته ضروری است با توجه به کوچک شدن اقتصاد ایران در دوره های اخیر و کاهش قدرت خرید مصرف کننده سیاست گذار در

صورت اطمینان از کم رنگ شدن تورم انتظاری، بایستی سیاست تحریک تقاضای مصرف داخلی را نیز پیگیری نماید.

نکته پنجم: در ۱۰ سال گذشته سهم شرکت های پذیرفته شده در بورس از تولید ناخالص داخلی، مجموع صادرات شرکت های پذیرفته شده در بورس و سهم شرکت های پذیرفته شده در بورس از صادرات کشور به طور چشم گیری افزایش یافته است. به طوری که مجموع صادرات شرکت های بورسی از کمتر از ۱۵ درصد به بیش از ۶۰ درصد رسیده است. در صورتی که گشایش اقتصادی منجر به احیا و رشد اقتصادی گردد قطعا با توجه به افزایش قدرت شرکت های سهامی عام و سهامداران آنها مسیر رشد اقتصادی از بورس خواهد گذشت.

### روندهای آتی قابل پیش بینی

۱) شرکت های سودآور: با توجه به فرهنگ غالب فعالان همیشگی بازار سرمایه و نهادهای مالی به نظر می رسد اولین روند پس از تحقق سطح تعادلی جدید نرخ دلار و مقادیر فروش شرکت ها، روند سرمایه گذاری در شرکت های سودآور دارای نسبت های سودآوری پایین باشد. با توجه به برآوردهای توصیف شده در مورد نرخ دلار و روند نرخ سود رایج به نظر می رسد  $p/e$  آتی ۶ تا ۷ محدود سرمایه گذاری جدی باشد.

۲) روند بهبود: شرکت هایی که انتظار می رود با گشایش اقتصادی همراه با افزایش فعالیت و کاهش مشکلات باشند می تواند یکی از روندهای قابل توجه بازار باشد. شرکت های مالی (بانک، بیمه، تامین سرمایه)، شرکت هایی داخلی که در اثر تحریم ها دچار کاهش فعالیت شده اند در این دسته قرار می گیرند. توجه به ارزش بازار این شرکت ها و تاثیر تورم بر آن در انتخاب مناسب اهمیت فراوانی دارد.

۳) روند شرکت های جامانده: با توجه به سیاست های قیمت گذاری درآمد برخی از شرکت ها همچون صنایع دارویی، روغن خوراکی، روانکار، لاستیک و غیره سطوح برآوردی نرخ دلار را محقق نکرده اند. انتظار می رود به مرور درآمد این شرکت ها در اثر دریافت افزایش نرخ ها افزایش پیدا کند درآمد و سودآوری این شرکت ها افزایش پیدا کند.



۴) روند تجدید ارزیابی: از آنجائیکه در حال حاضر کماکان ارزش دارایی های شرکت های بسیاری به روز نشده یا ارزش افزوده شناسایی شده به حساب سرمایه منتقل نشده، روند تجدید ارزیابی کماکان مورد توجه بازار خواهد بود.

در پایان توجه به این نکته ضروری است که بازده مورد انتظار از سرمایه گذاری در سهام تعدیل شده و بازده های کسب شده در دوره ابتدای ۹۸ تا مرداد ۹۹ تکرار نخواهد شد. از آنجائیکه بدینی پس از روند صعودی کماکان ادامه دارد و وارد مرحله بیش واکنشی منفی شده است به محض اتمام واکنش رفتاری فعلی امکان سرمایه گذاری های جذاب میسر خواهد شد.