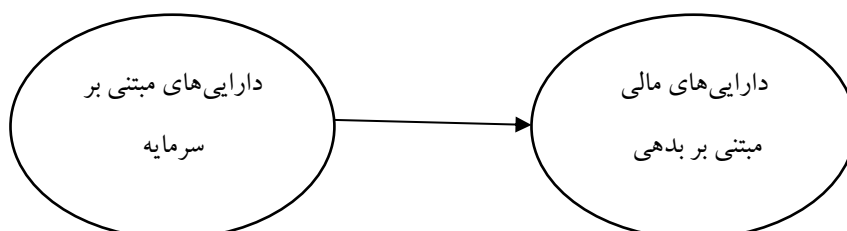


فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرایط جاری اقتصاد^۱

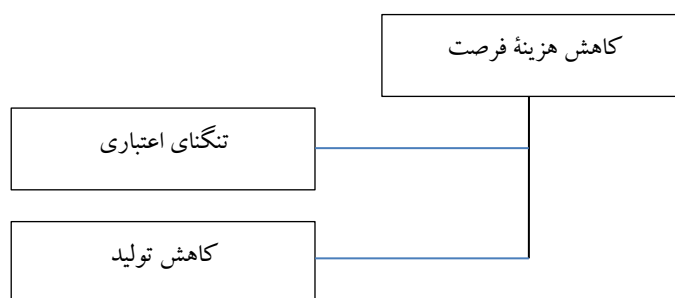
۱. موضوع این جلسه آن است که در شرایط جاری، با هر تحلیلی که داریم، چگونه باید از کسب‌وکار خودمان حمایت کنیم و سرمایه خود را حفظ کرده و ارتقاء دهیم. در شرایط فقدان نظریه روشن اقتصادی، مدل‌سازی‌های معمول اقتصاددانان کلان بدون طرح سناریو جواب نمی‌دهد. حداکثر این است که سناریو بررسی می‌شود. مثلاً سه سناریو قابل بررسی این‌هاست: آیا روابط بین‌المللی ایران بهتر شده و درآمد نفت بهتر می‌شود؟ آیا روابط بدتر شده و درآمد به صفر می‌رسد؟ آیا این روابط تغییر محسوسی نمی‌کند؟ (بهبود روابط با آمریکا، بدتر شدن وضعیت، و حفظ وضعیت موجود و فروش نفت متناسب با آن).
۲. هدف این جلسه درددل کردن و تحلیل و نقد سیاست‌های دولت نیست. مسئله این است که در این شرایط و با هر تحلیلی که از این وضعیت داریم، آیا فرصت‌هایی برای سرمایه‌گذار در ایران هست؟ آیا می‌توانیم قدرت خرید جاری سرمایه‌هایمان را حفظ کنیم؟ آیا می‌توانیم از بازارهای مالی عایدی قابل ملاحظه بگیریم؟
۳. در حوزه سیاست، مسئله اصلی تحریم است. اگر از اول فروردین تا امروز به رویدادها توجه کنیم، حجم عظیمی از رویدادها را شاهدیم. حجم بالایی از اتفاقات و درگیری‌ها رخ داده است که آخرین آن‌ها درگیری نفتکش‌هاست. همین الان هم خبر سقوط پهباد آمد. تحلیل این وقایع از ظرفیت تخصصی سخنران این جلسه خارج است. اما آنچه قطعی است، وجود ریسک بالا، تداوم تحریم‌ها و تداوم مشکلات کشور در این زمینه است.
۴. سیاست‌های اخیر بانک مرکزی خطوط روشنی را نشان می‌دهد و آن بانک به طور نسبی توانسته است موفق شود: موفق در حفظ ارزش دلار، در نظارت بر بانک‌ها و در کنترل نقدینگی. این به معنای آن است که تورم نقطه به نقطه کاهش می‌یابد، و البته به معنای آن نیست که امسال تورم سنگین نداشته باشیم. ثبات نسبی در بازار ارز پیش‌بینی می‌شود؛ جهش وجود ندارد؛ ثبات نسبی در بازارهای دارایی خواهیم داشت.

^۱. رنوس سخنرانی حسین عبده تبریزی در همایش «استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در سال ۹۸» که در تاریخ ۱۳۹۸/۰۳/۳۰ در محل سالن همایش اندیشه معین، تهران به دعوت «گروه مالی و سرمایه‌گذاری شریف» انجام شد.

۵. تحریم از یک طرف منابع در اختیار اقتصاد را کاهش داده است، از طرف دیگر منابع در اختیار دولت را با شدت بسیار بیشتری کاهش داده. رشد منفی درآمد سرانه قطعی است.
۶. ناطمینانی نسبت به میزان صادرات نفت، تأثیر وضعیت نظام بانکی روی تورم و تحولات بازار ارز در سال ۹۸ مورد توجه سرمایه گذاران است.
۷. برای ارائه هر نوع پیشنهادی به شما، فرض می کنیم که یا پس اندازی دارید و صرفاً سرمایه گذار هستید و یا دارای شغل و درگیر اداره واحد صنعتی یا بازرگانی خاصی هستید. در هر دو حال، می خواهید از سرمایه خود با توجه به تورم بازده مناسب بگیرید. با این فرض، پیشنهادهای زیر را خدمت شما ارائه می دهم.
۸. یک چیز روشن آن است که با توجه به رقم تورم پیش بینی شده، نمی خواهید وجوه نقد نگاه دارید. می خواهید چیزی نگاه دارید که جواب تورم را بدهد.
۹. برخلاف سالهای ۹۲ تا ۹۶، اکنون حرکت از سمت «سرمایه» یا equity به سمت وام است. از سمت دارایی های مبتنی بر سرمایه به سمت دارایی های مبتنی بر بدهی حرکت می کنیم.



۱۰. روشن است که شاهد افزایش ریسک گریزی بین سرمایه گذاران هستیم؛ کوتاه شدن افق سرمایه گذاری آنان قابل مشاهده است؛ و افزایش صرف ریسک مورد انتظار آنان واقعیت دارد. پس سرمایه گذاران به سرمایه گذاری در دارایی های نقد تمایل بیشتری دارند. ← افزایش صرف نقدینگی



بنابراین، کسب و کارها می‌دانند که با تنگنای اعتباری مواجه‌اند و با کاهش تولید باید کنار بیایند.

تعدیل‌هایی هم که در اقتصاد صورت می‌گیرد به معنای تضعیف قدرت خرید طبقه متوسط است.

❖ تورم پایین در بخش خدمات: یعنی دستمزدهای نسبی کاهش یافته، و این به قدرت خرید طبقه متوسط به شدت صدمه می‌زند.

❖ کاهش نرخ سود بانکی به کم‌تر از نرخ تورم: به معنای آن است که قدرت خرید طبقه متوسط کاهش بیش‌تری می‌یابد، چون پس‌اندازهای اندک آنان نیز بازده منفی دارد.

۱۱. متغیر پیش‌برنده که شاخص‌ها و قیمت‌ها را در ماه‌های اخیر تحت تأثیر قرار می‌دهد، دلار است. با پرش قیمت ارز، شاخص بورس حرکت کرده، و نخست قیمت سهامی افزایش یافت که با دلار همبستگی بیشتری داشتند، مانند سهام پتروشیمی‌ها و معدنی‌ها و هر شرکتی که ارتباطی با صادرات و ارز داشت. این شرکت‌ها پتانسیل رشد قیمت یافتند. حتی سهام خودرویی‌ها و قیمت خودرو هم به دلیل ارتباط با ارز بالا رفت.

بنابراین، عامل اساسی در رشد شاخص بالا رفتن بهره‌وری، نرخ رشد بالای تولید و فروش و متغیرهایی از این دست نبود، بلکه روند صعودی قیمت ارز بود که خود حاصل تحریم و رشد نقدینگی بود.

با افزایش نقدینگی و شتاب گرفتن نرخ تورم، شاخص بورس هم همچون سپر تورمی عمل کرد. شاخص از ۱۰۰٫۰۰۰ دو سال قبل به ۲۳۰٫۰۰۰ امروز رسیده است. یعنی عملاً پرش ارز را نگرفته است. بنابراین، در نشست‌های بقیه امروز، شما با سخنرانانی مواجه‌اید که می‌خواهند به شما کمک کنند بهتر از شاخص عمل کنید. یک راهبرد که من می‌توانم ارائه کنم آن است که کدام صنایع کف تولید را زده‌اند. آن‌ها را باید مورد توجه قرار دهید.

خلاصه این که منشاء افزایش قیمت سهام و شاخص را می‌شناسیم که دلار بوده است. شاخص بورس حداکثر تورم را گرفته و دلار را نگرفته؛ در این هم شک نیست؛ اما این که شما بهتر از شاخص عمل کنید، موضوعی است که در بحث‌های امروز خواهید داشت.

۱۲. در این که شرایط رکود تورمی حاکم است، شکی نباید کرد. یک بُعد جدی رکود، کاهش درآمد سرانه و بودجه خانوار است. تقاضای کل به شدت آسیب دیده است. باید به دنبال صادرات باشید. در داخل، افزایش تولید و فروش محصولات بیشتر مشکل است.

۱۳. توصیه به بنگاه‌ها

بنگاه‌ها به متغیر بودجه و نحوه حل مشکل کسری‌های آن می‌باید توجه کنند. چگونه این کسری تأمین می‌شود؟ این که کسری بودجه چگونه تأمین می‌شود بر میزان نقدینگی و قیمت ارز، به مثابه متغیر پیش‌برنده تأثیر دارد. بودجه سال ۱۳۹۸ برای بنگاه امکانات زیادی ندارد، چرا که بودجه عمرانی به صفر نزدیک می‌شود. در این شرایط، آیا توسعه می‌باید در دستور کار قرار گیرد؟ خیر. حفظ شرایط موجود و بهینه کردن عملیات اولویت دارد. و اگر بنگاه‌ها می‌توانند، باید به سمت هر نوع صادرات حرکت کنند. حفظ سطح جاری اشتغال و تولید در بنگاه‌ها اولویت دارد. بنگاه‌ها برای ادغام با سایر بنگاه‌ها در شرایط جاری اقتصاد ممکن است مزیت‌هایی داشته باشند. بنابراین کوچک‌سازی سازمانی و پیگیری ادغام‌های صحیح می‌باید در دستور کار قرار گیرد. در وضعیت کمبود منابع بانکی جاری، ابزارهای بازار سرمایه چگونه می‌تواند به بنگاه کمک کند. بنگاه باید نیم‌نگاهی به امکانات بازار سرمایه داشته باشد.

۱۴. در بخش مسکن ۲۵۰۰ واحد فروش فروردین‌ماه در تهران به چه معناست؟ به‌رغم این حجم پایین، رشد قیمت غیرعادی به چه معناست؟

شیب تورم ماهانه مسکن در اواخر پاییز و اوایل دی کاهش یافت، اما حجم معاملات نیز کاهش یافت. در اردیبهشت ۹۸، ۳۷ درصد از حجم معاملات کاهش یافت. اما شاهد رشد ۱۱۲ درصدی قیمت بودیم و متوسط قیمت هر مترمربع مسکن در تهران به ۱۲ میلیون تومان رسید.

اما اجاره بها فقط ۲۳ درصد افزایش یافت. به‌رغم این تفاوت، شاهد بازگشت معاملات سفته‌بازانه بوده‌ایم. به‌علاوه، عمده فروش به واحدهای کوچک مربوط بوده است. شاید جالب باشد بدانید که بیشترین افزایش قیمت مسکن مصرفی مربوط به مسکن مهر پردیس است؛ افزایش حتی بالاتر از منطقه ۵ تهران.

ساخت (پروانه‌های ساختمانی صادر شده) واحدهای مسکونی در تهران طی این دو ماه کاهش یافته است و سطح کاهشی آن طی ۱۰ سال گذشته بی سابقه بوده است.

به گمان من، در سال ۹۸ بیشترین افزایش قیمت این بخش در سطح نرخ تورم خواهد بود. یعنی افزایش تند قیمت را در هر شرایطی نداریم. اما ناچارم بگویم که افزایش قیمت املاک در سال‌های ۹۷ و بهار ۹۸ برای این جانب غافلگیرکننده بود. ذهن من بیشتر روی آن می‌رفت که مصرف‌کنندگان مسکن بودجه ندارند، و برای سرمایه‌گذاران نیز با توجه به خانه‌های خالی، نباید به سفته‌بازی بیشتر در این زمینه ادامه دهند. اما اشتباه می‌کردم. به‌راستی چه عواملی مسئله افزایش شدید را شکل داد؟

❖ قیمت زمین، انحصار زمین. در بعضی مناطق تهران و بعضی شهرهای بزرگ، قطعاً اراضی کمتری برای ساخت‌وساز باقی مانده و این کالا در این مناطق (با توجه روابط همسایگی) انحصاری تلقی می‌شود.

❖ نقدینگی بالا که به دنبال جایی برای حفظ ارزش می‌گردد؛ سفته‌بازی و توان این بخش برای ادامه سفته‌بازی. دارندگان نقدینگی با توجه به مشکلات نگاهداری ارز و طلا، جایی بهتر از املاک و مستغلات برای سرمایه‌گذاری نمی‌یابند، و قیمت‌ها را باز هم جایی تر می‌کنند. رابطه قیمت و اجاره در بسیاری از مناطق قطع شده است و قیمت به هیچ‌وجه اجاره را توجیه نمی‌کند. پس خریداران معتقدند قیمت‌ها باز هم بالاتر خواهد رفت (عایدات سرمایه‌ای).

❖ در مورد مسکن مصرفی، وجود درآمدهای غیررسمی؛ ظاهراً در جامعه ما، درآمدهای غیررسمی بسیار فراتر از پیش‌بینی من بوده. کسانی که با این قیمت‌های بالا برای مصرف واحدها را می‌خرند، نمی‌توانند محدود به درآمدهای دو تا مثلاً ۵ یا ۶ میلیون تومان حاصل از حقوق ماهانه باشند که من می‌شناسم.

❖ چسبندگی قیمت؛ وقتی خریداری ناشی و ناوارد قیمتی را تثبیت می‌کند و در منطقه‌ای بالای قیمت خرید جاری، خرید می‌کند، آن قیمت دیگر به‌سختی قابل کاهش است. این فرق املاک و مستغلات با دلار و طلاست که چسبندگی قیمت ندارند.