



وضعیت و مسیر اقتصاد کلان و دلالت آن برای بازار سرمایه

آیا در سال ۱۴۰۲ چیزی غیرقابل انتظار در بازار سرمایه رخ داد؟

بر اساس چشم اندازی که در همین ایام در سال قبل از وضعیت بازار دارایی ها ترسیم کرده بودیم، در حد بالایی همان رخ داده است و در هیچ بازاری از جمله بازار سرمایه موضوعی غیر قابل انتظار رخ نداده است. طبیعی است که آن چشم انداز صرفاً با تکیه بر دانش اقتصاد کلان ترسیم شده بود و هنوز انتظار این میزان از دقت را از آن نداشتیم.

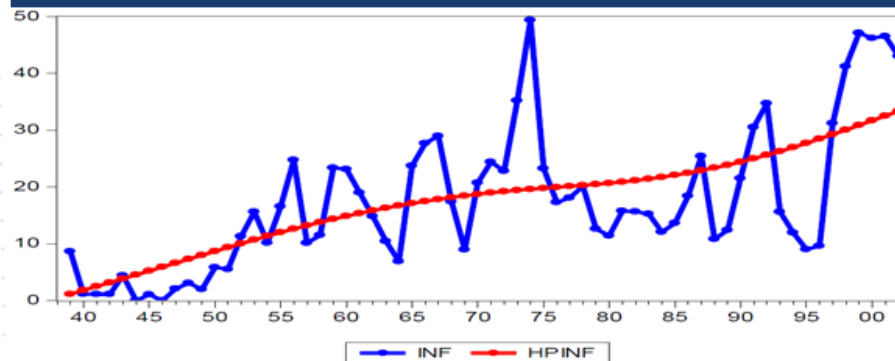
چرا سال قبل چنین چشم اندازی داشتیم؟

در اواخر سال ۱۴۰۱ مشخص بود که کنترل تورم و جلوگیری از وخامت محتمل تورم برای دولت با اهمیت بود و در شرایطی که انتظار افزایش نرخ رشد اقتصادی نمی رفت و تلاش برای کنترل تورم حتماً به معنی فشار برای افزایش نرخ بهره در اقتصاد بود، آن گاه انتظار عمومی عدم بازدهی چشمگیر برای دارایی ها در غیاب یک شوک بیرونی به اقتصاد بود و کم و بیش همین مسیر اتفاق افتاد.

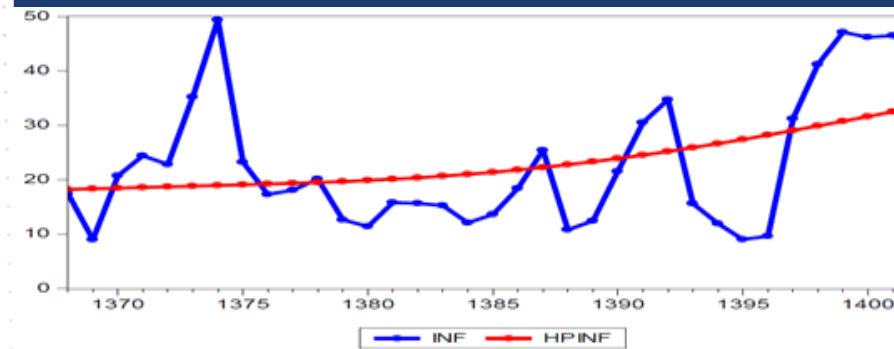
وضع کلی اقتصاد کشور در ۱۴۰۳

در سال ۱۴۰۲ اقتصاد ایران از منظر تورم همچنان در تورم های بالاتر از متوسط بلندمدت به سر برد و از این حیث در سطح وضعیت پنج سال گذشته بوده است و امر غیر قابل توضیحی در وضعیت تورم وجود ندارد و از منظر رشد اقتصادی در حدود متوسط بلندمدت دوران پس از جنگ به سر برد و آن هم امر غیر قابل توضیحی ندارد.

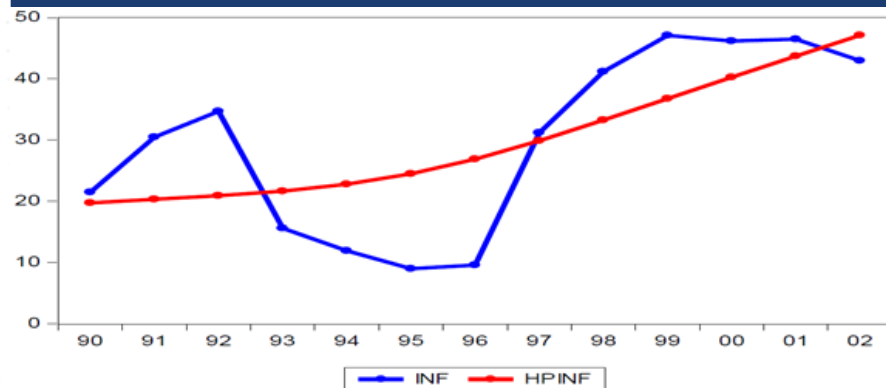
نرخ تورم و ترند آن، ۱۳۳۸ - ۱۴۰۲



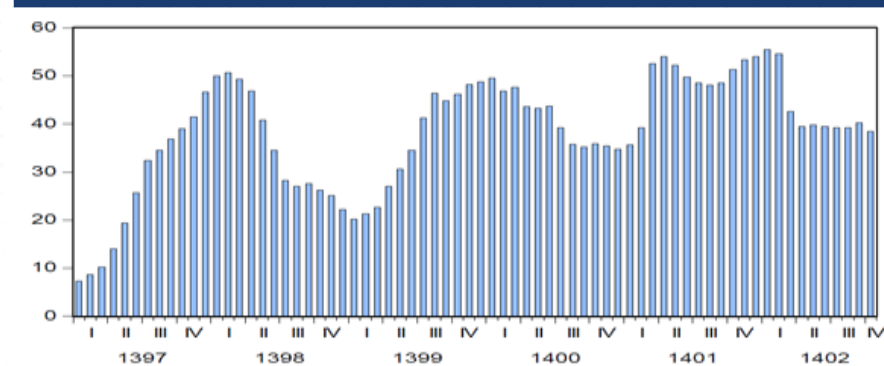
نرخ تورم و ترند آن، ۱۳۶۸ - ۱۴۰۲



نرخ تورم و ترند آن، ۱۳۹۰ - ۱۴۰۲



نرخ تورم نقطه به نقطه از ابتدای ۱۳۹۷ تا دی ماه ۱۴۰۲



تصویر کلی تورم ایران چه می گوید؟

مستقل از اینکه نقطه شروع را چه زمانی انتخاب کنیم، ترند نرخ تورم ایران صعودی است، دال بر اینکه با نادیده گرفتن نوسانات موقتی تورم، اقتصاد ایران به تدریج در مسیر متوسط تورم های بالاتر قرار گرفته است و لذا اقتصاد ایران در دهه ۱۳۹۰ گرایش به برگشت به متوسط نرخ تورم ثابتی نداشته است، گرچه در سال ۱۴۰۲ اندکی گرایش به سمت پایین را به نمایش گذاشته است.

چرا اقتصاد ایران روند صعودی تورم داشته است؟

اقتصاد ایران دچار انواعی از ناترازی است و تداوم ناترازی ها فقط در صورتی امکان پذیر است که متکی به خلق و رشد نقدینگی شود و لذا به صورت بنیادی نیروی روند صعودی تورم فراهم شده است. حتی در غیاب تحریم نیز درآمدهای نفتی و رانت منابع طبیعی در مقایسه با گذشته محدودتر از آنچه است که در گذشته امکان کنترل تورم را می داده است. شوک های متعدد سیاسی و خارجی وارده به اقتصاد در شکل دادن جهش های تورمی و ترند صعودی تورم تا حدی موثر بوده است

چه مسیری برای رشد اقتصادی پیش رو است؟

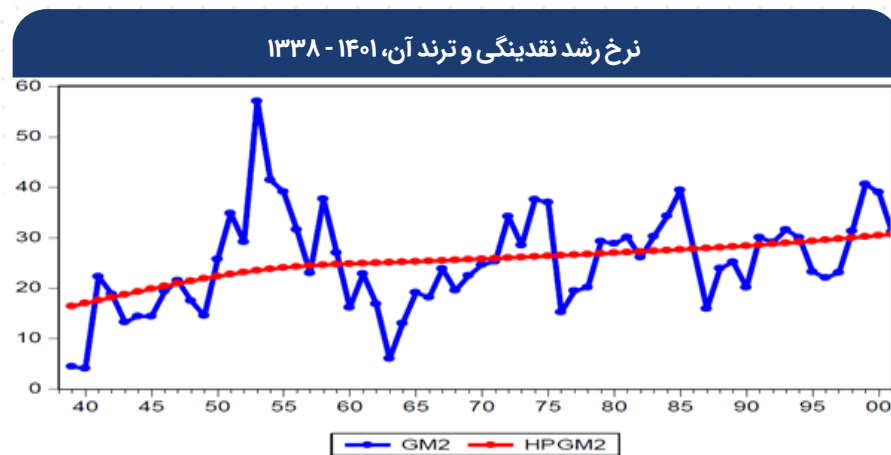
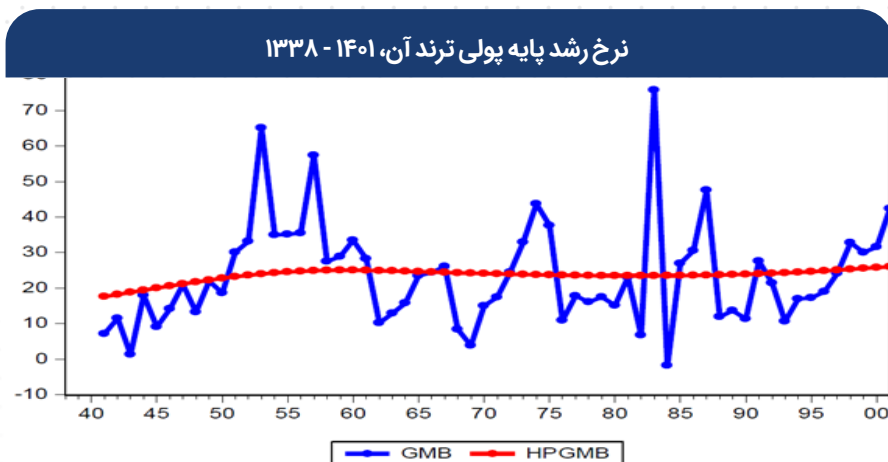
در تحلیلی واقع بینانه و منصفانه انتظار بر آن نیست که در سال ۱۴۰۳ رشد اقتصادی فراتر از آنچه باشد که در سال ۱۴۰۲ رخ داده است و حتی سناریوی غالب می تواند کاهش مختصری در رشد اقتصادی باشد. صرفاً افزایشی محسوس در تولید و صادرات نفت و قیمت نفت و بهبود دسترسی به درآمدهای نفتی امکان رشدی بیشتر برای سال های پیش رو و آن هم به صورت گذرا فراهم می نماید.

آیا سیاستگذاری می تواند مسیر رشد را تغییر دهد؟

بر اساس تحلیل تئوریک اقتصاد کلان، سیاستگذاری در قالب سیاست پولی و مالی انبساطی صرفاً برای مدت کوتاهی قادر به مختصر بهبودی در رشد اقتصادی است اما به دلیل قراردادن ایران در تورم های بالا، ریسک ورود به تورم های خارج کنترل را به همراه دارد.

تحولات بخش پولی اقتصاد

گرچه اقتصاد ایران به مدت پنج دهه دارای متوسط رشد کمیت‌هایی پولی نسبتاً بالا بوده است، به گونه‌ای که متوسط رشد نقدینگی به عنوان با اهمیت‌ترین متغیر پولی از ۱۳۵۰ به بعد حدود ۲۷ درصد بوده است، اما در چهار سال گذشته رشد نقدینگی اولاً بیش از متوسط تاریخی آن بوده است و ثانیاً حجم نقدینگی نسبتاً سیال‌تر شده است که هم نیروی بنیادی تورمی را تشدید کرده است و هم تورم‌زایی آن به دلیل انتظارات تورمی بالا تشدید شده است.

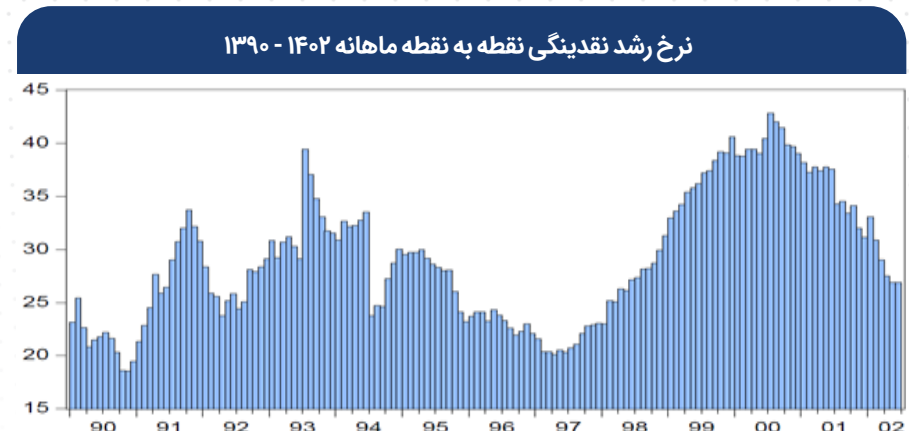
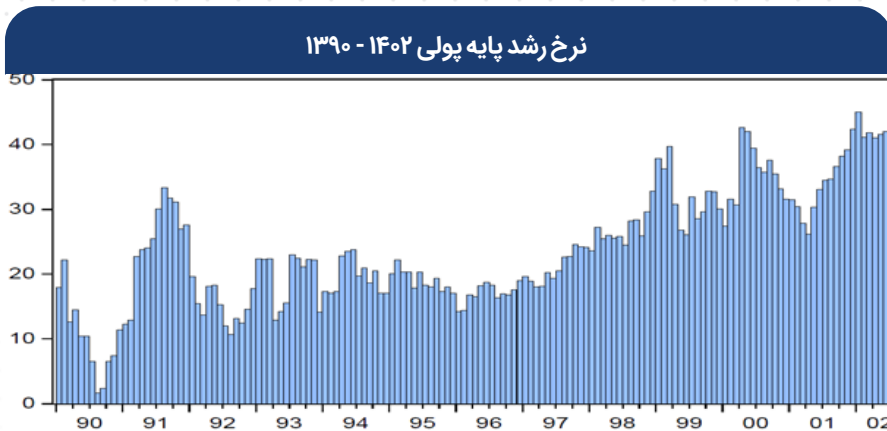


ترند تاریخی رشد کل‌های پولی چه می‌گوید؟

هم‌ترند تاریخی رشد نقدینگی و هم‌ترند تاریخی رشد پایه پولی حکایت از آن دارد که با گذشت زمان اقتصاد ایران به سمت متوسط رشدهای بالاتر کل‌های پولی حرکت کرده است که انعکاس تلاش همراه با توهم ایجاد رشد با تزریق پول از یک طرف و تشدید ناترازی‌های اقتصاد از طرف دیگر است. روند صعودی، تا حدی قابل توجه‌تر رشد نقدینگی، انعکاس افزایش نقش بانک‌ها در خلق نقدینگی از دوران پس از جنگ و به‌طور جدی‌تر از شروع دهه ۱۳۸۰ بوده است.

وضعیت رشد متغیرهای پولی از ۱۳۹۰ به بعد

در دهه ۱۳۹۰ تغییری بنیادی در رشد نقدینگی پدیدار شد که ریشه آن بیماری هلندی دهه ۱۳۸۰ بود. این تغییر که خود را از نظر داده در افزایش چشمگیر ضریب فزاینده خلق نقدینگی نشان داده است، بخش قابل توجهی از رشد نقدینگی را متکی به افزایش نرخ سود به سپرده ها در شرایط وجود دارایی هایی منجمد و کم بازده برای بانک ها کرده، و همین معضل، سیاستگذاری پولی را نسبت به قبل دشوارتر کرده است.



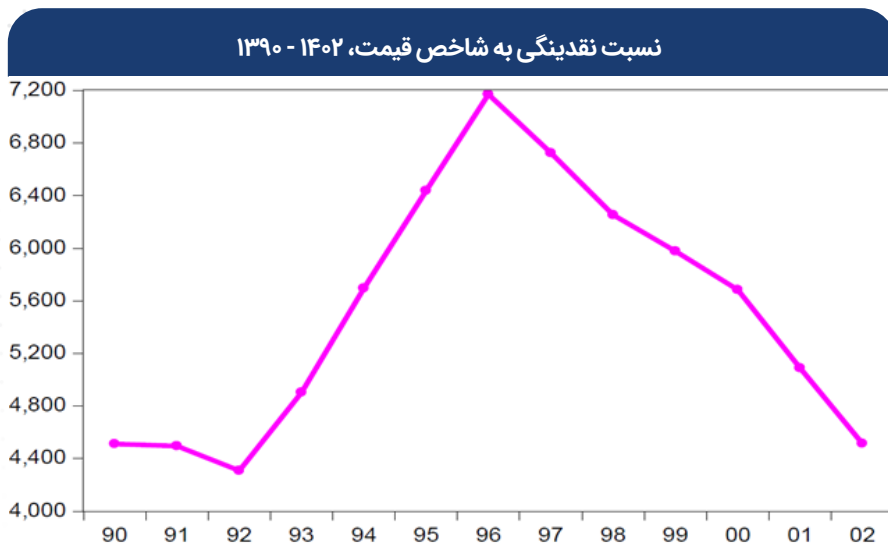
در دهه ۱۳۹۰ چه اتفاقی افتاده است؟

در طول دهه ۱۳۹۰ در مجموع هر دو متغیر پایه پولی و نقدینگی با افزایش متوسط رشد نسبت به دهه قبل از آن روبرو شده اند اما به جهت تغییرات ضریب فزاینده خلق نقدینگی، رشد مشابه و یکسانی را تجربه نکرده اند. به طور مشخص، متوسط رشد نقدینگی از ۱۳۹۰ تاکنون حدود ۲۹ درصد و متوسط رشد پایه پولی حدود ۲۴ درصد بوده است. با این حال، در سال ۱۴۰۲ هر دو شروع به کاهش نموده اند.

دلالت کاهش رشد نقدینگی

گرچه رشد نقدینگی در دو سال اخیر همچنان بالاتر از متوسط تاریخی خود بوده است اما با توجه به تداوم تورم های بالا، رشد نقدینگی های تحقق یافته در سال ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ انعکاس نوعی سیاست انقباضی است که کنترل تورم آن را اجتناب ناپذیر کرده است. اگر سیاست پولی انقباضی باشد آن گاه علامت خود را در افزایش نرخ بهره ها منعکس می کند و همین رخ داده است.

نسبت نقدینگی به شاخص قیمت چه می گوید؟



بر اساس روند نسبت نقدینگی به شاخص قیمت، بویژه در دهه ۱۳۹۰ که از نظر ساختاری به شرایط کنونی نزدیک است، این نسبت در سال های اخیر تنزل محسوسی را تجربه کرده است. بخشی از این تنزل، بویژه در سال های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ انعکاس تعدیل قیمت ها به رشد های قبلی نقدینگی است اما تنزل آن بویژه در دو سال اخیر انعکاس تلاش دولت برای جلوگیری از تورم های خارج از کنترل بوده است.

برای رشد کل های پولی و نرخ بهره چه در پیش است؟

نظر به اینکه انتظارات تورمی چندان فروکش نکرده است و همچنین اقتصاد ایران کماکان در معرض شوک های بیرونی قرار دارد و با توجه به اینکه دولت هزینه زیادی را متقبل شده است تا بر رشد نقدینگی ترمز بگذارد، سناریوی پر احتمال (نه قطعی) تداوم تلاش برای کنترل رشد نقدینگی است و در آن صورت، نرخ بهره ها کماکان بالا باقی می ماند و با کاهش نرخ تورم، عملاً نرخ بهره حقیقی افزایش می یابد.

بازار سهام در چه مسیری است؟

گرچه معیارها یا شاخص های متداول بازار سهام و اینکه بازار سهام در مقایسه با بقیه دارایی ها در طول سه سال گذشته عایدی سرمایه ای مناسبی نداشته است،

دلالت بر آن دارد که باید قیمت سهام افزایش یابد، اما چهار توضیح برای عدم عایدی سرمایه ای قابل توجه بازار سهام وجود دارد :

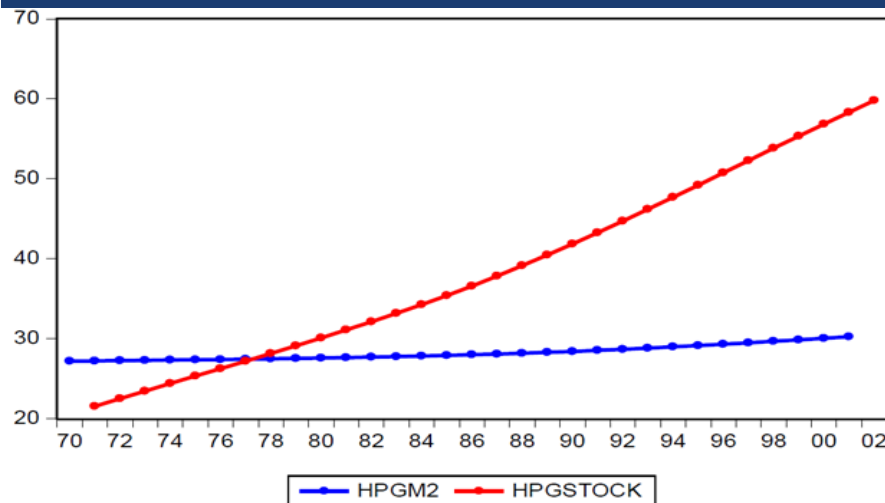
الف) تعدیل و همگرایی آن با متغیرهای اقتصاد کلان که چندان عامل با اهمیتی نیست

ب) نرخ بهره بالا بویژه در سال ۱۴۰۲

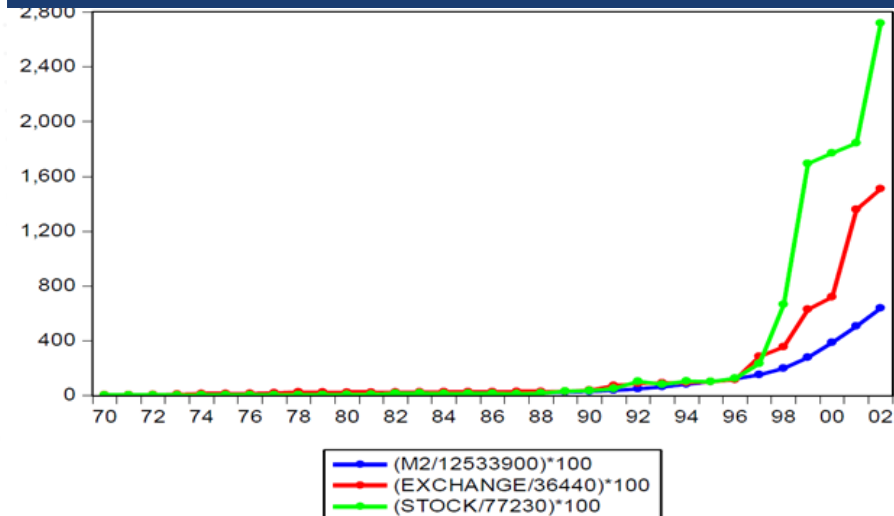
ج) عدم اطمینان شدید از وضعیت اقتصاد کلان بویژه از ناحیه شوک های بیرونی به اقتصاد

د) عدم اطمینان از سیاست های دولت در تعامل با شرکتها و در ارتباط با نرخ ارز

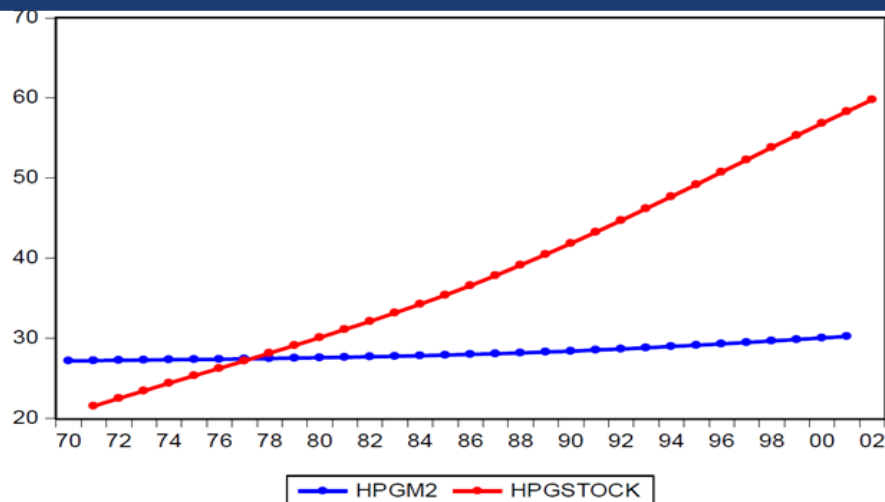
ترند یا فیلتر شده رشد نقدینگی و رشد قیمت سهام، ۱۳۷۰ - ۱۴۰۲



حجم نقدینگی، نرخ ارز و شاخص قیمت سهام بر مبنای ۱۰۰ در سال ۱۳۷۰ - ۱۴۰۲، ۹۵



ترند یا فیلتر شده رشد نقدینگی و رشد قیمت سهام، ۱۳۷۰ - ۱۴۰۲



در سال آتی قیمت سهام از چه ناحیه ای رشد می کند؟

از آنجا که احتمال جهش رشد اقتصادی قابل توجه نیست، قیمت سهام از آن منظر چندان متاثر نمی شود اما با توجه به تداوم تورم کالاها و خدمات و حتی با وجود اندکی کاهش در نرخ تورم، در بدترین سناریو ها هم قیمت سهام احتمالا بازدهی در حد تورم عمومی را کسب می کند .

چه چیزی چشم انداز مقطعی بازار سهام را بهبود می بخشد؟

کاهش نگرانی از شوک های بیرونی به اقتصاد و بویژه کاهش احتمال درگیری مستقیم بین ایران و آمریکا می تواند به طور موقتی چشم انداز بازار سهام را بهبود بخشد و به کسب عایدی سرمایه ای بالاتر از تورم عمومی کمک کند .

چه چیزی چشم انداز بلندمدت بازار سهام را بهبود می بخشد؟

علاوه بر کاهش احتمال شوک بیرونی به اقتصاد ایران متاثر از منازعه خاورمیانه، در پیش گرفتن سیاست های اقتصادی بستر ساز رشد پایدار و کاهش مداخله دولت در بازار کالاها و خدمات بویژه به شکل قیمت گذاری می تواند به بهبود چشم انداز بازار سهام کمک نماید .