Vol. 13 | No. 3412 | Thu. Sep 17. 2026 | پنجشنبه ۲۶ شهریور ۱۴۰۵ | ۵ ربیع‌الثانی ۱۴۴۸ | سال سیزدهم | شماره ۳۴۱۲ | ۸ صفحه | قیمت: ۱۵۰۰۰ تومان

WWW.TAADOLNEWSPAPER.IR

تعادل

نیاز اقتصاد ایران

شاخص بورس	تمام‌سکه	یورو	دلار
--	--	--	--

تجارت جاده‌ای زیر سایه فرسودگی
چرا نوسازی ناوگان دیگر انتخاب نیست؟

صفحه ۵

ال‌نینو چگونه می‌تواند معادله بارش ایران را تغییر دهد؟
سیگنال بارش یا هشدار سیلاب؟

صفحه ۵

آیا افزایش واردات می‌تواند قیمت‌ها را پایین بیاورد؟
موبایل در تله دلار

بازار تلفن همراه در حالی روزهای پرنوسانی را پشت سر می‌گذارد که کاهش شدید واردات در پنج ماه ابتدایی امسال، همزمان با افزایش نرخ ارز، معادله عرضه و تقاضا را در این بازار برهم زده است. کاهش حدود ۷۵ درصدی واردات نسبت به مدت مشابه سال گذشته، موجودی برخی مدل‌های پرتقاضا را کاهش داده و از سوی دیگر، رد شدن نرخ دلار آزاد از مرز ۲۰۰ هزار تومان، هزینه جایگزینی کالا را برای فروشندگان افزایش داده است. اگرچه مسوولان صنفی از رفع موانع ثبت سفارش و بهبود روند تأمین کالا خبر می‌دهند، اما فاصله زمانی میان ثبت سفارش، تأمین ارز و ترخیص محموله‌ها باعث شده اثر این تغییرات هنوز به‌طور کامل در بازار دیده نشود. بر اساس آمارهای مطرح‌شده، در پنج ماه ابتدایی سال گذشته حدود ۳ میلیون و ۱۶۰ هزار دستگاه انواع تلفن همراه وارد کشور شده بود، اما این میزان در مدت مشابه امسال به حدود یک میلیون دستگاه رسیده است. به این ترتیب، حجم واردات در این دوره حدود ۷۵ درصد کاهش پیدا کرده است؛ افتی که به شکل مستقیم می‌تواند بر میزان موجودی و تنوع مدل‌های عرضه‌شده در بازار اثر بگذارد. کاهش ورود کالا در شرایطی اتفاق افتاده که بازار موبایل همچنان با تقاضای مصرف‌کنندگان روبرواست. در نتیجه، محدودشدن عرضه برخی مدل‌ها موجب شده تعادل میان کالاهای موجود و تقاضای خریداران به هم بخورد. این مساله به‌ویژه در مورد گوشی‌های پرطرفدار...

صفحه ۷ را بخوانید

زهرا سلیمانی |

در حالی که پذیره‌نویسی صندوق‌های ارزی به عنوان ابزاری نوین در بازار سرمایه آغاز شده است، کارشناسان درباره موفقیت این سازوکار در جلب اعتماد عمومی توصیه‌هایی را مطرح می‌کنند که باید به آنها توجه کرد. علیرضا توکلی کاشی، تحلیلگر ارشد بازار سرمایه در گفت‌وگو با «تعادل» ضمن تشریح ساختار کنونی این صندوق‌ها، بر این باور است که الزام به ورود و خروج منابع با «ارز» به جای «ریال» پاشنه آشیل این ابزار است و می‌تواند در زمان بحران، صندوق را با بن‌بست مواجه کند. او در بخش دیگری از این گفت‌وگو در تحلیلی مبسوط از وضعیت بورس هشدار می‌دهد که «محاصره اقتصادی» و کاهش قابل توجه ظرفیت تجاری کشور که در صحبت‌های رییس جمهور هم به آن اشاره شد، در بلندمدت مشکلاتی برای سودآوری مستمر شرکت‌های بورسی ایجاد کرده است. به اعتقاد این تحلیلگر، تنها راه تنفس واقعی بازار، بازگشایی گره‌های تجاری و رفع انسداد از بنادر اصلی کشور است، چراکه بدون احیای جریان تجارت بین‌الملل، رشد شاخص‌ها تنها یک مسکن موقت خواهد بود.

■ اخیرا دو موضوع در فضای اقتصادی پررنگ شده است؛ نخست رشد بورس و شباهت‌سازی آن با حوادث سال ۹۹ در سایه مشکلات مالی دولت و دوم آغاز به کار و پذیره‌نویسی صندوق‌های ارزی. شما فضای کنونی را چطور تحلیل می‌کنید؟ آیا ابزارهای جدید توانسته‌اند تغییری در ذهنیت سرمایه‌گذار ایجاد کنند؟

اول در مورد مساله دوم صحبت می‌کنم. در مورد صندوق‌های ارزی باید بگویم که ایجاد این ابزار سال‌ها آرزوی بازار سرمایه بود. متاسفانه به دلیل پیوند واژه «ارز» با وظایف و حساسیت‌های بانک مرکزی، نهادهای ناظر همیشه در این زمینه احتیاط کرده و ایجاد آن را به عقب می‌انداختند. اما دولت چهاردهم سرانجام دست به این اقدام مهم زد. در مورد مدل فعلی، ایراد جدی اینجاست که در این صندوق، مدل «ورود و خروج» منابع مالی با «ارز» تعریف شده است؛ یعنی سرمایه‌گذار باید ارز بدهد و ارز هم دریافت کند. این دقیقا نقطه ضعف اصلی است. اگر ما با یک بحران، نوسان شدید یا شوک سیاسی و راهبردی و اقتصادی مواجه شویم و حجم تقاضا برای خروج از صندوق بالا برود، صندوق در بازپرداخت دلارها به مشکل می‌خورد. راه‌حل منطقی و اصولی این بود که ورود و خروج با «ریال» بر پایه قیمت ارز (مشابه صندوق‌های طلا) و به صورت ریال باشد. ریال پول ملی است و سیستم مالی ما توان پاسخگویی نامحدود به آن را دارد، اما در مورد دلار، ما وابسته به اسکناس ارزی می‌شویم که مدیریت آن در شرایط تحریمی دشوار است. البته چون سقف فعلی صندوق ارزی (حدود ۱۰۰ میلیون دلار) کوچک است، بانک ملت احتمالا از پس آن برمی‌آید، اما در آینده این مدل برای ابعاد میلیارد دلاری که نیاز واقعی اقتصاد است، اصلا جواب نمی‌دهد و یک سازوکار ویترینی باقی می‌ماند.

■ یعنی معتقدید علاوه بر ایراد فنی، مساله «اعتماد» هم وجود دارد؟ چراکه مردم با وجود تورم دلار و سود ۴ درصدی، باز هم از این صندوق استقبال سردی می‌کنند.

دقیقا، مساله دوم، سابقه بدعهدی سیستم بانکی در اواخر دهه ۸۰ و سال فعالیت صندوق‌های ارزی است. راه‌حل منطقی و اصولی این است که ورود و خروج با «ریال» اما بر پایه قیمت ارز باشد. همان‌طور که گفتم ریال پول ملی است و سیستم مالی ما توان پاسخگویی به آن را دارد، اما در مورد دلار، این مدل برای ابعاد میلیارد دلاری که نیاز واقعی اقتصاد است، اصلا جواب نمی‌دهد و یک سازوکار ویترینی باقی می‌ماند.

■ در مورد وضعیت بازار سرمایه صحبت نکردید. خوشبختانه بازار سرمایه رو به رشد است. اما برخی نگرانند حوادث سال ۹۹ در بازار سرمایه فعلی تکرار شود. این احتمال با توجه به اینکه دولت با کمبود منابع مواجه است، بیشتر ترویج می‌شود. تشابهی میان رشد اخیر بورس و رخدادهای سال ۹۹ می‌بینید؟

سه ماه پیش در خردادماه، اجماع بر ارزان بودن بورس و دورنمای رشد بالای بازار بود، اما امروز برخی معتقدند قیمت‌ها به تعادل رسیده یا حتی در برخی نمادها «ورفرایز» (Overpriced) شده‌ایم. ابهام بزرگ ما بحث «تجارت» است. واقعیت این است که ۸۰ درصد ظرفیت تجاری ما که وابسته به بنادر جنوب (امام و شهید رجایی) بود، به دلیل محدودیت‌ها و محاصره، تقریبا تعطیل یا با ظرفیت اندک و پایین فعال است. مرزهای زمینی و ریلی شمال و شرق هم در بهترین حالت فقط ۲۰ درصد ظرفیت سنوات قبل را پوشش می‌دهند. یعنی در مجموع ۷۰ درصد تجارت ما کار نمی‌کند. وقتی تجارت کار نکند، یعنی «تولید» به صرفه نیست و «صادرات» هم دچار وقفه است.

■ این وضعیت چه تاثیری بر سودآوری شرکت‌های بورسی دارد که در صورت‌های مالی می‌بینیم؟

در شش ماه گذشته، سودهای شناسایی شده در شرکت‌ها عمدتا ناشی از «جامپ ارزی» و تفاوت قیمت تمام شده تاریخی (موجودی انبار) با قیمت فروش روز بود. اما این وضعیت تداوم ندارد، چون قیمت تمام شده جدید بالا رفته و حجم فروش به شدت در حال کاهش است. پتروشیمی‌هایی هستند که عملا «شات‌داون» کرده‌اند؛ یعنی تولید دیگر مقرون‌به‌صرفه نیست و فقط حقوق پرسنل را می‌دهند تا کارخانه تعطیل نشود. بنابراین در شرایطی که محاصره اقتصادی، گلوگاه صادرات و واردات مواد اولیه را بسته است، نمی‌توان انتظار رشد پایدار از شرکت‌های بزرگ داشت. مگر برخی صنایع کوچک یا خاص مثل خرده‌فروشی‌ها، دارویی‌ها یا سیمانی‌ها که تولیدشان متوقف نشده است و بازار داخلی دارند.

■ نقش دولت در این بین چیست؟ برخی می‌گویند نرخ‌گذاری دستوری و سیاست‌های پولی دولت‌های قبل بورس را «سرکوب» کرده است.

دولت بیش از آنکه نقش تسهیلگر داشته باشد، در حال حاضر نقش «مصرف‌کننده منابع» را دارد. نرخ سود بانکی بالا برای کنترل تورم، نقدینگی را از بورس به سمت بانک‌ها جارو می‌کند. از سوی دیگر، نرخ‌گذاری دستوری در محصولات پتروشیمی و فولاد، عملا سود را از جیب سهامدار خارج کرده و به جیب واسطه‌ها یا خریداران خاص می‌ریزد. شرکت‌ها در حالی که با تورم ۳۰-۴۰ درصدی تولید مواجهند، نمی‌توانند قیمت‌های فروش خود را آزاد کنند. این سیاستِ «سرکوب مالی»، بورس را از یک بازار مولد به یک بازار «بازیگرمحور» تبدیل کرده است که فقط با اخبار سیاسی تکان می‌خورد، نه با بنیادهای اقتصادی.

■ پس کلید بازگشت بورس به مدار رشد، فراتر از تحلیل‌های تکنیکال و در گروی تحولات سیاسی است؟

من به توافق یا صلح کاری ندارم؛ از منظر اقتصادی آنچه اهمیت دارد، «رفع محاصره» است. اینکه این گره با مذاکره باز می‌شود یا هر روش دیگر، کارشناسان سیاسی باید بگویند، اما از نظر اقتصادی محاصره دارد گلوی اقتصاد را فشار می‌دهد. اگر محاصره باز شود، درآمد دولت زیاد می‌شود، کسری بودجه کاهش می‌یابد و تورم کنترل می‌شود. درست است که با باز شدن واردات، یک تقاضای انباشته برای ارز وارد بازار می‌شود که ممکن است دلار را دچار جهش کند، اما خبر خوب این است که حجم کالا در بازار زیاد شده، تورم کم می‌شود و رشد فروش و سود شرکت‌ها، شاخص‌های بورس را واقعا بالا می‌برد.

■ به عنوان پرسش آخر، اگر بخواهید توصیه‌ای به سهامداران خرد داشته باشید، با توجه به این ابهامات، استراتژی پیشنهادی چیست؟

بازار سرمایه فعلا جای «نوسان‌گیری» نیست. سهامداران باید از دیدگاه کوتاه‌مدت خارج شوند. تمرکز بر شرکت‌هایی که دارای «مزیت نسبی» هستند و وابستگی کمتری به واردات مواد اولیه یا صادراتِ سخت دارند، ضروری است. صنایعی که در داخل کشور بازار مصرف قطعی دارند، می‌توانند در این دوره رکود تورمی، پناهگاه سرمایه باشند. اما نکته کلیدی این است: بدون رفع انسداد تجاری، انتظار رشد عمومی بازار، خوش‌خیالی است. بورس آینه اقتصاد است؛ وقتی اقتصاد در محاصره است، آینه هم نمی‌تواند تصویر درستی از رشد و شکوفایی نشان دهد. هر حرکتی در شاخص کل بدون تغییر در حجم تجارت کشور، صرفا یک «تکنیک» است و نه یک «روند».

یادداشت-۱

قدرت تخریب یا قدرت حل مساله؟

بهمن اکبری

جنگ را شاید بتوان با بمباران و ترور آغاز کرد، با تحریم و محاصره ادامه داد و با قدرت نظامی تشدید کرد؛ اما پایان جنگ داستان دیگری است. آنجا دیگر پرسش «چه کسی قدرت بیشتری دارد؟» جای خود را به پرسش دشوارتری می‌دهد: «چه کسی می‌تواند از دل جنگ، یک خروج سیاسی معتبر و پایدار بسازد؟» گزارش اخیر Foreign Policy درباره نقش احتمالی چین، روسیه و هند در پایان جنگ ایران و امریکا، از همین نقطه اهمیت پیدا می‌کند. ارزش اصلی این گزارش نه در پیش‌بینی یک سناریوی قطعی، بلکه در تغییر قاب مساله و تغییر صورت‌بندی مفهومی است: امریکا ممکن است برای اعمال فشار نظامی و اقتصادی ابزارهای گسترده‌ای داشته باشد، اما پایان پایدار یک جنگ لزوما در اختیار همان قدرتی نیست که توان آغاز یا تشدید آن را دارد. این، در واقع، تغییر معنای «قدرت» در سیاست بین‌الملل است. قدرت امریکا برای جنگ، قدرت برای صلح نیست. گزارش نشان می‌دهد که جنگ در مرحله‌ای قرار می‌گیرد که قدرت نظامی به تنهایی قادر به تولید نتیجه سیاسی مورد انتظار نیست. حمله می‌تواند تاسیسات را تخریب کند؛ تحریم می‌تواند هزینه ایجاد کند؛ محاصره می‌تواند فشار بیاورد؛ اما هیچ یک به تنهایی پاسخ نمی‌دهد که روز بعد از جنگ چگونه باید مدیریت شود. اینجاست که یک تمایز اساسی آشکار می‌شود: «قدرت تخریب» با «قدرت حل مساله» یکی نیست. اگر جنگ نتواند مساله سیاسی را حل کند، ناگزیر پای دیپلماسی، اقتصاد، میانجیگری و تضمین‌های امنیتی به میان می‌آید. از این‌رو؛ روایت سنتی هژمونی امریکا با پرسش تازه‌ای مواجه می‌شود: آیا واشنگتن همچنان تنها مرکز حل مساله است؟

◄ جهان از «یک مرکز» به «چند مرکز» می‌رود

در روایت فارن پالیسی (Foreign Policy)، پاسخ دوگانه است؛ امریکا همچنان بازیگری تعیین‌کننده است، اما برای خروج از بحران به ظرفیت‌های دیگر نیاز دارد. چین، روسیه و هند در این تصویر، سه قدرت با سه کارکرد متفاوتند: روسیه بیشتر در حوزه امنیت، دیپلماسی و راستی‌آزمایی؛ چین در حوزه اقتصاد، انرژی، سرمایه‌گذاری و مسیرهای مالی و هند در حوزه ارتباط و میانجیگری. این تقسیم کار را نباید یک «ائتلاف قطعی» تلقی کرد، چراکه منافع این سه کشور یکسان نیست و روابط هر کدام با امریکا و ایران نیز متفاوت است. اما همین تفاوت، نکته مهم‌تری را آشکار می‌سازد: در جهان چندمرکزی، ممکن است هیچ قدرتی به تنهایی همه ابزارهای لازم برای حل یک بحران را در اختیار نداشته باشد. قدرت آینده، کمتر «انحصاری» و بیشتر «شبکه‌ای» است.

◄ تهران دیگر فقط «مساله» نیست

یکی از نکات قابل تامل گزارش، تغییر جایگاه ایران در روایت بحران است. ایران دیگر تنها به عنوان «مساله هسته‌ای» یا طرفی که باید تحت فشار قرار گیرد، دیده نمی‌شود، بلکه نیازهای راهبردی آن نیز وارد معادله می‌شود: امنیت، تضمین معتبر و دسترسی به مسیرهای اقتصادی‌ای که کاملا وابسته به نظام مالی امریکا نباشد. این تغییرات کوچک نیست. هر توافقی که تنها درباره خواسته‌های قدرت‌های بزرگ سخن بگوید و نیازهای امنیتی و اقتصادی طرف ایرانی را نادیده بگیرد، با مساله «اعتبارسنجی» روبه‌رو خواهد بود. با این حال، همین جا یکی از محدودیت‌های گزارش نیز آشکار می‌شود. ایران در این روایت هنوز بیشتر «پذیرنده‌یا ردکننده» یک معماری پیشنهادی است تا «هم طراح» آن. در حالی که هیچ «معماری امنیتی پایداری» بدون مشارکت واقعی بازیگران اصلی منطقه ساخته نمی‌شود.

◄ مساله پنهان تفاهم «تضمین» است

شاید کلید فهم آینده مذاکرات نه در واژه «توافق»، بلکه در واژه «تضمین» باشد. مشکل تنها این نیست که آیا توافقی میان تهران و واشنگتن حاصل می‌شود یا خیر؛ مساله این است که اگر توافق حاصل شد، چه چیزی مانع تغییر آن با تغییر دولت‌ها و محاسبات سیاسی خواهد شد؟ تجربه روابط بین‌الملل نشان داده است که «امضای توافق» و «اعتبار توافق» دو امر متفاوتند. تضمین زمانی معنا پیدا می‌کند که پشت آن قواعد روشن، سازوکار راستی‌آزمایی، هزینه نقض تعهد و ترتیبات حل اختلاف وجود داشته باشد. بنابراین، مساله آینده فقط «توافق» نیست؛ «معماری تضمین» است و اینجاست که نقش بازیگران ثالث اهمیت پیدا می‌کند.

◄ ترامپ و «خروج قابل روایت»

در سوی دیگر، امریکا نیز با مساله‌ای فراتر از محاسبات نظامی روبه‌رو است. هر خروج سیاسی از جنگ باید برای رییس جمهور امریکا قابل توضیح باشد. توافقی که در داخل امریکا به عنوان عقب‌نشینی یا شکست معرفی شود، برای دولت امریکا هزینه سیاسی خواهد داشت. از این نگاه، دیپلماسی تنها مذاکره بر سر منافع نیست، بلکه ساختن روایتی است که هر طرف بتواند «توافق» را برای افکار عمومی خود قابل پذیرش کند. این نکته در مورد ترامپ اهمیت بیشتری پیدا می‌کند، زیرا پایان جنگ برای او تنها یک تصمیم سیاست خارجی نیست، بلکه بخشی است از روایت سیاسی داخلی امریکا. رفتار کشورهای خلیج‌فارس نیز در این میان اهمیت دارد...

ادامه در صفحه ۵

چرا دولت مبلغ حمایت معیشتی را افزایش می‌دهد؟

کالابرگ در ایستگاه جدید

پس از هفته‌ها گمانه‌زنی درباره آینده سیاست‌های حمایتی دولت، اکنون مقامات ارشد اقتصادی از ورود کالابرگ به مرحله‌ای تازه خبر داده‌اند. هم رییس جمهور و هم وزیر امور اقتصادی و دارایی تأیید کرده‌اند که مبلغ کالابرگ برای دهک‌های مشمول افزایش خواهد یافت؛ هر چند رقم نهایی هنوز قطعی نشده است. وزیر اقتصاد از افزایش حدود ۳۰۰ هزار تومانی سخن گفته، اما تأکید کرده که عدد نهایی پس از جمع‌بندی منابع بودجه‌ای و تصمیم دولت اعلام خواهد شد؛ موضوعی که به احتمال زیاد ارزش کالابرگ را...

صفحه ۲ را بخوانید

«تعادل» روند معاملات بازار سرمایه را بررسی می‌کند

شکست رکورد تاریخی در بورس

بورس تهران در معاملات روز چهارشنبه در حالی به کار خود پایان داد که برخلاف روزهای اخیر، خبری از رشد یکپارچه شاخص‌ها و صعود قدرتمند غلب نمادها نبود. بازار در ساعات ابتدایی معاملات با افزایش تقاضا و رشد قابل توجه شاخص کل آغاز به کار کرد، اما در ادامه افزایش عرضه‌ها موجب شد بخش قابل توجهی از رشد اولیه بازار پس گرفته شود. در نهایت نیز شاخص کل سبز باقی ماند، اما شاخص هم‌وزن در محدوده منفی قرار گرفت تا تفاوت عملکرد میان نمادهای بزرگ و کوچک بازار بیش از پیش نمایان شود. با وجود این فضای نوسانی، مهم‌ترین اتفاق معاملات این روز نه در روند شاخص‌ها، بلکه در سطح نقدینگی جابه‌جا شده در بازار رقم خورد؛ جایی که ارزش معاملات سهام...

صفحه ۴ را بخوانید

یادداشت-۳

مهار تورم از مسیر بانک مرکزی

رحمات سعادت

تورم در اقتصاد ایران صرفا محصول یک متغیر نیست، بلکه نتیجه برهم‌کنش سیاست‌های پولی، وضعیت شبکه بانکی، بازار ارز و نحوه تامین مالی دولت است. به همین دلیل نیز انتظار کاهش پایدار تورم بدون اصلاح همزمان این متغیرها، انتظاری واقع‌بینانه نیست. در شرایطی که اقتصاد ایران همچنان با فشارهای ناشی از تحریم، محدودیت‌های ارزی و رشد نقدینگی روبه‌رو است، نقش بانک مرکزی بیش از هر زمان دیگری در حفظ ثبات پولی و کنترل انتظارات تورمی اهمیت پیدا کرده است. نخستین ابزار بانک مرکزی برای مهار تورم، کنترل پایه پولی و جلوگیری از خلق نقدینگی تورم‌زاست. هرگونه افزایش نقدینگی از مسیر چاپ پول یا برداشت از منابعی مانند صندوق توسعه ملی، مستقیما به رشد سطح عمومی قیمت‌ها منجر می‌شود و آثار آن با فاصله‌ای کوتاه در معیشت خانوارها نمایان خواهد شد. از این رو، انضباط پولی نه یک انتخاب، بلکه پیش‌شرط ثبات اقتصادی است. در کنار پایه پولی، شبکه بانکی نیز سهم مهمی در مدیریت یا تشدید تورم دارد. بانک‌هایی که با اعطای تسهیلات پرریسک، ناترازی ترازنامه یا رقابت ناسالم در پرداخت سودهای بالا فعالیت می‌کنند، عملا ضریب فزاینده پولی را افزایش می‌دهند و به رشد نقدینگی دامن می‌زنند. به همین دلیل، کنترل ترازنامه بانک‌ها و نظارت بر عملکرد بانک‌های متخلف، یکی از مهم‌ترین وظایف سیاستگذار پولی برای جلوگیری از تورم ساختاری محسوب می‌شود. بازار ارز نیز سومین حلقه این زنجیره است. افزایش نرخ ارز تنها به معنای گران شدن دلار نیست، بلکه به سرعت خود را در قیمت مواد اولیه، کالاهای وارداتی، تجهیزات تولید و در نهایت قیمت مصرف‌کننده نشان می‌دهد. از آنجا که بخش عمده منابع ارزی کشور در اختیار دولت و بانک مرکزی قرار دارد، مدیریت عرضه ارز و جلوگیری از جهش‌های ناگهانی می‌تواند از انتقال شوک ارزی به بازار کالا جلوگیری کند. تزریق هدفمند منابع ارزی و استفاده از ذخایر برای پاسخ به تقاضای واقعی، یکی از ابزارهای مهم کنترل تورم از مسیر ثبات نرخ ارز است. البته مدیریت ارز تنها به سیاست داخلی محدود نمی‌شود. دیپلماسی اقتصادی و تسهیل دسترسی ایران به درآمدهای ارزی حاصل از صادرات نفت و سایر کالاها، بخش دیگری از فرآیند تثبیت بازار ارز است. آزادسازی منابع بلوکه شده و افزایش سرعت ورود ارز به چرخه اقتصادی، توان مداخله بانک مرکزی را تقویت کرده و فشار بر بازار آزاد را کاهش می‌دهد. به همین دلیل، سیاست خارجی و سیاست پولی در شرایط کنونی بیش از گذشته به یکدیگر گره خورده‌اند. از سوی دیگر، همکاری نزدیک بانک مرکزی با وزارت اقتصاد و گمرک نیز نقشی تعیین‌کننده در کنترل تورم دارد. رسوب کالا در گمرکات به معنای کاهش عرضه در بازار و ایجاد فشار قیمتی است. هر اندازه فرآیند گشایش اعتبار، تامین ارز و ترخیص کالا روان‌تر انجام شود، کالا سریع‌تر به بازار می‌رسد و احتمال شکل‌گیری کمبودهای مصنوعی و افزایش قیمت‌ها کاهش پیدا می‌کند...

ادامه در صفحه ۳

یادداشت-۲

رالی بورس با چاشنی ارز و تورم

بهنام علیخانی

بورس تهران در هفته‌های اخیر وارد مرحله‌ای متفاوت از روند صعودی خود شده است؛ شاخص کل پس از عبور از محدوده ۷ میلیون واحد، به محدوده ۷.۴ میلیون واحد نزدیک شده و همزمان ارزش معاملات نیز در سطوحی قرار گرفته که نشان می‌دهد حرکت اخیر بازار دیگر صرفا یک نوسان محدود در چند نماد بزرگ نیست. ارزش معاملات خرد سهام و صندوق‌های سهامی در برخی روزها به محدوده ۴۰ تا ۵۰ هزار میلیارد تومان رسیده و ارزش کل معاملات بورس و فرابورس نیز در برخی روزها از ۱۲۰ هزار میلیارد تومان عبور کرده است. این افزایش گردش نقدینگی در کنار رشد شاخص، نشان می‌دهد بخش قابل توجهی از سرمایه‌گذاران بار دیگر به بازار سهام بازگشته‌اند. اما پرسش اصلی این است که آیا رشد شاخص از این سطوح می‌تواند ادامه پیدا کند یا بازار پس از یک رشد قابل توجه وارد مرحله اصلاح خواهد شد؟ پاسخ را باید در مجموعه‌ای از متغیرهای اقتصادی جست‌وجو کرد؛ متغیرهایی که در شرایط فعلی اقتصاد ایران، عمدتا در یک جهت حرکت می‌کنند؛ نرخ ارز، تورم، رشد اسمی سودشرکت‌ها و کاهش ارزش واقعی ریال. یکی از مهم‌ترین نکات در ارزیابی وضعیت فعلی بازار، ارزش دلاری بورس است. ارزش بازار سهام ایران در محدوده ۱۰۰ تا ۱۰۸ میلیارد دلار قرار دارد؛ رقمی که اگرچه در نگاه اول بزرگ به نظر می‌رسد، اما در مقایسه با سقف تاریخی ارزش دلاری بازار فاصله قابل توجهی دارد. در مقاطعی از سال‌های گذشته ارزش دلاری بازار به محدوده ۱۹۰ میلیارد دلار نیز رسیده بود، بنابراین ثبت رکوردهای جدید ریالی در شاخص به معنای آن نیست که بورس از منظر دلاری نیز در سقف تاریخی قرار گرفته است. این موضوع زمانی اهمیت بیشتری پیدا می‌کند که نرخ ارز را وارد محاسبات کنیم. اقتصاد ایران همچنان با تورم بالا، کسری بودجه، محدودیت منابع و کاهش مستمر قدرت خرید ریال مواجه است و در چنین شرایطی نمی‌توان سقف مشخصی برای نرخ ارز در میان‌مدت تعیین کرد. اگر روند فعلی ادامه پیدا کند و نرخ ارز مبادله‌ای نیز در ادامه سال به سمت محدوده ۲۰۰ هزار تومان حرکت کند، اثر آن به‌تدریج در درآمد و سود شرکت‌ها نمایان خواهد شد. البته این اثر برای همه صنایع یکسان نیست. شرکت‌های صادرات‌محور و صنایعی که قیمت محصولات آنها به نرخ‌های جهانی و ارز وابستگی بیشتری دارد، از این محل ظرفیت بالاتری برای رشد سود اسمی خواهند داشت. پالایشی‌ها، پتروشیمی‌ها و فلزات اساسی در این میان اهمیت بیشتری دارند. در این شرکت‌ها حتی اگر مقدار تولید تغییر محسوسی نکند، افزایش نرخ ارز می‌تواند درآمد ریالی حاصل از فروش را افزایش دهد و در صورت ثبات نسبی حاشیه سود، سود اسمی شرکت نیز رشد کند. در صنایع داخلی نیز وضعیت کاملا متفاوت نیست. تورم در نهایت خود را در قیمت فروش محصولات، هزینه مواد اولیه، دستمزد، دارایی‌ها و سرمایه در گردش شرکت‌ها نشان می‌دهد. تفاوت اصلی در این است که کدام شرکت توانایی انتقال افزایش هزینه‌ها به قیمت فروش را دارد. بنابراین در مرحله فعلی بازار، صرفا خرید یک صنعت به دلیل تورم‌پذیری آن کافی نیست و کیفیت سودآوری، قدرت قیمت‌گذاری و ساختار هزینه شرکت اهمیت بیشتری پیدا می‌کند. نکته مهم‌تر، فاصله میان رشد اسمی و رشد واقعی است. اقتصاد ایران ممکن است در سال جاری رشد واقعی محدودی داشته باشد، اما این موضوع مانع رشد اسمی درآمد شرکت‌ها نمی‌شود. در یک اقتصاد تورمی، ممکن است مقدار تولید یک شرکت تغییر چندانی نکند، اما درآمد آن به دلیل افزایش قیمت فروش رشد کند. بنابراین بخشی از رشد سود شرکت‌های بورسی در ماه‌های آینده می‌تواند ناشی از تورم و افزایش نرخ ارز باشد، نه لزوما افزایش بهره‌وری یا رشد واقعی تولید. این مساله، یکی از پایه‌های مهم ادامه‌دار بودن روند صعودی بورس است. بازار سهام در نهایت ارزش جریان‌های نقدی و دارایی‌های شرکت‌ها را قیمت‌گذاری می‌کند و زمانی که سطح عمومی قیمت‌ها و نرخ ارز افزایش می‌یابد، قیمت اسمی دارایی‌ها و سود شرکت‌ها نیز باید خود را با شرایط جدید تطبیق دهد. اما موتور دوم بازار در ماه‌های آینده، نه نرخ ارز، بلکه گزارش‌های مالی شرکت‌ها خواهد بود. از ماه آینده گزارش‌های پنج ماهه و پس از آن گزارش‌های شش ماهه شرکت‌ها منتشر می‌شود و این گزارش‌ها می‌توانند تصویر دقیق‌تری از میزان انتقال رشد نرخ ارز و قیمت‌ها به سودآوری شرکت‌ها ارایه کنند. اهمیت این گزارش‌ها در این است که رشد قیمت سهام الزاما به معنای گران شدن بازار از نظر P/E نیست. اگر قیمت سهام افزایش پیدا کند اما سود شرکت‌ها با سرعت بیشتری رشد کند، P/E کاهش پیدا خواهد کرد. برای مثال، اگر قیمت سهام ۳۰ درصد افزایش یابد اما سود شرکت ۴۰ درصد بیشتر شود، سرمایه‌گذار با شرکتی مواجه است که علی‌رغم افزایش قیمت، از منظر سودآوری ارزان‌تر شده است. بنابراین یکی از مهم‌ترین اتفاقات نیمه دوم سال می‌تواند تعدیل P/E بازار از محل رشد سود شرکت‌ها باشد.