

# سناریوهای بورس در ۱۴۰۰

## مروری بر آن چه در بازار سرمایه در ۲ نیمه سال ۹۹ گذشت و آینده ای که پیش روست

جواد غیائی  
کارشناس  
بورس

فاکتورهایی وجود دارد که احتمال بهبود اوضاع در نیمه اول ۱۴۰۰ را تقویت کرده است. از جمله

روند روبه بهبود قیمت های جهانی است که قطعا خود را در گزارش ۱۲ ماهه شرکت های صادرات محور نشان خواهد داد. نکته دیگر کاهش نسبی تخفیف های تحریمی شرکت های ایرانی است که با گذر از فشار حداکثری ترامپ، حاصل می شود. علاوه بر آن برخی عدم قطعیت ها مثل بازار ارز هم از بین رفته و تعادل نسبی حاکم شده است. اما در سوی دیگر برخی نگران هستند که روند خروج پول از بورس همچنان ادامه یابد و فشار

حقیقی ها مانع از رشد قیمت شود. یا این که انتخابات ریاست جمهوری به یک عامل بی اطمینانی تبدیل شود

بازار سرمایه کشور در سال ۱۳۹۹ یک رفتار خاص و منحصر به فرد داشت؛ هم بازدهی فوق العاده و هم ریزش بی سابقه. البته نوسانات بورس از جهانی دیگر، قابل پیش بینی و تحلیل بود و خیلی هم خاص و عجیب نبود. در واقع روندها و سمت و سوی قیمت ها در مسیر تحلیل بود

اما مقدار و اندازه افت و خیزها و درازای آن بود که بسیاری را متعجب کرد. به طور معمول، وقتی درون یک حادثه قرار می گیرید تحلیل آن آسان نیست اما وقتی کار تمام می شود و گرد و خاک ها و هیجانات می خوابد، می توانید با آرامش به آن چه رخ داده بنگرید و سعی کنید الگوها و علت نوسانات

را پیدا کنید.

لذا در این شماره از دخل و خرج که آخرین شماره سال هم هست، تلاش کردیم که ضمن مرور اتفاقات سال ۱۳۹۹، الگوهای را پیدا کنیم و با استفاده از این الگوها، در خصوص نیمه اول ۱۴۰۰ سناریوهای را مطرح کنیم.

### نوشدارو بعد از مرگ سرباب؟

شاید بگویید که یافتن الگوهای گذشته و بررسی آن چه فایده ای دارد. باید نگاه به آینده باشد! حالا که سرمایه زیادی را در نیمه دوم سال از دست داده ایم، باز خوانی گذشته چه دردی دوا می کند؟ پاسخ پیچیده نیست. اولاً باید بپذیریم که دانش بشر در خصوص آینده تقریباً صفر است و طبق اصل تجربه، دانش در گذشته و آن چه رخ داده و تجربه شده نهفته است و باید از آن استخراج شود. ثانیاً از نظر شخصی نیز مرور گذشته به پخته شدن فرد می انجامد. اگر تصمیم های خود را در مقاطع مختلف بررسی و مستند کنید، بی شک در آینده موفق تر خواهید بود. بر عکس کسانی که از گذشته و بررسی تصمیمات اشتباه می گریزند و همیشه یک مبتدی باقی می مانند. لذا ما مرور کلی را انجام می دهیم. بررسی این که در هر کدام از این مقاطع شما چه تصمیمی گرفتید، بر عهده خودتان.

### یک پیکان پینوکیویی!

در توصیف آن چه در سال ۹۹ بر بازار سرمایه گذشت، شاید مثال جهت و اندازه پیکان بسیار روشنتر باشد. رشد بورس در نیمه اول سال تا حدودی قابل پیش بینی بود. اما هیچ کس فکر نمی کرد بورس در کمتر از ۵ ماه ۳۰۰ درصد رشد کند و ۴ برابر شود. بازدهی کلی نیمه اول سال هم بیش از ۲۱۰ درصد بود. عددی که در چند دهه اخیر هیچ گاه تجربه نشده بود. در واقع بازدهی بیش از ۵۰ درصد در یک نیمه سال، بسیار نادر و انگشت شمار بوده است تا برسد به ۲۰۰ درصد! در سوی دیگر انتظار برای تغییر جهت پیکان و افت قیمت ها هم وجود داشت. اما در باره زمان شروع و میزان آن تردید بسیار بود. در نهایت آن چه رخ داد بسیار بیشتر از انتظار بود. حدود ۷ ماه افت مداوم و فرسایشی دامن بازار را گرفت و شاخص کل تا ۴۵ درصد ارزش خود را از دست داد. البته زیان برخی بسیار بیشتر از ۵۰ درصد دارایی ها بود. بی تردید یک علت مهم این مقدار نوسان، حجم پول جدید و مبتدی وارد شده به بازار بود. در واقع نقدینگی عظیمی که از اواخر سال گذشته وارد بازار شده بود، روند منطقی بورس را دچار یک جهش عجیب کرد. چیزی شبیه رشد ناگهانی دماغ پینوکیو!

### خاطره بازی آموزنده

حالا که از بالاتر به وقایع نگاه می کنیم می بینیم

که با تزریق شدید نقدینگی، جهت صحیح بازار چگونه به یک باره بزرگ نمایی شد. در نیمه دوم نیز با خروج گسترده و ادامه دار پول ها از بازار یک ریزش شدید رقم خورد. البته می توان سطح تحلیل را یک مرحله دقیق تر کرد و در باره علل هجوم نقدینگی در نیمه اول و خروج آن در نیمه دوم بحث کرد؛ از رفتار و تبلیغات دولت تا تصمیمات اشتباه و متغیرهای سیاسی و اقتصاد جهانی و ... در فروردین امسال، بعد از چند رشد ادامه دار بازار، عرضه اولیه شستا یک نقطه عطف بود. ابتدا بازار از حجم عرضه ترسید و شروع به فروش کرد تا مبادا پول برای خرید شستا کم بیاید و دیگر نمادها به شدت منفی شوند. اما با فاصله بعد از عرضه شستا، بازار با یک موج جدید صعودی مواجه شد. شاید عرضه شستا، آغاز حمایت شدید دولت از بورس و تحریک مردم عادی برای ورود به بازار هم بود. بعد از آن، در پی اخباری مثل عرضه سهام عدالت، فروش خودرو به روش قرعه کشی و آورده نقدی بالای آن و ... در اواخر اردیبهشت بازار به شدت منفی شد. اما این روند از اوایل خرداد معکوس شد و با شدت و ضعف تا اواخر مرداد ادامه یافت. طی این مدت نیز حجم قابل توجهی پول و سهامدار جدید وارد بازار شد. نامه نگاری های انتقادی راجع به حباب بورس زیاد شد و هر چه هیجان مردم بیشتر می شد، نگرانی بین سطحی از جامعه کارشناسی هم بیشتر می شد. دولتی ها البته استراتژی روشنی نداشتند و رئیس جمهور هم در همراهی با هیجان مردم به صراحت گفت که مردم همه چیز را به بورس بسپارند!

اما از اوایل مرداد، شاهد عرضه های سنگین حقوقی ها بودیم. شرکت های دولتی، مخصوصاً پالایش و پخش عرضه های سنگینی را آغاز کرد و زمزمه هایی در بازار ایجاد شد. اما موج پول حقیقی، تا اواخر مرداد همه زمزمه ها را به حاشیه برد. حتی حرفه ای ها هم می گفتند که گرفتن جلوی این موج خیلی راحت نیست. اما اخبار منفی از دولت مخصوصاً اختلافات در خصوص دارادوم به مانند یک سوزن بر حباب عمل کرد و ریزش آغاز شد. تا اواخر شهریور، بسیاری امیدوار به بازگشت بورس بودند و روند منفی را صرفاً یک اصلاح مقطعی می دانستند؛ مثل آن چه پیشتر هم رخ داده بود. اما بعد از آن در نیمه دوم، داستان بورس خیلی تکراری شد؛ به جز یک بازه یک ماهه طی ۲۰ آبان تا ۲۰

آذر بورس فقط ریزش داشت و خروج پول.

### یک الگوی تکراری

یک نکته مهم این است که بورس در دو نیمه امسال طبق یک عادت تکراری در سال های اخیر رفتار کرده است. بررسی بازار در دو نیمه در چند دهه اخیر نشان می دهد که تعداد سال هایی که روند در نیمه اول مثبت و نیمه دوم منفی بوده است به مراتب بیشتر از حالت های دیگر است. همچنین در اکثر سال ها بازدهی در نیمه اول بیشتر از نیمه دوم بوده است. فعلاً از بررسی آماری این موضوع عبور می کنیم. با یک بررسی روی نمودار لگاریتمی شاخص کل یا مطالعه چند گزارش موجود به این واقعیت پی خواهید برد که بورس معمولاً در نیمه اول سال وضعیت بهتری دارد. اما با توجه به این که می خواهیم احتمال تکرار این عادت قدیمی در نیمه اول ۱۴۰۰ را بررسی کنیم، اجازه بدهید علت این روند را بیشتر تحلیل کنیم.

### چرا بورس در بهار و تابستان سبزتر است؟

برخی وجود علت بنیادین برای روندهای بورسی در دو نیمه سال را قبول ندارند و آن را صرفاً اتفاق و برداشت های آماری می دانند. اما برخی نیز علت هایی برای آن قائل اند. از جمله این که:

معمولاً نیمه دوم سال پر از اتفاقات جدید مثل ارائه بودجه، سال جدید میلادی و سیاست های جدید و ... است که اثر منفی بر بازار دارد.

تسویه حساب اعتباری ها در اواخر شهریور و مخصوصاً اواخر اسفند از عوامل منفی موثر بر بازار است.

به طور طبیعی نیاز به تامین مالی از طرف شرکت ها و همچنین افراد در نیمه دوم بیشتر است لذا عرضه ها افزایش می یابد.

در نیمه دوم گزارش های میان دوره ای شرکت ها ارائه می شود که معمولاً محتاطانه است.

در نیمه اول، گزارش های کامل سالانه سال قبل ارائه می شود که معمولاً بهتر از پیش بینی هاست؛ مخصوصاً در سال هایی که قیمت های پایه صعودی بوده است.



برگزاری مجامع در نیمه اول و تقسیم سود (با توجه به نحوه محاسبه شاخص) بر بازدهی بهتر در نیمه اول موثر است.

### بهار ۱۴۰۰ عادت کهن تکرار می شود؟

در این جا سوال این است که آیا این اتفاق در بهار ۱۴۰۰ هم تکرار خواهد شد؟ اگر کسی با قاطعیت بگوید که چون سال های قبل عمدتاً این گونه بوده، سال ۱۴۰۰ هم خواهد بود یک پاسخ مبتدیانانه داده است. چرا که سال هایی هم بوده که بازدهی نیمه اول کمتر یا منفی بوده است. لذا در خصوص آینده باید بر اساس احتمالات صحبت کنیم و نه به صورت پیشگویی! اما فاکتورهایی وجود دارد که احتمال بهبود اوضاع در نیمه اول ۱۴۰۰ را تقویت کرده است. از جمله روند روبه بهبود قیمت های جهانی است که قطعا خود را در گزارش ۱۲ ماهه شرکت های صادرات محور نشان خواهد داد. نکته دیگر کاهش نسبی تخفیف های تحریمی شرکت های ایرانی است که با گذر از فشار حداکثری ترامپ، حاصل می شود. علاوه بر آن برخی عدم قطعیت ها مثل بازار ارز هم از بین رفته و تعادل نسبی حاکم شده است. اما در سوی دیگر برخی نگران هستند که روند خروج پول از بورس همچنان ادامه یابد و فشار حقیقی ها مانع از رشد قیمت شود. یا این که انتخابات ریاست جمهوری به یک عامل بی اطمینانی تبدیل شود (برخی نظر معکوس دارند و اثر انتخابات بر بورس را مثبت ارزیابی می کنند؛ مثل آن چه در سال ۹۲ رخ داد). با این حال حداقل در خصوص شرکت های بزرگ بنیادین، نگرانی ها کم و امیدها بالاست. خرید حقوقی ها در روزهای اخیر بر فروش حقیقی ها چربیده و تعادل نسبی ایجاد کرده است. در این شرکت ها انتظار برای گزارش های خوب در بهار هم وجود دارد و قیمت های فعلی نیز عمدتاً ارزنده ارزیابی می شود. تقسیم سود هم در این شرکت ها معمولاً بالاست که خود به عاملی برای افزایش مشارکت در دوره مجامع تبدیل می شود. لذا انتظار برای بهبود شرایط و رشد شاخص کل (بر مبنای شرکت های بزرگ) در نیمه اول سال آینده قوی است. البته باید تاکید شود که بازدهی های رویایی رخ داده در سال گذشته را باید به خاطره ها سپرد و انتظارات معقول از بورس داشت.

