

مروری بر عملکرد شش ماه نخست سال ۹۲ در صندوق فیروزه و چشم انداز آتی

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک فیروزه موفقیت در تاریخ ۱۳۸۹/۰۴/۲۸ به شماره ثبت ۱۰۷۸۹ نزد سازمان محترم بورس به ثبت رسید. پیرو دستورالعمل آن نهاد محترم مبنی بر لزوم ثبت صندوق‌های مشترک نزد اداره ثبت شرکتها این صندوق توانست با سرمایه ۲۲،۲۳۸،۰۰۰،۰۰۰ ریال در تاریخ ۱۳۹۱/۰۶/۰۶ نزد اداره ثبت شرکتها به شماره ۲۹۹۸۵ به ثبت برسد.

هدف از تشکیل صندوق، جمع‌آوری سرمایه از سرمایه‌گذاران و تشکیل سبدی از دارایی‌ها و مدیریت آن است؛ با توجه به پذیرش ریسک مورد قبول، تلاش می‌شود، بیشترین بازدهی ممکن نصیب سرمایه‌گذاران گردد. انباشته شدن سرمایه در صندوق، مزیت‌های متعددی نسبت به سرمایه‌گذاری انفرادی سرمایه‌گذاران دارد: اولاً هزینه به کارگیری نیروهای متخصص، گردآوری و تحلیل اطلاعات و گزینش سبد بهینه اوراق بهادار بین همه سرمایه‌گذاران تقسیم می‌شود و سرانه هزینه هر سرمایه‌گذار کاهش می‌یابد. ثانیاً، صندوق از جانب سرمایه‌گذاران، کلیه حقوق اجرایی مربوط به صندوق از قبیل دریافت سود سهام و سند اوراق بهادار را انجام می‌دهد و در نتیجه سرانه هزینه هر سرمایه‌گذار برای انجام سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. ثالثاً، امکان سرمایه‌گذاری مناسب و متنوع‌تر دارایی‌ها فراهم شده و در نتیجه ریسک سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد.

پیشینه عملکرد صندوق فیروزه نشان می‌دهد که سودآوری آن در اغلب دوره‌های سرمایه‌گذاری مطابق با پیش‌بینی‌ها و دارای روند مستحکم و پایدار بوده است. در طی دوران سپری شده از حیات این نهاد مالی، مدیریت صندوق عموماً بدون دخیل کردن عامل گمراه‌کننده جو بازار، دائماً به تعیین ارزش واقعی سهام با استفاده از مدل‌های اقتصادی پرداخته و تصمیم سرمایه‌گذاری را در هر مورد با پشتوانه نتیجه تحلیل‌های مزبور اتخاذ کرده است. با همین رویکرد، هر جا سهامی به مراتب ارزان‌تر از ارزش واقعی یافت شده در صدد خرید برآمده و با نزدیک شدن قیمت به ارزش مورد محاسبه تصمیم فروش بدون کوچکترین عنایت به هیجانان بورس گرفته شده است. از رهگذر پایبندی دقیق به همین استراتژی، این صندوق موفق شده تا در تلاطم‌های شدید بازار سرمایه (که تعداد آنها در سه سال گذشته کم هم نبوده است) به توفیق کسب بازدهی پایدار و مستمر دست یابد.

شش ماه اخیر فعالیت صندوق های سرمایه گذاری فیروزه را می توان سودآورترین دوران در طی کل عمر فعالیت این نهاد مالی دانست. در این دوره بازار سهام از یک بستر نسبتاً امن و قابل اطمینان برای سرمایه گذاری به دور از تلاطمهای سیاسی و اقتصادی برخوردار بود. این بستر به ویژه پس از انتخابات ریاست جمهوری ۲۴ خرداد در بورس فراهم شد و صندوق فیروزه نیز استفاده مطلوب را از آن برد. بدین ترتیب با کسب سود ناخالصی بیش از ۴۹ درصد، بهترین دوره فعالیت شش ماهه صندوق فیروزه با فاصله بسیار زیادی نسبت به عملکرد تاریخی رقم خورد که این بازدهی دلچسب البته مزد صبر و انتظار طولانی مدت سهامداران صندوق فیروزه در دوره های ناملایم پیشین است. البته این عملکرد کماکان با تحمل حداقل ریسک توسط صندوق فیروزه کسب گردید تا پیروی از استراتژی کسب سود مستمر با ریسک کم که از ابتدا مد نظر مدیریت صندوق بوده است، حفظ شود. از این جهت همواره بخشی از داراییهای صندوق در اوراق مشارکت بورسی با سود مطلوب ۲۰ درصدی سرمایه گذاری شده است.

البته در شش ماه گذشته و همزمان با افزایش اطمینان در بازار سهام به ویژه پس از انتخابات ریاست جمهوری، مدیریت صندوق تلاش نمود با بهره گیری از فرصتهای بنیادی و در نظر گرفتن اصول تحلیل علمی از بخش بزرگتری از منابع در دسترس خود، به منظور سرمایه گذاری در سهام بهره گیرد و رفته رفته از میزان سرمایه گذاری در اوراق مشارکت کاست و به سمت سرمایه گذاری در سهام حرکت نمود که روند مزبور را در جدول زیر مشاهده می کنید:

تاریخ	میزان سهام	درصد اوراق مشارکت	سایر حسابهای دریافتنی	NAV آماري
۹۱/۰۷/۳۰	٪۶۶،۵۱	٪۲۶،۹۵	٪۳،۵۱	۱،۷۹۲،۱۴۴
۹۱/۰۸/۳۰	٪۵۴،۴۹	٪۳۵،۸۱	٪۸،۷۹	۱،۸۷۹،۱۹۶
۹۱/۰۹/۳۰	٪۷۱،۹۹	٪۱۹،۰۸	٪۵،۸۶	۱،۹۵۰،۸۳۹
۹۱/۱۰/۳۰	٪۶۷،۲۷	٪۲۶،۵۵	٪۵،۵۶	۲،۰۰۴،۶۵۶
۹۱/۱۱/۳۰	٪۶۸،۶	٪۲۴،۲۵	٪۶،۷۹	۲،۰۴۸،۳۵۸
۹۱/۱۲/۳۰	٪۸۳،۱	۰	٪۱۳،۸۳	۲،۰۲۹،۴۷۰
۹۲/۰۱/۳۱	٪۸۱،۶	٪۱۲،۹۸	٪۴،۸	۲،۱۰۶،۱۸۵
۹۲/۰۲/۳۱	٪۸۸،۳۴	٪۶،۴۷	٪۴،۹۳	۲،۱۵۶،۷۹۷
۹۲/۰۳/۳۱	٪۸۰،۰۲	٪۱۱،۷۳	٪۷،۹۷	۲،۴۳۲،۷۴۹
۹۲/۰۴/۳۱	٪۵۴،۲۱	٪۳۰،۴۴	٪۱۴،۲۲	۲،۷۸۵،۶۹۸
۹۲/۰۵/۳۱	٪۴۳،۶۴	٪۵۲،۴۶	٪۲،۷۸	۲،۹۹۹،۱۲۰
۹۲/۰۶/۳۱	٪۷۳،۹۲	٪۲۱،۳۸	٪۴،۰۳	۳،۰۳۲،۳۷۲

در مورد چشم انداز آینده صندوق، جمع بندی تیم مدیریت صندوق فیروزه در خصوص عوامل تاثیر گذار بر روند بازار در نیمه دوم سال ۹۲ به شرح زیر است که از خلال نتیجه مباحثات کمیته کارشناسان فیروزه استخراج شده است و خدمتتان ارائه می گردد:

۱- تحریم های اقتصادی: ایران به ویژه در یک و نیم سال اخیر در معرض تاثیر پذیری از سنگین ترین تحریم های اقتصادی یکجانبه از سوی ایالات متحده و اتحادیه اروپا بوده است؛ وضعیتی که منجر به نصف شدن درآمد نفتی کشور، افت ۱۰ درصدی صادرات غیرنفتی و تورم قیمت کالاهای داخلی شده است. به رغم این پیامدهای نامساعد، اقتصاد ایران در ماه های اخیر نشانه هایی از تطابق با شرایط جدید و کاهش آسیب پذیری بیشتر از تحریم ها را به نمایش گذاشته است. از سوی دیگر، با روی کار آمدن دولت تدبیر و امید، امکان باز شدن دریچه های دیگر در حل مناقشه هسته ای با غرب گشوده شده است که احتمال وضع تحریم های جدید در نیمه دوم سال را محدود می کند. تلاش های دیپلماتیک مزبور در کنار اتکای کامل ایران به شرکای شرقی در تجارت خارجی (که تاثیر پذیری از تحریم های یکجانبه غرب را کاهش می دهد) این فرضیه را تقویت می کند که احتمالاً در نیمه دوم سال آسیب جدیدی از محل تحریم ها متوجه اقتصاد کشور نشود و از همین منظر، می توان به کنترل تاثیر این ریسک مهم در بازار سهام امیدوار بود.

۲- نرخ تورم: بر اساس آخرین آمار بانک مرکزی، نرخ تورم یک ساله (نقطه به نقطه) تا پایان مرداد ماه به ۴۳ درصد رسیده است که یک رکورد ۱۷ ساله محسوب می شود. این تورم بسیار بالا به علت افزایش بازده انتظاری سرمایه گذاران و کاهش قیمت سهام نسبت به سودآوری شرکت ها برای بورس مطلوب نیست. با این وجود، توجه به روند تغییرات نرخ تورم نتایج امیدوارکننده ای به دست می دهد. بر اساس آمار بانک مرکزی، نرخ تورم ماهانه در تیرماه ۱/۴ درصد و در مرداد ۱/۲ درصد بوده است. تداوم این روند کند افزایشی (که با توجه به سیاست های دولت جدید بسیار محتمل است) منجر به افت سریع نرخ تورم سالانه در نیمه دوم سال ۹۲ خواهد شد. انتظار می رود افت مزبور به اندازه ای باشد که در اوایل سال آینده نرخ تورم نقطه به نقطه به نصف میزان کنونی کاهش یابد. به این ترتیب با صرف نظر از تورم بالای کنونی، سرمایه گذاران می توانند نسبت به تغییر سریع شرایط در ماه های آینده امیدوار باشد و از این منظر تهدید جدیدی متوجه ارزش گذاری سهام نخواهد بود.

۳- اقتصاد جهانی: در حال حاضر دو قطب اصلی اقتصاد جهان یعنی ایالات متحده و ژاپن سیاست های به شدت انبساطی را به ویژه از طریق خلق اعتبار ارزان از سوی بانک های مرکزی خود دنبال می کنند. در اروپا

نشانه‌ها بیشتر به سیاست‌های انقباضی یا خنثی شبیه است و در چین نیز یک سیاست انبساط بودجه‌ای بسیار خفیف از سوی دولت پیگیری می‌شود. ادامه سیاست‌های انبساطی اقتصادهای بزرگ در سطح جهان با توجه به عواقب غیرقابل پیش‌بینی و تردید درخصوص نتایج آنها، با موانع جدی روبه‌رو است. اکثر محافل کارشناسی پیش‌بینی می‌کنند که دوره سیاست‌های انبساطی بی‌محابا رو به پایان است و ایالات متحده و ژاپن نیز احتمالا تا سال آینده چاپ پول را متوقف خواهند کرد. با این حال در نیمه دوم سال ۹۲، هر چند احتمال تعدیل کوچک سیاست‌های انبساطی به ویژه در ایالات متحده وجود دارد، اما نمی‌توان از کاهش معنادار آنها سخن گفت. بنابراین، به لطف ادامه سیاست‌های انبساطی کنونی، فضای رونق در بازارها در سراسر جهان در کوتاه‌مدت ادامه خواهد یافت؛ روندی که به معنای حفظ یا افزایش عمومی قیمت نفت، فلزات و مواد اولیه در کوتاه‌مدت خواهد بود. از این منظر می‌توان گفت برای اقتصاد متکی به نفت ایران و شرکت‌های سنگین وزن بورس در گروه‌های معدنی، فلزی و پتروشیمی تهدید کوتاه‌مدتی متصور نیست؛ هرچند در افق میان‌مدت، چالش‌های جدی فراروی اقتصاد جهانی دیده می‌شود.

۴- وضعیت بازارهای رقیب: چهار بازار عمده رقیب بورس، بازارهای پول، طلا، ارز و مسکن هستند. بازار پول در حال حاضر با انتشار انواع اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی، نرخ بازده ۲۰ درصدی را به صورت روزشمار در اختیار سرمایه‌گذاران قرار داده است. بازده مزبور کمتر از نرخ تورم است، اما با توجه به توضیحات بند دوم، چشم‌انداز تطابق آن با نرخ تورم در اوایل سال آینده وجود دارد. بازارهای ارز، طلا و مسکن هم در رکود نسبی هستند که علت این رکود از نظر نگارنده به کنترل شدید رشد نقدینگی در سال جاری مربوط است. بر اساس آخرین اظهارات رییس کل سابق بانک مرکزی، رشد نقدینگی در چهار ماه و نیم نخست امسال در سطح حدود ۴ درصد محدود شده که این رقم یکی از کمترین رشدهای تاریخی نقدینگی در این بازه زمانی پس از انقلاب به شمار می‌رود. سیاست‌های دولت جدید به ویژه محدود کردن اجرای جدید پروژه‌های مسکن مهر و تلاش برای حذف استقراض دولت و بانک‌ها از بانک مرکزی نیز اقداماتی بسیار مهم و اصولی در جهت کنترل افزایش نقدینگی به شمار می‌روند. نتایج این اقدامات می‌توانند رشد نقدینگی امسال را کمتر از نصف سال گذشته کاهش دهد و به محدوده مطلوب ۱۵ درصد در سال برساند. این سیاست شبه انقباضی حتما تأثیرات رکودی خود را بر بازارهای سرمایه‌گذاری خواهد گذاشت؛ چرا که با کاهش رشد نقدینگی، جریان ورود پول تازه و سوداگرانه به بازارها کاهش می‌یابد و از این منظر احتمالا بازارهای مزبور (ملک، ارز و طلا) در شرایط عادی راه بسیار دشواری برای کسب سودی بیشتر از اوراق مشارکت در نیمه دوم

سال (۱۰ درصد) پیش رو خواهند داشت. در این میان، بازار سهام احتمالاً به دلیل سهم بسیار کوچک‌ترش از جذب نقدینگی کل کشور، آسیب کمتری از کنترل شدید نقدینگی و پیامدهای رکودی آن متحمل می‌شود.

۵- هدفمند شدن یارانه‌ها: یکی از مهم‌ترین متغیرهای موثر بر وضعیت بورس تهران در سال‌های اخیر چگونگی اجرای هدفمند کردن یارانه‌ها بوده است. نحوه اجرای فاز اول این طرح با حذف سهم تولید از یارانه‌ها موجب افزایش هزینه و کاهش مقطعی سودآوری صنایع شد. با این حال، به نظر می‌رسد دولت جدید در شرایط رکود تورمی کنونی برنامه‌ای جهت اجرای فاز دوم اصلاح قیمت حامل‌های انرژی در نیمه دوم امسال ندارد و به همین دلیل می‌توان احتمال افزایش ناگهانی هزینه صنایع از محل مزبور در کوتاه مدت را تا اندازه زیادی منتفی دانست؛ سناریویی که در صورت تحقق برای صنایع انرژی بر بورس تهران خبر خوشی تلقی می‌شود.

۶- ارزش‌گذاری بازار: متوسط نسبت قیمت به درآمد سهام در بورس تهران در بلند مدت معادل ۵/۸ واحد بوده است، اما در حال حاضر، این نسبت رقم ۷ واحد را بر اساس پیش‌بینی سود سال ۹۲ شرکت‌ها تجربه می‌کند. بنابراین، قیمت سهام (صورت کسر) نسبت به سودآوری شرکت‌ها (مخرج کسر) در شرایط کنونی بالاتر از میانگین بلند مدت قرار دارد که نتیجه آن به طور طبیعی کاهش جذابیت خرید سهام برای سرمایه‌گذاران است. در همین حال، با توجه به چشم‌انداز ثبات قیمت ارز و حجم تولید شرکت‌ها در کوتاه مدت، پتانسیل رشد قابل توجه سودآوری برای اکثر صنایع بورسی نسبت به پیش‌بینی‌های فعلی فراهم نیست. یک برآورد اولیه نشان می‌دهد در صورت ثبات قیمت‌های ارز و حجم تولید شرکت‌ها، سود بنگاه‌های بورسی به طور میانگین از قابلیت افزایش ۱۰ درصدی نسبت به پیش‌بینی‌های کنونی برخوردار هستند و از این منظر می‌توان گفت **P/E** بورس بر اساس پیش‌بینی‌های تحلیلی در محدوده ۶ واحد است. بنابراین، قیمت‌های سهام در بورس تهران در شرایط کنونی از نظر مقایسه با ارزش‌گذاری تاریخی در سطح متعادلی به سر می‌برد و به عبارت دیگر «نه گران و نه ارزان» است. بنابراین، در صورت حفظ این ارزش‌گذاری منطقی، احتمالاً نیمه دوم سال در بورس تهران شاهد نوسانات بیشتر قیمت‌ها با شیب صعودی به مراتب کمتر از نیمه نخست سال خواهد بود؛ البته این پیش‌بینی در شرایط عادی معتبر بوده و تحولات سیاسی طبیعتاً می‌توانند با تغییر میزان خوش‌بینی یا بدبینی سرمایه‌گذاران موجب رشد بیشتر قیمت‌های سهام یا تحقق رکود در بورس شوند.

با عنایت به موارد مطروحه از نظر مدیریت صندوق، بازار سهام در شش ماه دوم سال ۹۲ شاهد رونقی ملایم خواهد بود که کارنامه‌ای ضعیف‌تر از نیمه نخست سال برای بورس رقم خواهد زد؛ بدین ترتیب از نظر تیم مدیریت سرمایه فیروزه، شاخص کل بورس مستعد افزایش ۲۰ درصدی تا پایان سال ۹۲ است که احتمالاً

منجر به دست یابی به شاخص ۷۲ تا ۷۵ هزار واحدی خواهد شد. متناسب با این شرایط طبیعتاً مدیریت صندوق تلاش دارد در ماه های باقیمانده تا پایان سال به نحوی سرمایه گذاری نماید که ریسک سرمایه گذاریها (با عنایت به پیش فرض افزایش تلاطم بازار که بدان اشاره شد) در پایین ترین سطح خود قرار گیرد در نتیجه انتظارات بازدهی صندوق نیز در جهت کاهش نرخ رشد نسبت به نیمه اول سال محقق خواهد شد. همچنین میانگین ضریب ریسک سیستماتیک (بتا) در پرتفولیوی صندوق فیروزه در نیمه نخست سال به طور میانگین ۰,۸ بوده است که هدف گذاری مدیریت با توجه به افزایش ریسک بازار کاهش این نسبت تا سطح ۰,۶ در نیمه دوم سال است که در مهرماه سال جاری در جهت تغییر جهت پرتفولیو و کاهش ریسک سبد اقدام شده است.

مدیریت صندوق فیروزه امید دارد تا با بهره گیری از رهنمودهای نهاد نظارت بر صندوقهای سرمایه گذاری در سازمان محترم بورس و شناسایی فرصتهای سرمایه گذاری بهتر و پر بازده تر در چهارچوب ضوابط مندرج در امیدنامه و اساسنامه، روند رشد مستمر خود را تداوم بخشد.