

بازخوانی چالش ارتباط بورس و تورم

قیمت سهام در مقطع یکساله نیمه سال ۱۳۹۸ تا نیمه ۱۳۹۹ رشدی چشمگیر داشت. میانگین قیمت سهام از مهر ۹۸ تا مرداد ۹۹ بالغ بر ۴۵۰ درصد افزایش پیدا کرد. بخشی از این رشد، به‌ویژه در مراحل ابتدایی آن، طبیعی و بنیادی بود. کم‌برآوردی تاریخی قیمت سهام و مهجور بودن آن به‌عنوان یک دارایی در پرتفوی خانوارهای ایرانی، موجب شد در شرایطی که تورم انتظاری در اقتصاد کشور افزایش و نرخ بهره واقعی پس از شیوع کرونا به ارقام منفی جدی تنزل کرده بود، بازار سهام به سوی تعادل جدیدی گام بردارد که لاجرم به‌منزله ایجاد بازدهی بالاتر برای سهامداران بود. بروز شواهد تحقق چنین رخدادی، تعداد واردشوندگان به بازار را به‌شدت افزایش داد. تبلیغ و دعوت رسمی مقامات برای ورود مردم در بازار سهام با ارائه نوعی بیمه ضمنی از سوی آنها مزید بر علت شد و روند تعدیل قیمت سهام به تعادل جدید را تند، نوسانی و دچار اضافه‌جهش کرد. عدم عرضه کافی و به‌موقع طرف عرضه سهام متناسب با رشد تقاضا موجب شد ورود نقدینگی عظیم به بازاری با دارایی‌های نسبتاً محدود، افزایش شدید قیمت سهام را به دنبال داشته باشد.

درگیر شدن بخش عظیمی از مردم با بازار سهام، به عکس ظاهر خوشایند اولیه، واجد مخاطراتی جدی بود. طبیعتاً قریب به اتفاق این واردشوندگان افرادی غیرریسک‌پذیر، ناآگاه به بازار سهام و تحولات آن و مبتلا به انتظارات برون‌یاب بودند که با وزن دادن زیاد به گذشته نزدیک و بدون شناخت از تحولات بنیادین موثر بر کلیت بازار و هر نماد خاص، تحت تاثیر جو حاکم و به تصور وجود خوانی پر نعمت که نباید از آن جا ماند، به این بازی وارد شدند. با این حال، ماهیت بازار سهام که نوسانات بعضاً شدید در ذات آن نهفته است، در کنار تکانه‌های سنگین اقتصادی-سیاسی متعدد که تبدیل به یک جزو همیشگی در اقتصاد ایران شده، از بیخ و بن با سهامداری فراگیر مردم عادی و ریسک‌گریز ابدا سازگار نبود؛ به‌ویژه با علم به اینکه شرکت‌های اصلی بورسی کشور، تولیدکنندگان کالاهای پایه (کامودیتی) با سهم صادرات بالا هستند که عوامل متعددی از قبیل ارز، تحریم، کلیت مناسبات خارجی در کنار قیمت‌های جهانی آنها در معرض نوسانات جدی است و به‌واقع درگیر شدن در چنین فضایی صرفاً متناسب با

سرمایه‌گذاران پرتاقت، تحلیلگر و خطرپذیر است. کما اینکه می‌دانیم آن روند ناپایدار، از انتهای تابستان ۹۹ معکوس شد و در نهایت، خاطره‌ای تلخ برای اغلب خانوارها، حاکمیت و مجموعه اقتصاد ایران رقم زد.

ماه‌ها قبل از رسیدن قیمت سهام به اوج قله خود در میانه تابستان ۹۹، بسیاری از اقتصاددانان در جلسات کارشناسی و محافل غیرعمومی نسبت به مخاطره‌آمیز بودن رشد تند و تیز بازار سهام هشدار می‌دادند. یکی از آن هشدارها نامه پر حرف و حدیث ۲۵ نفر از محققان اقتصادی و مالی در تیر ۱۳۹۹ بود که جدا از برخی انتقادات وارده به آن، نظر اقتصاددانان با توجه به هیجانات آن روزهای بازار چندان مورد توجه سهامداران قرار نگرفت.

در تاریخ اقتصادی، موارد متعددی از افول بخش حقیقی اقتصاد بر اثر سقوط بازارهای مالی مشاهده شده است؛ سقوط‌هایی که معمولاً پس از تکمیل یک دوره هیجان و سرمستی (به تعبیر مینسکی) در بازار مالی رخ می‌دهد. مشهورترین این موارد عبارتند از: سقوط بازار سهام در ایالات متحده در سال ۱۹۲۹ که ماشه بحران بزرگ را چکاند، سقوط بازار سهام بر اثر نکول وام‌های مسکن در سال ۲۰۰۸ در ایالات متحده، حباب بازارهای دارایی (مسکن و سهام) در ژاپن در اواخر دهه ۱۹۸۰ که زمینه‌ساز افت پایدار عملکرد اقتصاد این کشور شد و... نکته مهم، محدودنماندن افول بازار مالی به مرزهای آن و انتقال سقوط و هراس از بخش مالی به بخش حقیقی است؛ چنان‌که الگوی سقوط بازار مالی و سپس درگیر شدن بخش حقیقی، به شیوه‌ای مألوف از بروز چرخه‌های تجاری اقتصاد کلان تبدیل شده است.

اثربخشی اقتصادی کلان از ریسک‌های انباشته در بازار مالی به‌عنوان یک واقعیت تاریخی، محور اصلی هشدارهای آن نامه بود. اما در میان این محتوای روشن، منتقدان علاقه زیادی به پررنگ‌ساختن یک موضوع فرعی در آن نامه کردند که عبارت بود از: تاثیرگذاری رشد شدید قیمت سهام بر تورم. تمرکز بر این نکته ابزاری شد تا مضمون اصلی نامه به حاشیه برود و تخطئه نویسندگان و جاهت‌بیشتری یابد. این در حالی است که رجوع به متن نامه نشان می‌دهد مطلب اصلی مورد اشاره در آن، مخاطرات کلی اقتصاد کلانی روند بازار سهام و درگیر شدن عامه مردم با چنین بازاری است؛ آن هم درگیر شدنی که در قیمت‌هایی بالا و دور از واقعیات بنیادین رقم خورده است. با این حال در برخی محافل بورسی موضوع چنان صورت‌بندی شد که گویی این نامه تنها حاوی یک خط نوشته بوده که آن هم اثر تورمی رشد قیمت سهام است.

نقد و تخطئه ارتباط قیمت سهام با تورم از آن پس به یکی از سوژه‌های مورد بحث در اقتصادکشور به‌ویژه در بین نزدیکان به بازار سهام تبدیل شد. انگیزه‌های موجود در پس این نقدها بیش از آنکه محققانه و پرسش‌گرانه باشد، حاکی از نوعی دل‌آزردگی از افت شدید قیمت سهام و زیان‌دهی سهامداران حقیقی بود که خود، تحقق هشدارهایی بود که نویسندگان نامه داده بودند. برخی افراد هم ترجیح دادند آن نامه را در جایگاه باعث و بانی توقف و بازگشت روند ناپایدار رشد قیمت سهام معرفی کنند.

صورت‌بندی موجه این نقدها، پرسش از این بود که اساساً چه منطقی برای ارتباط قیمت سهام با تورم وجود دارد؟ کدام توضیح یا نظریه در پس چنین ادعایی هست؟ از قضا رابطه بازار سهام با تورم معمولاً رابطه‌ای منفی تصور می‌شود؛ به این معنی که بازار سهام می‌تواند نقش ضربه‌گیری تورم را ایفا کند. چطور نویسندگان نامه، ادعایی معکوس را مطرح کرده‌اند؟ گذشته از این، پس از افول و سقوط بازار سهام نیز این پرسش به کرات پرسیده شد که اگر قیمت سهام محرک تورم است، پس چطور با افت و بلکه ریزش بعدی در قیمت سهام، اثرات ضدتورمی پدیدار نمی‌شود؟

فضای منفی حاکم بر این مباحث که البته متأثر از زیان‌دیدگی پرغم‌وغصه سهامداران حقیقی بود، اجازه بحث فنی برای پاسخ به آن حملات را نمی‌داد. اکنون اما پس از گذشت ماه‌ها از آن خاطره ناخوشایند و درحالی‌که بازار سهام در وضعیت تعادل نسبی با سطحی نسبتاً معقول از ارزندگی قرار دارد، لازم است چند نکته توضیحی درباره نقدهای مزبور بیان شود. بیان این نکات بیشتر از باب توسعه تحلیل اقتصادی انجام می‌گیرد. پیداست که دوره پاسخگویی با اهداف رسانه‌ای و جدل با منتقدان گذشته است. نکات زیر، مهم‌ترین موارد را دربرمی‌گیرد:

۱- نخست آنکه ادعای نامه، مربوط به بافت و بستر نیمه نخست سال ۹۹ با ویژگی رشد شدید و پیوسته قیمت سهام بود.

ادعای مورد اشاره در نامه در باب ارتباط رشد قیمت سهام و تورم مربوط به شرایط عادی نبوده است. کما اینکه آن تکمله جنجالی نامه هم جز این نبود که: «پیامد ادامه روند فعلی بازار بورس افزایش بیشتر تورم و نرخ ارز خواهد بود.» این در حالی است که برخی از روی غفلت یا تغافل، قضاوت فوق را که مربوط به آن شرایط خاص بوده، به‌عنوان یک ارزیابی کلی و تعادلی معرفی کردند. این در حالی است

که اغلب اهل فن می‌دانند و می‌پذیرند که بازار سهام در شرایط عادی و در وضعیت طبیعی خود، قادر به ایفای نقش ضربه‌گیری تورم است. بازار سهام در مقطع منتهی به نیمه ۱۳۹۹ از این حالت خارج شده بود و قضاوت نامه هم صرفاً به چنان موقعیتی تعلق داشت.

۲- در دنباله بند فوق باید متذکر شد که ارتباط علّی منفی بین قیمت سهام و نرخ تورم (ضربه‌گیری بازار سهام) هم بیش از آنکه به رشد یا افت شاخص قیمت سهام مربوط باشد، به اصل وجود یک بازار سهام در دسترس، فراگیر و نقدپذیر مربوط است. وجود چنین بازاری قادر است ظرفیت اقتصاد در هضم حملات سفته‌بازانه را از طریق ارائه دامنه بزرگ‌تری از دارایی‌ها در برابر هجوم نقدینگی افزایش دهد. گرچه می‌دانیم گسیل نقدینگی به خرید سهام، موجب کاهش نقدینگی نشده و نقدینگی سوق‌یافته به خرید سهام صرفاً در حال دسته‌به‌دسته شدن بین افراد است؛ اما همین گردش پول در بازار سهام قادر است با مشغول‌کردن بخشی از نقدینگی، میزان گردش پول در بازار کالا و خدمات یا گردش پول روی دارایی‌های با ارتباط قوی‌تر با تورم (بیش از همه بازار ارز) را کاهش دهد.

۳- مهم‌ترین ریسک صعود تند بازار سهام در نیمه ۱۳۹۹، تحریک نرخ ارز بود. نرخ ارز در کوتاه‌مدت، مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده سطح قیمت‌ها و انتظارات تورمی در ایران است. رشد شدید قیمت سهام این ریسک را به وجود می‌آورد که اولاً تعدیل پرتفوی سرمایه‌گذاران با هدف جریان تبادل سودآور (Arbitrage) بین دارایی‌ها، شوک مثبت قیمت سهام را به بازار ارز هم منتقل کند. این انتظار که قیمت دارایی‌های رقیب از هم اثرپذیری داشته باشند، انتظار دور از واقعیت نیست.

۴- پتانسیل تورمی دیگر رشد شدید قیمت سهام مربوط به احتمال سقوط آن بود. گفتیم که رشد نامتعارف قیمت یک دارایی، محرک ایجاد بازدهی بیشتر در سایر دارایی‌هاست. رسیدن قیمت سایر دارایی‌ها مثل ارز به قیمت سهام، مستقیماً واجد اثر تورمی است. اما احتمال دیگر این بود که قیمت سهام از مسیری که رفته بود بازگردد (اتفاقی که واقع شد). ریسک تورمی چنین کاهشی، مربوط است به تقلای دولت برای حمایت از بازار با توسل به ابزارهایی که به خلق بیشتر اعتبار یا کسری بودجه دامن می‌زنند. این ریسک از آنجا پررنگ بود که عامه مردم درگیر بازار سهام شده بودند و مقامات دولتی هم به صورت صریح یا ضمنی مردم را به این بازار فراخوانده بودند؛ پس همه چیز مهبای آن است که سقوط بازار پولی شود. از این رو در متن نامه هشدار داده

شد که ریسک استفاده از ابزارهای پولی و بانکی برای ممانعت از سقوط بورس جدی است. تردیدی نیست که دامن زدن به کسری بودجه و رشد نقدینگی نامرتبط با تولید، اقدامی در جهت تحریک تورم است.

۵- درنهایت باید به این اشکال پاسخ گفت که چرا پس از سقوط بورس، اثرات ضدتورمی ظاهر نشد:

اولا اصل چنین پرسشی فاقد رعایت الزامات منطق صوری است. استعمال دخانیات می‌تواند باعث سرطان ریه شود؛ اما دلیلی ندارد همه مبتلایان به سرطان ریه اهل دخانیات باشند. اینکه یک نفر از مبتلایان به سرطان ریه اهل دود نیست، دلیل نمی‌شود که بگوییم پس دخانیات بر سرطان ریه بی‌اثر است. علتش هم بسیار ساده است: علل و عوامل مختلفی در بروز یک واقعه موثرند. وقایع محصول یک‌عامل انحصاری نیستند. تورم هم معلول عوامل مختلفی از قبیل رشد نقدینگی نامولد، کسری بودجه بیش از حد و افزایش قیمت ارز است. وقتی این عوامل تداوم دارند، تورم هم ادامه دارد. اصلاح یا سقوط بورس هیچ‌یک از اینها را علاج نکرده است

ثانیا بسیاری از روابط علّی، نامتقارن‌اند. اثر افزایشی عامل «الف» روی «ب» دقیقا قرینه اثر کاهشی آن نیست. زیاده‌خواهی یکی از ورثه می‌تواند به دیگران هم سرایت کرده و محرک زیاده‌خواهی بقیه شود؛ اما کم‌خواهی و گذشت یک نفر از حق خود به دیگران سرایت نمی‌کند. این موضوع درباره لنگرهای اسمی هم شناخته شده است. از جمله در ایران حتی بین عامه مردم هم معروف است که گفته می‌شود وقتی نرخ ارز افزایش می‌یابد، قیمت کالاها هم متناسب با آن افزایش می‌یابد؛ اما این موضوع در جهت کاهشی آن مصداق ندارد؛ یعنی با اصلاح و کاهش قیمت ارز، سطح قیمت تنزل نمی‌کند (تورم منفی). بنابراین اینکه رشد شدید قیمت سهام با تحریک قیمت دارایی دیگری به نام ارز می‌تواند محرک تورم باشد، منطقا نتیجه نمی‌دهد که با رفع چنین محرکی، پس نرخ ارز دیگر نباید افزایش یابد.

سخن پایانی

بازار سهام در شرایط عادی و روند تعادلی، بازاری مفید هم از جهت ضربه‌گیری تورم و هم حمایت از تولید است. رشد شدید قیمت سهام منتهی به تابستان ۹۹، ایفای این اثر مثبت را با اختلال جدی مواجه کرد. بازار سهام همچنان از آن آسیب رنج می‌برد. ابراز نگرانی جمعی از محققان از آن روند، با قلب محل اختلاف به مقوله «بورس و تورم»

انحرافی بود که بانیان آن نتوانستند نقدی منصفانه و وارد نسبت به آن ارائه دهند. بازار سهام آینه اقتصاد ایران است. شوک‌ها، عدم اطمینان‌ها و بیم و امیدهای تعیین‌کننده برای اقتصاد ایران، مستقیماً در بازار سهام هم انعکاس می‌یابد. به امید وضعیتی که مسیر معقول و جذابی از سودآوری سهامداری از محل گسترش تولید و سرمایه‌گذاری در اقتصاد کشور محقق شود.

*دکتر حسین درودیان/دنیای اقتصاد