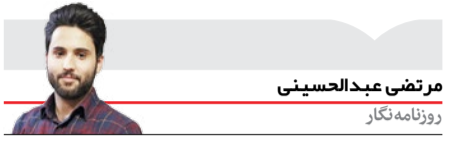


با وجود افت مقطعی، بازار بورس همچنان بهترین بازار برای در امان ماندن از تورم است

# بازدهی بورس؛ ۳ برابر مسکن و ۵۰ درصد بیشتر از طلا



مرتضی عبادالحسینی

روزنامه نگار

نرخ‌های بالای تورم در دو سال اخیر و انتظار افزایش آن در سال جاری با توجه به بروز بحران اقتصادی و دامن زدن کرونا به آن و همچنین در نظر گرفتن این مساله که متوسط نرخ تورم در چهار دهه گذشته حدود ۲۰ درصد بوده، این تلقی را بین عموم مردم ایجاد کرده است که نگهداری ریال به‌عنوان پس‌انداز معنی‌ای جز از دست دادن قدرت خرید در کوتاه‌مدت ندارد. توسل مردم به هج (Hedging) کردن یا همان مصون ماندن از تورم در پی بروز این مشکلات است. در اقتصاد ایران برای محافظت از خود در برابر تورم دارایی‌های شناخته‌شده‌ای وجود دارد که سال‌هاست مورد استفاده قرار می‌گیرد. زمان استفاده و هجوم به سمت این دارایی‌ها از قبیل؛ مسکن، طلا، سهام و... نیز زمانی است که دیگر یا سود بانکی ارزشی نداشته و یا تولید کالا و خدمات مسدود شده باشد. در این گزارش ضمن توضیح چرایی هجوم مردم در دو سال اخیر به دارایی‌های مالی، شکل‌گیری انتظارات تورمی ۵۵ درصدی را علت اصلی تقویت آن ذکر کرده‌ایم. همچنین نتایج بررسی‌ها نشان می‌دهد بازده دارایی‌ها در هفت سال اخیر به‌ترتیب؛ بورس ۱۵۹۰ درصد، طلا حدود ۹۷۷ درصد، دلار با رقم ۵۵۸ درصد و در نهایت مسکن با ۵۴۴ درصد بوده است. بررسی‌ها نشان می‌دهد که تنها در صورت سیاست‌های درست دولت، این بازار سهام است که به‌طور هم‌زمان می‌تواند از پس‌اندازهای عموم مردم محافظت کرده و تولید را رونق بخشد.

## یک تحول در مصون‌سازی دارایی ایرانی‌ها

هج کردن (Hedging) پوشش ریسک، مصون‌سازی، خرید و فروش و معاملات تأمین و نظایر آن، در ادبیات اقتصادی و مالی به مجموعه اقداماتی گفته می‌شود که طی آن فعالان اقتصادی (مقصود؛ دارندگان پس‌انداز) برای مصون ماندن از زیان ناشی از تغییرات قیمت دارایی‌های مختلف، همچون بازار سهام، اوراق قرضه، طلا و... اقدام به باز کردن یک موقعیت معاملاتی برعکس روی همان دارایی می‌کنند که می‌تواند به وسیله یک قرارداد آتی انجام شود، مثلاً در صورت فروش دارایی به سفارش خرید متوسل می‌شوند تا در صورت افت قیمت، بتوانند از مزیت خرید در قیمت پایین نیز بهره‌مند شوند. در واقع این کار به نوعی بیمه فعال اقتصادی در برابر نوسانات قیمت لحاظ‌نشده در محاسبات وی به شمار می‌آید. یا در روشی دیگر برای هج کردن، فرد سیدی متنوع از سهام‌های کوچک و بزرگ گروه‌های مختلف بازار سهام را خریداری می‌کند تا در صورت افت قیمت یک سهم، افزایش قیمت سهمی دیگر از زیان وی جلوگیری کند. معمول‌ترین راه برای اجرای انجام دادن این کار و حفظ قدرت خرید و جلوگیری از زیان ناشی از نگهداری پول یا به عبارتی هج کردن توسل به بازار دارایی است که دامنه آن از فلزات گرانبهای چون؛ طلا و نقره و نیز سهام گرفته تا املاک و مستغلات و اوراق بهادار گسترده است. در ایران نیز تورم مزمن حاکم بر اقتصاد در طول زمان، فعالان اقتصادی را به سمت تبدیل آتی و لحظه‌ای ریال خود به نوعی از دارایی‌های موجود در اقتصاد از جمله طلا، ارز، سهام، زمین، مستغلات و نظایر آن کشانده است. البته به نظر می‌رسد با نوع تحول یافته‌ای از هج کردن در ایران رویه‌رو هستیم، چراکه همان‌طور که گفته شد، در ادبیات اقتصادی دنیا هج کردن به معنی؛ پایین آوردن ریسک برای سود قطعی ولو کمتر از سود انتظاری است اما در ایران و در دو سال اخیر به دلیل وجود به هم ریختگی اقتصادی عمده فعالان نه برای پوشش ریسک بلکه برای جان‌نماندن از تورم بازارهای مختلف سعی بر حضور در آنها به قدرت و وسع و بضاعت پس‌اندازهای خود دارند.

## چرا اقتصاد ایران آماج حملات دلالی است؟

در ادبیات سرمایه‌گذاری اصطلاحی به نام؛ پول احقر می‌کند و وجود دارد که توضیح می‌دهد؛ شرایط اقتصادی‌ای به وجود می‌آید که ترس و استرس آنقدر بالا رفته که افراد شروع به خرید هر کالایی می‌کنند. عمده این افراد در کوتاه‌مدت و در شرایطی که به آن «به هم ریختگی اقتصادی» گفته می‌شود، سود هم می‌کنند. چراکه اساساً بازارهای مالی (چون؛ سهام، دلار، طلا و...) و در کوتاه‌مدت کالایی براساس ارزش ذاتی معامله نمی‌شود و در بلندمدت است که همه آنها به ارزش ذاتی و بنیادین خود برمی‌گردند. اما مساله به هم ریختگی اقتصادی ممکن است ناشی از ساختارهای اقتصادی غلط و یا شوک‌های اقتصادی دوره‌ای و یا حتی ترکیبی از آنها باشد. در اقتصاد ایران ترکیب این دو مولفه بیماری مزمن تورم را که در سال‌های ۹۵ و ۹۶ با اجرای سیاست‌هایی حتی کوتاه‌مدت و غلط مهار شده بود، دوباره دام‌گیر جامعه کرد. این بحران اقتصادی که حاصل تحریم‌ها، سیاست‌های غلط دولت، سیستم بانکداری ناسالم و... بود با افزایش تورم در سال ۹۶ و به اوج رسیدن آن در سال‌های ۹۷ و ۹۸ شرایط ویژه و تازه‌ای را برای اقتصاد کشور رقم زد. چنین بود که پایین آمدن بازدهی تولید و همچنین بالا رفتن نااطمینانی به آینده سیاسی و اقتصادی کشور از اوایل سال ۹۷ و هم‌زمان بالا رفتن تورم و پایین آمدن نرخ سود بانکی، فعالان اقتصادی را در شرایط ویژه‌ای قرار داد که نه سربده گذاری پول در سیستم بانکی سودمندشان بود و نه بخش‌های حقیقی و تولید جذاب به نظر می‌رسید.



فاصله نرخ سود بانکی و تورم که به آن نرخ بهره حقیقی گفته می‌شود در طول این چند سال بیشترین تغییرات منفی خود را آغاز کرد و از حدود صفر در سال‌های ۹۵ و ۹۶ به منفی ۳۵ درصد در سال ۹۸ رسید. این بدان معنی بود که سربده گذاری پول در سیستم بانکی با سود ۱۵ درصد در سربسید یک ساله خود شما را متحمل ضرر ۲۵ درصدی در ارزش قیمتی پول می‌کرد. در چنین شرایطی «چرخه خودتقویت‌کننده» شکل گرفته که ابتدا در آن یک بازار مثل بورس ملتهب می‌شود و پول‌ها از حساب‌های بلندمدت بانکی خارج شده و به سمت آن می‌رود. با خارج شدن پول از حساب‌های بلندمدت (سالیانه) هزینه‌های بانک‌ها کاهش پیدا کرده و این عامل سبب کاهش علاقه بانک به پرداخت سود بیشتر می‌شود که آغازگر همان چرخه تخریبی است. سود بانکی مجدداً کاهش پیدا کرده و روز به روز پول بیشتری از حساب‌های بلندمدت خرج شده و در مسیر بازارهایی چون سهام، طلا، مسکن و خودرو و... قرار می‌گیرد. در یک سال منتهی به خردادماه ۹۹، پول (m1) یعنی همان جزء سیال نقدی ۶۱/۵ درصد رشد داشته که در تاریخ ارقام پولی کشور بی‌سابقه است. این بدان معنی است که در یک سال منتهی به خرداد ۹۹ حدود ۶۲ درصد بیشتر از یک سال منتهی به خرداد ۹۸ پول از حساب‌های بلندمدت خارج شده و در جامعه اقتصادی سرگردان شده است. جالب آن است که در سال کم‌تورم ۱۳۹۳، رشد پول نسبت به سال ۹۲ تنها و تنها یک درصد بوده است. بنابراین با شروع بحران از یک نقطه و تقویت آن از طریق نرخ بهره حقیقی، تورم، انتظارات تورمی، نااطمینانی و... اقتصاد کشور را آماج حملات سفته‌بازی نه تنها از سوی فعالان حقیقی بلکه به شکل وسیع‌تری از سوی نهادها و شرکت‌های دولتی و سیستم بانکداری قرار داد.

## بازدهی ۱۵۹۰ درصدی بورس

بازار سهام در بسیاری از کشورها به عنوان یکی از بهترین روش‌های تأمین سرمایه شرکت‌ها و بنگاه‌ها، مخصوصاً بنگاه‌های تولیدی در بخش صنعت به شمار می‌رود و رونق بازار سهام یکی از شاخص‌های مهم رونق اقتصادی هر کشور تلقی می‌شود. در ایران این بازار از سال ۹۷ به بعد بود که رنگ و بویی دیگر در اقتصاد کشور پیدا کرد و به‌طور روزافزون فعالان اقتصادی و سرمایه‌های آنها را به خود راه داد. در سیر تاریخی نیز مشاهده می‌شود؛ از زمانی که تمدن‌های بشری (۴۰۰ تا ۵۰۰ سال پیش) شکل گرفته، افراد متوجه آن شده‌اند که نگهداری بیش از حد طلا (به جز مصارف ظاهری و اطمینانی) هیچ نفعی برای اقتصاد نداشته و با تبدیل آن به پول و سرمایه‌گذاری‌های جمعی، تحولی در بازارهای مالی برای تأمین و راه‌اندازی پروژه‌ها رقم زدند. با این حال نمی‌توان از مورد استقبال قرار گرفتن بازار سهام در ایران تمام و کمال خوشحال بود. بازار بورس تهران در دو سال گذشته

## بازدهی ۹۷۷ درصدی طلا

بازار طلا از جمله قدیمی‌ترین و دیرپاترین بازارهای دارایی موجود در اقتصاد ایران و جهان است که مهم‌ترین ویژگی آن آشنایی اکثر مردم با این بازار و سازوکارهای حاکم بر آن است. دقیق‌تر آنکه این کالا به دلیل مقاومت بالایی که در برابر بسیاری از حوادث داشته، قابل اطمینان و مورد قبول همه واقع شده است. به عنوان مثال حتی بشر ابتدا مازاد پس‌انداز خود را به صورت کالاهای خوراکی نگهداری می‌کرد که در معرض خرابی یا هرجیز دیگری قرار داشت و بعد از آشنایی با طلا بود که تحول عظیمی در نگهداری و پس‌انداز و تعویق مصرف حال به آینده اتفاق افتاد. مازاد بر اینها بازار طلا، امکان ورود پس‌اندازهای خرد را نیز به همه فعالان اقتصادی می‌دهد، ویژگی‌ای که در بازارهای مسکن و مستغلات و حتی خودرو وجود ندارد. خرید و فروش طلا در بازار ایران در قالب طلای ۲۴ و ۱۸ عیار و نیز سکه طلا صورت می‌گیرد که براساس

میزبان حدود پنج میلیون سرمایه‌گذار جدید بوده و به‌طور کلی چیزی حدود ۱۵۰ هزار میلیارد را به خود جذب کرده است. شاخص قیمت (وزنی-ارزشی) این بازار با احتساب معاملات دیرپوز (برای دقیق‌تر شدن مقایسه بین دارایی‌ها بهتر است برای نشان دادن بازدهی بازار سهام از شاخص قیمت (وزنی-ارزشی) استفاده شود)، نسبت به آخرین روز کاری ۹۸، تقریباً ۲۴۹ درصد، در مقایسه با اواخر اسفند ۹۳ تقریباً ۱۵۹۰ درصد و شاخص کل نیز در ۱۰ سال اخیر حدود ۲۰ هزار درصد بازدهی را ثبت کرده که رشد ۲۰۰ برابری را نشان می‌دهد. با این وجود آن‌طور که باید و شاید از این بازار در جهت کمک به بخش حقیقی استفاده نشده است. هرچند تعداد عرضه اولیه‌ها در ماه‌های اخیر بالا رفته، متأسفانه عمده آنها از جنس تأمین مالی نبوده و افزایش سرمایه‌ها از جنس سود انباشته که می‌تواند به معنای تأمین مالی باشد هم‌آن‌طور که باید انجام نشده است. به‌طور کلی به دلایل مختلف این بازار با وجود آنکه می‌تواند محلی برای تأمین مالی باشد، برای سرمایه‌گذاران پرریسک محسوب می‌شود. مخصوصاً که مکرراً با ظهور و ترکیدن حباب‌های قیمتی در بسیاری از کشورها مواجه است. شاخص کل این بازار تنها در سال ۹۹ با ۲۵۶ درصد رشد از ۵۱۲ هزار به یک میلیون و ۸۲۵ هزار واحد رسیده است. در نهایت وجود رونق بازار سهام در اقتصاد کشور می‌تواند نقدینگی را از بازارهای مخربی همچون ارز و طلا دور نگه دارد و از این جهت اتفاق مبارکی به شمار می‌رود، نبود مبنای اقتصادی برای این رشد جهش‌گونه و نیز آشنایی ناکافی برخی تازه‌واردان با این بازار و مبانی تحولات آن می‌تواند خطر ترکیدن حباب قیمتی در آن و سرایتش به سایر بخش‌های اقتصادی را تشدید کند. نمونه آنکه در همین چند روز اخیر با اصلاح حدود ۲۰۰ تا ۳۰۰ هزار بازار سهام بسیاری از افراد متحمل ضررهای هنگفتی شدند.

## بازدهی ۵۴۴ درصدی مسکن

بازار مسکن و مستغلات نیز در طول زمان ثابت کرده است که نه تنها از نرخ تورم جان‌بماند، بلکه با توجه به تحولاتی همچون افزایش شدید جمعیت در دهه ۱۳۶۰ و بالطبع افزایش تقاضا در دو دهه بعد با بزرگ شدن متولدین آن سال‌ها و نیز افزایش نرخ شهرنشینی در چند دهه گذشته، همواره یکی از گزینه‌های موجه برای مصون ماندن از زیان تورم محسوب می‌شود. البته شاید بتوان گفت مهم‌ترین ویژگی این بازار جذب سرمایه‌های بالاتر از متوسط است و سرمایه‌های خرد به دلیل نبود قدرت خرید از این بازار جا نمی‌مانند. به‌طور دقیق‌تر آنکه حدود ۲۵ تا ۲۵ میلیون مستاجر ایرانی از رشد قیمت در این بازار جا مانده‌اند و در صورت اجرا نکردن سیاست‌های موثر ممکن است همیشه مستاجران هم با کوچک کردن دائمی خانه‌ها بمانند. قیمت یک متر مربع مسکن در شهر تهران در تیرماه ۹۹ در مقایسه با اسفندماه ۹۳، در حدود ۵۴۴ درصد افزایش را نشان می‌دهد. همچنین از ابتدای سال ۹۹ و با وجود ثبت تورم ۲۲ درصدی تا تیرماه این سال، بخش مسکن رشد قیمتی ۴۰ درصدی را به ثبت رسانده است. این بازار هرچند می‌تواند بسیاری از فعالان اقتصادی خود را - که سرمایه‌های هنگفتی نیز دارند- در برابر تورم و حتی بیش از آن مصون کند، اما اگر این رشد، واقعی نباشد و تنها ناشی از انتظارات تورمی و فعالیت‌های سوداگری باشد، آسیب‌های بسیار سنگینی را به قشر بدون مسکن و مستاجران وارد می‌سازد.

## دلار محافظ تورمی خوبی نیست

نرخ دلار در بازار آزاد از متوسط حدود ۴۱ تومانی در اوایل دهه ۱۳۶۰ به بیش از ۲۲ هزار و ۴۰۰ تومان در لحظه تنظیم این گزارش در ۲۸ مرداد ۹۹ افزایش یافته است و این موضوع به خوبی نشان می‌دهد به واسطه این میزان جهش ارزی، ممکن است تبدیل ریال به ارزهای خارجی یکی از گزینه‌های پیش‌روی خانوارها برای نجات از تورم باشد. به‌طور خاص، دلار از پایان اسفند ۹۳ تاکنون رشد ۵۵۸ درصدی را ثبت کرده که قبل از مسکن سومین بازدهی در بین بازارهای مالی محسوب می‌شود. اما دو نکته در مورد ارز و افزایش قیمت‌های آن می‌توان متذکر بود؛ اول اینکه افزایش نرخ ارز در ایران بستگی به صادرات نفتی و غیرنفتی کشور دارد و جهش‌های ارزی عموداً در موازات رخ می‌دهد که صادرات نفت به هردلیلی انجام نشده باشد. کنترل نرخ ارز جزء شاخص‌های موفقیت برای دولت‌مردان محسوب می‌شود، به همین دلیل ممکن است در مواقع رونق نفتی، دلار نتواند ابزار خوبی برای مصون ماندن از تورم باشد. دوم اینکه به دلیل وابستگی قابل توجه اقتصاد به واردات، افزایش نرخ ارز می‌تواند به معنی افزایش متعاقب تورم باشد. بنابراین اثر محافظتی نگهداری ارز پس از جهش‌های ارزی با بروز بعدی تورم آسیب خواهد دید. راحت‌تر آنکه مثلاً پس از جهش ارزی سال ۹۷، در سال ۹۸ بازده دلار در حدود ۲۲ درصد ماند، این در حالی بود که تورم در این سال به ۴۱ درصد هم رسیده بود.

## تورم انتظاری ۵۵ درصدی

و لزوم تصحیح سیاست‌های غلط دولت یکی از عوامل مهم به وجود آوردن تورم به خصوص در کشورهایی همچون ایران در دوره کنونی تورم انتظاری است؛ این تورم به معنی آن است که مردم و خانوارها بر این باورند که قیمت کالا و خدمات مصرفی شان در یک بازه زمانی معین در آینده با افزایش روبه‌رو می‌شود. مرور بخش قبلی نشان خواهد داد که تشدید فشارهای بیرونی و شوک ارزی آن و همچنین به وجود آمدن چرخه خود تقویت‌کننده‌ای هجوم مردم به بازارهای سفته‌بازی که ناشی از پایین آمدن نرخ بهره حقیقی بوده، چطور «به هم ریختگی اقتصاد» را تشدید و قیمت کالاها در بازارهای مالی را بالا برده است. در شکل‌گیری تورم انتظاری، تجربیات گذشته و مشاهدات مردم از تورم واقعی، سهم قابل ملاحظه‌ای خواهد داشت، چراکه همه فعالان اقتصادی به دقت رفتار سیاست‌گذاران و هم‌زمان اتفاقات گذشته را مدنظر قرار می‌دهند. مثلاً وقتی مردم از سیاست‌گذار می‌شنوند که هدف تورمی حدود ۲۲ درصد آن هم برای سال پرافت‌خیز ۹۹ در نظر گرفته شده است، به سرعت سراغ رفتار سیاست‌گذار آمده و تناقض‌های موجود را می‌بینند. زمانی که سیاست‌گذار در رفتار خود چه در برنامه‌های بلند مدت و چه در برنامه‌های کوتاه‌مدت، اهتمامی به هدف تورمی نداشته، تورم انتظاری فعال اقتصادی هم به سرعت بالا می‌رود. بر اساس نمودار از نیمه‌های سال ۹۶ و تشدید فشارهای بیرونی و تهدید به تحریم مجدد، کم‌کم تورم انتظاری بالا رفته و با اعمال تحریم‌ها و همچنین پایین آمدن درآمدهای دولت و شوک ارزی به اوج خود می‌رسد. در ادامه سال ۹۸ نیز چرخه خود تقویت‌کننده در بازارهای مالی به تقویت تورم انتظاری پرداخته و قطعاً این احساس را به عاملان اقتصادی منتقل می‌کند که همه قیمت‌ها در بازارهای مالی ارزان است، پس تا می‌توانی بخر و نگهداری کن. در چنین شرایطی مردم از قضا تصمیم منطقی را گرفته‌اند و به هیچ وجه نمی‌توان انتظارات تورمی آنان را «هیجان» خطاب کرد، بلکه می‌توان دولت و دیگر سیاست‌گذاران را برای مسیر اشتباهی دادن مورد مطالبه قرار داد. با یک تخمین سرانگشتی تورم انتظاری را برای سال ۹۹ می‌توان حساب کرد. به این صورت که با اعلام رشد ۸/۸ درصدی پایه پولی در سه ماهه ابتدایی سال ۹۹، می‌تواند رشد آن تا پایان سال جاری را ۳۸ درصد تخمین زد و اگر رشد نقدینگی به روال سال‌های اخیر ۱/۵ برابر پایه پولی باشد می‌تواند از رشد نقدینگی با رقم ۵۰ درصد و به تبع آن، تورم انتظاری ۵۰ درصدی صحبت کرد. این موضوع اقتضا می‌کند دولت، بانک مرکزی و سازمان برنامه بودجه که اتفاقاً هم وقت لازم را برای کنترل این متغیر در سال ۹۹ دارند، با کنار گذاشتن رفتار و سیاست‌های متناقض خود، راه‌حل منطقی برای کنترل تورم پیش بگیرند.

