

# باز هم پایکوبی بی دلیل افزایش اخیر قیمت ها در بازار سهام توجیه اقتصادی ندارد

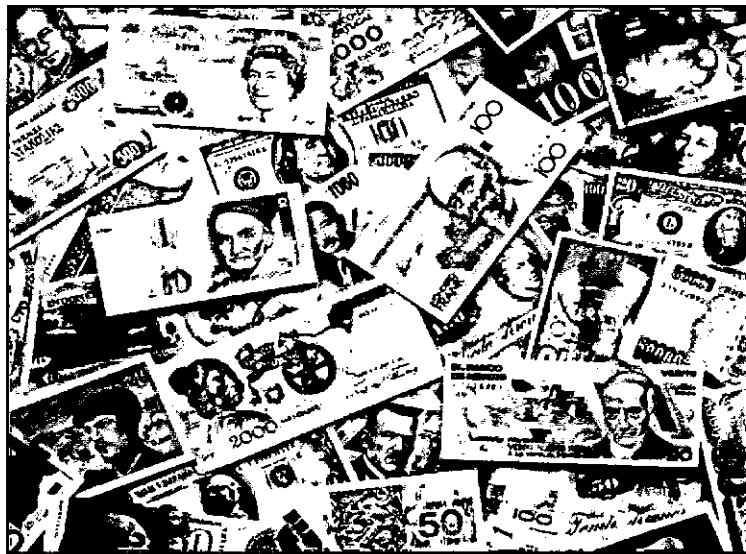
اکنون میست، ۱۹ ژوئیه ۲۰۰۳  
ترجمه عزیز کیاوند

در نیویورک، لندن و بیشتر مراکز مالی دیگر، دو گروه جزم اندیش از حرف زدن باز نایستاده اند. از یک سو سیاه بینانی هستند که بازده اوراق قرضه را به پایین ترین حد آن در چند دهه گذشته کشانیده اند. اینان درباره صعود قیمت سهام، بدهی کلان شرکت ها و خانوارها و فشارهای ناشی از انقباض اقتصاد جهانی سری تکان می دهند. در سوی دیگر کسانی هستند که از تلاش شرکت ها در راه کاهش هزینه ها و بدهی های خود و از عزم راسخ بانک مرکزی آمریکا (و نه بانک مرکزی اروپا) که برای گردش چرخ های اقتصاد دست به هر کاری خواهد زد دل و جرأتی پیدا کرده اند. این باعث شده است که دوره رکود بازار سهام به

سر آید. با بهبود بازده اوراق قرضه و افزایش قیمت سهام در هفته های اخیر، گروه دوم بر اعتماد خویش افزوده است. ارزیابی گرینسپن، رئیس بانک مرکزی آمریکا، از آینده روشن تر اقتصاد آمریکا، موضع این گروه را تقویت کرد. هر چند که بعد از سخنرانی ۱۵ ژوئیه گرینسپن، قیمت ها در بازار سهام پایین آمد. اما این قیمت ها در هفته های پیش از آن سیر صعودی داشتند.

در مجموع، قیمت سهام بعد از کاهش اوایل سال ۲۰۰۰ فقط اندکی بهبود یافته است. با وجود این میانگین صنعتی داو جونز که در ماه مارس و پیش از جنگ عراق در پایین ترین حد

خود بود، ۲۱ درصد افزایش یافته است؛ بازارهای سهام انگلیس، فرانسه، و ژاپن ۲۵ تا ۳۰ درصد رشد کرده است، و داکس آلمان ۵۴ درصد بالا رفته است. بر پایه دلار شاخص های ۳۹ بازار از ۴۰ بازاری که مجله اکونومیست زیر نظر دارد از آغاز سال بالاتر رفته اند. تا نیمه ماه ژوئن، بازارهای اوراق قرضه به ظاهر پیام مخالفی می فرستادند. سرمایه گذاران با ترس از انقباض اقتصادی که قیمت هر چیزی را که بهره ثابت دارد افزایش می دهد، قیمت اوراق قرضه را بالا بردند (و موجب کاهش بازده آن شدند). اما در چند هفته گذشته، بازده اوراق قرضه ده ساله ژاپن بیش از دو برابر شده و به بیش از یک درصد رسیده است. بازده



مصرف کننده را کاهش دهد و رشد محصول ناخالص داخلی را از حد معمول پایین تر بکشد. نقش تأمین اعتبار مجدد وام های رهنی در پشتیبانی از مخارج این تلاش (بی نتیجه) آقای گرینسپن را توجیه می کند که می خواست با دادن این علامت که نرخ بهره وام کوتاه مدت پایین خواهد ماند، تا زمانی که پایه های رشد اقتصادی محکم شود و انقباض اقتصادی از بین برود، بازار اوراق قرضه را همچنان گرم نگه دارد. او می گفت اگر لازم شود نرخ ها را می توان از ۱ درصد امروزی هم پایین تر آورد.

### رکود شکنان

اندرو اسمیتز، اقتصاد دان مقیم لندن می گوید این همه عدم تعادل اقتصادی آمریکا به معنای پس انداز شخصی اندک، میزان بی سابقه بدهی شرکت ها و خانوارها، کسری بودجه و کسری حساب جاری هنگفت و مانند آن است. به عقیده اسمیتز تا زمانی که این اوضاع ادامه داشته باشد گشایش مالی و افزایش حجم نقدینگی فقط در حد مسکنی موقت عمل می کند.

آقای گرینسپن می گوید رشد سریع و مداوم بهره وری نشانه سودآور شدن اقتصاد در آینده است. اما در بازاری که رقابتی شدید بر آن حاکم است و شرکت ها در قیمت گذاری اختیار چندانی ندارند منافع بهره وری بیشتر به مصرف کنندگانی می رسد که کالاها را با قیمت کمتری می خرند. در هر صورت، سودی فربه عاید کسی نمی شود. سود شرکت های آمریکایی در سه ماهه اول سال ۱۳ درصد افزایش یافت که رقم خوبی است، اما بنا به محاسبه ای دقیق تر در حساب های مالی، این افزایش فقط ۲ درصد بود.

جای اندکی تعجب است. سود به رشد ظاهری محصول ناخالص داخلی بستگی دارد. اما بهبود اقتصاد آمریکا

روی های سال های حباب، مانند زیاد روی در گرفتن وام و زیاد روی در سرمایه گذاری، تعدیل شوند.

آقای گرینسپن این تصور را ایجاد کرد که این زیاد روی ها تا حدی زیاد کاهش یافته زیرا شرکت ها و خانوارها ساختار ترازنامه های خود را تغییر داده اند و تقویت کرده اند. این تصور خوش بینانه است. درست است که شرکت ها هزینه ها را کاهش داده اند اما بدهی شان پیوسته افزایش یافته است. خانوارها در ترمیم ترازنامه های خود تا آنجا که آقای گرینسپن می گوید پیش نرفته اند. دلیل عمده این امر آن است که نرخ های پایین بهره باعث شده مصرف کنندگان همچنان خرج کنند. بسیاری از آمریکاییان خانه های رهنی خود را با خانه های رهنی، با وام رهنی کم بهره تر، عوض کرده اند. بنابراین قرض بالا آورده اند، و خود را برابر بیکاری فزاینده، یافت دیگر بازار سهام، و یا سقوط قیمت های خانه آسیب پذیر ساخته اند.

وقتی سقوط نرخ بهره وام های بلند مدت متوقف گردد، تأمین اعتبارات رهنی به کندی می گراید. اگر نرخ بهره وام های رهنی افزایش یابد، تأمین اعتبار مجدد دچار رکود می گردد. این امر می تواند مخارج

اوراق قرضه خزانه آمریکا حدود یک درصد افزایش یافته و به نزدیک ۴ درصد رسیده است. این بازده بعد از سخنرانی گرینسپن یک چهارم درصد دیگر بالا رفت.

آقای گرینسپن، با معیارهای خودش، از آینده اقتصاد آمریکا خوشحال بود. رشد محصول ناخالص داخلی در ۹ ماه گذشته به نرخ متوسط سالیانه ۱/۵ درصد بود. اما بانک مرکزی انتظار دارد که در نیمه دوم سال اقتصاد بار دیگر با قدرت به حرکت در آید و نرخ رشد آن در سال ۲۰۰۴ به ۳/۷۵ تا ۴/۷۵ درصد برسد.

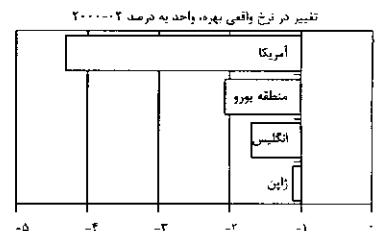
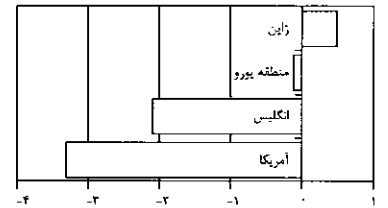
به یقین می توان انتظار داشت که رشد در چند ماه آینده تکانی بخورد. سیاست بولی و مالی آمریکا هیچ گاه تا این حد آزاد و بی قید و بند نبوده است. اما آیا چنین رشد سریعی می تواند پایدار بماند؟ گرینسپن می گوید: "اگر گذشته راهنمای آینده باشد این وضع نباید فعالیت اقتصادی را در ماه های آینده تشدید کند." اما این چرخه اقتصادی کنونی از نوع عادی نیست. گذشته باید به دقت مرور شود. تاریخ در ژاپن و هر جای دیگر حاکی از آن است که اقتصاد بعد از هر حبابی، دیر به حال عادی خود بر می گردد: رشد متوقف می ماند تا این که زیاد

امروز رمقی ندارد و تورم بیش از حد انتظار پایین است. در نتیجه، رشد سالیانه محصول ناخالص داخلی اسمی<sup>۱</sup> کمتر از ۴ درصد بوده است (از سه ماهه سوم سال ۲۰۰۱ که بازده تنزل کرد). در حالی که رشد متوسط محصول ناخالص داخلی در طول ۲ سال بعد از هشت رکود پیشین ۹ درصد بوده است. پیش بینی های امروزی درباره رشد دو رقمی سود شرکت ها در چند سال آینده واقع بینانه به نظر نمی آید.

تصویر خوش بینانه اخیر درباره آمریکا قابل درک است زیرا پول هنگفتی به اقتصاد تزریق شده است. نمودار زیر گشایش مالی و پولی آمریکا را در زمینه بین المللی نشان می دهد.

### گشایش بزرگ

تفسیر در بولانه بودجه نسبت به تولید ناخالص داخلی به درصد ۲۰۰۰-۲۰۰۲



انگلیس نیز سیاست مالی خود را باز کرده است. ژاپن سیاست مالی سخت گیرانه تری در پیش گرفته، اما در ناحیه یورو که بودجه کشورهای بر محور حفظ ثبات اقتصادی تنظیم می شده، نه سخت گیری در کار بوده و نه گشایشی. نرخ واقعی بهره نیز در آمریکا بیش از هر جایی دیگر کاهش یافته است. بنابراین تعجبی ندارد که اقتصاد آمریکا، گرچه ضعیف تر از حد انتظار شده است، باز هم از اقتصادهای ژاپن و اقتصاد منطقه یورو رشدی سریع تر داشته باشد. انگلیس هم برای

سال آینده رشدی بالاتر، در حدود ۲/۵ درصد، را انتظار دارد.

با همه این احوال، به نظر نمی رسد که بین حجم افزایش قیمت سهام و بازنگری اخیر پیش بینی های رشد اقتصادی ارتباطی وجود داشته باشد. در ماه های اخیر عملکرد سهام آمریکایی از سهام ژاپنی و اروپایی (به ویژه آلمانی) ضعیف تر بوده است. امید به رشد و کسب سود در انگلیس فزون تر از منطقه یورو است.

اقتصاد کشورهای منطقه یورو در سه ماهه اول سال جاری هیچ رشدی نداشتند و در سه ماهه دوم ممکن است با رشدی منفی رو برو شوند. بانک مرکزی اروپا در نشست دهم ژوئیه خود نرخ بهره را پایین نیاورد. بسیاری از اقتصاددانان تصور می کنند که نرخ رشد و نرخ تورم از حد مورد انتظار بانک مرکزی اروپا کمتر خواهد بود.

پیش بینی رشد محصول ناخالص داخلی آلمان، بزرگ ترین قدرت اقتصادی منطقه یورو، پایین تر از پیش است (صفر برای امسال و ۱/۲ درصد برای سال ۲۰۰۴) و این به معنای کندی رشد محصول ناخالص داخلی اسمی و بنابراین از دست رفتن سودهای کلان خواهد بود. با وجود این سرعت رشد قیمت سهام آلمان از ماه مارس به این طرف نزدیک به دو برابر بازارهای دیگر بوده است. دلیل این وضع شاید این باشد که قبلاً بازار سهام آلمان بیش از بازارهای دیگر سقوط کرده بود.

در ژاپن، به عکس، تکان خوردن قیمت سهام ناشی از این بوده که قصه بهبود اوضاع اقتصادی ژاپن بر سر زبان ها افتاده است. این هفته، بانک ژاپن چشم انداز اقتصادی خود را بهتر از پیش ترسیم کرد. اما این خرید خارجی هاست که موجب بالا رفتن قیمت سهام شده است. شاید ناظران محلی بهتر از ما بدانند که هر چند

محصول ناخالص داخلی ژاپن تا پایان سه ماهه اول سال ۲/۶ درصد رشد داشته رقمی درخور توجه و بالاتر از رشد آمریکا، و اعتماد ظاهراً به دنیای کسب و کار برگشته است، قیمت ها باز هم در حال سقوط است. در سال مالی که به ماه آوریل ختم می شود شرکت های ژاپنی از راه کاهش هزینه ها به ۱۲ درصد سود دست یافتند. دستیابی به سودهای کلان تر تا زمانی که انقباض ادامه دارد دشوار به نظر می رسد زیرا کاهش مشاغل تقاضا را کاهش می دهد.

روی هم رفته به نظر می رسد که بازار سهام بیش از حد پیش تاخته اند. سابقه تاریخی حاکی از آن است که رکود این بازارها پایان نمی یابد مگر آنگاه که قیمت سهام ارزان شود. به عقیده آقای اسمیتز، وال استریت باید ۳۳ درصد پایین بیاید تا به سطح قیمت های عادلانه برسد - یا ۶۰ درصد تنزل کند تا به سطح بازارهای پیشین برسد.

البته ممکن است قیمت سهام در کوتاه مدت اندکی افزایش یابند. صندوق ها روی پولی خوابیده اند که باید آن را در جایی سرمایه گذاری کنند. اما این سرمایه ها دنبال سود و قیمت ارزان می گردند. ده سال پیش، بعد از سپری شدن حباب ۱۹۸۹، قیمت سهام ژاپن در عرض چهار ماه ۳۰ درصد رشد کرد و این رشد در اثر کاهش نرخ های بهره و مشوق های مالی کلان بود. قیمت سهام اکنون خیلی پایین تر است. سرمایه گذاران خنده بر لب باید حواس خود را جمع کنند.

- 1-Dow Jones
- 2-DAX
- 3-deflation
- 4-business cycle
- 5-Andrew Smith
- 6-nominal GDP

