

کالبدشناسی حباب‌های بازار سهام

یکی از مهم‌ترین موضوعات در بازار سهام درک چگونگی افزایش و کاهش قیمت سهام است. درک درست این پیچیدگی می‌تواند موجب سود و مانع بسیاری از ضررهای قریب‌الوقوع شود. در میان عوامل متفاوت افزایش قیمت، نام «حباب» را در بازارهای مالی بسیار شنیده‌ایم. کتاب «کالبدشناسی حباب‌های بازار سهام» نوشته گئوری کومارومی، استادمالی مجارستانی، اثری پژوهشی و علمی است که به بررسی عمیق پدیده حباب‌های مالی در بازار سهام می‌پردازد. این کتاب با رویکردی علمی و مبتنی بر داده‌های تاریخی، به واکاوی مکانیسم شکل‌گیری، رشد و ترکیدن حباب‌های مالی در دوره‌های مختلف می‌پردازد. کومارومی در این اثر کوشیده است با ترکیب نظر به‌های مالی کلاسیک و تحلیل‌های کمی، درک بهتری از این پدیده پیچیده ارائه دهد.

محتوا و ساختار کتاب به گونه‌ای طراحی شده که با مدنظر قرار دادن قالب ۳ مکتب اصلی یعنی اقتصاد ریاضی، اقتصاد تجربی و اقتصاد ادبی، اقدام به استفاده از هر کدام برای توضیح حباب‌های بازار سرمایه کرده و در نهایت به‌رغم بررسی هر کدام این ۳ مکتب معتقد است هر کدام آنها نارسایی‌هایی در تبیین و پیش‌بینی حباب‌ها دارند و کومارومی دست به ایجاد دستگاه تحلیلی متفاوتی می‌زند که در خلال کتاب به محتوای آن به بررسی موردی حباب‌های معروف تاریخ از جمله حباب لاله‌های هلندی در قرن هفدهم، حباب دات‌کام در اواخر قرن بیستم و الگوهای مشترک آنها می‌پردازد و نشانه‌های هشداردهنده را استخراج می‌کند. ویژگی متمایزکننده این کتاب، استفاده از مدل‌های کمی و شواهد تجربی برای توضیح رفتار سرمایه‌گذاران در دوران حباب است. نویسنده نشان می‌دهد که چگونه عوامل روانشناختی، رفتار گله‌ای و تأثیرات شبکه‌ای می‌توانند منجر به شکل‌گیری حباب‌هایی شوند که از نظر منطقی اقتصادی توجیه‌پذیر نیستند. مطالعه این اثر می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، تحلیلگران بازار و دانشجویان مالی به عنوان مرجعی ارزشمند برای درک یکی از پیچیده‌ترین پدیده‌های بازارهای مالی مفید واقع شود.

اخبار

رشد جزئی شاخص‌ها

و کاهش حجم نقدینگی بورس

بازار سرمایه در پایان معاملات ۲۴ آبان ۱۴۰۴ با رشد جزئی شاخص‌ها و کاهش حجم نقدینگی همراه بود. شاخص کل بورس با افزایش ۶۶۰۱ واحدی به سطح ۳میلیون و ۱۰۵ هزار واحد رسید. در جریان معاملات روز شنبه ۲۴ آبان ۱۴۰۴، بورس اوراق بهادار تهران در شرایطی بسته شد که نشانه‌هایی از حرکت محدود شاخص‌ها و احتیاط معامله‌گران در آن قابل مشاهده بود. شاخص کل بورس تهران با رشد ۰٫۲ درصدی در رقم ۳،۱۰۵،۳۶۴ واحد تثبیت شد و شاخص کل هم‌وزن نیز با افزایش ۳،۶۷۱ واحدی به ۹۰۷،۳۲۵ واحد رسید.

ارزش بازار بورس تهران در این روز به حدود ۹۲ هزار و ۲۵۶ میلیارد تومان رسید. مجموع معاملات نیز ۳۷۱ هزار و ۵۹۴ توبت ثبت شد که معادل ۱۰۶ هزار و ۵۵۲ میلیارد تومان ارزش و ۱۶،۳ میلیارد سهم حجم معامله را نشان می‌دهد. این ارقام بیانگر کاهش نسبی حجم دادوستد نسبت به میانگین هفته‌های گذشته است؛ موضوعی که از تداوم نگاه کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران و نبود جریان نقدینگی تازه ناشی می‌شود.

■ ■ ■

سقوط ۳ درصدی قیمت طلا

پس از موضع محتاطانه فدرال رزرو

به دنبال کاهش امیدها به کاهش نرخ بهره، قیمت جهانی طلا در معاملات جمعه ۳ درصد افت کرد و به پایین‌ترین سطح ماه اخیر رسید.

به نقل از رویترز، قیمت طلا در معاملات روز جمعه پس از اظهارات مقامات فدرال رزرو آمریکا و کاهش امیدها به تعدیل دوباره نرخ بهره، با افت قابل توجهی روبه‌رو شد. هر اونس طلا با ۲،۱۰ درصد کاهش به ۴۰۸۴ دلار و ۶ سنت رسید. همچنین قراردادهای آتی طلا در بازار آلفکس نیویورک ۲،۳۹ درصد افت کردند و در سطح ۴۰۹۴ دلار و ۲۰ سنت معامله شدند.

طولانی‌ترین تعطیلی دولت آمریکا که روز پنجشنبه پایان یافت، باعث ایجاد شکاف بزرگ در داده‌های اقتصادی این کشور شده؛موضوعی که‌اکنون تصمیم‌گیری برای نشست سیاست‌گذاری ماه آینده فدرال رزرو را دشوار کرده است.

سرمایه‌گذاران انتظار داشتند انتشار داده‌های تازه، نشانه‌هایی از کاهش سرعت رشد اقتصادی را نشان دهد تا بانک مرکزی فضای لازم برای کاهش نرخ بهره در ماه دسامبر را بیابد؛ اقدامی که معمولاً به افزایش جذابیت طلا، به عنوان دارایی غیرسودده منجر می‌شود اما اغلب سیاست‌گذاران فدرال رزرو با اتخاذ موضعی محتاطانه، سیگنال متفاوتی به بازار فرستادند.

اکنون بازارها تنها ۴۶ درصد احتمال کاهش ۲۵ واحد پایله‌ای نرخ بهره در نشست دسامبر را در نظر گرفته‌اند، در حالی که این رقم هفته گذشته ۵۱ درصد بود. این تغییر انتظارات به‌افت محسوس ارزش طلا و سایر فلزات گرانبها منجر شده است.

طلا معمولاً در دوران بی‌ثباتی اقتصادی یا نرخ‌های پایین بهره عملکرد بهتری نشان می‌دهد اما در شرایط فعلی با کاهش تقاضای فیزیکی در بازارهای عمده آسیایی نیز روبه‌رو است. بر اساس گزارش رویترز، تقاضا در هند و چین طی هفته گذشته افت محسوسی را تجربه کرده است.



مشمولان طرح حمایتی ۱۱ قلم کالا را می‌توانند از ۱۲ هزار فروشگاه مشخص با قیمت مصوب و تخفیف حداقل ۲۰ درصد خریداری کنند

تخفیف هم به طرح کالا بزرگ اضافه شد

۳ دهک پایین جامعه، یعنی حدود ۲۵ میلیون نفر، هر ماه ۵۰۰ هزار تومان اعتبار دریافت کنند، مجموع اعتبار سالانه برای این گروه به بیش از ۱۵۰ هزار میلیارد تومان خواهد رسید. برای دهک‌های ۴ تا ۷ نیز با اعتبار ۳۵۰ هزار تومان به ازای هر نفر، نیاز سالانه حدود ۱۷۰ هزار میلیارد تومان برآورد می‌شود. در مجموع، اجرای کامل طرح برای ۷ دهک جامعه به اعتباری بیش از ۳۲۰ هزار میلیارد تومان در سال ۱۴۰۴ نیاز دارد. این رقم نشان‌دهنده فشار سنگین بر منابع مالی دولت و ضرورت مدیریت دقیق بودجه است.

در الگوی پیشنهادی، دهک‌های اول تا سوم ماهانه ۵۰۰ هزار تومان اعتبار دریافت می‌کنند. دهک‌های چهارم تا هفتم نیز ماهانه ۳۵۰ هزار تومان اعتبار خواهند داشت. دهک‌های هشتم تا دهم در مرحله نخست مشمول طرح نیستند اما در صورت تأمین منابع می‌توانند به‌تدریج اضافه شوند. این اعتبار به‌صورت الکترونیک شارژ می‌شود و خانوارهای توانمند آن را در فروشگاه‌های طرف قرارداد استفاده کنند. چنین سازوکاری علاوه بر تسهیل دسترسی، امکان نظارت بر مصرف و جلوگیری از انحراف منابع را فراهم می‌کند.

کالاهای مشمول کالا بزرگ ۱۱ قلم کالای اساسی است که با قیمت مصوب و تخفیف حداقل ۲۰ درصد عرضه می‌شود. این کالاها عبارتند از: برنج، روغن نباتی، مرغ، تخم‌مرغ، شیر و فرآورده‌های لبنی، ماکارونی، پنیر، قند و شکر، گوشت قرمز، حبوبات و نهاده‌های کبنی و پروتئینی. انتخاب این اقلام به دلیل نقش محوری آنها در سبد غذایی خانوارها انجام شده است. هدف این است که بیشترین اثر حمایتی

سرپرست خانواده انتخاب می‌کند اعتبار در اختیار خودش قرار بگیرد و مانند روش فعلی از ۱۱ قلم کالای اساسی مصوب شده در هر فروشگاه‌ای خرید خود را انجام دهد. این پیشنهاد از طرف وزارت رفاه به وزارت جهاد کشاورزی ارائه شده است و در جلسات مشترک که نمایندگان مجلس نیز در آن حضور دارند نهایی خواهد شد.

وزیر تعاون، کار و رفاه اجتماعی اعلام کرد: در جلسات مشترک دولت و مجلس، تلاش شده است شیوه‌ای کارآمد و قابل اتکا برای اجرای مرحله جدید کالا بزرگ طراحی شود. مردم می‌توانند از میان ۲ الگوی پیشنهادی، یکی را انتخاب کنند و اجرای نهایی طرح بر اساس گزینه مورد استقبال مردم خواهد بود. این روش هنوز نهایی نشده و نظر کارشناسان و مردم نقش تعیین‌کننده‌ای در شکل‌گیری نسخه نهایی دارد. وزیر تعاون، کار و رفاه اجتماعی در بخش دیگری از سخنان خود اشاره کرد: اعتبار طرح امنیت غذایی مادران دارای کودک شیرخوار (پسنا) از ۱۵۰۰ میلیارد تومان به ۳۰۰۰ میلیارد تومان افزایش یافته است.

باید توجه داشت که طرح کالا بزرگ الکترونیک در برنامه هفتم پیشرفت به عنوان یک قانون الزام‌آور تصویب شده، به همین دلیل قرار است تا پایان آبان ۱۴۰۴ به اجرا درآید. تفاوت اصلی آن با طرح‌های پیشین مانند سبد کالا در این است که مردم امکان انتخاب و خرید دارند و می‌توانند اعتبار تخصیص‌یافته را در فروشگاه‌های طرف قرارداد استفاده کنند.

■ **میزان اعتبار مورد نیاز**

اجرای کالا بزرگ در سال ۱۴۰۴ نیازمند اعتباری چند ده هزار میلیارد تومانی است. برآوردها نشان می‌دهد اگر

گروه اقتصادی: اولویت معیشتی خانوارهای ایرانی در سال‌های اخیر دولت و مجلس را به سمت سیاست‌های حمایتی تازه سوق داده است. یکی از مهم‌ترین این سیاست‌ها، اجرای طرح کالا بزرگ الکترونیک است که در برنامه هفتم پیشرفت به‌عنوان یک قانون الزام‌آور گنجانده شده است. محمدباقر قالیباف، رئیس مجلس شورای اسلامی تأکید کرده دولت موظف است این طرح را تا پایان آبان ۱۴۰۴ به اجرا درآورد؛ طرحی که باید به صورت کالا بزرگ باشد و نه سبد کالا، تا امکان انتخاب و خرید برای مردم فراهم شود. بر اساس پیشنهاد رئیس مجلس، در صورت کمبود اعتبارات دولت می‌تواند اجرای آن را ابتدا برای ۳ دهک پایین جامعه آغاز کند و سپس ۴ دهک بعدی را نیز به‌تدریج اضافه کند. البته سازمان برنامه و بودجه اطلاع داده منابع مورد نیاز تأمین شده است. اهمیت طرح جدید در آن است که با هدفمند کردن یارانه‌ها و ارائه تخفیف در کالاهای اساسی، فشار تورمی بر اقشار کم‌درآمد کاهش یابد و امنیت غذایی خانوارها تقویت شود.

درباره جزئیات آن احمد میدری، وزیر تعاون، کار و رفاه اجتماعی با اشاره به اینکه در شیوه جدید کالا بزرگ منابع اختصاص یافته در اختیار مردم قرار می‌گیرد، گفت: پیشنهاد ما به این شکل است که یا افراد می‌توانند مبلغ ۵۰۰ هزار تومان به ازای هر نفر از ۱۱ قلم کالا را از ۱۲ هزار فروشگاه که می‌توانند این کالاها را با قیمت مصوب عرضه کنند یا تخفیف حداقل ۲۰ درصد خریداری کنند؛ به عنوان مثال، اگر قیمت مصوب برنج ۷۰ هزار تومان است با ۲۰ درصد تخفیف می‌توانند کالا را خریداری کنند. یا در روش دیگر

گروه اقتصادی: کم‌آبی در فلات مرکزی ایران به نقطه‌ای رسیده که شیرین‌سازی و انتقال آب از خلیج‌فارس به عنوان گزینه‌ای استراتژیک در دستور کار دولت قرار گرفته است. هرچند این پروژه‌ها می‌توانند بخشی از نیاز صنایع بزرگ را تأمین کنند و مانع توقف تولید شوند اما هزینه‌های سنگین مانع به‌کارگیری آن در بخش شرب می‌شود.

کم‌آبی در ایران طی دهه اخیر از مرحله هشدار نازنجی به وضعیت قرمز رسیده است. استان‌های واقع در فلات مرکزی شامل یزد، کرمان، اصفهان و خراسان بیش از سایر نقاط کشور با کمبود منابع پایدار آب مواجهند. این شرایط موجب شده طرح‌های شیرین‌سازی و انتقال آب از خلیج‌فارس و دریای عمان به عنوان گزینه‌های استراتژیک در دستور کار دولت‌های اخیر قرار گیرد. بررسی‌های فنی نشان می‌دهد هزینه شیرین‌سازی هر مترمکعب آب کمتر از یک دلار است اما انتقال آن به مناطق مرکزی کشور با استفاده از خطوط لوله و پمپاژ، ۲ دلار دیگر به این رقم اضافه می‌کند. بنابراین قیمت تمام‌شده برای هر مترمکعب آب در مقصد نزدیک به ۳ دلار خواهد بود. این سطح هزینه برای مصارف خانگی و آب شرب، با توجه به یارانه‌های دولتی و تعرفه‌های پایین مشترکان، فاقد صرفه اقتصادی است. در مقابل، صنایع بزرگ که نیاز حیاتی به آب دارند و توان پرداخت هزینه‌های بالاتر را دارند، این روش را مقرون به صرفه تلقی کرده و در پروژه‌های شیرین‌سازی و انتقال سرمایه‌گذاری کرده‌اند. نمونه‌هایی از این

سرمایه‌گذاری‌ها در اصفهان به بهره‌برداری رسیده و مورد استفاده صنایع قرار گرفته است.

از منظر اقتصادی، تفاوت میان مصارف صنعتی و خانگی در این حوزه بسیار تعیین‌کننده است. صنایع فولاد، مس و پتروشیمی در مناطق مرکزی کشور به دلیل وابستگی شدید به منابع آبی، حاضر به پرداخت هزینه‌های بالای تأمین آب هستند. در مقابل، برای تأمین آب شرب شهری، دولت ناگزیر به استفاده از روش‌های کم‌هزینه‌تر مانند انتقال آب از سد‌های داخلی یا مدیریت منابع موجود است. به همین دلیل، شیرین‌سازی و انتقال آب از خلیج‌فارس به تهران یا سایر شهرهای بزرگ شمالی کشور عملاً توجیه اقتصادی ندارد. طرح اصلی انتقال آب به موسوم به «خط انتقال جنوب به فلات مرکزی» در سه فاز تعریف شده است. فاز نخست از بندرعباس تا سیرجان و یزد با طول حدود ۸۲۰ کیلومتر و ظرفیت سالانه ۳۰۰ میلیون مترمکعب در حال بهره‌برداری است. فاز دوم با هدف تأمین آب برای صنایع فولاد و مس در کرمان و چادرملو طراحی شده و فاز سوم توسعه خطوط فرعی به سمت خراسان جنوبی و رضوی را شامل می‌شود. برآوردهای وزارت نیرو نشان می‌دهد حجم کل آب مورد نیاز صنایع و شهرهای مرکزی کشور در اقف ۱۴۱۰ بیش از ۲ میلیارد مترمکعب در سال خواهد بود؛ رقمی که منابع داخلی توان تأمین آن را ندارند و وابستگی به طرح‌های شیرین‌سازی و انتقال را اجتناب‌ناپذیر می‌سازد.

شیرین‌سازی آب در ایران به عنوان یک راهکار فنی قابل

اجراست اما هزینه‌های بالای انتقال آن به مناطق مرکزی، استفاده از این روش را برای مصارف خانگی غیراقتصادی کرده است. در مقابل، صنایع بزرگ به دلیل نیاز حیاتی به آب و توان مالی بالاتر، این پروژه‌ها را مقرون به‌صرفه می‌دانند و به سرمایه‌گذاری در آنها روی آورده‌اند. آینده مدیریت آب در ایران به میزان توان دولت در ایجاد توازن میان هزینه‌های سنگین شیرین‌سازی و انتقال، نیازهای حیاتی صنایع و تأمین آب شرب پایدار برای شهروندان وابسته خواهد بود. بدون این توازن، کم‌آبی در فلات مرکزی می‌تواند به یکی از جدی‌ترین تهدیدهای اقتصادی و اجتماعی کشور در دهه‌های آینده تبدیل شود.

■ نقش انتقال آب در تأمین نیاز فلات مرکزی

انتقال آب به فلات مرکزی ایران از منظر تأمین نیاز، می‌تواند بخشی از کمبود را جبران کند. برآوردهای وزارت نیرو نشان می‌دهد حجم کل آب مورد نیاز صنایع و شهرهای مرکزی کشور در اقف ۱۴۱۰ بیش از ۲ میلیارد مترمکعب در سال خواهد بود. در حالی که منابع داخلی توان تأمین این رقم را ندارد، ظرفیت خطوط انتقال و شیرین‌سازی می‌تواند صدها میلیون مترمکعب آب را به این مناطق برساند و حداقل نیاز صنایع بزرگ فولاد، مس و پتروشیمی را پوشش دهد. در واقع بدون این طرح‌ها بسیاری از صنایع استراتژیک کشور با خطر توقف یا کاهش تولید مواجه خواهند شد.

با این حال باید توجه داشت که انتقال آب تنها یک راه‌حل مکمل

چرا تنظیم بازار شکست می‌خورد؛ وقتی داده نیست، تصمیم هم نیست

سیاست‌گذار اقتصادی می‌خواهد بازار را تنظیم کند اما تصویری از بازار ندارد؛ وقتی داده‌ها پر اکنده و ناقصند، سیاست‌گذاری به حدس و آزمون و خطا تبدیل می‌شود؛ تنظیم بازار بدون جرایان داده، یعنی تصمیم‌گیری در تاریکی

حلقه‌ای تصمیم می‌گیرد. در این داشبوردها موجودی کالا، مسیر حمل، وضعیت انبارها و حتی رفتار مصرف‌کننده به‌صورت زنده نمایش داده می‌شود. به همین دلیل سیاست‌ها دقیق، منعطف و متناسب با واقعیت بازار هستند. در ایران اما نبود چنین زیرساخت داده‌ای باعث شده تصمیمات اقتصادی بیشتر واکنشی باشد تا راهبردی. در واقع، در ایران هنوز تنظیم بازار را عملیاتی می‌دانیم، نه تحلیلی. در حالی که تنظیم بازار مدرن، بیش از آنکه توزیع فیزیکی کالا باشد، یک مساله تحلیلی و داده‌محور است. وقتی داده‌های گمرک، انبار، حمل‌ونقل و فروش به هم متصل باشند، دولت می‌تواند حتی قبل از وقوع کمبود، با پیش‌بینی رفتار بازار مداخله کند اما تا زمانی که این اتصال برقرار نشود، هر سیاست تنظیمی به آزمون و خطا ختم می‌شود. تصمیماتی، جلسات گرفته می‌شود، نه در جریان داده. در چنین شرایطی، سیاست‌گذار در تاریکی می‌خواهد بازار را کنترل کند و نتیجه شکست‌های تکراری است. مشکل تنظیم بازار در ایران ضعف در حکمرانی داده است. ما تصور می‌کنیم داده داریم اما در

لحظه‌ای تصمیم می‌گیرد. در این داشبوردها موجودی کالا، مسیر حمل، وضعیت انبارها و حتی رفتار مصرف‌کننده به‌صورت زنده نمایش داده می‌شود. به همین دلیل سیاست‌ها دقیق، منعطف و متناسب با واقعیت بازار هستند. در ایران اما نبود چنین زیرساخت داده‌ای باعث شده تصمیمات اقتصادی بیشتر واکنشی باشد تا راهبردی. در واقع، در ایران هنوز تنظیم بازار را عملیاتی می‌دانیم، نه تحلیلی. در حالی که تنظیم بازار مدرن، بیش از آنکه توزیع فیزیکی کالا باشد، یک مساله تحلیلی و داده‌محور است. وقتی داده‌های گمرک، انبار، حمل‌ونقل و فروش به هم متصل باشند، دولت می‌تواند حتی قبل از وقوع کمبود، با پیش‌بینی رفتار بازار مداخله کند اما تا زمانی که این اتصال برقرار نشود، هر سیاست تنظیمی به آزمون و خطا ختم می‌شود. تصمیماتی، جلسات گرفته می‌شود، نه در جریان داده. در چنین شرایطی، سیاست‌گذار در تاریکی می‌خواهد بازار را کنترل کند و نتیجه شکست‌های تکراری است. مشکل تنظیم بازار در ایران ضعف در حکمرانی داده است. ما تصور می‌کنیم داده داریم اما در

■ **جمع‌بندی**

تنظیم بازار بدون داده، مثل رانندگی در مه است. دولت می‌خواهد سرعت بگیرد اما نمی‌بیند مسیر کجاست. تا وقتی زنجیره داده در اقتصاد کشور برقرار نشود، هیچ سیاست تنظیمی نتیجه‌بخش نخواهد بود؛ تصمیم درست، از داده درست آغاز می‌شود.

■ **مسئول محور حکمرانی داده مینا اندیشکده حنان**



گروه اقتصادی: چندین کار گروه تنظیم بازار تشکیل می‌شود، چندین بخشنامه ابلاغ می‌شود، اما باز هم قیمت‌ها نوسان دارد و کمبودها تکرار می‌شود.

پرسش این است: چرا؟ زیرا تنظیم بازار در ایران بیشتر احساس‌محور است تا داده‌محور. تا زمانی که نظام توزیع شفاف و متصل نباشد، سیاست‌گذار نمی‌داند کجا باید مداخله کند و چطور.

تنظیم بازار در هر کشوری فرآیندی داده‌محور است. تصمیم‌گیر باید بداند چه کالایی، در چه حجمی، در کدام منطقه و در چه زمانی در دسترس است. در ایران اما این اطلاعات به شکل جزیره‌ای در اختیار چند نهاد مختلف است: گمرک از واردات اطلاع دارد، وزارت صمت از تخصیص، جهاد کشاورزی از تولید و سازمان حمایت از قیمت. در حالی که هیچ‌کدام این داده‌ها در یک سامانه واحد جمع نمی‌شود. در نتیجه، تنظیم بازار عملاً بر پایه حدس و گزارش‌های میدانی