

# تصویر آینده بازارها

گزارش هفتگی بازار ۴ مهر (شماره ۲)



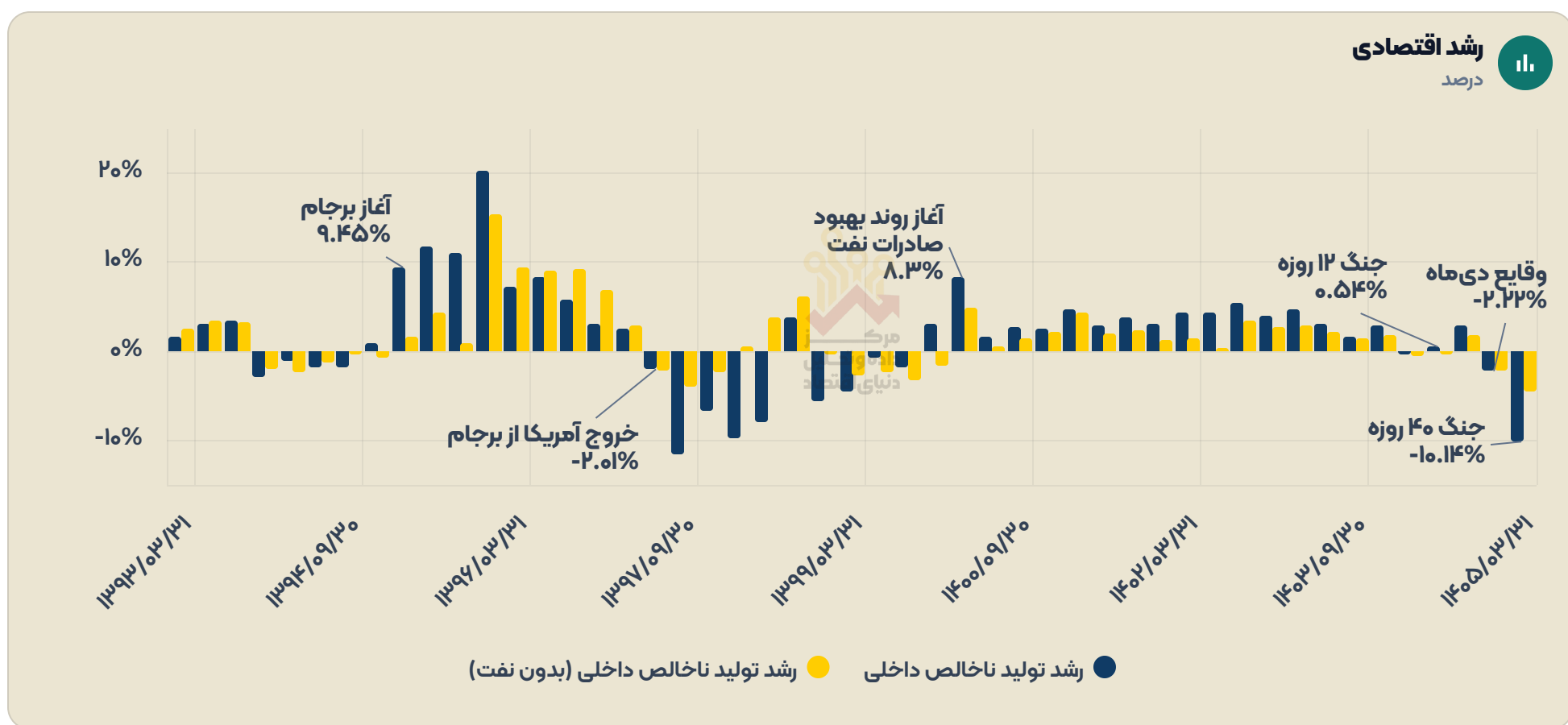
## هفته‌نامه تخصصی بازارهای ایران و جهان

## دورنما

انقباض اقتصاد؛ رکود عمیق‌تری در راه است؟ | دلار دوباره به سقف رسید؛ این بار نوبت شکست است؟ |

دلار به طلا شتاب داد، اونس سرعتش را گرفت | آیا بورس، احساس رکورد صعود را می‌شکند؟ |

مسکن زیر سقف تعادلی دلاری؛ آیا بازار به هیانگین بازمی‌گردد؟ | طلا در کشاکش نیروهای متضاد؛ کفه ترازو به کدام سو می‌رود؟



رشد اقتصادی در بهار ۱۴۰۵ به منفی ۱۰.۱ درصد رسیده است؛ رقمی که از سال ۹۷ تاکنون بی‌سابقه بوده است. امری که نشان می‌دهد اقتصاد از وضعیت رشد ضعیف و ناپایدار سال گذشته، به یک انقباض جدی وارد شده است.

## انقباض اقتصاد؛ رکود عمیق‌تری در راه است؟



# اقتصاد ایران تا پایان ۱۴۰۵؛ چشم انداز رشد و نقدینگی



دکتر حسن خوشپور | اقتصاددان

برای برآورد اینکه رشد اقتصادی تا پایان سال ۱۴۰۵ در چه سطحی قرار خواهد گرفت و حجم نقدینگی چه مسیری را طی خواهد کرد، می‌توان به چند سند و وضعیت مشخص در اقتصاد کشور تکیه کرد. نخستین و شاید مهم‌ترین مبنا، بودجه مصوب سال ۱۴۰۵ است. بودجه سال ۱۴۰۵ خود از ابتدا با کسری قابل توجهی همراه بوده است. حتی اگر بخواهیم این بودجه را بدون در نظر گرفتن تحولات محیطی و اتفاقاتی که طی ماه‌های اخیر در اقتصاد کشور رخ داده بررسی کنیم، همین کسری به‌تنهایی می‌تواند دولت را به سمت افزایش بدهی، استفاده بیشتر از منابع شبکه بانکی و در نهایت افزایش پایه پولی و نقدینگی سوق دهد.

## اجتناب‌ناپذیر شدن کسری بودجه

احتمال عدم تحقق بخشی از درآمدهای نفتی بودجه تا پایان سال همچنان بالاست. وقتی بودجه مصوب خود با کسری مواجه است و هم‌زمان برخی از سرفصل‌های درآمدی نیز کمتر از میزان پیش‌بینی‌شده محقق می‌شوند، طبیعتاً کسری بودجه افزایش پیدا خواهد کرد.



مسئله مهم‌تر این است که به نظر می‌رسد تحقق برخی از اهداف و منابع پیش‌بینی‌شده در بودجه سال جاری نیز با مشکل مواجه شده است. یکی از مهم‌ترین موارد، درآمدهای نفتی است. به احتمال زیاد بخشی از درآمدهای پیش‌بینی‌شده از محل فروش نفت تا پایان سال محقق نخواهد شد. البته افزایش قیمت نفت می‌تواند تا حدودی کاهش مقدار صادرات را جبران کند، اما به نظر می‌رسد با توجه به مشکلات موجود در مسیر صادرات نفت، تغییرات قیمت به اندازه‌ای نیست که بتواند تمام کاهش حجم صادرات را جبران کند. بنابراین احتمال عدم تحقق بخشی از درآمدهای نفتی بودجه تا پایان سال همچنان بالاست. وقتی بودجه مصوب خود با کسری مواجه است و هم‌زمان برخی از سرفصل‌های درآمدی نیز کمتر از میزان پیش‌بینی‌شده محقق می‌شوند، طبیعتاً کسری بودجه افزایش پیدا خواهد کرد. در این شرایط، دولت برای تأمین هزینه‌های خود ناچار خواهد شد به روش‌هایی متوسل شود که می‌تواند به افزایش حجم نقدینگی منجر شود. افزایش نقدینگی نیز به نوبه خود پیامدهای تورمی خواهد داشت. افزایش تورم، هزینه تولید بنگاه‌ها را بالا می‌برد و بنگاه‌ها را ناچار می‌کند متناسب با افزایش هزینه تمام‌شده، قیمت فروش محصولات خود را افزایش دهند. در مقابل، دولت نیز معمولاً از طریق کنترل و سرکوب قیمت‌ها تلاش می‌کند مانع افزایش قیمت شود.

همین مسئله می‌تواند فعالیت بنگاه‌های اقتصادی را با رکود بیشتری مواجه کند. کاهش فعالیت بنگاه‌ها نیز ظرفیت دریافت مالیات از اقتصاد را کاهش خواهد داد. این موضوع اهمیت زیادی دارد، زیرا درآمدهای مالیاتی در بودجه سال ۱۴۰۵ و به احتمال زیاد در بودجه سال ۱۴۰۶ سهم مهمی در تأمین منابع دولت خواهند داشت.

در نتیجه، وقتی تولید کاهش پیدا کند، درآمدهای مالیاتی نیز تحت فشار قرار می‌گیرند و کسری بودجه بیشتر می‌شود. بنابراین تنها با بررسی سند بودجه و تحولاتی که بر سرفصل‌های درآمدی و هزینه‌ای آن اثر گذاشته‌اند، می‌توان انتظار داشت که از یک سو رشد اقتصادی کاهش پیدا کند و حتی احتمال رشد منفی وجود داشته باشد و از سوی دیگر، حجم نقدینگی افزایش پیدا کند.

## ۱ موضوع دوم

بی‌ثباتی و وضعیت تعلیقی است که از ابتدای سال جاری و حتی از ماه‌های پایانی سال گذشته بر اقتصاد کشور حاکم شده است. این بی‌ثباتی مستقیماً بر سرمایه‌گذاری و تولید اثر می‌گذارد. کاهش سرمایه‌گذاری به معنای کاهش ظرفیت تولید در اقتصاد است و می‌تواند رشد اقتصادی سال ۱۴۰۵ را کاهش دهد یا حتی آن را منفی کند. آمارهایی که تاکنون منتشر شده نیز نشان داده‌اند که رشد اقتصادی کشور در مقاطعی منفی بوده است. اگر همین وضعیت بی‌ثباتی و تعلیق ادامه پیدا کند، احتمال کاهش بیشتر تولید و افت تولید ناخالص داخلی افزایش خواهد یافت. در چنین شرایطی، دولت بار دیگر با مسئله افزایش هزینه‌ها مواجه خواهد شد. هزینه‌های دولت به دلیل تورم افزایش پیدا می‌کنند، در حالی که درآمدها ممکن است متناسب با آن رشد نکنند. بنابراین دولت برای جبران این شکاف مالی، باز هم تحت فشار قرار می‌گیرد که نقدینگی را افزایش دهد.

در چنین شرایطی، دولت بار دیگر با مسئله افزایش هزینه‌ها مواجه خواهد شد. هزینه‌های دولت به دلیل تورم افزایش پیدا می‌کنند، در حالی که درآمدها ممکن است متناسب با آن رشد نکنند. بنابراین دولت برای جبران این شکاف مالی، باز هم تحت فشار قرار می‌گیرد که نقدینگی را افزایش دهد.

## ۱ موضوع سوم

افزایش هزینه‌های ناشی از خسارت‌هایی است که جنگ به اقتصاد کشور وارد کرده است. بخشی از این خسارت‌ها مستقیماً به فرایندهای تولید آسیب زده‌اند. بخش قابل توجهی از این فرایندهای تولید نیز در اختیار بنگاه‌های دولتی یا شبه‌دولتی قرار دارند. برای جبران این خسارت‌ها، بنگاه‌ها یا باید از تسهیلات بانکی استفاده کنند یا از دولت درخواست حمایت مالی داشته باشند. در هر دو حالت، با توجه به محدودیت‌های مالی موجود در اقتصاد، تأمین منابع مورد نیاز این بنگاه‌ها می‌تواند به افزایش فشار بر شبکه بانکی و افزایش نقدینگی منجر شود.

از سوی دیگر، همین آسیب‌ها باعث کاهش تولید نیز می‌شوند. در نتیجه اقتصاد هم‌زمان با کاهش ظرفیت تولید و افزایش نیاز به منابع مالی مواجه خواهد شد. چنین وضعیتی می‌تواند تورم را افزایش دهد و افزایش تورم نیز به سطح عمومی قیمت کالاها و خدمات منتقل شود.

در این میان، دولت نیز به دلیل افزایش هزینه‌ها ناچار خواهد شد منابع بیشتری برای پوشش مخارج خود تأمین کند. ساختار بودجه در ایران نیز عمدتاً به شکلی است که ابتدا هزینه‌ها تعیین می‌شوند و سپس دولت به دنبال تأمین منابع لازم برای پوشش این هزینه‌ها می‌رود. بنابراین وقتی هزینه‌ها افزایش پیدا می‌کنند، فشار برای افزایش منابع مالی و در نتیجه نقدینگی نیز بیشتر خواهد شد.

در مجموع، پیش‌بینی من این است که تا پایان سال ۱۴۰۵، رشد تولید ناخالص داخلی کاهش پیدا خواهد کرد و حتی ممکن است اقتصاد با رشد منفی مواجه شود. هم‌زمان، به دلیل افزایش هزینه‌های دولت، کسری بودجه، کاهش احتمالی درآمدهای نفتی، افت سرمایه‌گذاری و هزینه‌های ناشی از خسارت‌های واردشده، حجم نقدینگی نیز افزایش خواهد یافت.

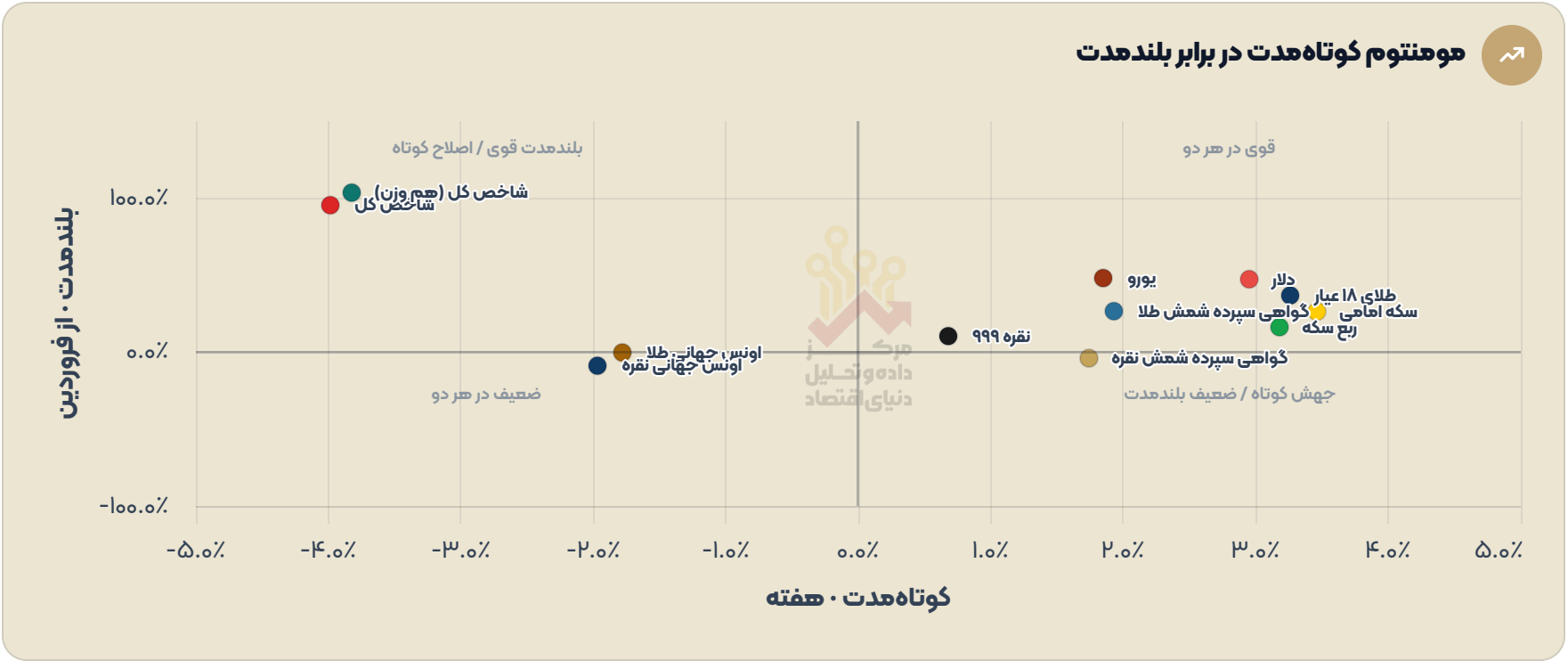
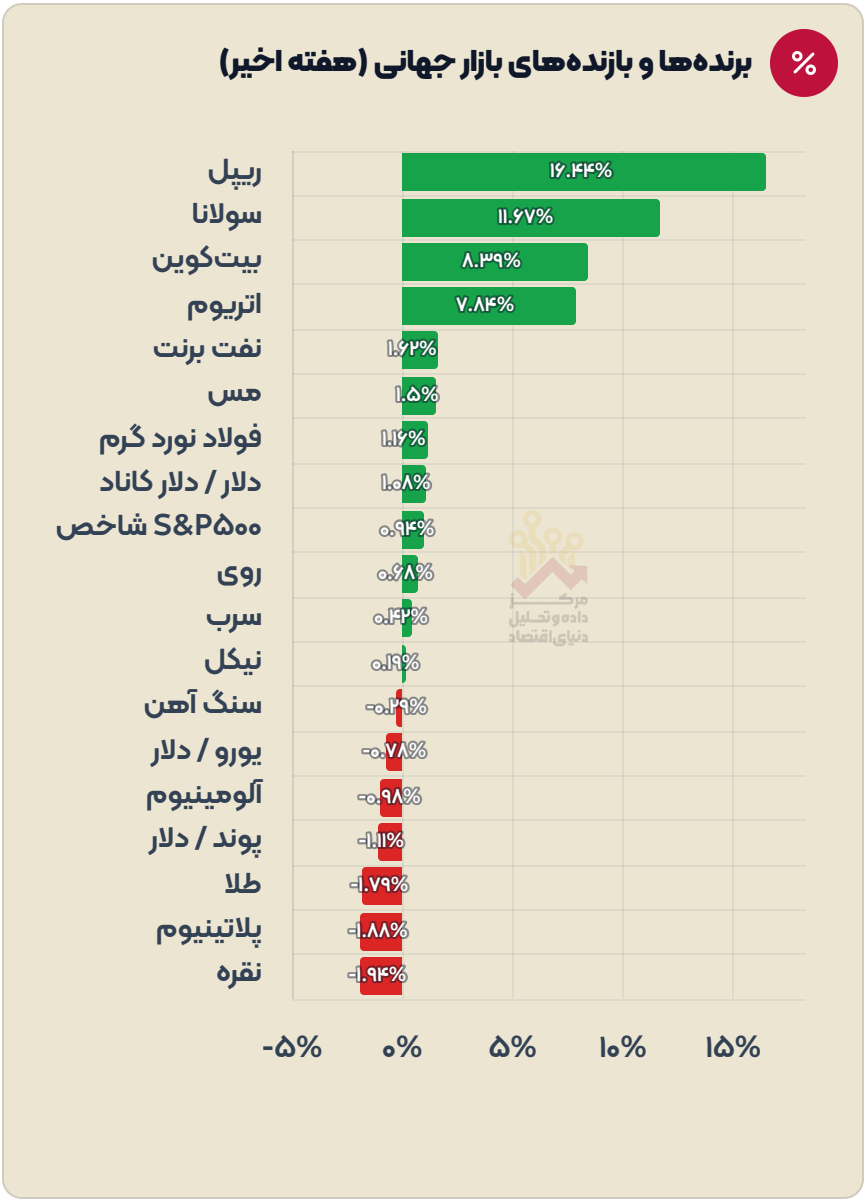
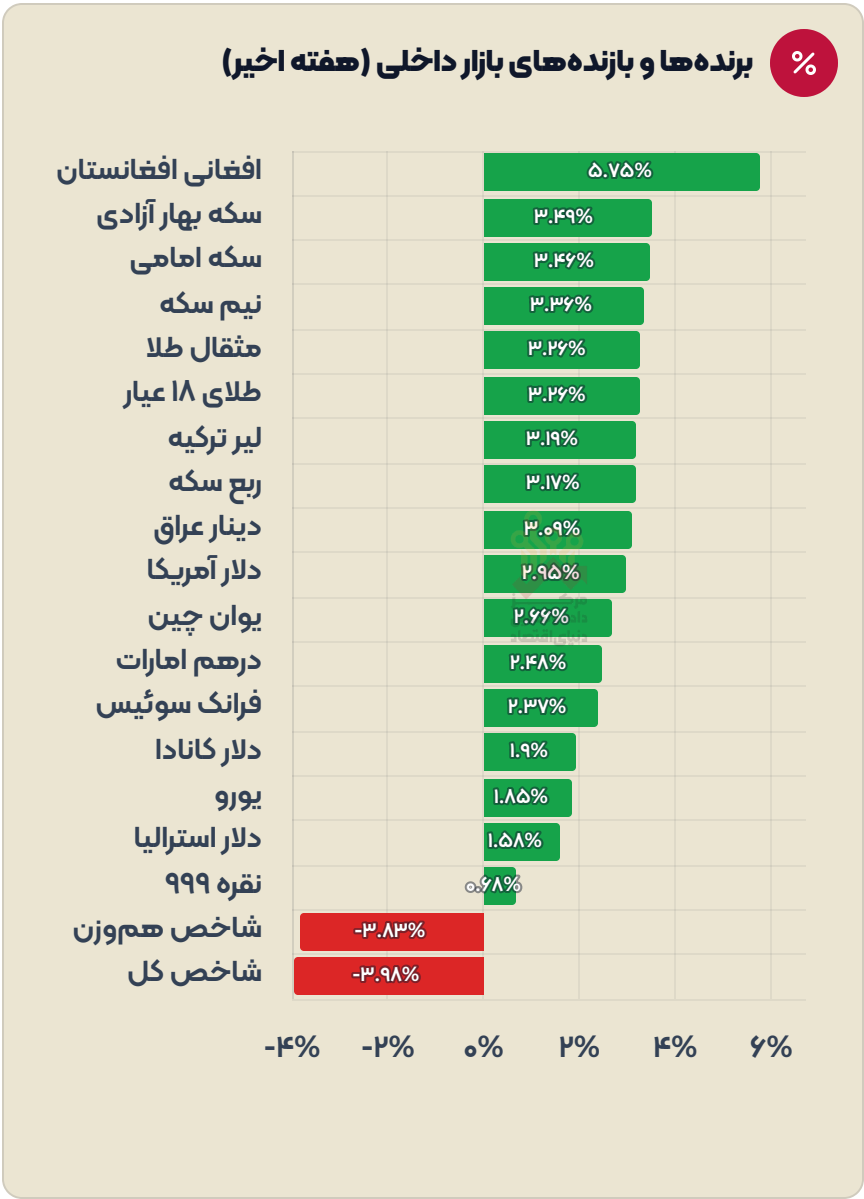
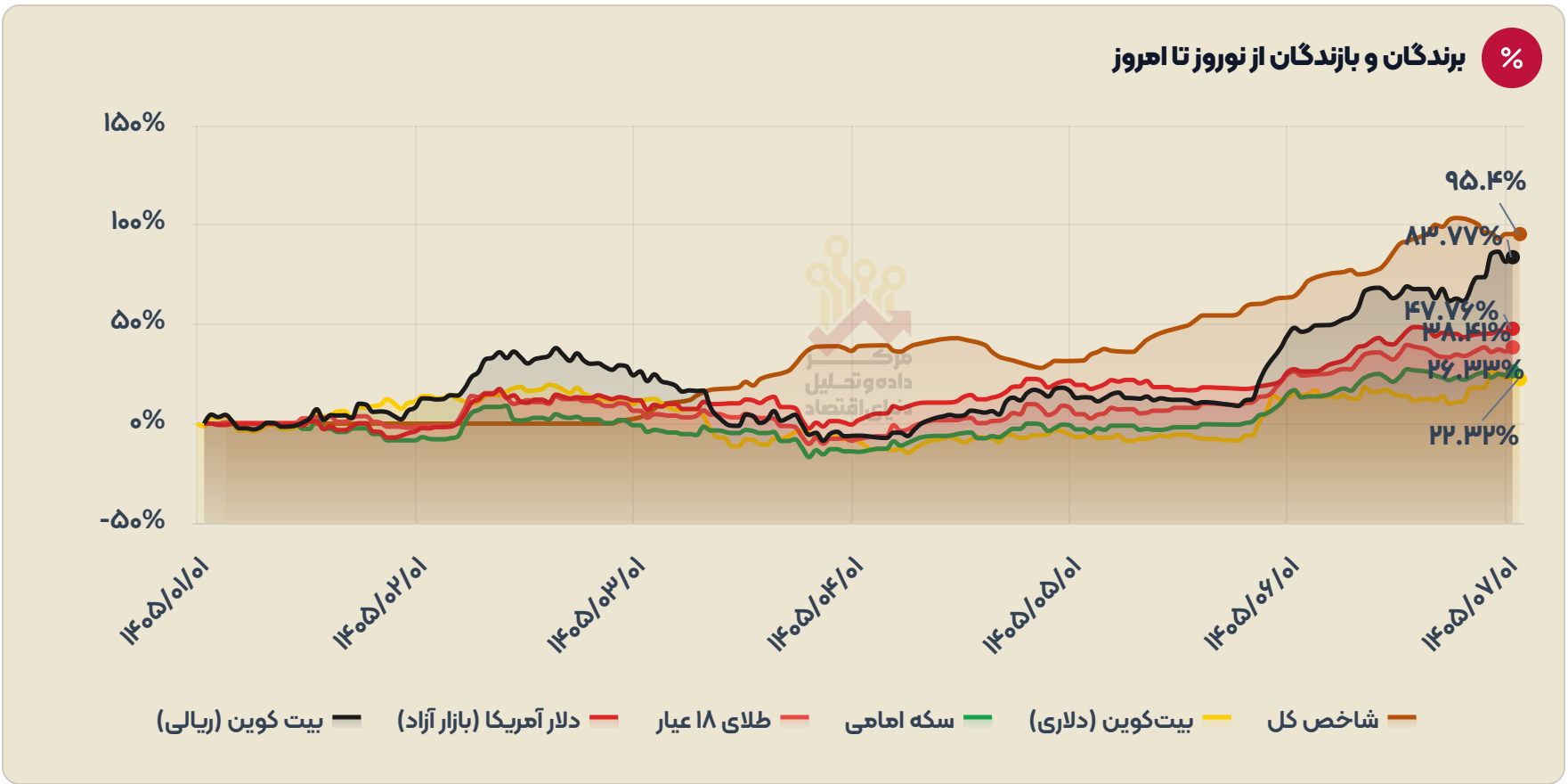
حتی اگر شرایط موجود از همین امروز نیز به پایان برسد، بخشی از آثار آن بر اقتصاد سال ۱۴۰۵ باقی خواهد ماند. بنابراین می‌توان انتظار داشت که اقتصاد ایران تا پایان سال با دو روند هم‌زمان مواجه باشد: کاهش تولید و افزایش حجم نقدینگی.



وضعیت بازارها در یک نگاه

|                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                              |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <div>دلار</div> <div>قیمت<br/>۲۳۴,۶۱۵</div> <div>هفته<br/>+۲/۹۵%</div> <div>ماه<br/>+۱۷/۰۲%</div> <div>سال<br/>+۱۱۸/۸۵%</div> <div>از فروردین<br/>+۴۷/۳۰%</div>            | <div>یورو</div> <div>قیمت<br/>۲۶۷,۱۴۰</div> <div>هفته<br/>+۱/۸۵%</div> <div>ماه<br/>+۱۴/۱۷%</div> <div>سال<br/>+۱۱۲/۰۸%</div> <div>از فروردین<br/>+۴۸/۰۵%</div>               | <div>یوان چین</div> <div>قیمت<br/>۳۵,۱۵۰</div> <div>هفته<br/>+۲/۶۶%</div> <div>ماه<br/>+۱۷/۸۳%</div> <div>سال<br/>+۱۳۳/۷۱%</div> <div>از فروردین<br/>+۵۴/۳۰%</div>      | <div>درهم امارات</div> <div>قیمت<br/>۶۳,۹۰۰</div> <div>هفته<br/>+۲/۴۸%</div> <div>ماه<br/>+۱۷/۰۱%</div> <div>سال<br/>+۱۱۸/۰۱%</div> <div>از فروردین<br/>+۴۹/۲۶%</div>        |
| <div>طلاي ۱۸ عيار</div> <div>قیمت<br/>۲۴,۱۲۴,۶۰۰</div> <div>هفته<br/>+۳/۲۶%</div> <div>ماه<br/>+۱۱/۴۱%</div> <div>سال<br/>+۱۴۲/۵۰%</div> <div>از فروردین<br/>+۳۶/۷۷%</div> | <div>اونس جهانی طلا</div> <div>قیمت<br/>۴,۲۹۳.۶۹ \$</div> <div>هفته<br/>-۲/۰۰%</div> <div>ماه<br/>-۶/۸۸%</div> <div>سال<br/>+۱۴/۵۲%</div> <div>از فروردین<br/>-۴/۴۰%</div>    | <div>نقره ۹۹۹</div> <div>قیمت<br/>۵۰۲,۱۷۰</div> <div>هفته<br/>+۰/۲۴%</div> <div>ماه<br/>+۹/۰۴%</div> <div>سال<br/>+۱۸۶/۶۳%</div> <div>از فروردین<br/>+۹/۰۷%</div>       | <div>سکه امامی</div> <div>قیمت<br/>۲۴۰,۰۱۰,۰۰۰</div> <div>هفته<br/>+۳/۴۶%</div> <div>ماه<br/>+۱۱/۶۳%</div> <div>سال<br/>+۱۲۴/۳۵%</div> <div>از فروردین<br/>+۲۶/۳۵%</div>     |
| <div>شاخص کل</div> <div>قیمت<br/>۷,۲۵۷,۰۴۳</div> <div>هفته<br/>-۳/۹۸%</div> <div>ماه<br/>+۱۳/۶۳%</div> <div>سال<br/>+۱۸۷/۴۹%</div> <div>از فروردین<br/>+۹۵/۴۰%</div>       | <div>شاخص کل (هم وزن)</div> <div>قیمت<br/>۱,۹۳۹,۰۲۰</div> <div>هفته<br/>-۳/۸۳%</div> <div>ماه<br/>+۷/۵۶%</div> <div>سال<br/>+۱۵۲/۰۷%</div> <div>از فروردین<br/>+۱۰۳/۵۳%</div> | <div>شاخص فرابورس</div> <div>قیمت<br/>۵۷,۶۱۲</div> <div>هفته<br/>-۱/۰۰%</div> <div>ماه<br/>+۱۳/۶۸%</div> <div>سال<br/>+۱۴۳/۵۲%</div> <div>از فروردین<br/>+۱۰۲/۹۲%</div> | <div>شاخص ۳۰ شرکت بزرگ</div> <div>قیمت<br/>۵۱۶,۳۳۶</div> <div>هفته<br/>-۵/۹۷%</div> <div>ماه<br/>+۱۴/۳۶%</div> <div>سال<br/>+۲۲۵/۳۴%</div> <div>از فروردین<br/>+۹۵/۹۸%</div> |
| <div>بیت‌کوین</div> <div>قیمت<br/>۸۴,۳۱۰.۱۸ \$</div> <div>هفته<br/>+۱۰/۰۲%</div> <div>ماه<br/>+۶/۴۴%</div> <div>سال<br/>-۲۵/۶۴%</div> <div>از فروردین<br/>+۲۲/۹۲%</div>    | <div>اترיום</div> <div>قیمت<br/>۲,۷۱۰.۳۳ \$</div> <div>هفته<br/>+۷/۷۹%</div> <div>ماه<br/>+۱۰/۲۷%</div> <div>سال<br/>-۳۲/۷۷%</div> <div>از فروردین<br/>+۳۰/۵۱%</div>          | <div>ریپل</div> <div>قیمت<br/>۱.۵۵۲۷ \$</div> <div>هفته<br/>+۱۶/۲۱%</div> <div>ماه<br/>+۹/۴۶%</div> <div>سال<br/>-۴۵/۱۵%</div> <div>از فروردین<br/>+۱۰/۴۷%</div>        | <div>سولانا</div> <div>قیمت<br/>۱۱۸.۷۷ \$</div> <div>هفته<br/>+۱۱/۵۴%</div> <div>ماه<br/>+۲۲/۹۱%</div> <div>سال<br/>-۴۱/۵۲%</div> <div>از فروردین<br/>+۳۵/۷۹%</div>          |
| <div>نفت برنت</div> <div>قیمت<br/>۱۰۵.۱۶ \$</div> <div>هفته<br/>+۱/۲۴%</div> <div>ماه<br/>+۲۰/۹۶%</div> <div>سال<br/>+۵۱/۹۲%</div> <div>از ژانویه<br/>+۷۲/۸۲%</div>        | <div>نفت WTI</div> <div>قیمت<br/>۹۲.۷۳۷۳ \$</div> <div>هفته<br/>-۳/۴۸%</div> <div>ماه<br/>+۱۲/۷۸%</div> <div>سال<br/>+۴۱/۱۱%</div> <div>از ژانویه<br/>+۶۱/۵۱%</div>           | <div>گاز اروپا</div> <div>قیمت<br/>۷۱.۷۹۶۷ \$</div> <div>هفته<br/>-۹/۷۱%</div> <div>ماه<br/>+۹/۱۵%</div> <div>سال<br/>+۱۱۶/۶۸%</div> <div>از ژانویه<br/>+۱۵۴/۹۵%</div>  | <div>بنزین</div> <div>قیمت<br/>۳.۵۰۲۹ \$</div> <div>هفته<br/>-۰/۷۰%</div> <div>ماه<br/>+۱۸/۳۲%</div> <div>سال<br/>+۷۱/۹۱%</div> <div>از ژانویه<br/>+۱۰۴/۷۴%</div>            |
| <div>سنگ آهن</div> <div>قیمت<br/>۹۷.۱۴ \$</div> <div>هفته<br/>-۰/۲۹%</div> <div>ماه<br/>+۱/۸۲%</div> <div>سال<br/>-۷/۹۶%</div> <div>از ژانویه<br/>-۹/۳۳%</div>             | <div>مس</div> <div>قیمت<br/>۶.۷۱۷۴ \$</div> <div>هفته<br/>+۱/۵۵%</div> <div>ماه<br/>+۱/۷۹%</div> <div>سال<br/>+۴۲/۵۹%</div> <div>از ژانویه<br/>+۱۸/۲۲%</div>                  | <div>فولاد</div> <div>قیمت<br/>۳,۱۰۷ \$</div> <div>هفته<br/>-۰/۰۳%</div> <div>ماه<br/>+۱/۴۰%</div> <div>سال<br/>+۰/۹۸%</div> <div>از ژانویه<br/>+۰/۳۶%</div>            | <div>آلومینیوم</div> <div>قیمت<br/>۳,۲۶۱.۶۸ \$</div> <div>هفته<br/>-۱/۰۶%</div> <div>ماه<br/>+۱/۱۵%</div> <div>سال<br/>+۲۲/۹۶%</div> <div>از ژانویه<br/>+۸/۸۷%</div>         |

وضعیت بازارها





#### شاخص کل

#### ۲ ماه مثبت متوالی

از سال ۱۳۸۷، ۲۸ بار حداقل ۲ ماه مثبت متوالی دیده‌ایم.

از این ۲۸ بار، ۱۷ بار ماه بعد هم مثبت مانده (۶۱٪).

آخرین بازدهی ماهانه ۲۴/۶۸٪+

#### دلار آمریکا

#### ۴ ماه مثبت متوالی

از سال ۱۳۹۰، ۱۳ بار حداقل ۴ ماه مثبت متوالی دیده‌ایم.

از این ۱۳ بار، ۸ بار ماه بعد هم مثبت مانده (۶۲٪).

آخرین بازدهی ماهانه ۰/۶۱٪+

#### بیت‌کوین

#### ۲ هفته مثبت متوالی

از سال ۲۰۲۱، ۳۰ بار حداقل ۲ هفته مثبت متوالی دیده‌ایم.

از این ۳۰ بار، ۱۴ بار هفته بعد هم مثبت مانده (۴۷٪).

آخرین بازدهی هفتگی ۳/۹۹٪+

#### مقایسه ریسک دارایی‌های مختلف

درصد زیان



| نهاد         | ۶۰ روزه  |           | ۲۰۰ روزه |           | کل تاریخچه |           |
|--------------|----------|-----------|----------|-----------|------------|-----------|
|              | ES (۹۵٪) | VaR (۹۵٪) | ES (۹۵٪) | VaR (۹۵٪) | ES (۹۵٪)   | VaR (۹۵٪) |
| شاخص کل      | ۲/۳۱٪    | ۱/۹۸٪     | ۲/۳۴٪    | ۱/۵۲٪     | ۲/۳۵٪      | ۱/۵۲٪     |
| دلار آمریکا  | ۲/۵۱٪    | ۱/۸۷٪     | ۲/۷۵٪    | ۲/۳۷٪     | ۴/۷۹٪      | ۲/۳۷٪     |
| سکه امامی    | ۲/۸۲٪    | ۲/۱۴٪     | ۳/۰۲٪    | ۲/۴۷٪     | ۴/۵۱٪      | ۲/۴۷٪     |
| ربع سکه      | ۴/۶۶٪    | ۳/۱۱٪     | ۵/۰۰٪    | ۳/۰۸٪     | ۵/۱۰٪      | ۳/۰۸٪     |
| طلای ۱۸ عیار | ۲/۷۸٪    | ۱/۹۷٪     | ۲/۹۴٪    | ۲/۱۴٪     | ۴/۰۲٪      | ۲/۱۴٪     |
| نقره ۹۹۹     | ۳/۶۸٪    | ۳/۰۹٪     | ۷/۵۱٪    | ۱۲/۴۸٪    | ۹/۹۸٪      | ۳/۹۰٪     |

Semi Std: شبه‌انحراف معیار؛ VaR(Value at Risk): ارزش در معرض ریسک؛ ES(Expected Shortfall): ریزش مورد انتظار / اعداد بزرگ‌تر نشان‌دهنده ریسک بیشتر

#### نسبت بازدهی به ریسک دارایی‌های مختلف

۱۱۰

| نهاد         | ۶۰ روزه |         |        | ۲۰۰ روزه |         |        | کل تاریخچه |         |        |
|--------------|---------|---------|--------|----------|---------|--------|------------|---------|--------|
|              | شاخص    | سورتنیو | کالمار | شاخص     | سورتنیو | کالمار | شاخص       | سورتنیو | کالمار |
| شاخص کل      | +۴/۶۹   | +۷/۹۲   | +۳۰/۴۳ | +۳/۱۷    | +۵/۱۱   | +۹/۴۷  | +۰/۵۴      | +۰/۵۶   | +۱/۰۱  |
| دلار آمریکا  | +۱/۹۰   | +۳/۰۳   | +۲۵/۶۱ | +۰/۳۱    | +۰/۴۱   | +۳/۳۴  | -۰/۰۷      | -۰/۱۰   | +۰/۷۹  |
| سکه امامی    | +۲/۳۳   | +۳/۹۵   | +۳۷/۲۲ | -۰/۳۱    | -۰/۳۹   | +۱/۰۶  | +۰/۱۴      | +۰/۲۰   | +۱/۰۴  |
| ربع سکه      | +۱/۶۳   | +۲/۵۱   | +۲۲/۲۴ | +۰/۶۹    | +۰/۹۴   | +۳/۰۴  | +۰/۱۴      | +۰/۲۱   | +۱/۰۳  |
| طلای ۱۸ عیار | +۲/۲۶   | +۳/۹۰   | +۲۴/۹۹ | -۰/۲۷    | -۰/۳۵   | +۱/۲۵  | +۰/۱۰      | +۰/۱۴   | +۱/۰۵  |
| نقره ۹۹۹     | +۲/۴۰   | +۳/۸۵   | +۲۴/۰۹ | +۰/۷۴    | +۱/۱۲   | +۱/۷۹  | +۰/۶۱      | +۱۱/۹۳  | +۰/۶۶  |

نرخ بدون ریسک ۴۰ درصد سالانه در نظر گرفته شده است. / اعداد بزرگ‌تر نشان‌دهنده بازدهی بیشتر در ازای تحمل هر واحد ریسک هستند.

#### همبستگی دارایی‌های مختلف در ۶۰ روز اخیر

۵۵

| نهاد         | شاخص کل | دلار آمریکا | طلای ۱۸ عیار | نقره ۹۹۹ | نفت   | مسکن تهران |
|--------------|---------|-------------|--------------|----------|-------|------------|
| شاخص کل      | ۱/۰۰    | -۰/۲۶       | -۰/۲۴        | -۰/۰۴    | -۰/۲۹ | -۰/۱۲      |
| دلار آمریکا  | -۰/۲۶   | ۱/۰۰        | ۰/۶۹         | ۰/۲۷     | ۰/۲۲  | -۰/۰۲      |
| طلای ۱۸ عیار | -۰/۲۴   | ۰/۶۹        | ۱/۰۰         | ۰/۵۰     | ۰/۱۳  | -۰/۰۳      |
| نقره ۹۹۹     | -۰/۰۴   | ۰/۲۷        | ۰/۵۰         | ۱/۰۰     | -۰/۰۱ | -۰/۰۹      |
| نفت          | -۰/۲۹   | ۰/۲۲        | ۰/۱۳         | -۰/۰۱    | ۱/۰۰  | ۰/۱۱       |
| مسکن تهران   | -۰/۱۲   | -۰/۰۲       | -۰/۰۳        | -۰/۰۹    | ۰/۱۱  | ۱/۰۰       |

\*\*عدد نزدیک به ۱ نشان می‌دهد که دو دارایی معمولاً هم‌جهت با یکدیگر حرکت کرده‌اند، در حالی که عدد نزدیک به منفی ۱ بیانگر حرکت آن‌ها در جهت مخالف یکدیگر است. اعداد نزدیک به صفر نیز نشان می‌دهند که بین حرکات دو دارایی، رابطه یا الگوی مشخصی وجود نداشته است.

ایران و جهان

## محرک‌های هفته گذشته؛ کدام خبرها هنوز قیمت‌سازند؟

| اهمیت                                                                       | خبر   | اثر احتمالی                                                                                                                       |
|-----------------------------------------------------------------------------|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| حیاتی                                                                       | ایران | تشدید نگرانی درباره رکود اقتصادی و کاهش سطح فعالیت اقتصادی کشور                                                                   |
| کاهش ۱۰.۱ درصدی تولید ناخالص داخلی در بهار ۱۴۰۵                             |       |                                                                                                                                   |
| بالا                                                                        | جهان  | احتمال کاهش تنش تجاری و مذاکره درباره ایران، فناوری و تجارت                                                                       |
| سفر سه‌روزه شی‌جین‌پینگ به آمریکا و دیدار با ترامپ                          |       |                                                                                                                                   |
| متوسط                                                                       | جهان  | افزایش هزینه تأمین مالی و فشار بر بازار سهام، طلا و اقتصادهای بدهکار                                                              |
| افزایش بازده اوراق ه‌اساله آمریکا به بالای ۵ درصد                           |       |                                                                                                                                   |
| حیاتی                                                                       | ایران | افزایش انتظارات تورمی، رشد هزینه واردات و افزایش فشار بر قیمت کالاها و دارایی‌ها                                                  |
| افزایش مجدد قیمت دلار بازار آزاد تا ۲۳۵ هزار تومان                          |       |                                                                                                                                   |
| بالا                                                                        | جهان  | افزایش فشار تورمی در اقتصادهای بزرگ و احتمال تداوم سیاست پولی انقباضی                                                             |
| قرارگیری مجدد روند قیمت نفت برنت در مسیر صعودی                              |       |                                                                                                                                   |
| حیاتی                                                                       | ایران | کاهش درآمدهای نفتی و فشار بر منابع ارزی و بودجه دولت                                                                              |
| افت ۲۶ درصدی ارزش افزوده استخراج نفت و گاز کشور در بهار                     |       |                                                                                                                                   |
| متوسط                                                                       | جهان  | افزایش ریسک ژئوپلیتیک و احتمال تداوم اختلال در بازار انرژی                                                                        |
| تکرار تهدیدهای ترامپ علیه ایران در مجمع عمومی سازمان ملل                    |       |                                                                                                                                   |
| متوسط                                                                       | جهان  | افزایش فشار بر طلا در کوتاه‌مدت و کاهش جذابیت آن در برابر دارایی‌های دیگر                                                         |
| ادامه روند نزولی طلای جهانی در هفته جاری                                    |       |                                                                                                                                   |
| متوسط                                                                       | جهان  | گران‌تر شدن طلا برای دارندگان سایر ارزها و کاهش تقاضای جهانی                                                                      |
| تقویت دلار آمریکا؛ رسیدن شاخص دلار به بالاترین سطح دو ماه اخیر              |       |                                                                                                                                   |
| متوسط                                                                       | ایران | افزایش حمایت معیشتی خانوارهای آسیب‌پذیر و جبران بخشی از اثر افزایش قیمت کالاهای اساسی                                             |
| شناسایی ۴۴ میلیون نفر برای افزایش رقم کالابرج از مهر                        |       |                                                                                                                                   |
| بالا                                                                        | جهان  | افزایش انتظارات برای ادامه سیاست انقباضی فدرال رزرو، تقویت دلار و بازده اوراق، افزایش هزینه فرصت نگهداری طلا و فشار کاهشی بر قیمت |
| اظهارات اخیر مقام‌های فدرال رزرو احتمال افزایش دوباره نرخ بهره              |       |                                                                                                                                   |
| بالا                                                                        | جهان  | افزایش هزینه استقراض دولت‌ها و شرکت‌ها و احتمال فشار بیشتر بر سرمایه‌گذاری و بازارهای سهام                                        |
| تداوم افزایش نرخ‌های بهره و بازده اوراق در اقتصادهای بزرگ                   |       |                                                                                                                                   |
| پایین                                                                       | جهان  | پیامدهای مهم برای بازار کار، صندوق‌های بازنشستگی، هزینه‌های سلامت، سیاست‌های جمعیتی و الگوی مصرف خانوارها                         |
| انتشار گزارش مرکز آمار آمریکا در رابطه با افزایش سرعت سالمندی جمعیت در جهان |       |                                                                                                                                   |

# تقویم اقتصادی؛ وقایع اثرگذار هفته گذشته

هفته‌ای که گذشت

۱۴۰۵/۰۷/۰۳ — ۱۴۰۵/۰۶/۲۸

تقویم اقتصادی

### چهارشنبه ۱ مهر

|                            |                |         |     |     |              |     |
|----------------------------|----------------|---------|-----|-----|--------------|-----|
| شاخص PMI خدمات S&P Global  | فعالیت اقتصادی | ۱۷:۱۵   | USA | USD | ایالات متحده | ... |
| قبلی                       | پیش‌بینی       | واقعی*  |     |     |              |     |
| ۵۶/۵                       | ۵۵/۸           | ۵۸/۷    |     |     |              |     |
| شاخص PMI تولیدی S&P Global | فعالیت اقتصادی | ۱۷:۱۵   | USA | USD | ایالات متحده | ... |
| قبلی                       | پیش‌بینی       | واقعی*  |     |     |              |     |
| ۵۳/۹                       | ۵۳/۶           | ۵۷      |     |     |              |     |
| ذخایر نفت خام              | تراز           | ۱۸:۰۰   | USA | USD | ایالات متحده | ... |
| قبلی                       | پیش‌بینی       | واقعی   |     |     |              |     |
| -۰/۶۴ M                    | -۰/۷ M         | ۲/۹۶۹ M |     |     |              |     |

### پنجشنبه ۲ مهر

|                          |                |       |     |     |              |     |
|--------------------------|----------------|-------|-----|-----|--------------|-----|
| درخواست‌های اولیه بیکاری | اشتغال         | ۱۶:۰۰ | USA | USD | ایالات متحده | ... |
| قبلی                     | پیش‌بینی       | واقعی |     |     |              |     |
| ۱۹۸ K                    | ۲۰۱ K          | ۱۹۷ K |     |     |              |     |
| فروش خانه‌های نوساز      | فعالیت اقتصادی | ۱۷:۳۰ | USA | USD | ایالات متحده | ... |
| قبلی                     | پیش‌بینی       | واقعی |     |     |              |     |
| ۶۴۳ K                    | ۶۱۵ K          | ۶۸۴ K |     |     |              |     |

### جمعه ۳ مهر

|                        |                |        |     |     |              |     |
|------------------------|----------------|--------|-----|-----|--------------|-----|
| سفارشات کالاهای بادوام | فعالیت اقتصادی | ۱۶:۰۰  | USA | USD | ایالات متحده | ... |
| قبلی                   | پیش‌بینی       | واقعی* |     |     |              |     |
| ۰/۹%                   | -۰/۳%          | ۰%     |     |     |              |     |



تقویم اقتصادی؛ بازار در هفته پیش‌رو به چه چیزهایی چشم دارد؟

هفته‌ای که پیش روست

۱۴۰۵/۰۷/۱۰ — ۱۴۰۵/۰۷/۰۴

تقویم اقتصادی

| سه‌شنبه ۷ مهر |           |                    |                                                  |
|---------------|-----------|--------------------|--------------------------------------------------|
| ۰۸:۰۰         | Australia | AUD · استرالیا     | تصمیم نرخ بهره بانک مرکزی استرالیا<br>بانک مرکزی |
| ۱۷:۳۰         | USA       | USD · ایالات متحده | فرصت‌های شغلی JOLTS<br>اشتغال                    |
| ۱۷:۳۰         | USA       | USD · ایالات متحده | شاخص اعتماد مصرف‌کننده CB                        |

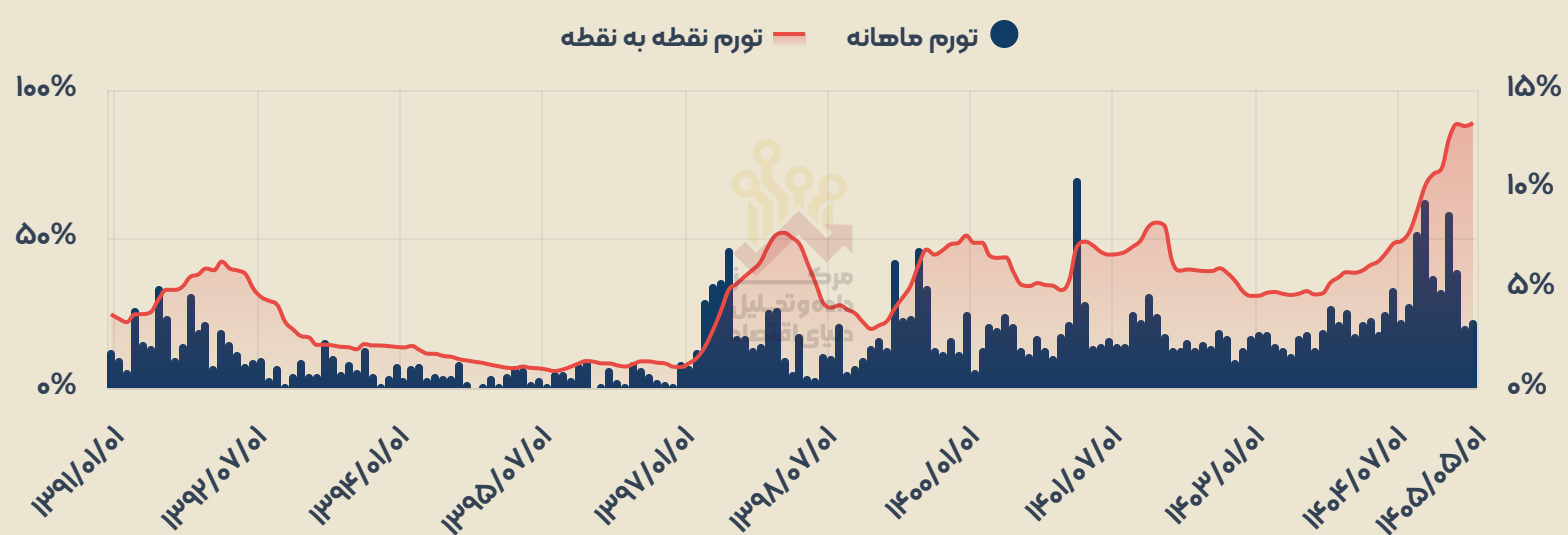
| چهارشنبه ۸ مهر |         |                    |                                            |
|----------------|---------|--------------------|--------------------------------------------|
| ۰۵:۰۰          | China   | CNY · چین          | شاخص PMI بخش تولید<br>فعالیت اقتصادی       |
| ۰۹:۳۰          | UK      | GBP · بریتانیا     | تولید ناخالص داخلی (GDP)<br>فعالیت اقتصادی |
| ۰۹:۳۰          | UK      | GBP · بریتانیا     | تولید ناخالص داخلی (GDP)<br>فعالیت اقتصادی |
| ۱۵:۳۰          | Germany | EUR · آلمان        | شاخص قیمت مصرف‌کننده آلمان (CPI)<br>تورم   |
| ۱۵:۴۵          | USA     | USD · ایالات متحده | تغییر اشتغال غیرکشاورزی ADP<br>اشتغال      |
| ۱۶:۰۰          | USA     | USD · ایالات متحده | تولید ناخالص داخلی (GDP)<br>فعالیت اقتصادی |
| ۱۶:۰۰          | USA     | USD · ایالات متحده | شاخص قیمت PCE هسته<br>تورم                 |
| ۱۶:۰۰          | USA     | USD · ایالات متحده | شاخص قیمت PCE هسته<br>تورم                 |
| ۱۷:۱۵          | USA     | USD · ایالات متحده | شاخص PMI شیکاگو<br>فعالیت اقتصادی          |
| ۱۸:۰۰          | USA     | USD · ایالات متحده | ذخایر نفت خام<br>تراز                      |

| پنجشنبه ۹ مهر |     |                    |                                              |
|---------------|-----|--------------------|----------------------------------------------|
| ۱۶:۰۰         | USA | USD · ایالات متحده | درخواست‌های اولیه بیکاری<br>اشتغال           |
| ۱۷:۱۵         | USA | USD · ایالات متحده | شاخص PMI تولیدی S&P Global<br>فعالیت اقتصادی |
| ۱۷:۳۰         | USA | USD · ایالات متحده | شاخص قیمت‌های تولیدی ISM<br>تورم             |
| ۱۷:۳۰         | USA | USD · ایالات متحده | شاخص PMI تولیدی ISM<br>فعالیت اقتصادی        |

| جمعه ۱۰ مهر |        |                    |                                    |
|-------------|--------|--------------------|------------------------------------|
| ۱۲:۳۰       | Europe | EUR · منطقه یورو   | شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI)<br>تورم |
| ۱۶:۰۰       | USA    | USD · ایالات متحده | میانگین دستمزد ساعتی<br>اشتغال     |
| ۱۶:۰۰       | USA    | USD · ایالات متحده | نرخ بیکاری<br>اشتغال               |
| ۱۶:۰۰       | USA    | USD · ایالات متحده | اشتغال کشاورزی<br>اشتغال           |

## اقتصاد ایران به روایت اعداد

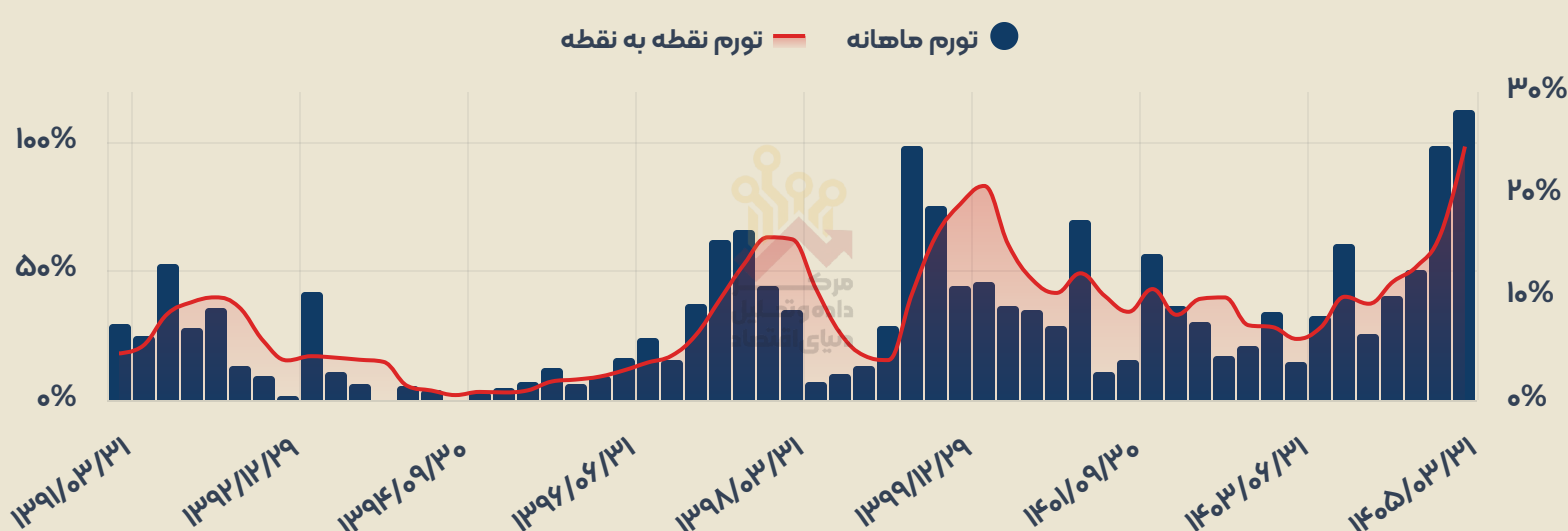
تورم ماهانه و نقطه به نقطه مصرف کننده



تورم مصرف کننده به تفکیک بخش ها؛ مرداد ۱۴۰۵

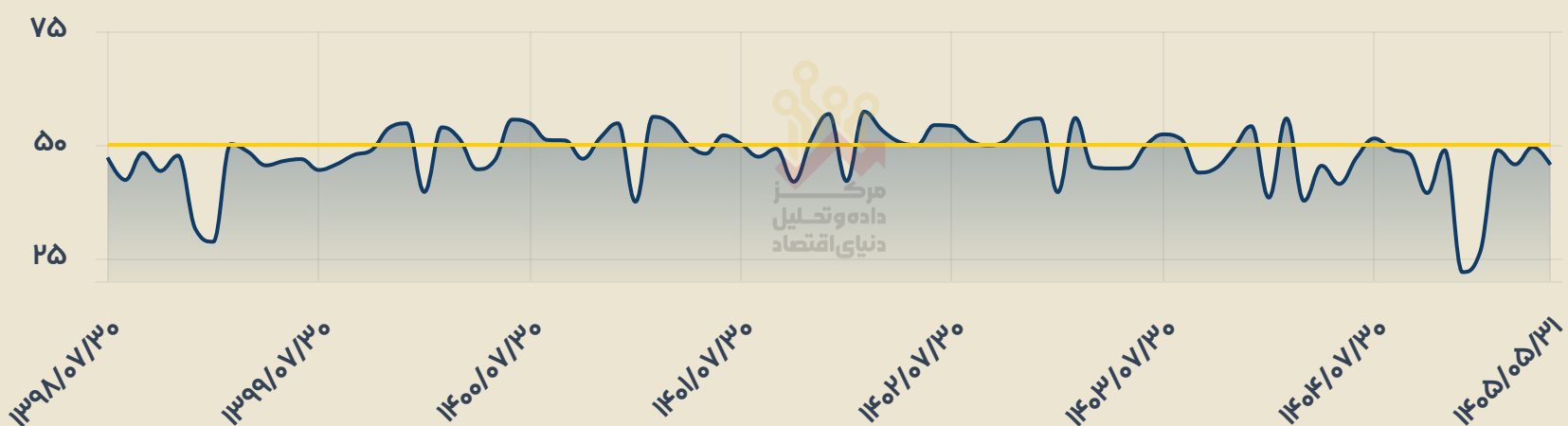
| بخش               | مقدار   | رشد ماهانه | رشد سالانه | رشد از فروردین | رشد ۵ ساله |
|-------------------|---------|------------|------------|----------------|------------|
| خوراکی و آشامیدنی | ۱,۰۱۵/۳ | +۳/۶۱٪     | +۱۲۷/۵۰٪   | +۲۲/۱۸٪        | +۹۷۵/۶۷٪   |
| دخانیات           | ۹۴۳/۸   | +۱/۸۲٪     | +۱۶۰/۵۰٪   | +۳۰/۱۹٪        | +۹۱۰/۵۶٪   |
| پوشاک و کفش       | ۷۱۲/۴   | +۴/۲۱٪     | +۹۰/۱۳٪    | +۳۱/۵۸٪        | +۶۴۹/۵۲٪   |
| لوازم خانگی       | ۷۱۱/۸   | +۴/۷۰٪     | +۱۱۷/۸۰٪   | +۴۰/۹۳٪        | +۶۳۸/۳۵٪   |
| حمل و نقل         | ۶۶۱/۴   | +۲/۵۱٪     | +۱۰۴/۸۳٪   | +۳۴/۱۹٪        | +۵۸۲/۳۰٪   |
| مسکن              | ۴۵۷     | +۳/۰۲٪     | +۳۷/۲۶٪    | +۱۱/۹۹٪        | +۳۷۷/۴۲٪   |
| بهداشت و درمان    | ۷۰۹     | +۲/۲۹٪     | +۸۷/۵۴٪    | +۳۹/۳۱٪        | +۶۲۰/۱۳٪   |
| ارتباطات          | ۳۹۵     | +۶/۷۱٪     | +۹۸/۷۹٪    | +۲۹/۳۸٪        | +۳۰۱/۷۸٪   |
| تفریح و فرهنگ     | ۶۷۰/۲   | +۴/۱۷٪     | +۹۸/۳۲٪    | +۳۵/۳۰٪        | +۶۰۰/۶۶٪   |
| آموزش             | ۴۴۸/۵   | +۱/۳۹٪     | +۴۷/۷۳٪    | +۸/۳۲٪         | +۳۹۱/۵۸٪   |
| هتل و رستوران     | ۱,۰۵۸/۱ | +۴/۴۷٪     | +۱۰۷/۳۴٪   | +۳۴/۳۳٪        | +۱,۰۲۳/۴۰٪ |

تورم ماهانه و نقطه به نقطه تولید کننده

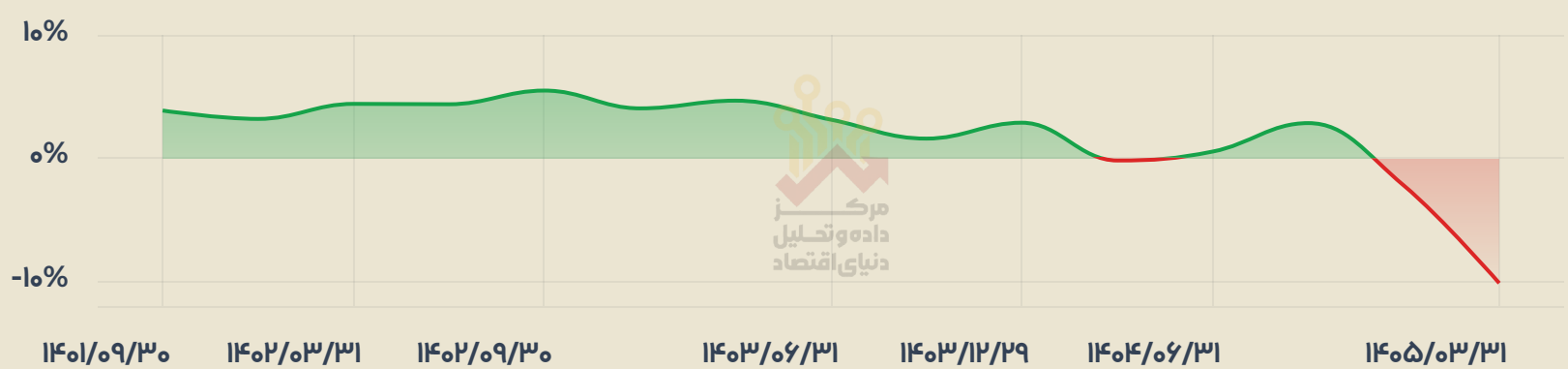


### اقتصاد ایران به روایت اعداد

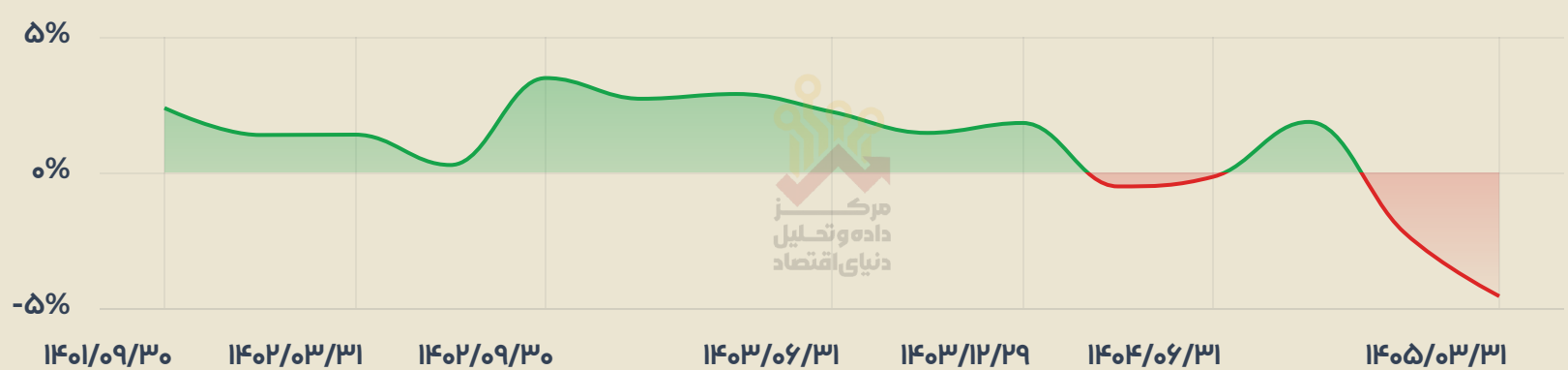
شاخص مدیران خرید کل اقتصاد



رشد اقتصادی (نسبت به فصل مشابه سال گذشته)

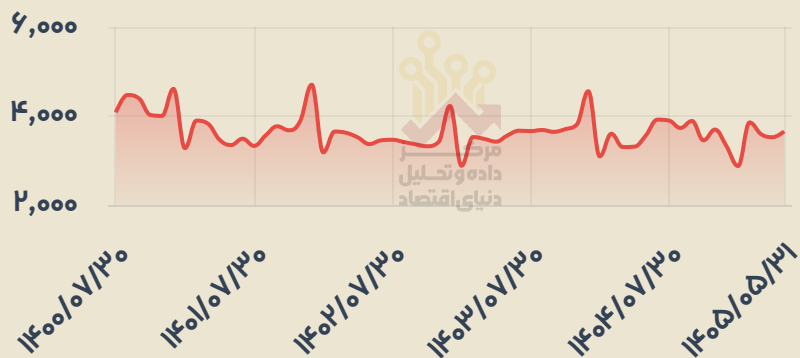


رشد اقتصادی بدون نفت (نسبت به فصل مشابه سال گذشته)



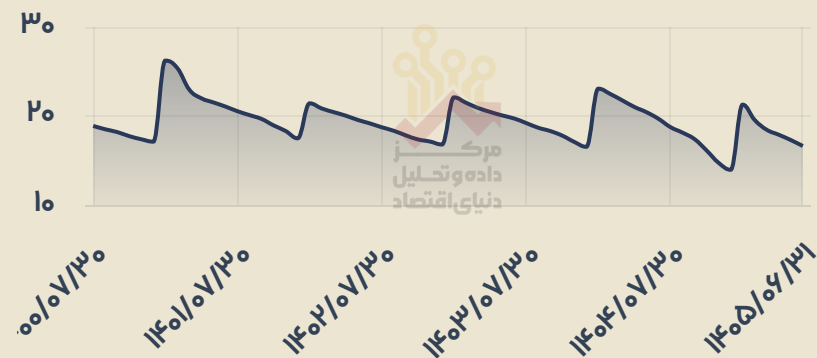
مبلغ تراکنش‌های شاپرک تعدیل شده با CPI

هزار میلیارد ریال



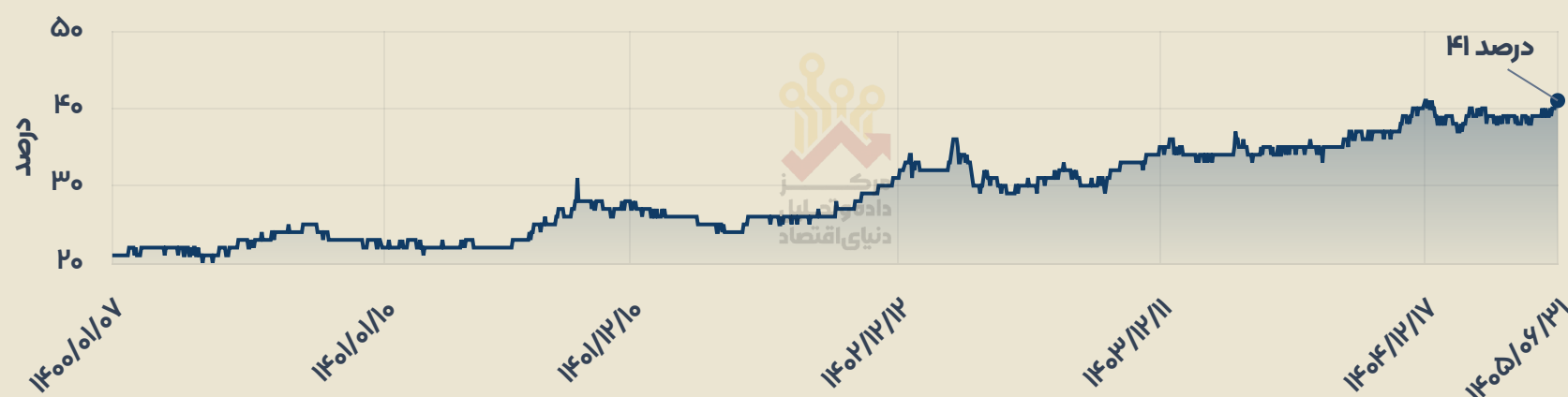
حداقل دستمزد تعدیل شده با CPI

میلیون تومان



هیئت‌نگین نرخ بهره بدون ریسک

درصد





# مدیران سرمایه گذاری آینده را چگونه می بینند؟

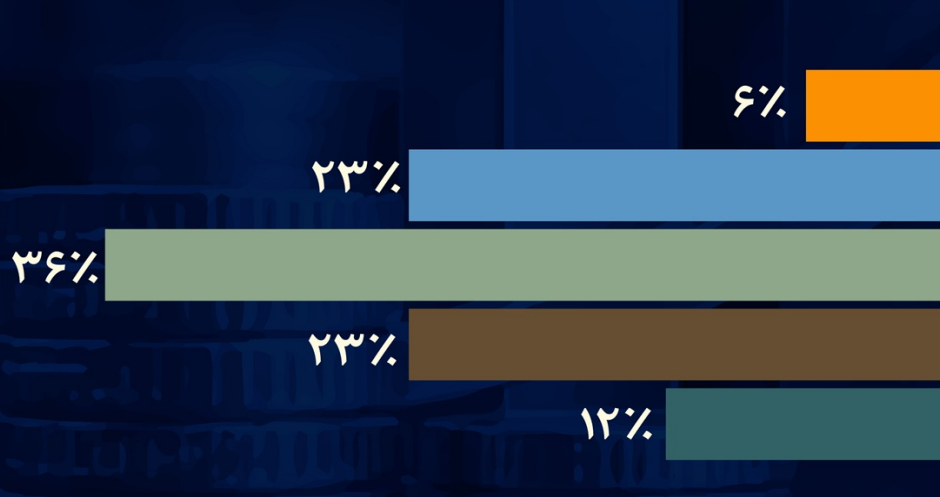
سیاست تا پایان پاییز به کدام سمت می رود؟

**۳۶٪** پاسخ دهندگان، ادامه وضعیت فعلی و بلا تکلیفی را محتمل ترین سناریوی سیاسی تا پایان پاییز می دانند.

در مقابل، ۲۳ درصد افزایش تنش های سیاسی و تحریمی و ۱۲ درصد تشدید جدی تنش های امنیتی و نظامی را محتمل ارزیابی کرده اند؛ ۲۳ درصد نیز انتظار کاهش محدود تنش ها را دارند.

تحولات روزهای اخیر نیز تصویری دوگانه ساخته است: اختلافات همچنان جدی است، اما مسیر دیپلماسی و گفت و گو میان ایران و آمریکا باز مانده و مذاکرات ادامه دارد. بنابراین آنچه در نظرسنجی مدیران دیده می شود، بیش از خوش بینی سیاسی، انتظار برای تداوم شرایط موجود بدون ورود فوری به یک سناریوی شدیدتر است.

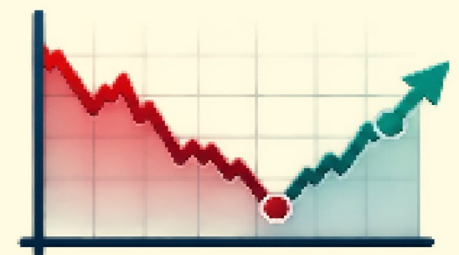
تا پایان پاییز، کدام سناریوی سیاسی را محتمل تر می دانید؟



کاهش محسوس ریسک سیاسی  
کاهش محدود تنش ها، بدون توافق تعیین کننده  
تداوم وضعیت فعلی و بلا تکلیفی  
افزایش تنش سیاسی و تحریمی  
تشدید جدی تنش های امنیتی/نظامی

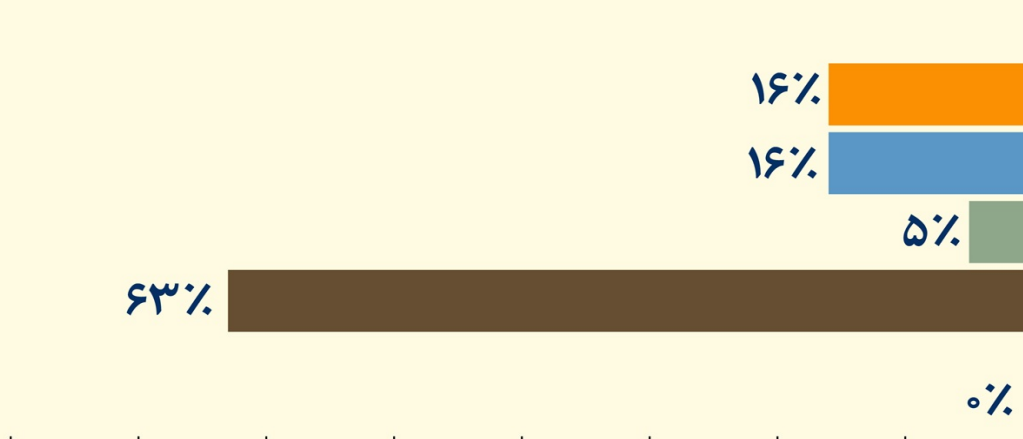


# بورس هفته آینده به مسیر صعودی باز می‌گردد؟



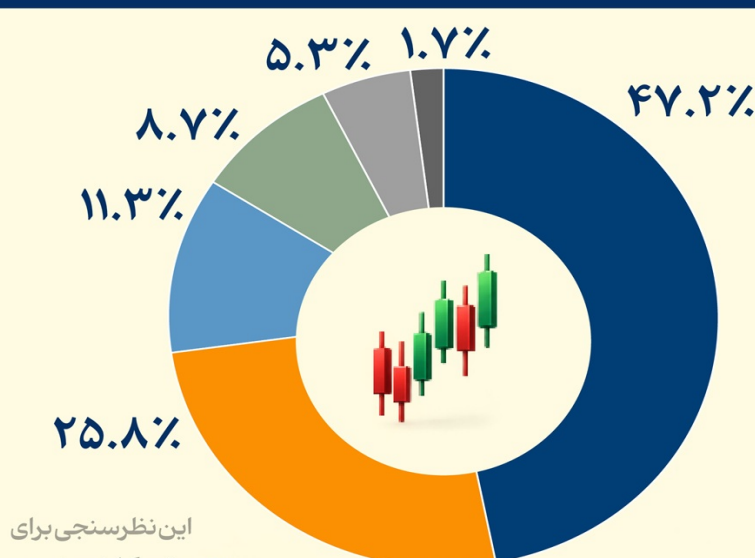
پس از افت حدود ۴.۵ درصدی شاخص کل در هفته گذشته، ۶۳ درصد پاسخ‌دهندگان انتظار دارند بورس در هفته آینده به یک روند صعودی با شیب ملایم بازگردد. در مقابل، ۱۶ درصد ادامه اصلاح قیمتی، ۱۶ درصد اصلاح زمانی و نوسان در محدوده فعلی و تنها ۵ درصد تشدید فشار فروش و افت محسوس شاخص را محتمل می‌دانند. این خوش‌بینی را می‌توان حاصل هم‌زمان چند عامل دانست: اصلاح اخیر بازار و جذاب‌تر شدن قیمت برخی سهم‌ها، ادامه خبرهای دیپلماتیک بدون بسته‌شدن مسیر مذاکره و انتظار فعالان بازار برای انتشار گزارش‌های ماهانه مناسب شرکت‌ها. برآیند نظرسنجی بنابراین بیش از آنکه از انتظار یک جهش قدرتمند حکایت کند، نشان‌دهنده انتظار برای بازگشت تدریجی تقاضا و یک صعود آرام‌تر در هفته آینده است.

## بازار سهام در هفته گذشته حدود ۴.۵ درصد افت کرد. روند شاخص کل در هفته آینده را چگونه پیش‌بینی می‌کنید؟



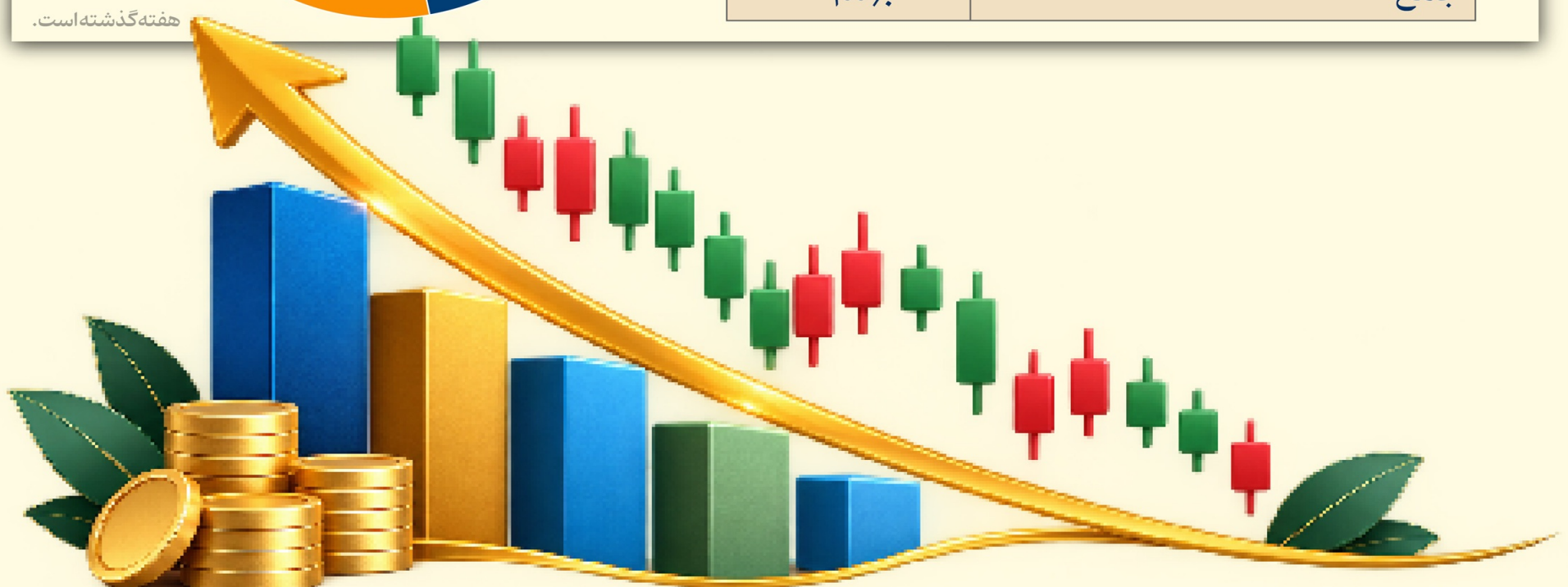
اصلاح زمانی و نوسان در محدوده فعلی  
ادامه اصلاح قیمتی با شیب ملایم  
تشدید فشار فروش و افت محسوس شاخص  
بازگشت به روند صعودی با رشد ملایم  
بازگشت قدرتمند و رشد تشدید شاخص

## سبد شش‌ماهه مدیران؛ توازن میان بازده و پوشش ریسک



| دارایی                        | میانگین جدید |
|-------------------------------|--------------|
| سهام                          | ۴۷.۲٪        |
| طلا و فلزات گران‌بها          | ۲۵.۸٪        |
| اوراق، صندوق درآمد ثابت سپرده | ۱۱.۳٪        |
| گواهی سپرده مبتنی بر کالا     | ۸.۷٪         |
| ارز                           | ۵.۳٪         |
| رمزارز                        | ۱.۷٪         |
| جمع                           | ۱۰۰٪         |

این نظرسنجی برای هفته گذشته است.



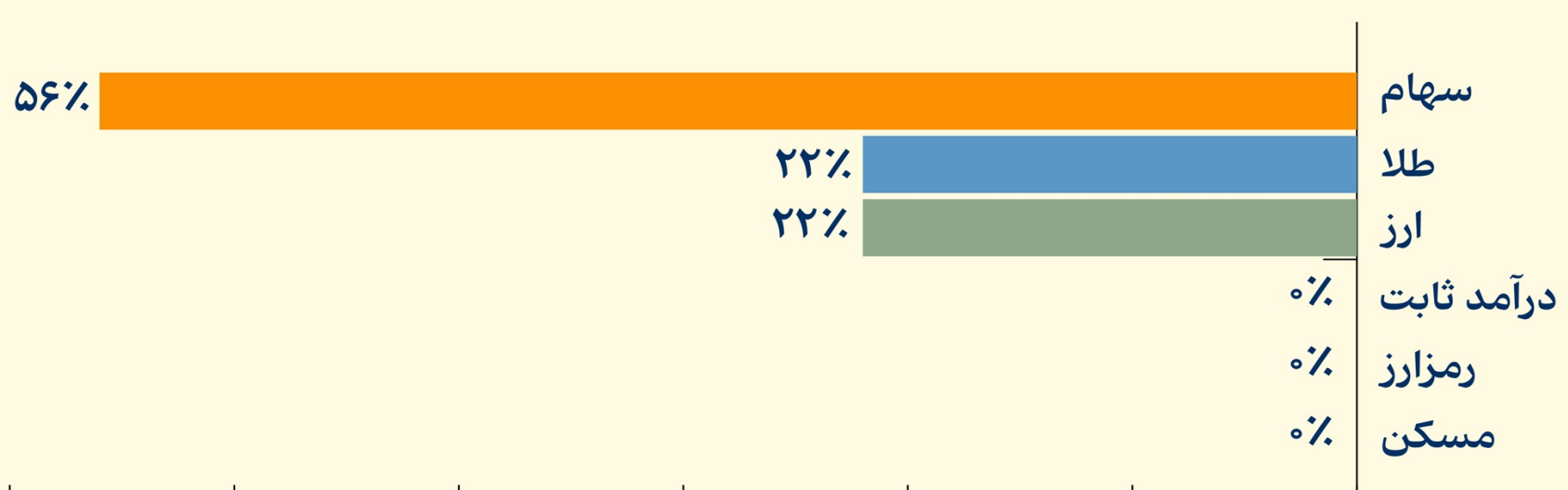


### تا پایان پاییز کدام دارایی بازده بیشتری خواهد داشت؟

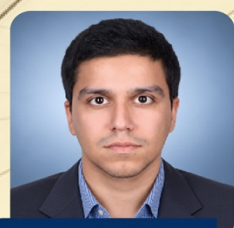
با وجود تداوم ریسک‌های سیاسی، ۵۶ درصد مدیران سهام را دارای بیشترین پتانسیل بازدهی تا پایان پاییز می‌دانند. پس از آن ارز با ۲۲ درصد و طلا با ۲۲ درصد قرار گرفته‌اند؛ در حالی که درآمد ثابت، رمزارز و مسکن رأیی دریافت نکرده‌اند.

انتخاب سهام در شرایطی صورت گرفته که بازار طی هفته گذشته اصلاح قابل توجهی را تجربه کرده است. در نتیجه، بخشی از قیمت‌ها به سطوح پایین‌تری رسیده و از نگاه برخی فعالان بازار، ارزندگی نسبی دوباره به بخشی از سهام بازگشته است. به نظر می‌رسد مدیران با وجود در نظر گرفتن ریسک سیاسی، در قیمت‌های فعلی ظرفیت بازدهی بورس را بالاتر از بازارهای رقیب می‌بینند.

### انتظار دارید کدام بازار بیشترین بازدهی را تا پایان پاییز ثبت کند؟



### اسامی مدیران دارایی و مدیران سرمایه‌گذاری در این نظرسنجی



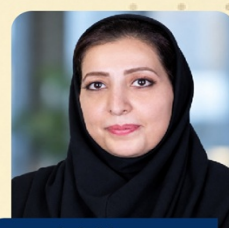
پدرام سمیعی تبریزی



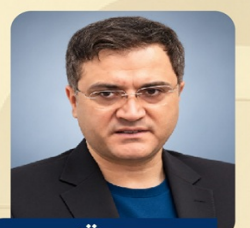
نوید خاندوزی



فرهنگ حسینی



مونا کابلی



مهدی قلی‌پور



جمال‌الدین نیک‌اندیش



برزو حق‌شناس



آراد پورکار



بهمن فلاح



مجتبی حسین‌پور



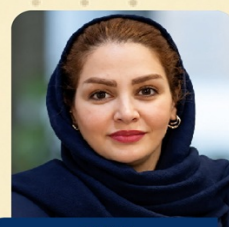
امیر وفايي



پویان مظفری



مهدی دلبری



بهناز اکبری‌پور



روزبه درخشان



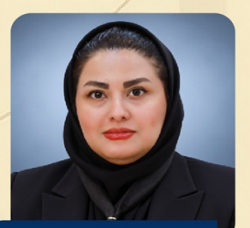
محمد رضا امامی



علی خوش‌طینت



یاسر فلاح

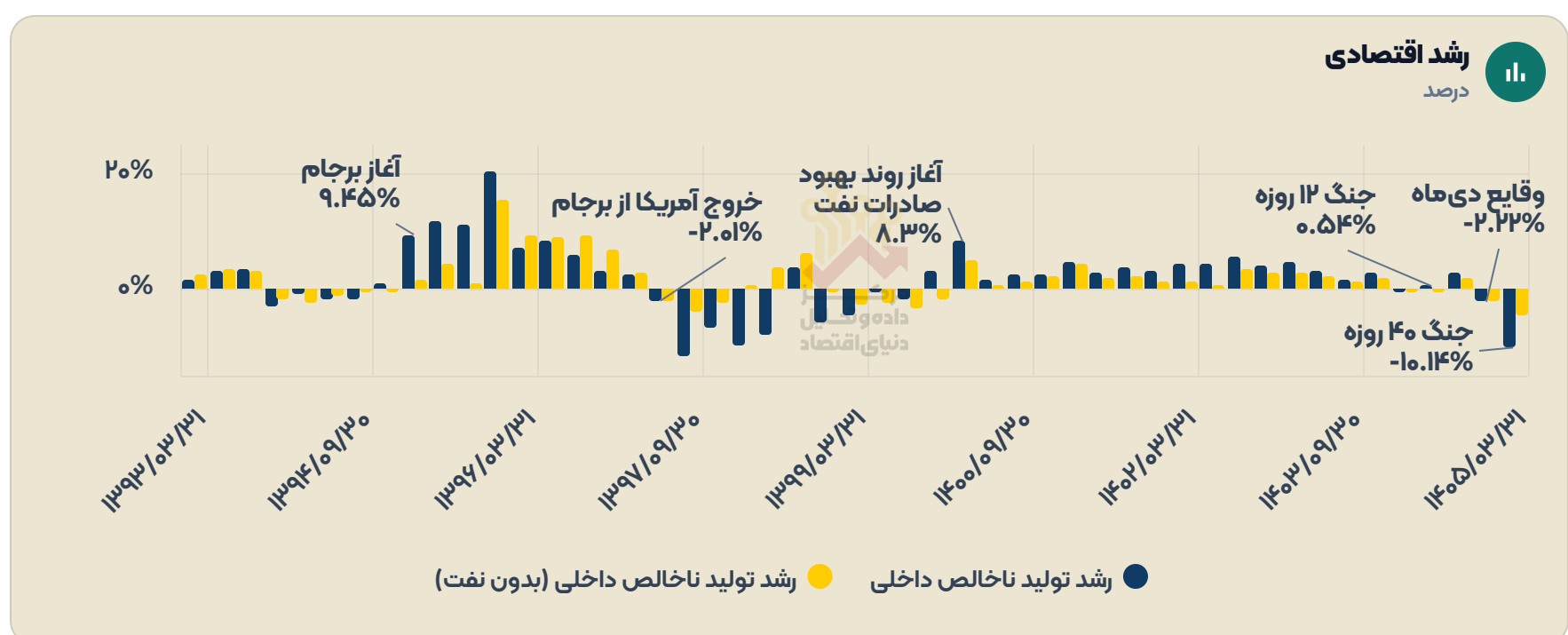


هلن عصمت‌پناه



## انقباض اقتصادی؛ رکود عمیق‌تری در راه است؟

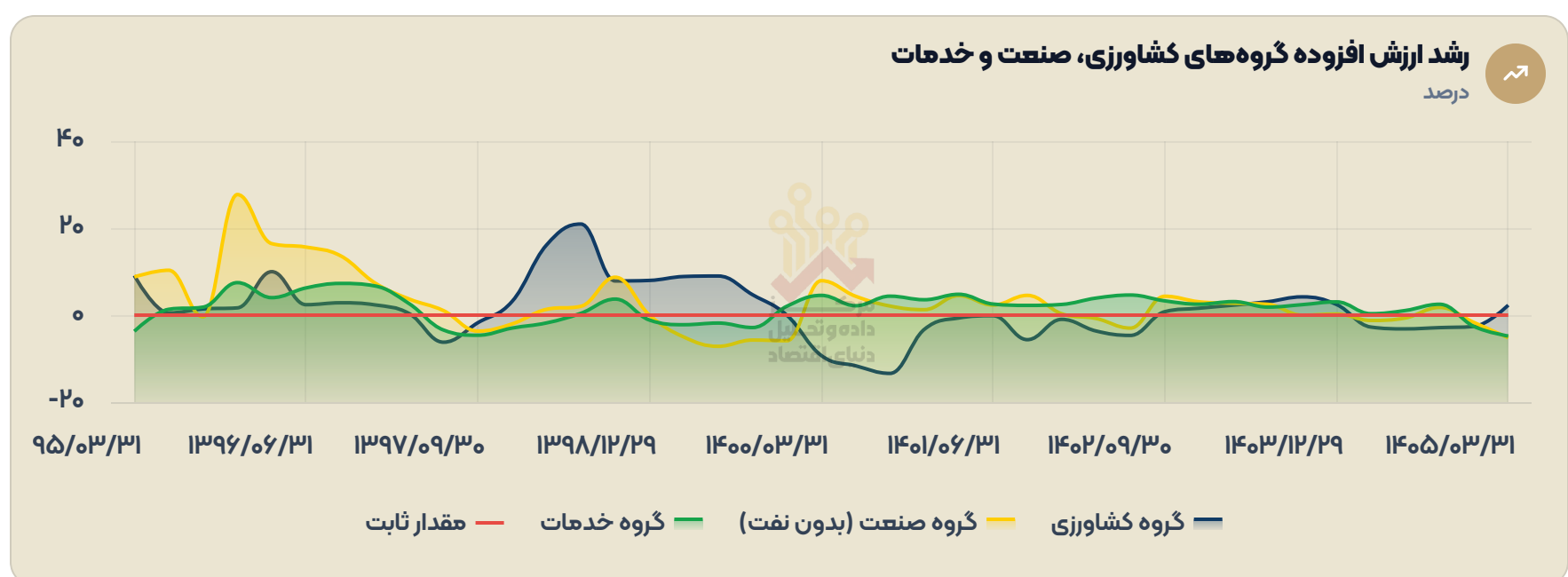
رشد اقتصادی در بهار ۱۴۰۵ به منفی ۱۰.۱ درصد رسیده است؛ رقمی که از سال ۹۷ تاکنون بی‌سابقه بوده است. امری که نشان می‌دهد اقتصاد از وضعیت رشد ضعیف و ناپایدار سال گذشته، به یک انقباض جدی وارد شده است. در سال ۱۴۰۴ رشد GDP از منفی ۰.۲ درصد در بهار به ۰.۵ درصد در تابستان و ۲.۷ درصد در پاییز افزایش یافت، اما در زمستان دوباره به منفی ۲.۲ درصد سقوط کرد. بنابراین، مثبت شدن رشد اقتصادی در پاییز یک بهبود پایدار نبود و اقتصاد پیش از ورود به سال ۱۴۰۵ نیز با نوسان، تقاضای ضعیف و محدودیت در تولید روبه‌رو بود. افت ۱۰.۱ درصدی بهار سال جاری صرفاً حاصل یک ماه یا یک رخداد جدید نیست، بلکه تشدید یک روند شکننده و نزولی است. روندی که با جنگ ۱۲ روزه در ابتدای تابستان ۱۴۰۴، شروع شد و سپس با وقایع دی‌ماه و جنگ ۴۰ روزه در بهار ۱۴۰۵، تعمیق شد.



جنگ ایران و آمریکا در اسفندماه و پیامدهای آن مهم‌ترین عامل افت شدید رشد اقتصادی در بهار سال جاری بود. شوک جنگی معمولاً از چند مسیر هم‌زمان اثر می‌گذارد: اختلال در تولید، حمل‌ونقل و توزیع کالا، افزایش هزینه و ریسک تأمین مواد اولیه، وقفه در مبادلات مالی و تجاری و دشوار شدن برنامه‌ریزی برای بنگاه‌ها. در چنین شرایطی، شرکت‌ها سفارش‌های اولیه و بخشی از تولید ماه‌های آتی خود را به تعویق می‌اندازند، چراکه چشم‌انداز تقاضا، نرخ ارز، مسیرهای تأمین و امکان صادرات یا واردات نامطمئن می‌شود. کاهش یا حتی قطع فعالیت بنگاه‌ها در اسفند، بخشی از تولید، فروش و تحویل سفارش‌ها را به دوره بعد منتقل یا شاید حذف کرد. در سمت تقاضا نیز جنگ باعث افزایش احتیاط خانوارها و بنگاه‌ها می‌شود. خانوارها خرید کالاهای بادوام و غیرضروری را عقب انداخته و منابع خود را صرف هزینه‌های ضروری یا دارایی‌های امن کردند؛ در نتیجه، فروش بنگاه‌ها کاهش یافته و درآمدشان نیز تحت تأثیر قرار گرفت. این فشار سنگین بر نقدینگی شرکت‌ها از کاهش فروش، تأخیر در وصول مطالبات، افزایش هزینه تأمین و محدودیت دسترسی به منابع مالی ناشی می‌شود. بنابراین، هرچند پس از پایان درگیری اولیه بخشی از فعالیت‌ها از سر گرفته شد، اما اثر جنگ از طریق تضعیف تقاضا و محدودیت تأمین، تا پایان بهار ادامه پیدا کرد.



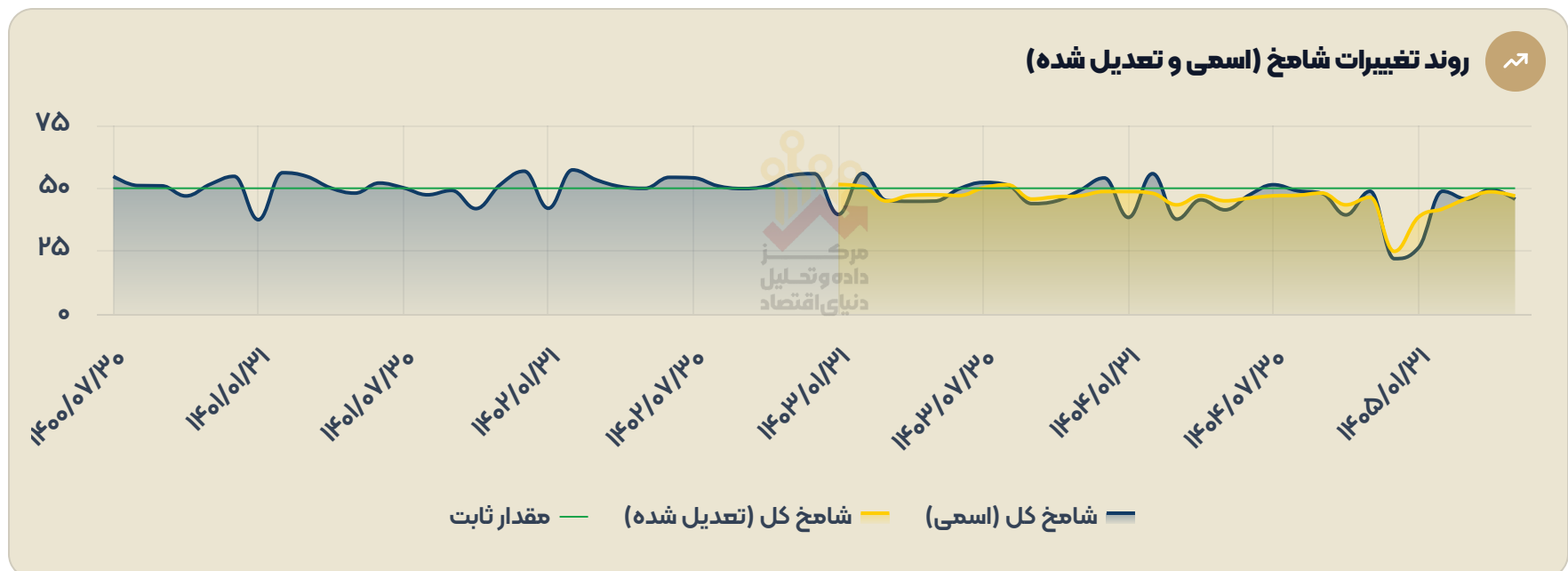
با توجه به اینکه صادرات نفت در دوران جنگ و پس از آن بسیار کاهش یافته و در نتیجه رشد ارزش افزوده بخش نفت در فصل بهار به منفی ۲۶ درصد رسیده است، می‌توان رشد GDP بدون نفت را نیز بررسی کرد. رشد GDP بدون نفت در طول سال ۱۴۰۴ بسیار نزدیک به رشد اقتصادی (با در نظر گرفتن نفت) بود و حتی در زمستان باهم برابر بودند (منفی ۲.۲ درصد). اما با فرارسیدن فصل بهار رشد بدون نفت رقم منفی ۴.۶ درصد را ثبت کرد که اختلاف معناداری با رشد اقتصادی (با نفت) داشت. این تفاوت در روند رشد بخش‌های مختلف اقتصاد نیز به چشم می‌خورد. در حالی که رشد گروه کشاورزی ۲.۳ درصد و رشد گروه خدمات منفی ۴.۸ درصد در بهار بوده، رشد گروه صنایع و معادن به منفی ۱۴.۷ درصد رسیده که اگر نفت در نظر گرفته نشود، رشد آن (صنعت بدون بخش نفت) معادل منفی ۵.۲ درصد بوده است. تفاوت چشمگیری که به واسطه کاهش شدید صادرات و استخراج نفت ایران حاصل شده است.



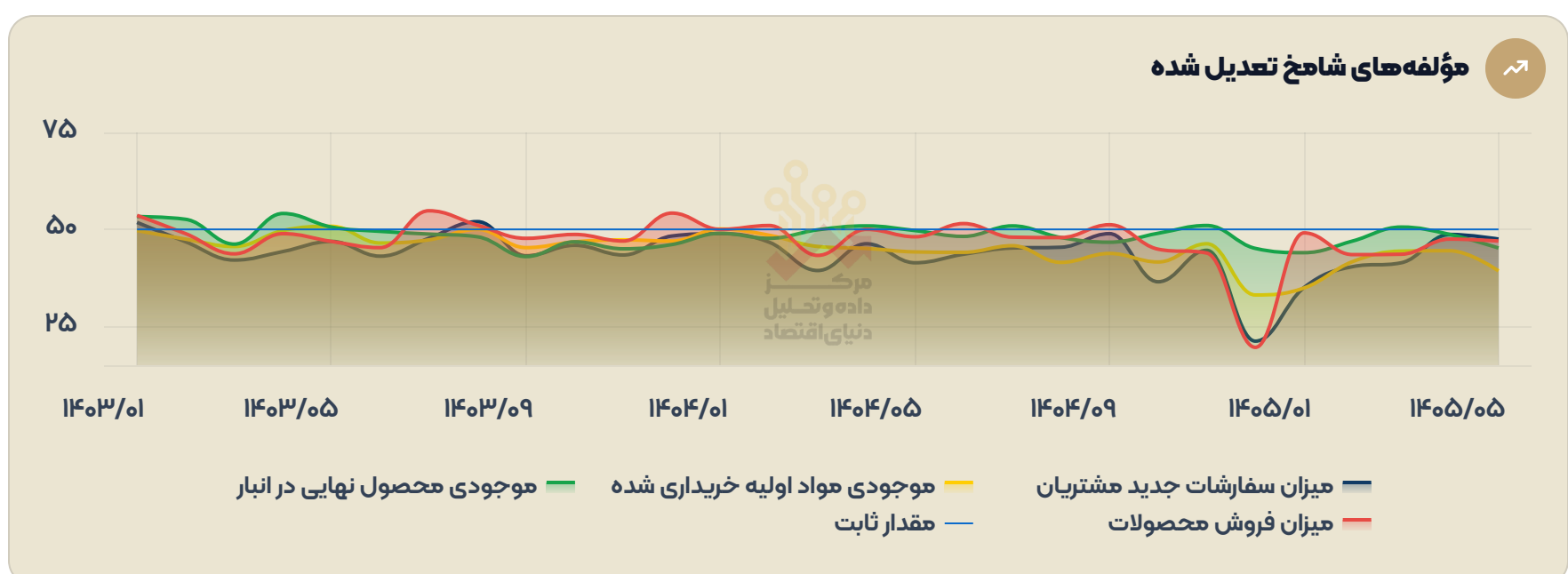
سال ۹۷ نیز رشد اقتصادی شرایط بسیار نامطلوبی داشت. با تشدید تحریم‌ها، محدودیت‌های ارزی و اختلال در تجارت، رشد اقتصادی از ۲.۵ درصد در بهار، به منفی ۱۱.۵ درصد در پاییز رسید. با این حال، تفاوت مهم این است که اقتصاد در ۱۳۹۷ پیش از ورود به رکود، رشد مثبت و نسبتاً بالایی داشت؛ اما در سال ۱۴۰۵ اقتصاد از ابتدا نیز با رشد نزدیک صفر و ناپایدار مواجه بود. در نتیجه، شوک جنگ و کاهش تجارت خارجی به اقتصادی وارد شد که توان جذب ضربه و منابع لازم برای بازیابی سریع را کمتر دارد. بنابراین این خطر وجود دارد که شرایط اقتصادی وارد رکودی عمیق‌تر و فرسایشی شود.

### شامخ؛ نگاهی روشن‌تر به تولید بنگاه‌ها

شاخص مدیران خرید که ارزیابی بنگاه‌های مختلف از شرایط اقتصادی را نشان می‌دهد، نیز می‌تواند تصویر کامل‌تری از وضعیت رشد اقتصادی نشان دهد. این شاخص در اسفندماه به کمترین حد خود در پنج سال اخیر با ۲۲ واحد رسید و در فروردین‌ماه نیز عدد ۲۶.۳ واحد را ثبت کرد. این درحالی است که طی پنج سال گذشته تنها در یک ماه شامخ رقمی کمتر از ۳۰ واحد را به ثبت رسانده بود.



البته برای حذف اثرات تکرارشونده مانند نوروز، تعطیلات و الگوی معمول فصلی بهتر است شاخص تعدیل فصلی شده مورد بررسی قرار بگیرد. با بررسی روند این شاخص می‌توان گفت وقوع جنگ در اسفندماه اثر شدیدی بر شاخص تعدیل شده و مولفه‌هایش داشته است، به طوری که شاخص کل (تعدیل شده) در اسفند به ۲۴.۹ واحد سقوط کرد و شاخص سفارشات جدید با ۲۱.۲ واحد و فروش محصولات با ۱۹.۶ واحد، بیشترین افت را ثبت کردند. این افت شدید را می‌توان ناشی از توقف یا محدود شدن فعالیت بنگاه‌ها، افزایش نااطمینانی، اختلال در حمل و نقل و زنجیره تأمین، احتیاط خانوارها و بنگاه‌ها در خرید و دشواری‌های پرداخت و مبادله دانست. کاهش موجودی مواد اولیه به ۳۳.۱ نیز نشان می‌دهد بنگاه‌ها هم در تأمین ورودی‌ها با مشکل مواجه بوده‌اند و هم برای حفظ نقدینگی، خریدهای خود را محدود کرده‌اند. موجودی انبار نیز به ۴۵.۱ کاهش یافت. یعنی اختلال تولید و عرضه، همراه با استفاده از موجودی‌های موجود، بر انبارها اثر گذاشته بود.

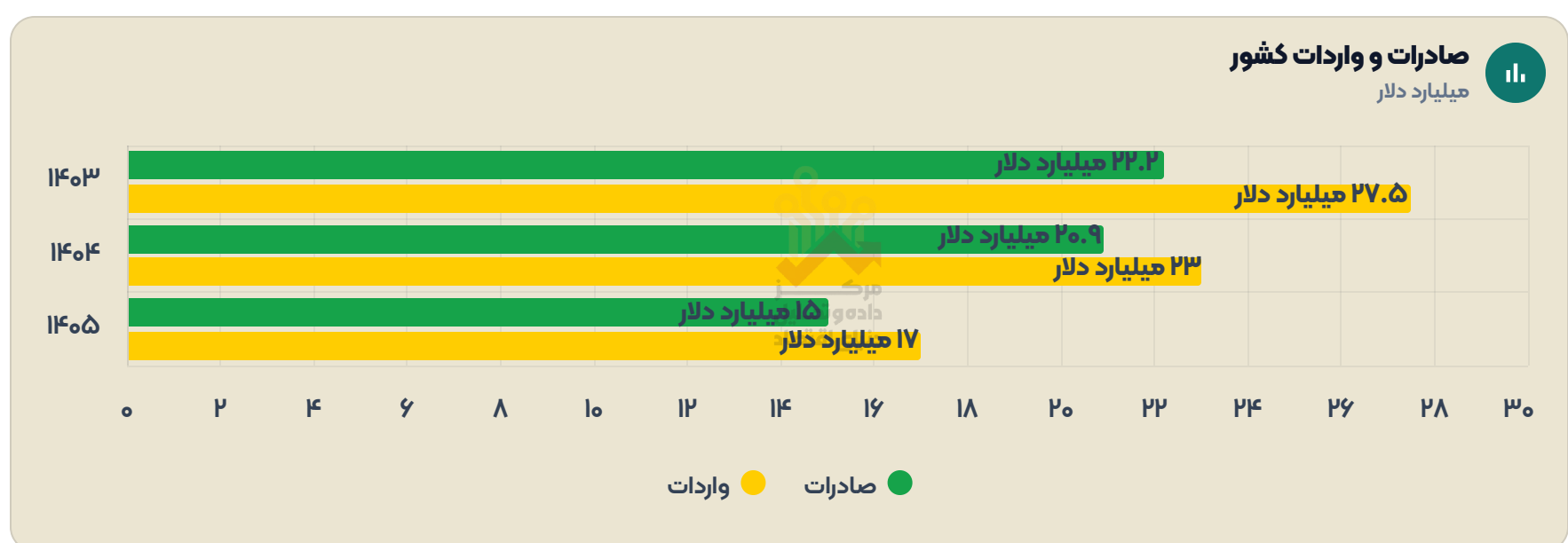


در فروردین و سپس اردیبهشت امسال، بخشی از این افت جبران شد، اما سطح شاخص‌ها همچنان رکودی باقی ماند. شاخص کل از ۲۴.۹ در اسفند به ۳۸.۵ در فروردین و ۴۱.۸ در اردیبهشت رسید. سفارش‌های جدید نیز از ۲۱.۲ به ۴۰.۴ افزایش یافت و موجودی مواد اولیه از ۳۳.۱ به ۴۱.۷ رسید. این مسیر با کاهش تدریجی نااطمینانی پس از جنگ، بازگشایی نسبی مسیرهای عرضه، بازگشت بخشی از فعالیت‌های متوقف شده و تجدید خریدهای عقب افتاده سازگار است. در این حین، شاخص میزان فروش محصولات در فروردین تا ۴۹.۱ بالا رفت و سپس در اردیبهشت به ۴۳.۵ کاهش یافت. می‌توان گفت در این بازه بازسازی عرضه و خرید مواد اولیه سریع‌تر از احیای پایدار تقاضا پیش رفته است.



روند خرداد تا تیر نشان می‌دهد که بهبود اولیه به تدریج به بخش تقاضا نیز سرایت کرده، هرچند با اندکی تأخیر و ناپایداری همراه بوده است. در خرداد، شاخص کل به ۴۵.۹ و در تیر به ۴۸.۶ رسید؛ سفارش‌های جدید از ۴۱.۴ در خرداد به ۴۸.۷ در تیر افزایش یافت و میزان فروش نیز از ۴۳.۶ به ۴۷.۵ رسید. موجودی مواد اولیه در این دو ماه تقریباً در محدوده ۴۴ باقی ماند که به معنای تداوم کاهش موجودی مواد اولیه است؛ به عبارت دیگر، بنگاه‌ها هنوز با احتیاط خرید می‌کردند یا دسترسی کامل به نهاده‌ها نداشتند. در همین فاصله، موجودی انبار در خرداد به ۵۰.۶ افزایش یافت و در تیر به ۴۸.۷ کاهش کرد؛ این وضعیت نشان می‌دهد که ابتدا کالاها در انبار جمع شده و سپس با بهبود نسبی فروش در تیر، بخشی از آن‌ها جذب بازار شده‌اند.

مرداد ۱۴۰۵ نشانه‌ای از توقف یا دست‌کم کندشدن روند احیا است. شاخص کل از ۴۸.۶ به ۴۶.۹ کاهش یافته، سفارش‌های جدید از ۴۸.۷ به ۴۷.۵ و میزان فروش از ۴۷.۵ به ۴۷ رسیده‌اند. مهم‌تر از همه، موجودی مواد اولیه از ۴۴.۵ به ۳۹.۳ سقوط کرده است؛ افتی که می‌تواند ترکیبی از دو عامل باشد: ضعف تقاضا و در نتیجه کاهش خرید نهاده از سوی بنگاه‌ها و محدودیت عرضه ناشی از افت واردات مواد اولیه، قطعات و کالاهای واسطه‌ای که هر دو در نتیجه تشدید تنش‌ها و افزایش نااطمینانی رخ داده است. موجودی انبار نیز تا ۴۵.۲ کاهش کرده که می‌تواند بیانگر تعدیل تولید، فروش بخشی از ذخایر یا محدودشدن تولید به دلیل کمبود مواد اولیه باشد.



کاهش صادرات و واردات می‌تواند این وضعیت را در ماه‌های بعد تشدید کند. کاهش واردات، هزینه و ریسک تأمین نهاده و قطعه را افزایش می‌دهد و افت موجودی مواد اولیه را به محدودیت تولید تبدیل می‌کند. کاهش صادرات نیز بازار جایگزین بنگاه‌ها را کوچک می‌کند؛ در نتیجه، ضعف تقاضای داخلی مستقیماً به کاهش فروش و سفارش تبدیل می‌شود. سناریوی محتمل در صورت تداوم این شرایط باقی‌ماندن شاخص زیر ۵۰، کاهش محتاطانه تولید و خرید مواد اولیه و فشار بر نقدینگی بنگاه‌هاست. برای خروج پایدار از این وضعیت، صرف پایان شرایط جنگی کافی نیست بلکه ثبات در تأمین ارز و واردات، کاهش اختلالات تجاری و حمل‌ونقل، و بازگشت تقاضای داخلی و بازارهای صادراتی ضروری است.

# پاییز محتاط زمستان دشوار؟

**فعالان اقتصادی از آینده تولید و سرمایه‌گذاری چه می‌گویند؟**  
نظرسنجی «دورنما» از ۱۴ فعال اقتصادی نشان می‌دهد انتظار برای جهش تولید در پاییز پایین است، نگاه به پایان سال منفی‌تر می‌شود و بخش بزرگی از بنگاه‌ها برنامه‌های سرمایه‌گذاری خود را محدود کرده‌اند. در عین حال، بیشتر پاسخ‌دهندگان بازگشت کامل به سطح فعالیت پیش از شوک تابستان را به پایان سال یا سال آینده موکول می‌کنند.

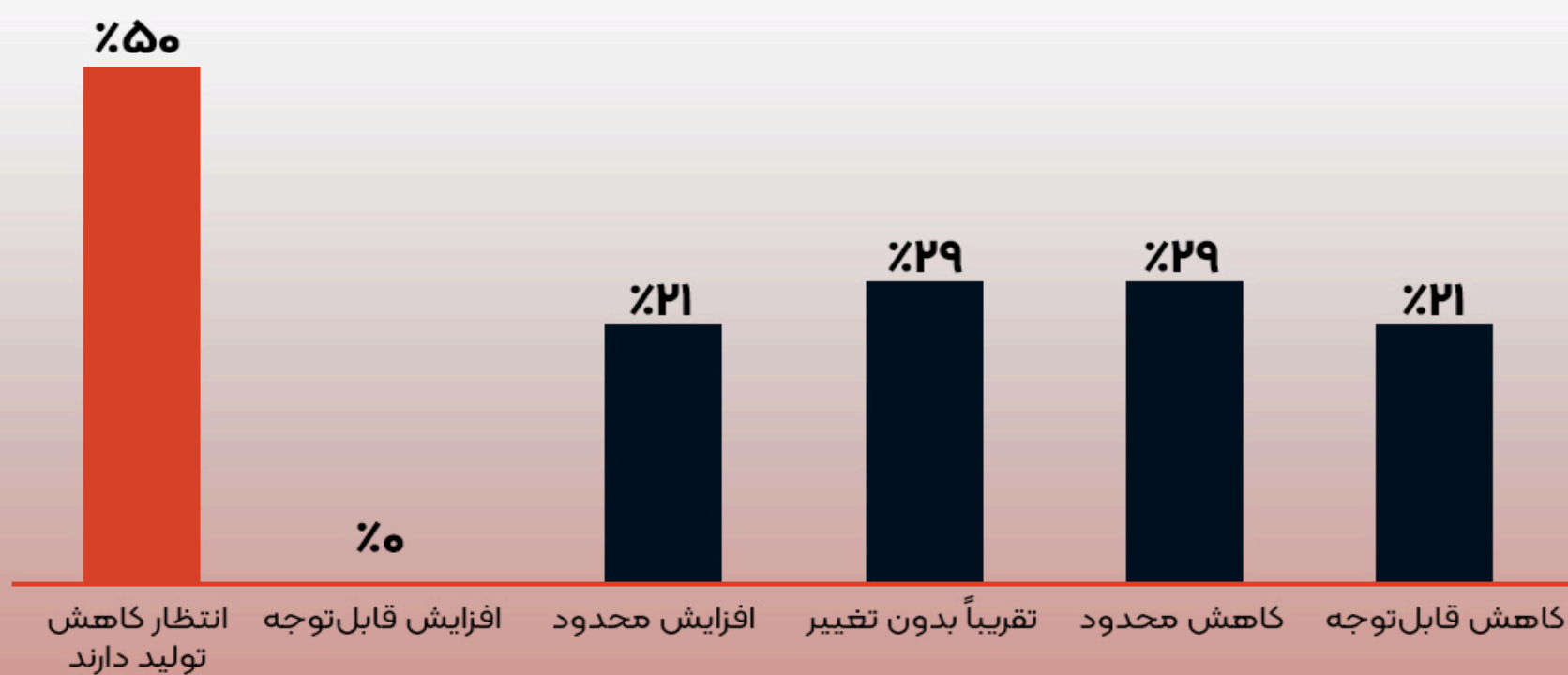


## آیا بنگاه‌ها از شوک تابستان عبور کرده‌اند؟

تابستان برای بسیاری از بنگاه‌های ایرانی فقط یک فصل ضعیف نبود؛ مجموعه‌ای از اختلالات، نااطمینانی‌ها و محدودیت‌های تجاری باعث شد برنامه تولید و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از مسیر قبلی فاصله بگیرد. سؤال اصلی اکنون این است که با ورود به پاییز، بخش خصوصی تا چه اندازه انتظار دارد فعالیت اقتصادی به شرایط عادی بازگردد.

«دورنما» برای سنجش همین موضوع از ۱۴ فعال اقتصادی درباره وضعیت تولید، موانع رشد و برنامه سرمایه‌گذاری آنها در ماه‌های آینده پرسیده است. نتایج، تصویری دوگانه ارائه می‌کند: بخشی از بنگاه‌ها انتظار تثبیت یا بهبود محدود دارند، اما نشانه‌ای از خوش‌بینی گسترده نسبت به بازگشت سریع تولید دیده نمی‌شود.

## ۱ • تولید پاییز؛ بازگشت یا ادامه ضعف؟



پاسخ‌ها نشان می‌دهد بخش خصوصی هنوز انتظار یک جهش تولیدی را ندارد. نیمی از پاسخ‌دهندگان تولید پاییز را پایین‌تر از تابستان می‌بینند و نزدیک به ۲۹ درصد نیز انتظار دارند سطح فعالیت تقریباً بدون تغییر باقی بماند. در مقابل، تنها ۲۱ درصد از افزایش محدود تولید سخن گفته‌اند و هیچ‌یک از پاسخ‌دهندگان افزایش قابل توجه تولید را پیش‌بینی نکرده‌اند.

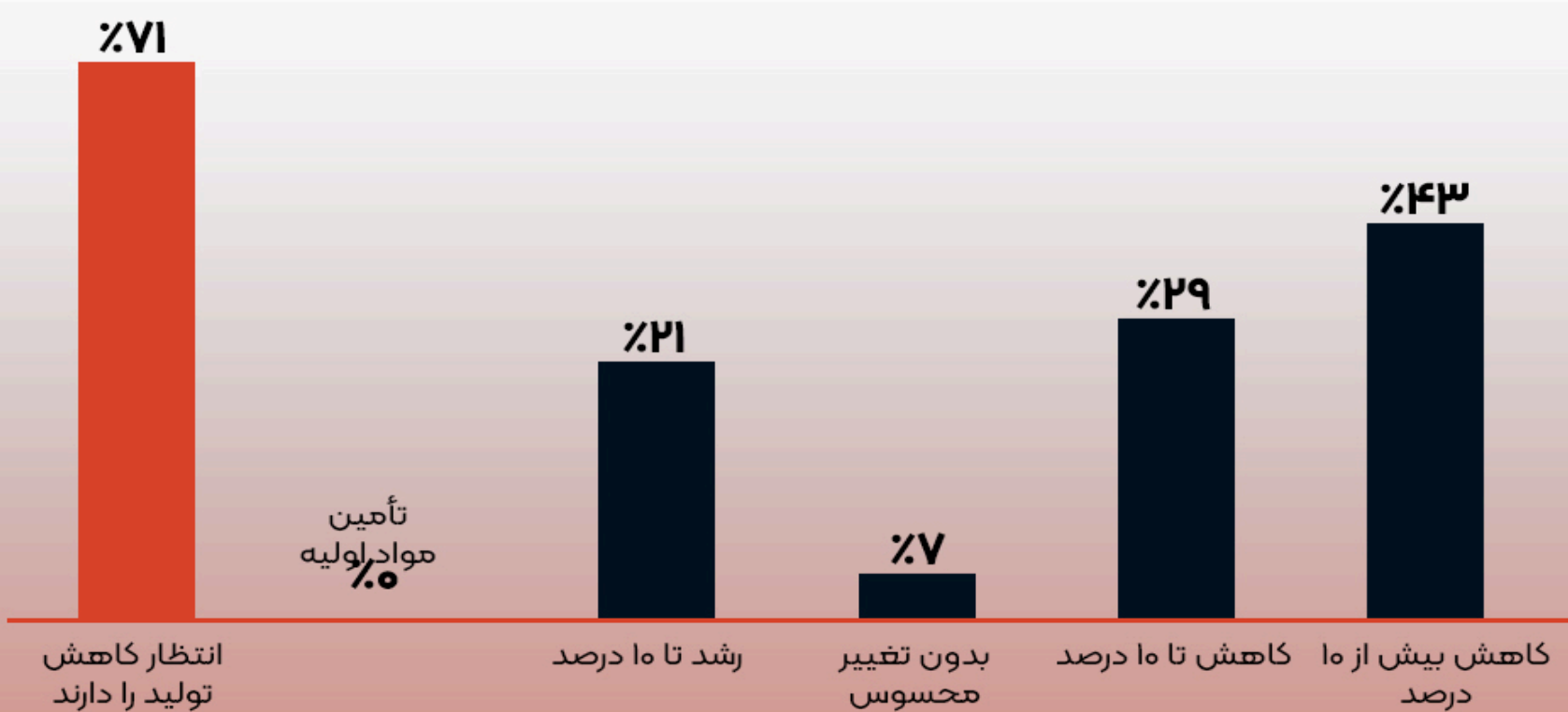
۰٪

انتظار افزایش قابل توجه تولید در پاییز دارند



## هرچه به پایان سال نزدیک می‌شویم بدبینی بیشتر می‌شود

### ۲ • تولید تا پایان سال چه می‌شود؟



در افق پایان سال، تصویر از پاییز نیز ضعیف‌تر می‌شود. بیش از هفت نفر از هر ۱۰ پاسخ دهنده انتظار دارند سطح تولید شرکتشان نسبت به امروز کاهش پیدا کند. نکته قابل توجه اینکه ۴۳ درصد کل پاسخ‌دهندگان کاهش بیش از ۱۰ درصدی تولید را محتمل می‌دانند. در مقابل، هیچ‌کس رشد بیش از ۱۰ درصدی را پیش‌بینی نکرده است. این تفاوت میان انتظار برای پاییز و پایان سال نشان می‌دهد بخش مهمی از فعالان اقتصادی هنوز انتظار ندارند فشارهای موجود در ماه‌های آینده به سرعت تخلیه شود.

### ۳ • چه چیزی جلوی رشد بنگاه‌ها را گرفته است؟



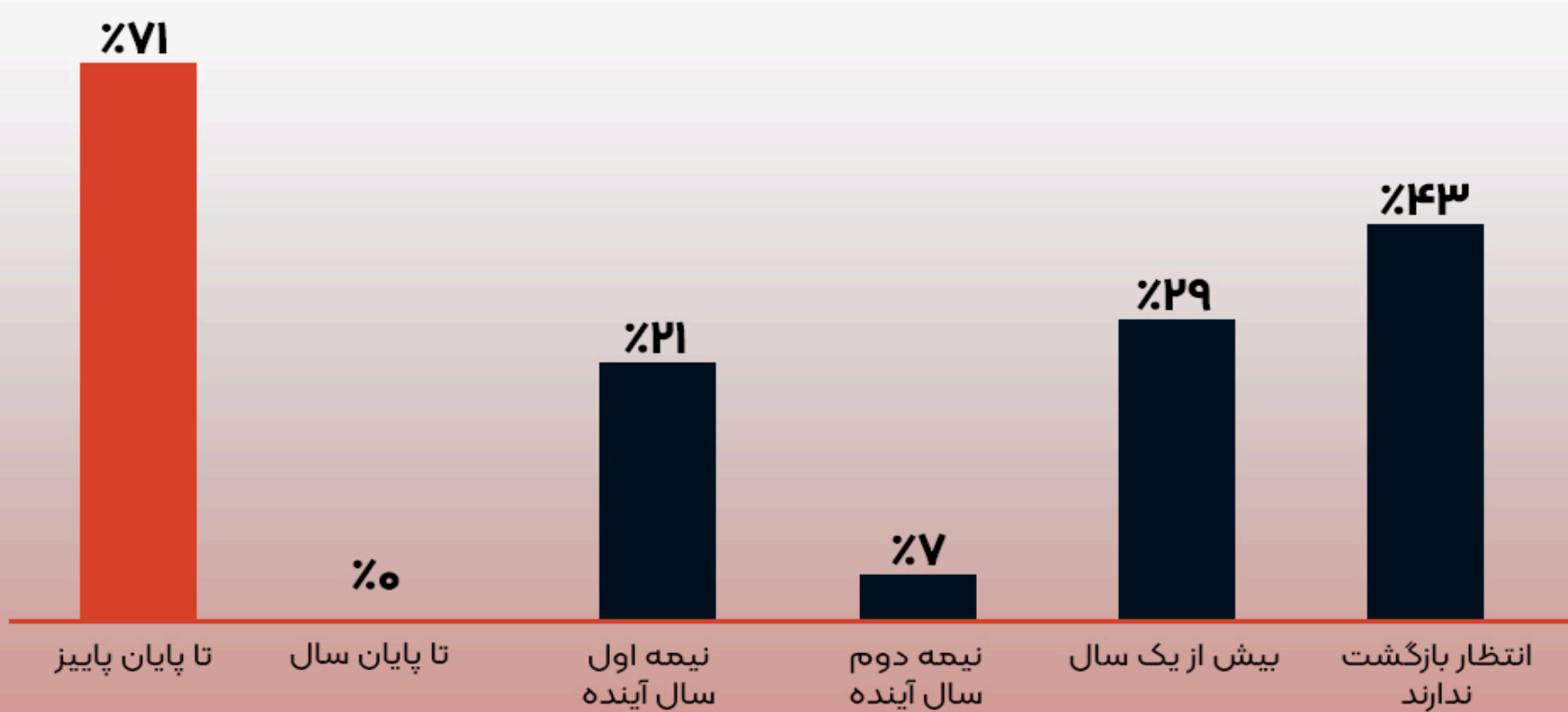
در میان موانع رشد، مشکلات صادرات و تجارت همچنان بیشترین فراوانی را دارد و پس از آن تأمین مواد اولیه قرار می‌گیرد. با اضافه شدن پاسخ جدید، هزینه تأمین مالی نیز در میان موانع مورد اشاره قرار گرفته، اما همچنان وزن اصلی نگرانی‌ها بر تجارت خارجی و تأمین نهاده‌های تولید متمرکز است.

**۳۶٪ مشکلات صادرات و تجارت را یکی از مهم‌ترین موانع رشد می‌دانند**  
در این سؤال برخی پاسخ‌دهندگان بیش از یک گزینه انتخاب کرده‌اند.



## بازگشت سریع در کار نیست

۱۴ • بنگاه‌ها چه زمانی به سطح پیش از شوک تابستان برمی‌گردند؟



تنها یک نفر از ۱۴ پاسخ‌دهنده انتظار دارد تا پایان پاییز به سطح فعالیت‌های بازگردد که پیش از شوک تابستان برای آن برنامه‌ریزی کرده بود. بیشترین تمرکز پاسخ‌ها اکنون به‌طور مساوی روی پایان سال و نیمه نخست سال آینده قرار دارد. در مجموع، ۷۱ درصد پاسخ‌دهندگان بازگشت را در یکی از این دو مقطع می‌بینند. به این ترتیب حتی در سناریوی ثبات نسبی شرایط، بخش بزرگی از بنگاه‌ها انتظار یک فرآیند تدریجی برای ترمیم فعالیت خود دارند، نه یک بازگشت سریع.

فقط ۷٪ بازگشت کامل تا پایان پاییز را محتمل می‌دانند

پایان سال  
نیمه اول سال آینده  
۳۹٪

مرکز ثقل انتظارات، از پاییز عبور کرده است.

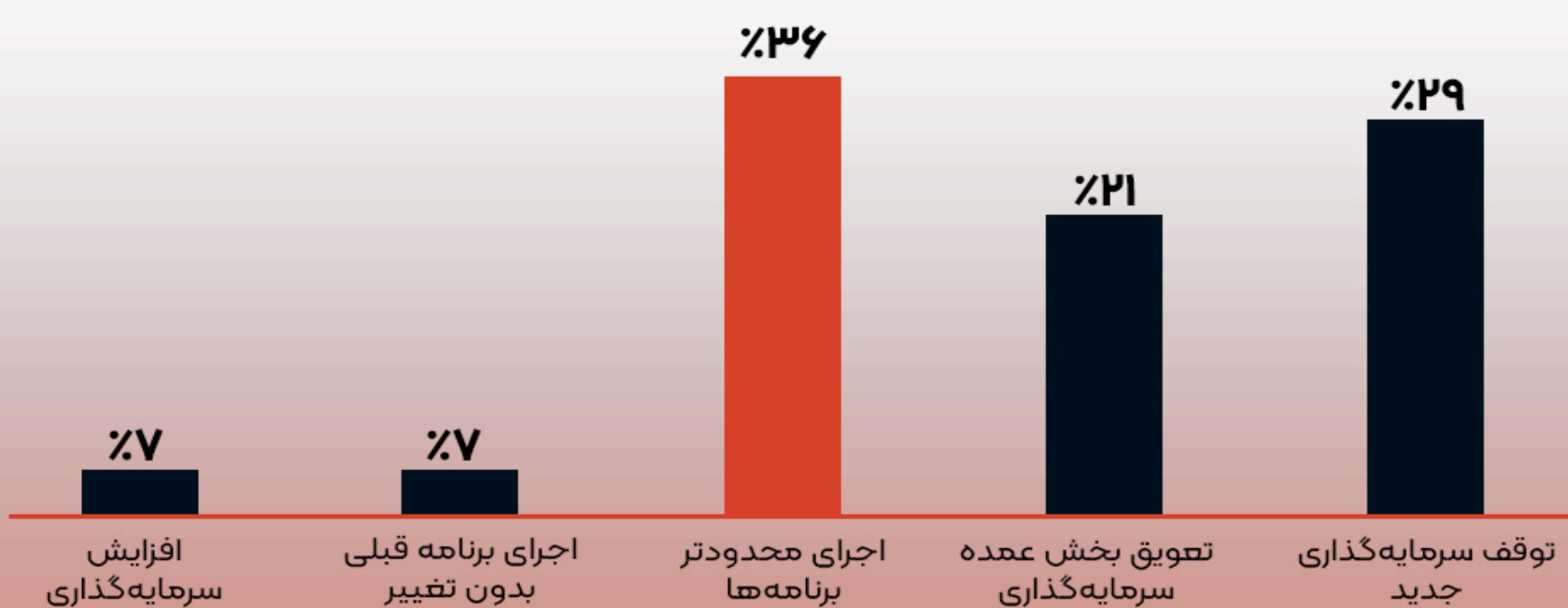
نتیجه





# وقتی نااطمینانی به سرمایه‌گذاری می‌رسد

## ۵ • بنگاه‌ها با سرمایه‌گذاری چه می‌کنند؟



شاید مهم‌ترین پیام نظرسنجی «دورنما» در همین سؤال نهفته باشد. تنها یک پاسخ دهنده قصد دارد سرمایه‌گذاری خود را افزایش دهد و تنها یک نفر نیز برنامه قبلی را بدون تغییر ادامه می‌دهد. در مقابل، پنج نفر برنامه‌های خود را محدودتر اجرا می‌کنند، سه نفر بخش عمده سرمایه‌گذاری را به تعویق انداخته‌اند و چهار نفر نیز فعلاً سرمایه‌گذاری جدیدی انجام نخواهند داد. در نتیجه، مسئله فقط کاهش تولید امروز نیست. کاهش سرمایه‌گذاری می‌تواند اثر خود را با فاصله زمانی بر ظرفیت تولید آینده نیز نشان دهد.

## برنامه سرمایه‌گذاری خود را محدود به تعویق انداخته یا متوقف می‌کنند

# ۸۶٪

بنگاه‌ها از «توسعه»  
به «حفظ موقعیت»  
رسیده‌اند

پاسخ‌های ۱۴ فعال اقتصادی یک تصویر مشترک می‌سازد: بخش خصوصی هنوز انتظار یک بازگشت سریع و پر قدرت را ندارد. در کوتاه‌مدت، بخشی از بنگاه‌ها انتظار تثبیت فعالیت را دارند، اما در افق پایان سال وزن پاسخ‌های منفی بیشتر می‌شود. هم‌زمان مشکلات تجارت و تأمین مواد اولیه همچنان پابرجاست و بخش عمده فعالان اقتصادی نیز برنامه‌های سرمایه‌گذاری خود را محدود کرده‌اند. اگر این رفتار ادامه پیدا کند، اثر شوک تابستان ممکن است فقط در ارقام تولید چند ماه آینده باقی نماند؛ کاهش سرمایه‌گذاری امروز می‌تواند به محدودیت رشد فردا تبدیل شود.

انتظار کاهش تولید تا پایان سال

# ۷۱٪

محدودیت، تعویق یا توقف سرمایه‌گذاری

# ۸۶٪

انتظار بازگشت کامل تا پایان پاییز

# ۷٪

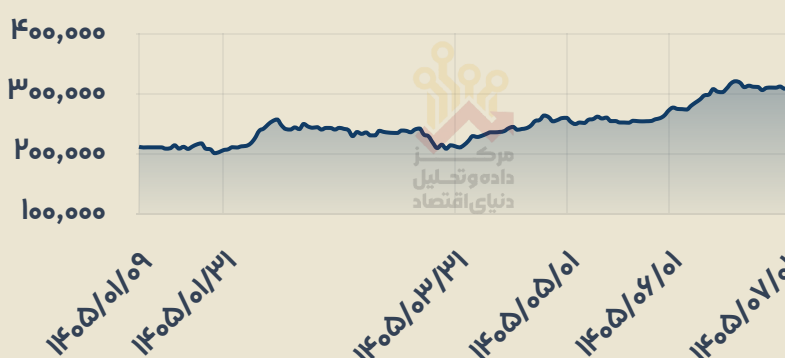
### اسامی شرکت‌کنندگان

- فرشید شکرخدايي ■ سجاد غرقى ■ فرنگیس رحمانی ■ محمد عبده‌زاده ■ امیرعادل طاهرخانی ■ آرش علوی
- رضا مېصرى ■ افشین کلاهی ■ فرزین فردیس ■ حسین سلاح‌ورزی ■ مهرداد عباد ■ علی شریعتی
- علیرضا کلاهی صمدی ■ حسن فروزانفر



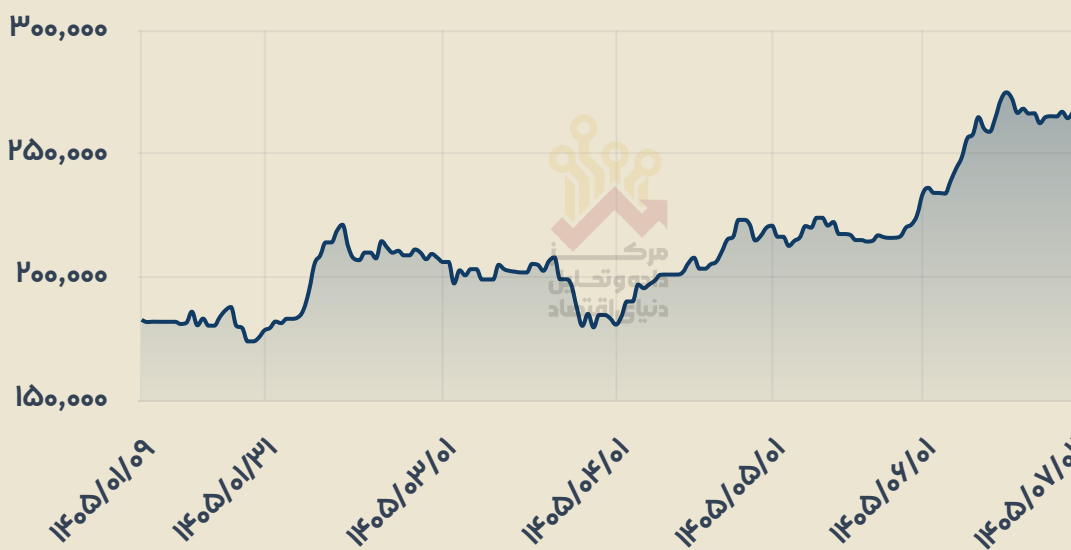
## دلار دوباره به سقف رسید؛ این بار نوبت شکست است؟

## نمای بازار ارز

درهم امارات  
تومانپوند انگلیس  
تومانیوان چین  
تومانلیر ترکیه  
تومان

جدول بازدهی ارز

| نماد          | قیمت    | روز    | هفته   | ماه     | سال      |
|---------------|---------|--------|--------|---------|----------|
| فرانک سوئیس   | ۲۸۳,۷۰۰ | +۰/۸۹% | +۲/۳۷% | +۱۳/۴۶% | +۱۱۰/۳۲% |
| روبل روسیه    | ۲,۷۶۸   | +۱/۲۴% | +۲/۹۰% | +۱۵/۰۵% | +۱۱۲/۶۰% |
| دلار استرالیا | ۱۶۵,۱۸۰ | +۱/۱۴% | +۱/۵۸% | +۱۵/۱۲% | +۱۳۳/۹۰% |
| دلار کانادا   | ۱۶۶,۰۴۰ | +۱/۰۲% | +۱/۹۰% | +۱۴/۴۸% | +۱۱۵/۱۹% |
| دینار عراق    | ۱۵۰     | +۰/۸۷% | +۳/۰۹% | +۸/۹۱%  | +۸۰/۲۲%  |

یورو  
تومان

## بازدهی یورو

|            |         |
|------------|---------|
| هفته       | قیمت    |
| +۱/۸۵%     | ۲۶۷,۱۴۰ |
| سال        | ماه     |
| +۱۱۲/۰۸%   | +۱۴/۱۷% |
| از فروردین |         |
| +۴۸/۰۵%    |         |

## بازدهی دلار آمریکا

هفته

+۲,۹۵%

قیمت

۲۳۴,۶۱۵

سال

+۱۱۸,۸۵%

ماه

+۱۷,۰۲%

از فروردین

+۴۷,۳۰%

دلار آمریکا (بازار آزاد)

تومان



در هفته جاری، دلار پس از رسیدن به حدود ۲۲۸ هزار تومان در پایان هفته گذشته، در حوالی ۲۳۲ هزار تومان نوسان داشت و در آخرین نرخ ثبت شده به حدود ۲۳۴ هزار تومان رسید. یورو نیز در این هفته عمدتاً در محدوده ۲۶۵ هزار تومان نوسان داشت و در آخرین نرخ ثبت شده به حدود ۲۶۷ هزار تومان رسید. روند اخیر نشان می دهد نرخ ارز در تلاش است سقف قیمتی موجود را پشت سر بگذارد و وارد کانال های بالاتر شود. در این شرایط، پرسش اصلی این است که در صورت تحقق این شکست قیمتی، بازار ارز تا چه سطحی می تواند پیشروی کند؟ برای پاسخ به این پرسش، یکی از متغیرهای قابل بررسی، ظرفیت نقدینگی موجود در اقتصاد است؛ به همین دلیل، در ادامه رابطه میان نقدینگی و بازار ارز بررسی می شود.

## نقدینگی؛ وقتی به تقاضای ارز تبدیل می شود

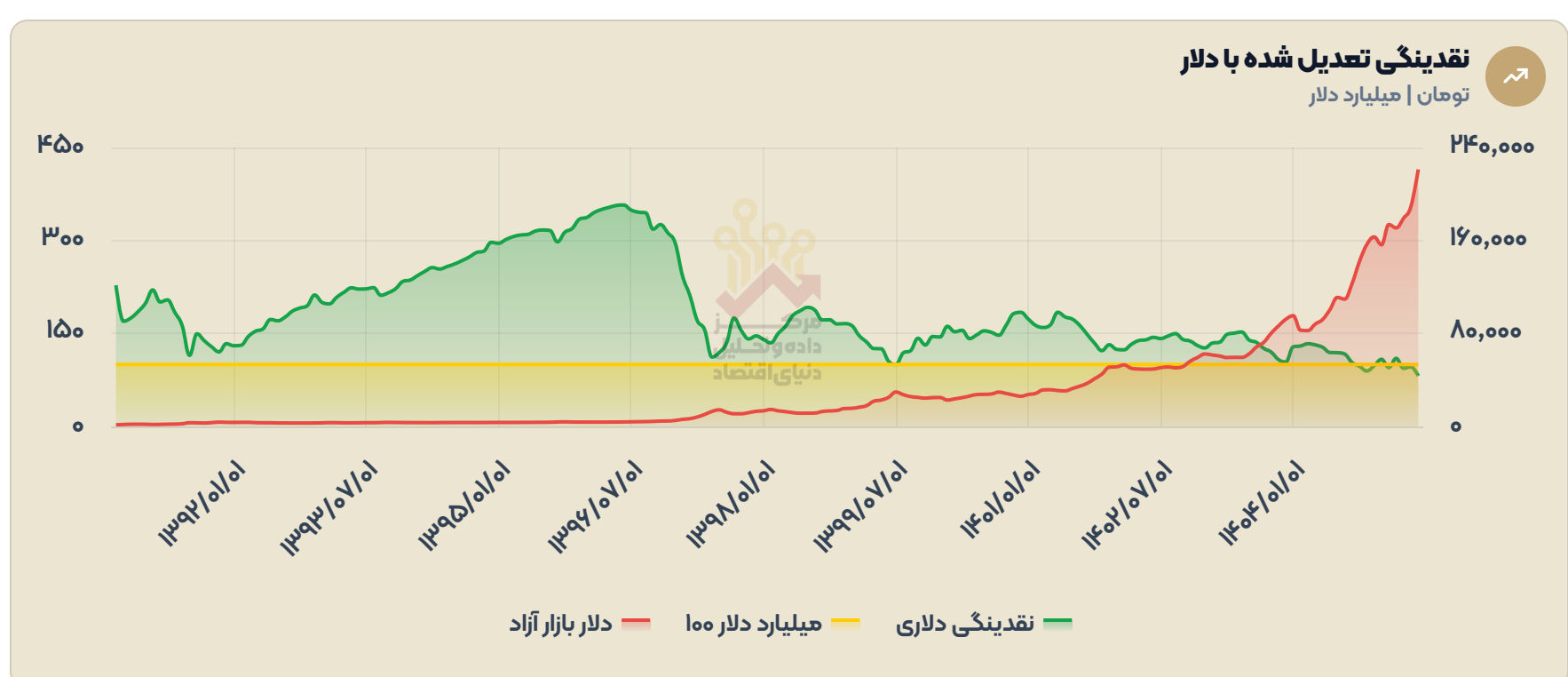
نقدینگی یکی از مهم ترین عوامل اثرگذار بر نرخ ارز است، اما اثر آن در همه شرایط یکسان نیست. در شرایط عادی اقتصاد ایران، زمانی که روابط خارجی باثبات تر است و دولت از منابع و ابزارهای کافی برای مدیریت بازار ارز برخوردار است، افزایش نقدینگی لزوماً به افزایش متناسب نرخ ارز منجر نمی شود. در این شرایط، بخشی از نقدینگی در سپرده های بانکی، بازار سرمایه، مسکن و سایر دارایی ها باقی می ماند و عواملی مانند بازدهی دارایی ها و وضعیت عرضه و تقاضای ارز نقش پررنگ تری دارند.

اما زمانی که اقتصاد با شوک های خارجی، محدودیت های ارزی و افزایش نااطمینانی مواجه می شود، رفتار نقدینگی تغییر می کند. با شعله ور شدن انتظارات تورمی، خانوارها و بنگاه ها برای حفظ ارزش دارایی های خود به سمت دارایی هایی مانند دلار و طلا حرکت می کنند. در چنین شرایطی، نقدینگی موجود در اقتصاد می تواند به یک نیروی بالقوه برای افزایش تقاضای ارز تبدیل شود؛ هرچه نااطمینانی بیشتر باشد، احتمال تبدیل بخشی از این نقدینگی به تقاضای دارایی های ارزی نیز افزایش می یابد.

با این حال، خود حجم نقدینگی معیار کاملی برای سنجش ظرفیت این تقاضا نیست. برای مثال، ۱۰ میلیون میلیارد تومان نقدینگی در اقتصادی با نرخ دلار ۵ هزار تومان، از نظر معادل ارزی نقدینگی با همین مقدار نقدینگی در نرخ دلار ۱۰۰ هزار تومان تفاوت دارد. به همین دلیل، نقدینگی دلاری می تواند تصویر مناسب تری از حجم نقدینگی داخلی در مقیاس بازار ارز ارائه دهد.



نقدینگی دلاری از تقسیم حجم نقدینگی بر نرخ دلار به دست می‌آید و نشان می‌دهد کل نقدینگی ریالی اقتصاد، با نرخ ارز موجود، معادل چه مقدار دلار است. افزایش این نسبت به معنای بزرگ‌تر شدن حجم نقدینگی داخلی نسبت به ظرفیت جذب آن در بازار ارز است و در شرایطی که انتظارات تورمی و تقاضای حفظ ارزش دارایی افزایش یابد، می‌تواند ظرفیت بیشتری برای فشار بر بازار ارز ایجاد کند. از این منظر، نقدینگی دلاری را می‌توان نه به‌عنوان پیش‌بینی‌کننده قطعی نرخ دلار، بلکه به‌عنوان شاخصی برای سنجش ظرفیت بالقوه نقدینگی جهت اثرگذاری بر بازار ارز در نظر گرفت.



این شاخص در مرداد ۹۶ به اوج تاریخی خود، یعنی حدود ۳۶۰ میلیارد دلار رسید. در سال‌های ۹۵ و ۹۶، نرخ دلار با وجود رشد نقدینگی و افزایش فشارهای تورمی، برای مدتی با سیاست‌های ارزی و مداخلات بازار در سطح نسبتاً پایینی حرکت کرد. در نتیجه، رشد نقدینگی ریالی با افزایش متناسب نرخ دلار همراه نشد و این نسبت به سطوح بالایی رسید. با تغییر شرایط در سال ۹۷، این انباشت فشار در بازار ارز تخلیه شد و نرخ دلار جهش شدیدی را تجربه کرد؛ به‌طوری که نقدینگی دلاری نیز از حدود ۳۰۲ میلیارد دلار در ابتدای سال به ۱۱۳ میلیارد دلار در مهرماه کاهش یافت. این دوره نمونه‌ای روشن از تفاوت میان افزایش نقدینگی ریالی در شرایط کنترل نرخ ارز و وضعیتی است که نرخ ارز امکان تعدیل پیدا می‌کند.

پس از آن نیز شاخص در مقاطعی افزایش یافت؛ در سال ۹۸ تا حدود ۱۹۰ میلیارد دلار و در ۱۴۰۰ تا حدود ۱۸۵ میلیارد دلار رسید و در سال ۱۴۰۳ سقف آن حدود ۱۵۰ میلیارد دلار بود. با این حال، هیچ‌یک به سطوح سال‌های ۹۵ و ۹۶ نزدیک نشدند. نکته قابل توجه در بررسی نمودار این است که هرگاه نقدینگی دلاری به محدوده حدود ۱۰۰ میلیارد دلار نزدیک شده، نرخ دلار برای مدتی آرام‌تر شده و با کاهش سرعت رشد آن، امکان افزایش مجدد نقدینگی دلاری فراهم شده است. بنابراین، محدوده ۱۰۰ میلیارد دلار را می‌توان در سال‌های گذشته به‌عنوان سطحی حساس در رابطه میان نقدینگی و نرخ ارز در نظر گرفت. اکنون اما این نسبت، بر اساس برآوردهای انجام‌شده برای سال ۱۴۰۵، از حدود ۱۰۶ میلیارد دلار در فروردین به حدود ۸۲ میلیارد دلار در شهریور رسیده و برای نخستین‌بار به‌طور معناداری زیر این محدوده قرار گرفته است؛ وضعیتی که باید در شرایط خاص اقتصادی کشور و تداوم جنگ تفسیر شود. این سطح، پایین‌ترین مقدار در کل دوره مورد بررسی و حدود یک‌چهارم اوج تاریخی آن است.

این وضعیت، بازار ارز امروز را از دوره‌های جهش گذشته متمایز می‌کند. نرخ دلار در سال‌های اخیر بارها متناسب با شرایط پولی و تورمی تعدیل شده و مانند دوره منتهی به سال ۹۷ برای مدت طولانی در سطحی ثابت و پایین نگه داشته نشده است. بنابراین، بخشی از فشارهایی که در گذشته می‌توانست به شکل انباشت نقدینگی در مقیاس دلار ظاهر شود، در سال‌های اخیر از طریق افزایش نرخ ارز تعدیل شده است. از این منظر، پایین بودن شاخص فعلی به معنای عدم افزایش نرخ دلار نیست؛ بلکه نشان می‌دهد ظرفیت موجود برای شتاب گرفتن نرخ ارز نسبت به سال ۱۳۹۷ محدودتر است.

در مجموع، روند نقدینگی دلاری نشان می‌دهد که وضعیت فعلی بازار ارز با دوره‌های جهش بزرگ گذشته تفاوت دارد. نسبت نقدینگی ریالی به دلار اکنون در پایین‌ترین سطح در ۱۵ سال اخیر قرار گرفته و حتی از محدوده ۱۰۰ میلیارد دلار که در سال‌های گذشته با دوره‌هایی از آرایش نسبی بازار ارز همراه بوده، پایین‌تر آمده است. این موضوع در کنار تعدیل‌های مکرر نرخ ارز در سال‌های اخیر نشان می‌دهد بخش قابل‌توجهی از فشار پولی و تورمی پیش از این در نرخ ارز تخلیه شده و برخلاف روند منتهی به سال ۹۷، حجم بزرگی از نقدینگی دلاری در اقتصاد انباشته نشده است. با این حال، شرایط تحریمی، تداوم نااطمینانی و رشد نقدینگی همچنان می‌تواند انتظارات تورمی و تقاضا برای دارایی‌های ارزی را افزایش دهد و به رشد بیشتر نرخ دلار منجر شود. بنابراین، سطح پایین فعلی نقدینگی دلاری را باید نشانه محدودتر بودن ظرفیت شتاب‌گیری بازار نسبت به دوره‌های جهشی گذشته دانست، نه نشانه مصون بودن نرخ ارز از افزایش؛ به‌ویژه آنکه وقوع شوک‌های جدید می‌تواند این ظرفیت را دوباره تغییر دهد.

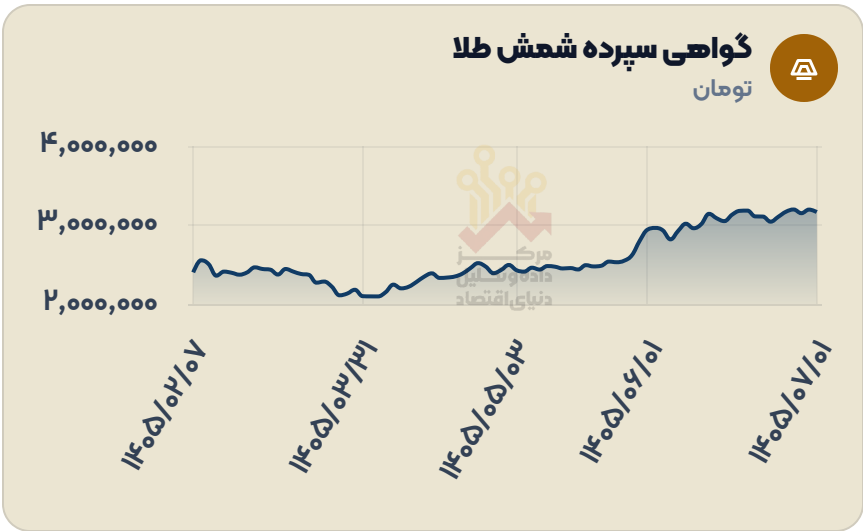
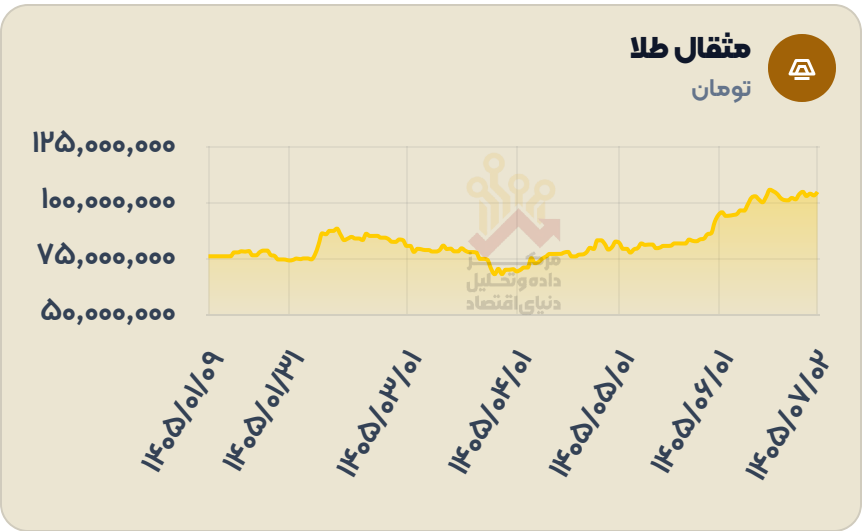
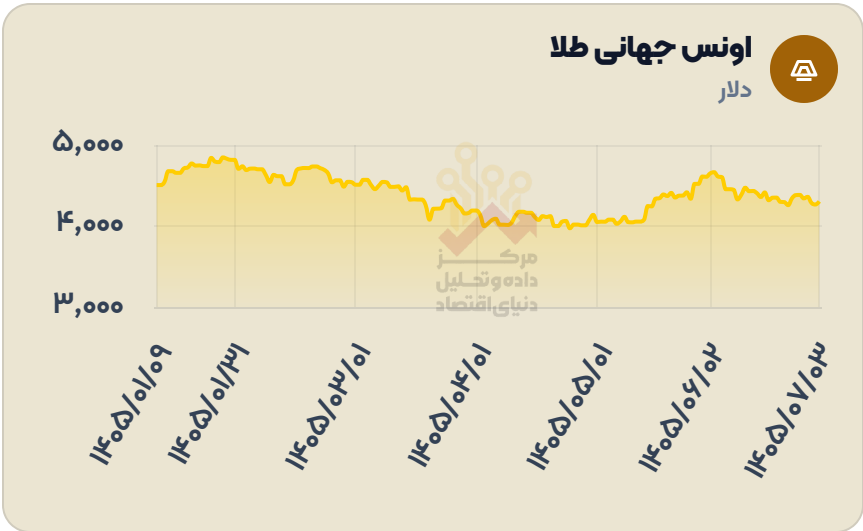
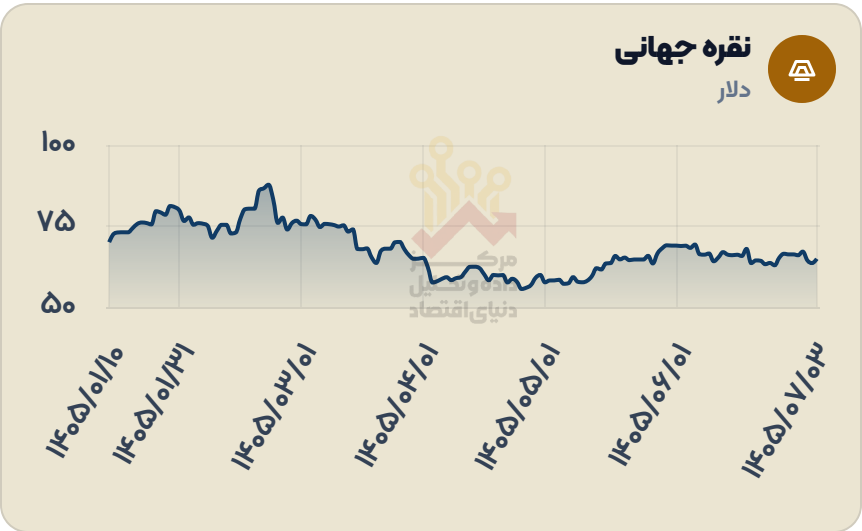
رصد محرک‌های بازار ارز

| محرک                    | وضعیت | فشار بر دلار |
|-------------------------|-------|--------------|
| صادرات نفت              | ●     | ●            |
| صادرات غیرنفتی          | ●     | ●            |
| واردات                  | ●     | ●            |
| شکاف نرخ آزاد/مبادله‌ای | ●     | ●            |
| تورم                    | ●     | ●            |
| نقدینگی                 | ●     | ●            |
| قیمت نفت                | ●     | ●            |
| مداخله ارزی             | ●     | ●            |



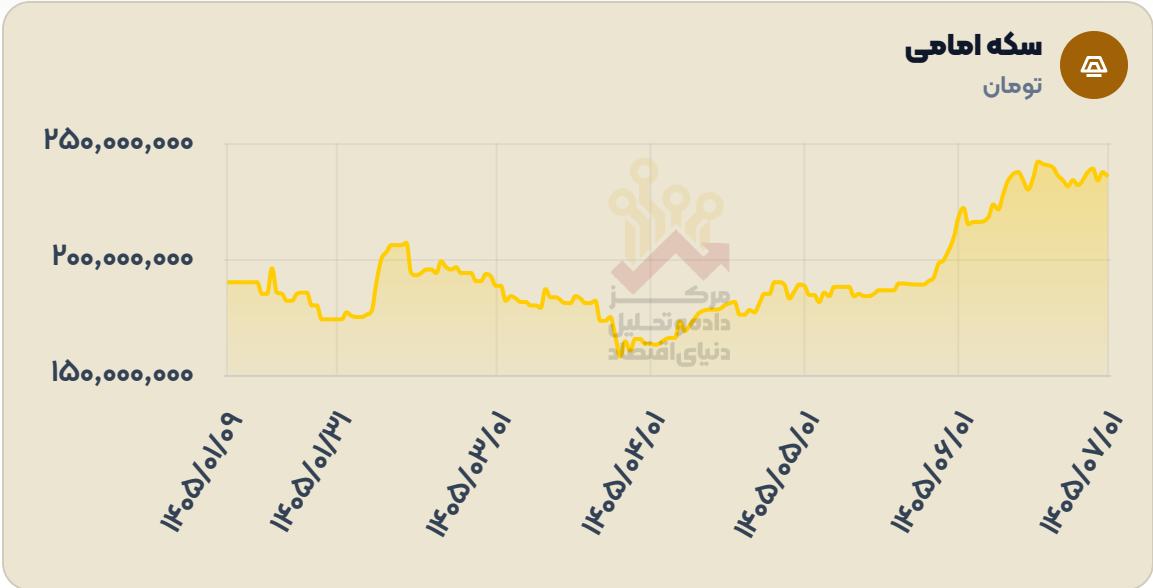
دلار به طلا شتاب داد، اونس سرعتش را گرفت

نمای بازار طلا



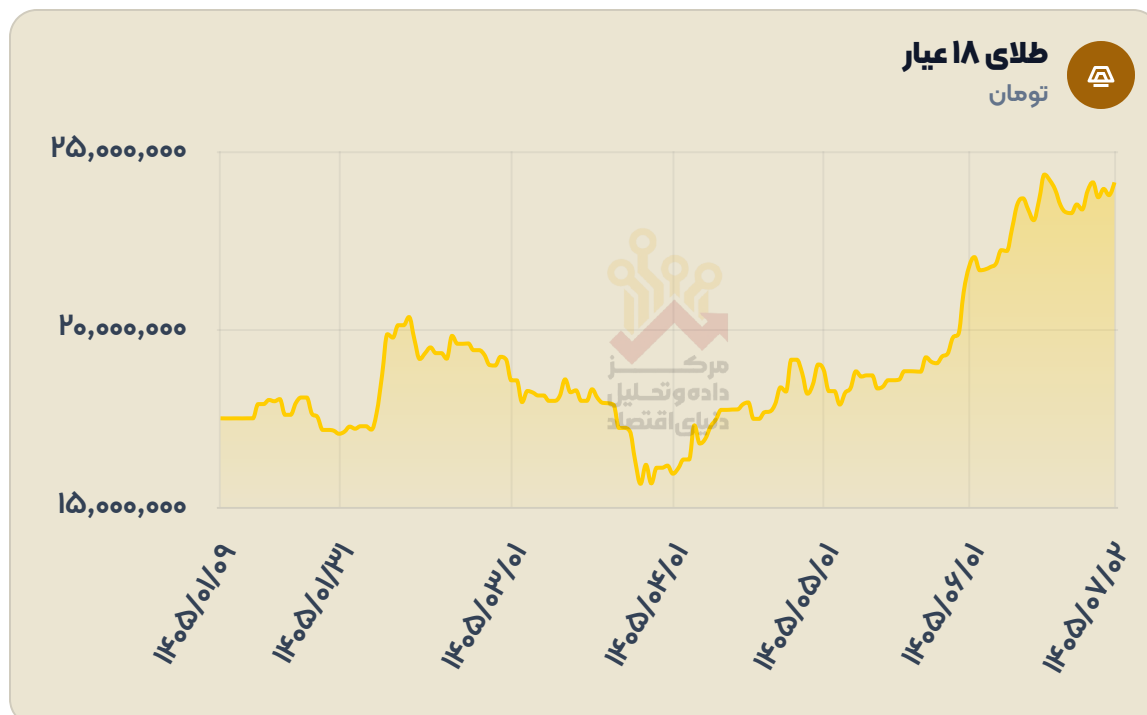
جدول بازدهی طلا

| نهاد                 | قیمت        | هفته   | ماه     | سال      | از ابتدای سال |
|----------------------|-------------|--------|---------|----------|---------------|
| سکه بهار آزادی       | ۲۳۶,۰۷۵,۰۰۰ | +۳,۴۹% | +۱۱,۷۰% | +۱۳۷,۹۳% | +۳۲,۷۱%       |
| نیم سکه              | ۱۲۳,۰۰۰,۰۰۰ | +۳,۳۶% | +۱۲,۸۴% | +۱۲۱,۲۲% | +۲۶,۹۹%       |
| ربع سکه              | ۶۵,۰۰۰,۰۰۰  | +۳,۱۷% | +۱۰,۱۷% | +۹۶,۳۷%  | +۱۶,۲۰%       |
| سکه گرمی             | ۳۴,۰۰۰,۰۰۰  | +۳,۰۳% | +۱۷,۲۴% | +۱۰۳,۵۹% | +۲۱,۴۳%       |
| نقره جهانی           | \$ ۶۴.۵۹    | -۲,۷۷% | -۵,۳۷%  | +۴۲,۷۶%  | -۴,۷۲%        |
| گواهی سپرده شمش نقره | ۴۹۷,۹۹۰     | +۱,۷۳% | +۲,۴۹%  | ۰/۰۰%    | -۳,۹۹%        |



سکه امامی

|            |             |
|------------|-------------|
| هفته       | قیمت        |
| +۳,۴۶%     | ۲۴۰,۰۱۰,۰۰۰ |
| سال        | ماه         |
| +۱۲۴,۳۵%   | +۱۱,۶۳%     |
| از فروردین |             |
| +۲۶,۳۵%    |             |



| طلا ۱۸ عیار |            |
|-------------|------------|
| هفته        | قیمت       |
| +۳,۲۶%      | ۲۴,۱۲۴,۶۰۰ |
| سال         | ماه        |
| +۱۴۲,۵۰%    | +۱۱,۴۱%    |
| از فروردین  |            |
| +۳۶,۷۷%     |            |

## طلا در کشاکش دلار و بازار جهانی

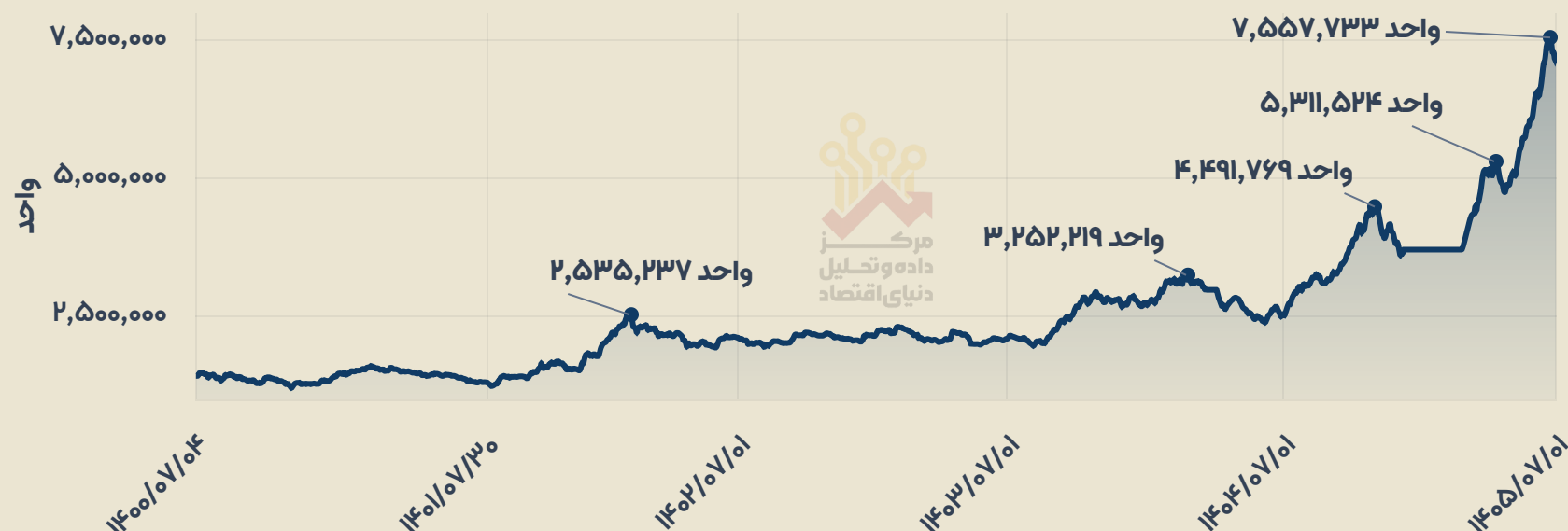
طلا در معاملات پنجشنبه همچنان تحت فشار قرار داشت و پس از افت شدید روز گذشته، زیر ۴۳۰۰ دلار در هر اونس معامله شد. تقویت دلار و افزایش بازدهی اوراق خزانه‌داری آمریکا، در کنار انتشار داده‌هایی فراتر از انتظار بخش خصوصی این کشور، نگرانی‌ها درباره تداوم تورم را افزایش داده و انتظارات برای افزایش بیشتر نرخ بهره فدرال رزرو را تقویت کرده است. همزمان، رشد دوباره قیمت نفت و تداوم تنش‌ها پیرامون تنگه هرمز نیز از مسیر افزایش فشارهای تورمی، چشم‌انداز سیاست پولی سخت‌گیرانه‌تر را تقویت کرده است.

در بازار داخلی، همزمانی این تحولات با افزایش نرخ دلار اهمیت بیشتری پیدا می‌کند. دلار در هفته جاری تا حدود ۲۳۴ هزار تومان افزایش یافت و در بالاترین سطح خود قرار گرفت. با وجود فشار نزولی ایجادشده از سوی بازار جهانی، افزایش نرخ ارز داخلی بخشی از این فشار را خنثی کرده و مانع از افت متناسب قیمت طلا در بازار ایران شده است. قیمت هر گرم طلا ۱۸ عیار در این هفته در محدوده ۲۳.۷ تا ۲۴.۱ میلیون تومان نوسان داشت و در آخرین نرخ ثبت‌شده به حدود ۲۴.۱ میلیون تومان رسید. در نتیجه، رفتار طلا داخلی بیش از آنکه صرفاً از افت اخیر قیمت جهانی تبعیت کند، تحت تأثیر همزمان تحولات بازار جهانی و سطح بالای نرخ ارز داخلی قرار گرفته است.

در بازار سکه نیز قیمت سکه امامی در هفته جاری در محدوده ۲۳۴ تا ۲۳۹ میلیون تومان نوسان داشت و در آخرین نرخ ثبت‌شده به ۲۴۰ میلیون تومان رسید. افزایش نرخ دلار در بازار داخلی، در کنار روند قیمت طلا داخلی، از عوامل اصلی حمایت‌کننده از قیمت سکه بوده است.

نقره نیز در هفته اخیر نوسان محدودی داشت و از حدود ۵۰۰ هزار تومان در ابتدای تا حدود ۴۹۰ هزار تومان کاهش یافت. پس از عقب‌نشینی در اواخر هفته، قیمت در آخرین روز معاملاتی به ۵۰۰ هزار تومان رسید.

روند پنج ساله شاخص کل



## شاخص کل

هفته

-۳,۹۸%

ماه

+۱۳,۶۳%

سال

+۱۸۷,۴۹%

از فروردین

+۹۵,۴۰%

## شاخص کل (هم وزن)

هفته

-۳,۸۳%

ماه

+۷,۵۶%

سال

+۱۵۲,۰۷%

از فروردین

+۱۰۳,۵۳%

## شاخص فرابورس

هفته

-۱,۰۰%

ماه

+۱۳,۶۸%

سال

+۱۴۳,۵۲%

از فروردین

+۱۰۲,۹۲%

روند پنج ساله شاخص کل هم وزن

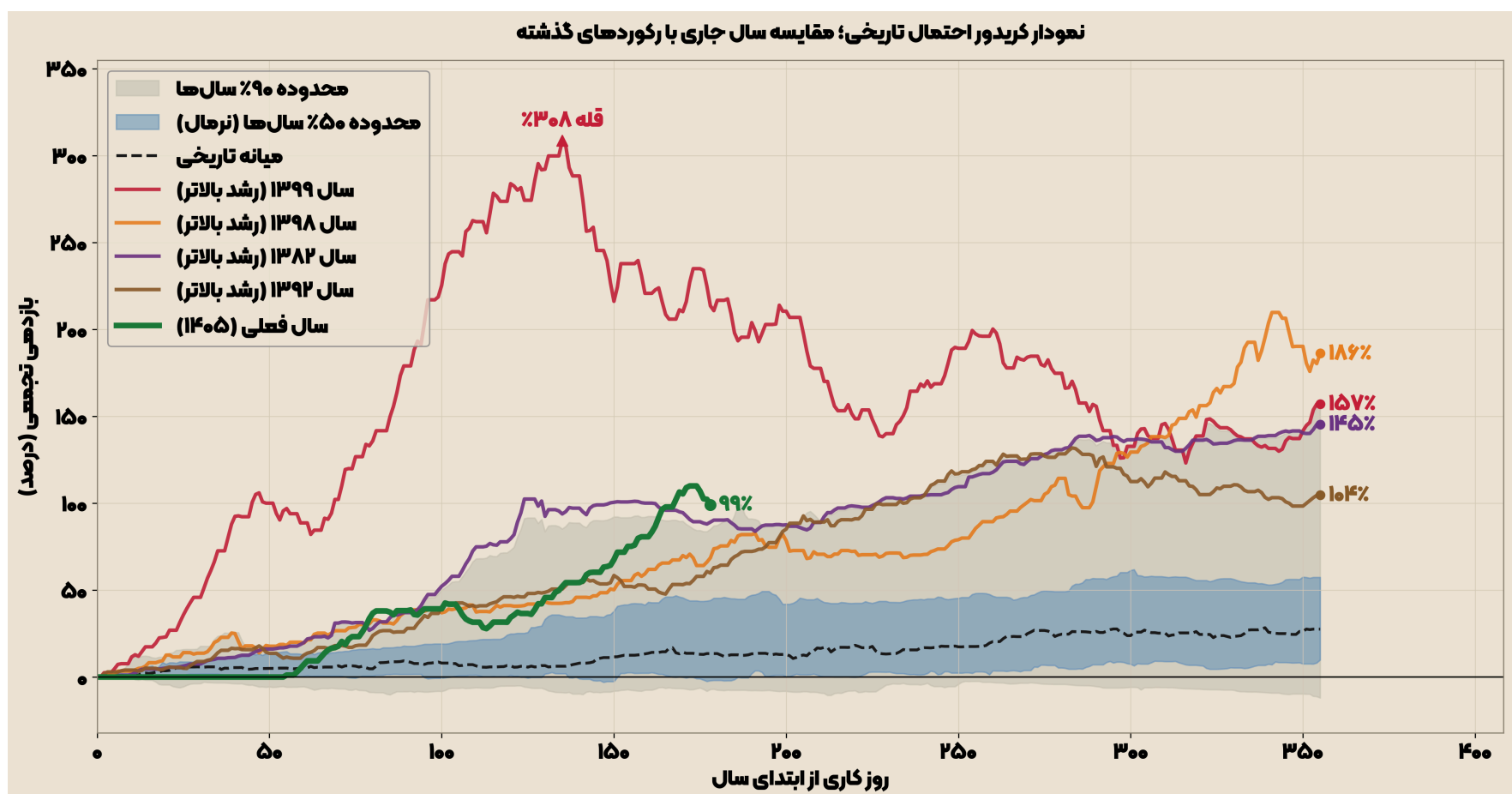


روند تاریخی قیعت به سود بازار سهام





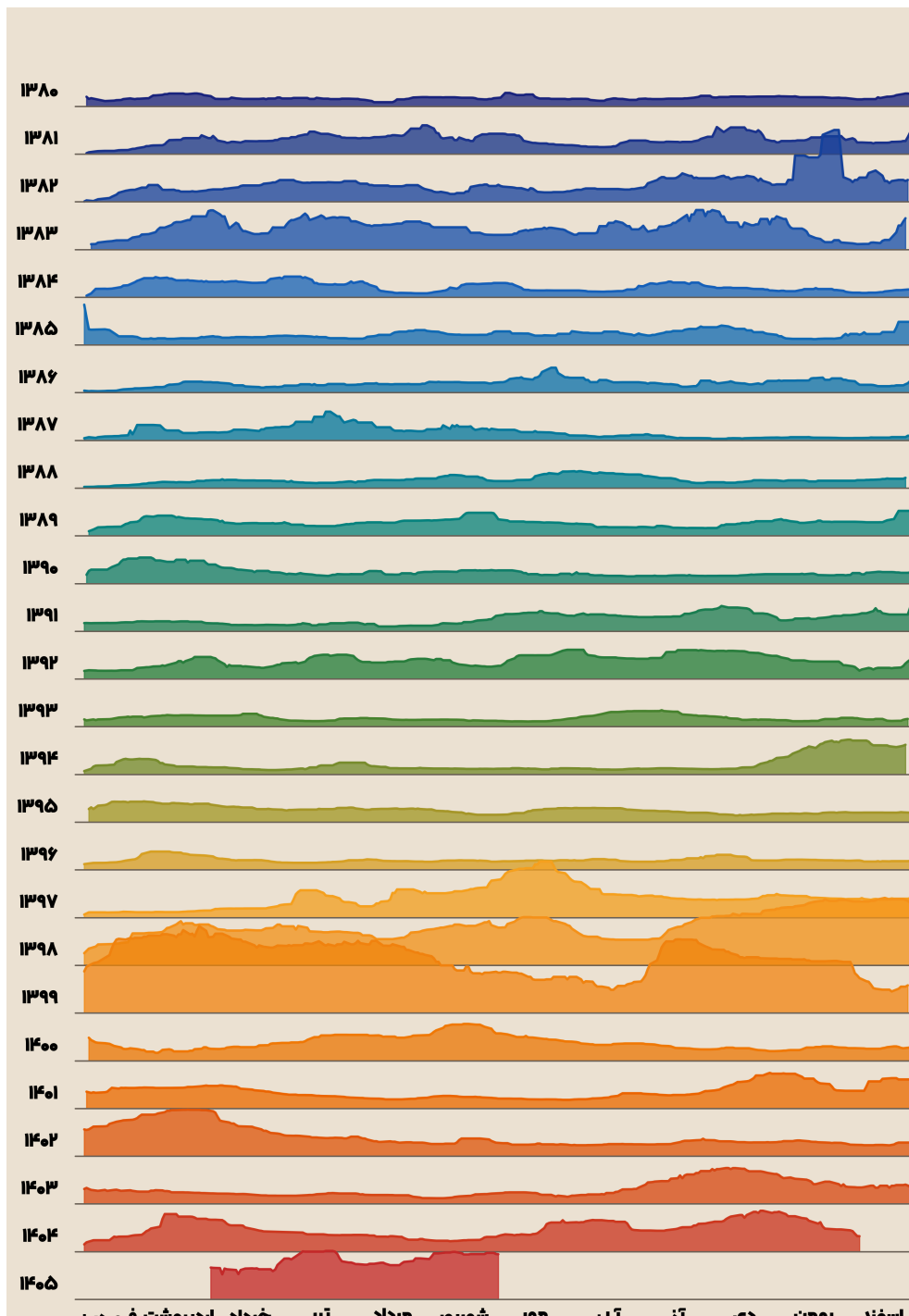
## آیا بورس امسال رکورد صعود را می‌شکند؟



بررسی روند رشد شاخص کل بورس در سال جاری (۱۴۰۵) و مقایسه آن با رفتار بازار در ۲۵ سال گذشته، حقایق مهمی را درباره وضعیت فعلی سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد. با صفر کردن مبدأ زمانی تمام سال‌ها، مشخص می‌شود که بورس تهران در سال ۱۴۰۵ از ریتم طبیعی و همیشگی خود خارج شده است. در شرایط نرمال تاریخی، شاخص بورس در این مقطع زمانی معمولاً رشدی بین ۲۰ تا نهایتاً ۳۰ درصد را تجربه می‌کرد، اما امسال با یک جهش خیره‌کننده، بازدهی ۹۴ درصدی را ثبت کرده است. این رشد سریع باعث شده تا مسیر حرکت بازار در سال جاری، سقف تاریخی را بشکافد و در محدوده‌ای قرار گیرد که نشان‌دهنده ورود سنگین نقدینگی و هیجان بالای خریداران است. نگاهی به رکوردهای تاریخی نشان می‌دهد که تنها چهار سال در این بازه، توانسته‌اند رشدهای نهایی بالاتری از وضعیت فعلی ۱۴۰۵ ثبت کنند. سال‌های ۱۳۹۸، ۱۳۹۹، ۱۳۸۲ و ۱۳۹۲ که به ترتیب رشدهای ۱۸۶، ۱۵۷، ۱۴۵ و ۱۰۴ درصدی داشته‌اند. زاویه صعود تند بازار در سال جاری بیش از هر زمان دیگری یادآور روزهای پراشتاب و انفجاری سال ۱۳۹۸ و ماه‌های ابتدایی سال ۱۳۹۹ است. به طوری که در چنین موقعیت بورس ۱۴۰۵ رتبه دوم را در زمان مشابه از نظر بازدهی در کل تاریخ دارد. اگرچه این شتاب چشمگیر برای بسیاری از سرمایه‌گذاران تداعی‌کننده سودهای رویایی گذشته است، اما فاصله گرفتن شدید بازار از محدوده امن و طبیعی خود یک پیام و هشدار جدی محسوب می‌شود. تجربه سال ۱۳۹۹ به وضوح نشان داد که پس از چنین رشدهای عمودی و هیجانی احتمال نوسانات شدید و افت‌های ناگهانی به شدت افزایش می‌یابد. در این شرایط داده‌های تاریخی نشان می‌دهند که بازار در فاز خوش‌بینی مفرط قرار دارد و سرمایه‌گذاران باید به جای دنباله‌روی از هیجانات مقطعی، استراتژی‌های محافظه‌کارانه و مدیریت دقیق ریسک را در اولویت تصمیمات خود قرار دهند.

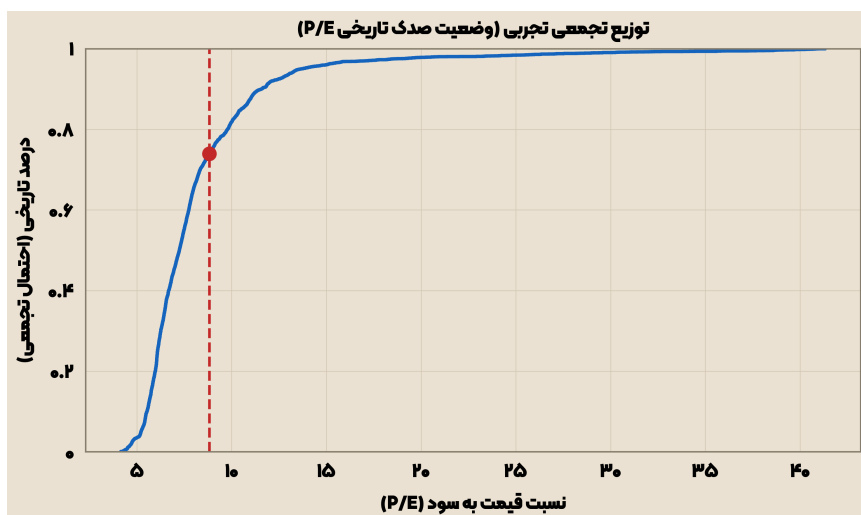
### از رکود نسبی تا فوران نقدینگی

در دهه‌های ۸۰ و نیمه اول ۹۰، توزیع گردش پول در ماه‌های مختلف سال بسیار هموار، آرام و باثبات بود. تا پیش از سال ۱۳۹۷، سرعت گردش نقدینگی در محدوده میانگین ۰.۰۰۰۰۶ بود. اما با تشدید تورم در اواخر دهه نود، این آرامش جای خود را به نوسانات شدید و قله‌های پی‌درپی داد. تا جایی که باعث شد این شاخص در سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۰ جهشی سه‌برابری را تجربه کند. اوج این رفتارهای هیجانی مشخصاً در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ ثبت شده است. جایی که شکل‌گیری امواج بسیار بلند نمودار، نشان‌دهنده ورود سنگین نقدینگی و جابجایی سریع و پرشتاب پول است.

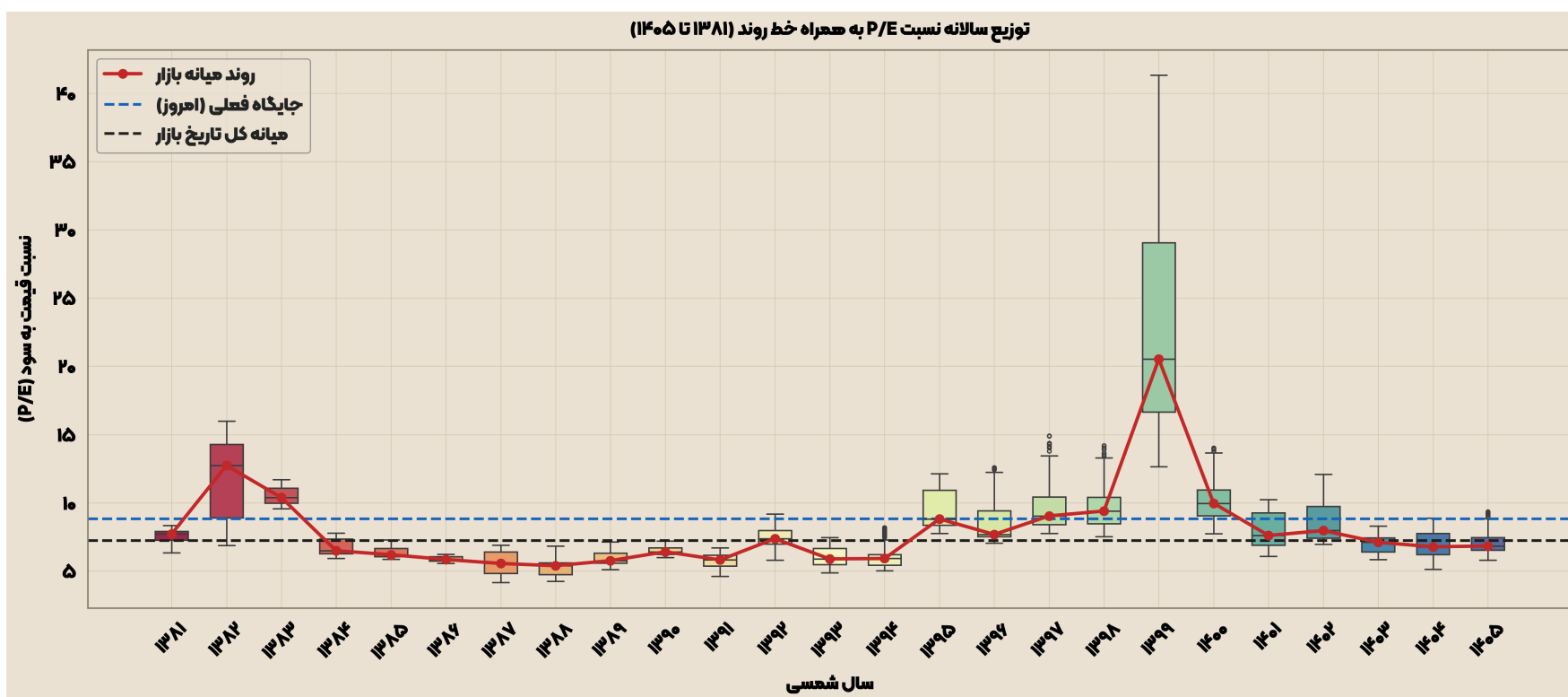


ظهور قله‌های نوسانی بلند نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران از دیدگاه بلندمدت فاصله گرفته و به نوسان‌گیری و جابه‌جایی سریع روی آورده‌اند. به‌گونه‌ای که ماندگاری نقدینگی در سهام به‌شدت کاهش یافته است. در سال‌های اخیر (۱۴۰۵ تا ۱۴۰۵)، اگرچه خط پایه نوسانات همچنان بالاتر از دهه‌های گذشته تثبیت شده است، اما ارتفاع موج‌های نقدشوندگی نسبت به قله‌های سال‌های ۹۸ و ۹۹ افت ملموسی داشته است. پایین‌تر بودن این نسبت در مقطع کنونی نشان می‌دهد که به‌رغم تلاطم‌های فصلی، هنوز پول قدرتمند مشابه دوران اوج، وارد چرخه معاملات نشده است. این تغییرات ساختاری، الگوهای سنتی و تقویمی بازار را از بین برده است. در گذشته، ماه‌هایی مانند دی و اردیبهشت به دلیل انتشار گزارش‌های مالی و ورود نقدینگی بهاری، همواره میزبان اوج معاملات بودند و بالاترین سرعت گردش سهام را ثبت می‌کردند. اما پس از شوک سال ۱۳۹۸، این رفتار فصلی به‌شدت کمرنگ شده و قله‌های معاملاتی در تمام ماه‌های سال توزیع شده‌اند. این موضوع ثابت می‌کند که بازار اکنون به جای تقویم سنتی، کاملاً به متغیرهای کلان اقتصادی و اخبار برون‌زا شرطی شده و در هر مقطعی از سال مستعد واکنش‌های هیجانی و شوک‌های نقدینگی است.

## آرامشی ظاهری در احاطه مخاطرات پنهان



نسبت قیمت به سود بورس تهران هم‌اکنون حوالی ۸.۸ قرار دارد که رقمی بالاتر از میانگین تاریخی کل بازار است. نمودار توزیع تاریخی نشان می‌دهد این عدد در صدک ۱۷۴م ۲۵ سال گذشته ایستاده است؛ یعنی در ۷۴ درصد مواقع، بورس ارزان‌تر از امروز بوده است.



از نظر قیمتی، بازار در یک ناحیه تعادلی و میانی قرار دارد؛ جایی که نه نشانه‌ای از ارزش‌گذاری‌های حبابی در آن دیده می‌شود و نه آن‌قدر ارزان است که بتوان بدون توجه به کیفیت شرکت‌ها و ریسک‌های موجود اقدام به خرید کرد. این وضعیت در نمودار توزیع تاریخی نسبت قیمت به سود نیز قابل مشاهده است. جایگاه فعلی بازار بالاتر از میانگین تاریخی قرار دارد، اما همچنان فاصله قابل‌توجهی با ارزش‌گذاری‌های بسیار بالای دوره‌هایی مانند سال ۱۳۹۹ دارد؛ دوره‌ای که نسبت قیمت به سود بازار در مقطعی به سطوح ۳۰ و حتی ۴۰ واحد نیز رسیده بود.

با این حال، باید توجه داشت که نسبت قیمت به سود فعلی بازار بر مبنای سود ۱۲ ماه گذشته شرکت‌ها محاسبه می‌شود؛ در حالی که آنچه در بازار قیمت‌گذاری می‌شود، بیش از هر چیز انتظارات نسبت به سودآوری آینده شرکت‌هاست. به همین دلیل، P/E تاریخی به‌تنهایی نمی‌تواند معیار کاملی برای سنجش ارزندگی بازار باشد و برای قضاوت دقیق‌تر باید چشم‌انداز سودآوری شرکت‌ها نیز در نظر گرفته شود.

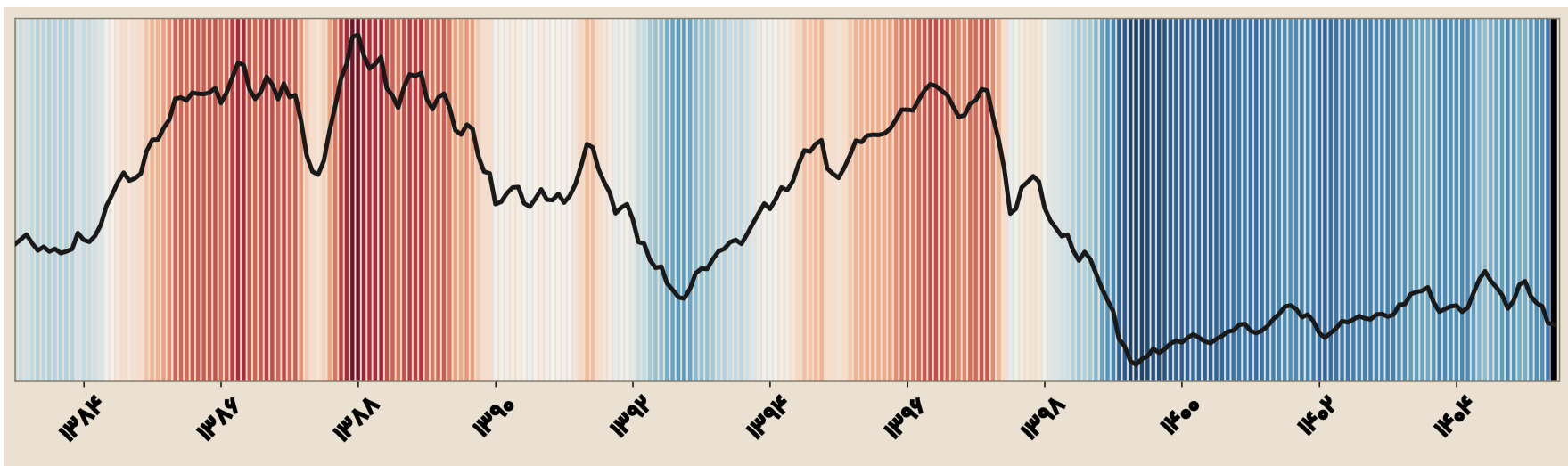
از سوی دیگر، تورم بالا و پایین‌تر بودن بخشی از نرخ‌های سود از سطح تورم، همچنان یکی از عوامل مهم در رفتار سرمایه‌گذاران است. در چنین فضایی، بخشی از منابع می‌تواند به سمت دارایی‌هایی حرکت کند که توانایی بیشتری برای حفظ ارزش در برابر تورم دارند. سهام نیز از این منظر می‌تواند برای بخشی از سرمایه‌گذاران جذاب باشد؛ به‌ویژه در شرکت‌هایی که ارزش دارایی‌ها یا درآمد آنها با سطح عمومی قیمت‌ها و نرخ ارز تعدیل می‌شود و از قدرت مناسبی برای انتقال افزایش هزینه‌ها به قیمت محصولات و خدمات خود برخوردارند.

با این همه، مهم‌ترین عامل عدم قطعیت در شرایط فعلی همچنان ریسک‌های سیاسی و مسیر تحولات پیش‌روست. افزایش نااطمینانی سیاسی می‌تواند نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران را افزایش دهد و بر ارزش‌گذاری سهام فشار وارد کند؛ حتی در شرایطی که بخشی از شرکت‌ها از منظر بنیادی در محدوده‌های قابل‌قبولی قرار داشته باشند. در مقابل، کاهش این ریسک‌ها می‌تواند انتظارات سرمایه‌گذاران و فضای ارزش‌گذاری بازار را نیز تغییر دهد.

در مجموع، بورس امروز دیگر به ارزانی ابتدای سال یا مقطع بازگشایی بازار پس از جنگ نیست، اما این به معنای از بین رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیست. همچنان می‌توان در میان برخی صنایع و شرکت‌ها گزینه‌هایی با ارزندگی مناسب پیدا کرد، اما انتخاب سهم و کیفیت سودآوری شرکت‌ها بیش از گذشته اهمیت پیدا کرده است.



## زمستان نقدینگی؛ بورس در تله‌ی سنگینی و انتظار



نمودار بالا، نسبت نقدینگی کل اقتصاد به ارزش بازار سهام را نشان می‌دهد. اگر به نوار زمانی نگاه کنیم، دوره‌های قرمز و نارنجی را می‌توان به دوره‌هایی نسبت داد که نقدینگی موجود در اقتصاد، در مقایسه با اندازه بازار سهام، در سطح بالاتری قرار داشته است. در چنین شرایطی، به‌طور بالقوه ظرفیت بیشتری برای ورود نقدینگی به بازار و حمایت از رشد قیمت‌ها وجود دارد.

در مقابل، وضعیت سال‌های اخیر در نمودار عمدتاً با طیف‌های سردتر و آبی‌رنگ مشخص می‌شود؛ یعنی نسبت نقدینگی به ارزش بازار، در مقایسه با برخی دوره‌های گذشته پایین‌تر قرار گرفته است. این موضوع لزوماً به معنای غیرممکن بودن رشد بازار نیست، اما نشان می‌دهد شرایط نقدینگی امروز با دوره‌های رونق شدید گذشته تفاوت قابل‌توجهی دارد. یکی از مهم‌ترین نمونه‌ها، دوره‌ای است که رشد بورس از اوایل سال ۱۳۹۷ آغاز شد، در سال ۱۳۹۸ ادامه پیدا کرد و در سال ۱۳۹۹ به اوج خود رسید. بازار در مرداد ۱۳۹۹ به قله تاریخی آن دوره رسید و پس از آن وارد فاز اصلاح و ریزش شد؛ به‌طوری که در ماه‌های بعد، افت قابل‌توجهی را تجربه کرد.

در آن دوره (یعنی سال ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸)، نسبت نقدینگی به ارزش بازار در مقایسه با وضعیت فعلی، در ابتدا شرایط مساعدتری داشت. اما با ورود به سال ۱۳۹۹، رشد ارزش بازار آن‌قدر سریع شد که این نسبت حتی به سطوحی پایین‌تر از مقادیر فعلی رسید. نکته قابل‌توجه این است که کمینه این نسبت تقریباً هم‌زمان با آغاز سقوط بازار در سال ۱۳۹۹ اتفاق افتاد. به بیان دیگر، نقدینگی موجود در اقتصاد، دیگر نتوانست سوخت تداوم حباب را تامین کند و ورود پول به اندازه‌ای نشد که روند صعودی را تداوم ببخشد. پایین بودن نسبت نقدینگی به ارزش بازار لزوماً به معنای ناتوانی بورس از رشد نیست. بازار می‌تواند حتی با نسبت‌های پایین نیز صعود کند؛ اما برای شکل‌گیری یک حرکت بسیار پرشتاب، هیجانی و غیرعادی مانند پنج‌ماهه نخست سال ۱۳۹۹، به ورود حجم قابل‌توجهی نقدینگی جدید نیاز است؛ و چنین ورودی معمولاً مستلزم وجود نقدینگی مازاد و قابل‌انتقال در اقتصاد است.

از این زاویه، نوار رنگی نمودار می‌تواند یک پیام مهم داشته باشد: شرایط فعلی نقدینگی، دست‌کم بر اساس این نسبت، شبیه دوره‌ای نیست که بازار از پشتوانه نقدینگی فراوانی برای یک جهش بسیار بزرگ برخوردار باشد. البته این نسبت به‌تنهایی نمی‌تواند مسیر آینده بورس را تعیین کند؛ عواملی مانند تورم، نرخ ارز، سودآوری شرکت‌ها، انتظارات سرمایه‌گذاران و سیاست‌های پولی و مالی نیز در رفتار بازار نقش دارند. با این حال، اگر نسبت نقدینگی به ارزش بازار همچنان در سطوح پایین باقی بماند، برای شکل‌گیری یک موج صعودی بسیار بزرگ و فراگیر، ورود نقدینگی جدید و متناسب با اندازه فعلی بازار اهمیت بیشتری پیدا خواهد کرد.

## مسکن به کدام سمت خواهد رفت؟

دید به «گذشته بازار مسکن» اولین تکه از پازل «چشم‌انداز قیمت ملک» است که اگر در دسترس فعالان این بخش، از خریدار مصرف‌کننده و فروشنده متقاضی تبدیل بهینه ملک‌اش گرفته تا سرمایه‌گذار ملکی و گردشگران بازارهای دارایی، نباشد نمی‌توانند به برآوردی از ابعاد و شرایط «مسافرت اقتصادی به قصد صاحب‌خانه شدن» برسند.



فرید قدیری/ دبیر بخش مسکن روزنامه «دنیای اقتصاد»

### دشوار شدن خرید مسکن

خرید مسکن شاید از هر زمان دیگری سخت‌تر شده است؛ نه صرفاً بخاطر «نبود قدرت خرید مکفی» بلکه به دلیل «ناپایداری‌های غیرقابل پیش‌بینی قیمت دارایی‌های مختلف».



در حداقل یکسال و نیم اخیر، عمده خریدها در بازار مسکن، متکی به «تبدیل طلا، سکه و دلار در لحظه امضاء قرارداد ملکی» بوده است. این مدل معاملات، از یک‌سو «ریسک عدم پوشش بهای آپارتمان مورد معامله برای خریدار» تحت تاثیر اصابت یک شوک سیاسی به قیمت دارایی اهرم‌شده را در پی دارد و از سوی دیگر، «تغییرات میان‌مدت آنچه خریدار مسکن فروخته است» می‌تواند تا ماه‌ها و شاید سال‌ها ذهن این افراد را درگیر کند که «چرا فروختم؟».

آینده بازارها در فضای مه‌آلود بیرونی که «ریسک سیاسی» اصلی در فاصله تنها یک ساعت و نه یک روز در حال نوسان است، براحتی قابل ترسیم و پیش‌بینی نیست. اما با شناخت الگوهای رفتاری مشابه در بازار مسکن نسبت به حالت‌های مختلفی که برابر ریسک فعلی موثر بر اقتصاد ایران، شرایط جنگی و تعلیق تنش نظامی بین ایران و کشورهای متخاصم، از خود بروز داده است، این امکان برای افراد بوجود می‌آید که آینده را بهتر بتوانند تحلیل کنند. رصد این الگوها از همان مسیر «دید به گذشته» امکان‌پذیر است.

تصویر کلی «گذشته بازار مسکن» به این شرح است: قیمت مسکن از ابتدای ۱۴۰۳ وارد مسیری متفاوت از سال‌های ۹۷ تا ۱۴۰۲ شد؛ ارتباط دلاری سال‌های قبل در این بازار تا حدود زیادی از بین رفت.

علت آن بود که جنس «ریسک سیاسی» موثر بر بازارها از فاز «بود یا نبود برجام» به فاز جدید «جنگ با ایران» تبدیل شد. شرایط جنگی در حالی که قیمت دارایی‌های زودنقدشونده را ملتهب و بالا برد، به تقویت ریسک سرمایه‌گذاری ملکی هم منجر شد در نتیجه، در حالیکه قیمت دارایی‌های رقیب مسکن در سال ۱۴۰۳ شروع به رشد قابل‌توجه کردند، قیمت مسکن اما «کم‌رشدی» یا «نوسان خفیف» را تجربه کرد.

سال ۱۴۰۳، بازدهی مسکن به حدود یک سوم دلار رضایت داد.

سال ۱۴۰۴ نیز تا اوائل زمستان، بازار مسکن در کهای کامل معاملاتی قرار داشت، مثل فردی که با حمله قبلی روی زمین می افتد و دچار سنگ کوب می شود.

سکته جنگی خرید مسکن در سال گذشته باعث شد برخی ماه ها، تعداد فروش آپارتمان به زیر ۷۰۰ واحد در ماه برسد، اتفاقی کاملاً بی سابقه در سال های حتی رکود سنگین این بازار. هر چند بهمن پارسال و اردیبهشت امسال، دو شوک مثبت معاملاتی در بازار ملک باعث شد قیمت مسکن در یک ماه، ۱۵ تا ۲۰ درصد رشد کند. اما وزن معادلات جنگ بیشتر از اثر آن شوک های مثبت بوده است. زمستان سال گذشته، علت اصلی جهش توام معاملات خرید و قیمت مسکن، «تحریک خریداران با تقویت دارایی های نظیر سکه، طلا و دلار» بود. اردیبهشت امسال نیز آنچه رشد این بازار را سبب شد، «تعطیلی بازار سهام و اختلال یا محدودیت سرمایه گذاری در دیگر بازارهای موازی مسکن» بود. بنابراین تا اینجا مشخص می شود، در فضای جنگی کشور، بازار مسکن امکان اولیه برای «فاصله گرفتن از رکود خرید» را ندارد مگر آنکه «ماه ها بعد از کهای معاملاتی در این بازار»، افراد با سودهایی که از حضور در دیگر بازارها دریافت کرده اند به این سمت چرخش کنند.

طی دو سال و نیم اخیر که اقتصاد ایران درگیر تنش های نظامی به سه شکل «حملات هوایی یا تعلیق حملات یا آستانه بروز حملات» بوده، بازار مسکن در مقایسه با دیگر بازارها، در «خط مقدم» التهاب قیمت نبوده است بلکه واکنش ثانویه به تحولات دیگر بازارها داشته است. در شهریور نیز «اثر جاماندگی قیمت مسکن از رشد قیمت دلار»، باعث تحریک خرید و همچنین تحریک «قیمت پیشنهادی» فروشندگ ها شد. قیمت دلاری مسکن در حال حاضر ۹۵۳ دلار به ازای هر مترمربع در بازار آپارتمان های تهران است. این قیمت می گوید، انرژی پتانسیلی نسبتاً قابل توجهی در این بازار وجود دارد که تا سطح قیمت دلاری ۱۱۷۰ دلار، می تواند فعالیت (بروز) کند.

\* بنابراین یک سناریو می تواند آن باشد که سرمایه گذاران بازار طلا و سکه در سه سال گذشته که سالی متوسط ۱۲۰ درصد سود کردند، ماندن در آنجا را کافی بدانند و برای خرید خانه چه مصرفی چه سرمایه ای اقدام کنند.

\* اما سناریوی دیگر، با بروز دوباره حملات نظامی ارتباط دارد. هر شوک نظامی به شهر تهران بلافاصله باعث تعطیلی معاملات مسکن می شود.

\* سناریوی سوم نیز «ترکیب شرایط جنگی کامل و تعطیلی بازارهای موازی مسکن» است. در این حالت، بازار مسکن بعد از آنکه امکان معاملات و استعلامات با توقف جنگ و آتش بس فراهم بیاید، اولین مقصد سرمایه ها خواهد بود.

قیمت مسکن در شهریور با ۵ درصد افزایش نسبت به مرداد، به سطح متوسط ۲۲۲ میلیون تومان رسید. این «قیمت پیشنهادی» است. «قیمت قطعی» نیز به سطح ۲۰۵ میلیون تومان رسید. در شهریور، سرعت رشد قیمت مسکن بیشتر از «متوسط سرعت افزایش یکسال ونیم قبل» بود. این هم ناشی از همان «تنظیم رابطه» این بازار با بازارهای دیگر است. هنوز بازدهی یکساله مسکن (۱۱۷ درصد) از همه بازارهای طلا (۱۳۷ درصد)، سهام (۱۸۲ درصد) و دلار (۱۲۳ درصد) کمتر است.



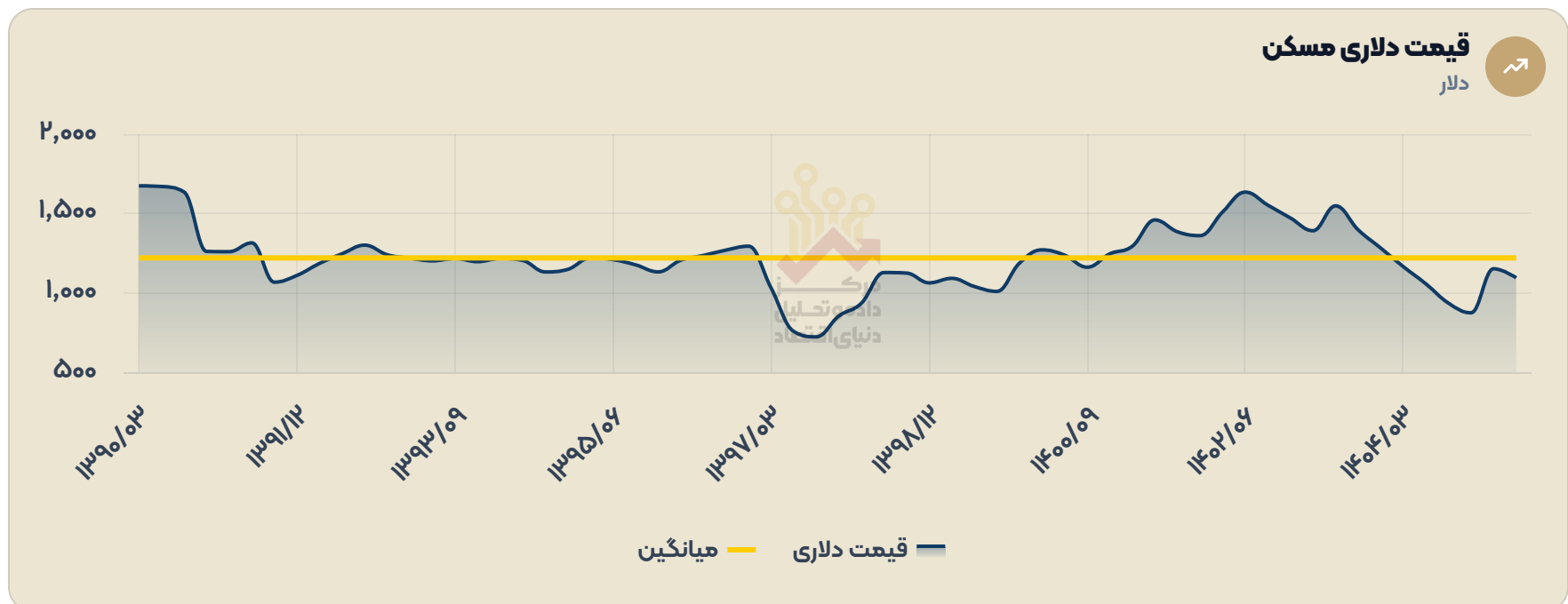
## مسکن زیر سقف تعادلی دلاری؛ آیا بازار به میانگین بازمی‌گردد؟

با وجود رشد قابل توجه قیمت اسمی مسکن در ماه‌های اخیر، بررسی قیمت دلاری آن تصویر متفاوتی از وضعیت بازار ارائه می‌کند. قیمت دلاری مسکن از این جهت اهمیت دارد که اثر تورم داخلی را تا حدی از قیمت مسکن حذف می‌کند و نشان می‌دهد افزایش قیمت اسمی ملک تا چه اندازه به معنای افزایش ارزش آن در مقایسه با یک دارایی خارجی (دلار) بوده است. از ابتدای دهه ۹۰، اقتصاد وارد محیطی متفاوت از سال‌های قبل شد. محیطی که در آن متغیرهای پولی و ارزی، تورم و نااطمینانی‌های اقتصادی نقش پررنگ‌تری در تعیین مسیر قیمت‌ها پیدا کردند.

یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های این روند، همسویی قابل توجه قیمت مسکن با دلار است. هرچند این رابطه در تمام مقاطع و با یک شدت ثابت برقرار نیست و معمولاً با وقفه زمانی ظاهر می‌شود، اما دوره‌های جهش یا افت نرخ ارز در بسیاری از موارد با تغییر مسیر قیمت مسکن همراه بوده‌اند. افزایش نرخ ارز از یکسو به صورت غیرمستقیم، از طریق ایجاد تورم و انتظارات تورمی، منجر به بالا رفتن هزینه مصالح، تجهیزات و هزینه ساخت شده و ارزش اسمی دارایی‌های ملکی را تحت فشار صعودی قرار می‌دهد و از سوی دیگر، در شرایط تورمی، مسکن را به‌عنوان یک دارایی قابل‌توجه برای حفظ ارزش پول مطرح می‌کند. در مقابل، زمانی که بازار ارز ثبات بیشتری دارد یا انتظارات تورمی کاهش می‌یابد، انگیزه سرمایه‌ای برای خرید مسکن نیز می‌تواند کاهش پیدا کند. البته واکنش مسکن معمولاً به سرعت بازار ارز نیست؛ زیرا معاملات مسکن نقدشوندگی پایین‌تری دارد، قدرت خرید خانوار محدود است و تعدیل قیمت‌ها در این بازار تدریجی‌تر اتفاق می‌افتد.

روند داده‌ها نیز چند دوره مشخص را نشان می‌دهد. پس از کاهش شدید قیمت در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۱، بازار از نیمه دوم ۱۳۹۱ تا حدود سال ۱۳۹۶ عمده‌تاً در محدوده‌ای نسبتاً باثبات حرکت کرد. از سال ۱۳۹۷ یک افت قابل توجه مشاهده می‌شود و قیمت تا پایان همان سال به پایین‌ترین سطح کل دوره می‌رسد. سپس از سال ۱۳۹۸ روند ترمیم آغاز شده و در سال‌های ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۲ شدت بیشتری پیدا می‌کند؛ به‌گونه‌ای که قیمت در ۱۴۰۲ به یکی از بالاترین سطوح دوره می‌رسد. پس از آن، از ۱۴۰۲ تا پایان ۱۴۰۴ روندی نزولی شکل می‌گیرد و در ۱۴۰۵ مجدداً بخشی از کاهش قبلی جبران می‌شود.

میانگین قیمت در کل دوره حدود ۱۲۲۰ و میانه حدود ۱۲۱۳ بوده است؛ نزدیکی این دو شاخص نشان می‌دهد که با وجود نوسانات قابل‌توجه، بخش بزرگی از مشاهدات حول یک محدوده مرکزی نسبتاً مشخص قرار داشته‌اند و تقارن نسبی در شدت بالا رفتن و پایین آمدن از میانگین قیمت وجود داشته است.



با این حال، فاصله میان کمینه حدود ۷۲۳ و بیشینه حدود ۱۶۷۴ نشان می‌دهد که بازار در طول این سال‌ها چندین دوره تغییر رژیم و نوسان جدی را تجربه کرده و نمی‌توان مسیر قیمت مسکن را صرفاً یک روند صعودی یا نزولی مستمر در نظر گرفت، هرچند پس از هر شوک وارد شده در نهایت روند قیمت به سمت میانگین میل کرده و بازگشته است. امری که به نظر می‌رسد در کوتاه‌مدت به زودی رقم بخورد و قیمت دلاری بار دیگر به محدوده ۱۲۰۰ دلار برسد.

در مجموع، بررسی قیمت دلاری مسکن نشان می‌دهد که افزایش اسمی قیمت مسکن به‌تنهایی بیانگر بهبود ارزش واقعی این دارایی نیست. بازار مسکن در سال‌های اخیر تحت تأثیر همزمان تورم، جهش‌های ارزی، انتظارات سرمایه‌ای و محدودیت قدرت خرید خانوارها قرار داشته و هر یک از این عوامل با وقفه و شدت متفاوت بر قیمت اثر گذاشته‌اند. در شرایط کنونی نیز به نظر می‌رسد محدودیت تقاضای مصرفی و توان پایین خانوارها در کنار چسبندگی قیمت اسمی، مهم‌ترین عامل شکل‌گیری بازاری است که تعدیل آن بیش از کاهش مستقیم قیمت، از مسیر زمان، تورم و تغییر رفتار خریداران و فروشندگان انجام می‌شود.

# گامودیتی‌ها در ۲۰۲۷؛ طلا می‌درخشد، نفت پس از جنگ عقب می‌نشیند؟

بازارها حتی پس از پایان جنگ هم به سرعت به شرایط عادی باز نمی‌گردند.

بازار جهانی گامودیتی‌ها در آستانه ورود به سال ۲۰۲۷ با مجموعه‌ای از متغیرهای کم‌سابقه روبه‌رو است؛ از تنش‌های ژئوپلیتیک و اختلال در زنجیره تأمین گرفته تا نرخ‌های بهره بالا، تحولات اقتصاد چین و موج سرمایه‌گذاری در هوش مصنوعی، دیتاسنترها و شبکه‌های برق.



جعفری طهرانی، تحلیلگر ارشد بازار بین‌المللی فولاد و فلزات، معتقد است بخشی از تحولاتی که امروز در بازار فلزات، نفت و طلا مشاهده می‌شود، حتی با فروکش کردن تنش‌ها نیز به سرعت از بین نخواهد رفت. به اعتقاد او، بازارها پس از تجربه جنگ و اختلالات اخیر محتاط‌تر خواهند شد و همین مسئله می‌تواند بر الگوی سرمایه‌گذاری، حمل‌ونقل و تقاضای گامودیتی‌ها در سال‌های پیش‌رو اثر بگذارد.

**در ادامه گفت‌وگوی «دورنما» با کیوان جعفری طهرانی، تحلیلگر ارشد بازار بین‌المللی فولاد و فلزات را می‌خوانید.**

**در کنار چین، سرمایه‌گذاری در هوش مصنوعی، دیتاسنترها، شبکه برق و انرژی‌های تجدیدپذیر به یکی از محرک‌های جدید تقاضای فلزات تبدیل شده است. آیا این تقاضا به اندازه‌ای بزرگ است که بتواند حتی در صورت کند شدن اقتصاد جهانی، قیمت فلزاتی مانند مس و آلومینیوم را بالا نگه دارد؟**

بله. تقاضایی که از سمت دیتاسنترها، شبکه برق و انرژی‌های تجدیدپذیر ایجاد شده، آن قدر بزرگ است که می‌تواند به تقویت تقاضا برای فلزاتی مانند مس و آلومینیوم منجر شود. روندی که این دو فلز طی می‌کنند رضایت‌بخش است. حتی پس از افزایش نرخ بهره از سوی فدرال رزرو نیز شاهد بودیم که قیمت این دو فلز، به همراه روی، یا تقویت شد یا کاهش بسیار محدودی را تجربه کرد. تحولات بورس فلزات شانگهای نیز این وضعیت را تا حد زیادی نشان می‌دهد.



## در بازار نفت، چه بخشی از قیمت فعلی را می‌توان «پریمیوم جنگ» دانست؟ اگر تنش‌ها پایان پیدا کند و تنگه هرمز باز شود، قیمت نفت می‌تواند به چه محدوده‌ای بازگردد؟

به نظر من محدوده منطقی قیمت نفت حدود ۶۰ تا ۷۰ دلار است. بنابراین اگر تنش‌ها پایان پیدا کند و تنگه هرمز باز شود، انتظار می‌رود قیمت نفت در نهایت به این محدوده بازگردد. تا چند روز پیش قیمت نفت به حدود ۱۰۷ تا ۱۰۸ دلار رسید و در نتیجه می‌توان گفت چیزی در حدود ۳۰ تا ۴۰ دلار از افزایش قیمت فعلی ناشی از پریمیوم جنگ است. به بیان دیگر، بخش قابل توجهی از قیمت فعلی نفت تحت تأثیر ریسک‌های ژئوپلیتیک قرار دارد. البته نباید انتظار داشت که با پایان جنگ، قیمت نفت بلافاصله ۳۰ یا ۴۰ دلار کاهش پیدا کند.

بسیاری از کشورها از جمله چین در این دوره از ذخایر استراتژیک خود استفاده کرده‌اند و پس از کاهش تنش‌ها باید دوباره این ذخایر را تکمیل کنند. همین موضوع می‌تواند برای مدتی از تقاضا حمایت کند. برای تکمیل ذخایر استراتژیک چین، آمریکا و سایر کشورها حداقل یک تا دو ماه زمان نیاز است. بنابراین ممکن است کاهش قیمت نفت تدریجی باشد، اما در صورت رفع کامل تنش‌ها و ماندگاری آتش بس احتمال بازگشت قیمت به سطوح پایین‌تر وجود دارد.

با این حال، درباره افق شش تا ۱۲ ماهه باید بسیار محتاط بود. در شرایط فعلی پیش‌بینی دقیق قیمت نفت عملاً بسیار دشوار است. حتی اگر جنگ فعلی پایان پیدا کند، جنگ روسیه و اوکراین همچنان بلا تکلیف است و ریسک‌های ژئوپلیتیک دیگری نیز وجود دارند. بنابراین نمی‌توان فرض کرد که با پایان یک جنگ، صلح پایدار به سرعت بر همه بازارهای جهانی حاکم خواهد شد.

## اگر نفت، فلزات، فولاد، سنگ‌آهن و طلا را کنار یکدیگر قرار دهیم، نرخ بهره و ریسک‌های ژئوپلیتیک در ماه‌های آینده چگونه بر این بازارها اثر خواهند گذاشت؟

تقریباً همه کامودیتی‌ها، از نفت گرفته تا فولاد، سنگ‌آهن و طلا، به نوعی تحت تأثیر نرخ بهره قرار دارند. اگر امروز می‌بینیم افزایش نرخ بهره اثری را که به طور معمول انتظار می‌رود بر قیمت کامودیتی‌ها نگذاشته است، بخش مهمی از آن به شرایط بی‌ثبات و فضای جنگی بازمی‌گردد. اگر چنین شرایطی وجود نداشت، افزایش نرخ بهره می‌توانست اثر بسیار شدیدتری بر بازار کامودیتی‌ها بگذارد.

از سوی دیگر، جنگ مستقیماً زنجیره تأمین برخی مواد اولیه را نیز تحت تأثیر قرار داده است. برای مثال در صنعت مس با کمبود و افزایش قیمت اسید سولفوریک مواجه شده‌ایم.

در صنعت آلومینیوم نیز قیمت آلومینا، به عنوان یکی از مواد اولیه اصلی تولید آلومینیوم، تحت تأثیر قرار گرفته است. اثر اختلالات بر بازار آلومینیوم حتی جدی‌تر بوده است. امارات متحده عربی و بحرین از تولیدکنندگان مهم آلومینیوم جهان هستند و محدودیت‌های ایجادشده در مسیر تنگه هرمز، هم فروش شمش این کشورها و هم تأمین آلومینای مورد نیاز صنایع آنها را تحت فشار قرار داده است.

بنابراین ریسک جنگ همچنان یکی از عوامل مهم بازار است. در کنار آن، تقاضا نیز تعیین کننده خواهد بود؛ هر جا تقاضای واقعی یا حتی تقاضای ناشی از نگرانی و احتیاط شکل بگیرد، فشار صعودی بر قیمت ها ایجاد می شود.

## ا طلا در ۲۰۲۷ همچنان مورد توجه خواهد بود

در مورد طلا شرایط تا اندازه ای متفاوت است. طلا علاوه بر ماهیت کالایی، یک دارایی سرمایه ای نیز محسوب می شود. همین ویژگی باعث شده نه فقط در ایران، بلکه در بسیاری از کشورهای جهان، تمایل به نگهداری طلا به عنوان یک دارایی سرمایه ای افزایش پیدا کند. به نظر من در سال ۲۰۲۷، افزایش خرید طلا از سوی مردم در نقاط مختلف جهان می تواند همچنان از قیمت این فلز حمایت کند. یکی از دلایل این موضوع نیز اثر روانی تحولات اخیر است؛ حتی پس از پایان جنگ، بخشی از این نگرانی و تمایل به حفظ دارایی در قالب طلا باقی خواهد ماند.

## ا چین همچنان قیمت فولاد و سنگ آهن را تعیین می کند

در بازار فولاد و سنگ آهن، مسئله اصلی تا حد زیادی به سیاست های چین بازمی گردد. سودآوری کارخانه های فولاد چین کاهش پیدا کرده و در مقابل، قیمت زغال سنگ افزایش قابل توجهی داشته است. طبیعی است که نمی توان همزمان انتظار افزایش شدید قیمت همه مواد اولیه فولادسازی را داشت. وقتی قیمت زغال سنگ به شدت افزایش پیدا می کند، این موضوع بر توان فولادساز برای پرداخت قیمت های بالاتر برای سنگ آهن فشار وارد می کند. در نتیجه شرایط بازار سنگ آهن با فلزاتی مانند مس و آلومینیوم متفاوت است. چین به عنوان بزرگ ترین تولیدکننده فولاد جهان همچنان نقش تعیین کننده ای در مسیر قیمت فولاد و سنگ آهن خواهد داشت.

اگر شش ماه تا یک سال دیگر دوباره درباره بازار کامودیتی ها صحبت کنیم، فکر می کنید مهم ترین داستان این بازار چه خواهد بود؟

پیش بینی یک ساله بسیار دشوار است. شاید بتوان درباره سه تا شش ماه آینده با دقت بیشتری صحبت کرد، اما در افق یک ساله تعداد متغیرهای اثرگذار بسیار زیاد است. با این حال، به نظر من یکی از مهم ترین موضوعات این است که حتی پس از پایان جنگ، بازارها به سرعت ترمیم نخواهند شد. بازار جهانی برای مدتی بسیار محتاط تر عمل خواهد کرد.

اثرات این اتفاقات را حتی در بازارهایی مشاهده کرده‌ایم که شاید در نگاه اول کمتر مورد توجه باشند. برای مثال در بازار کودهای شیمیایی و فرتیلایزرها، اختلالات اخیر به افزایش قیمت‌ها منجر شد و این موضوع مستقیماً صنعت کشاورزی جهان را تحت تأثیر قرار داد. ظرفیت تولید بسیاری از کاهودیتی‌ها محدود است و زمانی که در زنجیره عرضه اختلال ایجاد می‌شود، جبران کامل کمبودها زمان می‌برد. به همین دلیل معتقدم حتی پس از خاتمه جنگ فعلی، بازار به سرعت به شرایط قبلی بازخواهد گشت.

سرمایه‌گذاری جهان بعد از جنگ محتاط‌تر می‌شود



کشورهای منطقه طی سال‌های گذشته سرمایه‌گذاری‌های بسیار بزرگی در حوزه گردشگری، هتلداری و پروژه‌های تفریحی انجام داده‌اند. جنگ نشان داد که یک حادثه ژئوپلیتیک تا چه اندازه می‌تواند چنین سرمایه‌گذاری‌هایی را تحت تأثیر قرار دهد. به نظر من در آینده بخشی از سرمایه‌ها به سمت پروژه‌های ضروری‌تر حرکت خواهد کرد؛ پروژه‌هایی که در صورت وقوع مجدد بحران بتوانند برای کشورها یک «پلن B» یا «پلن C» ایجاد کنند. این تغییر نگاه حتی می‌تواند صنعت حمل‌ونقل دریایی را نیز دگرگون کند.

پایان عصر کشتی‌های غول‌پیکر؟



در حمل سنگ‌آهن، مدت‌هاست درباره کارایی کشتی‌های بسیار بزرگ **Valemax** با ظرفیت حدود ۴۰۰ هزار تن بحث وجود دارد. یکی از مشکلات این کشتی‌ها، سرعت پایین آنها و زمان طولانی حمل است. حرکت یک کشتی "**واله هکس**" از برزیل به چین با بار کامل می‌تواند زمان زیادی ببرد (۳ ماه در حالت پر و یک ماه و نیم در حالت خالی) و در شرایطی که هزینه سوخت و نرخ‌های حمل‌ونقل افزایش پیدا کرده است، مزیت اقتصادی این کشتی‌های بسیار بزرگ کاهش می‌یابد.

در مقابل، پروژه‌های جدیدی برای توسعه کشتی‌هایی با قابلیت استفاده از دو نوع سوخت یعنی اتانول یا متانول و هم نفت سنگین (سوخت متداول کشتی) با ظرفیت‌های متعادل‌تر ۳۲۵ هزار تن در حال شکل‌گیری است؛ کشتی‌هایی که سرعت بیشتری دارند و مصرف سوخت آنها نیز می‌تواند بهینه‌تر باشد. نام این کشتی‌ها **Guaibamax** است و از سال ۲۰۲۷ به تعداد ۱۰ فروند وارد مدار حمل دریایی سنگ آهن از برزیل به اقصی نقاط جهان خواهند شد و بتدریج تعداد آنها افزایش خواهد یافت و از سال ۲۰۳۰ که کشتی‌های واله هکس جهت تبدیل به آهن قراضه به **Dry Duck** فرستاده می‌شوند، کشتی‌های "گوآیباهکس" جایگزین کامل می‌گردند.



مزیت این کشتی ها سرعت بیشتر بویژه در حالت مصرف اتانول یا متانول (الکل)، قابلیت پهلوگیری به بنادر بیشتر جهان به علت ظرفیت کمتر از "واله مکس ها" و سوخت سبز در حالت مصرف الکل می باشد. این کشتی های فله بر جدید که از دو نوع سوخت استفاده می کنند محدود به ظرفیت های بالا مشابه "گوآیامکس ها" نیستند بلکه از ظرفیت کشتی های پانامکس ۶۵ هزار تنی شروع می شوند که این ظرفیت های کوچکتر برای حمل کنسانتره مس از شیلی استفاده خواهند شد.

معتقدم صنعت حمل و نقل دریایی کالاهای فله در سال های آینده دچار تغییر خواهد شد و توجه بیشتری به کشتی هایی با ظرفیت متوسط با سرعت بالاتر، مصرف سوخت کمتر و سبزتر معطوف می شود. چنین تحولی حتی می تواند بر میزان و نوع تقاضای فولاد مورد نیاز صنایع کشتی سازی نیز اثر بگذارد.



متغیر چین هنوز تمام نشده است

چین همچنان نقش بسیار پررنگی در آینده بازار جهانی خواهد داشت. پیش از کرونا برخی پیش بینی ها از تبدیل شدن چین به اقتصاد اول جهان در سال های ۲۰۲۷ یا ۲۰۲۸ حکایت داشت، اما همه گیری کرونا مسیر اقتصاد چین را نیز تحت تأثیر قرار داد و رسیدن به این نقطه را به تعویق انداخت. با این حال، اگر چین بتواند رشد اقتصادی خود را ترمیم کند، نه تنها شانس تبدیل شدن به اقتصاد اول دنیا در سال ۲۰۴۸ (با ۲۰ سال تاخیر) را خواهد داشت بلکه بار دیگر می تواند نقش بسیار تعیین کننده ای در بازار جهانی کامودیتی ها ایفا کند.



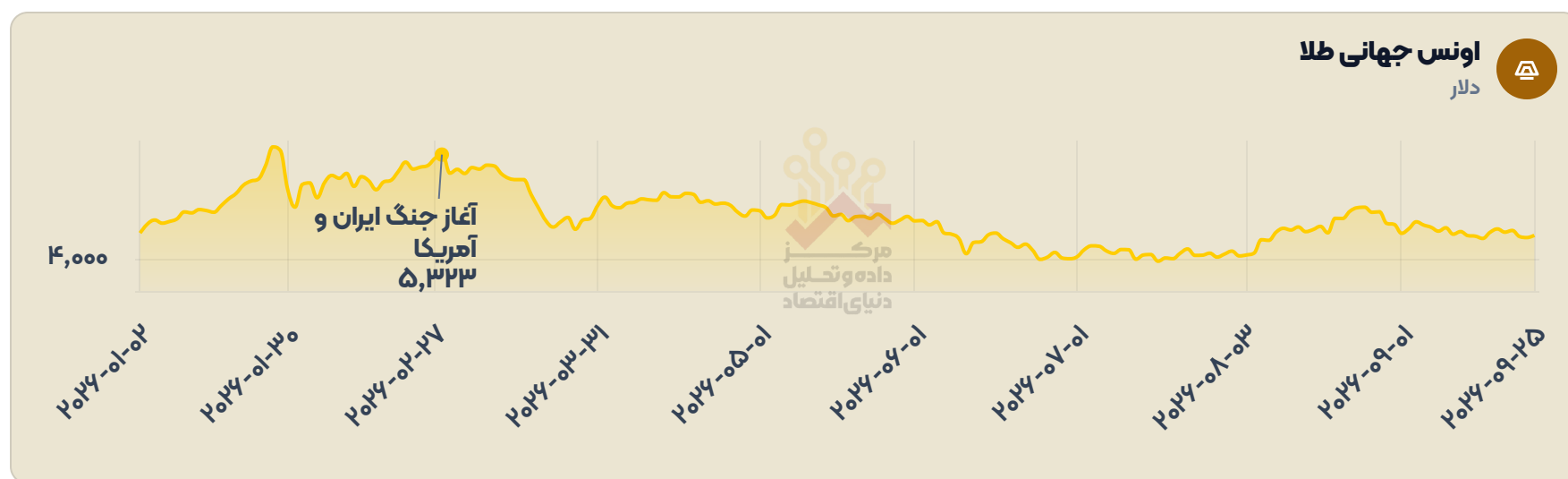
هوش مصنوعی سرعت رشد می کند، اما شاید جایگزینی آن با سرعتی کمتر از انتظار پیش برود

در مورد هوش مصنوعی نیز معتقدم مسیری که پیش بینی شده با سرعت ادامه خواهد داشت، اما احتمالاً سرعت جایگزینی آن با انسان کمتر از برخی پیش بینی های بسیار خوش بینانه خواهد بود.

شرایط فعلی جهان باعث شده کشورها و اقتصادها با احتیاط بیشتری به تحولات بسیار سریع نگاه کنند. اگر پیش بینی شده بود هوش مصنوعی ظرف ۱۰ سال به نقطه اوج مشخصی برسد، ممکن است رسیدن به آن نقطه زمان بیشتری نیاز داشته باشد.

دنیا به سادگی نمی پذیرد که جابه جایی نقش میان انسان و هوش مصنوعی با چنین سرعت بالایی اتفاق بیفتد. به همین دلیل معتقدم در این حوزه نیز شاهد مسیری محتاطانه تر خواهیم بود.

# طلا در کشاکش نیروهای متضاد؛ کفه ترازو به کدام سو می‌رود؟



سال ۲۰۲۲ را می‌توان یکی از پرنوسان‌ترین سال‌های بازار جهانی طلا در سال‌های اخیر دانست. طلا در ابتدای سال به طرز بی‌سابقه‌ای صعود کرد و در اواخر ژانویه به قله تاریخی جدیدی دست یافت، به‌گونه‌ای که قیمت لحظه‌ای آن در ۲۹ ژانویه تا حدود ۵,۵۹۵ دلار به ازای هر اونس نیز پیش رفت. دلیل این اتفاق هم‌زمانی کم‌سابقه چند بحران ژئوپلیتیک و همچنین شوک اعتباری به نهاد فدرال رزرو بود. در بعد ژئوپلیتیک و تجاری، عملیات نظامی آمریکا در ونزوئلا و دستگیری مادیورو در آغاز سال نو، تهدیدات تراپ مبنی بر وضع تعرفه‌های سنگین علیه هشت کشور اروپایی (به دلیل مناقشه بر سر گرینلند) و تشدید تنش‌های تجاری با کانادا، نااطمینانی سرمایه‌گذاران را به اوج رساند و تقاضای طلا را به شدت رشد داد. هم‌زمان در عرصه پولی ایالات متحده، چالش‌های بی‌سابقه بر سر استقلال بانک مرکزی اعتبار دلار را تضعیف کرد و افت شاخص دلار (DXY) در کنار سقوط قابل توجه نرخ برابری دلار به ین، هزینه فرصت نگهداری طلا را به شدت کاهش داد. در نهایت، با اعلام نامزدی کوین وارث به عنوان رئیس بعدی فدرال رزرو در اواخر ژانویه، در کنار قرارگیری شاخص‌های تکنیکال در محدوده اشباع خرید افراطی (Overbought)، این رالی حبابی به پایان رسید و آغازگر فاز اصلاح عمیق قیمت شد.

هم‌زمان با آغاز درگیری آمریکا و ایران، نوسان تحقق‌یافته طلا به حدود ۵۰ درصد رسید، در حالی که میانگین ۲۰ ساله این شاخص حدود ۱۷ درصد است. در نگاه اول انتظار می‌رفت چنین اتفاقی مستقیماً به افزایش قیمت طلا منجر شود. اما اتفاق مهم‌تر این بود که جنگ، بازار نفت را نیز تحت تأثیر قرار داد. تنگه هرمز به‌عنوان یکی از مهم‌ترین مسیرهای انتقال انرژی جهان در مرکز این بحران قرار گرفت و نگرانی درباره اختلال عرضه نفت باعث افزایش ریسک تورمی شد. در واقع، جنگ دو اثر متضاد بر طلا داشت: اثر نخست، اثر پناهگاه امن بود؛ افزایش نااطمینانی و ریسک سیاسی باعث شد سرمایه‌گذاران به سمت دارایی‌هایی مانند طلا حرکت کنند. اثر دوم، اثر تورم و نرخ بهره بود؛ افزایش ریسک انرژی و نفت می‌توانست تورم را بالا نگه دارد و در نتیجه احتمال سیاست پولی انقباضی‌تر فدرال رزرو را افزایش دهد. نرخ‌های بهره بالاتر، هزینه فرصت نگهداری طلا را افزایش داد. به این ترتیب تا ۲۶ مارس قیمت طلا تا ۴۳۸۰ دلار کاهش پیدا کرد. با اعلام آتش بس و نشانه‌هایی از کاهش تنش میان آمریکا و ایران، نگرانی‌های شدید تورمی در بازارها اندکی کاهش یافت. بازگشایی موقت تنگه هرمز و فروکش کردن ترس از شوک‌های تورمی، سبب شد تا سرمایه‌گذاران روی کاهش نرخ بهره توسط فدرال رزرو حساب باز کنند. این تغییر چشم‌انداز، به افت بسیار اندک بازدهی اوراق قرضه و تضعیف دلار آمریکا منجر شد که هر دو از محرک‌های سنتی و قدرتمند برای صعود طلا هستند. حاصل این امر صعود مجدد قیمت طلا تا ۴۸۰۰ دلار بود.

اما در ادامه و با رسیدن به اواسط ماه می رشد طلا بار دیگر با مقاومت‌های جدی مواجه شد؛ به طوری که قیمت این فلز گرانبها در اواسط می برای چندمین بار با یک سقف قوی در میانگین متحرک ۵ روزه (حدود ۴۷۷۰ دلار) برخورد کرد و پس از ناکامی در عبور از آن، با یک فشار فروش سنگین مواجه شد. در این مقطع، افزایش همزمان بازدهی اوراق قرضه آمریکا و تقویت شاخص دلار، که خود ناشی از کاهش انتظارات برای تسهیل سیاست‌های پولی فدرال رزرو بود، فشار مضاعفی بر دارایی‌های بدون بازده مانند طلا وارد کرد. یکی دیگر از مهم‌ترین محرک‌های نزولی قیمت طلا در ماه می، اقدام ناگهانی هند بود که تعرفه واردات طلا را به صورت چشمگیری از ۶ درصد به ۱۵ درصد افزایش داد. این تصمیم که با هدف حفظ ذخایر ارزی هند در برابر بی‌ثباتی‌های ژئوپلیتیک و افت ارزش روپیه اتخاذ شد، تأثیر فوری و منفی بر تقاضای فیزیکی در دومین بازار بزرگ طلای جهان گذاشت و اثر این کاهش تقاضا به سرعت در قیمت جهانی طلا منعکس شد.

با ورود به ماه ژوئن، نشست فدرال رزرو آمریکا کانون توجه بازار بود. اگرچه انتظار می‌رفت فدرال رزرو نرخ بهره را ثابت نگه دارد، اما نیمی از اعضای کمیته بازار باز (FOMC) متعایل به مسیر انقباضی‌تر بودند و کوین وارث، رئیس جدید فدرال رزرو، بر عزم خود برای مهار تورم تأکید کرد. این پیام‌ها، انتظارات برای بالا ماندن نرخ بهره در طولانی‌مدت را تقویت کرد. همزمان با این موضوع، اخبار مربوط به توافق موقت آمریکا و ایران برای بازگشایی تنگه هرمز در اوایل ژوئن، باعث کاهش قیمت نفت و متعاقباً کاهش نگرانی‌های تورمی شد که این امر نیز جذابیت طلا را به عنوان یک پوشش تورمی تضعیف کرد. در نهایت قیمت طلا وارد روندی نزولی شد و در اواسط جولای تا کف ۳۹۵۰ دلار نیز پایین آمد. هرچند پس از آن و در ماه آگوست با کاهش انتظارات در رابطه با افزایش نرخ بهره، تضعیف مجدد دلار و همچنین ورود سرمایه به صندوق‌های طلا موجب بازگشت سنگین قیمت طلا شد، به طوری که در ۲۵ آگوست قیمت هر انس طلا به نزدیکی ۴۶۵۰ دلار رسید.

در اواخر آگوست و روزهای آغازین سپتامبر، سخنرانی رئیس فدرال رزرو بار دیگر ترمز صعود کوتاه‌مدت را کشید و با افزایش بازدهی اوراق ۲ ساله خزانه به ۴.۴ درصد و اوراق ۱۰ ساله به ۴.۸ درصد، قیمت طلا را به کانال ۴۲۰۰ دلار بازگرداند. در ۱۶ سپتامبر فدرال رزرو برای مهار تورم افزایش نرخ بهره به ۴ درصد را در دستور کار خود قرار داد که این موضوع به عنوان سد تقاضای کوتاه‌مدت طلا عمل کرده و به تسریع کاهش قیمت کمک کرد. از سوی دیگر، دولت ترامپ و وزارت خزانه‌داری آمریکا صراحتاً خواهان کاهش نرخ‌های بهره و مهار بازده اوراق قرضه هستند. این تقابل کم‌سابقه میان دولت و بانک مرکزی در کنار نزدیک شدن به انتخابات حساس میان‌دوره‌ای نوامبر ۲۰۲۶ که احتمال شکل‌گیری یک کنگره تقسیم‌شده میان دموکرات‌ها و جمهوری‌خواهان را تقویت کرده، اعتبار بلندمدت دلار را تضعیف کرده و جریان‌های پوشش ریسک را به سمت طلا سوق می‌دهد. در عرصه بین‌الملل نیز، جنگ آمریکا و ایران ابعاد عمیق‌تری به این موضوع داده است. اجرای بسته تحریمی جدید واشنگتن تحت عنوان عملیات طرد اقتصادی و تهدید به قطع دسترسی کشورها و نهادهای همکار با تهران از شبکه تبادلات دلاری، همراه با تبادل مجدد حملات موشکی در اواخر آگوست، بار دیگر روند دلارزدایی را تسریع کرده است. این امر سبب شده تا بانک‌های مرکزی مستقل جهان، به‌ویژه در بلوک شرق و کشورهای عضو بریکس، سرعت جایگزینی ذخایر دلاری خود با طلای فیزیکی را بالا نگه دارند.



تداوم روند خرید سالانه بیش از ۱۰۰۰ تن طلا توسط بخش رسمی، نقشی تعیین کننده در تقویت قیمت ایفا می کند، زیرا هر ۲۰ تا ۳۰ تن خرید مازاد سالانه (نسبت به میانگین)، مستقیماً ارزش ذاتی طلا را یک درصد بالا می برد.

## سناریوهای پیش بینی؛ ایستگاه پایانی ۲۰۲۶ برای طلا کجاست؟

در این میان، بسیاری از مؤسسات مالی بین المللی همچنان انتظار دارند قیمت طلا در پایان سال یا اواخر ۱۲ ماهه در سطوح بالاتری قرار گیرد. با این حال، دامنه پیش بینی ها نسبتاً گسترده است و همین موضوع نشان می دهد که مسیر طلا در ماه های آینده بیش از گذشته به دو متغیر متضاد یعنی سیاست پولی آمریکا از یک سو و تقاضای ساختاری بانک های مرکزی و سرمایه گذاران از سوی دیگر وابسته است.

| پیش بینی مؤسسات مختلف از قیمت طلا در کوتاه مدت |                |                    |                         |                                                                 |
|------------------------------------------------|----------------|--------------------|-------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| مؤسسه                                          | تاریخ پیش بینی | مقدار پیش بینی شده | افق زمانی               | استدلال اصلی                                                    |
| RBC Capital Markets                            | ۲ سپتامبر      | ۴۵۰۰ تا ۵۰۰۰ دلار  | باقی مانده ۲۰۲۶         | عدم قطعیت، دلارزدایی، نگرانی از افت ارزش دلار                   |
| Goldman Sachs                                  | ۴ سپتامبر      | ۴۹۰۰ دلار          | پایان ۲۰۲۶              | خرید بانک های مرکزی + کاهش فشار نرخ بهره                        |
| UBS                                            | ۱۷ سپتامبر     | ۴۶۰۰ دلار          | دسامبر ۲۰۲۶             | کسری بودجه، دلار ضعیف تر، خرید بانک های مرکزی                   |
| SocGen                                         | ۱۸ سپتامبر     | ۴۷۵۰ دلار          | سه ماهه چهارم ۲۰۲۶      | خرید بانک های مرکزی، کاهش نرخ واقعی، ضعف دلار و بازگشت ETF ها   |
| Standard Chartered                             | ۲۱ سپتامبر     | حدود ۴۶۵۰ دلار     | میانگین فصل پایانی ۲۰۲۶ | دلارزدایی، تقاضای رسمی و ساختاری                                |
| UniCredit                                      | ۲۰ سپتامبر     | ۴۳۰۰ تا ۵۰۰۰ دلار  | پایان ۲۰۲۶              | نرخ های بهره بالا در برابر حمایت بانک های مرکزی و سرمایه گذاران |

مؤسسه RBC Capital Markets در ابتدای سپتامبر اعلام کرد که انتظار دارد طلا در ماه های باقی مانده سال ۲۰۲۶ عمدتاً در محدوده ۴۵۰۰ تا ۵۰۰۰ دلار معامله شود. ۴۹۲۹ دلار رقم پیش بینی شده طلا توسط این بانک در پایان ۲۰۲۶ و ۵۲۹۶ دلار نیز رقم پیش بینی شده سال ۲۰۲۷ است. از نگاه RBC، مهم ترین عوامل افزایش قیمت، افزایش خرید بانک های مرکزی، تشدید نااطمینانی ژئوپلیتیک، روند دلارزدایی و نگرانی درباره کاهش ارزش واقعی دلار است. همچنین نگرانی هایی درباره کسری بودجه و بدهی دولت آمریکا وجود دارد که می تواند سرمایه گذاران را به سمت دارایی هایی خارج از سیستم دلار سوق دهد. در سمت دیگر تداوم سیاست پولی سخت گیرانه و تأخیر در بازگشت جریان سرمایه گذاری به طلا می تواند قیمت طلا را در جهت نزولی تحت فشار قرار دهد. با این حال، این بانک تأکید دارد که محرک های ساختاری بازار طلا از بین نرفته اند و صرفاً ممکن است برای مدتی متوقف شوند.

گلدمن ساکس (Goldman Sachs) نیز در سپتامبر هدف ۴۹۰۰ دلار برای پایان سال ۲۰۲۶ را حفظ کرده است. استدلال اصلی این بانک، ادامه خرید طلا توسط بانک های مرکزی و کاهش تدریجی انتظار بازار برای افزایش نرخ بهره آمریکا است.

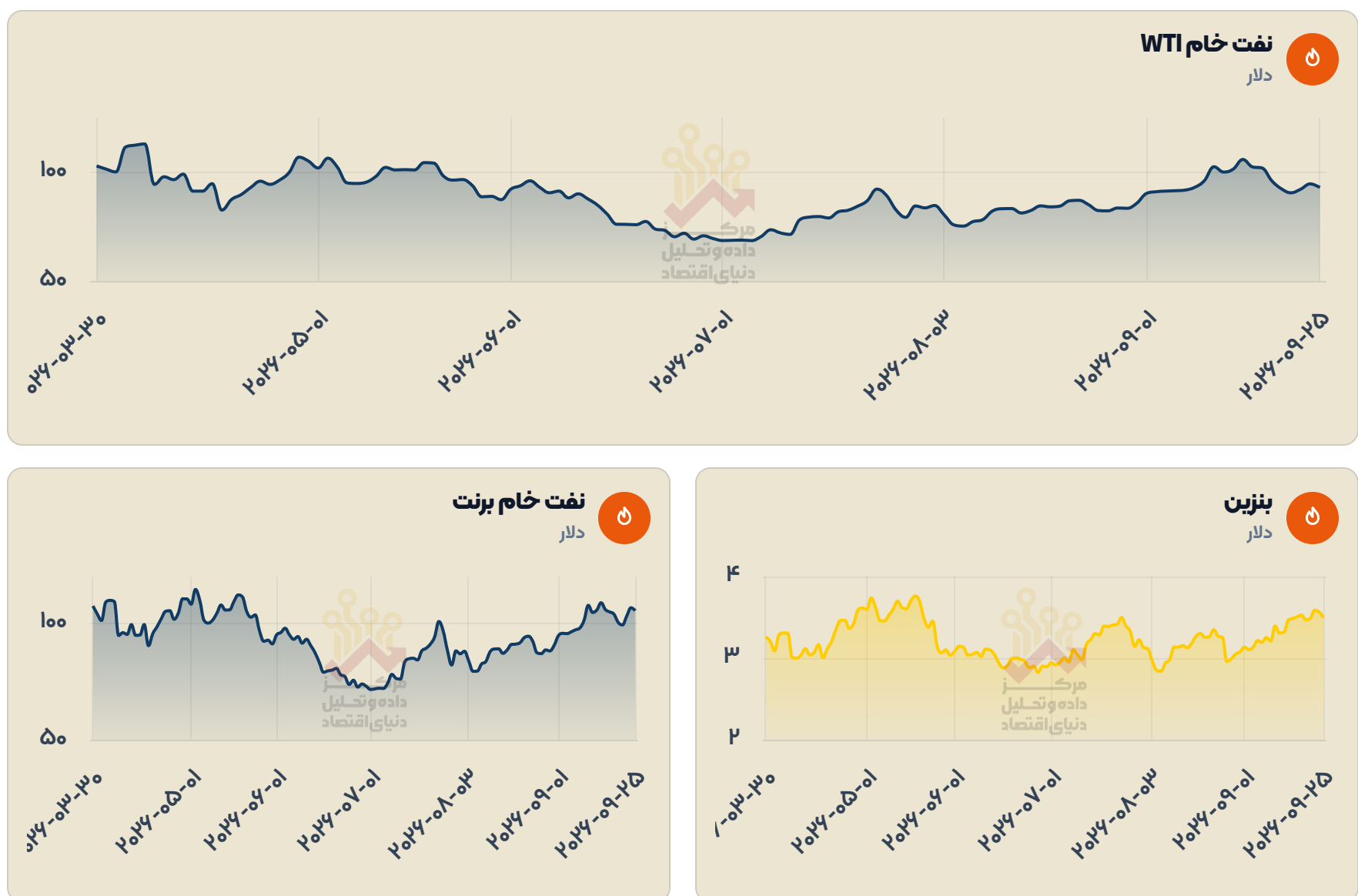
این بانک برآورد کرده که بانک‌های مرکزی در سال ۲۰۲۶ به‌طور متوسط حدود ۵۰ تن طلا در ماه خریداری کنند (رقمی بسیار بالاتر از میانگین حدود ۱۷ تن در ماه پیش از سال ۲۰۲۲). در نتیجه، خرید رسمی بانک‌های مرکزی از دید این مؤسسه یک عامل ساختاری و نه صرفاً کوتاه‌مدت برای قیمت طلا محسوب می‌شود. علاوه بر آن، تحلیلگران گلدمن ساکس معتقدند افزایش تقاضای سرمایه‌گذاران برای ابزارهای مشتقه طلا به‌منظور پوشش ریسک تغییرات شدید سیاست‌های دولت، می‌تواند حتی قیمت را بالاتر از عدد پیش‌بینی‌شده ۴۹۰۰ دلار ببرد، هرچند همین موضوع نوسان دوطرفه بازار را نیز افزایش می‌دهد. از نظر گلدمن ساکس، تداوم نرخ‌های بهره بالا، تقویت دلار و کاهش تقاضای سرمایه‌گذاری مهم‌ترین عوامل کاهنده قیمت می‌توانند باشند.

گروه بانکی ایتالیایی UniCredit نیز در ابتدای سپتامبر پیش‌بینی خود مبنی بر تغییرات قیمت در محدوده ۴۳۰۰ تا ۵۰۰۰ دلار برای پایان ۲۰۲۶ منتشر کرد. مبنای این دیدگاه، تقاضای ساختاری برای طلا، خرید بانک‌های مرکزی و نگرانی درباره وضعیت مالی دولت‌هاست. در مقابل، این بانک نسبت به اثر نرخ‌های بهره و بازده اوراق بر قیمت طلا نیز هشدار داده است. افزایش قیمت نفت و بازده اوراق در ابتدای سپتامبر، به‌عنوان نمونه، موجب فشار بر طلا شد؛ زیرا افزایش قیمت انرژی می‌تواند تورم را بالا نگه دارد و در نتیجه انتظارات برای سیاست پولی سخت‌گیرانه‌تر را تقویت کند. بنابراین در چارچوب این بانک، سقف ۵۲۰۰ دلار در صورتی قابل تحقق است که تقاضای ساختاری طلا بتواند فشار ناشی از نرخ‌های بهره بالا را خنثی کند.

بانک UBS پیش‌بینی خود را برای دسامبر ۲۰۲۶ در حدود ۴۶۰۰ دلار اعلام کرده و در ادامه، قیمت ۵۰۰۰ دلار در مارس ۲۰۲۷، ۵۲۰۰ دلار در ژوئن ۲۰۲۷ و ۵۴۰۰ دلار در سپتامبر ۲۰۲۷ را پیش‌بینی کرده است. پیش‌بینی این بانک در کوتاه‌مدت نسبت به طلا محتاطانه‌تر است، زیرا افزایش نرخ بهره آمریکا و بالا ماندن بازده واقعی اوراق، هزینه فرصت نگهداری طلا را افزایش می‌دهد. با این حال، این بانک در افق بلندتر عوامل فزاینده‌ای مانند افزایش کسری بودجه و بدهی دولت‌ها، تضعیف احتمالی دلار، انتظار برای کاهش نرخ بهره آمریکا در سال ۲۰۲۷، نااطمینانی ژئوپلیتیک و خرید مستمر بانک‌های مرکزی را مهم می‌داند. همچنین انتظار دارد بانک‌های مرکزی سالانه حدود ۷۵۰ تا ۱۰۰۰ تن طلا خریداری کنند؛ بنابراین از نظر این مؤسسه، حتی اگر سیاست پولی در کوتاه‌مدت مانع رشد قیمت شود، تقاضای رسمی می‌تواند این شرایط را تغییر دهد.

در مجموع، پیش‌بینی‌های سپتامبر ۲۰۲۶ نشان می‌دهد که مؤسسات بین‌المللی، با وجود اختلاف در ارقام، تقریباً بر سر چند عامل اصلی اتفاق نظر دارند. در سمت افزایشی، خرید بانک‌های مرکزی، بازگشت سرمایه به ETFها، تضعیف احتمالی دلار، افزایش کسری بودجه و بدهی دولت‌ها، نااطمینانی ژئوپلیتیک، نگرانی درباره ارزش واقعی ارزهای فیات و در نهایت احتمال کاهش نرخ‌های واقعی بهره قرار دارند. در سمت کاهشی نیز افزایش نرخ بهره آمریکا، رشد بازده واقعی اوراق خزانه، تقویت دلار، کاهش جریان سرمایه به ETFها و کاهش ریسک‌های ژئوپلیتیک قرار دارند. در نتیجه، اختلاف میان پیش‌بینی‌ها بیشتر از آنکه ناشی از اختلاف درباره اهمیت طلا به‌عنوان دارایی ذخیره باشد، ناشی از تفاوت در برآورد مسیر نرخ بهره، دلار و زمان بازگشت جریان سرمایه به بازار طلاست.

## بازار کالا در هفته پیش‌رو؛ عرضه و تقاضا چه می‌گویند؟



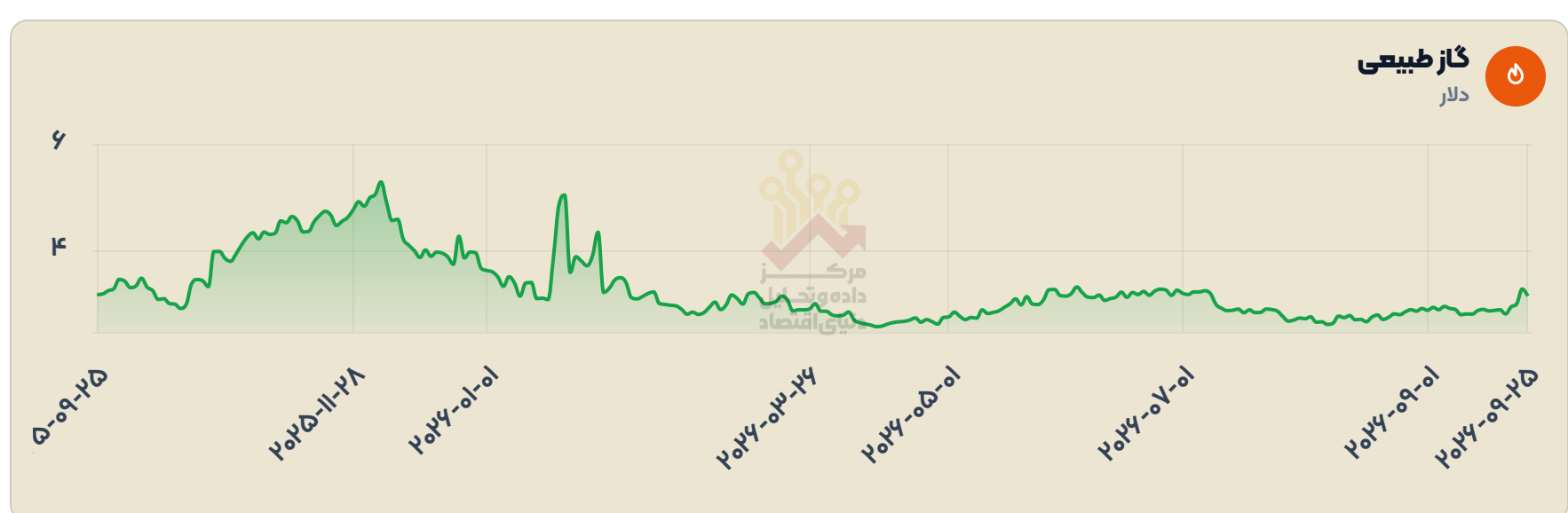
قیمت نفت در معاملات آخر هفته روند صعودی خود را ادامه داد و برنت بار دیگر بالای ۱۰۵ دلار و نفت خام آمریکا در حدود ۹۳ دلار در هر بشکه معامله شد. افزایش قیمت‌ها در شرایطی رخ داد که ابهام درباره مذاکرات ایران و آمریکا همچنان بالاست و چشم‌انداز بازگشت کامل عرضه و عادی‌شدن مسیرهای انتقال نفت روشن نیست. در این شرایط، ریسک‌های ژئوپلیتیکی همچنان مهم‌ترین عامل اثرگذار بر بازار نفت هستند.

مهم‌ترین عامل حمایت‌کننده از قیمت‌ها، نگرانی درباره اختلال در عرضه نفت منطقه است. اظهارات رئیس‌جمهور در مجمع عمومی سازمان ملل درباره ادامه برنامه هسته‌ای ایران و مشروط بودن آزادی کشتیرانی در تنگه هرمز به رفع تحریم‌ها و محاصره آمریکا، نگرانی‌ها درباره تداوم اختلال در مسیر انتقال نفت را افزایش داده است. در نتیجه، بازار همچنان بخشی از ریسک عرضه منطقه‌ای را در قیمت نفت لحاظ می‌کند.

در سمت عرضه، عربستان در حال انجام اقداماتی برای ازسرگیری صادرات نفت از مسیر خط لوله شرق به غرب است؛ اقدامی که می‌تواند بخشی از فشار ایجادشده بر عرضه منطقه‌ای را کاهش دهد. در آمریکا نیز دولت این کشور در حال بررسی محدودیت صادرات بنزین است. در صورت اعمال چنین محدودیتی، پالایشگاه‌های آمریکا ممکن است میزان پالایش و ورودی نفت خام خود را حدود ۱۲ درصد کاهش دهند؛ موضوعی که می‌تواند عرضه فرآورده‌های نفتی را محدودتر کند.



بازار بنزین نیز نشانه‌هایی از محدودیت عرضه نشان می‌دهد. قیمت معاملات آتی بنزین آمریکا در محدوده ۳.۵ دلار به ازای هر گالن قرار گرفت و در بالاترین سطح از ۱۹ می باقی ماند. موجودی بنزین آمریکا نیز برخلاف انتظار در هفته منتهی به ۱۸ سپتامبر ۱.۷ میلیون بشکه کاهش یافت. نزدیک شدن به فصل زمستان و افزایش تقاضا برای سوخت گرمایشی نیز باعث شده پالایشگاه‌ها بخشی از تولید خود را به سمت سایر فرآورده‌های با ارزش بالاتر هدایت کنند که می‌تواند عرضه بنزین را محدودتر کند.



قیمت گاز طبیعی آمریکا در معاملات اخیر به بالای ۳ دلار به ازای هر میلیون واحد حرارتی بریتانیا (MMBtu) رسید. افزایش قیمت گاز در این هفته در شرایطی رخ داده که پیش‌بینی‌ها از تداوم هوای گرم در جنوب و مرکز آمریکا تا ۶ اکتبر حکایت دارد. ادامه دمای بالاتر از میانگین می‌تواند تقاضای گاز برای تولید برق را بالا نگه دارد.

در کنار رشد تقاضا، کاهش مازاد ذخایر نیز به افزایش قیمت گاز کمک کرده است. کاهش مازاد ذخایر در شرایطی رخ داده که مصرف گاز برای تولید برق در پی تداوم هوای گرم افزایش یافته است. بنابراین، رشد مصرف توانسته بخشی از اثر افزایش تولید داخلی بر ذخایر را جذب کند و فشار کاهشی بر قیمت‌ها را کمتر کند.

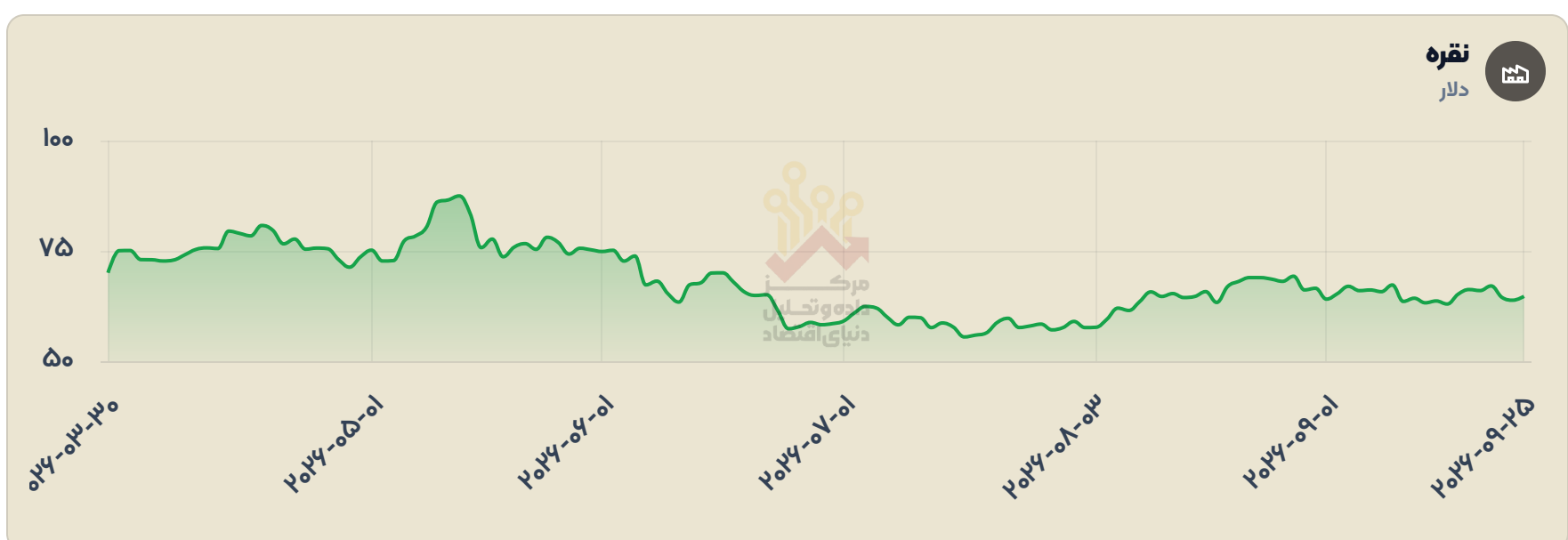
در بازار صادرات نیز جریان گاز به واحدهای تولید گاز طبیعی مایع‌شده (LNG) همچنان در سطح بالایی قرار دارد. میانگین جریان گاز به ۹ پایانه اصلی صادرات LNG آمریکا در ماه سپتامبر به حدود ۱۸ میلیارد فوت مکعب در روز رسیده که نسبت به ۱۷.۲ میلیارد فوت مکعب در روز در ماه آگوست افزایش یافته است. تقاضای خارجی نیز با نزدیک شدن به فصل زمستان در اروپا و آسیا افزایش یافته و خریداران این مناطق در حال افزایش ذخایر خود هستند. اختلال در جریان صادرات LNG از منطقه خلیج فارس نیز اهمیت عرضه آمریکا را برای بازار جهانی بیشتر کرده است. در مجموع، ترکیب تقاضای بالای بخش برق، کاهش مازاد ذخایر و افزایش جریان صادرات LNG از قیمت گاز طبیعی آمریکا حمایت کرده است. تداوم هوای گرم و تقاضای بالای صادراتی می‌تواند روند کاهش مازاد ذخایر را ادامه دهد و زمینه حفظ قیمت‌ها در سطوح بالاتر را فراهم کند.



قیمت مس در معاملات جمعه در محدوده ۶.۷ دلار به ازای هر پوند قرار گرفت و همچنان پایین‌تر از سطح رکورد قبلی معامله شد. تقویت دلار در پی انتشار داده‌های اقتصاد آمریکا و افزایش انتظارات درباره تداوم سیاست پولی انقباضی فدرال رزرو، مهم‌ترین عامل فشار بر قیمت مس بود. از آنجا که مس با دلار قیمت‌گذاری می‌شود، افزایش ارزش دلار هزینه خرید این فلز را برای خریداران سایر ارزها افزایش می‌دهد.

با این حال، محدودیت عرضه همچنان از قیمت مس حمایت می‌کند. شرکت BHP پس از سانحه برای یکی از کارکنان، فعالیت‌های معدن اسکوندیدا در شیلی، بزرگ‌ترین معدن مس جهان، را متوقف کرده است. اختلال در معادن بزرگ اندونزی و جمهوری دموکراتیک کنگو نیز برآورد تولید سالانه را حدود ۶۰۰ هزار تن کاهش داده است.

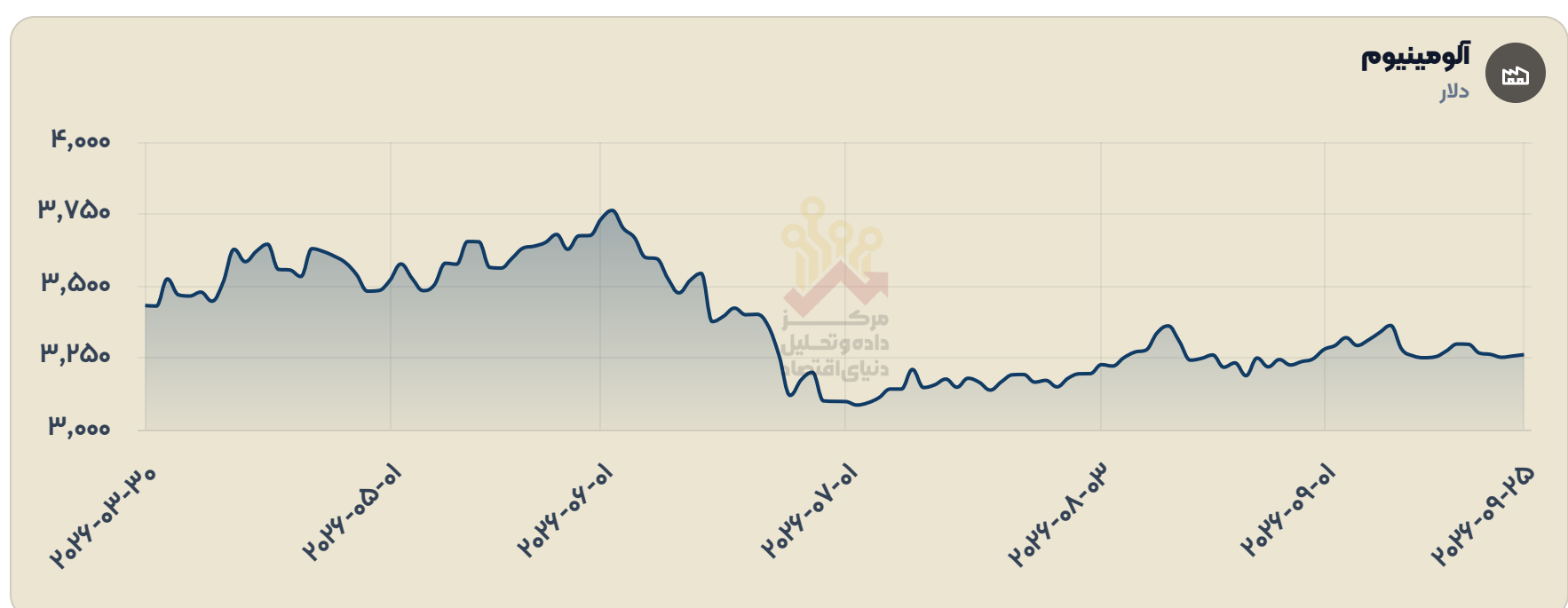
در سمت تقاضا، مصرف مس در شبکه‌های برق، مراکز داده مرتبط با هوش مصنوعی و بخش دفاعی همچنان بالا باقی مانده است. رشد اخیر سهام شرکت‌های فناوری و هوش مصنوعی نیز چشم‌انداز تقاضای این فلز را تقویت کرده است. در مجموع، هرچند تقویت دلار و احتمال افزایش بیشتر نرخ بهره بر قیمت مس فشار وارد می‌کند، محدودیت عرضه و تداوم تقاضای صنایع جدید همچنان از عوامل اصلی حمایت‌کننده بازار هستند.



قیمت نقره در معاملات آخر هفته به زیر ۶۵ دلار در هر اونس کاهش یافت. افزایش انتظارات درباره تداوم سیاست پولی انقباضی فدرال رزرو، مهم‌ترین عامل فشار بر قیمت این فلز بود. افزایش فشارهای تورمی و انتشار داده‌های قوی از اقتصاد آمریکا، احتمال افزایش مجدد نرخ بهره در ماه‌های آینده را بیشتر کرده است.

تقویت دلار نیز فشار مضاعفی بر نقره وارد کرد. شاخص دلار پس از انتشار داده‌هایی که از رشد فعالیت بخش خصوصی آمریکا در سپتامبر، که سریع‌ترین سرعت رشد در بیش از پنج سال اخیر حکایت داشت، به بالاترین سطح دو ماه اخیر رسید. همچنین کاهش درخواست‌های هفتگی بیمه بیکاری به نزدیکی پایین‌ترین سطح ۶۰ سال اخیر، نشانه دیگری از استحکام بازار کار آمریکا بود و انتظارات برای ادامه سیاست پولی سخت‌گیرانه را تقویت کرد.

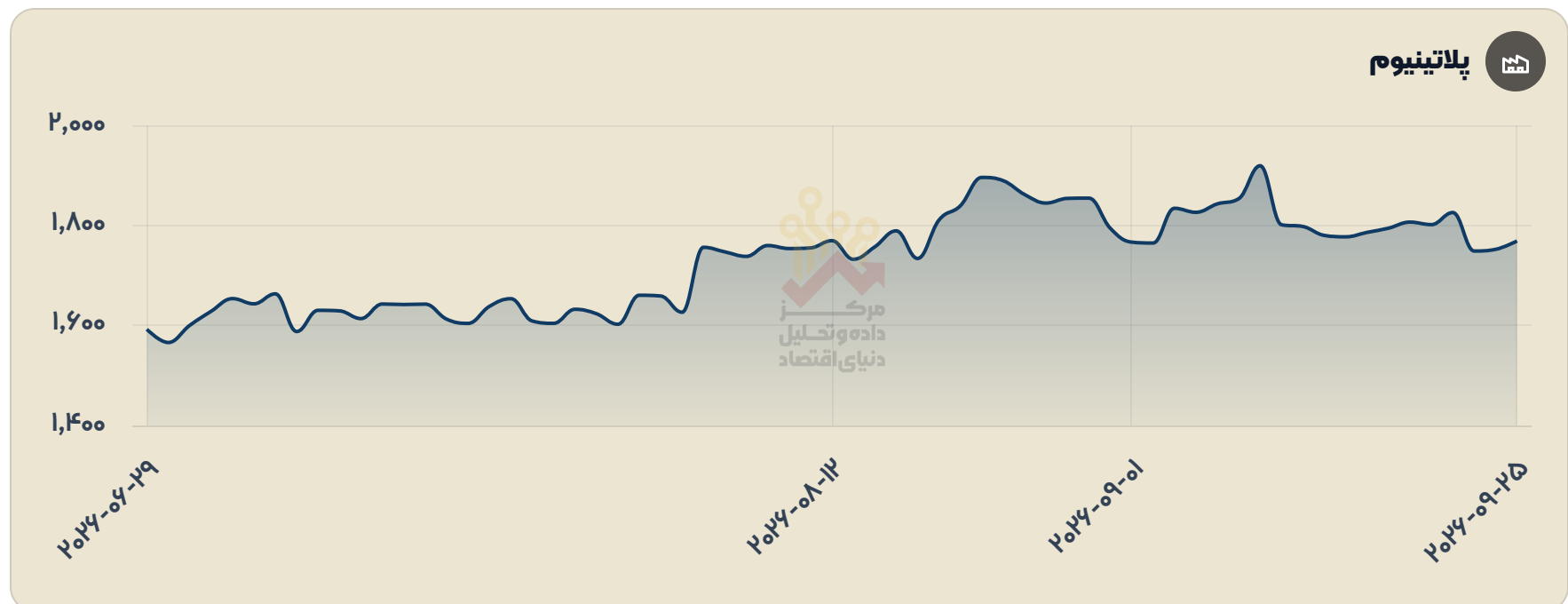
در همین حال، افزایش قیمت نفت در پی نبود پیشرفت مشخص در مذاکرات دیپلماتیک ایران و آمریکا، نگرانی‌ها درباره اختلال احتمالی در عرضه انرژی و افزایش فشارهای تورمی را بیشتر کرده است. در مجموع، تقویت دلار و احتمال افزایش بیشتر نرخ بهره در کوتاه‌مدت بر قیمت نقره فشار وارد می‌کند، هرچند تحولات بازار انرژی و تداوم تقاضای صنعتی می‌تواند از شدت این فشار بکاهد.



قیمت آلومینیوم در معاملات اخیر در محدوده ۳۲۵۰ دلار به ازای هر تن قرار گرفت. چشم‌انداز افزایش عرضه و تقویت دلار آمریکا مهم‌ترین عوامل فشار بر قیمت این فلز هستند. همچنین چندین واحد ذوب آلومینیوم در حال آماده‌سازی برای بازگشت ظرفیت‌های متوقف‌شده به مدار تولید هستند و برخی تولیدکنندگان نیز اجرای طرح‌های توسعه‌ای خود را پیش می‌برند. از طرف دیگر ضعف تقاضای داخلی و سطح بالای موجودی‌ها در چین، تولیدکنندگان را به سمت عرضه بیشتر در بازارهای خارجی سوق داده است.

از طرف دیگر، اظهارات سخت‌گیرانه مقام‌های فدرال رزرو باعث تقویت دلار شده و هزینه خرید آلومینیوم برای مصرف‌کنندگان خارج از آمریکا را افزایش داده است. در مجموع، افزایش عرضه از چین و بازگشت تدریجی ظرفیت‌های تولید در برابر اختلالات منطقه‌ای قرار گرفته و تقویت دلار نیز فشار بیشتری بر قیمت وارد کرده است.

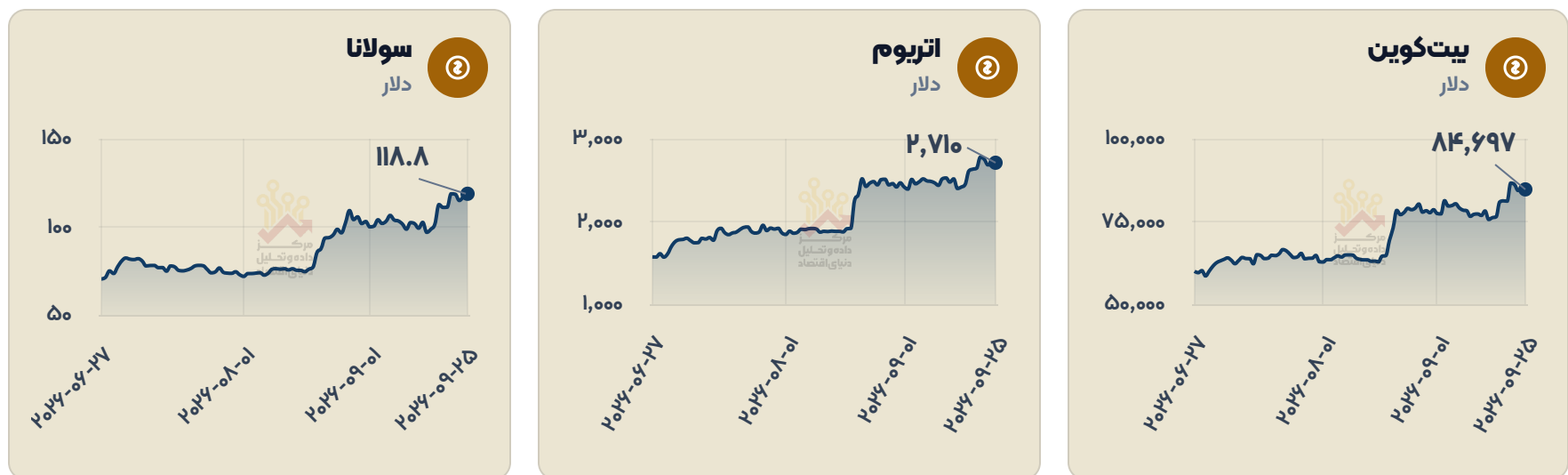




قیمت پلاتین در معاملات جمعه زیر ۱۷۷۰ دلار در هر اونس قرار گرفت و پس از افت بیش از ۲ درصدی نسبت به هفته معاملاتی قبل، همچنان نزدیک پایین‌ترین سطح پنج هفته اخیر معامله شد. افزایش بازدهی اوراق خزانه‌داری آمریکا و تقویت دلار، تقاضا برای این فلز بدون بازدهی را کاهش داده است. انتشار داده‌های قوی‌تر از انتظار درباره فعالیت اقتصادی آمریکا نیز احتمال افزایش بیشتر نرخ بهره فدرال رزرو را تقویت کرده و فشار بر قیمت پلاتین را افزایش داده است.

اما در سمت تقاضا، مصرف صنعتی پلاتین حدود ۵ درصد افزایش خواهد یافت که بخشی از آن به کاربردهای مرتبط با هوش مصنوعی، از جمله تولید شیشه و تجهیزات الکترونیکی، مربوط می‌شود. بنابراین، در حالی که شرایط پولی آمریکا در کوتاه‌مدت بر قیمت پلاتین فشار وارد کرده، محدود بودن ذخایر و رشد تقاضای صنعتی همچنان از عوامل حمایت‌کننده بازار هستند.

## بازار رمزارزها؛ صعودی پرشتاب، اما با یک آزمون مهم

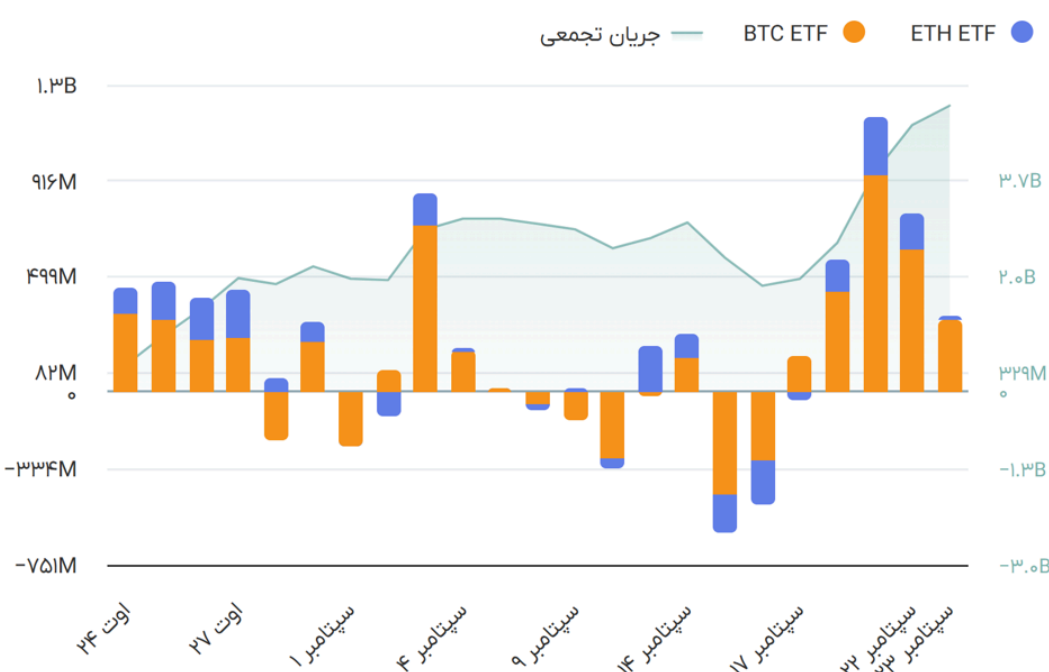


بازار ارزهای دیجیتال در روزهای پایانی سپتامبر ۲۰۲۲ روزهای پرهیجانی را پشت سر گذاشت. ارزش کل بازار در موج صعودی اخیر از حدود ۲.۷۷ تریلیون دلار به محدوده ۲.۸۷ تریلیون دلار رسید؛ رشدی نزدیک به ۴ درصد. اما این صعود پایدار و یک‌دست نبود. بیت‌کوین پس از جهش روز ۲۱ سپتامبر تا سقف ۸۷,۳۶۳ دلار، طی سه روز معاملاتی بعدی عقب نشست و در ۲۴ سپتامبر به محدوده ۸۴ هزار دلار رسید. در نتیجه، بازار اکنون بخشی از جهش اولیه خود را پس گرفته است.

### سوخت این پرش قیمت از کجا تأمین شد؟

موج صعودی ابتدا با بازگشت تقاضای ریسک و افزایش ورود سرمایه به ETFهای بیت‌کوین شکل گرفت، اما بخش مهمی از شتاب آن در محدوده ۸۲ تا ۸۶ هزار دلار از بسته‌شدن موقعیت‌های فروش تأمین شد. با عبور بیت‌کوین از مقاومت‌های این محدوده، معامله‌گرانی که روی افت قیمت شرط بسته بودند مجبور به خرید برای بستن موقعیت‌های خود شدند و این خریدهای اجباری فشار صعودی را بیشتر کرد. شدت این اتفاق در روز ۲۱ سپتامبر کاملاً مشخص بود؛ حدود ۶۴۸ میلیون دلار از موقعیت‌های فروش رمزارزی در ۲۴ ساعت لیکوئید شد و بیت‌کوین در همان روز بیش از ۶ درصد رشد کرد و به بالای ۸۷ هزار دلار رسید. بنابراین، نقطه اصلی شتاب گرفتن حرکت را باید در محدوده ۸۲ تا ۸۶ هزار دلار جست‌وجو کرد، نه در خود سقف ۸۷ هزار دلار.

### ورود و خروج پول به صندوق‌های بیت‌کوین و اتریوم



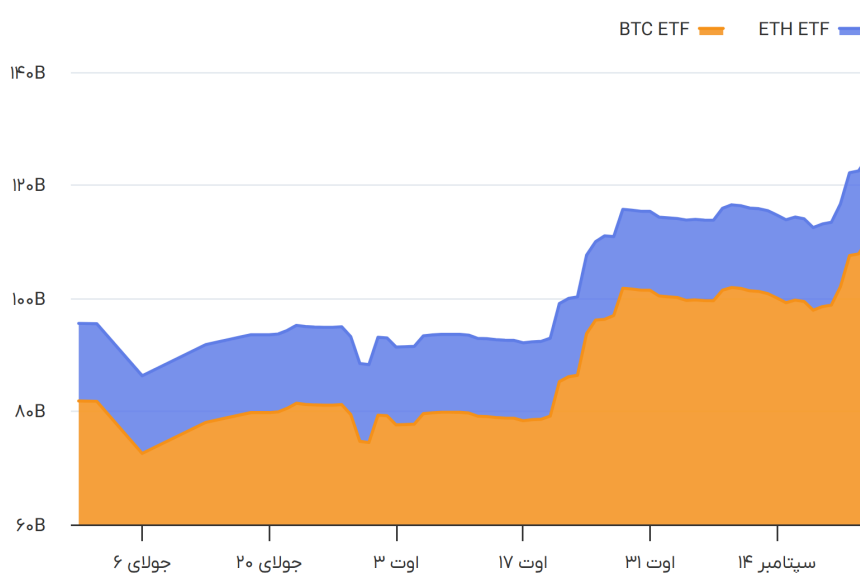
## رشد هیجانی یا ورود پول واقعی؟

با این حال، این جهش صرفاً حاصل معاملات اهرمی نبود. ETFهای نقدی بیت‌کوین در ۲۱ سپتامبر نزدیک به یک میلیارد دلار ورود سرمایه ثبت کردند؛ دقیقاً ۹۹۸.۹۵ میلیون دلار که بزرگ‌ترین ورود روزانه آنها در حدود ۱۱ ماه گذشته بود. ETFهای اتریوم نیز در همان روز حدود ۲۷۰ میلیون دلار سرمایه جذب کردند. این ارقام نشان می‌دهد که در کنار خریدهای اجباری، تقاضای واقعی سرمایه‌گذاران نهادی نیز در بازار وجود داشته است. با این حال، رفتار قیمت در روزهای بعد اهمیت بیشتری دارد. با وجود این ورود سرمایه، بیت‌کوین نتوانست بالای ۸۷ هزار دلار تثبیت شود و در سه جلسه بعدی عقب نشست. بنابراین هنوز مشخص نیست ورود پول نهادی بتواند جایگزین اثر موقتی شورت‌اسکوئیز شود یا خیر.

## سنگین‌وزن‌ها هنوز بیت‌کوین را جدی‌تر دنبال می‌کنند

در جریان این موج، بیت‌کوین همچنان مقصد اصلی سرمایه نهادی بود. تا ۲۳ سپتامبر، ETFهای بیت‌کوین حدود ۱۴۹ میلیارد دلار دارایی تحت مدیریت داشتند، در حالی که ETFهای اتریوم حدود ۲۴ میلیارد دلار دارایی در اختیار داشتند. جریان پنج روزه ETFهای رهازری نیز در مجموع حدود ۲.۹ میلیارد دلار مثبت بود که سهم عمده آن به بیت‌کوین اختصاص داشت. در همین حال، رهازرهایی مانند اتریوم و سولانا نیز از موج صعودی بی‌نصیب نماندند، اما رفتار بازار همچنان نشان می‌دهد که جریان سرمایه نهادی بیشتر حول دارایی‌های بزرگ متمرکز است. از سوی دیگر، همبستگی بالای رهازرها با دارایی‌های پرریسک نشان می‌دهد که بیت‌کوین در شرایط فعلی بیشتر به‌عنوان یک دارایی ریسکی معامله می‌شود تا یک پناهگاه امن.

دارایی‌های تحت مدیریت ETFها



## چشم‌انداز بازار؛ آزمون تقاضای واقعی

بازار اکنون وارد مرحله مهم‌تری شده است. جهش ۲۱ سپتامبر ترکیبی از ورود سرمایه نهادی و شورت‌اسکوئیز بود؛ اما اثر خریدهای اجباری موقتی است. افت قیمت طی سه روز پس از ثبت سقف ۸۷,۳۶۳ دلار نشان می‌دهد که در سطوح بالاتر، عرضه و شناسایی سود افزایش یافته است. بنابراین سؤال اصلی دیگر این نیست که آیا خریداران توانسته‌اند بیت‌کوین را به بالای ۸۷ هزار دلار برسانند؛ بلکه این است که آیا می‌توانند پس از خروج فروشندگان اهرمی، قیمت را در سطوح بالا حفظ کنند. تداوم ورود سرمایه به ETFها و افزایش تقاضای نقدی می‌تواند این صعود را تقویت کند. در مقابل، اگر قیمت همچنان در برابر سقف ۸۷ هزار دلار عقب‌نشینی کند، می‌تواند نشان دهد که بخشی از جهش اخیر بیشتر حاصل پوشش موقعیت‌های فروش بوده تا شکل‌گیری یک موج جدید و پایدار تقاضا.



# پرونده ویژه این هفته: صندوق ارزی یا دلار؟

## رقیب تازه برای دلارهای داخل گاو صندوق

سال‌هاست نسخه سرمایه‌گذار ایرانی برای محافظت از دارایی خود در برابر افت ارزش ریال، پیچیدگی چندانی ندارد: دلار بخر و نگه دار. بخشی از ارز خریداری‌شده در حساب‌های ارزی قرار می‌گیرد، بخشی راهی بازارهای دیگر می‌شود و بخشی هم به معنای واقعی کلمه در خانه و گاو صندوق می‌ماند؛ دارایی‌ای که ممکن است ارزش ریالی آن افزایش پیدا کند، اما خودش هیچ درآمدی ایجاد نمی‌کند.

حالا قرار است این معادله یک متغیر تازه داشته باشد. با آغاز فعالیت نخستین صندوق سرمایه‌گذاری در دارایی‌های با درآمد ثابت ارزی، بازار سرمایه برای اولین بار ابزاری را مقابل دارندگان ارز قرار داده که ایده اصلی آن ساده است: ارز خود را حفظ کن، اما اجازه بده همان ارز برایت درآمد هم بسازد.

در صندوق «**ارزی هانا هلت**» ورود و خروج سرمایه‌گذار ماهیت ارزی دارد. یعنی قرار نیست دلار سرمایه‌گذار ابتدا به ریال تبدیل شود و دوباره در معرض تغییرات ارزش پول ملی قرار گیرد. سرمایه‌گذار ارز وارد صندوق می‌کند، واحد سرمایه‌گذاری دریافت می‌کند و در زمان خروج نیز اصل سرمایه و بازده آن را به شکل ارزی دریافت می‌کند. نخستین صندوق با دلار آمریکا به‌عنوان ارز پایه آغاز به کار کرده و حداقل سرمایه‌گذاری در آن ۱۰۰ دلار تعیین شده است.

اما همین‌جا سؤال اصلی این پرونده شکل می‌گیرد: اگر قرار است سرمایه‌گذار همچنان دلاری بماند، نگهداری اسکناس بهتر است یا سپردن آن به صندوق ارزی؟ پاسخ فقط به نرخ بازده صندوق برنمی‌گردد. نقدشوندگی، نحوه دسترسی به ارز، ریسک صندوق، ضمانت‌ها، محل سرمایه‌گذاری منابع و حتی میزان اعتماد مردم به بازگشت اصل ارز، بخشی از این معادله‌اند.

در سوی دیگر ماجرا، دولت نیز هدف بزرگ‌تری دارد. دلارهایی که امروز خارج از چرخه رسمی اقتصاد نگهداری می‌شوند، از نگاه سیاست‌گذار می‌توانند از یک ذخیره ارزش راکد به منبعی برای تأمین مالی ارزی تبدیل شوند.

## سؤال محوری پرونده

آیا صاحب دلار ایرانی حاضر است گاو صندوق را با صندوق عوض کند؟

| عنوان             | مقدار        | تسویه ارزی |
|-------------------|--------------|------------|
| ورود و خروج صندوق | حداقل ورود   | ۱۰۰ دلار   |
|                   | ارزش هر واحد | ۱۰ دلار    |

### دلار وارد می‌کنی، دلار پس می‌گیری

پول صندوق ارزی دقیقاً کجا می‌رود؟

تفاوت اصلی صندوق ارزی با بسیاری از ابزارهایی که پیش از این با نام ارز یا دلار در بازار معرفی شده‌اند، در یک نکته ساده است: در تعام هسیر، واحد حساب دلار باقی می‌ماند.

سرمایه‌گذار برای ورود به «ارزی مانا ملت» باید ارز در اختیار داشته باشد. ارز پایه صندوق دلار آمریکاست، ارزش مبنای هر واحد ۱ دلار تعیین شده و حداقل سرمایه‌گذاری نیز ۱۰۰ دلار است. این صندوق برخلاف صندوق‌های قابل معامله بورسی، روی تابلوی بورس خرید و فروش نمی‌شود و ساختار آن بر پایه صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری شکل گرفته است. متقاضی پس از افتتاح حساب ارزی و واریز ارز، درخواست خود را ثبت می‌کند و در مقابل، به اندازه سرمایه وارد شده واحدهای صندوق را دریافت می‌کند. از این نقطه به بعد، دلار سرمایه‌گذار قرار نیست در حساب صندوق بدون استفاده باقی بماند.

منابع جمع‌آوری شده می‌تواند در مجموعه‌ای از دارایی‌های درآمد ثابت ارزی از جمله سپرده‌های ارزی بانکی، اوراق مرابحه ارزی، گواهی سپرده ارزی، سلف ارزی و تنزیل اعتبارات اسنادی خارجی سرمایه‌گذاری شود. درآمد حاصل از این دارایی‌ها به ارزش خالص واحدهای صندوق اضافه می‌شود؛ به همین دلیل سود قرار نیست مانند سپرده بانکی در مقاطع مشخص به حساب سرمایه‌گذار واریز شود، بلکه در افزایش ارزش واحدهای او منعکس خواهد شد. در زمان خروج نیز فرآیند معکوس می‌شود. سرمایه‌گذار درخواست ابطال واحدهای خود را می‌دهد و اصل سرمایه به همراه بازده محقق شده، به دلار به او بازگردانده می‌شود.

#### هسیر پول

دلار سرمایه‌گذار → صدور واحد → سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ارزی → ایجاد بازده ارزی → ابطال → اصل سرمایه + بازده به دلار

| عنوان              | مقدار                                                                  |
|--------------------|------------------------------------------------------------------------|
| ارزش هر واحد       | ۱۰ دلار                                                                |
| حداقل سرمایه‌گذاری | ۱۰۰ دلار                                                               |
| سقف اولیه صندوق    | حدود ۱۰ میلیون دلار                                                    |
| امکان توسعه        | تا ۵۰ میلیون دلار با مجوز سازمان بورس؛ بالاتر از آن با مجوز بانک مرکزی |

## یک دلار، دو انتخاب

صندوق ارزی چه چیزی بیشتر از اسکناس دلار به سرمایه‌گذار می‌دهد؟

فرض کنید دو سرمایه‌گذار هرکدام ۱۰ هزار دلار در اختیار دارند. نفر اول دلار خود را در گاو صندوق نگه می‌دارد و نفر دوم همان ۱۰ هزار دلار را وارد صندوق ارزی می‌کند. اگر یک سال بعد نرخ دلار در بازار آزاد افزایش پیدا کرده باشد، هر دو نفر از رشد ارزش ریالی دلار منتفع شده‌اند. تفاوت از جای دیگری آغاز می‌شود: تعداد دلارهای نفر اول همچنان همان ۱۰ هزار دلار است، اما سرمایه‌گذار صندوق، در صورت تحقق بازده ارزی، علاوه بر حفظ موقعیت دلاری خود، دلار بیشتری هم در اختیار خواهد داشت. به زبان ساده، دلار نقد فقط یک موتور بازده دارد: تغییر قیمت ارز در برابر ریال. صندوق ارزی تلاش می‌کند موتور دومی هم به آن اضافه کند: بازدهی روی خود دلار. اما یک نکته ظریف وجود دارد. سود این دو بخش صرفاً با یکدیگر جمع نمی‌شوند؛ اثر آنها روی یکدیگر نیز محاسبه می‌شود. برای مثال، اگر دلار طی یک سال ۳۰ درصد در برابر ریال گران شود و صندوق نیز ۵ درصد بازده دلاری ایجاد کند، بازده ریالی سرمایه‌گذار حدود ۳۶.۵ درصد خواهد بود. در مقابل، دارنده اسکناس دلار در همین سناریو حدود ۳۰ درصد افزایش ارزش ریالی دارایی را تجربه کرده است. با این حال، دلار فیزیکی یک مزیت مهم دارد: دارنده آن مستقیماً مالک اسکناس است و برای دسترسی به دارایی خود به صندوق، بانک، اوراق یا سازوکار ابطال وابسته نیست. در صندوق، این بازده اضافه در مقابل پذیرش مجموعه‌ای از ریسک‌های اعتباری، نقدشوندگی و نهادی به دست می‌آید.

مدنی‌زاده، وزیر اقتصاد - گفت‌وگو با «دورنما»

سرمایه‌گذار علاوه بر تغییرات نرخ دلار، از سود پایه دلاری صندوق نیز بهره می‌گیرد؛ در نتیجه دو جزء در بازده نهایی او اثرگذار است.

| معیار                    | دلار نقد      | صندوق ارزی               |
|--------------------------|---------------|--------------------------|
| مواجهه با تغییر نرخ دلار | دارد          | دارد                     |
| بازده روی خود دلار       | ندارد         | دارد                     |
| تعداد دلار پس از یک سال  | ثابت          | می‌تواند افزایش یابد     |
| نگهداری فیزیکی           | لازم است      | ندارد                    |
| دسترسی مستقیم به اسکناس  | بالا          | وابسته به ابطال          |
| ریسک سرقت/تقلب اسکناس    | دارد          | ندارد                    |
| ریسک اعتباری و نهادی     | محدودتر       | دارد                     |
| شیوه خروج                | فروش در بازار | ابطال واحد               |
| ورود با ریال             | —             | خیر؛ صندوق فعلی ارزی است |

## مثال مکانیزم بازده

دلار نقد: رشد دلار ۳۰٪ → بازده ریالی ۳۰٪ | صندوق ارزی: رشد دلار ۳۰٪ + بازده دلاری ۵٪ → بازده ریالی تقریبی ۳۶.۵٪  
(صرفاً مثال توضیحی؛ نه پیش‌بینی نرخ ارز و نه تضمین بازده صندوق)



## این ۵ درصد از کجا می‌آید؟

پشت بازده صندوق ارزی چه ریسکی خوابیده است؟

جذاب‌ترین بخش صندوق ارزی برای سرمایه‌گذار روشن است: دلار خود را حفظ می‌کند و در عین حال تلاش می‌کند روی همان دلار بازده بگیرد. اما درست از همین جا باید سؤال مهم‌تری پرسید: این بازده چگونه ساخته می‌شود و چه ریسکی پشت آن قرار دارد؟ منابع صندوق قرار نیست بدون استفاده در یک حساب ارزی باقی بماند. بخش مهمی از آن می‌تواند در اوراق ارزی، سپرده‌های ارزی، گواهی‌های سپرده ارزی و سایر ابزارهای درآمد ثابت ارزی سرمایه‌گذاری شود. بنابراین بازدهی که به دارنده واحد صندوق می‌رسد، در نهایت حاصل سود همین دارایی‌هاست.

اما «درآمد ثابت» الزاماً به معنی «بدون ریسک» نیست. یکی از مهم‌ترین پرسش‌ها به کیفیت اعتباری اوراقی بازمی‌گردد که صندوق خریداری می‌کند. حجت‌الله صیدی، رئیس سازمان بورس، در گفت‌وگو با «دورنما» در پاسخ به این پرسش که اوراق مراتبه ارزی مورد استفاده صندوق چه رتبه اعتباری مشخصی دارند، گفت در حال حاضر چنین رتبه‌بندی‌ای وجود ندارد و قرار است این سازوکار در ادامه توسعه پیدا کند. این نکته اهمیت زیادی دارد. در بازارهای توسعه‌یافته، رتبه اعتباری یکی از ابزارهای اصلی برای مقایسه احتمال نکول ناشران است. نبود یک نظام رتبه‌بندی فراگیر برای اوراق ارزی، به این معنی است که سرمایه‌گذار خرد نمی‌تواند تنها با نگاه به یک درجه اعتباری، کیفیت دارایی‌های داخل صندوق را مقایسه کند. از سوی دیگر، ضامن نقدشوندگی را نباید با تضمین سود اشتباه گرفت. در صندوق مانا ملت، بانک ملت ضامن نقدشوندگی است؛ یعنی اگر منابع نقد ارزی صندوق برای پاسخ به درخواست‌های ابطال کافی نباشد، این رکن می‌تواند برای تأمین نقدینگی وارد عمل شود. اما تسویه ارزی، ضمانت نقدشوندگی و تضمین اصل و بازده سه مفهوم جدا از یکدیگرند. در نتیجه، بازده اضافه صندوق رایگان نیست. سرمایه‌گذار در برابر دریافت سود دلاری، بخشی از ریسک دارایی‌های مالی، ناشران اوراق و سازوکار صندوق را نیز می‌پذیرد.

حجت‌الله صیدی، رئیس سازمان بورس - گفت‌وگو با «دورنما»

**در حال حاضر برای این اوراق رتبه‌بندی اعتباری مشخصی نداریم، اما قرار است این بخش در ادامه گسترش پیدا کند.**

| موضوع           | توضیحات                                                   |
|-----------------|-----------------------------------------------------------|
| تسویه ارزی      | پرداخت در زمان ابطال به ارز انجام می‌شود.                 |
| ضمانت نقدشوندگی | سازوکاری برای پاسخ به درخواست خروج و تأمین نقدینگی است.   |
| تضمین بازده     | موضوعی جد است و باید از امیدنامه و شرایط صندوق بررسی شود. |
| ریسک اعتباری    | به کیفیت ناشران و ابزارهای داخل پرتفوی بستگی دارد.        |

جمع‌بندی صفحه: صندوق ارزی قرار نیست ریسک را حذف کند؛ قرار است ریسک نگهداری دلار را با نوع دیگری از ریسک مبادله کند.

## دولت با دلارهای مردم چه می‌خواهد؟

صندوق ارزی فقط ابزار سرمایه‌گذاری نیست؛ پای تأمین مالی بنگاه‌ها هم در میان است

از زاویه سرمایه‌گذار، داستان صندوق ارزی را می‌توان با یک سؤال خلاصه کرد: آیا می‌توان روی دلاری که در اختیار داریم، بازده ارزی هم گرفت؟ اما از زاویه سیاست‌گذار، ماجرا ابعاد بزرگ‌تری دارد. دولتی که به دنبال توسعه صندوق‌های ارزی است، فقط به فکر ساخت یک محصول تازه برای سرمایه‌گذاری نیست؛ هدف دیگر، تبدیل منابع ارزی پراکنده به منبع تأمین مالی برای اقتصاد است. ساختار صندوق به همین دلیل اهمیت پیدا می‌کند. دلار واردشده قرار نیست صرفاً در حساب صندوق نگهداری شود. بخشی از منابع می‌تواند در اوراق ارزی و ابزارهایی قرار گیرد که در نهایت منابع مورد نیاز بنگاه‌ها و پروژه‌های ارزآور را تأمین می‌کنند.

**علی مدنی‌زاده**، وزیر اقتصاد، در گفت‌وگو با «دورنما» نیز تأکید می‌کند که کارکرد صندوق قرار نیست به سرمایه‌گذاری اشخاص محدود بماند. به گفته او، صندوق ارزی همزمان دو هدف را دنبال می‌کند: ایجاد یک ابزار سرمایه‌گذاری برای دارندگان ارز و تجهیز منابع ارزی برای تأمین مالی بنگاه‌ها. البته فعلاً ابعاد نخستین تجربه چندان بزرگ نیست. سقف صندوق مانا ملت در زمان پذیره‌نویسی حدود ۵۰ میلیون دلار تعیین شده است. این رقم با مجوز سازمان بورس قابلیت افزایش تا ۵۰۰ میلیون دلار را دارد و عبور از این سطح نیز نیازمند مجوز بانک مرکزی است. مدنی‌زاده اما این اندازه را نقطه شروع می‌داند. او در پاسخ به «دورنما» می‌گوید قرار است در ادامه هم ظرفیت صندوق‌ها افزایش یابد و هم صندوق‌های ارزی دیگری وارد بازار شوند؛ مسیری که در صورت توسعه می‌تواند کانال تازه‌ای برای انتقال پس‌اندازهای ارزی به سمت تأمین مالی ایجاد کند.

وزیر اقتصاد یک اثر دیگر نیز برای این ابزار متصور است: کمک به کاهش نوسانات بازار ارز. استدلال او این است که اگر ارز به جای تقاضای صرفاً سفته‌بازانه وارد مسیری شود که تولید و تجارت ارزآور را تأمین مالی می‌کند، افزایش درآمد ارزی در ادامه می‌تواند به ثبات بیشتر بازار ارز کمک کند. اما این اثر، دست‌کم در ابتدای راه، بیش از هر چیز یک هدف سیاستی است. اندازه صندوق، میزان استقبال دارندگان ارز و مهم‌تر از همه، اینکه منابع جذب‌شده واقعاً تا چه اندازه به افزایش درآمد ارزی منجر شوند، تعیین خواهد کرد که این ابزار در عمل چه اثری بر بازار ارز خواهد داشت.

مدنی‌زاده، وزیر اقتصاد - گفت‌وگو با «دورنما»

این فقط یک ابزار سرمایه‌گذاری نیست. هدف، هم ایجاد امکان سرمایه‌گذاری ارزی برای مردم است و هم جذب منابع ارزی برای تأمین مالی بنگاه‌ها. سقف فعلی آغاز کار است و قرار است اندازه و تعداد صندوق‌ها افزایش پیدا کند.

## مدل سنتی

خرید دلار → نگهداری در خانه/حساب → ذخیره ارزش

## مدل صندوق ارزی

دلار سرمایه‌گذار → صندوق ارزی → ابزارهای تأمین مالی ارزی → بنگاه/پروژه ارزآور → درآمد ارزی → بازده سرمایه‌گذار

### انتخاب میان بازده بیشتر و کنترل مستقیم بر دارایی

بعد از تمام تفاوت‌ها، مزایا و ریسک‌ها، مقایسه صندوق ارزی با دلار نقد در نهایت به یک دوگانه ساده می‌رسد: آیا مالک دلار ترجیح می‌دهد کنترل مستقیم بر ارز خود داشته باشد، یا حاضر است در ازای دریافت بازده، آن را وارد یک ساختار مالی کند؟ برای کسی که دلار را در خانه نگهداری می‌کند، تعداد اسکناس‌ها با گذشت زمان تغییر نمی‌کند. اگر ۱۰ هزار دلار امروز در گاو صندوق باشد، یک سال بعد نیز همان ۱۰ هزار دلار است. سود یا زیان ریالی این دارایی تقریباً از تغییر نرخ ارز می‌آید.

در صندوق ارزی، داستان متفاوت است. سرمایه‌گذار همچنان در یک دارایی دلاری باقی می‌ماند، اما صندوق تلاش می‌کند با سرمایه‌گذاری منابع در ابزارهای درآمد ثابت ارزی، تعداد دلارهای متعلق به سرمایه‌گذار را نیز افزایش دهد. این مزیت البته بدون هزینه نیست. مالک اسکناس برای دسترسی به دارایی خود به هیچ واسطه‌ای احتیاج ندارد. در مقابل، سرمایه‌گذار صندوق به سازوکار صدور و ابطال، نقدشوندگی صندوق، کیفیت دارایی‌های داخل پرتفوی و توان ایفای تعهدات ارزی نهادهای درگیر وابسته است.

به همین دلیل صندوق ارزی را نباید صرفاً «نسخه بهتر دلار» دانست. این دو ابزار نیازهای متفاوتی را پاسخ می‌دهند. کسی که ارز را برای سفر، پرداخت‌های خارجی یا نیاز کوتاه‌مدت نگهداری می‌کند، بیش از بازده به دسترسی فوری به ارز اهمیت می‌دهد. اما برای فردی که از قبل دلار دارد و قصد دارد آن را برای چند سال نگهداری کند، امکان کسب بازده روی دارایی‌ای که در حالت عادی بدون درآمد باقی می‌ماند، می‌تواند تفاوت قابل توجهی ایجاد کند. در نهایت، بزرگ‌ترین آزمون صندوق‌های ارزی نه نرخ سود آنها، بلکه اعتماد است. سیاست‌گذار می‌تواند صندوق طراحی کند، بانک ضامن نقدشوندگی قرار دهد و بازار سرمایه مسیر سرمایه‌گذاری ایجاد کند؛ اما تصمیم نهایی را صاحب دلار می‌گیرد.

| اگر اولویت شما این است...           | دلار نقد | صندوق ارزی |
|-------------------------------------|----------|------------|
| دسترسی فوری به اسکناس               | ✓        |            |
| کنترل مستقیم بر دارایی              | ✓        |            |
| دریافت بازده روی دلار               |          | ✓          |
| نگهداری چندساله ارز                 |          | ✓          |
| حذف دردسر نگهداری فیزیکی            |          | ✓          |
| استفاده برای سفر یا پرداخت          | ✓        |            |
| پذیرش ریسک نهاد مالی در برابر بازده |          | ✓          |
| نپذیرفتن ریسک صندوق و ناشر اوراق    | ✓        |            |

### راهنمای تصمیم

دلار دارید؟ → به زودی خرجش می‌کنید؟ بله: دسترسی نقد اهمیت بیشتری دارد.

خیر → افق میان‌مدت/بلندمدت دارید؟ بله → ریسک صندوق و ابزارهای مالی را در برابر بازده می‌پذیرید؟ اگر بله، صندوق ارزی قابل بررسی است؛ اگر نه، نگهداری مستقیم دلار با ترجیحات شما سازگارتر است.





مجله موبایلی «دورنما؛ هفته نامه تخصصی بازارهای ایران و جهان» تلاشی است از کارشناسان اقتصادی گروه رسانه‌ای دنیای اقتصاد برای ارائه تحلیل‌ها و اطلاعات و آمارهایی که به فعالان اقتصادی کشور برای سرمایه‌گذاری‌های مطمئن‌تر کمک کند. در واقع در راستای همان شعار مشهور این گروه رسانه‌ای؛ این مجله موبایلی به شما قدرت پیش‌بینی می‌دهد.

- این مجموعه، با همکاری شبکه اینترنتی اکوایران و مرکز داده و تحلیل دنیای اقتصاد تهیه شده است.
- مجله موبایلی دورنما هر هفته جمعه شب‌ها منتشر می‌شود و در دسترس فعالان اقتصادی قرار می‌گیرد.