

تصویر آینده بازارها

گزارش هفتگی بازار ۲۸ شهریور (شماره ۱)

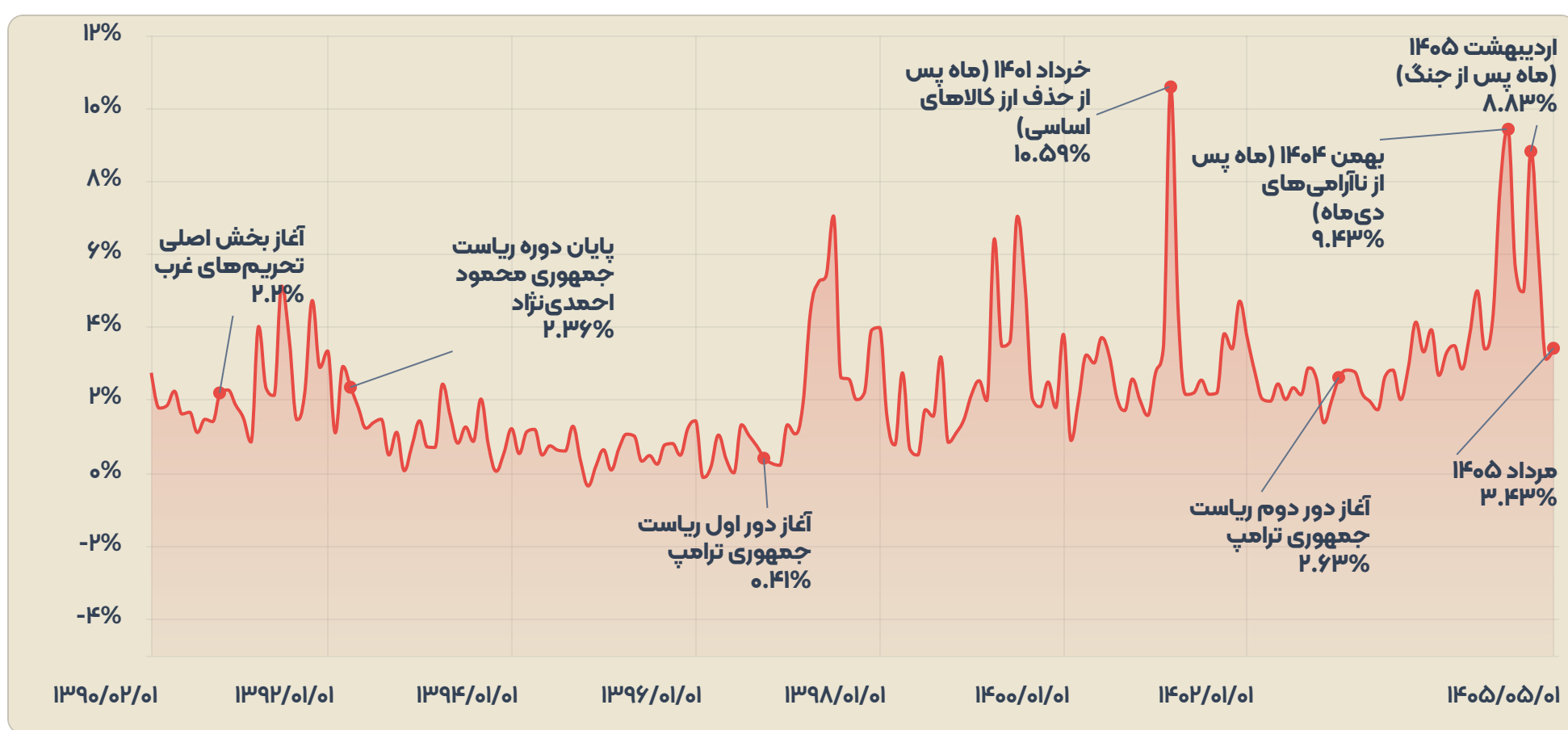


هفته‌نامه تخصصی بازارهای ایران و جهان

دورنما

تورم؛ کاهش پایدار یا آرامش موقت؟ | دلار بعد از عقب‌نشینی؛ مسیر بعدی کجاست؟ | طلا؛ تغییر پارادایم در بازار سکه
بورس پس از جهش؛ مسیر بعدی کجاست؟ | نفت ۱۰۰ دلاری؛ هرمز تا کجا قیمت‌ساز می‌ماند؟
فدرال رزرو بعد از شوک نفت؛ نرخ‌ها به کدام سمت می‌روند؟

تورم ماهانه مصرف‌کننده



تورم ماهانه مصرف‌کننده پس از چند ماه پرنوسان، نشانه‌هایی از آرام‌تر شدن را نشان می‌دهد؛ اما پایداری این روند به سیاست ارزی، انتظارات و شوک‌های بیرونی وابسته است.

تورم؛ در مسیر کاهش یا آرامش موقت؟

مذاکرات بانکی به انتقال واقعی پول می‌رسد؟

عبدالناصر همتی در کاهنتی به «دورنما» از تلاش برای گسترش همکاری‌های بانکی با کشورهای اسلامی و ایجاد مسیرهای تازه برای مبادلات مالی خبر داد؛ مسیری که در صورت تبدیل‌شدن به سازوکارهای عملیاتی، می‌تواند بخشی از محدودیت‌های موجود در تجارت خارجی و نقل‌وانتقال پول را کاهش دهد.



ا همتی با اشاره به مذاکرات انجام‌شده در اجلاس ترکیه گفت:

«در اجلاس ترکیه، توسعه همکاری‌های بانکی با کشورهای اسلامی و ایجاد مسیرهای جدید برای مبادلات مالی را با جدیت دنبال کردیم. یکی از محورهای اصلی، گسترش استفاده از ارزهای محلی و فعال‌کردن ظرفیت‌های بانکی کشورهای منطقه است.»

استفاده از ارزهای محلی می‌تواند نیاز به ارزهای واسط در بخشی از تجارت خارجی را کاهش دهد و در صورت شکل‌گیری روابط بانکی مستقیم، مسیرهای بیشتری برای تسویه مبادلات تجاری در اختیار فعالان اقتصادی قرار بگیرد.

ا همتی در ادامه تأکید کرد:

«این مسیر را برای تسهیل تجارت خارجی و کاهش محدودیت‌های ناشی از تحریم ادامه خواهیم داد و تلاش می‌کنیم همکاری‌های بانکی با کشورهای اسلامی از سطح مذاکرات به سازوکارهای عملیاتی و قابل استفاده برای فعالان اقتصادی برسد.»

نکته مهم در این اظهارات، عبور از مرحله مذاکره و تأکید بر ایجاد ابزارهایی است که شرکت‌ها و تجار بتوانند در عمل از آنها استفاده کنند. تجربه سال‌های گذشته نشان داده است که صرف توافق سیاسی یا امضای تفاهم‌نامه بانکی، بدون ایجاد مسیر تسویه، بانک‌های عامل و سازوکارهای قابل استفاده برای بخش خصوصی، الزاماً به افزایش تجارت منجر نمی‌شود. اگر برنامه مطرح‌شده بتواند به شبکه‌ای از روابط بانکی مستقیم، استفاده گسترده‌تر از ارزهای محلی و مسیرهای پایدار تسویه تبدیل شود، فعالان اقتصادی گزینه‌های بیشتری برای انتقال پول و انجام تجارت خارجی خواهند داشت. در چنین شرایطی، اهمیت این طرح نه در تعداد توافق‌ها، بلکه در میزان استفاده واقعی بنگاه‌ها از این مسیرهای جدید سنجیده خواهد شد.

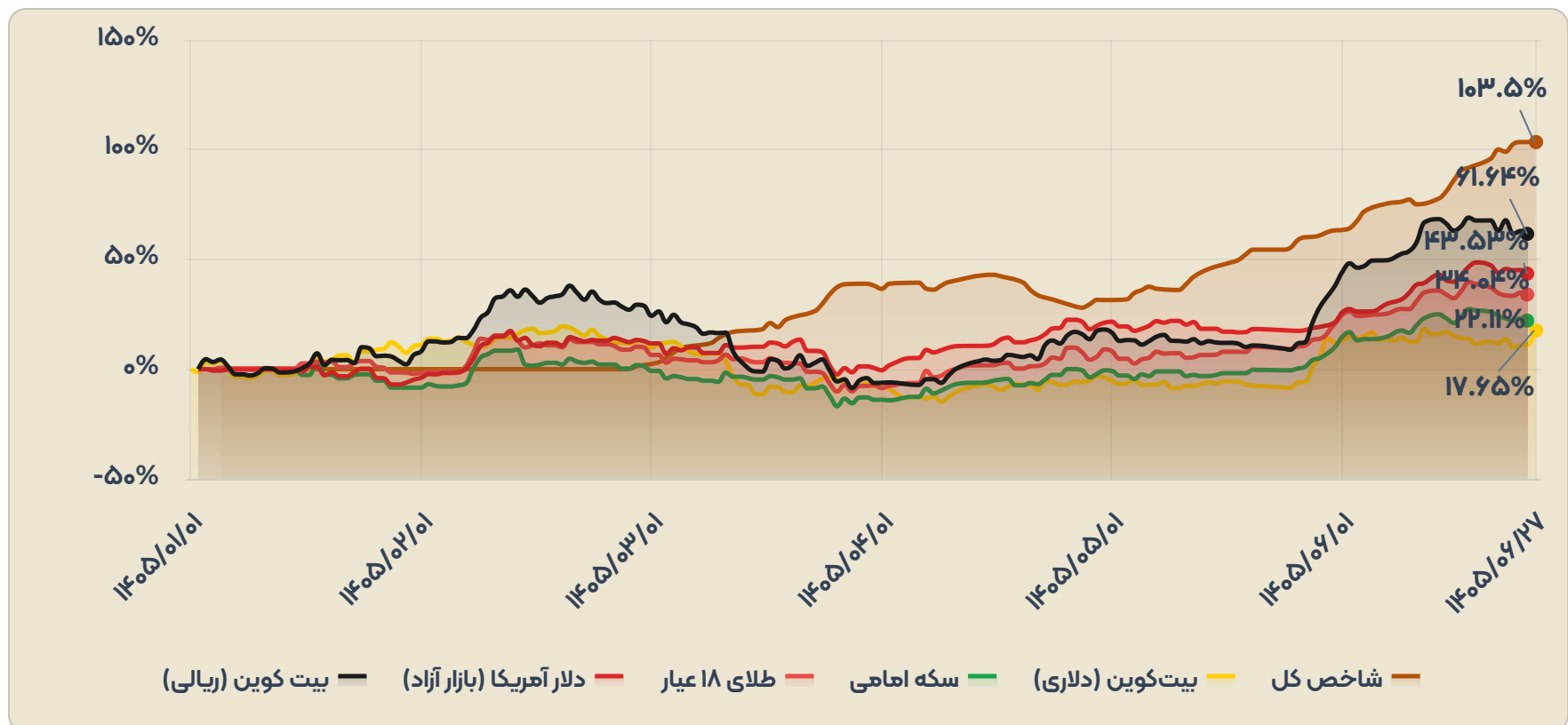
اثر احتمالی این مسیر

محور	اثر مورد انتظار
استفاده از ارزهای محلی	کاهش نیاز به ارز واسط
روابط بانکی مستقیم	افزایش مسیرهای انتقال و تسویه پول
فعال‌سازی ظرفیت بانک‌های منطقه	تسهیل تجارت با کشورهای همسایه و اسلامی
ایجاد سازوکار عملیاتی	تبدیل توافق‌های بانکی به ابزار قابل استفاده برای بنگاه‌ها

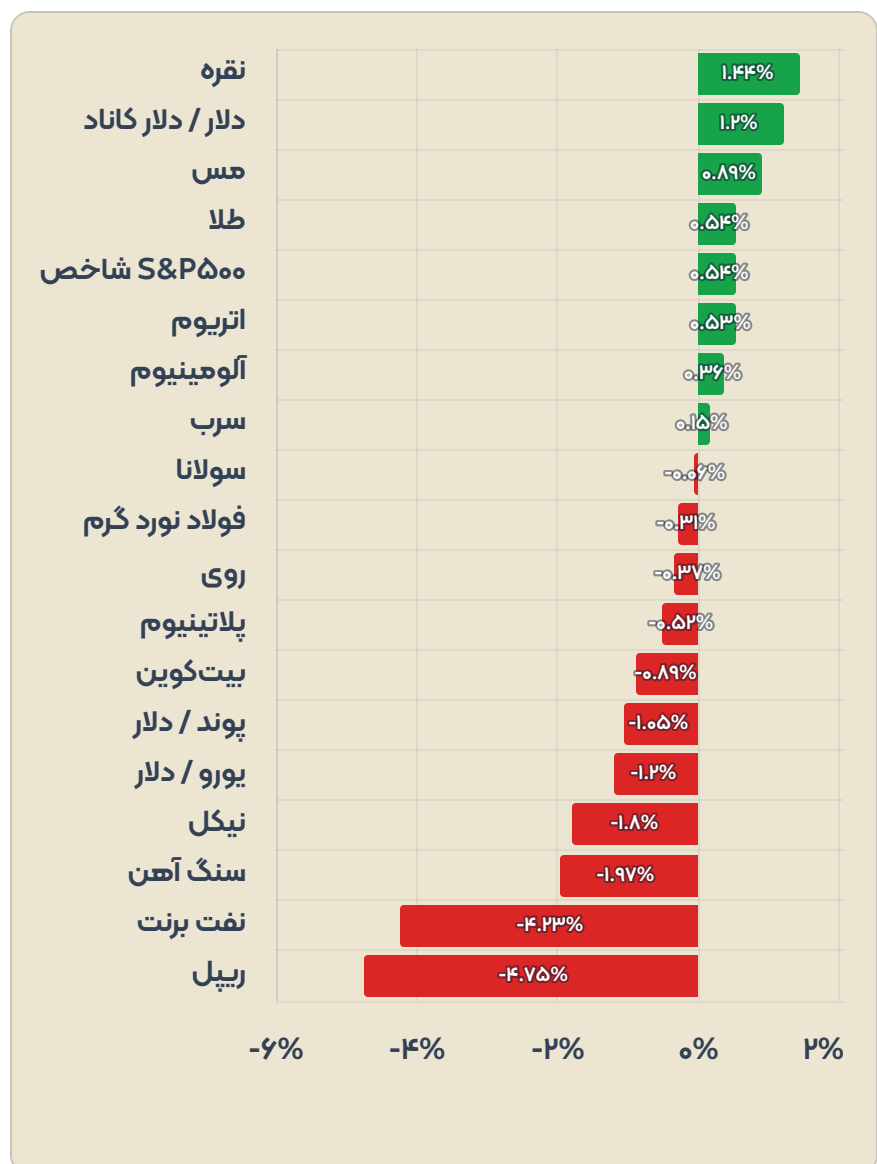
وضعیت بازارها در یک نگاه

دلار قیمت ۲,۲۷۹,۰۰۰ هفته -۳/۴۲% ماه +۲۱/۸۷% سال +۱۲۹/۶۶% از فروردین +۴۳/۰۸%	یورو قیمت ۲,۶۲۲,۹۰۰ هفته -۴/۵۴% ماه +۲۱/۲۳% سال +۱۲۲/۸۸% از فروردین +۴۵/۳۶%	یوان چین قیمت ۳۴۲,۴۰۰ هفته -۳/۶۳% ماه +۲۳/۰۳% سال +۱۴۵/۱۰% از فروردین +۵۰/۳۱%	درهم امارات قیمت ۶۲۳,۵۵۰ هفته -۳/۵۵% ماه +۲۲/۴۱% سال +۱۲۹/۸۸% از فروردین +۴۵/۶۵%
طلاي ۱۸ عيار قیمت ۲۳۳,۶۳۰,۰۰۰ هفته -۳/۳۸% ماه +۲۱/۰۳% سال +۱۶۴/۲۹% از فروردین +۳۲/۴۵%	اونس جهانی طلا قیمت ۴,۳۶۶.۸۶ \$ هفته +۰/۴۰% ماه -۳/۳۹% سال +۱۹/۸۳% از فروردین -۲/۷۷%	نقره ۹۹۹ قیمت ۵,۰۹۳,۳۰۰ هفته -۲/۳۷% ماه +۲۰/۸۷% سال +۲۲۶/۳۷% از فروردین +۱۰/۶۲%	سکه امامی قیمت ۲,۳۱۹,۸۵۰,... هفته -۳/۷۴% ماه +۲۰/۸۲% سال +۱۴۶/۷۸% از فروردین +۲۲/۱۲%
شاخص کل قیمت ۷,۵۵۷,۷۳۳ هفته +۶/۱۱% ماه +۲۶/۹۶% سال +۱۹۱/۴۵% از فروردین +۱۰۳/۵۰%	شاخص کل (هم وزن) قیمت ۲,۰۱۶,۱۸۱ هفته +۳/۸۰% ماه +۲۰/۴۶% سال +۱۵۴/۹۹% از فروردین +۱۱۱/۶۳%	شاخص فرابورس قیمت ۵۸,۱۹۴ هفته +۵/۳۹% ماه +۲۲/۰۳% سال +۱۴۲/۴۲% از فروردین +۱۰۴/۹۶%	شاخص ۳۰ شرکت بزرگ قیمت ۵۴۹,۱۳۴ هفته +۶/۶۷% ماه +۳۱/۲۱% سال +۲۳۷/۷۰% از فروردین +۱۰۸/۴۲%
بیت‌کوین قیمت ۷۸,۲۰۵.۴۴ \$ هفته +۰/۹۸% ماه +۲۰/۱۱% سال -۳۳/۴۲% از فروردین +۱۳/۸۲%	اتریوم قیمت ۲,۴۴۰.۶۲ \$ هفته -۱/۱۹% ماه +۲۸/۵۷% سال -۴۵/۸۲% از فروردین +۱۷/۵۲%	ریپل قیمت ۱.۳۰۱ \$ هفته -۵/۷۶% ماه +۳۰/۵۴% سال -۵۶/۹۰% از فروردین -۷/۵۱%	سولانا قیمت ۱۰۰.۰۸ \$ هفته -۱/۰۴% ماه +۳۱/۷۵% سال -۵۷/۵۰% از فروردین +۱۴/۴۲%
نفت برنت قیمت ۱۰۴.۷ \$ هفته +۰/۰۹% ماه +۱۴/۲۸% سال +۵۷/۰۲% از ژانویه +۷۲/۰۷%	نفت WTI قیمت ۱۰۳.۱۷ \$ هفته +۳/۱۱% ماه +۲۲/۲۵% سال +۶۵/۳۳% از ژانویه +۷۹/۶۷%	گاز اروپا قیمت ۷۸.۹۸۳۷ \$ هفته -۰/۶۷% ماه +۲۴/۶۲% سال +۱۴۴/۴۷% از ژانویه +۱۸۰/۴۷%	بنزین قیمت ۳.۴۷۶۶ \$ هفته +۵/۱۲% ماه +۶/۸۰% سال +۷۶/۶۵% از ژانویه +۱۰۳/۲۰%
سنگ آهن قیمت ۹۷.۴۲ \$ هفته -۱/۲۸% ماه +۲/۲۵% سال -۷/۴۳% از ژانویه -۹/۰۶%	مس قیمت ۶.۵۸۳ \$ هفته +۱/۷۵% ماه +۱/۴۷% سال +۴۳/۹۶% از ژانویه +۱۵/۸۶%	فولاد قیمت ۳,۰۹۲ \$ هفته +۰/۶۸% ماه +۲/۱۱% سال -۰/۵۵% از ژانویه -۰/۱۳%	آلومینیوم قیمت ۳,۲۸۴ \$ هفته +۰/۸۴% ماه +۱/۶۱% سال +۲۲/۸۷% از ژانویه +۹/۶۱%

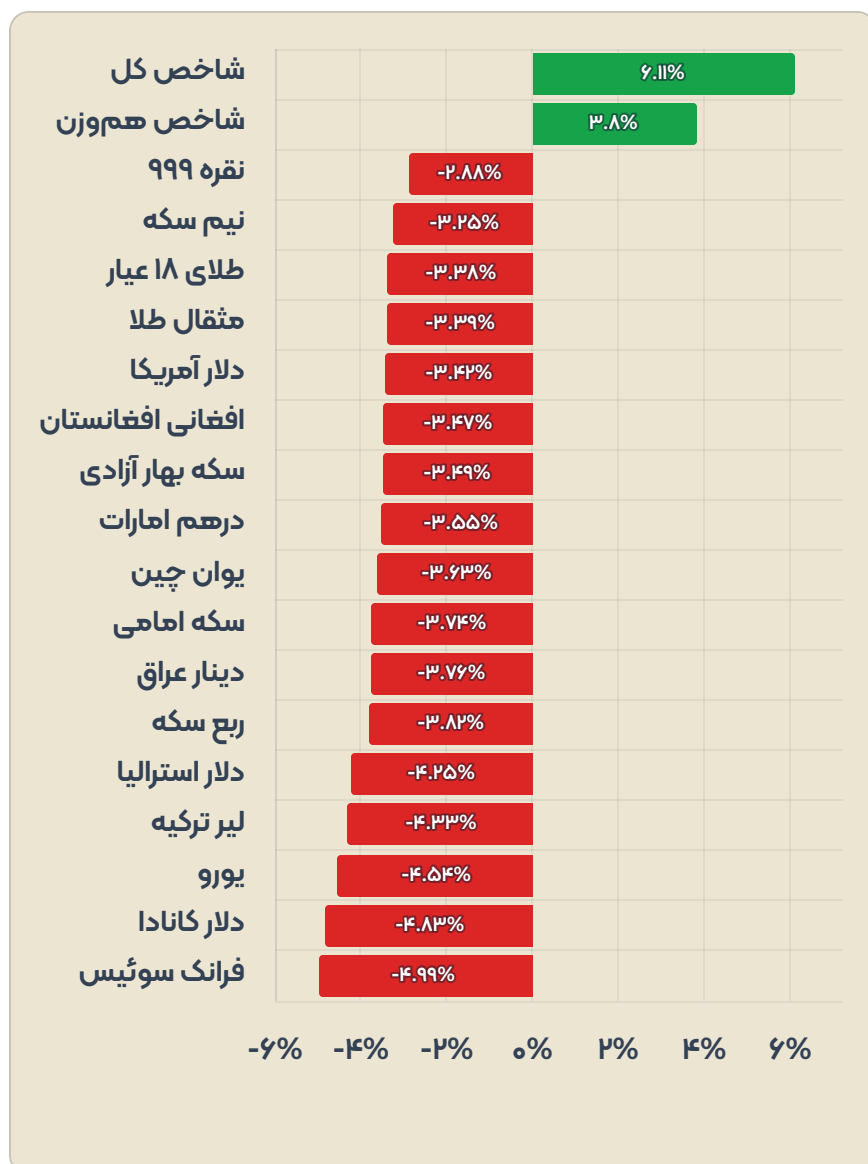
برندگان و بازندگان از نوروز تا امروز



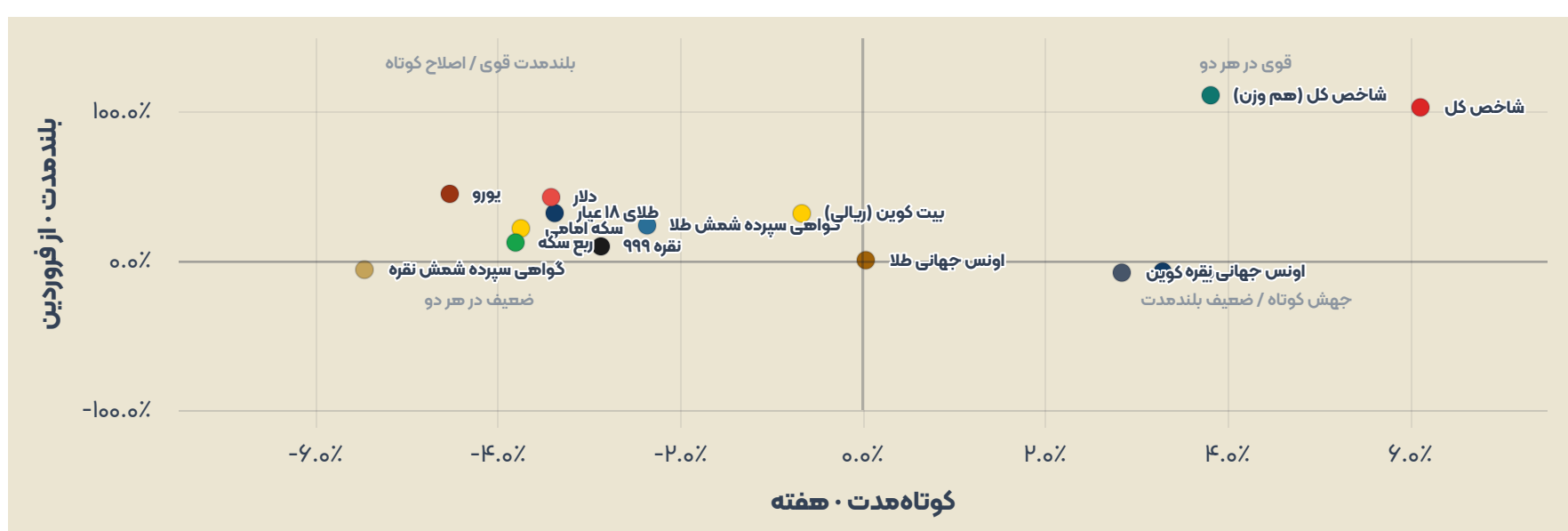
برنده‌ها و بازنده‌های بازار جهانی (هفته اخیر)



برنده‌ها و بازنده‌های بازار داخلی (هفته اخیر)



مونتوم بازار؛ کدام روندها هنوز قدرت دارند؟



شاخص کل

۸ هفته مثبت متوالی

از سال ۱۳۸۷، ۲۰ بار حداقل ۸ هفته مثبت متوالی دیده‌ایم.

از این ۲۰ بار، ۹ بار هفته بعد هم مثبت مانده (۴۵٪).

آخرین بازدهی هفتگی +۶/۱۱٪

دلار آمریکا

۳ ماه مثبت متوالی

از سال ۱۳۹۰، ۱۶ بار حداقل ۳ ماه مثبت متوالی دیده‌ایم.

از این ۱۶ بار، ۱۳ بار ماه بعد هم مثبت مانده (۸۱٪).

آخرین بازدهی ماهانه +۱۸/۲۷٪

سکه امامی

۳ ماه مثبت متوالی

از سال ۱۳۸۹، ۲۰ بار حداقل ۳ ماه مثبت متوالی دیده‌ایم.

از این ۲۰ بار، ۱۶ بار ماه بعد هم مثبت مانده (۸۰٪).

آخرین بازدهی ماهانه +۱۱/۰۰٪

مقایسه ریسک دارایی‌های مختلف

نهاد	۶۰ روزه			۲۰۰ روزه			کل تاریخچه		
	Semi Std	VaR (۹۵%)	ES (۹۵%)	Semi Std	VaR (۹۵%)	ES (۹۵%)	Semi Std	VaR (۹۵%)	ES (۹۵%)
شاخص کل	۰/۶۸٪	۱/۹۵٪	۲/۲۷٪	۰/۷۳٪	۲/۳۴٪	۲/۵۴٪	۰/۶۵٪	۱/۵۱٪	۲/۳۴٪
دلار آمریکا	۰/۷۷٪	۱/۸۷٪	۲/۵۱٪	۱/۳۳٪	۲/۷۵٪	۴/۷۵٪	۱/۳۴٪	۲/۳۷٪	۴/۷۹٪
سکه امامی	۰/۸۶٪	۲/۱۴٪	۲/۸۲٪	۱/۶۶٪	۳/۰۲٪	۵/۶۰٪	۱/۲۷٪	۲/۴۷٪	۴/۵۱٪
ربع سکه	۱/۴۲٪	۳/۴۹٪	۴/۶۶٪	۲/۳۳٪	۵/۰۰٪	۸/۴۱٪	۱/۴۳٪	۳/۰۷٪	۵/۱۱٪
طلای ۱۸ عیار	۰/۸۸٪	۱/۹۷٪	۲/۷۸٪	۱/۵۳٪	۲/۹۴٪	۴/۷۳٪	۱/۱۵٪	۲/۱۵٪	۴/۰۲٪
نقره ۹۹۹	۱/۲۴٪	۳/۰۹٪	۳/۶۸٪	۳/۳۷٪	۷/۵۱٪	۱۲/۴۸٪	۴/۴۶٪	۳/۹۰٪	۹/۹۸٪

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

**اعداد بزرگ‌تر نشان‌دهنده ریسک بیشتر هستند.

نسبت بازدهی به ریسک دارایی‌های مختلف

نهاد	۶۰ روزه			۲۰۰ روزه			کل تاریخچه		
	شارپ	سورتینو	کالمار	شارپ	سورتینو	کالمار	شارپ	سورتینو	کالمار
شاخص کل	+۵/۹۵	+۱۰/۷۰	+۴۰/۲۸	+۳/۶۱	+۵/۹۴	+۱۰/۶۷	+۰/۰۵	+۰/۰۸	+۱/۰۲
دلار آمریکا	+۲/۹۲	+۴/۸۹	+۳۸/۶۹	+۰/۳۱	+۰/۴۲	+۳/۳۵	-۰/۰۷	-۰/۱۱	+۰/۷۹
سکه امامی	+۳/۰۱	+۵/۳۳	+۴۸/۸۵	-۰/۳۶	-۰/۴۶	+۰/۹۷	+۰/۱۳	+۰/۲۰	+۱/۰۳
ربع سکه	+۱/۱۱	+۱/۶۸	+۱۵/۹۸	+۰/۸۱	+۱/۱۱	+۳/۴۶	+۰/۱۳	+۰/۲۰	+۱/۰۳
طلای ۱۸ عیار	+۳/۰۵	+۵/۶۹	+۳۶/۲۵	-۰/۲۹	-۰/۳۸	+۱/۲۰	+۰/۰۹	+۰/۱۳	+۱/۰۴
نقره ۹۹۹	+۳/۲۹	+۵/۴۴	+۳۷/۶۷	+۰/۹۲	+۱/۴۱	+۲/۴۱	+۰/۶۱	+۱۱/۹۶	+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

نهاد	شاخص کل	دلار آمریکا (بازار آزاد)	سکه امامی	ربع سکه	طلای ۱۸ عیار	نقره ۹۹۹
شاخص کل	۱/۰۰	-۰/۲۵	-۰/۲۴	-۰/۲۹	-۰/۲۳	-۰/۰۷
دلار آمریکا (بازار آزاد)	-۰/۲۵	۱/۰۰	۰/۷۵	۰/۶۷	۰/۷۲	۰/۲۷
سکه امامی	-۰/۲۴	۰/۷۵	۱/۰۰	۰/۸۷	۰/۹۲	۰/۵۶
ربع سکه	-۰/۲۹	۰/۶۷	۰/۸۷	۱/۰۰	۰/۸۲	۰/۵۳
طلای ۱۸ عیار	-۰/۲۳	۰/۷۲	۰/۹۲	۰/۸۲	۱/۰۰	۰/۵۲
نقره ۹۹۹	-۰/۰۷	۰/۲۷	۰/۵۶	۰/۵۳	۰/۵۲	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

محرك‌های هفته گذشته؛ کدام خبرها هنوز قیمت‌سازند؟

اهمیت	خبر	اثر احتمالی
حیاتی	جهان	افزایش هزینه تأمین مالی، تقویت دلار و افزایش فشار بر بازارهای سهام و طلا
افزایش نرخ بهره فدرال رزرو آمریکا به ۴ درصد		
بالا	جهان	افزایش هزینه تأمین مالی جهانی و احتمال تغییر جریان سرمایه از بازارهای پرریسک
افزایش نرخ بهره بانک مرکزی ژاپن به ۱.۲۵ درصد		
بالا	ایران	کاهش شدید درآمدهای ارزی ایران و افزایش فشار بر بازار ارز
سقوط صادرات نفت ایران به کمترین سطح در سال‌های اخیر		
بالا	جهان	افزایش هزینه انرژی، تشدید فشار تورمی و افزایش ریسک رکود تورمی در اقتصادهای بزرگ
ادامه اختلال در عرضه نفت خاورمیانه و ماندن نفت بالای ۱۰۰ دلار		
حیاتی	ایران	افزایش انتظارات تورمی، رشد هزینه واردات و افزایش فشار بر قیمت کالاها و دارایی‌ها
افزایش نرخ دلار در بازار آزاد و عبور از محدوده ۲۲۰ هزار تومان		
متوسط	ایران	افزایش ورود نقدینگی به بازار سهام و تقویت معاملات بورس در شرایط رشد قیمت دارایی‌ها
رشد شاخص کل بورس		
بالا	جهان	تهدید بخشی از مسیر جایگزین صادرات نفت در شرایط اختلال تنگه هرمز و افزایش ریسک عرضه جهانی نفت
حمله به خط لوله شرق به غرب عربستان و توقف موقت آن		
بالا	جهان	افزایش ریسک حمل‌ونقل دریایی، بیمه کشتی‌ها و قیمت انرژی در بازار جهانی
افزایش فشار ایران بر تنگه هرمز و تهدید کشورهای عبوری		
پایین	ایران	افزایش حجم معاملات کالا و اهمیت بیشتر بازارهای کالایی در کشف قیمت و تأمین مالی تولید
عبور ارزش معاملات بورس کالا از ۱۲۵ هزار میلیارد تومان		
متوسط	جهان	افزایش هزینه استقراض در اقتصاد آمریکا و فشار بر ارزش‌گذاری سهام و سایر دارایی‌های ریسکی
افزایش بازده اوراق ه‌اساله آمریکا به بالای ۵ درصد		
متوسط	جهان	تلاش اعضا برای گسترش همکاری‌های مالی و تجاری خارج از نظام دلاری و افزایش اهمیت بریکس در تجارت جهانی
آغاز اجلاس بریکس در هند در شرایط افزایش تنش‌های تجاری و انرژی		
متوسط	ایران	گسترش ابزارهای مالی مبتنی بر طلا و ایجاد امکان سرمایه‌گذاری و پوشش ریسک در برابر نوسانات قیمت طلا و ارز
آغاز معاملات اوراق سلف موازی استاندارد سکه در بورس کالا		
پایین	جهان	فشار بیشتری بر منابع مالی دولت روسیه ناشی از رشد هزینه‌های نظامی و کسری بودجه
افزایش فشار اقتصادی بر روسیه در آستانه انتخابات پارلمانی		
متوسط	ایران	تلاش برای کاهش مصرف غیرمجاز برق و کنترل فشار بر شبکه برق
تشدید برخورد با استخراج غیرمجاز رهمزارز		
متوسط	ایران	افزایش هزینه تأمین ارز رسمی و احتمال انتقال بخشی از فشار ارزی به قیمت تمام‌شده کالاها و تولید
افزایش نرخ حواله دلار مرکز مبادله تا محدوده ۱۴۵ هزار تومان		
بالا	جهان	افزایش شکاف میان قدرت‌های بزرگ درباره پرونده ایران و تضعیف نظارت بین‌المللی بر اجرای تحریم‌ها
وتوی روسیه و چین علیه تعدید سازوکار نظارت بر تحریم‌های هسته‌ای ایران		
بالا	جهان	افزایش هماهنگی نظامی منطقه و تغییر آرایش امنیتی خاورمیانه
نشست محرمانه رئیس ستاد ارتش رژیم صهیونیستی با فرماندهان ارتش‌های عربستان، امارات، بحرین، کویت، قطر، اردن و مصر		
متوسط	ایران	افزایش حمایت معیشتی خانوارهای آسیب‌پذیر و جبران بخشی از اثر افزایش قیمت کالاهای اساسی
برنامه دولت برای افزایش رقم کالابرگ از نیمه مهرماه		
بالا	جهان	افزایش ریسک تجارت دریایی، هزینه حمل‌ونقل و بیمه و فشار صعودی بر قیمت انرژی
تشدید درگیری‌ها در یمن و اختلال شدید در تردد کشتی‌ها در باب‌العندب با پیشروی نیروهای حوثی		
متوسط	جهان	تداوم نگرانی درباره هزینه زندگی، بودجه و امنیت انرژی
افزایش فشارهای سیاسی و اقتصادی بر دولت آلمان		

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

هفته‌ای که گذشت

۱۴۰۵/۰۶/۲۷ — ۱۴۰۵/۰۶/۲۱

تقویم اقتصادی

چهارشنبه ۲۵ شهریور			
شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI)	تورم	UK GBP · بریتانیا	۰۹:۳۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
۲٫۹٪	۳٫۱٪	۳٫۱٪	
فروش خرده‌فروشی	فعالیت اقتصادی	USA USD · ایالات متحده	۱۶:۰۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
-۰٫۵٪	۰٫۸٪	۱٫۲٪	
فروش خرده‌فروشی هسته	فعالیت اقتصادی	USA USD · ایالات متحده	۱۶:۰۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
-۰٫۲٪	۰٫۶٪	۱٫۴٪	
ذخایر نفت خام	تراز	USA USD · ایالات متحده	۱۸:۰۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
-۰٫۳۹۱ M	-۱٫۶ M	-۰٫۶۴ M	
تصمیم نرخ بهره فدرال رزرو	بانک مرکزی	USA USD · ایالات متحده	۲۱:۳۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
۳٫۷۵٪	۴٪	۴٪	
پنجشنبه ۲۶ شهریور			
شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI)	تورم	Europe EUR · منطقه یورو	۱۲:۳۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
۲٫۹٪	۳٫۳٪	۳٫۲٪	
تصمیم نرخ بهره بانک مرکزی انگلیس	بانک مرکزی	UK GBP · بریتانیا	۱۴:۳۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
۳٫۷۵٪	۳٫۷۵٪	۳٫۷۵٪	
درخواست‌های اولیه بیهه بیکاری	اشتغال	USA USD · ایالات متحده	۱۶:۰۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
۲۰۶ K	۲۰۷ K	۱۹۶ K	
شاخص تولیدی فدرال رزرو فیلادلفیا	فعالیت اقتصادی	USA USD · ایالات متحده	۱۶:۰۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
۴۷٫۴	۳۱٫۳	۳۷٫۸	
جمعه ۲۷ شهریور			
تصمیم نرخ بهره بانک مرکزی ژاپن	بانک مرکزی	Japan JPY · ژاپن	۰۶:۳۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
۱٪	۱٫۲۵٪	۱٫۲۵٪	

هفته‌ای که پیش‌روست

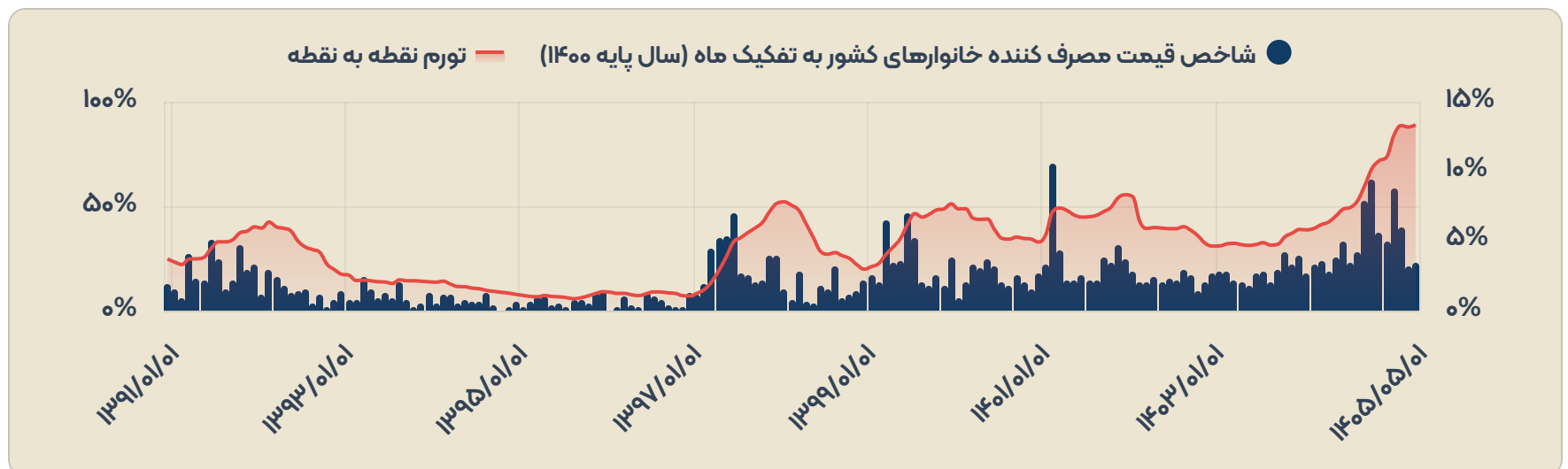
۱۴۰۵/۰۷/۰۳ — ۱۴۰۵/۰۶/۲۸

تقویم اقتصادی

چهارشنبه ۱ مهر			
شاخص PMI خدمات S&P Global	فعالیت اقتصادی	USA USD · ایالات متحده	۱۷:۱۵
قبلی	پیش‌بینی	واقعی*	
۵۶٫۵	—	—	
شاخص PMI تولیدی S&P Global	فعالیت اقتصادی	USA USD · ایالات متحده	۱۷:۱۵
قبلی	پیش‌بینی	واقعی*	
۵۳٫۹	—	—	
ذخایر نفت خام	تراز	USA USD · ایالات متحده	۱۸:۰۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
-۰٫۶۴ M	—	—	
پنجشنبه ۲ مهر			
تصمیم نرخ بهره بانک مرکزی سوئیس	بانک مرکزی	Switzerland CHF · سوئیس	۱۱:۰۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
۰٪	—	—	
درخواست‌های اولیه بیهه بیکاری	اشتغال	USA USD · ایالات متحده	۱۶:۰۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
۱۹۶ K	—	—	
فروش خانه‌های نوساز	فعالیت اقتصادی	USA USD · ایالات متحده	۱۷:۳۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
۶۰۷ K	—	—	
جمعه ۳ مهر			
سفارشات کالاهای بادوام	فعالیت اقتصادی	USA USD · ایالات متحده	۱۶:۰۰
قبلی	پیش‌بینی	واقعی	
۱٫۱٪	—	—	

اقتصاد ایران به روایت اعداد

تورم ماهانه و نقطه به نقطه مصرف کننده



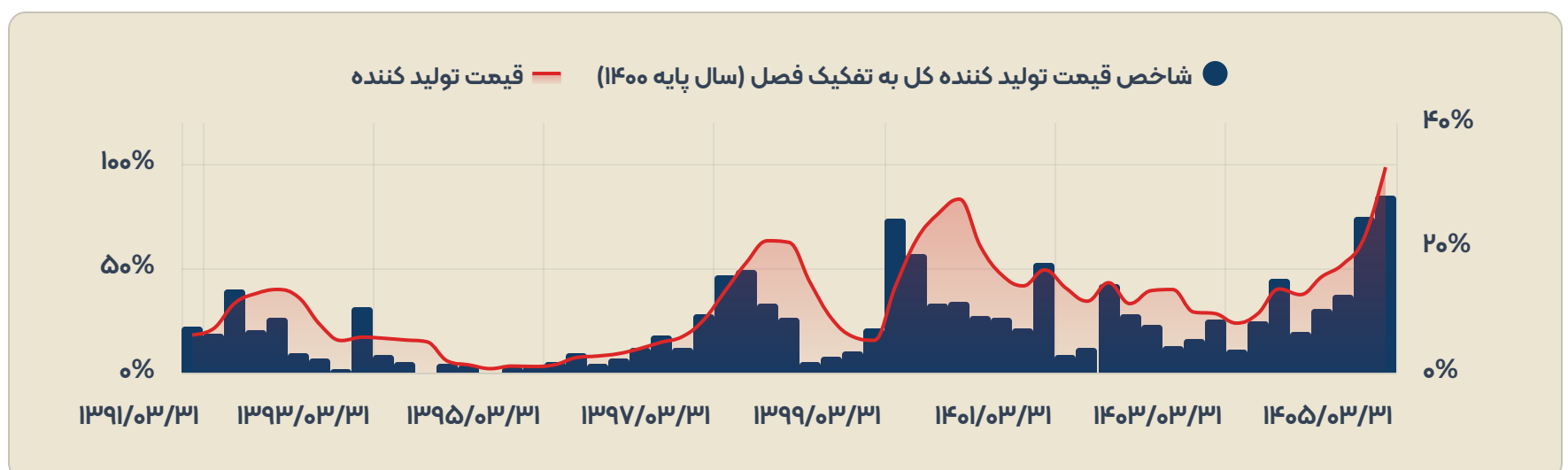
تورم مصرف کننده به تفکیک بخش ها؛ مرداد ۱۴۰۵

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٪

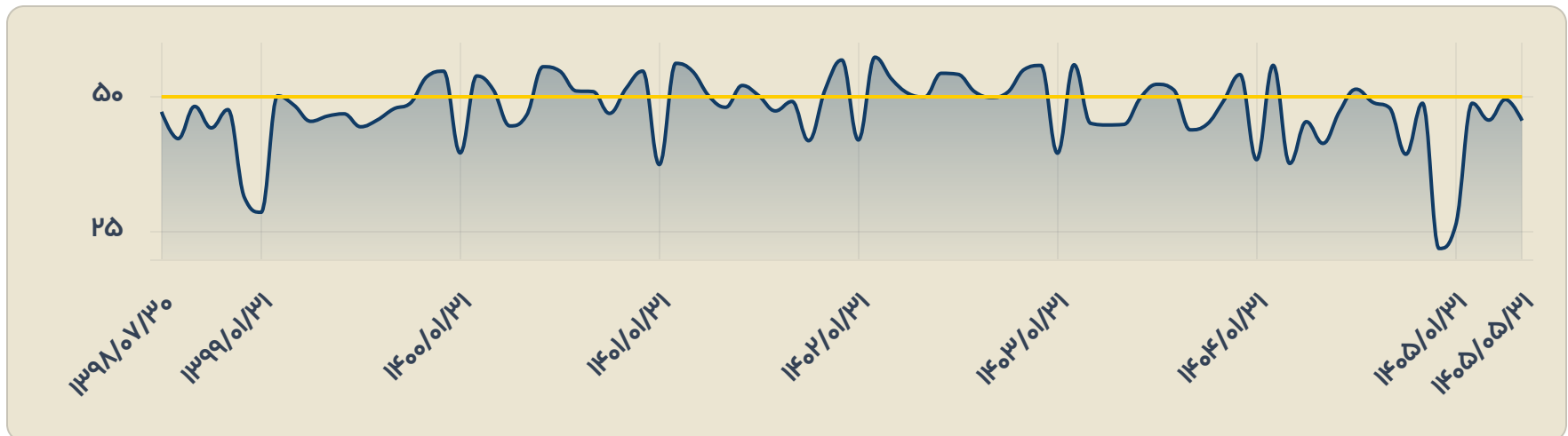
تورم تولید کننده به تفکیک بخش ها؛ بهار ۱۴۰۵

بخش	مقدار	رشد سالانه	رشد فصلی	رشد ۵ ساله
کشاورزی	۸۵۵/۴	+۱۴۴/۳۱٪	+۱۶/۹۷٪	+۸۵۹/۶۴٪
معادن	۴۷۷/۵	+۷۷/۴۳٪	+۱۸/۱۶٪	+۴۳۳/۸۷٪
صنعت	۶۰۵/۳	+۱۰۹/۰۴٪	+۳۶/۱۸٪	+۵۹۶/۰۴٪
برق	۶۱۹/۳	+۸۴/۹۳٪	+۶۵/۶۸٪	+۵۳۵/۱۳٪
خدمات	۵۴۳/۵	+۵۷/۷۳٪	+۱۶/۸۸٪	+۵۰۵/۹۸٪

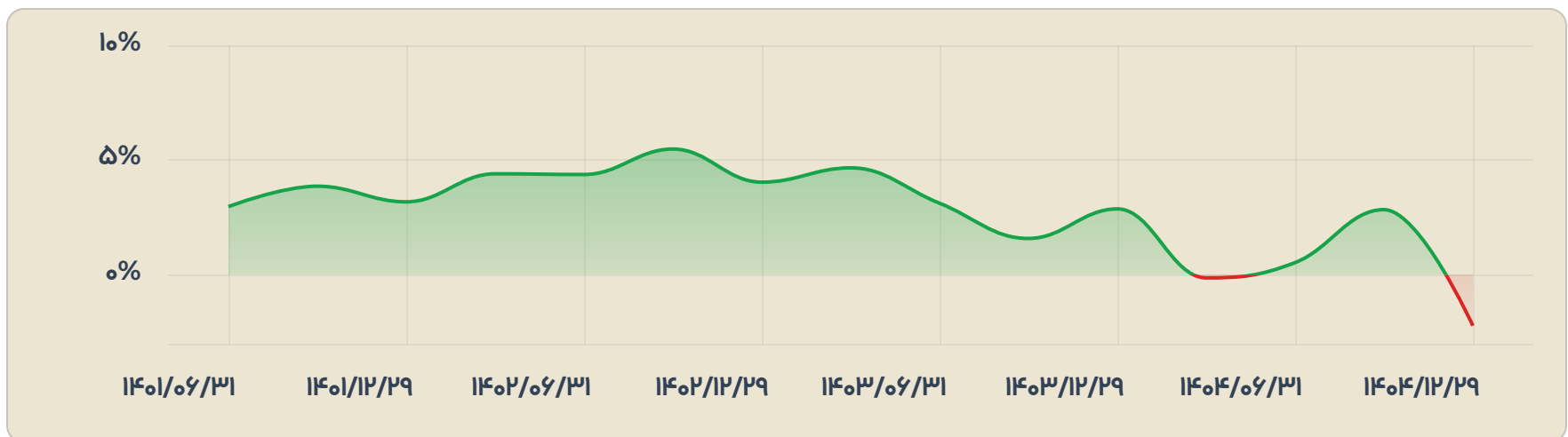
تورم ماهانه و نقطه به نقطه تولید کننده



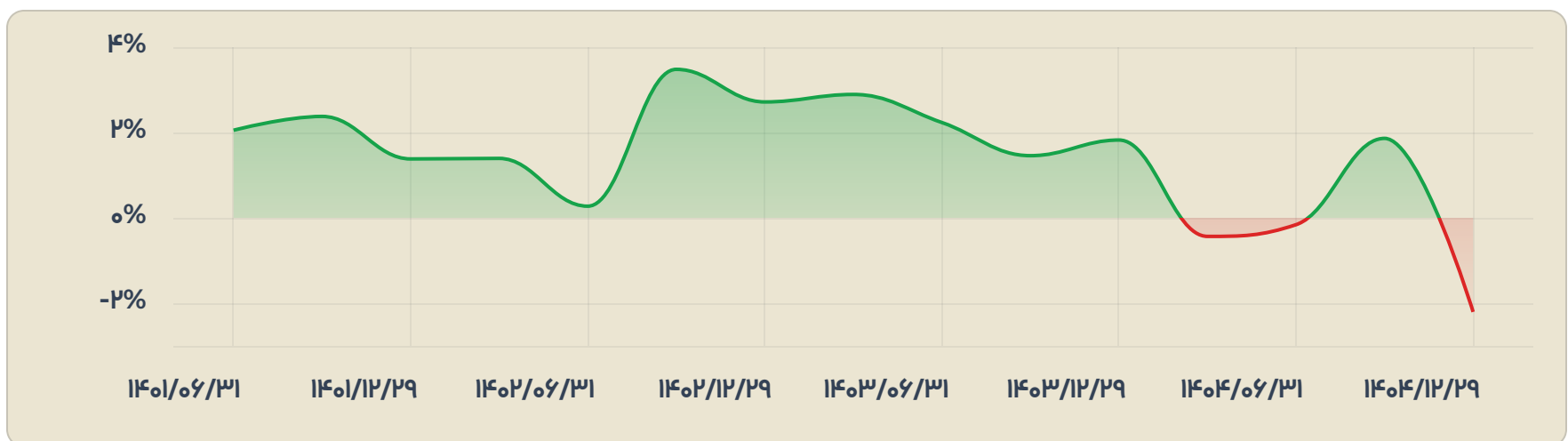
شاخص مدیران خرید کل اقتصاد



رشد اقتصادی (نسبت به فصل مشابه سال گذشته)



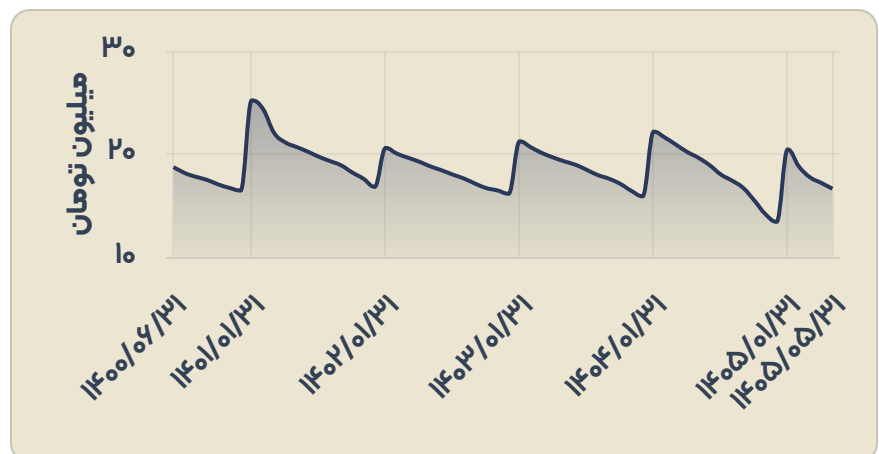
رشد اقتصادی بدون نفت (نسبت به فصل مشابه سال گذشته)



مبلغ تراکنش‌های شاپرک تعدیل شده با CPI



حداقل دستمزد تعدیل شده با CPI



میانگین نرخ بهره بدون ریسک



مدیران سرمایه‌گذاری آینده را چگونه می‌بینند؟



در فضایی که متغیرهای اقتصادی و سیاسی با سرعت بالایی تغییر می‌کنند، تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری بیش از هر زمان دیگری به ترکیبی از ارزیابی ریسک، سنجش ارزندگی و انتخاب میان بازارهای مختلف وابسته شده است. به همین دلیل «دورنما» در این شماره سراغ جمعی از مدیران سرمایه‌گذاری، مدیران سبد و فعالان حرفه‌ای بازار سرمایه رفته تا تصویر آنها از ماه‌های پیش‌رو را بررسی کند.



هدف این نظرسنجی، رسیدن به یک پیش‌بینی قطعی از آینده نیست؛ بلکه می‌خواهیم بدانیم افرادی که به‌صورت حرفه‌ای با سرمایه و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سروکار دارند، در شرایط فعلی چه متغیرهایی را مهم‌تر می‌بینند و در مواجهه با عدم قطعیت‌های موجود چگونه تصمیم می‌گیرند.



برای این منظور، چند پرسش مشخص مطرح شد؛ از ارزندگی فعلی بورس تهران و مهم‌ترین ریسک بازار گرفته تا سناریوهای محتمل سیاسی و در نهایت ترکیب پیشنهادی یک پرتفوی شش‌ماهه. کنار هم قرار دادن این پاسخ‌ها می‌تواند تصویری از ذهنیت فعلی مدیران بازار ارائه دهد؛ تصویری که در ادامه هر بخش از آن را جداگانه بررسی خواهیم کرد.

اجماع بر تداوم وضع موجود



نتایج این بخش از نظرسنجی نشان می‌دهد که **اکثریت مدیران سرمایه‌گذاری فعلاً انتظار یک تغییر بزرگ و سریع در فضای سیاسی را ندارند.** ۵۵ درصد پاسخ‌دهندگان سناریوی سه ماه آینده را «ادامه وضعیت فعلی و فرسایشی شدن شرایط» دانسته‌اند؛ در مقابل، تنها ۹ درصد برای یک توافق محدود و موقت شانس بیشتری قائل شده‌اند و هیچ‌یک از پاسخ‌دهندگان، «توافق و کاهش جدی تنش‌ها» را سناریوی اصلی خود انتخاب نکرده‌اند.

محتمل‌ترین سناریوی سه ماه آینده از نگاه پاسخ‌دهندگان

ادامه وضعیت فعلی
و فرسایشی شدن شرایط



۵۵%

توافق محدود و موقت



۹%

توافق و کاهش جدی تنش‌ها



۰%



این تصویر از یک جهت برای رفتار سرمایه‌گذاری مهم است. وقتی مدیران نه روی توافق سریع حساب باز می‌کنند و نه یک سناریوی قطعی و بزرگ را مبنای تصمیم خود قرار می‌دهند، طبیعی است که **مدیریت پرتفوی بیشتر حالت تاکتیکی و کوتاه‌مدت پیدا کند؛** یعنی به جای ساختن سبد بر پایه یک سناریوی سیاسی مشخص، وزن دارایی‌ها با تغییر اخبار، نرخ ارز و سطح ریسک مرتب بازتنظیم شود.



به بیان دیگر، برداشت غالب در میان پاسخ‌دهندگان این نیست که طی ماه‌های آینده تکلیف فضای سیاسی به طور کامل روشن خواهد شد. **سناریوی پایه آنها فعلاً «ادامه همین شرایط» است؛** وضعیتی که می‌تواند مدیران سرمایه‌گذاری را وادار کند بیش از گذشته آماده تغییر سریع موقعیت‌های خود باشند.



نرخ ارز



اخبار



سطح ریسک



بورس هنوز گران نیست

پیش از بازگشایی و شروع موج اخیر بورس، عواملی مانند **تورم، رشد نرخ ارز و افزایش نرخ‌های فروش شرکت‌ها** باعث شده بود بسیاری از کارشناسان، قیمت سهام را پایین‌تر از ارزش واقعی آن ارزیابی کنند. اما پس از رشد اخیر بازار و در شرایطی که ریسک‌های سیاسی همچنان پابرجاست، این نگاه تا حدی تغییر کرده است.

نتایج نظرسنجی نیز همین تغییر را نشان می‌دهد. **۴۲ درصد مدیران سرمایه‌گذاری معتقدند بورس در محدوده ارزش منصفانه معامله می‌شود.** در عین حال، **۳۳ درصد** بازار را ارزنده و **۱۷ درصد** بسیار ارزنده می‌دانند. تنها **۸ درصد** معتقدند بازار گران شده هیچ‌یک از پاسخ‌دهندگان گزینه «بسیار گران» را انتخاب نکرده‌اند.

در واقع؛ به نظر می‌رسد **بخشی از آن ارزندگی عمیقی که پیش از رشد اخیر در بازار وجود داشت، با افزایش قیمت سهام از بین رفته است.** با این حال، نتایج نظرسنجی نشان می‌دهد مدیران سرمایه‌گذاری هنوز بورس را در مجموع گران ارزیابی نمی‌کنند؛ بلکه نگاه غالب این است که قیمت‌ها اکنون به محدوده ارزش منصفانه نزدیک‌تر شده‌اند.



سناریوی محتمل سه ماه آینده ایران

سناریو	سهم
توافق و کاهش جدی تنش‌ها	۰٪
توافق محدود و موقت	۹٪
ادامه وضعیت فعلی و فرسایشی شدن شرایط	۵۵٪
تشدید تنش و فشار بدون گسترش جنگ	۱۸٪
شکست دیپلماسی و گسترش درگیری نظامی	۱۸٪

ارزیابی مدیران از ارزندگی بورس تهران

ارزیابی	سهم
بسیار ارزنده	۱۷٪
ارزنده	۳۳٪
در محدوده ارزش منصفانه	۴۲٪
گران	۸٪
بسیار گران	۰٪

مهم‌ترین ریسک بازار سرمایه در ماه‌های آینده

ریسک	سهم
بالا رفتن نرخ بهره	۸٪
ریسک‌های سیاسی	۷۵٪
قیمت‌گذاری دستوری و سیاست‌گذاری دولت	۱۷٪
افت قیمت‌های جهانی	۰٪
ضعف نقدینگی و جریان پول	۰٪

سیاست همچنان ریسک اول بازار

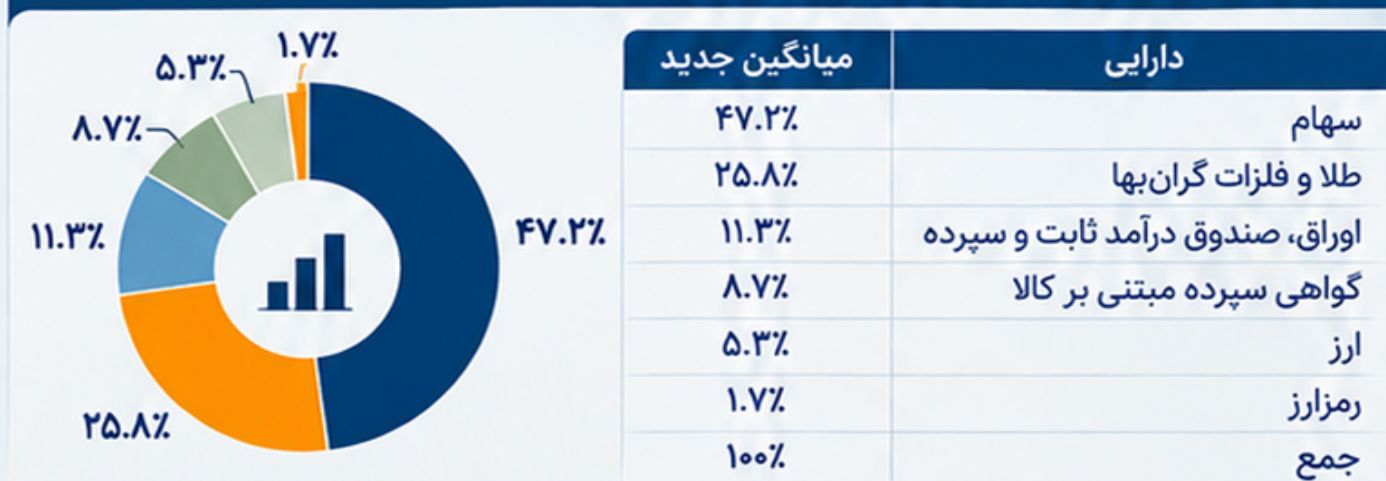
با وجود آنکه نرخ بهره، قیمت‌گذاری دستوری و سیاست‌های اقتصادی همواره جزو نگرانی‌های فعالان بازار بوده‌اند، نتایج نظرسنجی نشان می‌دهد ریسک سیاسی با فاصله در صدر نگرانی مدیران سرمایه‌گذاری قرار دارد. ۷۵ درصد پاسخ‌دهندگان، تحولات سیاسی را مهم‌ترین ریسک ماه‌های پیش‌رو دانسته‌اند؛ موضوعی که نشان می‌دهد بخش قابل‌توجهی از تصمیم‌های سرمایه‌گذاری همچنان تحت‌تأثیر نااطمینانی سیاسی گرفته می‌شود و تا زمانی که این ریسک کاهش پیدا نکند، می‌تواند بر ارزش‌گذاری سهام و رفتار سرمایه‌گذاران سایه بیندازد.

مهم‌ترین ریسک بازار سرمایه در ماه‌های آینده

ریسک	سهام
بالا رفتن نرخ بهره	۸٪
ریسک‌های سیاسی	۷۵٪
قیمت‌گذاری دستوری و سیاست‌گذاری دولت	۱۷٪
افت قیمت‌های جهانی	۰٪
ضعف نقدینگی و جریان پول	۰٪



سبد شش‌ماهه مدیران؛ توازن میان بازده و پوشش ریسک



میانگین پاسخ‌های مدیران سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد سهام با سهم ۴۷.۲ درصدی همچنان وزن اصلی پرتفوی پیشنهادی را در اختیار دارد؛ اما ترکیب باقی سبد نشان می‌دهد این خوش‌بینی بدون ملاحظه ریسک نیست. طلا و فلزات گران‌بها با وزن ۲۵.۸ درصدی دومین جزء بزرگ سبد هستند و در کنار ۸.۷ درصد ابرارهای مبتنی بر کالا، بیش از یک‌سوم پرتفوی به دارایی‌هایی اختصاص یافته که می‌توانند در برابر تورم، نوسان ارز و افزایش نااطمینانی نقش پوشش‌دهنده داشته باشند.

از سوی دیگر، سهم ۱۱.۳ درصدی درآمد ثابت نشان می‌دهد مدیران بخشی از منابع را نیز برای حفظ نقدشوندگی و کاهش نوسان کنار گذاشته‌اند؛ در حالی که وزن ارز با ۵.۳ درصد و رمزارز با تنها ۱.۷ درصد بسیار محدود باقی مانده است. حاصل این ترکیب، سببی است که همچنان بازده را از بازار سهام جست‌وجو می‌کند، اما برای سناریوهای نامطلوب نیز پوشش قابل‌توجهی در طلا و دارایی‌های کالایی نگه می‌دارد.

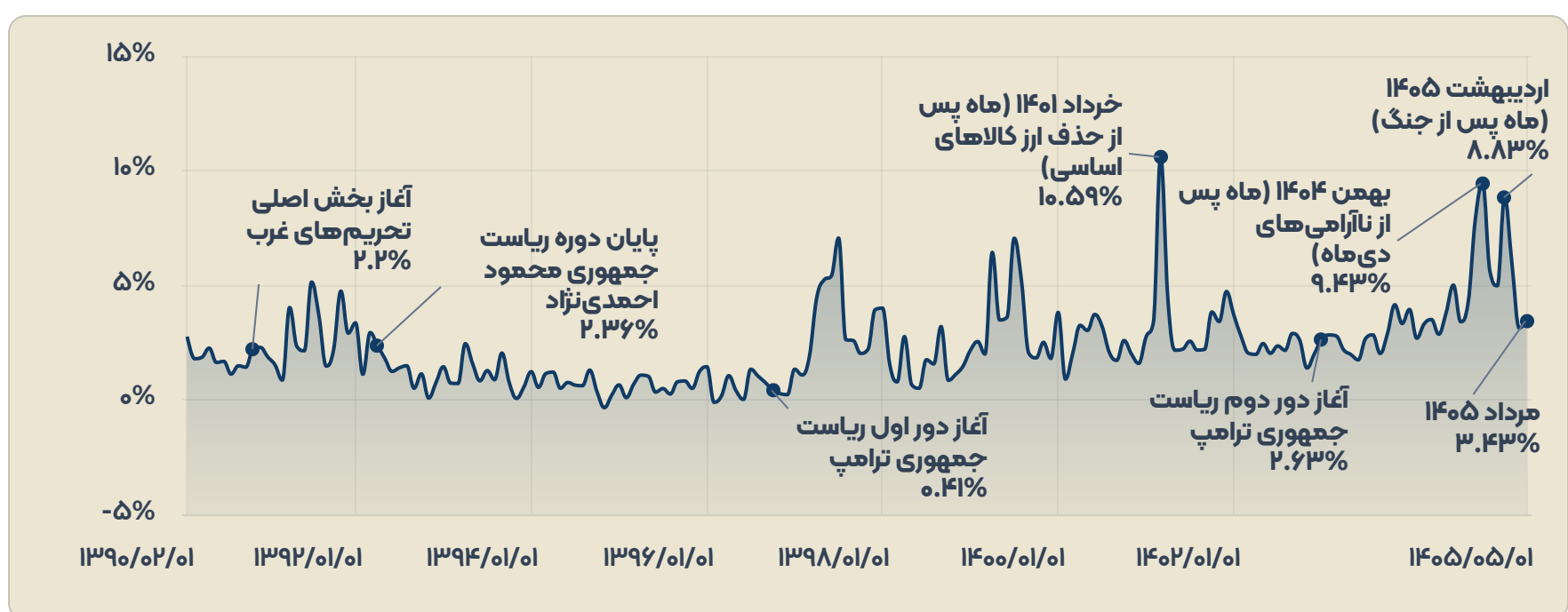
اسامی مدیران دارایی و مدیران سرمایه‌گذاری

۱. آراد پورکار	۶. پدرام سمیعی تبریزی	۱۱. مجتبی حسن‌پور	۱۶. میثم هاشم‌خانی
۲. امیر وفایی	۷. پویان مظفری	۱۲. محمد ناطقی	۱۷. هلن عصمت‌پناه
۳. امین رنجبر	۸. روزبه درخشان	۱۳. محمدرضا امامی	۱۸. یاسر فلاح
۴. بهمن فلاح	۹. علی خوش‌طینت	۱۴. مهدی علمی	۱۹. مهدی دلبری
۵. بهناز اکبرپور	۱۰. فرهنگ حسینی	۱۵. مهدی قلی‌پور	

تورم؛ کاهش پایدار یا آرامش موقت؟

با نزدیک شدن به نیمه سال، نرخ تورم وضعیت بهتری نسبت به فصل بهار پیدا کرده و از شتاب افزایش قیمت‌ها اندکی کاسته شده است. تورم ماهانه در مردادماه به ۳.۴ درصد رسیده و تورم نقطه به نقطه در محدوده ۸۸ تا ۸۹ درصد تثبیت شده است؛ این در حالی است که از آبان ۱۴۰۴ تا خرداد سال جاری، روند صعودی شتابانی را از ۴۹.۴ درصد به ۸۸.۵ درصد تجربه کرده بود.

تورم ماهانه مصرف کننده



شوک ارزی چگونه به قیمت‌ها رسید؟

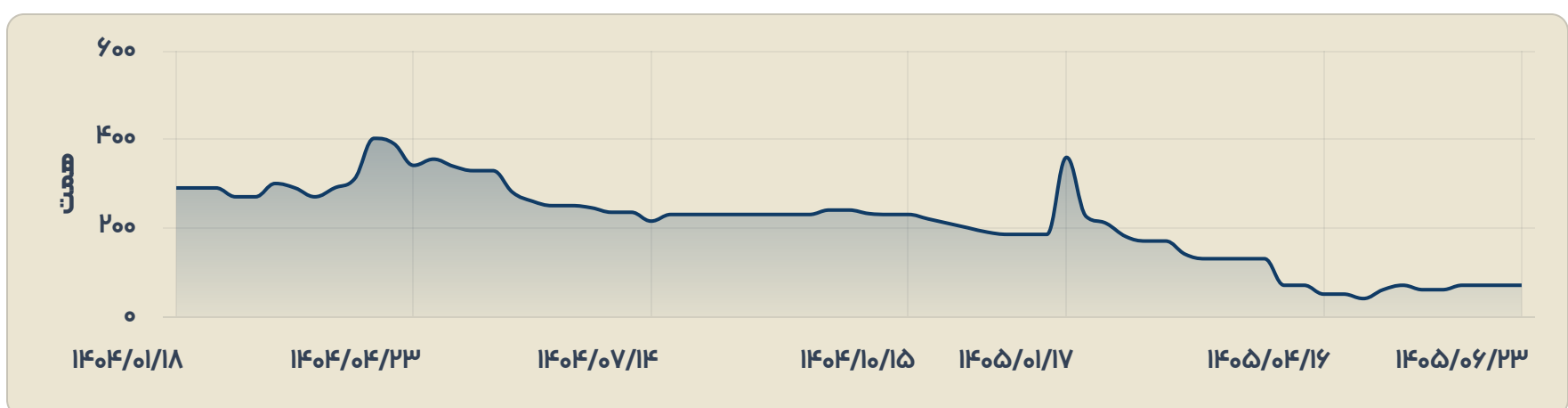
وقوع جنگ رمضان در اسفندماه ۱۴۰۴ یکی از مهم‌ترین عوامل شتاب گرفتن نرخ تورم بود. این اتفاق با ایجاد نااطمینانی شدید نسبت به تجارت خارجی، صادرات نفت و دسترسی به منابع ارزی، بازار ارز را ملتهب کرد. نرخ دلار که در فروردین حدود ۱۵ تا ۱۶ هزار تومان بود، تا شهریور به بیش از ۲۲۰ هزار تومان افزایش یافت. در این شرایط، خانوارها و صاحبان کسب‌وکار نگرانداشتن ریال را پریسک‌تر می‌بینند و برای حفظ ارزش دارایی خود به خرید ارز روی می‌آورند. واردکنندگان نیز برای پیشگیری از اختلال در تأمین کالا و افزایش بیشتر قیمت ارز، خرید ارز را جلو می‌اندازند. در مقابل، صادرکنندگان ممکن است به امید نرخ‌های بالاتر یا به دلیل دشوار شدن انتقال ارز، عرضه خود را به تأخیر بیندازند. بنابراین در شرایط پرتنش میان ایران و آمریکا هم‌زمان تقاضا برای ارز بالا رفته و عرضه آن را نیز با ابهام روبه‌رو شده است؛ امری که حاصلش رشد شدید نرخ ارز بوده است.

این جهش ارزی، علاوه بر اثر مستقیم بر هزینه‌های تولید و واردات، به عنوان یک لنگر اسمی عمل کرده و انتظارات تورمی جامعه را تغییر داده است. فعالان اقتصادی پیش از آنکه افزایش نرخ ارز واقعاً در هزینه مواد اولیه یا کالای وارداتی منعکس شود، رفتار خود را تغییر می‌دهند. عرضه‌کنندگان برای حفظ ارزش جایگزینی کالاها و حاشیه سود خود دست به بازنگری و افزایش قیمت‌ها زدند و خریداران نیز برای در امان ماندن از افت قدرت خرید، تقاضای خود را جلو انداختند. در واقع، این جنگ نه تنها هزینه‌های عینی تولید را افزایش داد، بلکه از کانال روان‌شناختی، تورم انتظاری را به تورم واقعی تبدیل کرد.

در کنار تنش‌های ارزی، دولت با فشارهای مالی جدیدی نظیر مخارج نظامی، بازسازی زیرساخت‌ها و حمایت از آسیب‌دیدگان روبه‌رو شد؛ در حالی که درآمدهای ارزی و مالیاتی نیز به دلیل اختلالات تجاری کاهش یافته بود. این شکاف عمیق، به ناچار کسری بودجه را تشدید کرد. جبران این کسری اغلب به وابستگی بیشتر به منابع بانک مرکزی، افزایش پایه پولی و در نهایت رشد نقدینگی منجر شده است. تزریق پایه پولی در فروردین‌ماه ۱۴۰۵ نسبت به پایان سال قبل با افزایش قابل‌توجهی همراه بود. در شرایطی که در ابتدای اسفندماه ۱۴۰۴ بانک مرکزی از طریق عملیات بازار باز و توافق بازخرید (ریپو) حجم پایه پولی را ۱۸۵ همت افزایش داده بود، در فروردین ۱۴۰۵ این رقم را به ۳۶۰ همت افزایش داد.

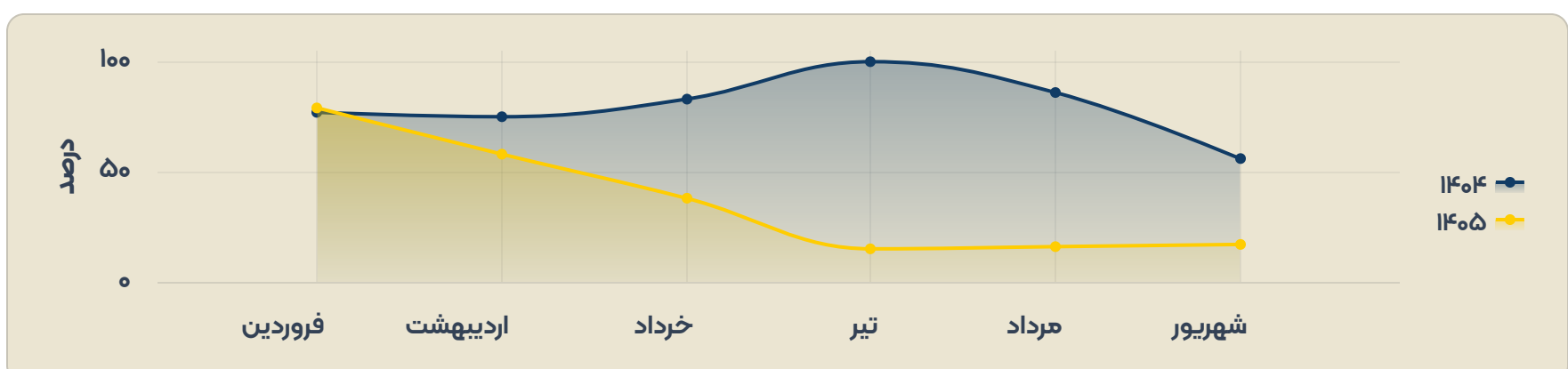
بنابراین، در فاصله یک ماه تزریق پایه پولی با ۱۷۵ هزار میلیارد تومان افزایش، دوبرابر شد. هرچند این نقدینگی بلافاصله در تعامل کالاها نمود نمی‌یابد، اما در اقتصادی که به دلیل جنگ امکان رشد تولید ندارد، این حجم پول به سمت دارایی‌ها و ارز حرکت کرده و فشار تورمی را تشدید می‌کند. مشکل دیگر این است که افزایش پایه پولی برای پوشش هزینه‌های جنگ، انتظارات تورمی را نیز تغییر می‌دهد. مردم و بنگاه‌ها وقتی تصور کنند دولت برای پوشش کسری‌ها ناچار به خلق پول است، افزایش آینده قیمت‌ها و افت ارزش ریال را محتمل‌تر می‌دانند. به این ترتیب نرخ تورم ماهانه از حدود ۵ درصد در اسفند و فروردین به ۸.۸۳ درصد در اردیبهشت ماه رسید و تورم نقطه به نقطه نیز از ۷۰ درصد عبور کرد.

تزریق پایه پولی از طریق عملیات بازار باز و توافق بازخريد



بانک مرکزی برای مهار این وضعیت، سیاست‌های انقباضی را در پیش گرفت. محور این اقدامات شامل مدیریت عملیات بازار باز، محدود کردن رشد ترانزانه بانک‌ها و سخت‌گیری در اضافه برداشت بانک‌های ناتراز بوده است. داده‌ها نشان می‌دهد بانک مرکزی به تدریج از پذیرش کامل درخواست‌های نقدینگی بانک‌ها فاصله گرفته و نسبت پذیرش سفارش‌ها در حراج‌های بازار باز را به شدت کاهش داده است. به طوری که از حدود ۶۰ درصد در سال ۱۴۰۴ و ۸۰ درصد در فروردین سال جاری به حدود ۱۷ درصد در شهریورماه رسیده است. هدف از این سیاست، جلوگیری از تبدیل شدن کمبود نقدینگی بانک‌ها به اضافه برداشت گسترده و رشد پایه پولی است. با این حال، عملیات بازار باز و کاهش تزریق پایه پولی به تنهایی نمی‌تواند تورم نزدیک ۹۰ درصدی را پایین بیاورد چرا که نیاز بانک‌ها به وجوه مورد نیازشان با کاهش تزریق پول از بین نمی‌رود. بخش قابل توجهی از تقاضای بانک‌ها از طریق اعتبارگیری قاعده‌مند (با نرخ بالاتر از ریپو) تامین می‌شود. در واقع، بانک‌ها با وجود تلاش بانک مرکزی برای محدود کردن خلق پول، کماکان از کانال دیگری (با یک درصد نرخ بهره بالاتر) نیاز خود به وجوه را تامین می‌کنند. بنابراین، باید توجه داشت که تزریق پایه پولی توسط بانک مرکزی هرچند در حال کاهش دادن است، اما بخش قابل توجهی از آن از طریق مسیرهای موازی تامین می‌شود.

نرخ پذیرش بانک مرکزی در عملیات بازار باز



تورم مهار شده است؟

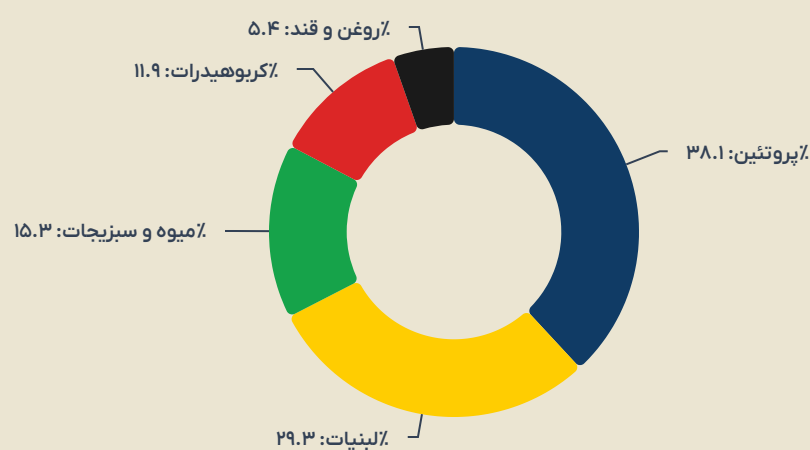
بنابراین می‌توان گفت محدود کردن تزریق منابع به بانک‌ها در ثبات نسبی تورم و جلوگیری از جهش‌های بیشتر اثر داشته است، اما تورم ماهانه ۳.۴ درصدی نشان می‌دهد فشار قیمتی همچنان بالاست. همچنین، اگر این سخت‌گیری به محدود شدن سرمایه در گردش تولید منجر شود، می‌تواند رکود را عمیق‌تر کند و از مسیر افزایش هزینه تولید، بخشی از اثر ضدتورمی خود را خنثی کند.

حداقل معیشت ۹.۳ میلیونی برای هر نفر

بررسی هزینه اقلام ضروری غذایی نشان می‌دهد هزینه نهایی سبد معیشت حداقلی به ازای هر نفر در هفته حدود ۲.۱۷ میلیون تومان برآورد می‌شود. این سبد شامل اقلام ضروری در گروه‌های کربوهیدرات، پروتئین، لبنیات، میوه و سبزیجات و روغن و قند است.

پروتئین با سهم ۳۸.۱ درصد بیشترین وزن هزینه‌ای سبد را دارد؛ پس از آن لبنیات با ۲۹.۳ درصد و میوه و سبزیجات با ۱۵.۳ درصد قرار دارند. کربوهیدرات و روغن و قند نیز به‌ترتیب ۱۱.۹ و ۵.۴ درصد از هزینه کل سبد را تشکیل می‌دهند.

سهم هر گروه مواد غذایی



بر این اساس، هزینه هفتگی این سبد برای هر نفر به حدود ۲.۱۷ میلیون تومان می‌رسد. در مقیاس خانوار، هزینه تأمین همین سبد برای یک خانواده سه‌نفره به حدود ۶.۵ میلیون تومان در هفته و ۲۸.۲ میلیون تومان در ماه می‌رسد. به این ترتیب، یک خانواده سه‌نفره برای تأمین حداقل اقلام غذایی این سبد، بدون در نظر گرفتن سایر هزینه‌های ضروری زندگی، باید ماهانه حدود ۲۸ میلیون تومان هزینه کند.

جدول ریز هزینه هفتگی برای ۱ نفر (تومان)

نان لواش	برنج هندی	ماکارونی	گوشت قرمز	مرغ
۷۵,۳۳۸	۱۶۴,۹۰۰	۱۸,۵۳۶	۳۵۹,۸۴۰	۱۲۶,۸۸۰
تخم‌مرغ	ماهی	لوبیا قرمز	عدس	لپه
۷۲,۰۲۰	۱۲۱,۹۶۵	۶۲,۴۰۰	۴۲,۶۴۰	۴۱,۶۰۰
شیر	ماست	پنیر	روغن نباتی	قند
۳۸۸,۶۸۱	۱۹۰,۵۷۵	۵۷,۹۵۵	۸۹,۲۶۳	۱۶,۲۹۳
شکر	سیب	میوه فصلی	سیب‌زمینی	کل هزینه
۱۱,۲۸۴	۱۷۳,۲۵۰	۱۲۴,۷۴۰	۳۳,۴۶۵	۲,۱۷۱,۶۲۵

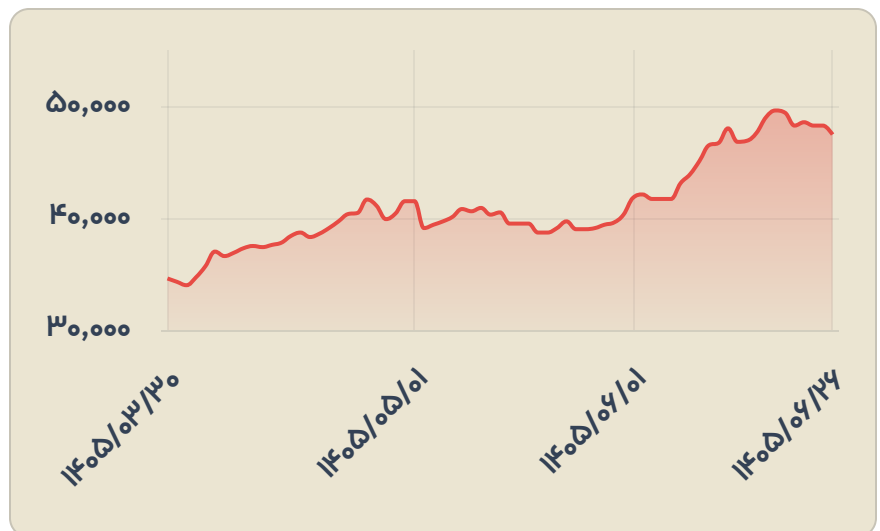
دلار عقب نشست؛ قدم بعدی کجاست؟

نمای بازار ارز

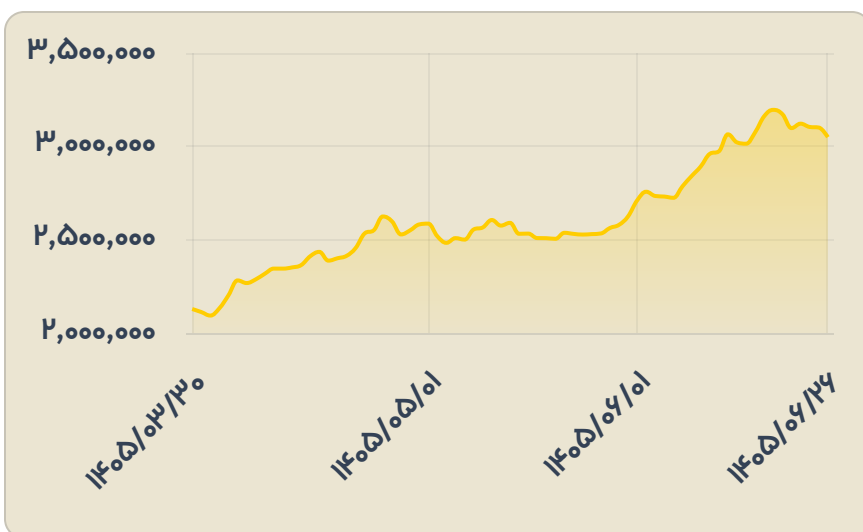
درهم امارات (ریال)



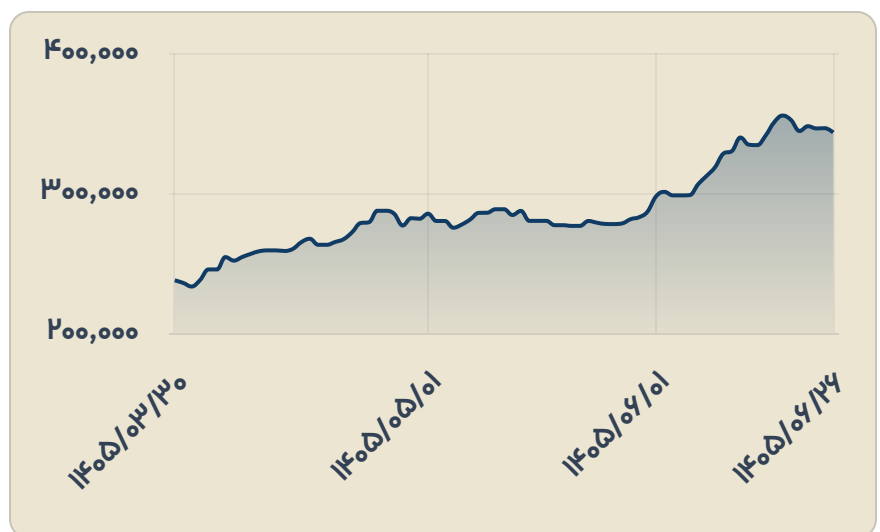
لیر ترکیه (ریال)



پوند انگلیس (ریال)

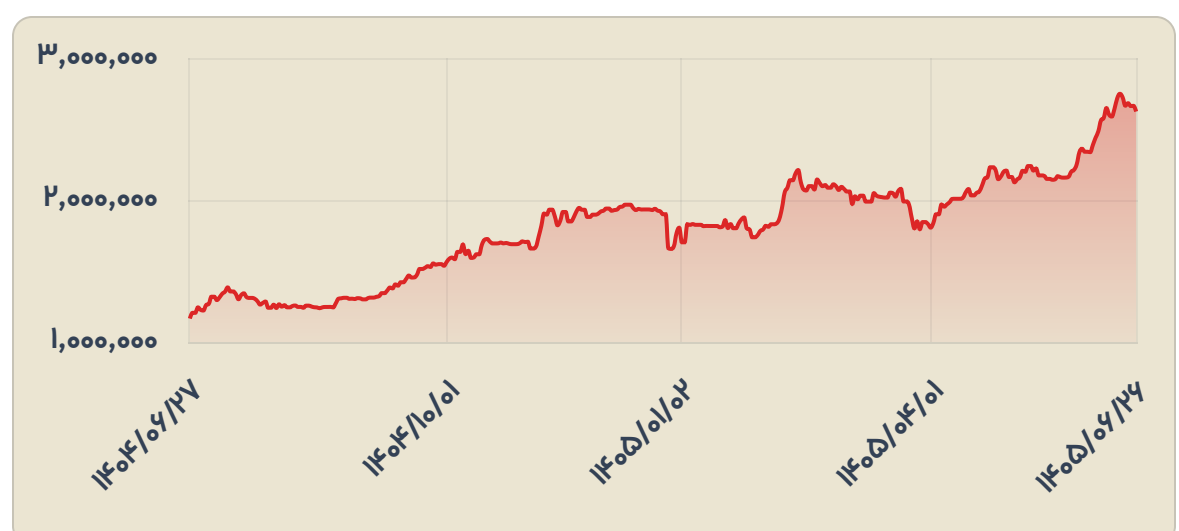


یوان چین (ریال)



نماد	قیمت	روز	هفته	ماه	سال
فرانک سوئیس	۲,۷۷۱,۳۰۰	-۱/۷۱٪	-۴/۹۹٪	+۲۰/۳۳٪	+۱۱۹/۶۷٪
روبل روسیه	۲۶,۹۰۰	-۱/۱۴٪	-۵/۲۵٪	+۲۱/۸۸٪	+۱۲۳/۴۲٪
روپیه هند	۲۳,۸۵۰	-۱/۲۴٪	-۳/۷۱٪	+۲۵/۵۳٪	+۱۱۰/۶۹٪
دلار استرالیا	۱,۶۲۶,۱۰۰	-۱/۲۹٪	-۴/۲۵٪	+۲۲/۷۲٪	+۱۴۵/۶۷٪
دلار کانادا	۱,۶۲۹,۴۰۰	-۱/۵۶٪	-۴/۸۳٪	+۲۱/۲۱٪	+۱۲۵/۸۷٪
دینار عراق	۱,۴۵۸	-۱/۴۲٪	-۳/۷۶٪	+۱۰/۹۶٪	+۸۸/۸۶٪
ریال عربستان	۶۰۸,۹۱۰	-۱/۱۲٪	-۳/۳۶٪	+۲۱/۷۳٪	+۱۲۹/۸۶٪
افغانی افغانستان	۳۵,۳۲۰	-۱/۰۶٪	-۳/۴۷٪	+۲۷/۶۵٪	+۱۴۰/۶۰٪

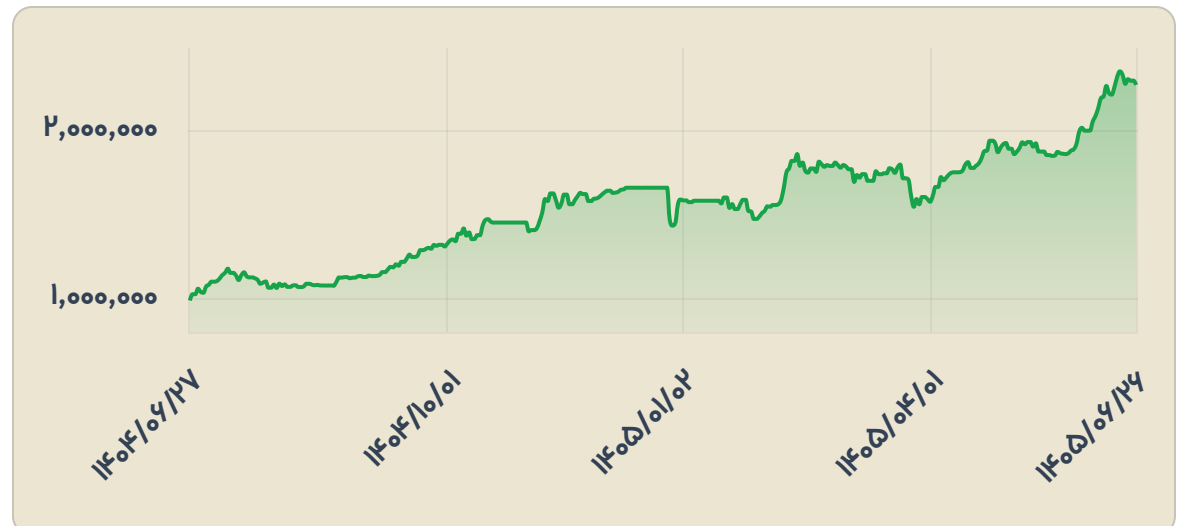
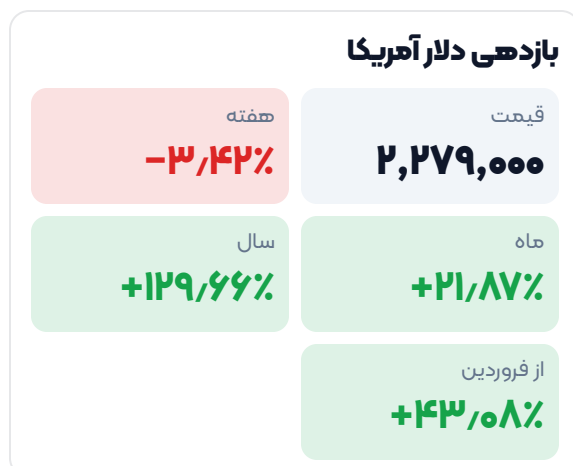
یورو (ریال)



بازدهی یورو

هفته
-۴/۵۴٪قیمت
۲,۶۲۲,۹۰۰سال
+۱۲۲/۸۸٪ماه
+۲۱/۲۳٪از فروردین
+۴۵/۳۶٪

دلار آمریکا (بازار آزاد - ریال)

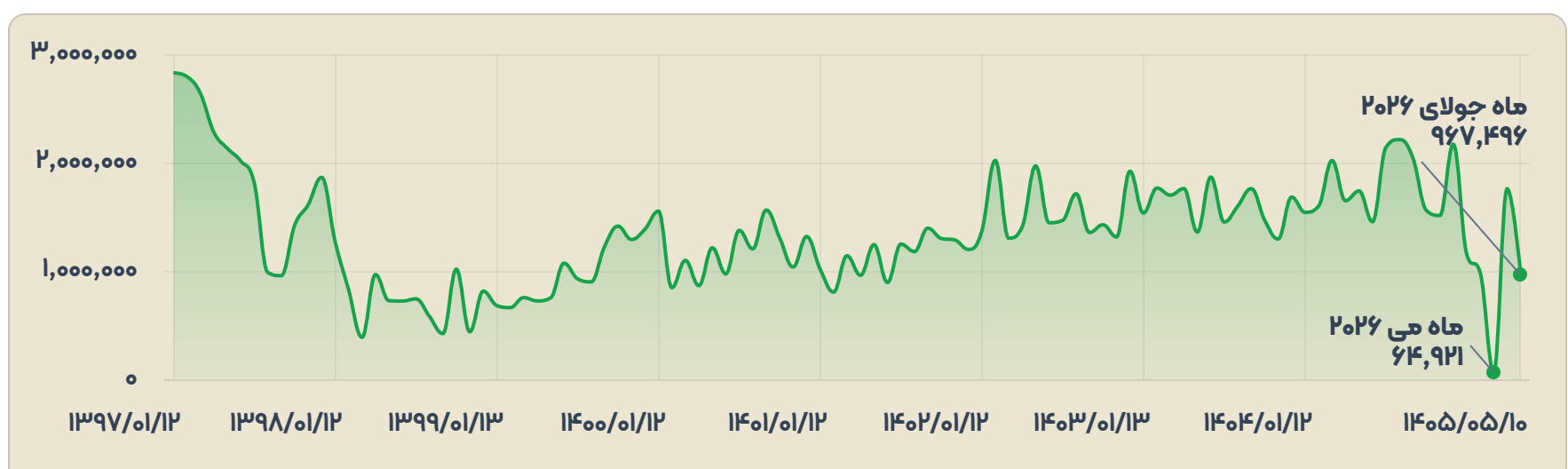
دلار بعد از عقب نشینی؛ چه چیزی مسیر بعدی را تعیین می کند؟

دلار در هفته جاری با افت حدود ۲.۵ درصدی از محدوده ۲۳۳ هزار تومان در ابتدای هفته به حدود ۲۲۸ هزار تومان در پایان هفته رسید. کاهش نرخ در شرایطی رخ داد که بخشی از ریسک های انتظاری بازار با انتشار برخی نشانه های دیپلماتیک تعدیل شد. دونالد ترامپ ابراز امیدواری کرد که جنگ به پایان خود نزدیک شده باشد و همزمان چین نیز خواستار خویشتنداری ایران و آمریکا و بازگشت به مسیر گفت وگوها شد.

نرخ دلار در شرایط عادی تحت تأثیر عوامل بنیادی، پولی و انتظاری قرار دارد، اما در دوره های افزایش نااطمینانی، وزن ریسک و انتظارات در تعیین نرخ ارز افزایش می یابد همین عامل باعث شد که در هفته اخیر با کاهش قیمت در بازار ارز روبرو شویم. از اسفند ۱۴۰۴ و همزمان با آغاز جنگ، بازار ارز از یک سو با چشم انداز ضعیف تر عرضه ارز و از سوی دیگر با افزایش تقاضای احتیاطی مواجه شد و برآیند این دو نیرو، فشار قابل توجهی بر نرخ دلار وارد کرد.

یکی از مهم ترین کانال های اثرگذاری جنگ، تجارت خارجی و جریان ورود ارز است. ارزش صادرات در پنج ماهه نخست سال از ۲۰.۹ میلیارد دلار در سال ۱۴۰۴ به حدود ۱۵ میلیارد دلار در پنج ماهه نخست ۱۴۰۵ کاهش یافته است. واردات نیز در همین دوره از ۲۳.۰۲ به ۱۷ میلیارد دلار رسیده است. بنابراین، طی یک سال صادرات پنج ماهه حدود ۲۸ درصد و واردات حدود ۲۶ درصد کاهش داشته اند. افت صادرات از مسیر کاهش ورود ارز، فشاری صعودی بر نرخ دلار ایجاد می کند، اما کاهش همزمان واردات نیز تقاضای ارز برای تأمین واردات را محدود کرده و بخشی از این فشار را خنثی می کند. بنابراین، اثر تجارت خارجی در این دوره یک طرفه نبوده و هم عرضه ارز و هم تقاضای آن کوچک تر شده است. در این میان، صادرات نفت اهمیت بیشتری دارد؛ چراکه بخشی از شکاف میان منابع ارزی حاصل از صادرات غیرنفتی و نیاز ارزی اقتصاد از این مسیر تأمین می شود. ماحصل جنگ و تنش میان ایران و آمریکا، افت شدید صادرات نفت در خردادماه بود. هرچند در تیرماه صادرات نفت اندکی بهبود پیدا کرد، اما نوسان در جریان ورود ارز همچنان پابرجا ماند. از منظر بازار، مسئله صرفاً سطح فعلی درآمد نفتی نیست، بلکه نااطمینانی درباره تداوم صادرات نفت و دسترسی دولت به این منبع درآمدی است؛ زیرا اختلال در صادرات نفت می تواند هم عرضه ارز را کاهش دهد و هم در صورت تشدید کسری بودجه، نگرانی درباره افزایش پایه پولی و تورم را بیشتر کند.

صادرات نفت ایران بر اساس داده های تانکر ترکرز؛ بشکه در روز

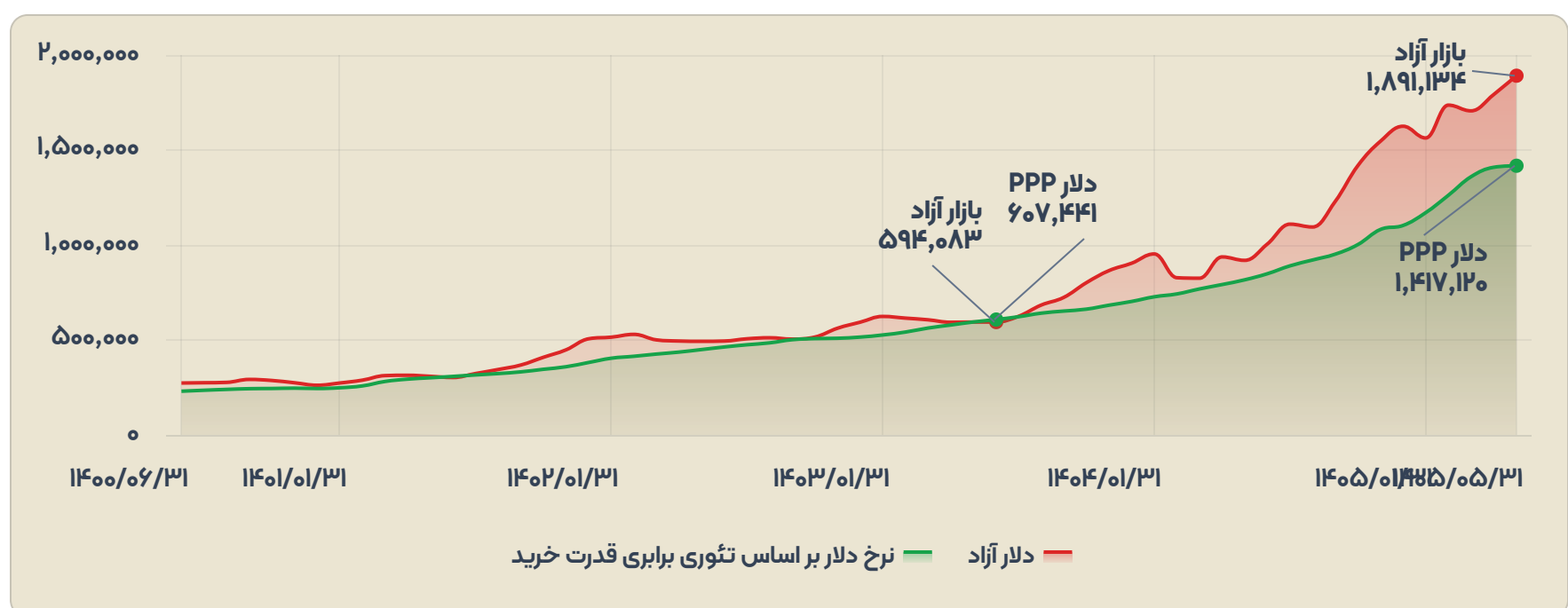


جنگ از سوی دیگر با افزایش ریسک سیاسی، تقاضای احتیاطی برای ارز را نیز تقویت کرده است. در شرایطی که احتمال تشدید تحریم‌ها، اختلال در تجارت و نقل و انتقال مالی و ابهام درباره آینده اقتصاد افزایش می‌یابد، بخشی از فعالان اقتصادی و خانوارها برای حفظ ارزش دارایی‌های خود به سمت ارز حرکت می‌کنند. در چنین شرایطی دلار تنها وسیله پرداخت و تأمین مالی تجارت نیست، بلکه به ابزاری برای پوشش ریسک تبدیل می‌شود. همین مسئله باعث می‌شود نرخ ارز لزوماً متناسب با تغییرات همان‌روز متغیرهای بنیادی حرکت نکند و انتظارات درباره آینده عرضه ارز، تورم، تحریم‌ها و شرایط سیاسی، پیش از تحقق تغییرات واقعی، در قیمت بازار منعکس شود. به همین دلیل، جهش نرخ ارز پس از شوک‌های سیاسی را می‌توان تا حدی واکنشی پیش‌نگر به شرایط آینده دانست؛ هرچه افق پیش‌رو مبهم‌تر باشد، نقش انتظارات در تعیین نرخ دلار نیز پررنگ‌تر می‌شود.

فاصله نرخ دلار بازار آزاد با نرخ PPP نیز تصویر مکملی از این شرایط ارائه می‌دهد. اگرچه PPP معیار مناسبی برای تعیین نرخ روزانه یا کوتاه‌مدت ارز نیست، مقایسه آن با نرخ بازار می‌تواند نشان دهد که سطح نرخ ارز تا چه اندازه تحت تأثیر عواملی فراتر از تفاوت سطح قیمت‌ها قرار گرفته است. فاصله دو نرخ از نیمه دوم ۱۴۰۳ افزایش یافت و در پایان ۱۴۰۴ به حدود ۴۷ درصد رسید و در تیر ۱۴۰۵ نیز نرخ بازار آزاد حدود ۳۳ درصد بالاتر از نرخ PPP قرار داشت. این فاصله به‌تنهایی به معنای حباب یا بیش‌ارزش‌گذاری دلار نیست، اما نشان می‌دهد که برای توضیح سطح نرخ بازار باید در کنار عوامل قیمتی، عواملی مانند ریسک، انتظارات و محدودیت‌های ارزی را نیز در نظر گرفت.

در شرایط کنونی، سیاست پولی بانک مرکزی می‌تواند ابزاری کمکی در جهت کنترل جهش نرخ ارز باشد. محدود کردن رشد پول و اعتبار می‌تواند با کاهش منابع ریالی قابل تبدیل به دارایی‌های ارزی، بخشی از فشار تقاضا را مهار کند و در نتیجه نیرویی در جهت کنترل نرخ ارز باشد؛ هرچند اثرگذاری این سیاست به شدت و تداوم آن و همچنین اندازه شوک‌های واردشده به بازار بستگی دارد.

نرخ ماهانه دلار آزاد، نرخ ماهانه دلار PPP (ریال)

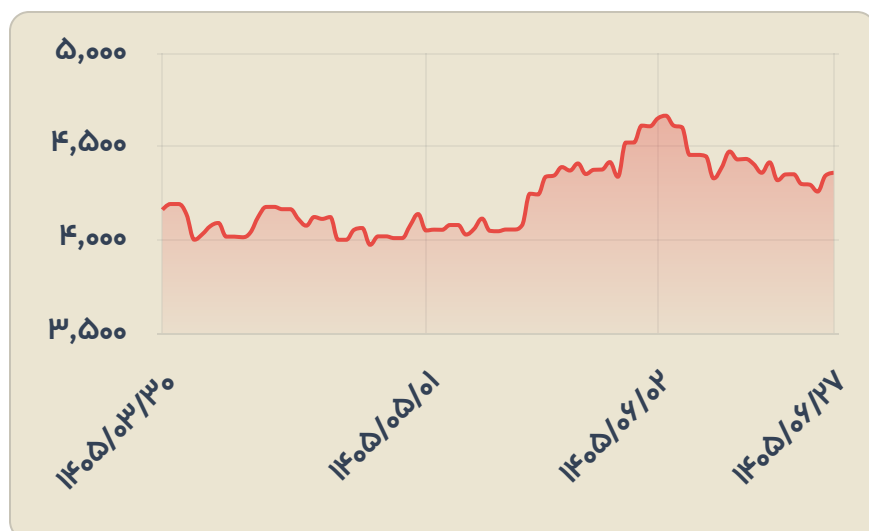


در مجموع، افزایش نرخ دلار پس از آغاز جنگ حاصل برهم‌کنش هم‌زمان شوک عرضه و شوک تقاضا بوده است. از یک سو، کاهش و بی‌ثباتی جریان‌های تجاری و صادرات نفت، چشم‌انداز عرضه ارز را تضعیف کرده و از سوی دیگر، افزایش ریسک سیاسی و نااطمینانی، تقاضای احتیاطی برای دلار را افزایش داده است. سیاست پولی بانک مرکزی نیز در جهت مخالف این نیروها قرار گرفته و تلاش کرده بخشی از فشار تقاضا را مهار کند. با توجه به تثبیت دلار در کانال ۲۳۰ هزار تومانی، تداوم ریسک سیاسی و ابهام در سمت عرضه ارز، ماندگاری نرخ در سطوح فعلی و حرکت تدریجی به سمت سطوح بالاتر محتمل‌تر به نظر می‌رسد. در این شرایط، هرگونه تشدید تنش یا خبر منفی درباره صادرات نفت و دسترسی به منابع ارزی می‌تواند محرک موج جدیدی از افزایش قیمت باشد؛ در مقابل، شکل‌گیری ثبات پایدارتر نیازمند کاهش معنادار ریسک یا افزایش محسوس عرضه ارز خواهد بود.

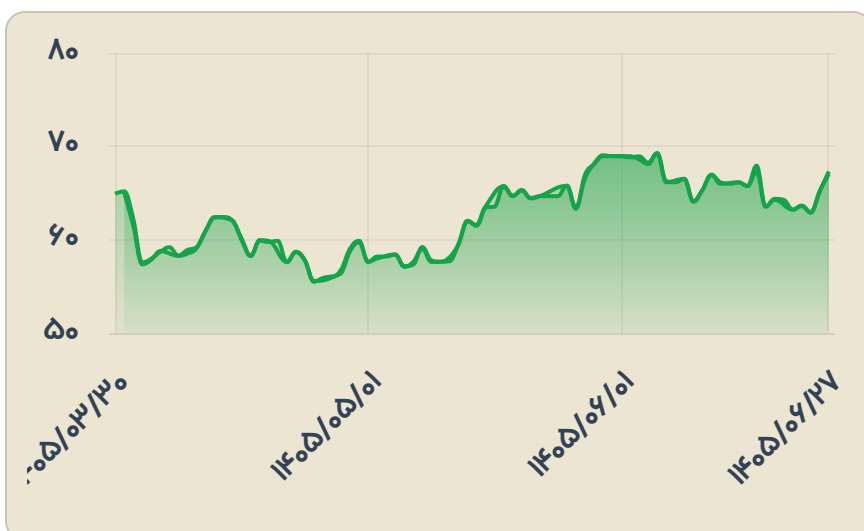
طلا و سکه بعد از اصلاح؛ آینده بازار از کجا می‌گذرد؟

نمای بازار طلا

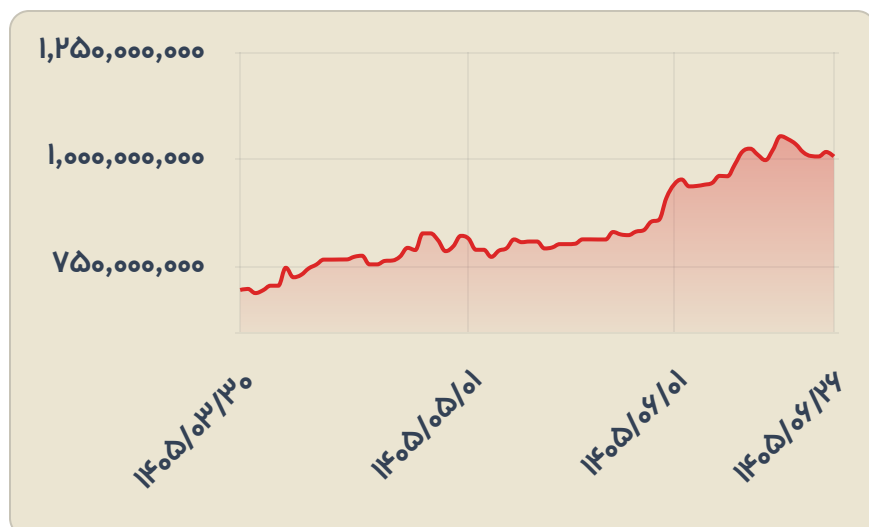
اونس جهانی طلا (دلار)



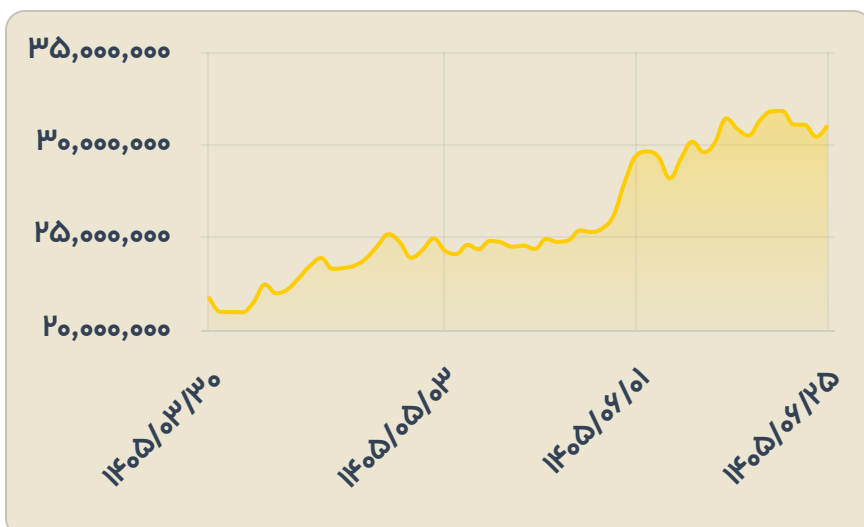
اونس جهانی نقره (دلار)



مشتقال طلا (ریال)

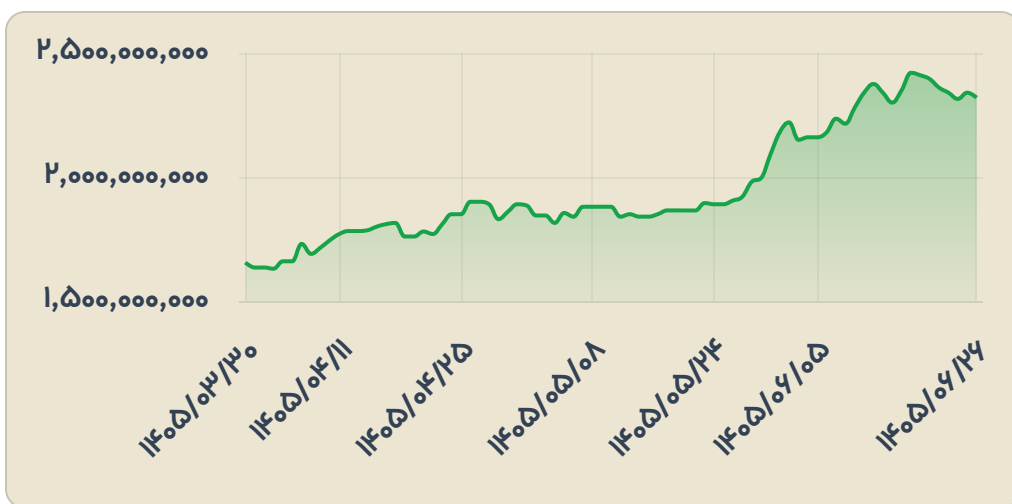
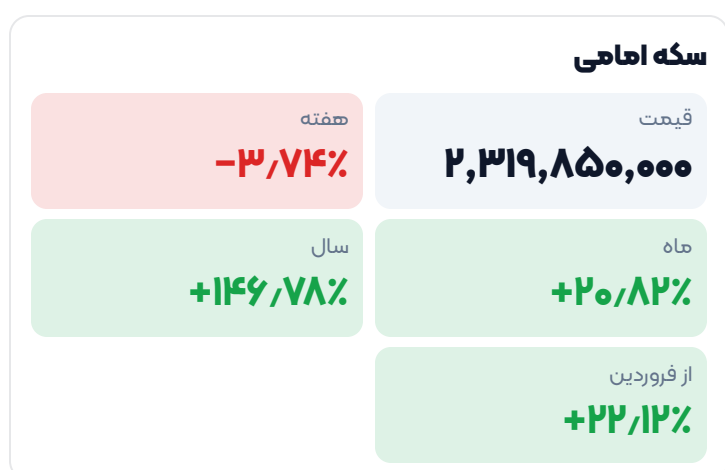


گواهی سپرده شمش طلا (ریال)

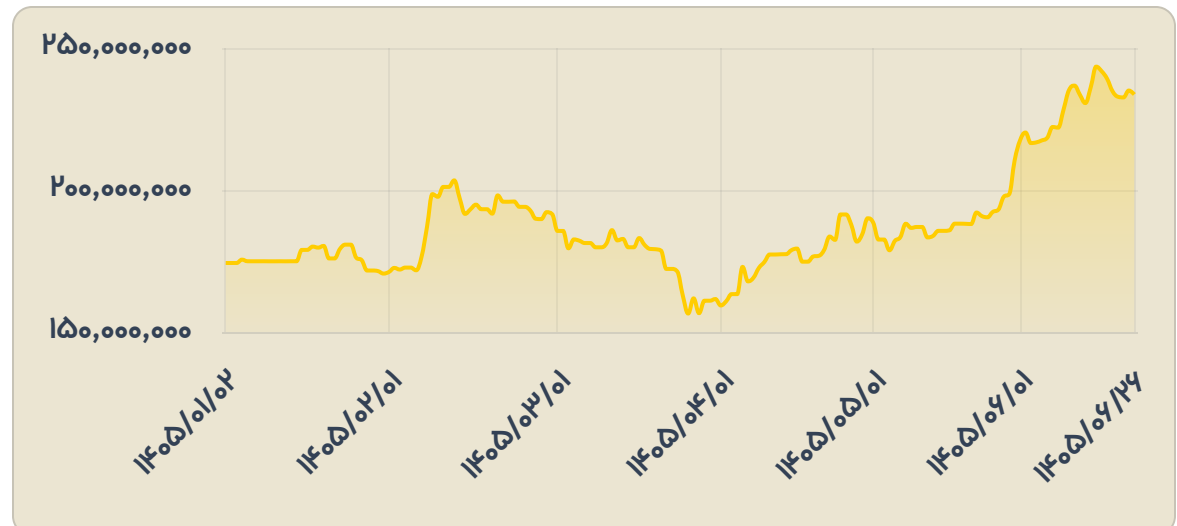


نهاد	قیمت	هفته	ماه	سال	از ابتدای سال
سکه بهار آزادی	۲,۲۸۱,۵۵۰,۰۰۰	-۳/۴۹%	+۲۱/۱۶%	+۱۶۰/۳۸%	+۲۸/۲۳%
نیم سکه	۱,۱۹۰,۰۰۰,۰۰۰	-۳/۲۵%	+۲۲/۶۸%	+۱۴۵/۳۶%	+۲۲/۸۶%
ربع سکه	۶۳۰,۰۰۰,۰۰۰	-۳/۸۲%	+۱۷/۷۶%	+۱۲۷/۴۴%	+۱۲/۶۲%
سکه گرمی	۳۳۰,۰۰۰,۰۰۰	-۵/۷۱%	+۱۷/۸۶%	+۱۱۷/۱۱%	+۱۷/۸۶%
نقره جهانی	\$ ۶۶.۳۶	+۳/۵۹%	-۵/۲۸%	+۵۸/۶۶%	-۲/۱۱%
گواهی سپرده شمش نقره	۴,۸۹۵,۰۰۰	-۵/۴۶%	+۱۹/۱۵%	۰/۰۰%	-۵/۶۳%

سکه امامی (ریال)



طلای ۱۸ عیار (ریال)

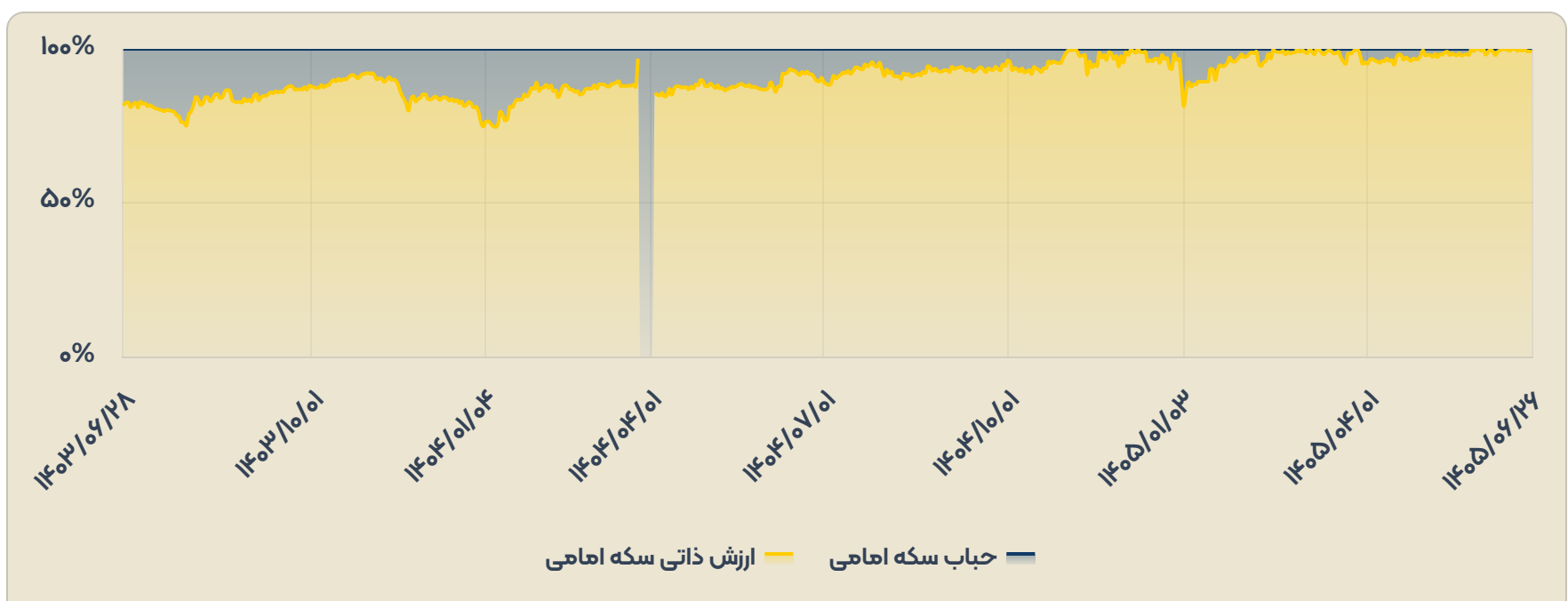


قیمت طلای ۱۸ عیار در هفته جاری با افت حدود ۲.۸ درصدی از ۲۳.۹ میلیون تومان در ابتدای هفته به حدود ۲۳.۳ میلیون تومان در پایان هفته رسید. روند قیمت طلا تحت تأثیر همزمان دو متغیر اصلی، یعنی نرخ دلار داخلی و بهای اونس جهانی قرار داشت. دلار در این هفته حدود ۲.۵ درصد کاهش یافت و از محدوده ۲۳۳ هزار تومان به حدود ۲۲۸ هزار تومان رسید و از این مسیر فشار کاهشی قابل توجهی بر قیمت طلای داخلی وارد کرد. در بازار جهانی نیز اونس طلا از ۴۳۴۶ دلار در ابتدای هفته تا ۴۲۳۶ دلار عقب نشست، اما در پایان هفته بخشی از افت خود را جبران کرد و به حدود ۴۳۱۴ دلار رسید. در مجموع، کاهش همزمان دلار و اونس جهانی قیمت طلای داخلی را پایین آورد؛ با این حال، بازگشت اونس از کف هفتگی نشان می‌دهد که در صورت توقف روند کاهشی دلار، فشار نزولی بر طلای داخلی می‌تواند کاهش یابد.

همزمان با افت دلار و طلا، سکه نیز این هفته، با کاهش قابل توجهی روبرو شد و حدود ۹ میلیون تومان افت قیمت را تجربه کرد. نکته قابل توجه در بازار سکه این است که همزمان با روند صعودی در ماه‌های اخیر، الگوی قیمت‌گذاری در بازار سکه نیز تغییر کرده است. بررسی داده‌های بازار نشان می‌دهد که با وجود ثبت سطوح تاریخی قیمت، حباب سکه به شکل معناداری کاهش یافته و میانگین آن از حدود ۱۱ درصد ارزش سکه در سال گذشته به حدود ۱ درصد در یک ماه اخیر رسیده است. کاهش فاصله قیمت سکه با ارزش ذاتی آن نشان می‌دهد که بخش قابل توجهی از اضافه قیمت ناشی از انتظارات و هیجان از بازار خارج شده است.

تخلیه حباب سکه لزوماً به معنای کاهش ریسک یا بهبود چشم‌انداز بازار نیست، بلکه می‌تواند بازتاب تغییر انتظارات فعالان بازار باشد. در دوره‌های گذشته، بخشی از تقاضا برای خرید سکه با حباب، بر احتمال تغییر نرخ ارز و شرایط بازار در آینده استوار بود؛ اما با افزایش ریسک‌های ارزی و سیاسی و کاهش منابع بانک مرکزی برای کنترل یا سرکوب نرخ ارز، این انتظارات اکنون مستقیماً در نرخ دلار و به تبع آن در ارزش ذاتی طلا و سکه منعکس شده است. در نتیجه، انگیزه پرداخت قیمت بالاتر از ارزش ذاتی کاهش یافته و فضای کمتری برای شکل‌گیری حباب باقی مانده است.

حباب و ارزش ذاتی سکه امامی



چرا حساب سکه تخلیه شد؟

به بیان دیگر، در گذشته، زمانی که شرایط سیاسی آرام‌تر بود و دولت در مقیاس نسبتاً مناسبی نفت صادر می‌کرد، فعالان بازار معتقد بودند که دولت با استفاده از منابع ارزی در اختیار خود، نرخ ارز را سرکوب کرده و آن را پایین‌تر از سطحی که بازار انتظار داشت، نگه داشته است. اما به‌مرور و هم‌زمان با تشدید شرایط سیاسی و تحریم‌های علیه ایران، به‌ویژه پس از روی کار آمدن ترامپ، منابع ارزی بانک مرکزی محدودتر شد. در نتیجه، دیدگاه قبلی فعالان بازار درباره امکان سرکوب نرخ ارز تعدیل شد و تمایل آن‌ها برای پرداخت قیمت بالاتر از ارزش ذاتی سکه نیز کاهش یافت.

علاوه بر این، عامل دیگری نیز می‌تواند در کاهش حساب سکه مؤثر باشد. هنگامی که قیمت یک دارایی با سرعت زیادی افزایش می‌یابد، ریسک سرمایه‌گذاری در آن نیز بیشتر می‌شود؛ زیرا با نزدیک شدن قیمت به سطوح اوج، احتمال اصلاح یا کاهش قیمت افزایش می‌یابد. در چنین شرایطی، دارایی‌هایی که حساب قیمتی بیشتری دارند، در صورت وقوع اصلاح، معمولاً در معرض کاهش قیمت بیشتری قرار می‌گیرند.

نقره؛ اونس بالا رفت، بازار داخل پایین آمد

قیمت هر گرم نقره ۹۹۹ در هفته جاری با نوسان همراه بود و از حدود ۵۰۷ هزار تومان در ابتدای هفته به حدود ۴۹۴ هزار تومان در ادامه هفته کاهش یافت. قیمت نقره سپس در محدوده ۴۹۰ تا ۵۰۱ هزار تومان نوسان کرد و در آخرین معامله به حدود ۵۰۱ هزار تومان رسید. به این ترتیب، قیمت نقره در پایان هفته نسبت به ابتدای هفته حدود ۱.۲ درصد کاهش داشت.

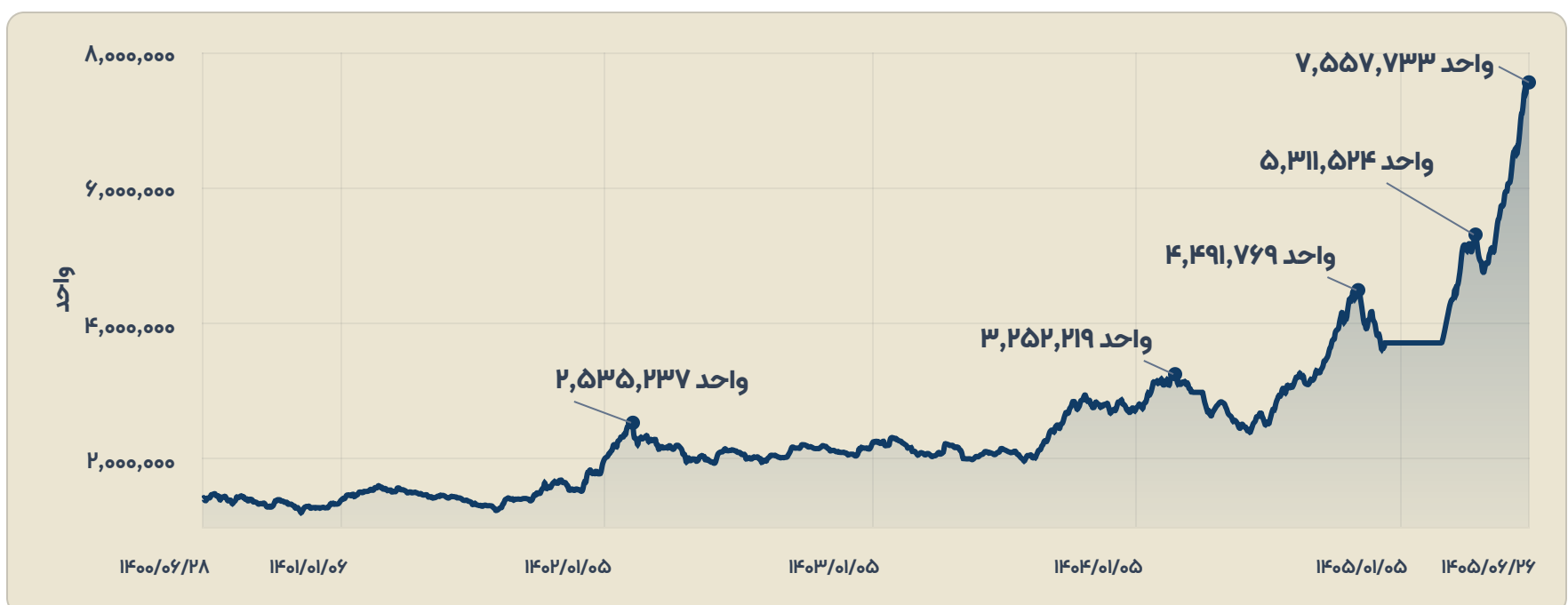
روند قیمت نقره در بازار داخلی تحت تأثیر هم‌زمان نرخ دلار و بهای جهانی نقره قرار داشت. اونس نقره از حدود ۶۴.۳ دلار در ابتدای هفته ابتدا کاهش یافت و در میانه هفته به محدوده ۶۲.۹ دلار رسید، اما در پایان هفته با افزایش به حدود ۶۵.۲ دلار رسید. در نتیجه، اونس نقره در پایان هفته حدود ۱.۵ درصد بالاتر از ابتدای هفته قرار گرفت. با وجود رشد اونس جهانی، کاهش نرخ ارز در بازار داخلی باعث شد قیمت نقره در پایان هفته نسبت به ابتدای هفته حدود ۱.۲ درصد پایین‌تر قرار گیرد.

قیمت نقره با عیار ۹۹۹ در بازار داخلی



بورس بین جهش و واقعیت

روند پنج ساله شاخص کل



شاخص کل

شاخص کل (هم وزن)

شاخص قیعت (وزنی-ارزشی)

هفته

هفته

هفته

ماه

ماه

ماه

سال

سال

سال

از فروردین

از فروردین

از فروردین

شاخص فرابورس

شاخص بازار اول

شاخص بازار دوم

هفته

هفته

هفته

ماه

ماه

ماه

سال

سال

سال

از فروردین

از فروردین

از فروردین

شاخص ۵۰ شرکت فعالتر

شاخص ۳۰ شرکت بزرگ

شاخص قیعت ۵۰ شرکت

هفته

هفته

هفته

ماه

ماه

ماه

سال

سال

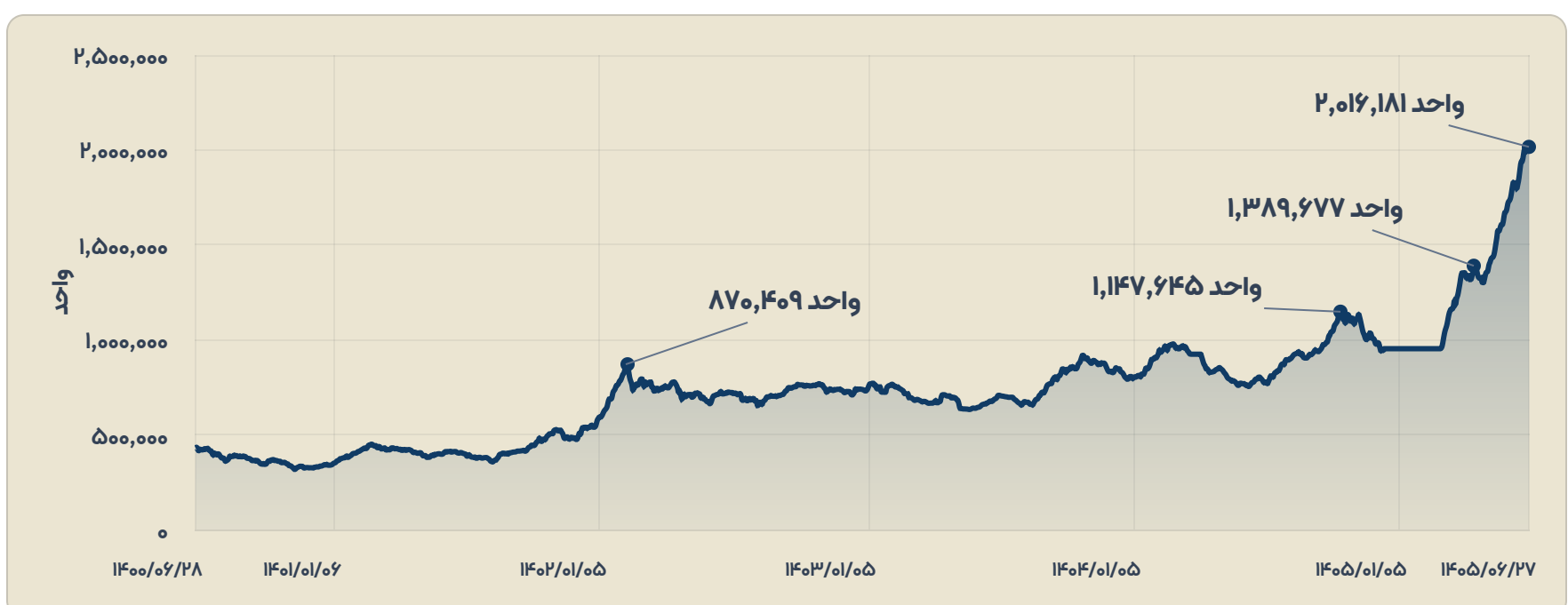
سال

از فروردین

از فروردین

از فروردین

روند پنج ساله شاخص کل هم وزن

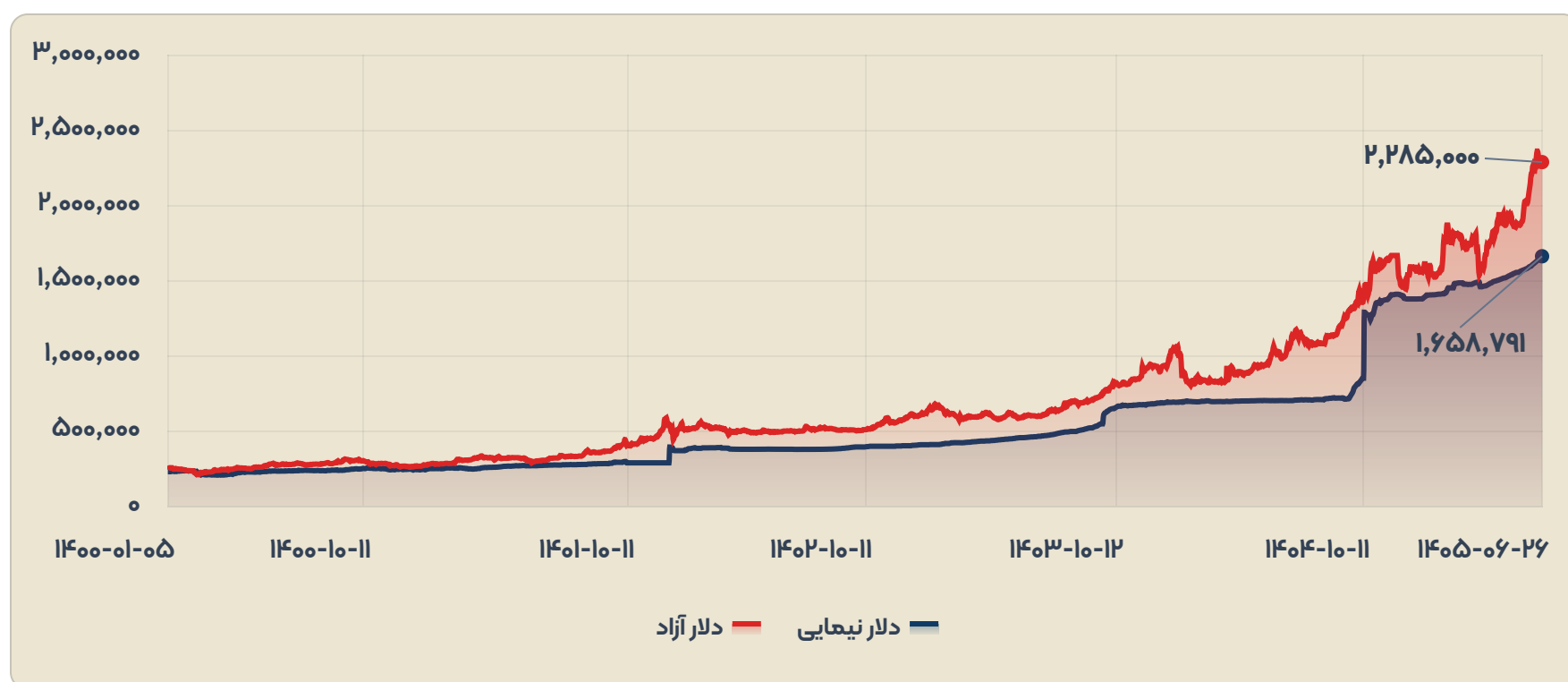


بورس ایران در شهریور ۱۴۰۵، با ثبت بازدهی بیش از ۱۰۰ درصدی در نیمه نخست سال نهمایی از یک جهش تاریخی را به نمایش می‌گذارد. با این حال سنجش این رشد در کنار متغیرهایی چون تورم، نرخ دلار و قدرت خرید، واقعیت محتاطانه‌تری را آشکار می‌کند. بازار سهام که رسالت اصلی آن هدایت نقدینگی به سوی پروژه‌های مولد و کاهش وابستگی به درآمدهای نفتی است، امروزه ماهیت خود را تا حدودی تغییر داده و عمدتاً به پناهگاهی برای پوشش تورم و ریسک ارزی بدل شده است. تجربه سال‌های پس از ۱۳۹۹ نشان می‌دهد که موج‌های صعودی بورس هرچند پر قدرت آغاز شوند، خیلی زود زیر سایه نااطمینانی و موج فروش فروکش می‌کنند. در این فضا که تحت تاثیر تحریم‌ها، سیاست‌های ارزی و تنش‌های منطقه‌ای است، بخشی از سرمایه‌گذاران در شرایط فعلی بیش از کسب بازده اسمی، بر حفظ قدرت خرید تمرکز دارند. بلکه تنها برای جلوگیری از افت ارزش سرمایه خود تلاش می‌کنند. بر همین اساس صعود چشمگیر سال ۱۴۰۵ نیز از همین الگو پیروی می‌کند. رشدی که در ظاهر قدرتمند به نظر می‌رسد اما بخش بزرگی از آن به افزایش واقعی قدرت خرید سهام‌داران منجر نشده است.

ارز، تورم و فشار بیرونی

اقتصاد ایران تحت سایه فشارهای تورمی و تحریمی با چالش ساختاری شکاف ارزی روبه‌رو است که اکنون به محرک اصلی ارزش‌گذاری در بازار سرمایه بدل شده است. از ابتدای سال ۱۴۰۵، رشد ۴۹ درصدی دلار آزاد در مقابل افزایش تنها ۲۱ درصدی نرخ نهمایی، فاصله این دو نرخ را از ۱۲ درصد به ۳۷ درصد جهش داده است. این واگرایی ارزی در کنار رشد بیش از ۱۸ درصدی دلار آزاد در شهریورها، گواهی بر شعله‌ور ماندن انتظارات تورمی و پیش‌بینی فعالان از افزایش گریزناپذیر نرخ رسمی تسعیر است. در چنین فضایی، حتی جذابیت سود تضمینی ۳۹ درصدی در بازار پول نیز نتوانسته مانع هدایت نقدینگی به سمت دارایی‌هایی چون سهام شود.

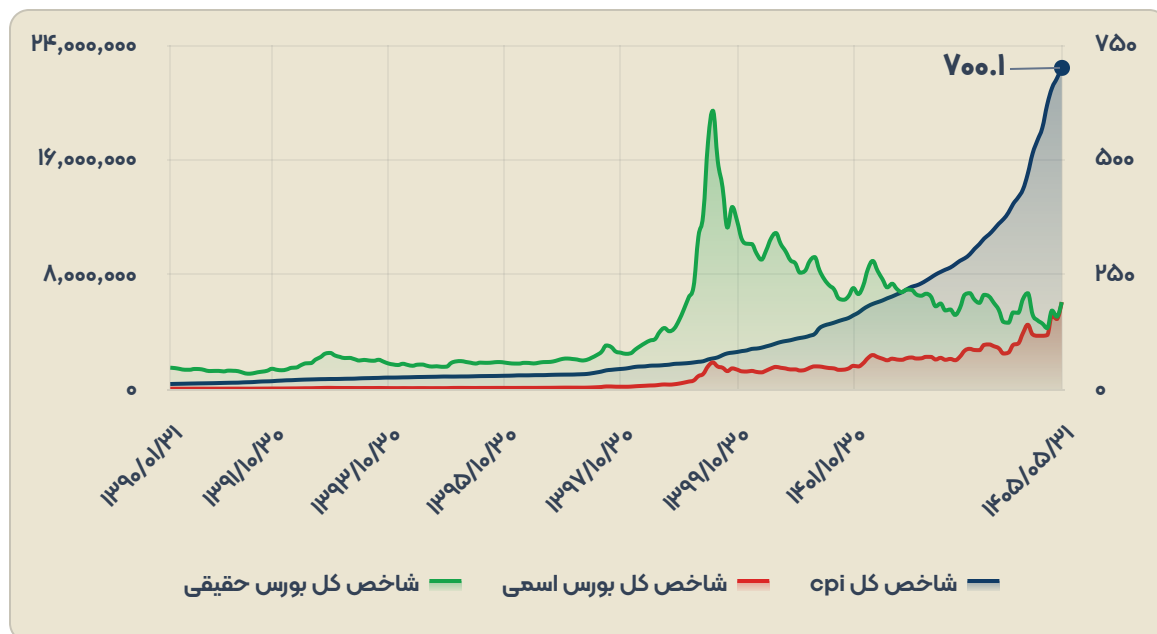
روند پنج ساله نرخ دلار نهمایی و آزاد



چرا که هراس از تورم، هزینه نگهداری وجه نقد را به شدت بالا برده است. با این حال ترکش‌های این فضای ملتهب ارزی و ریسک‌های سیاسی بر صنایع یکسان نیست. صادرات‌محورها چشم‌انتظار سود ناشی از رشد نرخ تسعیر (البته با ترس از مداخلات دستوری) هستند و پتروپالایشی‌ها وضعیت درآمد-هزینه بینابینی دارند. اما صنایع واردات‌محور نظیر خودرو و دارو زیر بار سنگین بهای تعام‌شده با افت شدید حاشیه سود دست‌وپنجه نرم می‌کنند. در مجموع صعود اسمی بازار در سال ۱۴۰۵ را نباید به پای رونق بنیادی و بهبود عملکرد بنگاه‌ها نوشت. بلکه شاید بتوان این جهش را عمدتاً واکنشی طبیعی به تورم و کاهش ارزش پول ملی دانست که با هدف تطبیق ارزش دارایی‌ها صورت گرفته است.

شاخص حقیقی؛ واقعیت پشت اعداد اسمی

روند شاخص کل اسمی و حقیقی بورس (تعدیلی با CPI)



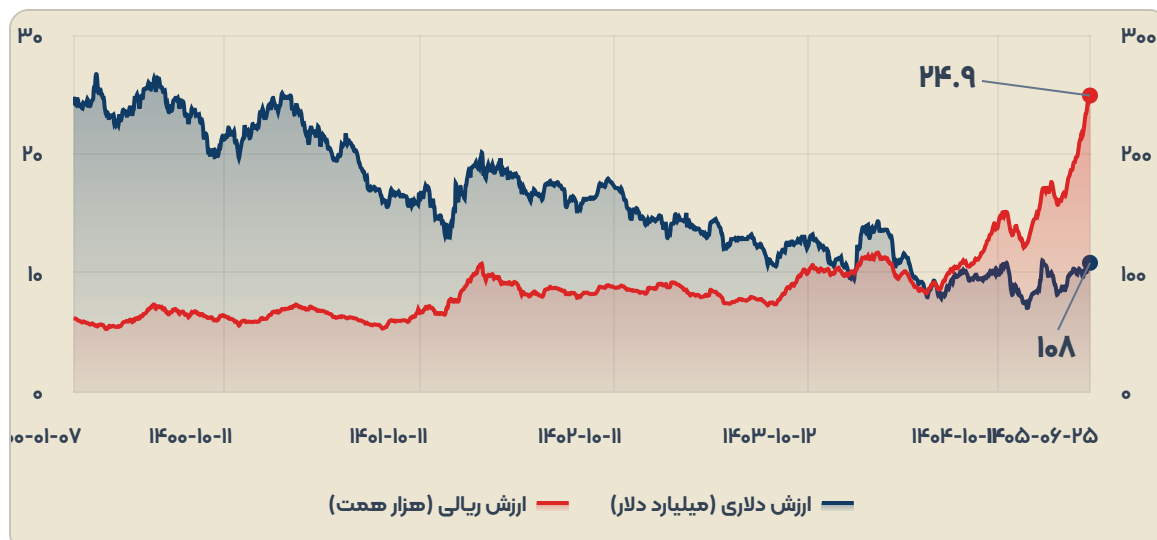
تکیه بر شاخص کل اسمی به عنوان دماسنج بورس در اقتصاد تورمی ایران، خطای تحلیلی بزرگی است که به جای نشان دادن پویایی شرکت‌ها و خلق ثروت، تصویری فریبنده از دارایی‌ها ارائه می‌دهد. برای سنجش دقیق عملکرد بازار باید به سراغ **شاخص حقیقی** (تعدیل‌شده با نرخ تورم یا CPI) رفت تا عیار واقعی قدرت خرید سرمایه‌گذاران مشخص شود.

داده‌های ۱۵ ساله نشان می‌دهد شاخص اسمی رشد خیره‌کننده ۲۶۲ برابری را ثبت کرده است، اما شاخص حقیقی تنها ۴ برابر شده است. این آمار نشان می‌دهد که برخلاف نرخ اسمی چشمگیر ۴۵ درصدی، بازده واقعی سالانه سرمایه‌گذاران تنها حدود ۰٫۵ درصد بوده است. این واگرایی در بازه ۵ ساله اخیر ابعاد نگران‌کننده‌تری به خود می‌گیرد. در حالی که شاخص اسمی رشد ۵ برابری داشته، تورم ۸٫۳ برابری موجب تخریب پنهان ثروت شده است. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاری که در سال ۱۴۰۰ وارد بازار شده امروز با وجود رشد ظاهری پرتفوی خود با افت ملموس قدرت خرید روبه‌رو است. شدت این تخریب ارزش در ریزش‌های بازار خود را نمایان‌تر می‌کند. برای مثال در ریزش تاریخی سال ۱۳۹۹ تا خرداد ۱۴۰۰، بیشترین افت اسمی حدود ۳۷ درصد بود، اما افت شاخص حقیقی در همان دوره به ۵۳ درصد رسید. پدیده‌ای که عمدتاً در شرایط حاد اقتصادهای نوظهور دیده می‌شود. رشدهای چشمگیر شاخص کل غالباً تنها سپری در برابر امواج تورم و افت ارزش پول ملی هستند و در برخی دوره‌ها توان جلوگیری از آب شدن سرمایه را نداشته‌اند. بنابراین معیار رشد، توانایی پرتفو در حفظ و ارتقای ارزش دارایی‌ها فراتر از نرخ تورم است.

ارزش‌گذاری و اندازه بازار؛ دو مبنای ریال و دلار

روند ارزش بورس از سال ۱۴۰۰ تا نیمه ۱۴۰۵، واگرایی عمیقی میان رشد ریالی و افت ارزش دلاری را نشان می‌دهد؛ به طوری که ارزش دلاری بازار از قله‌های ۲۵۰ و ۲۰۰ میلیارد دلاری در سال‌های ۱۴۰۰ و ۱۴۰۲، به کف ۷۰ میلیارد دلار در اواخر ۱۴۰۴ سقوط کرد. در نیمه نخست ۱۴۰۵، شوک **جنگ ۴۰ روزه رمضان** و تقاضای وحشت برای پوشش ریسک ارزی، باعث جهش ۱۰۰ درصدی ارزش ریالی بورس (از ۱۲٫۴ به ۲۴٫۹ هزار همت) شد، اما ارزش دلاری تنها ترمیم ملایمی با رشد ۴۴ درصدی (از ۷۵ به ۱۰۸ میلیارد دلار) را ثبت کرد.

روند پنج ساله ارزش ریالی و دلاری بورس



آمار نشان می‌دهد جهش ریالی اخیر صرفاً واکنشی به سقوط پول ملی بوده است. این بحران نظامی همچنین باعث شد غول‌های پتروشیمی، پالایشی و فلزی که معمولاً برندگان رشد دلار هستند، این بار به دلیل ریسک‌های زیرساختی و عملیاتی جنگ با افت ارزش ذاتی و بی‌توجهی خریداران مواجه شوند.

مسیر قیمت به سود بازار

روند نسبت P/E در سال ۱۴۰۵، با رشد از محدوده ۶.۷ در ابتدای سال به ۹.۴ در شهریورماه، نه نشانه بهبود بنیادین اقتصاد، بلکه واکنش هیجانی به سقوط ارزش ریال در سایه جنگ بود. در حالی که نرخ سود تضمین شده ۳۹ درصدی، بازگشت بدون ریسک اصل سرمایه را در کمتر از ۳ سال تضمین می‌کند، زمان بازگشت سرمایه در بورس (بیش از ۹ سال) نشان می‌دهد که بازار سهام امروز نه فرصت خرید استثنایی محسوب می‌شود و نه البته حباب خطرناکی همانند سال ۱۳۹۹ دارد. این تصویر کلان در سطح صنایع کاملاً قطبی است و روند تغییرات قیمت‌ها و نسبت قیمت به سود در همه صنایع یکی نیست؛ سایه جنگ باعث شد صنایع کامودیتی به دلیل ریسک‌های فیزیکی نتوانند ارزش‌گذاری خود را بسط دهند و واردات‌محورهایی چون خودرو و دارو زیر فشار افزایش نرخ دلار با تخریب شدید حاشیه سود روبه‌رو شوند.

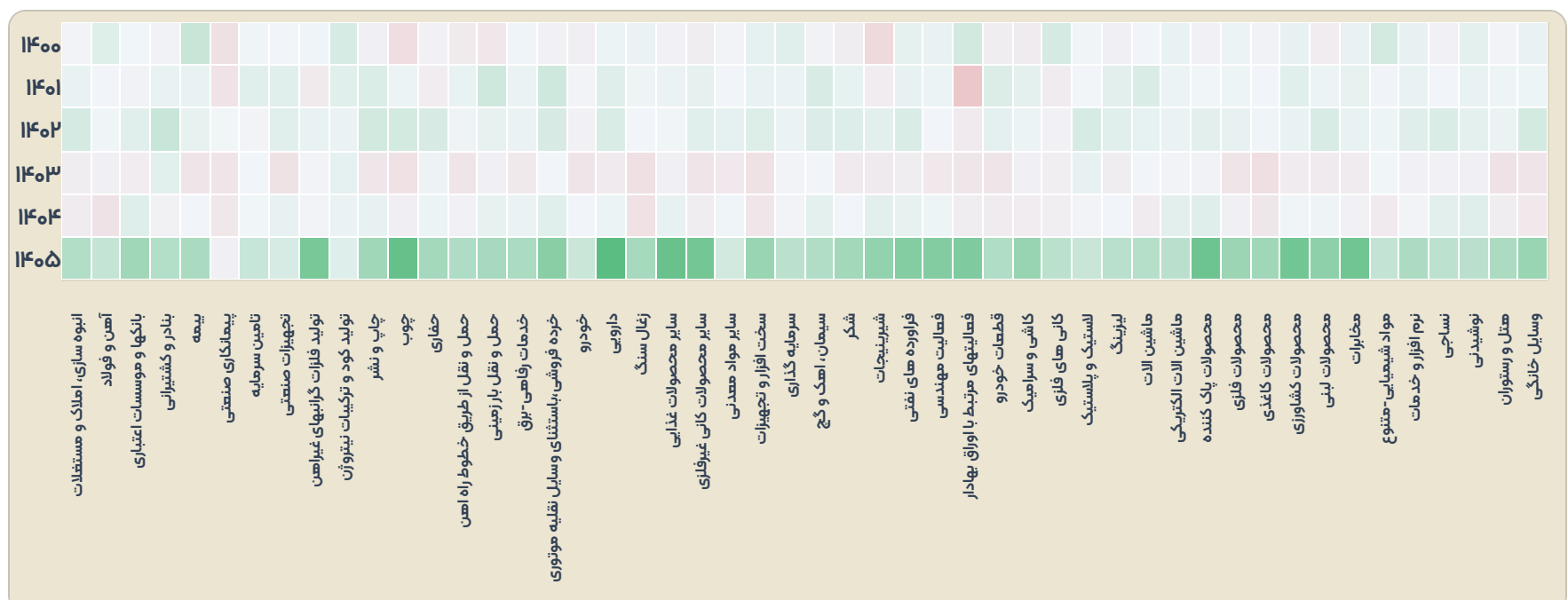
روند پنج ساله قیمت به سود بورس (P/E)



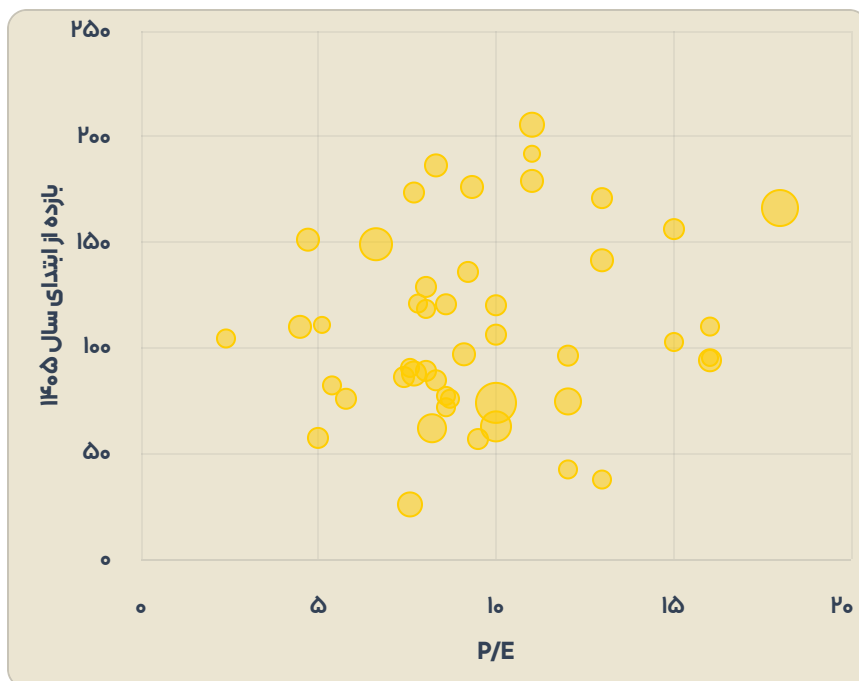
واگرایی صنایع؛ غول‌ها در برابر کوچک‌ها

عملکرد ۵۰ صنعت بورس نشان می‌دهد که شاخص کل، تصویری فریبنده از واقعیت بازار است. چرا که پس از دوره‌های مثبت (۱۴۰۰ تا ۱۴۰۲) و اصلاحی (۱۴۰۳ و ۱۴۰۴)، بازار در سال ۱۴۰۵ جهش تاریخی بیش از ۱۰۰ درصدی را ثبت کرد. اما توزیع آن کاملاً نامتوازن بود. در رکود سال ۱۴۰۴، مجموعاً ۳۴ صنعت منفی شدند. با آغاز صعود ۱۴۰۵، اگرچه ۴۹ صنعت مثبت شدند، اما سرنوشت بازار در دست ۶ صنعت نخست با وزن ۷۵ درصدی قرار گرفت. در این رالی، فلزات اساسی (با جهش ۱۶۶ درصدی) در کنار بانکی‌ها و پالایشی‌ها موتور صعود شدند. اما وقوع جنگ ۴۰ روزه معادلات را تغییر داد. غول‌های صادراتی (با سهم حدود ۱۲ درصدی از بازار) جذابیت خود را از دست دادند. به‌طوری‌که پتروشیمی با سهم ۱۰ درصدی تنها ۶۳ درصد و گروه سرمایه‌گذاری با وزن ۲۸.۴ درصدی تنها ۷۳.۹۲ درصد بازدهی داشتند و از رشد ۱۰۰ درصدی بازار جا ماندند.

نقشه حرارتی بازده ۵۰ صنعت در پنج سال

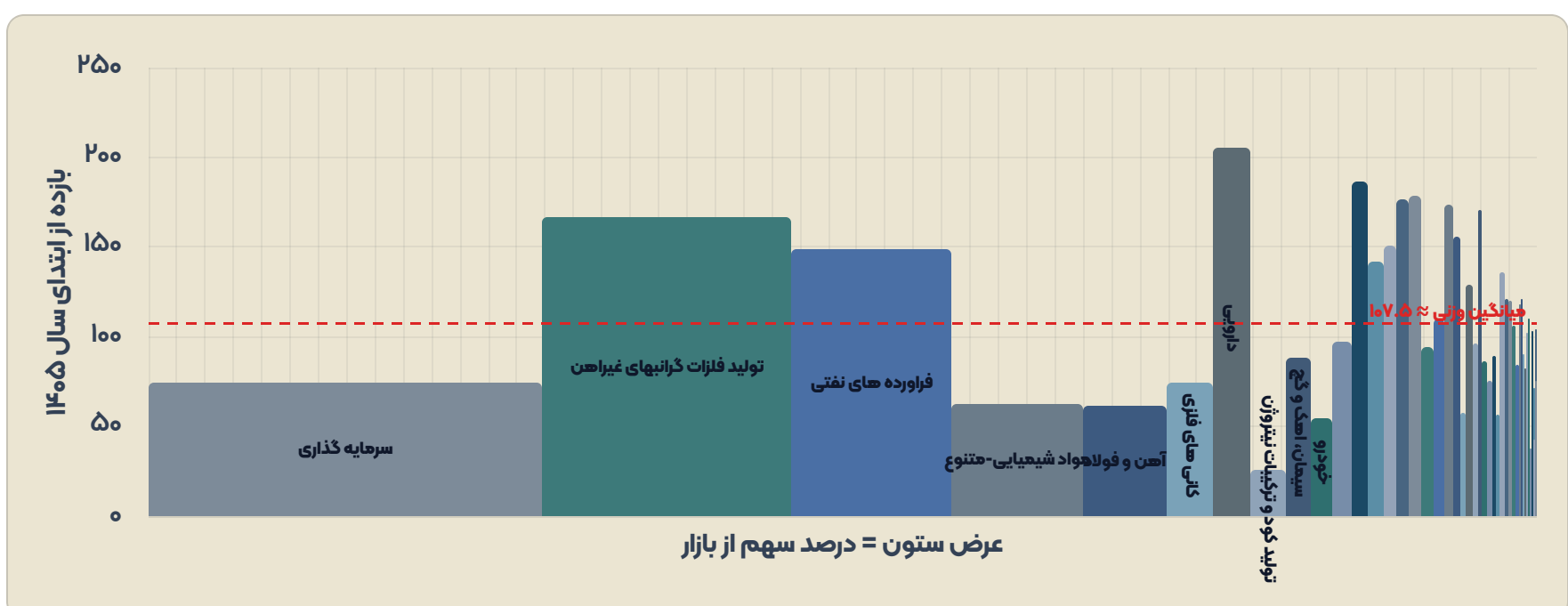


نقشه حبابی ارزش گذاری، عملکرد و وزن



در مقابل، رشدهای استثنایی نصیب صنایع کوچک و متوسط نظیر دارو (۲۰۵.۶ درصد)، چوب (۱۹۲ درصد)، سایر محصولات غذایی (۱۸۶ درصد)، محصولات پاک کننده (۱۷۹ درصد) و مخابرات (۱۷۶ درصد) شد که به دلیل وزن اندکشان تأثیری بر شاخص نداشتند. پیمانکاری با افت ۷.۱۸ درصدی تنها بخش منفی بازار ماند و صنایع واردات محوری همچون خودرو در تله جهش ارزی گرفتار شدند. تمرکز ۷۵ درصد ارزش بورس در ۵ صنعت نشان می‌دهد که شاخص کل همچنان به عملکرد چند صنعت بزرگ وابستگی بالایی دارد؛ پدیده‌ای که باعث فرسایش اعتماد شده و ثابت می‌کند کسب بازدهی مطلوب، نیازمند چینش دقیق سبد دارایی از میان هر ۵ صنعت است.

تفکیک صنایع نسبت به بازده ۱۴۰۵ با وزن بازار



کدام موتور می‌تواند رالی بورس را ادامه دهد؟

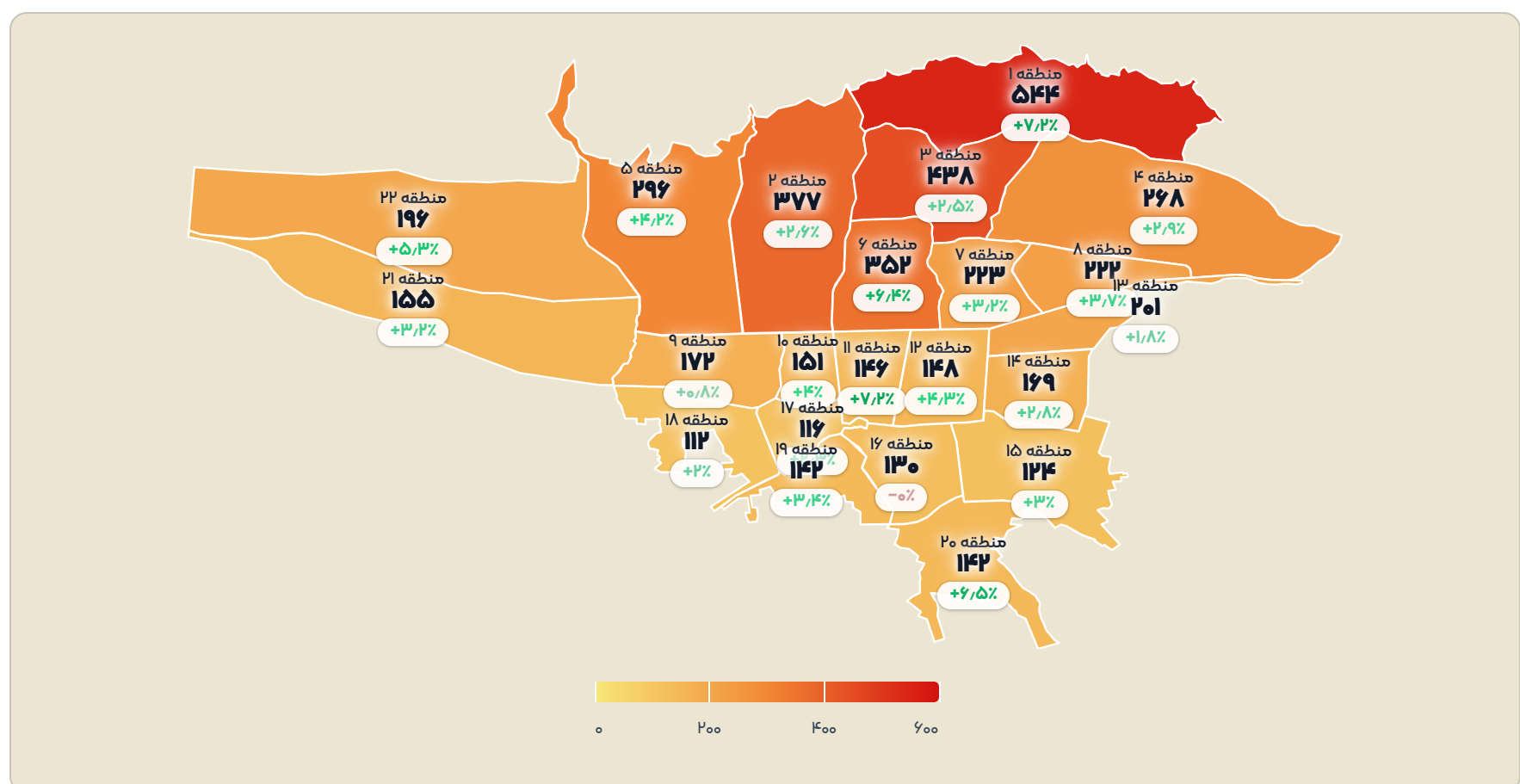
بورس تهران پس از تجربه یک جهش پرشتاب در نیمه نخست سال ۱۴۰۵، اکنون گرفتار سطح بالایی از نااطمینانی است. از یک سو، رشد یک سال اخیر بورس قابل توجه بوده و تا حدودی سرمایه‌گذاران را در خصوص تداوم روند فعلی مردد می‌سازد و از سوی دیگر، سطح قیمت‌ها، ارز، نقدینگی و ... با شتاب بالایی در حال طی یک روند صعودی هستند. مسیر حرکت بازار تا پایان سال جاری و افق ۱۴۰۶، بیش از قبل تحت تأثیر تقاطع سه متغیر کلیدی یعنی «سیاست‌های ارزی»، «نرخ تورم» و «تحولات ژئوپلیتیک» تعیین خواهد شد. در عرصه سیاست‌گذاری ارزی، تداوم شکاف ۳۷ درصدی میان نرخ نیما و بازار آزاد به اصلی‌ترین گلوگاه بورس بدل شده است. این شکاف عظیم ساختار سودآوری بنگاه‌ها را دگرگون ساخته و صنایع واردات‌محور را در بحران شدید تامین مالی قرار داده است. به‌طوری‌که هرگونه تغییر ناگهانی در نرخ ارز مبادله‌ای می‌تواند ثبات شکننده فعلی بازار را به سرعت برهم بزند. از سوی دیگر پایداری تورم دورقمی ثابت می‌کند که بخش عمده‌ای از رشدهای اسمی قیمت‌ها در بورس نه نشانه‌ای از پویایی شرکت‌ها بلکه صرفاً سپری دفاعی برای جبران افت قدرت خرید بوده است. ترکیب این متغیرهای کلان اقتصادی با سایه سنگین ریسک‌های سیستماتیک و مناقشات منطقه‌ای، باعث شده تا حتی فرصت‌های سودآوری کوتاه‌مدت در صنایع کالایی نیز بسیار شکننده و در معرض خطر ریزش‌های پرسرعت باشند. در نهایت تجربه تاریخی به روشنی گواه آن است که بدون انجام اصلاحات ساختاری در اقتصاد کلان، بورس تهران در تله یک الگوی رکود فرسایشی محصور خواهد ماند. در چنین فضایی سرمایه‌گذاران باتجربه دیگر در انتظار ظهور یک بازار گاوی و جهش‌های بزرگ نیستند. بلکه استراتژی محوری خود را منحصراً بر روی صیانت از اصل سرمایه و پوشش دارایی‌ها در برابر امواج تورم متمرکز کرده‌اند.

مسکن بعد از رشد قیمت‌ها؛ خریدار برمی‌گردد؟

بررسی روند قیمت پیشنهادی مسکن در تهران از ابتدای تابستان تا هفته گذشته نشان می‌دهد قیمت‌ها در هفته‌های ابتدایی تقریباً با ثبات نسبی حرکت کرده‌اند، اما در ادامه روند صعودی آنها شدت گرفته است. میانگین قیمت پیشنهادی از ۲۰۲.۵ میلیون تومان در ابتدای تابستان به ۲۳۴.۴ میلیون تومان در هفته گذشته رسیده است. به‌ویژه در هفته‌های اخیر، همزمان با افزایش نرخ دلار، شیب رشد قیمت‌های پیشنهادی بیشتر شده است.

از نظر بازدهی ماهانه نیز تفاوت محسوسی میان مناطق تهران وجود داشته است. مناطق ۱ و ۱۱ با رشد ۷.۲ درصدی و منطقه ۲۰ با رشد ۶.۵ درصدی، بیشترین افزایش ماهانه قیمت پیشنهادی را ثبت کرده‌اند. در مقابل، قیمت‌های پیشنهادی در منطقه ۱۶ بدون تغییر باقی مانده و مناطق ۹ و ۱۳ نیز به‌ترتیب تنها ۰.۸ و ۱.۸ درصد افزایش داشته‌اند. مجموع، میانگین قیمت پیشنهادی مسکن در تهران در این دوره حدود ۴.۱ درصد افزایش یافته است.

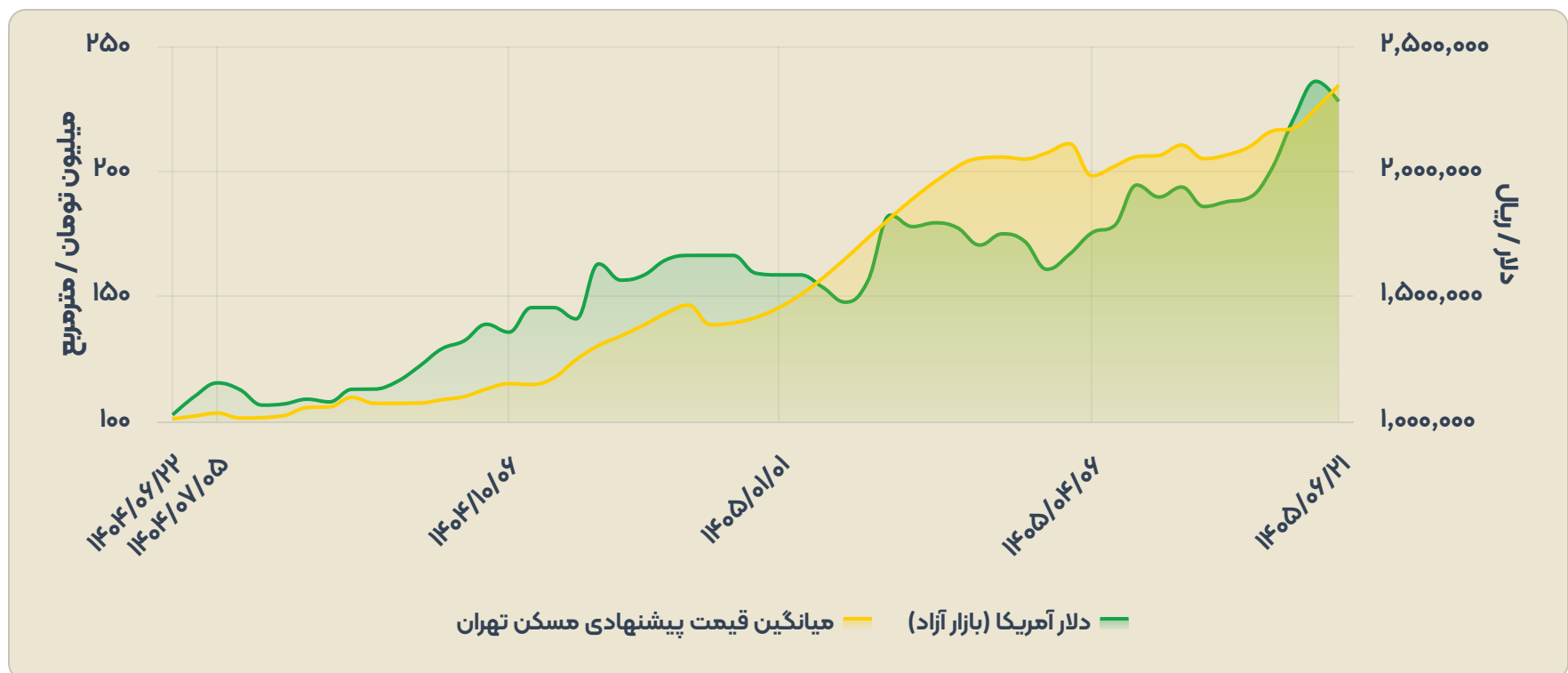
تهران محله به محله؛ کجا بیشتر گران شد؟



افزایش نرخ دلار در هفته‌های اخیر، در بازار مسکن نیز از طریق تغییر انتظارات فروشندگان و افزایش قیمت‌های پیشنهادی انعکاس یافته است. هم‌مسیر شدن این دو بازار نشان می‌دهد رشد نرخ ارز یکی از عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری فروشندگان بوده است. با این حال، باید میان قیمت پیشنهادی و قیمت قطعی معاملات تفکیک قائل شد؛ چراکه در شرایط رکودی، افزایش قیمت موردنظر فروشندگان لزوماً به معنای انجام معاملات در همان سطوح قیمتی نیست.

افزایش نرخ ارز با تقویت انتظار فروشندگان نسبت به رشد ارزش ملک، آنها را به افزایش قیمت‌های پیشنهادی مسکن سوق می‌دهد. به همین دلیل، بخشی از فروشندگان در واکنش به رشد دلار، قیمت‌های بالاتری را برای عرضه واحدهای خود تعیین می‌کنند. این رفتار می‌تواند موجب حرکت هم‌مسیر قیمت‌های پیشنهادی مسکن و نرخ ارز شود، بدون آنکه الزاماً حجم معاملات یا قیمت واقعی مبادلات نیز به همان نسبت افزایش یافته باشد.

رند دلار و میانگین قیمت پیشنهادی مسکن

مسیر بعدی مسکن؛ دلار یا قدرت خرید؟

در سمت تقاضا، اما شرایط متفاوت است. نااطمینانی ناشی از جنگ و ابهام نسبت به چشم‌انداز اقتصادی، تصمیم خانوارها برای خرید مسکن را به تعویق انداخته است. نقدشوندگی پایین‌تر مسکن نسبت به دارایی‌هایی مانند ارز و طلا نیز باعث می‌شود در دوره‌های پرریسک، خریداران با احتیاط بیشتری وارد بازار شوند. از سوی دیگر، رشد قیمت‌های پیشنهادی در کنار سطح بالای قیمت مسکن، فاصله میان توان مالی خریداران و قیمت واحدهای عرضه‌شده را بیشتر کرده است. در چنین شرایطی، بخشی از تقاضای مصرفی به انتظار برای روشن‌تر شدن چشم‌انداز بازار هوکول می‌شود و خریداران بالقوه نیز زمان بیشتری برای تصمیم‌گیری صرف می‌کنند.

در نتیجه، افزایش قیمت‌های پیشنهادی در شرایط فعلی را نمی‌توان به‌تنهایی نشانه رونق بازار مسکن دانست. رشد اخیر بیشتر در قیمت‌های پیشنهادی منعکس شده، در حالی که ضعف تقاضا و رکود معاملاتی همچنان پابرجاست. بنابراین، بازار مسکن در شرایط کنونی با افزایش قیمت‌های پیشنهادی در کنار تداوم رکود معاملاتی مواجه است.

اقتصاد جهانی

نرخ بهره آمریکا به کدام سمت می‌رود؟ / نفت و تورم در برابر فدرال رزرو

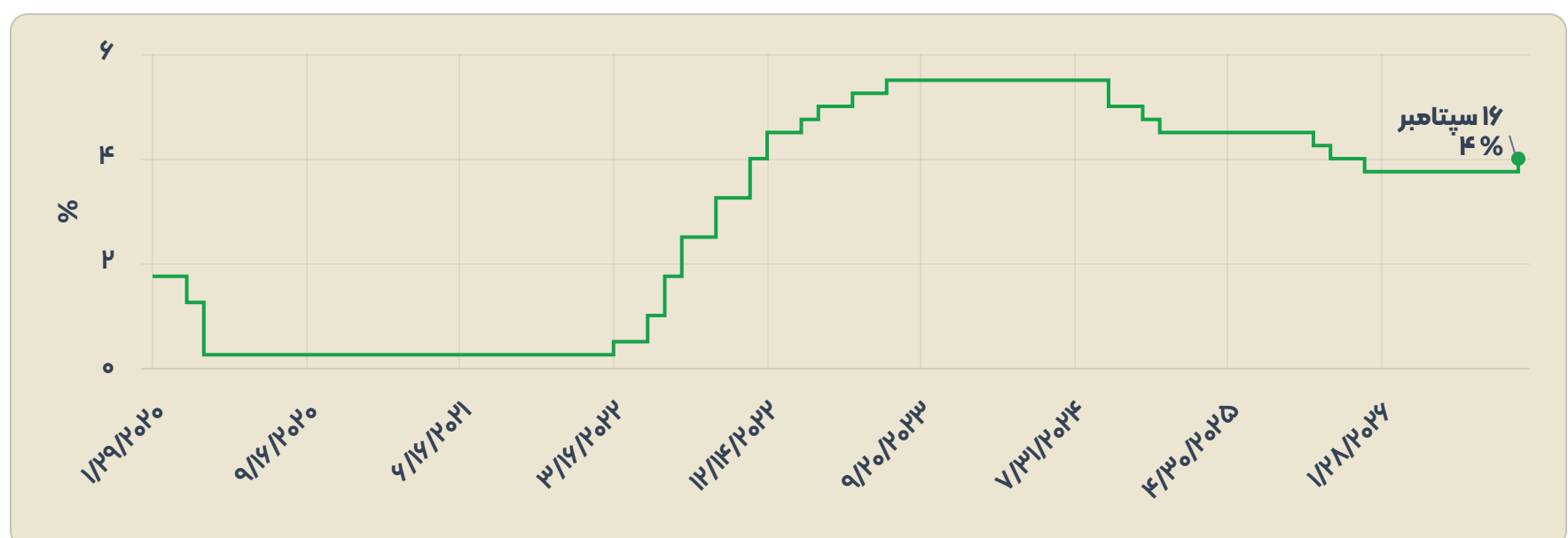
جنگ میان ایران و آمریکا و اختلال در جریان عرضه نفت، در ماه‌های اخیر بازار انرژی را تحت فشار قرار داده است. انرژی یکی از نهاده‌های اصلی تولید است و افزایش هزینه آن از یک سو هزینه حمل‌ونقل و توزیع کالا را بالا برده و از سوی دیگر هزینه تولید بنگاه‌ها را افزایش می‌دهد. در نتیجه، افزایش قیمت انرژی می‌تواند ابتدا قیمت کالاها و خدمات را بالا برده و سپس از طریق انتقال این هزینه‌ها به مصرف‌کننده، فشار بیشتری بر شاخص قیمت مصرف‌کننده وارد کند.

به این ترتیب، شوک اولیه نفت می‌تواند وارد یک چرخه تورمی شود؛ افزایش قیمت انرژی هزینه تولید و حمل‌ونقل را بالا می‌برد، قیمت کالاها و خدمات افزایش پیدا می‌کند و رشد عمومی قیمت‌ها دوباره CPI را تحت فشار قرار می‌دهد. این همان بخشی از تورم است که منشأ آن در سمت عرضه قرار دارد.

دولت آمریکا در واکنش به این شوک تلاش کرده است با افزایش عرضه نفت و استفاده از ذخایر استراتژیک، فشار موجود در بازار انرژی را کاهش دهد. در همین راستا، وزارت انرژی آمریکا در سال جاری برنامه‌ای برای عرضه گسترده نفت از ذخایر استراتژیک را پیش برده که بخشی از یک اقدام هماهنگ بزرگ‌تر میان کشورهای عضو آژانس بین‌المللی انرژی بوده است. با این حال، شدت اختلال در بازار جهانی نفت باعث شد این اقدامات نتواند به‌طور کامل فشار قیمتی ناشی از شوک عرضه را خنثی کند.

در چنین شرایطی، فدرال رزرو با یک مسئله دشوار مواجه شد. افزایش نرخ بهره یکی از ابزارهای اصلی برای مقابله با تورم است، اما اثرگذاری این ابزار زمانی بیشتر است که بخش مهمی از فشار تورمی از سمت تقاضا ایجاد شده باشد. افزایش نرخ بهره با گران‌تر کردن اعتبار، کاهش مصرف و سرمایه‌گذاری و محدود کردن تقاضای کل، به کاهش فشار تقاضایی بر قیمت‌ها کمک می‌کند. اما زمانی که منشأ اولیه افزایش قیمت‌ها، جهش هزینه انرژی و اختلال در عرضه باشد، نرخ بهره نمی‌تواند مستقیماً قیمت نفت را کاهش دهد یا اختلال در زنجیره عرضه را برطرف کند.

نرخ بهره آمریکا



باین‌حال، فدرال رزرو به افزایش نرخ بهره روی آورد تا تورم و انتظارات تورمی را تا حدی مورد کنترل قرار دهد. اتفاقی که روی افزایش بازدهی اوراق قرضه نیز اثرگذار است. هرچند بازده اوراق خزانه پیش از اعلام افزایش نرخ نیز صعود کرده بود. این موضوع نشان می‌دهد بازار پیش‌پیش بخشی از اثر سیاست پولی انقباضی را در قیمت اوراق منعکس کرده است. در صورتی که انتظارات برای تداوم نرخ‌های بالا تقویت شود، فشار بر بازار اوراق می‌تواند ادامه پیدا کند و نرخ‌های بازده در سطوح بالاتری تثبیت شوند. در واقع، نرخ بهره بالاتر، بازده دارایی بدون‌ریسک را افزایش می‌دهد و در نتیجه برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های پرریسک، از جمله سهام، نرخ بازده بالاتری مطالبه می‌شود.

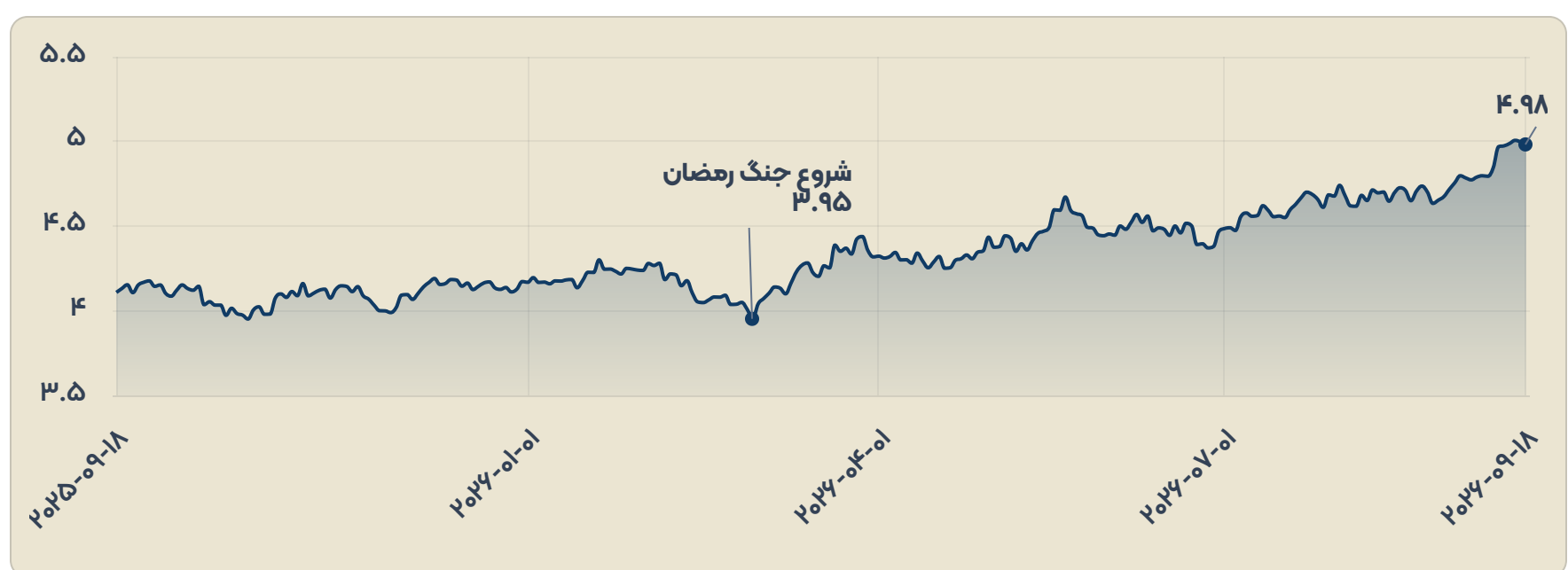
از این منظر، بازار سهام آمریکا یکی از نخستین بازارهایی است که می‌تواند تحت فشار قرار گیرد. افزایش نرخ بدون‌ریسک، ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی شرکت‌ها را کاهش می‌دهد و همزمان جذابیت نسبی اوراق خزانه را افزایش می‌دهد. به همین دلیل، تداوم افزایش بازده اوراق می‌تواند به کاهش ارزش‌گذاری سهام و خروج بخشی از سرمایه از بازارهای پرریسک منجر شود. در روزهای اخیر نیز همزمان با جهش بازده اوراق خزانه، شاخص‌های اصلی سهام آمریکا تحت فشار قرار گرفته‌اند.

اثر این روند تنها به بازارهای مالی محدود نمی‌شود. کاهش قیمت سهام می‌تواند از طریق اثر ثروت، بخشی از قدرت و تعادل خانوارها به مصرف را کاهش دهد. از سوی دیگر، نرخ‌های بهره بالاتر هزینه تأمین مالی خانوارها و بنگاه‌ها را افزایش می‌دهد؛ در نتیجه تقاضا برای وام و همچنین امکان تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. بنابراین، سیاست پولی انقباضی می‌تواند همزمان از دو مسیر کاهش مصرف و کاهش سرمایه‌گذاری، تقاضای کل اقتصاد را تحت فشار قرار دهد.

در بخش بانکی نیز افزایش نرخ بهره، هم توان و هم میل بانک‌ها و مؤسسات مالی به اعطای تسهیلات را کاهش می‌دهد. همزمان، هزینه تأمین منابع افزایش یافته و در نتیجه هزینه وام و تسهیلات برای خانوارها و بنگاه‌ها بالا می‌رود. افزایش هزینه استقراض باعث می‌شود بخشی از خانوارها و بنگاه‌ها از دریافت وام صرف‌نظر کنند و تقاضا برای اعتبار کاهش یابد. در ادامه، کاهش دسترسی و تقاضا برای تسهیلات، مصرف و سرمایه‌گذاری را محدود کرده و از این مسیر فشار رکودی بر اقتصاد تشدید می‌شود.

در نهایت، ترکیب نرخ بهره بالاتر، هزینه تأمین مالی بیشتر و کاهش احتمالی تقاضای جهانی می‌تواند بر کامودیتی‌های صنعتی نیز فشار وارد کند. کاهش فعالیت اقتصادی و سرمایه‌گذاری معمولاً به معنای کاهش تقاضا برای کالاهایی مانند مس، آلومینیوم و سایر فلزات صنعتی است و می‌تواند قیمت آنها را پایین بیاورد. با این حال، طلا و نفت را باید از این قاعده جدا کرد؛ زیرا طلا علاوه بر تقاضای صنعتی، تحت تأثیر نااطمینانی و تقاضای پناهگاه امن قرار دارد و نفت نیز در شرایط فعلی بیش از سایر کامودیتی‌ها از ریسک‌های ژئوپلیتیک و اختلال عرضه اثر می‌پذیرد. در چند روز اخیر نیز طلا در حالی رشد کرده است که فدرال رزرو، نرخ بهره سیاستی خود را افزایش داده است.

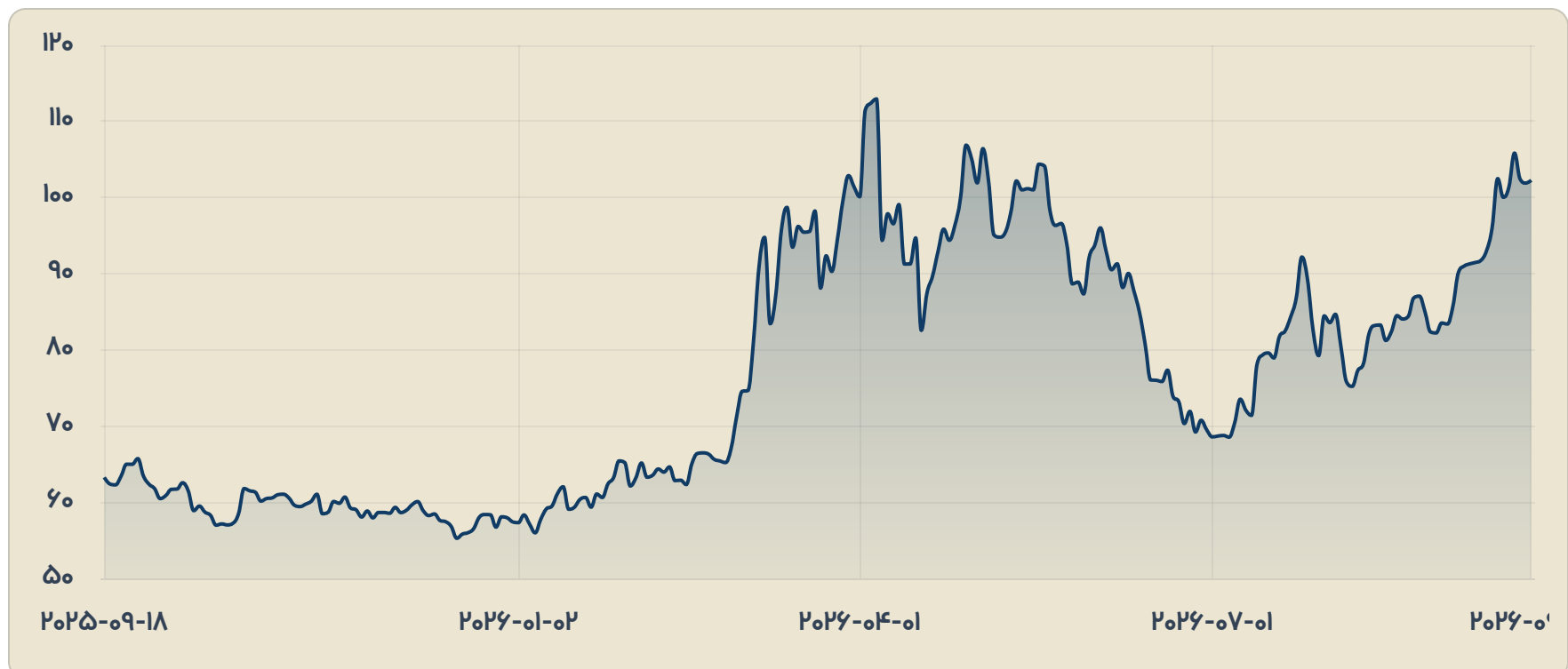
نرخ بازدهی اوراق قرضه ۱۰ ساله آمریکا



در مجموع، تداوم سیاست پولی انقباضی می‌تواند ریسک ایجاد یک بحران اقتصادی در داخل آمریکا و جهان را افزایش دهد. افزایش نرخ بهره، همزمان هزینه تأمین مالی را بالا می‌برد، دسترسی به اعتبار را محدود می‌کند و ارزش‌گذاری دارایی‌های پرریسک را تحت فشار قرار می‌دهد. در صورتی که این روند به کاهش محسوس مصرف، سرمایه‌گذاری و فعالیت بنگاه‌ها منجر شود، فشار موجود در بازارهای مالی می‌تواند به بخش واقعی اقتصاد منتقل شده و کاهش رشد اقتصادی و افزایش بیکاری را به دنبال داشته باشد. به این ترتیب، چنانچه سیاست نرخ بهره بالا برای مدت طولانی ادامه پیدا کند، فشاری که با هدف کنترل تورم ایجاد شده است می‌تواند در صورت تشدید بیش از حد، به تضعیف فعالیت اقتصادی و افزایش ریسک رکود در آمریکا منجر شود.

نفت ۱۰۰ دلاری؛ هرمز تا کجا قیمت‌ساز می‌ماند؟

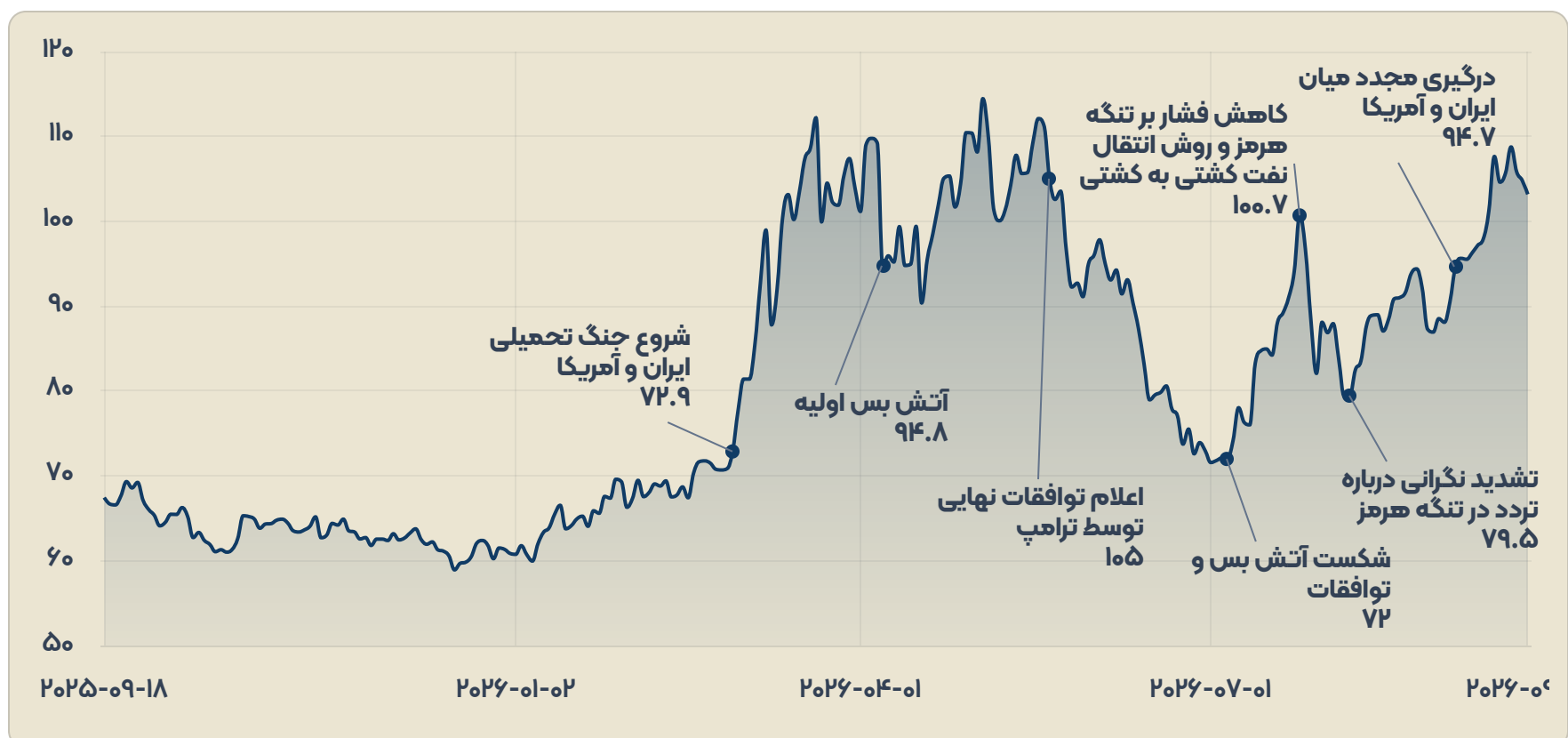
نفت خام WTI (دلار)



قیمت نفت برنت در معاملات پایان هفته به محدوده ۱۰۴ دلار و نفت خام آمریکا به حدود ۱۰۲ دلار در هر بشکه عقب نشست و برای سومین روز متوالی کاهش یافت. مهم‌ترین عامل فشار بر قیمت، گزارش‌ها درباره برنامه عربستان برای بازگرداندن بخشی از ظرفیت خط لوله شرق به غرب در چند روز آینده و تکمیل ظرفیت آن طی حدود شش هفته بود؛ مسیری که می‌تواند بخشی از صادرات نفت عربستان را از تنگه هرمز دور کند.

در آمریکا نیز ذخایر نفت خام با ۶۴۰ هزار بشکه کاهش به ۴۲۳.۴ میلیون بشکه رسید، اما کاهش ذخایر کمتر از انتظار بازار بود. در مجموع، چشم‌انداز بازگشت بخشی از ظرفیت خط لوله عربستان و ادامه محدود جریان نفت از تنگه هرمز، بخشی از نگرانی‌های مربوط به کمبود عرضه را کاهش داده و به افت قیمت‌ها کمک کرده است؛ با این حال، تشدید تنش‌ها و اختلال شدید در تردد از تنگه هرمز همچنان ریسک عرضه را بالا نگه داشته و از افت بیشتر قیمت نفت جلوگیری می‌کند.

نفت برنت (دلار)



تحولات مهم بازار نفت در شش ماه اخیر

۱. اواخر فوریه و آغاز مارس ۲۰۲۲ | شروع جنگ و شوک اولیه عرضه

با آغاز حملات مشترک آمریکا و اسرائیل به ایران در ۹ اسفند، بازار نفت با شدیدترین شوک عرضه سال‌های اخیر مواجه شد. اختلال در زیرساخت‌های انرژی منطقه و تقریباً متوقف شدن تردد نفتکش‌ها از تنگه هرمز، نگرانی درباره دسترسی بازار جهانی به نفت خلیج فارس را به شدت افزایش داد. نزدیک به ۲۰ میلیون بشکه در روز از جریان نفت و فرآورده‌های نفتی از مسیر هرمز تحت تأثیر قرار گرفت و قیمت نفت برنت در روزهای ابتدایی بحران به نزدیکی ۱۲۰ دلار رسید.

۲. مارس ۲۰۲۲ | سقوط تولید اوپک و آزادسازی ذخایر استراتژیک

شدت اختلال عرضه در مارس به حدی بود که تولید نفت ۱۲ عضو اوپک نسبت به فوریه حدود ۷.۳ میلیون بشکه در روز کاهش یافت و به ۲۱.۵۷ میلیون بشکه در روز و پایین‌ترین سطح از زمان ژوئن ۲۰۲۰ رسید. عراق به عنوان یکی از بازیگران اصلی نفت در خاورمیانه، به دلیل وابستگی بیشتر به مسیر هرمز، یکی از بزرگ‌ترین کاهش‌های تولید را تجربه کرد.

در واکنش به اختلال عرضه، آژانس بین‌المللی انرژی در ۱۱ مارس با آزادسازی حدود ۴۰۰ میلیون بشکه از ذخایر اضطراری اعضا موافقت کرد. هدف این اقدام، جبران بخشی از کمبود عرضه و جلوگیری از تشدید شوک قیمتی بود. البته قیمت برنت تا ۲۰ مارس تا ۱۱۲ دلار هم افزایش یافت.

۳. اواخر مارس تا آوریل | تداوم اختلال و ماندگاری قیمت‌های بالا

با ادامه جنگ و محدود ماندن عبور نفتکش‌ها از هرمز، نگرانی از طولانی شدن اختلال عرضه پابرجا ماند. در ۳۰ آوریل، افزایش نگرانی‌ها درباره محاصره بنادر ایران باعث جهش بیش از ۶ درصدی قیمت نفت شد؛ به طوری که برنت در پایان معاملات به حدود ۱۱۸ دلار رسید.

۴. آوریل و می | واکنش اوپک‌پلاس و افزایش عرضه اسهی

اوپک‌پلاس در واکنش به شرایط بازار، روند افزایش تدریجی تولید را ادامه داد. با این حال، افزایش سهمیه‌ها الزاماً به افزایش متناسب عرضه واقعی منجر نشد؛ زیرا محدودیت‌های زیرساختی و اختلال در حمل‌ونقل از هرمز، توان اعضا برای رساندن نفت به بازار را محدود کرده بود. در نتیجه، شکاف میان ظرفیت تولید و عرضه قابل‌دسترس افزایش یافت.

۵. می و ژوئن | کاهش تدریجی فشار عرضه و بازگشت بخشی از جریان نفت

با کاهش نسبی شدت درگیری‌ها و بهبود تدریجی عبور نفتکش‌ها، بخشی از عرضه از دست‌رفته به بازار بازگشت. در نتیجه، فشار صعودی ناشی از شوک اولیه عرضه کاهش یافت. در ژوئن، برنت که در ابتدای ماه حدود ۹۵ دلار بود، تا پایان ماه تا محدوده ۷۳ دلار عقب نشست.

۶. ژوئن و جولای | بازگشت نفت به محدوده پیش از جنگ

تا اوایل جولای، افزایش تولید جهانی، کاهش قیمت فروش نفت عربستان و احیای نسبی صادرات از مسیر هرمز باعث شد قیمت نفت تقریباً به سطوح پیش از جنگ بازگردد. برنت در ۶ ژوئیه حدود ۷۲ دلار معامله شد. هم‌زمان، اوپک‌پلاس افزایش بیشتر تولید را برای آگوست تصویب کرد.

۷. جولای | بازگشت ناگهانی ریسک ژئوپلیتیک

در اواسط جولای، با تشدید مجدد تنش‌ها میان آمریکا و ایران و اعلام بسته شدن تنگه هرمز، قیمت نفت بار دیگر جهش کرد. در ۱۳ جولای، برنت نزدیک به ۱۰ درصد افزایش یافت و به حدود ۸۳ دلار رسید و در ۲۳ جولای از ۱۰۰ دلار عبور کرد. این اتفاق نشان داد حتی پس از بازگشت نسبی بازار به تعادل، ریسک هرمز همچنان می‌تواند در کوتاه‌مدت قیمت نفت را به شدت جابه‌جا کند.

۸. آگوست | سازگاری بازار با اختلال هرمز و کاهش نفوذ اوپک پلاس

در آگوست، بخشی از جریان نفت از هرمز مجدداً برقرار شد و برخی تولیدکنندگان توانستند صادرات خود را افزایش دهند. صادرات نفت عراق از حدود ۱.۳۵ میلیون بشکه در روز در جولای به ۲.۳۴ میلیون بشکه در روز در آگوست رسید. با این حال، صادرات همچنان پایین‌تر از سطح بیش از ۳.۳ میلیون بشکه‌ای پیش از جنگ باقی ماند.

در همین دوره، بازار به تدریج با مسیرهای طولانی‌تر و پرهزینه‌تر حمل نفت سازگار شد. افزایش صادرات آمریکا، برزیل، گویان و روسیه نیز بخشی از کمبود عرضه خاورمیانه را جبران کرد. در نتیجه، با وجود اختلال هرمز، قیمت نفت در آگوست زیر ۹۵ دلار باقی ماند. تداوم اختلالات عرضه باعث شد نقش اوپک پلاس در تعیین قیمت نفت نسبت به گذشته کاهش یابد. سهم این گروه از تولید جهانی از بیش از ۴۸ درصد پیش از جنگ به حدود ۴۰ درصد در جولای کاهش یافت. هم‌زمان، کاهش تقاضای چین به یکی از عوامل مهم محدودکننده رشد قیمت نفت تبدیل شد؛ واردات نفت چین حدود ۴۰۰ میلیون بشکه کمتر از سال قبل برآورد شده است.

۹. پایان آگوست و ابتدای سپتامبر | تشدید دوباره درگیری و جهش نفت

در ۳۱ آگوست، حملات جدید آمریکا به اهداف ایرانی در محدوده تنگه هرمز، ریسک اختلال دوباره در عرضه را افزایش داد. قیمت نفت برنت همان روز حدود ۲.۷ درصد رشد کرد و به ۹۰.۴۹ دلار رسید و در دوم سپتامبر از مرز ۹۵ دلار عبور کرد. در این مرحله، افزایش صادرات عراق و عبور بخشی از نفتکش‌ها از هرمز مانع از جهش شدیدتر قیمت شد، اما بازار بار دیگر به وضوح نسبت به ریسک‌های عرضه حساس شده بود. از ۷ سپتامبر، با تشدید حملات و تهدید به هدف قرار دادن زیرساخت‌های انرژی در منطقه، روند صعودی نفت شتاب گرفت. حملات به نفتکش‌ها و کاهش بیشتر تردد در تنگه هرمز، نگرانی درباره کاهش عرضه قابل‌دسترس را افزایش داد. تا ۱۰ سپتامبر، نفت WTI به ۱۰۲ دلار و برنت بیش از ۱۰۷ دلار رسید. نخستین بار در این مرحله که هر دو شاخص اصلی نفت به بالای ۱۰۰ دلار رسیدند.

۱۰. ۱۰ سپتامبر تا کنون | اختلال در زیرساخت نفتی عربستان و افزایش ریسک کمبود عرضه

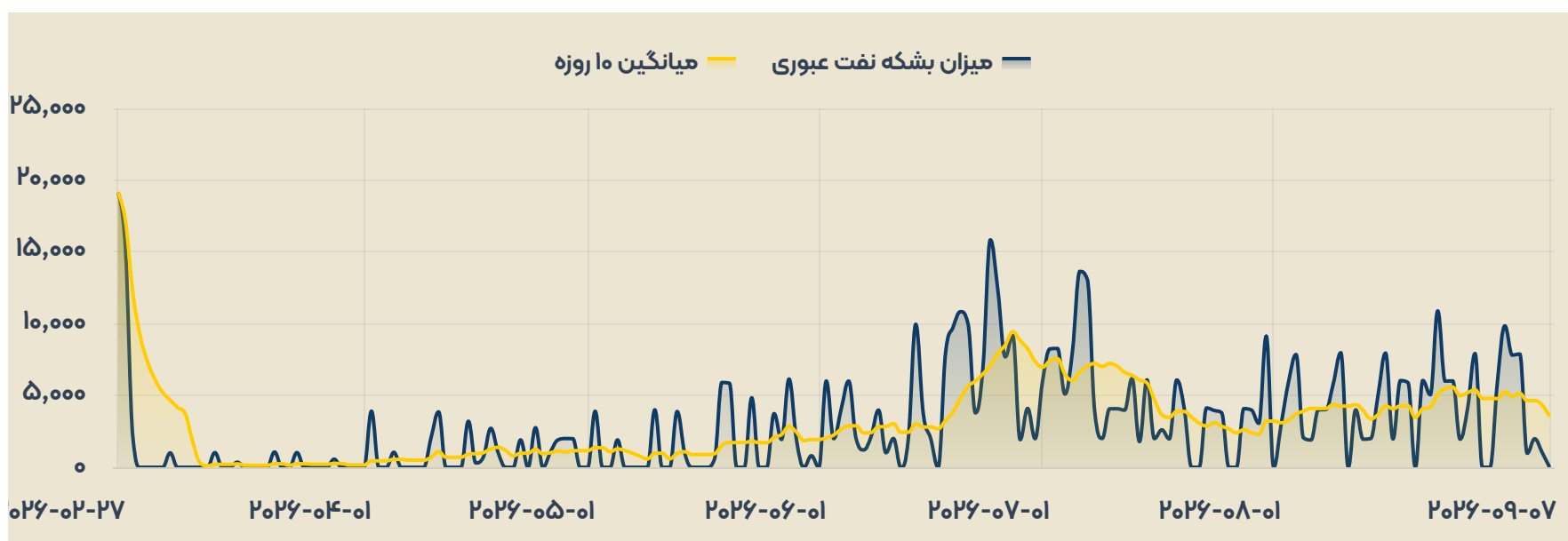
در ادامه، بحران از مسیر دریایی هرمز به زیرساخت‌های جایگزین انتقال نفت نیز سرایت کرد. در ۱۱ سپتامبر، حمله پهپادی به خط لوله شرق به غرب عربستان موجب توقف موقت این مسیر شد؛ خط لوله‌ای که برای انتقال نفت از منطقه خلیج فارس به پایانه دریای سرخ و دور زدن تنگه هرمز اهمیت دارد. این خط لوله روزانه حدود ۴ تا ۵ میلیون بشکه ظرفیت انتقال دارد و اختلال در آن نگرانی درباره کاهش بیشتر عرضه جهانی را افزایش داد.

بدین ترتیب از ۱۰ تا ۱۵ سپتامبر، برنت در محدوده بالای ۱۰۵ دلار معامله شده است. در حال حاضر، نگرانی اصلی بازار دیگر تنها تنگه هرمز نیست؛ بلکه مجموعه‌ای از گلوگاه‌های انتقال نفت شامل تنگه هرمز، باب‌المندب و مسیرهای جایگزین صادرات عربستان هم‌زمان تحت فشار قرار گرفته‌اند. این وضعیت احتمال ماندگاری قیمت‌های بالا را افزایش داده است.

عبور نفت از تنگه هرمز

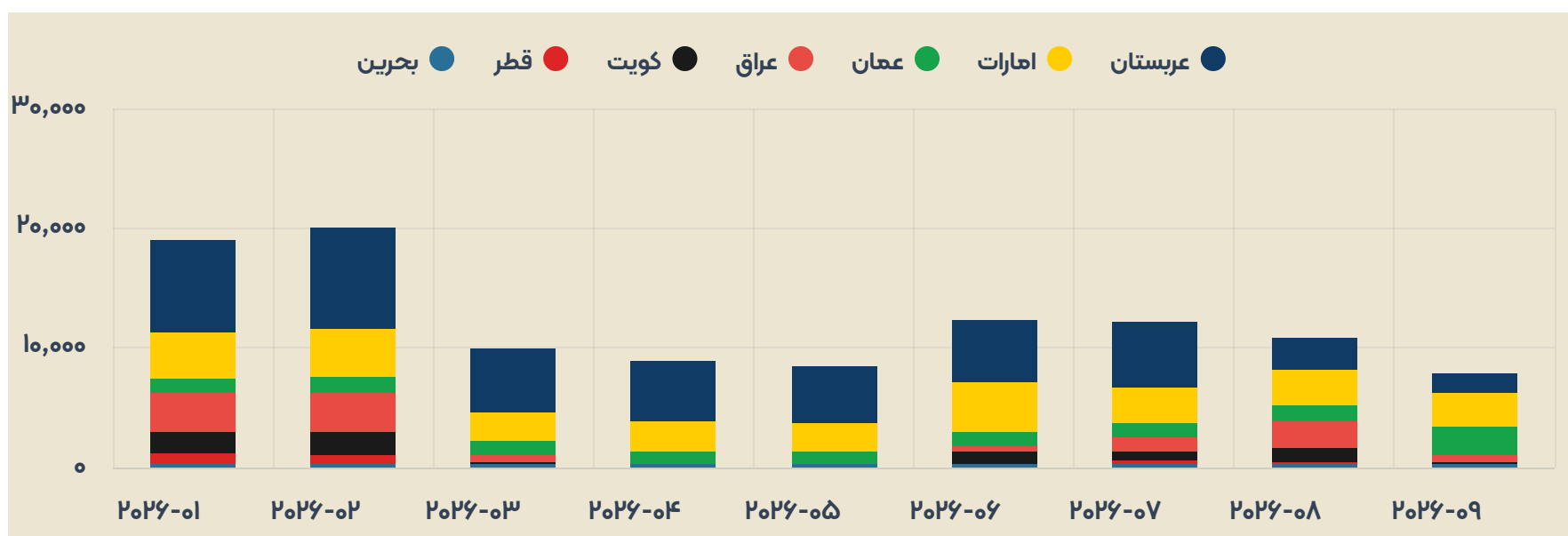
بررسی داده‌های میزان عبور نفت خام از تنگه هرمز نشان می‌دهد که حجم عبور نفت که در ۲۷ فوریه به حدود ۱۹ میلیون بشکه در روز بود، در روزهای ابتدایی جنگ به سرعت کاهش یافت و در چندین روز متوالی به صفر رسید. بررسی میانگین متحرک ۱۰ روزه نیز این تغییر را به خوبی نشان می‌دهد؛ این شاخص از حدود ۱۹.۱ میلیون بشکه در روز در ۲۷ فوریه به حدود ۷.۳ میلیون بشکه در روز در ۳ مارس و سپس به کمتر از ۲۰۰ هزار بشکه در روز در اواسط مارس رسید. در ماه مارس، متوسط عبور روزانه نفت تنها حدود ۲۲۹ هزار بشکه بود که در مقایسه با سطح ثبت شده پیش از جنگ، بیانگر اختلالی کم‌سابقه در جریان انتقال نفت از این مسیر راهبردی بود. بنابراین، در ماه مارس، مسئله اصلی نه کاهش تدریجی، بلکه توقف‌های مکرر و کاهش شدید ظرفیت عبور نفت از تنگه بود.

میزان نفت عبوری از تنگه هرمز (هزار بشکه)



با این حال، از ماه آوریل روند عبور نفت به تدریج وارد مرحله‌ای متفاوت شد و جریان‌های نفتی به صورت مقطعی از سر گرفته شدند. متوسط عبور روزانه از حدود ۱ میلیون بشکه در آوریل به ۱.۵ میلیون بشکه در ماه می و بیش از ۵ میلیون بشکه در ژوئن افزایش یافت. جهش اصلی در نیمه دوم ژوئن اتفاق افتاد؛ به طوری که در برخی روزها حجم عبور به بیش از ۱۵ میلیون و حتی ۱۵ میلیون بشکه رسید و میانگین متحرک ۱۰ روزه در اواخر ژوئن تا حدود ۹.۴ میلیون بشکه در روز افزایش یافت. این روند در جولای نیز ادامه پیدا کرد، هرچند شدت آن به دلیل تشدید مجدد تنش‌ها کاهش یافت و میانگین ماهانه عبور به حدود ۴.۶ میلیون بشکه در روز رسید. این شرایط در آگوست و هفته آغازین سپتامبر ادامه دار بود. به طور کلی، داده‌ها نشان می‌دهد که تنگه هرمز پس از شوک اولیه جنگ به طور کامل به وضعیت پیش از جنگ بازنگشته، اما از یک وضعیت نزدیک به توقف در ماه‌های مارس و آوریل، به مسیری با عبور مجدد و البته نوسانی نفت تبدیل شده است.

صادرات نفت کشورهای خاورمیانه (میلیون بشکه در روز)



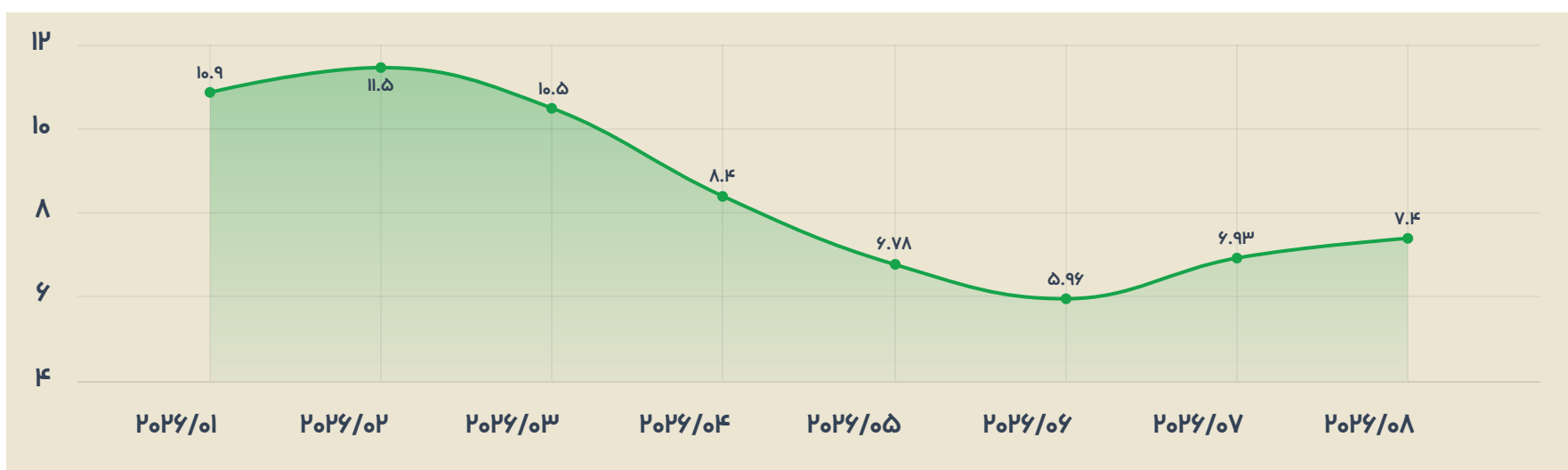
تطبیق این روند با داده‌های صادرات نفت کشورهای خاورمیانه نیز ابعاد اقتصادی اختلال ایجادشده را روشن‌تر می‌کند. مجموع صادرات نفت کشورهای موجود در داده دوم، از حدود ۲۲.۷ میلیون بشکه در روز در فوریه به ۱۱.۸ میلیون بشکه در مارس و ۱۰.۴ میلیون بشکه در آوریل کاهش یافت و در ماه می به حدود ۸.۷ میلیون بشکه رسید؛ یعنی همزمان با کاهش شدید عبور از هرمز، صادرات نفت منطقه نیز افت قابل‌توجهی را تجربه کرد. در ادامه، با افزایش مجدد عبور از تنگه، صادرات منطقه نیز تا حدود ۱۳.۲ میلیون بشکه در روز در ژوئن و ۱۳.۲ میلیون بشکه در جولای افزایش یافت، اگرچه در اگوست و سپتامبر دوباره به ترتیب به حدود ۱۱.۲ و ۸.۱ میلیون بشکه در روز کاهش پیدا کرد. در این میان، کاهش صادرات عربستان سعودی، عراق، و کویت در ماه‌های پس از آغاز جنگ، در کنار تغییرات صادرات امارات متحده عربی، نقش مهمی در افت کل صادرات منطقه داشته است. صادرات نفت عربستان پس از آغاز جنگ تقریباً نصف شد و از ۸.۵ میلیون بشکه در روز در فوریه به ۴.۶ میلیون بشکه در می و ۲.۷ میلیون بشکه در روز در آگوست رسید. امارات نیز که در فوریه بیش از ۴ میلیون بشکه در روز صادرات داشت، در ماه‌های اخیر بین ۲ تا ۳ میلیون بشکه در روز صادرات داشته است. از سمت دیگر، صادرات عمان (به دلیل دسترسی به آب‌های آزاد و عدم نیاز به تنگه هرمز) دستخوش تغییر چندانی نشد، در حالی که میزان صادرات کشورهایی مثل قطر، عراق و کویت در میانه سال کمتر از یک‌دهم ماه فوریه شد. (از ۱ تا ۲ میلیون بشکه در روز به چند ده هزار بشکه در روز رسید).

در مجموع، داده‌ها نشان می‌دهد که جنگ نه‌تنها جریان فیزیکی نفت از تنگه هرمز را به‌شدت مختل کرد، بلکه در ماه‌های نخست با کاهش محسوس عرضه صادراتی کشورهای وابسته به این مسیر همراه شد. با احیای تدریجی عبور نفت، بخشی از جریان صادرات نیز بازگشت، هرچند تا سپتامبر هنوز سطح عبور از تنگه و مجموع صادرات منطقه با سطوح ابتدای سال فاصله داشت.

تقاضای نفت چین

از سمت دیگر، تقاضای نفت چین نیز به شدت بر وضعیت حال و آینده قیمت نفت اثرگذار است. چین در نیمه اول سال عملاً بخشی از شوک وارده از سمت عرضه را با کاهش خرید خود خنثی کرد. واردات دریایی نفت چین از ۱۱.۴۷ میلیون بشکه در روز در فوریه به ۵.۹۶ میلیون در ژوئن سقوط کرد. اما از جولای، با کاهش نسبی اختلال هرمز و دسترسی بیشتر به محموله‌های جایگزین، واردات شروع به افزایش کرد و در آگوست به ۷.۱۴ میلیون بشکه رسید. طبق برآوردها انتظار می‌رود واردات دریایی چین تا پایان سپتامبر به ۸.۵ تا ۹ میلیون بشکه در روز برسد. این یعنی همان عاملی که در ماه‌های ابتدایی به تعدیل فشار بازار کمک می‌کرد، اکنون اثری معکوس بر بازار می‌گذارد. این امر در کنار تشدید شوک عرضه به دلیل از کار افتادن خط لوله نفتی عربستان، تغییر پارادایم در منطقه باب‌المندب و تشدید درگیری حول تنگه هرمز، بیش از پیش حساسیت قیمت نفت را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد.

میزان واردات نفت چین (میلیون بشکه)



طلا؛ جنگ، تورم و فدرال رزرو در میدان نبرد

اونس جهانی طلا (دلار)

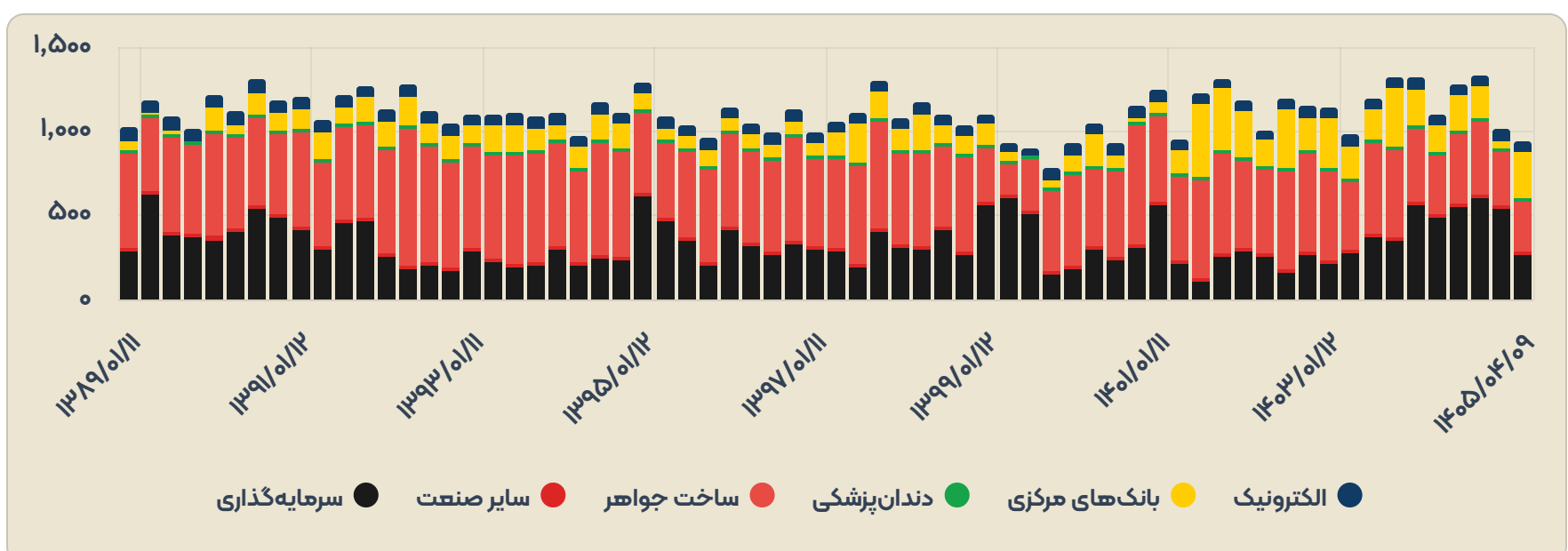


قیمت طلا در معاملات پنج‌شنبه و جمعه با بازگشت به بالای ۴۳۵۰ دلار در هر اونس بخشی از افت ابتدای هفته را جبران کرد، اما همچنان تحت تأثیر افزایش نرخ بهره آمریکا قرار دارد. فدرال رزرو چهارشنبه شب نرخ بهره را از ۳.۷۵ به ۴ درصد افزایش داد؛ که نخستین افزایش نرخ بهره در سه سال اخیر بود. همزمان، اظهارات کوین وارث، رئیس فدرال رزرو، بر تداوم نگرانی درباره تورم تأکید داشت و سیگنال افزایش مجدد نرخ بهره در ادامه سال را تقویت کرد. این رویکرد از طریق افزایش بازده دارایی‌های بدون ریسک و تقویت دلار، هزینه فرصت نگهداری طلا را بالا می‌برد و فشار نزولی بر فلز زرد ایجاد می‌کند.

در مقابل، ریسک ژئوپلیتیک همچنان مهم‌ترین عامل حمایت از طلاست. ادامه تنش‌های خاورمیانه، حملات به زیرساخت‌های انرژی عربستان و اختلال شدید در تردد کشتی‌ها از تنگه هرمز، ریسک اختلال در عرضه انرژی و تشدید تورم جهانی را بالا نگه داشته است. هرچند جریان صادرات کاملاً متوقف نشده، اما کاهش شدید تردد کشتی‌ها همچنان بر نااطمینانی بازار افزوده است. از سوی دیگر، افزایش تقاضای بانک‌های مرکزی نیز یک پشتوانه ساختاری برای طلا ایجاد کرده؛ خرید خالص بانک‌های مرکزی در سه‌ماهه دوم ۲۰۲۴ نسبت به فصل نخست افزایش قابل‌توجهی داشت.

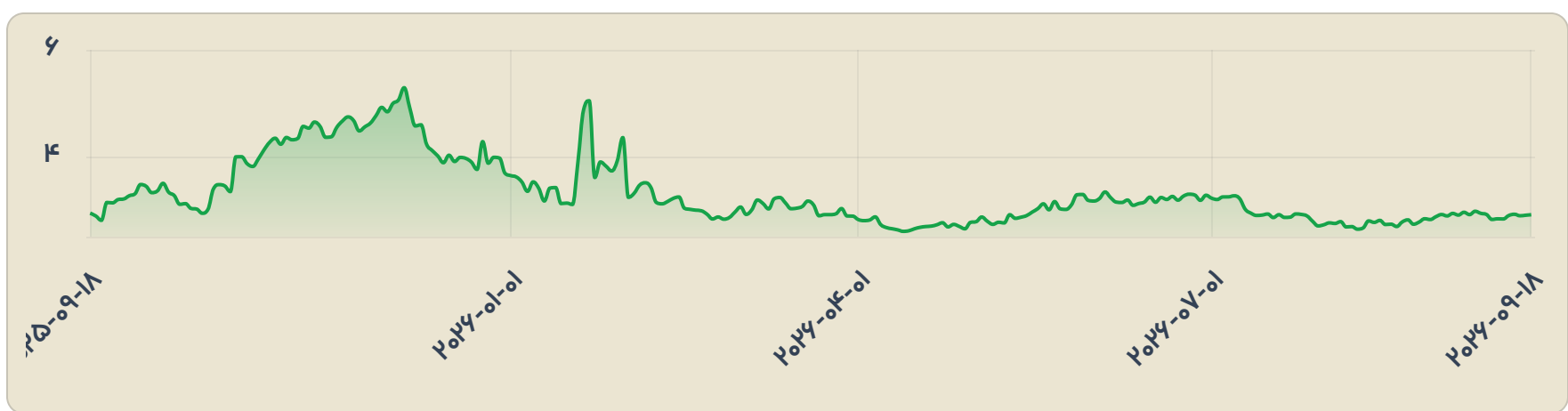
در نتیجه، بازار طلا در شرایطی قرار گرفته که افزایش نرخ بهره و دلار قوی‌تر از یک سو و نااطمینانی ژئوپلیتیک، ریسک تورمی و خرید بانک‌های مرکزی از سوی دیگر بر قیمت اثر می‌گذارند. بنابراین، در کوتاه‌مدت واکنش طلا بیش از آنکه تابع یک روند یک‌طرفه باشد، به شدت و تداوم هر یک از این دو نیرو وابسته خواهد بود؛ به‌ویژه مسیر بعدی سیاست پولی آمریکا و تحولات بازار انرژی می‌تواند جهت حرکت قیمت را تعیین کند.

سهم بخش‌های مختلف از تقاضای طلا (تن)



کامودیتی‌ها در هفته پیش‌رو؛ جنگ انرژی کدام بازار را تکان می‌دهد؟

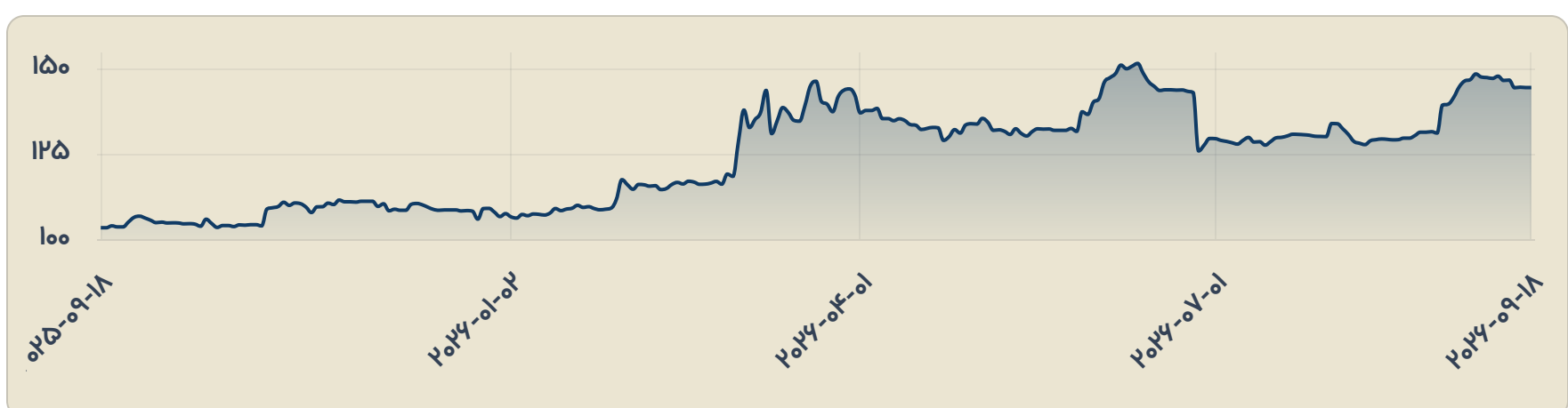
گاز طبیعی (دلار)



قیمت گاز طبیعی آمریکا در هفته جاری تحت تأثیر تغییر چشم‌انداز تقاضا و تداوم تولید بالا قرار گرفت. قیمت گاز روز جمعه رشد هفتگی ۰.۶ درصدی را به ثبت رساند و به حدود ۲.۹۱ دلار به ازای هر میلیون واحد حرارتی بریتانیا (MMBtu) رسید. پیش‌بینی‌های جدید هواشناسی از خنک‌تر شدن هوا در مناطق جنوبی و جنوب‌شرقی آمریکا حکایت دارد. این تغییر می‌تواند مصرف گاز نیروگاه‌ها برای تولید برق و تأمین سرمایش را محدود کند.

در مقابل، بر اساس گزارش اداره اطلاعات انرژی آمریکا، افزایش ذخایر در هفته منتهی به ۱۱ سپتامبر کمتر از میانگین بوده و مازاد ذخایر نسبت به میانگین پنج‌ساله از ۱۴۸ به ۱۱۸ میلیارد فوت مکعب کاهش یافته است. گرمای دیر هنگام فصل تابستان و افزایش مصرف نیروگاه‌ها از عوامل این کاهش عنوان شده است. بنابراین، اثر کاهش مصرف گاز بر قیمت‌ها به دلیل کمبود ذخایر تا حد قابل‌توجهی خنثی می‌شود و چشم‌انداز قیمت همچنان تحت تأثیر این دو نیروی متضاد و البته تولید بالای گاز قرار گرفته است.

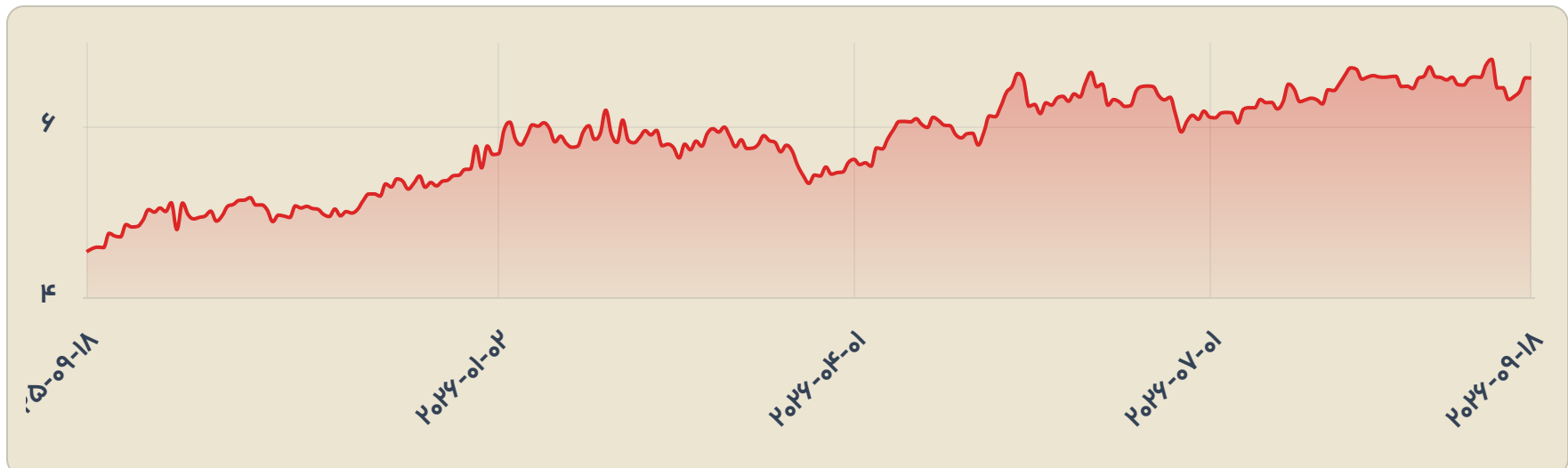
زغال سنگ (دلار)



بازار جهانی زغال‌سنگ در هفته گذشته با افت ۲.۳ درصدی همراه شد و قیمت از ۱۴۸ دلار به ۱۴۴.۶۵ دلار در هر تن رسید؛ با این حال، قیمت‌ها همچنان نزدیک به بالاترین سطح سه ماه اخیر قرار دارند. مهم‌ترین عامل حمایت‌کننده از بازار، تغییر چشم‌انداز تقاضای جهانی است. آژانس بین‌المللی انرژی پیش‌بینی خود از تقاضای زغال‌سنگ در سال جاری را اصلاح کرده و اکنون انتظار دارد مصرف جهانی با رشد ۱.۲ درصدی به رکورد ۸.۹۴ میلیارد تن برسد.

این تغییر عمدتاً از تشدید اختلالات بازار انرژی در پی جنگ خاورمیانه ناشی شده است. کاهش عرضه LNG و افزایش قیمت نفت و گاز، برخی اقتصادهای اروپایی و آسیایی را به استفاده بیشتر از زغال‌سنگ برای تولید برق سوق داده و در چین نیز قیمت بالاتر نفت، مصرف زغال‌سنگ در بخش تولید مواد شیمیایی را افزایش داده است. از سوی دیگر، انتظار می‌رود تولید جهانی زغال‌سنگ در سال ۲۰۲۶ کاهش یابد؛ به‌ویژه آنکه بازرسی‌های ایمنی پس از حادثه معدن در چین، تولید این کشور را محدود کرده است. در مجموع، افت این هفته قیمت زغال سنگ به نسبت اندک بوده و قیمت همچنان در محدوده ۱۴۵ دلار است و کاهش عرضه و بازگشت تقاضا نیز می‌تواند در کوتاه‌مدت مانع افت بیشتر قیمت زغال‌سنگ شود.

مس (دلار)



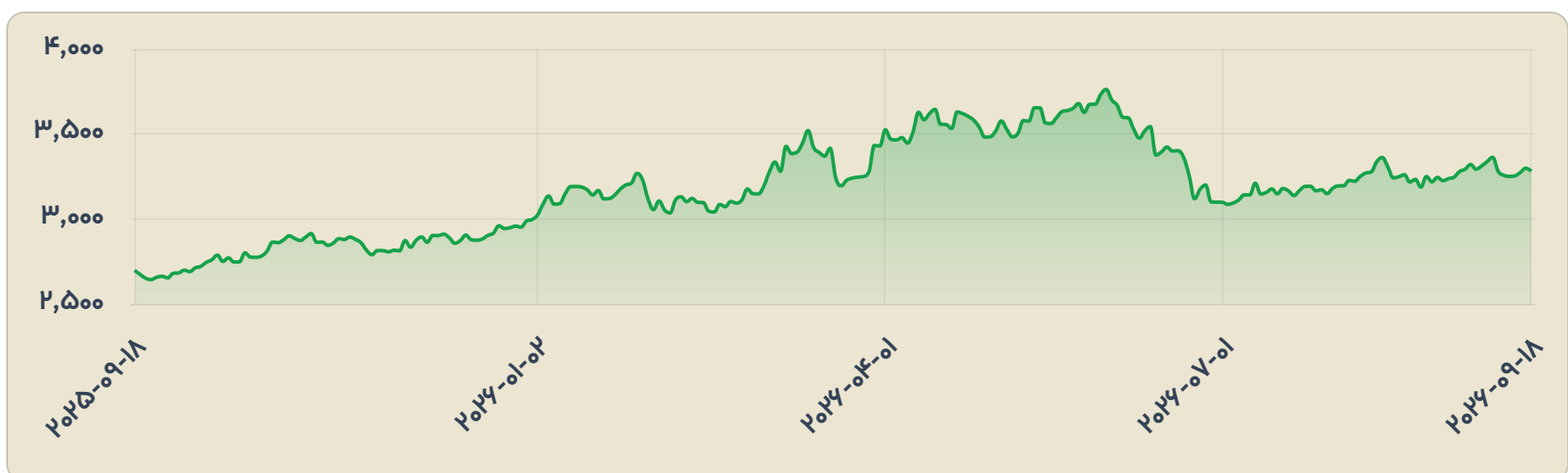
بازار آتی مس در هفته گذشته نوسانات محسوسی را تجربه کرد، اما در نهایت رشدی ۱.۸ درصدی داشت. بهای هر پوند مس که در ابتدای دوره ۶.۴۶ دلار بود، در ۲۳ شهریور تا ۶.۳۳ دلار عقب نشست، اما در ادامه با بهبود عمومی بازار فلزات پایه تا محدوده ۶.۵۸ دلار بازگشت.

فشار نزولی ابتدای هفته عمدتاً تحت تأثیر افزایش انتظارات برای تداوم سیاست پولی انقباضی آمریکا و تقویت دلار شکل گرفت. در همین حال، ورود محموله‌های جدید به انبارهای بورس فلزات لندن و افزایش دسترسی کوتاه‌مدت به مس، از شدت نگرانی‌ها درباره کمبود عرضه کاست. ابهام پیرامون تصمیم دولت آمریکا درباره تعرفه مس تصفیه‌شده نیز بر نوسانات بازار افزود.

در مقابل، افزایش موجودی انبارهای بورس فلزات لندن همچنان یک عامل محدودکننده قیمت است. ورود محموله‌های جدید به انبارهای تحت نظارت LME به بالاترین سطح چهار هفته اخیر رسیده است؛ وضعیتی که از دسترسی نسبتاً مناسب به مس در کوتاه‌مدت حکایت دارد. همچنین، در ابتدای هفته گزارش‌هایی درباره تعویق تصمیم دولت آمریکا در خصوص تعرفه مس تصفیه‌شده، قیمت‌ها را تا پایین‌ترین سطوح چند هفته اخیر عقب راند.

در مجموع، بازار مس در کوتاه‌مدت میان نشانه‌های تقویت تقاضای چین و چشم‌انداز مصرف بلندمدت از یک سو و افزایش موجودی و عرضه قابل‌دسترس در کوتاه‌مدت از سوی دیگر قرار دارد. بنابراین، با وجود حمایت عوامل بنیادی تقاضا و اختلالات عرضه، وضعیت موجودی‌ها همچنان می‌تواند مانعی در برابر تداوم رشد قیمت باشد.

آلومینیوم (دلار)



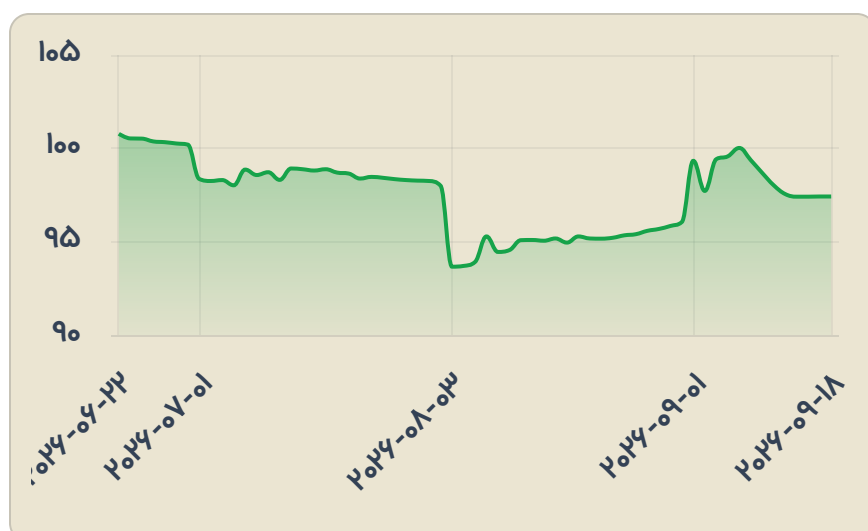
قیمت آلومینیوم در بازار جهانی با عبور از ۳۲۸۰ دلار در هر تن، روند صعودی خود را از کمترین قیمت دو هفته اخیر ادامه داد. مهم‌ترین عامل حمایت‌کننده از رشد قیمت، محدودیت عرضه است. جنگ در خاورمیانه به اختلال در تولید منطقه منجر شده و تولید آلومینیوم کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس در جولای نسبت به مدت مشابه سال قبل ۴۴ درصد کاهش یافته است. این منطقه پیش از آغاز درگیری‌ها حدود ۱۰ درصد از تولید جهانی آلومینیوم را در اختیار داشت.

محدودیت عرضه در بازار فیزیکی نیز در سطح موجودی‌ها منعکس شده است. موجودی آلومینیوم در انبارهای بورس فلزات لندن (LME) همچنان نزدیک به پایین‌ترین سطح ۳۶ سال اخیر قرار دارد و موجودی انبارهای بورس فلزات شانگهای (SHFE) نیز به روند کاهشی خود ادامه داده است. این وضعیت از محدود بودن عرضه قابل‌دسترس در کوتاه‌مدت حکایت دارد و از افزایش قیمت آلومینیوم حمایت می‌کند.

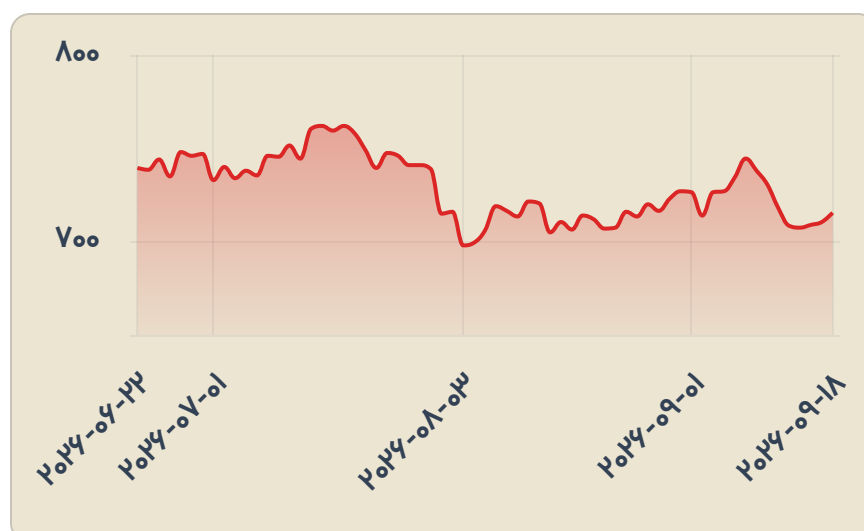
با این حال، چشم‌انداز عرضه می‌تواند در ادامه بهبود پیدا کند. برخی واحدهای ذوب در حال ازسرگیری فعالیت و بازگرداندن ظرفیت‌های متوقف‌شده هستند و برخی تولیدکنندگان نیز پروژه‌های توسعه ظرفیت را دنبال می‌کنند. افزایش صادرات چین نیز می‌تواند بخشی از کمبود ایجادشده در خلیج فارس را جبران کند؛ صادرات آلومینیوم چین در آگوست ۱۷.۲ درصد نسبت به سال قبل افزایش یافت.

افزایش نرخ بهره فدرال رزرو و تقویت دلار نیز در حالت عادی عامل فشار بر کالاهای دلاری محسوب می‌شود، اما در شرایط فعلی محدودیت عرضه باعث شده این عامل اثر کمتری بر قیمت آلومینیوم داشته باشد.

سنگ آهن (دلار)



سنگ آهن چین (یوان)



قیمت سنگ‌آهن در بازار چین با عبور از ۷۱۰ یوان در هر تن، از مقدار حداقلی یک‌ماهه اخیر بازگشت. افزایش خرید فولادسازان چینی در بازار دریایی پیش از تعطیلات طولانی روز ملی در اوایل اکتبر، مهم‌ترین عامل افزایش قیمت بود. حجم معاملات محموله‌های دریایی در ۱۶ سپتامبر با رشد ۴۳ درصدی نسبت به روز قبل به ۱.۴۱ میلیون تن رسید که نشان‌دهنده افزایش تقاضای کوتاه‌مدت برای سنگ‌آهن است.

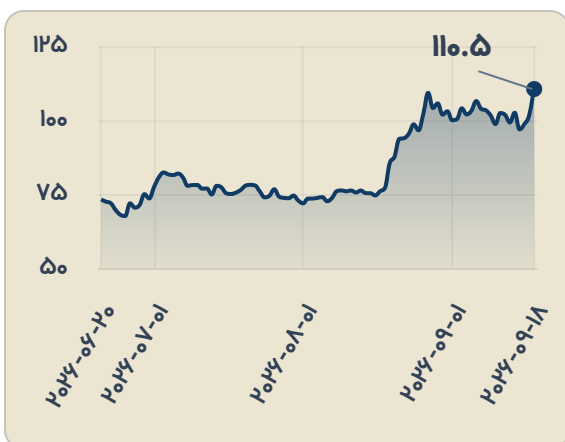
چشم‌انداز تقاضا همچنین تحت تأثیر برنامه برخی فولادسازان چینی برای کاهش تولید قرار گرفته است. کاهش تولید با هدف پایین آوردن موجودی فولاد و متعادل کردن بازار می‌تواند از حاشیه سود تولیدکنندگان حمایت کند و در ادامه به بهبود تقاضا برای سنگ‌آهن منجر شود. سودآوری صنعت فولاد چین در ماه‌های اخیر به شدت کاهش یافته و هزینه‌های بالای تولید در کنار ضعف تقاضای فولاد، فشار زیادی بر تولیدکنندگان وارد کرده است.

همچنین، کاهش مستمر قیمت خانه‌های نوساز در چین در ماه آگوست نشان می‌دهد رکود طولانی بازار املاک همچنان بر مصرف فولاد فشار وارد می‌کند. بنابراین، افزایش خریدهای اخیر تا حد زیادی ماهیت کوتاه‌مدت دارد و تداوم رشد قیمت به بهبود پایدار تقاضای فولاد وابسته خواهد بود.

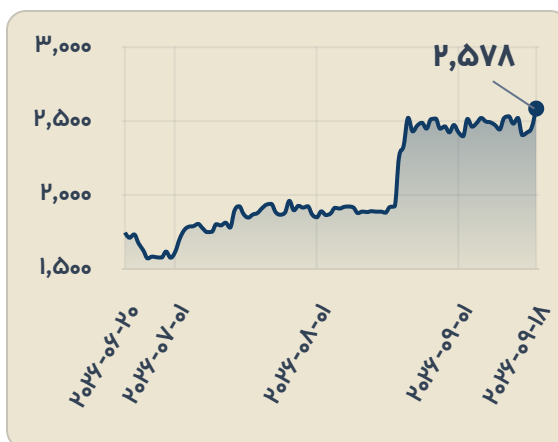
قیمت جهانی سنگ‌آهن نیز در ۱۷ سپتامبر به حدود ۹۷.۴ دلار در هر تن رسید که نسبت به روز قبل تغییر محسوسی نداشت. قیمت این ماده اولیه طی یک ماه گذشته ۲.۳ درصد افزایش یافته، اما همچنان ۷.۴ درصد پایین‌تر از سطح سال گذشته قرار دارد.

کریپتو بعد از شوک فدرال رزرو؛ طمع برمی‌گردد یا ترس؟

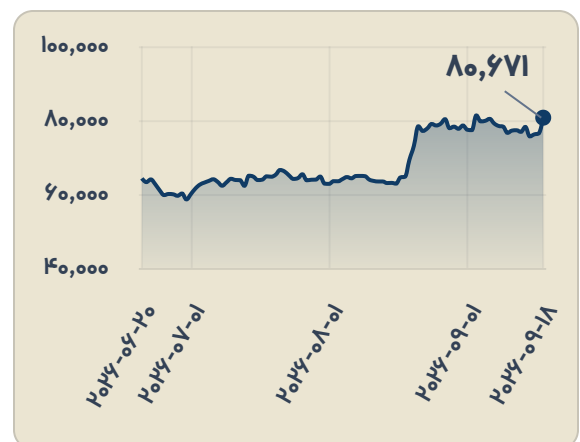
رند سولانا



رند اتریوم



رند بیت‌کوین



بازار رمزارزها در شرایطی وارد نیمه دوم سپتامبر شده که فشارهای کلان بر دارایی‌های پرریسک افزایش یافته است. فدرال رزرو در نشست ۱۶ سپتامبر، نرخ بهره را ۲۵ واحد پایه افزایش داد و دامنه نرخ بهره فدرال را به ۳.۷۵ تا ۴ درصد رساند؛ نخستین افزایش نرخ بهره از سال ۲۰۲۳. این تصمیم در شرایطی اتخاذ شد که تورم همچنان بالاتر از هدف ۲ درصدی قرار دارد و فدرال رزرو بر تداوم فشارهای تورمی تأکید کرده است. همزمان، چشم‌انداز سیاست پولی نیز سخت‌گیرانه‌تر شده است؛ در پیش‌بینی‌های جدید، ۱۶ نفر از ۱۸ سیاست‌گذار فدرال رزرو حداقل یک افزایش دیگر نرخ بهره در سال جاری را متصور شده‌اند. در نتیجه، بازار رمزارزها با محیط نقدینگی دشوارتری مواجه است؛ محیطی که در آن بازده دارایی‌های بدون ریسک همچنان بالا باقی مانده و هزینه سرمایه افزایش می‌یابد.

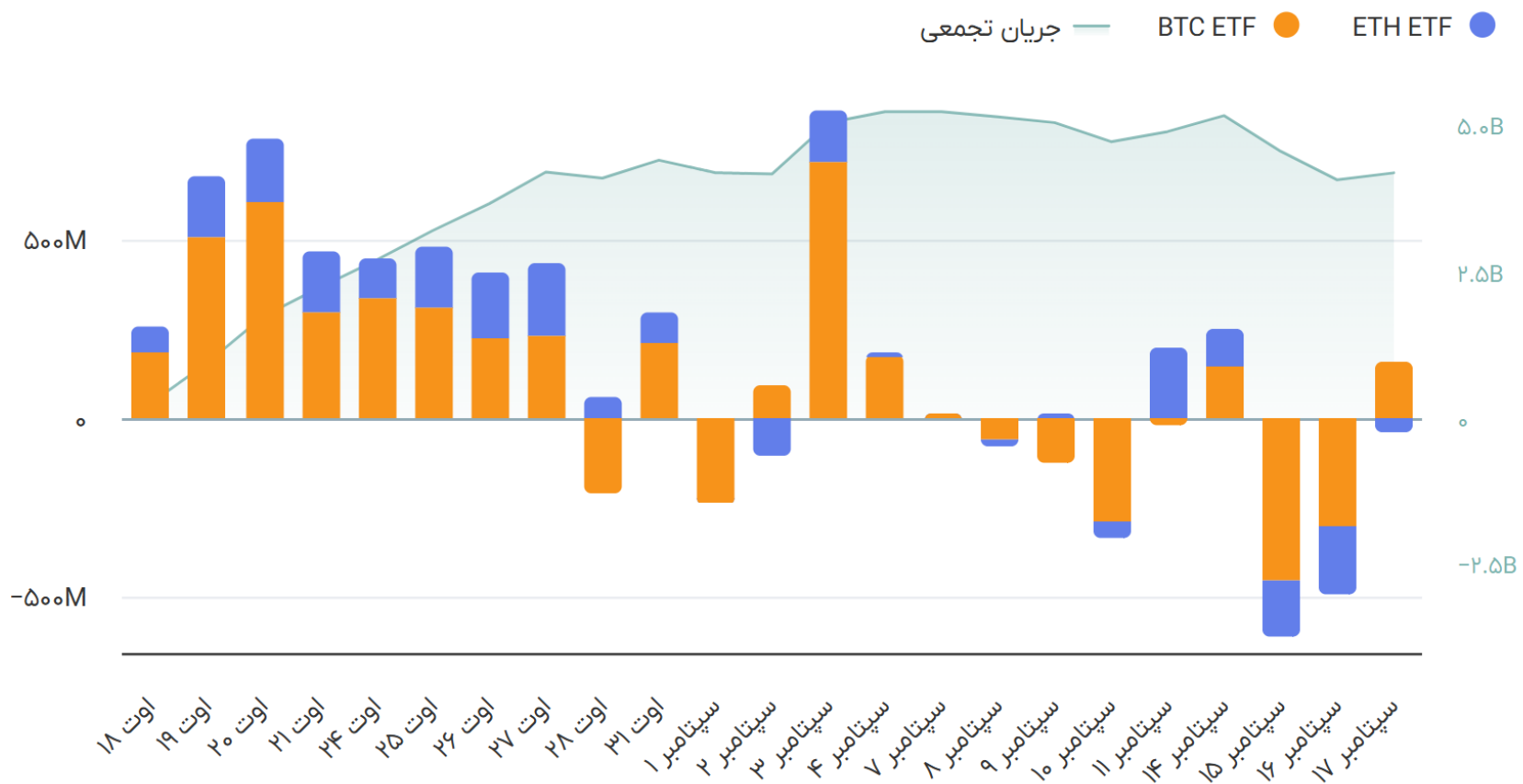
با این حال، واکنش بیت‌کوین به تصمیم فدرال رزرو نسبتاً محدود بود. بیت‌کوین پس از نوسان اولیه در محدوده ۷۵ تا ۷۶.۵ هزار دلار، در روز بعد دوباره به بالای ۷۶ هزار دلار بازگشت. این رفتار نشان می‌دهد که افزایش نرخ بهره تا حد زیادی در قیمت‌ها منعکس شده بود و در کوتاه‌مدت، عوامل دیگری نیز بر مسیر بازار اثرگذارند.

در کنار سیاست پولی، شکست «CLARITY Act» در سنای آمریکا با رأی ۴۹-۵۰، ابهام درباره چارچوب قانونی دارایی‌های دیجیتال را افزایش داده است. این اتفاق در ابتدا بیت‌کوین را تا محدوده ۷۵,۸۰۰ دلار پایین آورد و فشار فروش را در بازار افزایش داد، هرچند قیمت‌ها پس از آن بخشی از افت را جبران کردند.

اکنون بازار رمزارزها در نقطه‌ای قرار گرفته که دو نیروی متفاوت همزمان بر آن اثر می‌گذارند: از یک سو، نرخ بهره ۴ درصدی و احتمال تداوم سیاست انقباضی، هزینه نگهداری دارایی‌های پرریسک را بالا نگه می‌دارد؛ و از سوی دیگر، تحولات قانون‌گذاری و جریان نقدینگی می‌توانند نوسانات مستقل‌تری در بازار ایجاد کنند. بنابراین، برخلاف دوره‌ای که انتظار کاهش نرخ بهره محرک اصلی بازار بود، مسیر رمزارزها در ماه‌های پیش‌رو بیش از گذشته به ترکیبی از تورم، نرخ بهره، بازده اوراق و تحولات مقرراتی وابسته خواهد بود.

تثبیت در میانه روند صعودی

بررسی وضعیت صندوق‌های ETF اسپات در بازه ۱۰ تا ۱۸ سپتامبر، نشان‌دهنده یک فاز استراحت کوتاه‌مدت پس از یک بازیابی قدرتمند است. در این هفته، ارزش کل دارایی‌های تحت مدیریت (AUM) با افت ۱.۸۶ درصدی، از ۱۰۱.۳ به ۹۹.۴۲ میلیارد دلار کاهش یافت. بخش عمده‌ای از این کاهش، نه به دلیل خروج نقدینگی، بلکه ناشی از اصلاح قیمت بیت‌کوین و پس‌زنی از سقف ۸۲ هزار دلاری در پی فشارهای اقتصاد کلان بود. با این حال، مقایسه این آمار با رقم ۷۸.۶ میلیارد دلاری ماه گذشته ثابت می‌کند که این روند صرفاً تخلیه سالم تقاضای هیجانی است و تا زمانی که ارزش این صندوق‌ها بالای مرز ۹۹ میلیارد دلار حفظ شود، خروج کامل سرمایه‌های نهادی منتفی خواهد بود.

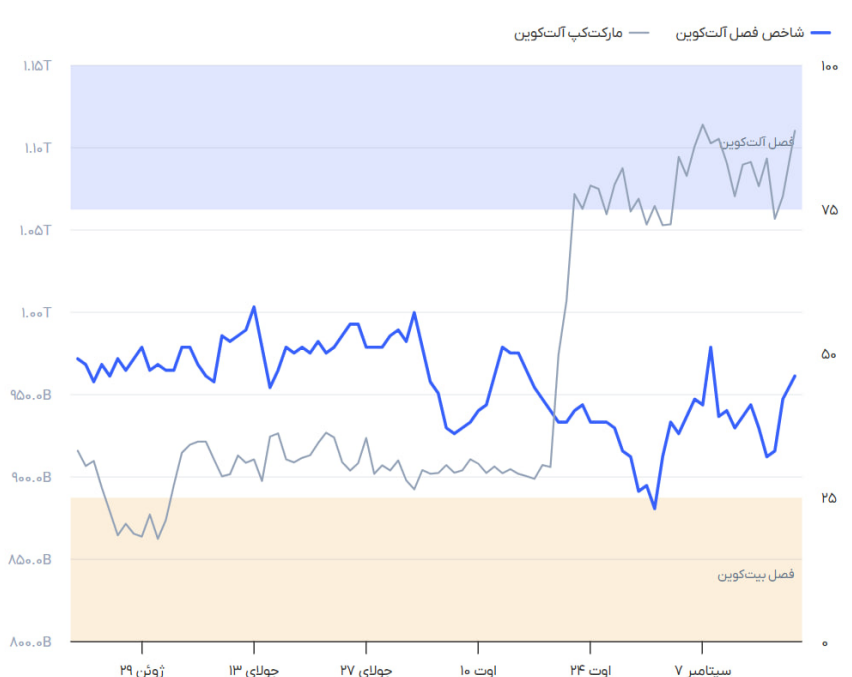
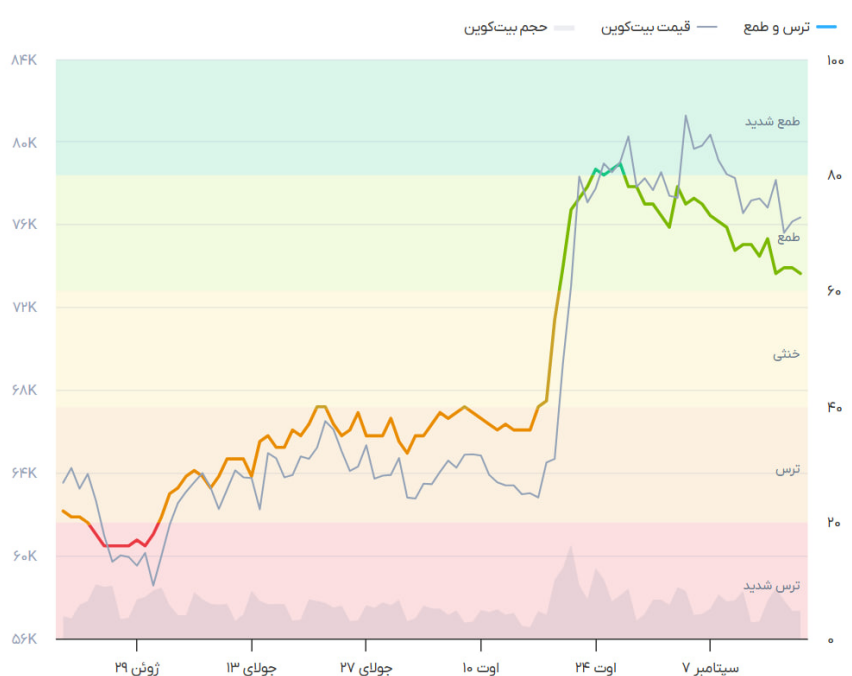


طمع محتاطانه زیر سایه فدرال رزرو

احساسات بازار در این هفته نوسانات شدیدی را تجربه کرد. شاخص ترس و طمع که در ابتدا روی عدد ۷۳ قرار داشت، با تشدید نگرانی‌ها از سیاست‌های انقباضی فدرال رزرو و شوک ناشی از شکست لایحه رگولاتوری CLARITY، با یک ریزش ۳۰ درصدی به کف ۵۱ (وضعیت خنثی) سقوط کرد. با این وجود، بازگشت سریع شاخص به سطح ۶۵ نشان داد که بازار هنوز تسلیم «ترس پایدار» نشده است. با این حال، رشد همزمان حجم قراردادهای باز (Open Interest) به ۴۸۳ میلیارد دلار در دل این ریزش قیمتی، زنگ خطری است که نشان می‌دهد معامله‌گران همچنان به پوزیشن‌های اهرمی متکی هستند و احتمال نوسانات ناگهانی بالاست.

بی‌حیلی بازار به ریسک‌پذیری

سقوط شاخص فصل آلت‌کوین‌ها به وضوح نشان‌دهنده تغییر ذائقه سرمایه‌گذاران است. افت این شاخص از ۵۱ واحد در ماه گذشته به سطح ۴۶ واحد، ثابت می‌کند که تعایل بازار به ریسک‌پذیری در پروژه‌های کوچک کاهش یافته است. در فضایی که بازدهی اوراق قرضه دولتی جذاب است و ابهامات قانون‌گذاری بر بازار سایه انداخته، سرمایه‌ها از آلت‌کوین‌ها خارج شده و در دارایی‌های بزرگ‌تر و نقدشونده‌تر متمرکز شده‌اند. تا زمانی که این شاخص روند معکوسی به خود نگیرد و دامیننس بیت‌کوین کاهش نیابد، نمی‌توان انتظار شروع یک رالی فراگیر و قدرتمند را در بازار آلت‌کوین‌ها داشت.



پرونده ویژه این هفته: خرید قسطی طلا

بازار طلا در ایران وارد مرحله تازه‌ای شده است. توسعه پلتفرم‌های آنلاین، ابزارهای اعتباردهی و همکاری میان فعالان حوزه طلا و لندتک‌ها باعث شده خرید طلا دیگر فقط به پرداخت نقدی محدود نباشد. امروز کاربران می‌توانند متناسب با توان مالی خود، از روش‌های متنوع اعتباری و اقساطی برای خرید طلا استفاده کنند و با سرمایه اولیه کمتر وارد این بازار شوند. این تغییر، علاوه بر ساده‌تر کردن دسترسی به طلا، مسیر تازه‌ای برای سرمایه‌گذاری خرد ایجاد کرده است. هر پلتفرم نیز با مدل اختصاصی خود، از اعتبار مستقیم و اقساط بلندمدت گرفته تا همکاری با بانک‌ها و شرکت‌های اعتباردهی، تلاش کرده تجربه‌ای ساده‌تر و منعطف‌تر برای مشتریان فراهم کند. در این پرونده، مجموعه‌ای از مهم‌ترین پلتفرم‌های بازار طلای قسطی را معرفی می‌کنیم و شرایط، خدمات و مدل‌های خرید اعتباری آن‌ها را مرور خواهیم کرد.

ملی‌گلد؛ خرید طلا امروز، پرداخت در ماه‌های آینده

عنوان	جزئیات
سقف خرید اقساطی	تا ۱ میلیارد تومان
مدت بازپرداخت	۱۲ یا ۱۸ ماه
نرخ سود اعلامی	۲۳٪ سالانه
هزینه خدمات ۱۲ ماهه	۱۴٪ مبلغ اعتبار
چک	نیاز ندارد
ضامن	نیاز ندارد
زمان ثبت قیمت طلا	قیمت زمان خرید
وضعیت طلا تا پایان اقساط	نزد ملی‌گلد نگهداری می‌شود
پس از تسویه	انتقال به کیف پول و امکان دریافت فیزیکی

ملی‌گلد در کنار خرید و فروش آنلاین طلا، امکان خرید اقساطی طلا تا سقف یک میلیارد تومان را نیز در اختیار کاربران قرار داده است. در این سرویس، کاربر می‌تواند بدون نیاز به چک و ضامن، طلای مورد نظر خود را با قیمت زمان خرید تهیه کرده و بازپرداخت را در دوره‌های ۱۲ یا ۱۸ ماهه انجام دهد. طلای خریداری‌شده تا پایان دوره بازپرداخت نزد ملی‌گلد نگهداری می‌شود و پس از تسویه کامل، به کیف پول طلای کاربر منتقل خواهد شد. پس از آن نیز امکان نگهداری آنلاین یا دریافت فیزیکی طلا وجود دارد. نرخ سود اعلام‌شده برای این سرویس ۲۳ درصد سالانه است و هزینه خدمات نیز متناسب با دوره انتخابی محاسبه می‌شود؛ برای بازپرداخت ۱۲ ماهه، هزینه خدمات ۱۴ درصد مبلغ اعتبار اعلام شده است.

میلی؛ ورود اعتباری به بازار طلا

عنوان	جزئیات
تأمین‌کننده اعتبار	ازکی‌وام
سقف اعلام‌شده اعتبار	تا ۲۰۰ میلیون تومان در اپ؛ برخی صفحات تا ۳۰۰ میلیون
مدت بازپرداخت	۱۲ یا ۱۸ ماه؛ بسته به طرح اعتبار
نرخ اعتبار	متناسب با طرح ازکی‌وام
ضامن	بدون ضامن انسانی
نحوه تخصیص اعتبار	پس از اعتبارسنجی
نوع طلا	طلای آب‌شده
وضعیت طلا در دوره اقساط	در حساب کاربر ثبت و تا تسویه کامل قفل می‌شود
پس از تسویه	امکان فروش، انتقال یا دریافت طبق شرایط عادی میلی

میلی در کنار امکان خرید و فروش آنلاین طلای آب‌شده، مسیر خرید اقساطی را نیز به خدمات خود اضافه کرده است. در این مدل، کاربران می‌توانند با استفاده از اعتبار تأمین‌شده از طریق ازکی‌وام، بدون نیاز به تأمین کل مبلغ خرید در ابتدای معامله، طلا خریداری کرده و هزینه آن را طی ماه‌های آینده پرداخت کنند. اعتبار خرید اقساطی بر اساس نتیجه اعتبارسنجی کاربر تعیین می‌شود و در طرح‌های فعلی، امکان استفاده از مبالغ قابل‌توجه با دوره‌های بازپرداخت مختلف وجود دارد. طلای خریداری‌شده از همان زمان خرید در حساب کاربر ثبت می‌شود و تا زمان تسویه کامل اقساط به‌عنوان پشتوانه اعتبار در حساب باقی می‌ماند.

وال گلد؛ طلا را امروز بخرید، اقساط را بعداً بپردازید

عنوان	جزئیات
مبلغ خرید اقساطی	۱۰ تا ۱۰۰ میلیون تومان
مدت بازپرداخت	۳، ۶ یا ۱۲ ماه
چک و ضامن	نیاز ندارد
نوع طلا	طلای آب شده
قیمت خرید	قیمت روز انجام معامله
تغییر مبلغ اقساط با نوسان طلا	ندارد
اولین سررسید	۳۰ روز پس از فعال سازی اعتبار
هزینه اولیه	حق سرویس و کارمزد در ابتدای خرید
وضعیت طلا در دوره اقساط	به عنوان وثیقه در حساب کاربر فریز می شود

وال گلد امکان خرید اقساطی طلای آب شده را برای کاربرانی فراهم کرده که می خواهند بدون پرداخت یکجای مبلغ، با قیمت روز وارد بازار طلا شوند. در این سرویس، مبلغ اقساط بر اساس قیمت طلا در زمان خرید تعیین می شود و تغییرات بعدی قیمت طلا، مبلغ اقساط را تغییر نمی دهد. کاربران می توانند بین ۱۰ تا ۱۰۰ میلیون تومان اعتبار دریافت کرده و بازپرداخت را در دوره های ۳، ۶ یا ۱۲ ماهه انجام دهند. طلای خریداری شده به عنوان پشتوانه اعتبار در حساب کاربر باقی می ماند و پس از پایان بازپرداخت، در اختیار او قرار می گیرد. وال گلد این سرویس را بدون نیاز به چک و ضامن ارائه می کند و اولین قسط نیز ۳۰ روز پس از فعال شدن اعتبار سررسید می شود.

طلاسی؛ اعتبار متنوع برای ورود آسان تر به بازار طلا

عنوان	جزئیات
سقف اعلام شده اعتبار	تا ۳۰۰ میلیون تومان؛ بسته به تأمین کننده
تأمین کنندگان اعتبار	کمان لند، فیروزه، اسنپ پی، دیجی پی و نسیمیا
مدت بازپرداخت	بسته به طرح؛ گزینه های ۱۲ تا ۲۴ ماه در سایت دیده می شود
پیش پرداخت	بدون پیش پرداخت در طرح های معرفی شده
ضامن انسانی	نیاز ندارد
تضمین	چک صیادی یا سفته الکترونیکی، بسته به طرح
شروع بازپرداخت	یک ماه پس از تخصیص اعتبار
فرایند درخواست	آنلاین
نوع خرید	اعتبار برای خرید طلا در طلاسی

طلاسی در کنار خرید و فروش آنلاین طلا، امکان خرید اقساطی را با استفاده از چند تأمین کننده اعتبار فراهم کرده است. کاربران می توانند متناسب با شرایط خود از سرویس هایی مانند کمان لند، فیروزه، اسنپ پی، دیجی پی و نسیمیا استفاده کنند و پس از طی فرایند آنلاین اعتبارسنجی، اعتبار خود را برای خرید طلا در طلاسی به کار بگیرند. طبق اطلاعات فعلی وبسایت طلاسی، دریافت اعتبار بدون نیاز به ضامن انسانی انجام می شود و بسته به سرویس دهنده، چک صیادی یا سفته الکترونیکی می تواند به عنوان تضمین مورد استفاده قرار گیرد. همچنین فرایند دریافت اعتبار و خرید به صورت آنلاین طراحی شده و بازپرداخت از یک ماه پس از تخصیص اعتبار آغاز می شود.

نکته: سقف، دوره بازپرداخت و هزینه اعتبار در طلاسی با توجه به شرکت تأمین کننده متفاوت است؛ بنابراین کاربر می تواند از میان چند طرح، گزینه متناسب با شرایط خود را انتخاب کند.

طلاین؛ خرید طلا با اعتبار دیجی‌پی

طلاین امکان خرید اقساطی طلای آب‌شده را با استفاده از اعتبار دیجی‌پی فراهم کرده است. کاربر فرآیند خرید را از حساب طلاین آغاز می‌کند و پس از انتخاب مبلغ موردنظر، برای اعتبارسنجی و انتخاب طرح اعتباری به دیجی‌پی هدایت می‌شود. پس از تأیید اعتبار، مبلغ تخصیص‌یافته برای خرید طلا استفاده شده و طلای خریداری‌شده در حساب کاربر ثبت می‌شود. این مدل به کاربران اجازه می‌دهد بدون پرداخت یکجای کل مبلغ، از اعتبار در دسترس خود برای ورود به بازار طلا استفاده کنند. شرایط بازپرداخت و تعداد اقساط بر اساس طرح انتخابی دیجی‌پی تعیین می‌شود.

عنوان	جزئیات
تأمین‌کننده اعتبار	دیجی‌پی
محدوده خرید اقساطی	حدود ۵۰۰ هزار تا ۲۰۰ میلیون تومان
نوع طلا	طلای آب‌شده
کارزد خرید اقساطی	۷.۵٪ + ۵ هزار تومان کارمزد ثابت
مدت بازپرداخت	بر اساس طرح انتخابی دیجی‌پی
اعتبارسنجی	از طریق دیجی‌پی
فرایند دریافت اعتبار	آنلاین
نحوه خرید	پس از تخصیص اعتبار، طلا خریداری و در حساب کاربر ثبت می‌شود
هزیت اصلی	اتصال مستقیم خرید طلا به زیرساخت اعتباری دیجی‌پی

تکنوگلد؛ خرید طلا با اعتبار دیجیتال

تکنوگلد امکان خرید اقساطی طلای آب‌شده را با استفاده از سرویس‌های اعتباردهی فراهم کرده است. کاربر پس از دریافت اعتبار از پلتفرم تأمین‌کننده، می‌تواند اعتبار خود را مستقیماً برای خرید طلا در تکنوگلد استفاده کند و طلای خریداری‌شده به کیف پول دیجیتال او منتقل می‌شود. یکی از مسیرهای اصلی این سرویس، همکاری تکنوگلد با دیجی‌پی است. در این مدل، کاربر پس از اعتبارسنجی می‌تواند از تسهیلات دیجی‌پی برای خرید طلای آب‌شده استفاده کند. کارمزد خرید با این اعتبار ۴.۵ درصد مبلغ معامله اعلام شده و حداقل میزان خرید نیز یک میلی‌گرم طلاست. یکی از ویژگی‌های قابل توجه این مدل، دسترسی نسبتاً سریع کاربر به دارایی خریداری‌شده است؛ طبق شرایط اعلام‌شده، طلا پس از ۷۲ ساعت قابلیت فروش یا معامله پیدا می‌کند. در صورت رسیدن موجودی به حد نصاب تعیین‌شده، امکان تحویل فیزیکی نیز وجود دارد.

عنوان	جزئیات
نوع طلا	طلای آب‌شده
تأمین‌کننده اعتبار	دیجی‌پی و برخی سرویس‌های اعتباری دیگر
اعتبارسنجی	توسط شرکت تأمین‌کننده اعتبار
کارمزد خرید با اعتبار دیجی‌پی	۴.۵٪ مبلغ خرید
حداقل خرید	یک میلی‌گرم طلا
نحوه ثبت دارایی	انتقال به کیف پول دیجیتال کاربر
امکان فروش طلا	از ۷۲ ساعت پس از خرید
تحویل فیزیکی	در صورت رسیدن موجودی به حد نصاب اعلام‌شده
فرایند خرید	آنلاین

کاریزما؛ خرید طلا با پیش‌پرداخت و اقساط منصف

عنوان	جزئیات
نوع طلا	طلای ۲۴ عیار
سقف خرید اقساطی	تا ۱ میلیارد تومان
پیش‌پرداخت	%۴۰ مبلغ خرید
مبلغ اقساطی	%۶۰ باقی‌مانده
مدت بازپرداخت	۳، ۶ یا ۱۲ ماه
چک	نیاز ندارد
ضامن	نیاز ندارد
قیعت خرید	بر اساس نرخ لحظه‌ای طلا
امکان تسویه زودتر	دارد

کاریزما امکان خرید اقساطی طلای ۲۴ عیار را در قالب «طرح طلا» فراهم کرده است. در این مدل، کاربر می‌تواند با پرداخت ۴۰ درصد مبلغ خرید وارد سرمایه‌گذاری شود و باقی‌مانده را در دوره‌های ۳، ۶ یا ۱۲ ماهه پرداخت کند. این سرویس بدون نیاز به چک و ضامن ارائه می‌شود و سقف خرید اقساطی طلا تا یک میلیارد تومان اعلام شده است. طلای خریداری‌شده بر مبنای نرخ لحظه‌ای طلای ۲۴ عیار محاسبه می‌شود و کاریزما برای این طرح امکان تسویه پیش از موعد را نیز در نظر گرفته است. همچنین طبق معرفی رسمی این مجموعه، شروع سرمایه‌گذاری در طرح طلا از مبالغ پایین امکان‌پذیر است و خرید طلا بدون اجرت و مالیات انجام می‌شود. کاریزما علاوه بر طلا، خرید اقساطی نقره و مس را نیز ارائه کرده و سقف مجموع خرید اقساطی فلزات ارزشمند را تا چند میلیارد تومان توسعه داده است.

داریک؛ چند مسیر اعتباری در یک اکوسیستم طلا

عنوان	جزئیات
مدل ارائه اعتبار	همکاری با چند تأمین‌کننده
تأمین‌کنندگان	لیزینگ الوند، کمان‌لند، ونسی، واهی‌پی، دیجی‌پی، زرین‌پلاس
نوع خدمات	خرید اقساطی طلا، وام نقدی و اعتبار خرید کالا
لیزینگ الوند	خرید اقساطی طلا با نرخ تسهیلات ۲۶٪ و کارمزد اعطا ۱۳.۵٪
کمان‌لند	خرید اقساطی طلا با کارمزد اعطای اعلام‌شده ۸.۲۵٪
واهی‌پی	اعتبار خرید اقساطی طلا
ونسی	وام نقدی با پشتوانه طلا یا نقره
زرین‌پلاس	اعتبار خرید کالا
دیجی‌پی	اعتبار خرید کالا

داریک در کنار خرید و فروش آنلاین طلای آب‌شده و نقره، بخشی با عنوان وام و اعتبار ایجاد کرده که کاربران می‌توانند از طریق چند تأمین‌کننده مختلف، به اعتبار خرید یا تسهیلات دسترسی پیدا کنند. این مدل باعث شده کاربران بسته به مبلغ موردنیاز، نوع اعتبار و مدت بازپرداخت، انتخاب‌های متفاوتی پیش رو داشته باشند. در حال حاضر مجموعه‌هایی مانند لیزینگ الوند، کمان‌لند، ونسی، واهی‌پی، دیجی‌پی و زرین‌پلاس در این بخش حضور دارند. بخشی از خدمات داریک نیز مبتنی بر استفاده از طلا یا نقره موجود کاربر به‌عنوان پشتوانه اعتبار است؛ به این ترتیب کاربر می‌تواند بدون فروش دارایی خود، از ظرفیت آن برای دریافت اعتبار استفاده کند. در کنار خدمات اعتباری، داریک امکان خرید و فروش آنلاین طلا و نقره، تحویل فیزیکی شمش و نگهداری دارایی را نیز ارائه می‌کند. ساختار چندتأمین‌کننده‌ای این پلتفرم باعث شده بخش اعتبار داریک بیشتر شبیه یک بازار انتخاب خدمات مالی باشد تا یک طرح اقساطی واحد.

بازار طلای قسطی در ایران یک مدل واحد ندارد. بخشی از پلتفرم‌ها اعتبار را مستقیماً در اختیار کاربر قرار می‌دهند، بخشی با لندتک‌ها و شرکت‌های تأمین اعتبار همکاری می‌کنند و برخی نیز از خود طلا یا دارایی کاربر به‌عنوان پشتوانه اعتبار استفاده می‌کنند. همین تنوع باعث شده کاربران بتوانند متناسب با مبلغ موردنیاز، مدت بازپرداخت و شیوه ضمانت، مسیر متفاوتی برای خرید طلا انتخاب کنند. توسعه این خدمات نشان می‌دهد پیوند میان بازار طلا، فین‌تک و اعتبار در حال ساختن بخش تازه‌ای از بازار سرمایه‌گذاری خرد ایران است.

۱ وقتی نیوتن هم از بازار جا ماند

آیزاک نیوتن می‌توانست حرکت سیارات را محاسبه کند، قوانین حرکت را بنویسد و توضیح دهد چرا سیب از درخت پایین می‌افتد؛ اما در سال ۱۷۲۰ با مسئله‌ای روبه‌رو شد که حتی ریاضیات او هم نتوانست حلش کند: رفتار سرمایه‌گذاران. آن سال بریتانیا درگیر یکی از معروف‌ترین حباب‌های تاریخ شده بود. سهام «South Sea Company» که در ابتدای سال حدود ۱۲۸ پوند معامله می‌شد، در چند ماه تا محدوده هزار پوند بالا رفت. داستان رشد آن قدر جذاب شده بود که تقریباً همه درباره سهام حرف می‌زدند؛ اشراف، سیاستمداران، بازرگانان و البته آیزاک نیوتن. نیوتن در ابتدا اتفاقاً سرمایه‌گذار موفقی بود. وارد سهام شد، پس از رشد قیمت آن را فروخت و با سود از بازار بیرون آمد. اگر داستان همین‌جا تمام می‌شد، می‌توانست یکی از بهترین معاملات زندگی او باشد. اما یک مشکل وجود داشت: قیمت‌ها بعد از خروج نیوتن همچنان بالا می‌رفتند. او هر روز می‌دید کسانی که هنوز سهم را نگه داشته‌اند ثروتمندتر می‌شوند. بازاری که از نظر منطقی گران به نظر می‌رسید، باز هم گران‌تر می‌شد. در نهایت، نیوتن نتوانست بیرون بازار بماند و در قیمت‌های بسیار بالاتر دوباره وارد شد. این بار پایان داستان متفاوت بود. اعتماد بازار در تابستان ۱۷۲۰ شروع به فروپاشی کرد. سهمی که زمانی بیش از هزار پوند قیمت داشت، در سپتامبر دوباره به حوالی ۱۷۵ پوند رسید. نیوتن نیز بخش بزرگی از سرمایه‌ای را که دوباره وارد بازار کرده بود از دست داد. روایت مشهور تاریخی، زیان او را حدود ۲۰ هزار پوند برآورد می‌کند؛ هرچند اسناد تاریخی درباره اندازه دقیق زیان او یکسان نیستند.

جمله‌ای هم از همان دوران به نیوتن نسبت داده شده که شاید از بسیاری از فرمول‌های اقتصادی ماندگارتر شده باشد: «می‌توانم حرکت اجرام آسمانی را محاسبه کنم، اما جنون مردم را نه.»

سه قرن بعد، شاید مهم‌ترین بخش داستان نیوتن این نباشد که یک نابغه هم می‌تواند سرمایه‌گذاری بدی انجام دهد. نکته جالب‌تر این است که او احتمالاً تحلیل اولیه‌اش را درست انجام داده بود. یک بار با سود از بازار خارج شده بود. چیزی که او را دوباره وارد معامله کرد، اطلاعات تازه یا تغییر ارزش بنیادی شرکت نبود؛ دیدن سود دیگران بود.

امروز برای همین احساس اسم مدرن‌تری داریم: **ترس از جا ماندن**

از حباب دریای جنوب تا دات‌کام، مسکن، رهراز و هر بازار دیگری، ابزارها عوض شده‌اند؛ اما بخشی از رفتار سرمایه‌گذار تقریباً همان چیزی است که نیوتن ۳۰۰ سال پیش با آن روبه‌رو شد: **گاهی سخت‌ترین معامله، خریدن یا فروختن نیست؛ تماشا کردن سود دیگران و هیچ کاری نکردن است.**

وقتی بازار عقلش را از دست می‌دهد

فولکس‌واگن برای چند ساعت باارزش‌ترین شرکت جهان شد

در سال ۲۰۰۸ بسیاری از معامله‌گران تصور می‌کردند قیمت سهام فولکس‌واگن پایین خواهد آمد و روی کاهش قیمت آن شرط بسته بودند. بعد مشخص شد شرکت پورشه بخش بسیار بزرگی از سهام فولکس‌واگن را در اختیار گرفته و تعداد سهامی که واقعاً برای خرید و فروش در بازار باقی مانده، بسیار کمتر از چیزی است که معامله‌گران تصور می‌کردند. حالا کسانی که روی کاهش قیمت شرط بسته بودند، برای خروج از معامله مجبور بودند هر طور شده سهم بخرند. همه خریدار شده بودند، اما سهم کافی وجود نداشت. قیمت فولکس‌واگن در مدت کوتاهی تا بیش از هزار یورو بالا رفت و ارزش بازار شرکت برای مدتی به حدی رسید که فولکس‌واگن تبدیل به باارزش‌ترین شرکت بورسی جهان شد. نه به این دلیل که یک‌شبه کارخانه‌های بیشتری ساخته بود؛ فقط به این دلیل که تعداد زیادی معامله‌گر هم‌زمان مجبور شده بودند یک سهم کمیاب را بخرند.

روزی که برای فروش نفت باید پول هم می دادند

در فروردین ۱۳۹۹ اتفاقی افتاد که تا آن زمان سابقه نداشت: قیمت یکی از قراردادهای نفت آمریکا برای مدتی منفی شد. قیمت قرارداد نفت خام آمریکا در ۲۰ آوریل ۲۰۲۰ تا منفی ۳۷ دلار برای هر بشکه پایین آمد. معنی ساده‌اش این بود که بعضی فروشندگان حاضر بودند پول هم بدهند تا کسی نفت را از آنها تحویل بگیرد. ماجرا از سقوط شدید مصرف نفت در دوران کرونا شروع شد. مخازن ذخیره‌سازی در حال پرشدن بودند و بعضی معامله‌گران قراردادهایی در دست داشتند که موعد تحویلشان نزدیک شده بود، اما جایی برای نگهداری نفت نداشتند. نتیجه عجیب بود: برای چند ساعت، خود نفت ارزش داشت اما دردسر نگهداری آن از ارزشش بیشتر شده بود.

مردم شرکت اشتباهی را خریدند

در دوران کرونا، نرم‌افزار تماس تصویری «زوم» به شدت معروف شد و سهام شرکت سازنده آن هم مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار گرفت. اما یک مشکل وجود داشت. شرکت دیگری با نامی تقریباً مشابه در بورس آمریکا حضور داشت و تعدادی از سرمایه‌گذاران، به جای سهام شرکت اصلی زوم، سهام همان شرکت کوچک و تقریباً ناشناخته را خریدند. تقاضا برای سهم اشتباهی آن قدر بالا رفت که نهاد ناظر بورس آمریکا در نهایت معاملات آن را متوقف کرد و هشدار داد که احتمالاً بخشی از خریداران دو شرکت را با هم اشتباه گرفته‌اند. گاهی در بورس حتی انتخاب اسم درست شرکت هم مهم است.

یک شرکت فقط «بلاکچین» را به اسعش اضافه کرد و سهعش پرواز کرد

سال ۲۰۱۷ بازار رمزارزها و فناوری بلاکچین به شدت داغ شده بود. در همان زمان یک شرکت آمریکایی که نوشیدنی و چای سرد تولید می‌کرد، اعلام کرد نام خود را از «لانگ آیلند آیس تی» به «لانگ بلاکچین» تغییر می‌دهد و قصد دارد فعالیت‌هایی در حوزه بلاکچین انجام دهد. هنوز کسب‌وکار اصلی شرکت همان نوشیدنی بود، اما همین تغییر نام کافی بود. قیمت سهام شرکت در مدت کوتاهی نزدیک به ۳۰۰ درصد بالا رفت. محصول شرکت تقریباً همان بود؛ چیزی که عوض شده بود، بیشتر از هر چیز داستانی بود که بازار درباره آن می‌شنید.

یک جابه‌جایی ساده اعداد؛ صدها میلیون دلار ضرر

سال ۲۰۰۵، یک معامله‌گر در ژاپن قرار بود یک سهم را به قیمت ۹۱۰ هزار ین بفروشد. اما هنگام ثبت سفارش، جای دو عدد را عوض کرد و دستور فروش ۹۱۰ هزار سهم به قیمت یک ین را وارد کرد. نکته عجیب‌تر اینکه کل سهام منتشرشده آن شرکت حتی به این تعداد هم نمی‌رسید. شرکت معامله‌گر بلافاصله متوجه اشتباه شد و تلاش کرد سفارش را لغو کند، اما سامانه بورس اجازه توقف آن را نداد. نتیجه، ضرری در حد صدها میلیون دلار بود؛ فقط به خاطر اشتباهی که در چند ثانیه رخ داده بود. در بازارهای مالی گاهی یک صفر اضافه یا یک عدد جابه‌جا، از یک تحلیل اشتباه بسیار گران‌تر تمام می‌شود.

چرا قیمت یک سهم می‌تواند صدها هزار دلار باشد؟

قیمت بالای یک سهم لزوماً به این معنی نیست که شرکت گران‌تر از بقیه است. نمونه معروف آن شرکت برکشایر هاتاوی، متعلق به وارن بافت است. قیمت هر سهم اصلی این شرکت به صدها هزار دلار رسیده است. دلیل آن ساده است: شرکت سال‌ها از خرد کردن سهام اصلی خودداری کرده است. فرض کنید یک پیتزا را به ۸ قسمت تقسیم کنیم یا ۸۰ قسمت؛ اندازه هر تکه تغییر می‌کند، اما اندازه کل پیتزا همان است. در بورس هم تقریباً همین اتفاق می‌افتد. یک شرکت می‌تواند یک میلیارد سهم ۱۰ دلاری داشته باشد یا ده میلیون سهم هزار دلاری؛ چیزی که برای ارزش کل شرکت اهمیت دارد، حاصل ضرب تعداد سهام در قیمت هر سهم است، نه فقط عددی که کنار یک سهم نوشته شده است. **بازار همیشه آن قدر منطقی نیست که تصور می‌کنیم**

قیمت منفی نفت، خرید شرکت اشتباهی، رشد یک سهم فقط با تغییر نام و ضرر صدها میلیون دلاری با جابه‌جایی دو عدد، یک نکته مشترک دارند: **بازار فقط از فرمول و صورت مالی ساخته نشده؛ آدم‌ها، اشتباه‌ها، هیجان و حتی طراحی سامانه معاملات هم می‌توانند قیمت‌ها را جابه‌جا کنند.**



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.