



MAGAZINE

فصلنامه تحلیلی گروه مالی فارابی

شماره ۳ تابستان ۱۴۰۰



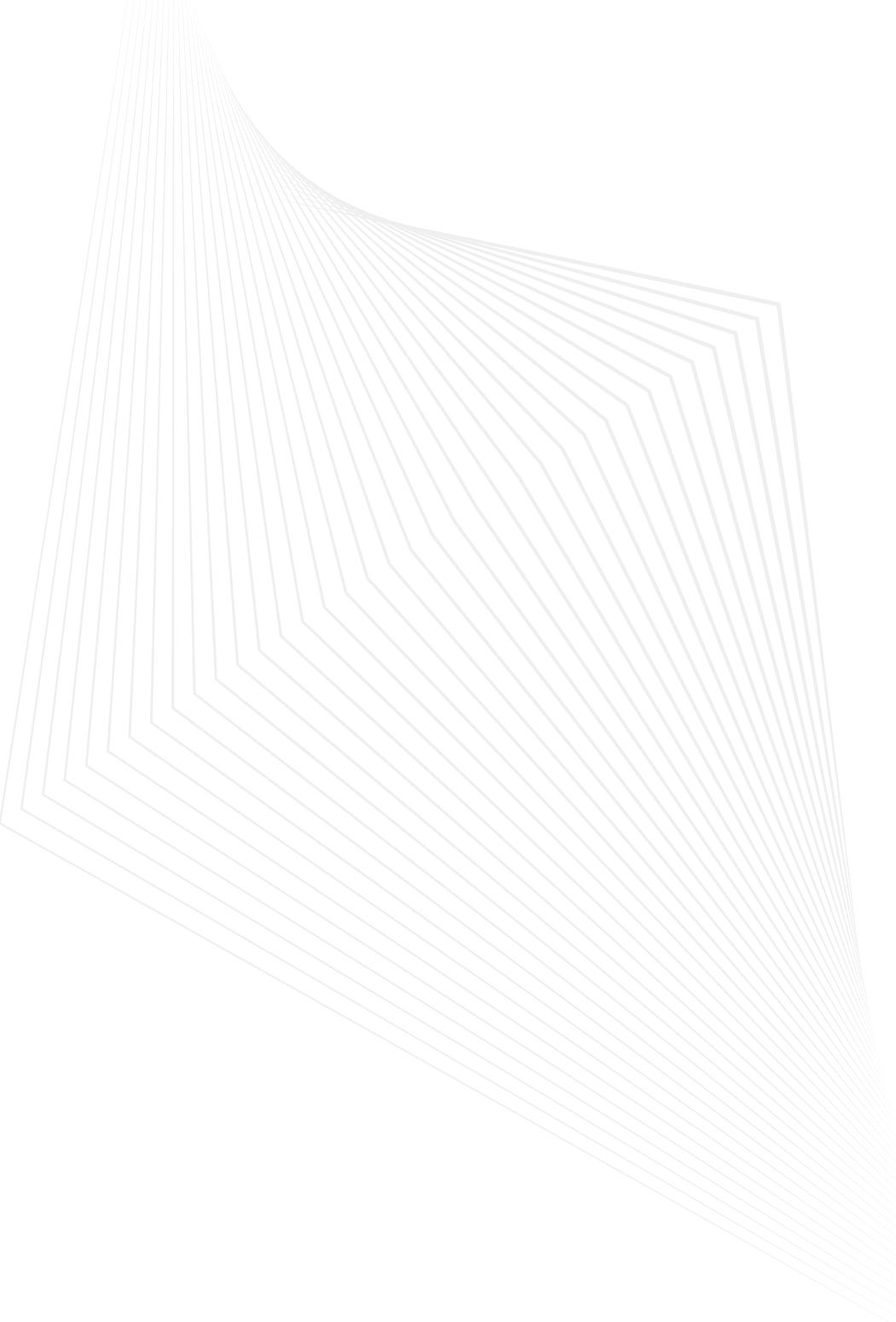
کارکزاری فارابی

FARABI BROKERAGE

MAGAZONE نشان

واژه MAGAZONE از ترکیب دو کلمه MAGAZINE + ZONE حاصل شده است. به معنی مجله و ZONE به معنی منطقه و بخش است؛ به عبارت دیگر این نام اشاره‌ای به فصلنامه تحلیلی اقتصادی مختص مخاطبان ویژه گروه مالی فارابی دارد.

نشان MAGAZONE نقشه شهر دمشق، محل درگذشت ابونصر فارابی است. منطقه شام و به طور خاص دمشق به دلیل نزدیکی به منطقه مدیترانه، همواره محل تعامل و مصاحب فرهنگها و قومیت‌های گوناگون با اعتقدات و نژادهای متفاوت بوده است و بسیاری از علماء و آثار علمی دنیاى قدیم از این ناحیه سرچشمه می‌گیرند. انتخاب دمشق برای MAGAZONE از آن بابت است که این مجله نیز محل بررسی تمامی بازارها با رویکردی اقتصادی است و قصد رایه مطالبی برای فعالان اقتصادی در تمامی صنایع و بازارها دارد. امید است تا الهام‌گیری از معلم ثانی و این شهر کهن، انگیزه‌ای در جهت تهییه محتوایی وزین و درخور مخاطبان ارجمند فارابی باشد.



فهرست مطالب

Table of Contents

۲	سراييت گرمای تابستان به بازارها
۳	چکیده اين شماره
۵	انتظارات تورمي
۱۰	کسری بودجه دولت
۱۵	تجارت خارجي
۲۳	چشم انداز رشد پايه پولی و نقدینگی
۳۰	نرخ سود
۳۶	رشد اقتصادي
۳۹	نرخ ارز
۴۴	نرخ تورم
۴۹	بازار سهام
۵۳	بازار بدھی
۵۸	بازار مسکن
۶۳	بازار طلا
۶۸	کاموديتي ها



سرایت گرمای تابستان به بازارها

Summer ۶۶

تابستان امسال در حالی گذشت که شرایط برای بازارها کاملاً متفاوت از سه ماهه ابتدایی طی شد. کمنگ شدن احتمال گشایش سیاسی در کوتاه مدت، ابهام در زمینه گزینه‌های کابینه دولت و تاخت و تاز سویه دلتا از سویی دیگر به همراه چاشنی تسلط طالبان در افغانستان، موجب افزایش انتظارات تورمی و حرکت مجدد بازار ارز و سرمایه شد و بورس که مدت‌ها در حالت کما قرار گرفته بود، مجدداً غرید و حرکت قدرتمندی را آغاز کرد.

اکنون پس از رشد نرخ ارز و بازارهای دارایی سوال اصلی در مورد افق آتی است و توجه به این نکته است که آیا بازار ارز و بورس، با نگاهی مقطعی به افزایش انتظارات تورمی پاسخ داده‌اند و رشد کرده‌اند یا آنکه موج تورمی عمیقی در کار است و بازارها در حال پیشخور کردن این واقعه هستند؟ جواب این مسئله به شدت وابسته به افق توافق سیاسی و وضعیت کسری بودجه است. بنابر اولین اظهارات وزیر جدید امور خارجه، سیاست دیپلماتیک کشور مبنی بر قصد بازگشت به مذاکرات برجامی با الگوی متفاوتی است و مهم‌تر آنکه نگاه جدید تلاش دارد تا از فرسایشی شدن مذاکرات جلوگیری کند؛ به عبارت دیگر اصلی ترین عامل ابهام برای بازارها به زودی رفع خواهد شد و کمک بالهمیتی به پاسخ دادن سوال قبلی خواهد نمود. در شماره فعلی بعد از موشکافی افق سیاسی و انتظارات تورمی، اصلی ترین مؤلفه‌های کلان اقتصادی از نظر گذرانده شده و در نهایت به بورسی بازارها و افق پیش روی آن‌ها پرداخته شده است. به صورت موجز می‌توان عنوان کرد که برای موفقیت در بازارهای سرمایه‌گذاری نیاز به الگویی فعال است و باید در کنار نگاه به بازدهی مورد انتظار و جا نمادن از حرکت بازارها، اهمیت ریسک‌های سیستماتیک و غیر سیستماتیک را در نظر داشت.

Most Valuable

چکیده این شماره

چشم انداز بازارها

ردیف	نام بازار	پیش‌بینی آتی
۱	بازار سهام	شاخص کل و سهم‌های شاخص ساز مگر تازمان افزایش نرخ ارز بیشتر رویکردی است راحت را در پیش دارند و سهام صنایع کوچک‌تری (شاخص هموزن) که در وضعیت مناسب ارزندگی باشند عقب‌ماندگی خود نسبت به شاخص کل جبران خواهد نمود درین بین با عنایت به احتمال توافق نسبی خالی از لطف نیست که صنایعی مانند بانکی و خودرویی را نیز در نظر داشت.
۲	بازار بددهی	در صورت افزایش فروش اوراق دولتی و کنترل سود بین بانکی توسط بانک مرکزی مسیر رو به پایین نرخ اوراق کمی بسته است، هر چند افزایش شدید نرخ بارده اوراق نیز پیش‌بینی نمی‌شود.
۳	بازار مسکن	آینده بازار مسکن تا حد قابل توجهی به نتیجه مذاکرات برجام و انتظارات تورمی وابسته است که ابهام این وجه همچنان پایرجاست. در عین حال، در صورت اقدام عملی دولت در طرح ساخت مسکن ارزان قیمت و همچنین اجرای سختگیرانه طرح‌های مالیات بر عایدی مسکن و همچنین کنترل در نرخ اجاره‌ها، می‌توان در میان مدت انتظار برخی تغییر رفتارها و تاثیرات منفی در بازار مسکن را مشاهده نمود.
۴	بازار جهانی طلا	برای سه ماهه پیش رو می‌توان محتمل ترین ستاریو برای بازار طلای جهانی را نوسان در محدوده ۱۷۳۰ تا ۱۹۲۰ دلار دانست. بدین شکل که در صورت مشاهده آمارهای مثبت اقتصادی حرکت به سمت سطح ۱۷۳۰ دلار و در صورت افزایش ریسک کرونای دلتا سطح ۱۹۳۰ دلار اهداف طلا به نظر می‌آید.
۵	کامودیتی‌ها	به نظر نرخ‌های جهانی فعلی هم با ریسک آمارهای کمتر از انتظار چین و هم افزایش شاخص دلار مواجه هستند و از سوی دیگر برخی حوادث فعلی مانند تأثیر خشکسالی بر کالاهای کشاورزی یا گاز طبیعی و یا تقاضای ناشی از کرونا نیز در افق بلند مدت کم رنگ خواهد شد. این بدان معنی است که باید در مورد سطوح فعلی کامودیتی‌ها، خوش بینی و احتمال افزایش قیمت را کمتر ارزیابی نمود، هر چند کاهش جدی و ریزش نیز افق قابل پیش‌بینی کامودیتی‌ها قلمداد نمی‌شود.

مؤلفه‌های اقتصادی

ردیف	متغیرهای اقتصادی	شرح مختصراً
۱	انتظارات تورمی	در صورت عدم دسترسی به منابع ارزی و امکان صادرات نفت، بودجه ۱۴۰۰ و برخی پروژه‌های دولت سیزدهم مانند تولید یک میلیون مسکن، آینده تورمی رعب‌آور را تداعی می‌کند. شاید بتوان این بند را طور دیگری نیز تفسیر کرد، اداره کشور به شدت به گشایش تحریمی نیاز دارد و ایالات متعدد نیز به آرامش در منطقه نیاز دارد و شاید این تفسیر قسمت امیدبخش ماجراست.
۲	کسری بودجه دولت	وضعیت فروش نفت و اوراق توسط دولت فاکتور اصلی کسری بودجه امسال است. ادامه وضع فعلی می‌تواند منجر به پولی شدن بودجه به میزان اعدادی در حدود ۱۴۰ م.م.ت شود.
۳	تجارت خارجی	وضعیت تجارت خارجی در اثر قیمت‌های خوب جهانی در اقلام صادرات غیرنفتی موجب بهبود وضعیت تجارت خارجی شده ولی به صورت موازی سمت واردات نیز در حال افزایش است. در این بین کالاهای اساسی و ارز ۴۲۰۰ تومانی نشان می‌دهد برای ادامه سال نیاز به تصمیمات جدی در حوزه ارز کالاهای اساسی است.
۴	پایه پولی و نقدینگی	بر اساس ستاریوی بدینه پیش‌بینی می‌شود که در سال ۱۴۰۰ پایه پولی کشور حدود ۱۴۰ هزار میلیارد تومان و در ستاریوی دوم و در صورت احیای برنامه رقم ۴۰ هزار میلیارد تومان به پایه پولی افزوده خواهد شد.
۵	نرخ سود سپرده	با توجه به اینکه نرخ سود بانکی یک متغیر سیاستی است، به دلیل روند کارآمدن دولت جدید اظهار نظر در مورد روند آتی آن دشوار است. با این حال، به دلیل وجود فضای تورمی و منفی بودن نرخ سود حقیقی، کاهش سود بانکی از نرخ فعلی بسیار دور از انتظار است.
۶	رشد اقتصادی	نرخ رشد تولید ناخالص داخلی (بدون نفت) بین ۲ تا ۳ درصد پیش‌بینی می‌شود. با این حال، در ستاریوی تداوم وضعیت موجود تا پایان سال رشد تولید ناخالص داخلی (با نفت) حدود ۳ درصد و در ستاریوی احیای برنامه دوم سال رشد حدود ۹ درصد مورد انتظار است.
۷	نرخ ارز	در صورت تداوم وضعیت کنونی افزایش نرخ ارز به سمت ۳۵ هزار تومان دور از ذهن نیست. اما در ستاریوی مبنی بر گشایش سیاست خارجی در نیمه دوم سال، امکان کاهش نرخ ارز تا محدوده ۲۲ هزار تومان قابل وصول است. البته حتی در صورت عدم حصول توافق با توجه به وضعیت مناسب صادرات غیرنفتی، امکان برخورد سیاسی با نرخ دلار و حساسیت بازار ساز بر نرخ‌های بیش از ۳۰ هزار تومان در کوتاه مدت وجود دارد.
۸	تورم	بر اساس ستاریو رشد نقدینگی و تداوم کسری بودجه، نرخ تورم نقطه به نقطه با طی روند صعودی ملایم تا پایان سال به حدود ۴۷ درصد می‌رسد. اما در ستاریوی گشایش تحریمی کاهش نرخ تورم نقطه به نقطه به ۳۶ درصد مورد انتظار است. بر اساس دو ستاریوی مذکور نرخ تورم متوسط مورد انتظار در پایان سال ۴۵ درصد و ۴۰ درصد است.

انتظارات تورمی:

ابهام‌هایی با وزن بیشتر رنگ‌های تیره



در

شماره قبلی ذکر شده که انتظارات تورمی کشور بسیار وایسته به سیاست‌ها و نفرات دولت جدید و همچنین وضعیت سیاست خارجی است. اکنون پس از معرفی و کسب رأی اعتماد وزرا ابهام در سمت دولت و نفرات آن تا حدی مرتفع گشته است ولی در مورد وضعیت توافق، کماکان ابهامی به قوت خود باقی است و شکل موضع‌گیری‌های سران کشور نیز تا حدی دارای بار منفی است. از سوی دیگر فصل تابستان سال ۱۴۰۰ به گونه‌ای در حال سپری شدن است که اتفاقات خاص و غریب به رویه جاری این روزگار مبدل گشته است و مشاهده صحنه‌هایی از وضعیت کرونا یا افغانستان، یادآور فیلم‌های آخرالزمانی است. جمیع جهات و حوادث ذکر شده موجب شده تا ذهنیت‌های عموم مردم در سه ماهه گذشته در حالت ابهام قبلی خود کمی رنگ‌ها و انتظارات تیره را اضافه کند و نوسانات بازار ارز به خوبی مؤید این مسأله است. در این بین بودجه ۱۴۰۰ ساختاری دارد که از بسیاری از جهات همانند یک بمب ساعتی عمل می‌کند و در صورت عدم تأمین مفروضات و منابع آن، پیکر نیمه جان اقتصاد کشور مبلس به رنگ‌های تیره خواهد بود. بمب ساعتی که تقریباً نیمی از زمان خنثی سازی آن سپری شده و به شدت بوی اسکناس‌های نوی چاپخانه بانک مرکزی را می‌دهد.

کابینه دولت سیزدهم

تمامی وزرای دولت سیزدهم بجز وزیر آموزش و پرورش از مجلس رأی اعتماد کسب کردند. این مورد به معنی همراهی مناسب مجلس با دولت است که در وضعیت فعلی کشور نشانه خوبی است. در عین حال در میان وزرا اسامی نفراتی که از نگاه عموم تحول ساز باشند دیده نمی‌شود و می‌توان گفت حداقل در قدم اول انتظار ویژه‌ای در افکار عمومی وجود ندارد.

تمامی وزرای دولت سیزدهم بجز وزیر آموزش و پرورش از مجلس رأی اعتماد کسب کردند. این مورد به معنی همراهی مناسب مجلس با دولت است که در وضعیت فعلی کشور نشانه خوبی است. در عین حال در میان وزرا اسامی نفراتی که از نگاه عموم تحول ساز باشند دیده نمی‌شود و می‌توان گفت حداقل در قدم اول انتظار ویژه‌ای در افکار عمومی وجود ندارد.

در مورد وزرا و سیاست‌های کلیدی کابینه جدید موارد زیر را می‌توان احصا نمود:

- تولید یک میلیون مسکن و عده و به نوعی کارت شرطمندی دولت جدید در اثبات توانایی خود است و در صحبت‌های رستم قاسمی وزیر راه و شهرسازی این موضوع دیده می‌شود. سیاست‌های مرتبط با تولید مسکن قطعاً بر بازار مسکن و فضای اقتصاد کشور تأثیرگذار است و اگر منابع آن به درستی تأمین نشود و به عنوان اقدام حیثیتی تلقی گردد، ریسک مهم تورم یا دست اندازی دولت به صالح سوسیسیدی در ذهن متصور است.

• وزیر امور خارجه دولت جدید یعنی حسین امیرعبداللهیان، یک دیپلمات قدیمی است که سابقه همکاری با دولت گذشته را نیز دارد. از موضع ابتدایی وزیر خارجه برمی‌آید که دور بعدی مذاکرات هسته‌ای وجود خواهد داشت و با سیاستی متفاوت کشور در تلاش برای جلوگیری از فرسایشی شدن فضا در عین تلاش برای دستیابی به منافع مذاکرات است. از سوی دیگر وزیر امور خارجه نگاه توسعه روابط با شرق را در دستور کار دارد.

• احسان خاندوزی به عنوان وزیر اقتصاد، از طرفداران اصلاح نظام مالیاتی و از طراحان اصلی طرح مالیات برای ایدی سرمایه است. وزیر اقتصاد در حالی که از رونق بازار سرمایه دفاع می‌کند، نگاه توسعه بخشی به بازار بدھی را نیز در دستور کار دارد.

• حجت الله عبدالملکی به عنوان وزیر کار و رفاه اجتماعی انتخاب شد. او که به داشتن موضع و اظهار نظرات خاص شهره است، موجب نگرانی برخی از صاحب‌نظران اقتصادی شده است. این وزارت خانه به دلیل سیطره بر سازمان تأمین اجتماعی و شستا و انتخاب طیف وسیعی از مدیریت‌های ارشد شرکت‌های واپسی شستا، برای بورس و کشور دارای اهمیت ویژه است.

• در موضع ابتدایی نفرات اجرایی دولت جدید مانند محمد مخبر، معاون اول و رضا فاطمی امین به عنوان وزیر صنعت، معدن و تجارت، سیاست اجتناب از قیمت‌گذاری و سرکوب قیمتی وجود دارد. باید دید آیا دولت جدید به قیمت‌گذاری ایجاد می‌کند؟ تداوم تخصیص ارز ۴۲۰۰ تومانی یا حذف آن، محک مهمی برای نگاه دولت جدید به قیمت‌گذاری است.

• در موضع ابتدایی نفرات اجرایی دولت جدید مانند محمد مخبر، معاون اول و رضا فاطمی امین به عنوان وزیر صنعت، معدن و تجارت سیاست اجتناب از قیمت‌گذاری و سرکوب قیمتی وجود دارد. باید دید آیا دولت سیزدهم به این موضع پایبند می‌ماند و یا آنکه فضا طور دیگری ایجاد می‌کند. ارز ۴۲۰۰ تومانی و کالاهای اساسی محک مهمی برای نگاه دولت جدید به قیمت‌گذاری است.

طالبان، همسایه جدید کشور

طالبان در کمال شگفتی با سرعتی خیره کننده بر کابل و افغانستان مسلط شد. در حالی این اتفاق حادث شد که صحنه‌های فروگاه کابل و انفجارهای داعش خراسان که موجب کشته شدن نظامیان آمریکایی شد یک افتتاح و آبرویزی اطلاعاتی و نظامی کامل را برای ایالات متحده و شخص بایدن به همراه آورد. تسلط طالبان از سه منظر برای کشور مهم است:

• هرچند طالبان به شدت تلاش دارد تا خود را متفاوت از گذشته و توانا در کشورداری معرفی کند ولی نشانه‌های تندروی و رفتارهای رادیکال این گروه ادامه دارد. حضور طالبان در شرق ایران می‌تواند ریسک امنیتی برای مرزهای شرقی و همچنین موج جدید مهاجرت افغان‌ها را در پی داشته باشد.

• خروج از منطقه خاورمیانه بین شکل توسط ایالات متحده، بازگشت نظامی آمریکا را بسیار سخت می‌کند و این بدان معنی است که آمریکا حتی الامکان از افزایش تنش نظامی و حضور در منطقه جلوگیری می‌کند؛ به عبارت دیگر تبدیل شدن مسأله هسته‌ای ایران به گره امنیتی و نظامی ابداً مطلوب ایالات متحده نخواهد بود.

• شهر هرات از مهم‌ترین تأمین‌کنندگان اسکناس کشور در بحث ارزهای خارجی بود. بسته شدن بانک‌های افغانستان و شرایط این کشور بر این مجرای ارزی بسیار مؤثر بوده و یکی از عوامل نوسانات ارزی اخیر نیز همین عامل است. باید دید در ادامه طالبان توانایی سامان دادن به اوضاع را دارد و این مجرای بازگشایی خواهد شد یا خیر؟

ساعت شنی کسری بودجه و گشایش خارجی

سال ۱۴۰۰ در حالی به پیش می‌رود که وضعیت دخل و خرج دولت در ۴ ماهه ابتدای امسال به شرح جدول زیر است:

عنوان	عملکرد	نسبت عملکرد به مصوب چهار دوازدهم	نسبت عملکرد به عاملکرد مشابه سال قبل
درآمدها	۱۱۹,۸۰۰	%۷۸	%۱۷۸
واگذاری دارایی سرمایه‌ای	۱۱,۸۰۰	%۹	%۵۰۵
واگذاری دارایی مالی	۷۲,۴۰۰	%۵۰	%۱۱۱
منابع	۲۰۳,۸۰۰	%۴۷	%۱۵۱
استفاده از تنخواه‌گردان خزانه	۵۰,۹۰۰	-	%۲۳۰
استفاده از منابع سپرده (ماده ۱۲۵ قانون محاسبات عمومی کشور)	۱۵,۰۰۰	-	-
دربافت‌ها	۲۶۹,۷۰۰	%۶۲	%۱۷۲
هزینه‌ها	۲۰۳,۹۰۰	%۶۵	%۱۶۱
تملک دارایی‌های سرمایه‌ای	۵۸,۷۰۰	%۹۸	%۲۷۴
تملک دارایی‌های مالی	۷,۱۰۰	%۱۲	%۸۱
پرداخت‌ها	۲۶۹,۷۰۰	%۶۲	%۱۷۲

جدول ۱: مروری بر عملکرد چهارماهه دولت

“ همان‌طور که دیده می‌شود حتی با عمل به ۶۲٪ از پرداخت‌ها به نسبت مصوب چهار دوازدهم، همچنان عمدۀ منابع دولت از تنخواه‌گردان خزانه تأمین شده است و میزان تحقق فروش نفت که در سرفصل واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای قرار دارد چیزی نزدیک به فاجعه است. این در حالی است که فروشنده است و میزان تحقق فروش نفت که در سرفصل واگذاری دارایی‌های مالی نیز وضع جالبی ندارد. در مجموع می‌توان گفت زمان چندانی برای تأمین منابع غیرتورمی در بودجه وجود ندارد و انتظارات تورمی به شدت به نسبت پولی شدن بودجه حساس است. ”

همان‌طور که دیده می‌شود حتی با عمل به ۶۲٪ از پرداخت‌ها به نسبت مصوب چهار دوازدهم، همچنان عمدۀ منابع دولت از تنخواه‌گردان خزانه تأمین شده است و میزان تحقق فروش نفت که در سرفصل واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای قرار دارد چیزی نزدیک به فاجعه است. این در حالی است که فروشنده است و میزان تحقق فروش نفت که در سرفصل واگذاری دارایی‌های مالی نیز وضع جالبی ندارد. در مجموع می‌توان گفت زمان چندانی برای تأمین منابع غیرتورمی در بودجه وجود ندارد و انتظارات تورمی به شدت به نسبت پولی شدن بودجه حساس است.

نزدیک شدن روز کنار رفتن پرده‌ها

با توجه به توضیحات قبل، به زودی پرده‌ها کنار خواهد رفت و مشخص می‌شود که اوضاع افغانستان در چه مسیری است، عملکرد کابینه و نفرات اصلی مدیریت کشور عیان می‌شوند و مهم‌تر از همه نتایج و وضعیت مذاکرات خارجی نمایان خواهد شد و بنابر گفته وزیر خارجه این امر نیز فرسایشی نخواهد بود. اگر بخواهیم به طور خلاصه عنوان کنیم، در صورت عدم دسترسی به منابع ارزی و امکان صادرات نفت، بودجه ۱۴۰۰ و برخی پروژه‌های دولت سیزدهم مانند تولید یک میلیون مسکن آینده تورمی رعب‌آور را تداعی می‌کند. شاید بتوان این بند را طور دیگری نیز تفسیر کرد، اداره کشور به شدت به گشایش تحریمی نیاز دارد و ایالات متحده نیز به آرامش در منطقه نیاز دارد و شاید این تفسیر قسمت امیدبخش ماجراست.



کسری بودجه دولت؛

خطر جدی پولی سازی

Government Budget Deficit



مفروضات

بودجه سال ۱۴۰۰ نمایانگر تلفیقی از خوش‌هنگفت در عین عدم امکان تأمین آن‌هاست. در ۳ ماه اخیر، عده قابل توجهی از کارشناسان اقتصادی در خصوص کسری بودجه هنگفت سال جاری هشدار داده اند و همین هشدارها توجه عامه فعالان اقتصادی را به اعداد و سناریوهای خوش‌بینانه بودجه جلب و جذب نموده است. اوج خوش‌بینی مورد اشاره را می‌توان در مبانی سیاسی این بودجه ریزی مشاهده کرد؛ بودجه ۱۴۰۰ با دیدگاهی بسته شد که پنداشی با پیروزی ریسی جمهور ایالات متحده و بازگشت وی به برجام، دلار به ۱۵۰۰۰ تومان می‌رسد و همه سناریوهای بدینانه اقتصاد در لحظه بازگشت آمریکا به برجام رنگ می‌باشد! این دیدگاه اما برای پیش‌بینی دلار ۳۰۰ تا ۴۰۰ هزار تومانی برای انتهای سال ۱۴۰۰ در صورت عدم توافق بازگشت به برنامه این داد!

برجام و یا وحامت در وضع تحریم‌ها- داد!

هم چنان که در شماره پیشین این فصلنامه به نحو می‌سوط مورد بررسی قرار گرفت، سناریوی مفروض بودجه ۱۴۰۰ میلیون بشکه نفت و میزانات گازی از ابتدای سال ۱۴۰۰ است و این در حالی است که تا مرداد ماه اینا چنین رقمی از فروش نفت محقق نگردیده است. بنابراین پر واضح است که این سناریو با نزدیک شدن به نیمه سال ۱۴۰۰ به طور کامل مردود است. این موضوع در کنار موتور فعال تزریق نقدینگی، عامل تلاطم‌های قابل توجه بازارهای دارایی در ماههای اخیر است.

بنابراین در ادامه این بخش، به بررسی سناریوهای پیش‌بینی بودجه ۱۴۰۰ از حیث میزان کسری، نحوه تأمین آن و نقش پرنگ هزینه های

پیش‌آمده در سال ۱۴۰۰ در افزایش کسری بودجه می‌پردازم. با نزدیک شدن به نیمه اول سال و بروز پالس‌های هرچه سخت‌تر شدن مذاکرات آتی، توجه همگان به کسری بودجه دولت معطوف گردیده است. در شرایطی که رئیس جدید بانک مرکزی و سلف او هم زمان با ارائه آمارهای تکان دهنده از وضعیت عدم اضباط مالی دولت، نسبت به شرایط تورمی آتی هشدار می‌دهند، مرور این آمارها با هدف درک انتظارات تورمی امری ناگزیر است.

بنابر آنچه در گزارش بانک مرکزی ذکر شده، رشد نقدینگی در دوازده ماهه منتهی به پایان خرداد ماه سال جاری ۳۹,۴ درصد بوده است. همچنین نقدینگی در پایان خرداد ماه ۱۴۰۰ نسبت به پایان سال گذشته ۶,۶ درصد افزایش یافته است که دلیل عدم این امر استفاده دولت از منابع بانک مرکزی در قالب تنخواه‌گردان عمومی به میزان ۵۵,۵ هزار میلیارد تومان است. نتیجه این امر را می‌توان در افزایش ۴۲,۶ درصدی پایه پولی در یک سال منتهی به تیر ماه، مشاهده نمود.

بنابر تعریف ماده ۲۴ قانون محاسبات عمومی کشور:

" تنخواه‌گردان خزانه عبارت است از اعتبار بانکی در حساب درآمد عمومی نزد بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران که به موجب قانون اجازه استفاده از آن به میزان معین در هر سال مالی برای رفع احتیاجات نقدی خزانه در همان سال به وزارت امور اقتصادی و دارائی داده می‌شود و منتهی تا پایان سال واریز می‌گردد"

پیش‌بینی کسری بودجه و نرخ دلاری تعادلی بودجه

با در نظر گرفتن افق فعلی مذاکرات بازگشت به برجام، میزان صادرات نفت و میزانات ایران در سال ۱۴۰۰ را می‌توان ذیل صورت با در نظر گرفتن افق فعلی مذاکرات بازگشت به برجام، میزان صادرات نفت و میزانات ایران در سال ۱۴۰۰ را می‌توان ذیل سه سناریوی ذیل صورت بندی نمود؛ البته قبل از بررسی میزان کسری ذکر این نکته ضروری است که بنابر بررسی کارشناسان سازمان برنامه بودجه، پیش‌بینی می‌گردد برای تأمین منابع اوراق مصوب بودجه و همچنین بازپرداخت اوراقی که امسال سرسیز می‌شود، دولت طی سال ۱۴۰۰ بودجه در سناریوهای مختلف وضعیت کسری اقدام به انتشار اوراق به مبلغ ۱۸۵ تا ۲۷۲ میلیارد تومان طی ۴۴ هفته تا ۶۲۰۰ میلیارد تومان طی ۴۴ هفته) اقدام کند.

عنوان	سنا ^{ریوی} ادامه تحریم	سنا ^{ریوی} رفع تحریم	سنا ^{ریوی} خوش بینانه
میانگین تعداد بشکه صادراتی نفت و میعانات	۸۵۰,۰۰۰	۱,۳۵۰,۰۰۰	۱,۷۵۰,۰۰۰
قیمت میانگین هر بشکه نفت و میعانات (دلار)	۷۰	۶۵	۶۰
صادرات (میلیارد دلار)	۲۱/۷	۳۲/۰	۳۸/۳
سهم صندوق توسعه ملی (میلیارد دلار)	۳/۷	۷/۹	۱۰/۶
سهم شرکت ملی نفت (میلیارد دلار)	۳/۱	۴/۶	۵/۶
سهم مناطق محروم (۳ درصد)	۰/۷	۱/۰	۱/۱
منابع دردست دولت (میلیارد دلار)	۱۴/۳	۱۸/۵	۲۱/۰
سهم کالاهای اساسی (دلار ۱۴۲۵)	۸-	۸-	۸-
منابع ارزی در اختیار دولت	۶/۳	۱۰/۵	۱۳/۰
منابع ریالی مورد نیاز بغیر از کالاهای اساسی مرتبط با صادرات نفت	۲۰۳,۲۷۲	۲۰۳,۲۷۲	۲۶۳,۲۷۲
نرخ دلار تراز کننده بودجه* (تومان)	۳۲,۴۵۵	۱۹,۳۱۶	۲۰,۲۵۷
کسری بودجه از ناحیه نفت در صورت تسعیر ۱۷,۵۰۰	۹۳,۶۶۴	۱۹,۱۱۴	۳۵,۸۳۱
کسری بودجه ناشی از سایر بخش‌ها (میلیارد تومان)	۷۰,۴۰۰	۷۰,۴۰۰	۷۰,۴۰۰
کسری کل	۱۶۴,۰۶۴	۸۹,۵۱۴	۱۰۶,۲۳۱
کسری رفع شونده با فروش ۱۴۲۰۰ میلیارد در ۴۴ هفته (مازاد بر ۱۳۲.۵ م.م.ت اوراق بودجه)	۲۲,۳۰۰	۲۲,۳۰۰	۲۲,۳۰۰
کسری رفع شونده با فروش ۶۴۰۰ میلیارد در ۴۴ هفته (مازاد بر ۱۳۲.۵ م.م.ت اوراق بودجه)	۱۱۰,۳۰۰	۱۱۰,۳۰۰	۱۱۰,۳۰۰
سقف منابع مورد نیاز با پولی سازی بودجه	۱۴۱,۷۶۴	۶۷,۲۱۴	۸۳,۹۳۱
کف منابع مورد نیاز با پولی سازی بودجه	۵۳,۷۶۴	-	-

جدول ۲: پیش‌بینی وضعیت کسری بودجه دولت

* دلیل بالاتر بودن نرخ دلار تراز کننده بودجه در سنا^{ریوی} خوش بینانه، لحاظ کردن سقف دوم بودجه به مبلغ ۱,۲۷۷ م.م.ت است. بودجه ۱۴۰۰ به صورت دو سقفی تدوین شده است و در صورت عدم تأمین منابع در سال ۱۴۰۰ برخی موارد حذف خواهند شد. این مورد در سنا^{ریوی}های فروش کمتر نفت لحاظ شده است.

در

سناریوی نتیجه دادن مذاکرات، اگر در نیمه دوم سال جاری توافقی صورت گیرد و با فرض فروش ۲ میلیون بشکه نفت در ۳ ماهه انتهاه سال، میانگین مقداری فروش سال ۱۴۰۰ برابر با ۱,۳۵۰,۰۰۰ بشکه در روز خواهد بود. البته باید توجه کرد که با توجه به افق فعلی منطقه

در عمل اما به نظر می‌رسد فروش اوراق تنها ابزار غیرتورمی مورد استفاده دولت برای پوشش کسری بودجه باشد. این امر بدین معناست که سیاست‌گذار ناگزیر است تا بازار اوراق را با نرخ‌هایی بالاتر جذاب نماید و همچنین حجم فروش اوراق دولتی نیز به صورتی جدی افزایش یابد.

و سیاست راهبردی کشور، حتی با فرض بازگشت به تعهدات برجام توسط ایران و تسهیل فروش نفت، مقدار صادرات نفتی ایران به میزان سالهای ابتدایی برجام نخواهد بود و طرف آمریکایی از این ابزار نهایت استفاده را خواهد برد تا ایران را مجبور به مذاکره پیرامون مسائل منطقه‌ای نماید. در سناریوی بدینانه اما رقم ۸۵۰ هزار بشکه در روز محصول پیش‌بینی سناریوی عدم توافق و تصویب تحریم‌های هرچه بیشتر در مسیر فروش فعلی نفت است. امری که در ماه‌های اخیر مقامات آمریکایی مکرراً نسبت به آن تهدید نموده‌اند. البته یک سناریوی بسیار خوش‌بینانه نیز وجود دارد که مطابق نظر وزیر امور خارجه با جلوگیری از اطناب مذاکرات، بتوان به توافقی سریع رسید و ۵ ماه انتهاهی سال با احتساب نفت ذخیره شده، به عددی در حدود ۳ میلیون بشکه در روز و میانگین سال ۱ میلیون و ۷۵۰ هزار بشکه در روز دست یافته؛ البته این میزان فروش قطعاً بر نرخ جهانی نفت مؤثر خواهد بود. با توجه به تحلیل فوق بدیهی است که حتی در بهترین سناریوی پیش روی سیاست خارجی ایران در شرایط فعلی، نرخ دلار تراز کنندۀ بودجه حداقل ۲۰۰۰۰ تومان خواهد بود.

در صورتی که دولت سیزدهم بخواهد از ابزارهای غیرتورمی در جهت پوشش هرچه بیشتر کسری بودجه استفاده کند، کلیه ابزارها به مانند شمشیر دولبه هزینه‌های سنگینی را در پی خواهد داشت. استفاده از اوراق بدهی با توجه به عدم توفیق دولت دوازدهم در فروش آن، مستلزم جذاب سازی نرخ هاست. امری که اثر سوء آن بر بازار سرمایه در کنار اهمیت این بازار برای مردم انتخابی هزینه‌زا و البته متضاد با شعارها و اهداف دولت سیزدهم است.

تحصیص ۸ میلیارد دلار ارز ۴۲۰۰ تومانی کالاهای اساسی ممکن است این راهکار را به ذهن متبار سازد تا با حذف بخشی از این تحصیص، دولت کمی از کسری بودجه را پوشش دهد. در حالی که توجه به آمار ارائه شده توسط وزارت صمت، بیش از ۷,۲۵ میلیارد دلار از ارز مذکور تا پایان مردادماه برای واردات اقلام اساسی تحصیص داده شده است! این درحالی است که در بودجه سال جاری ارز مدنظر برای این بخش از مصارف، ۸ میلیارد دلار در نظر گرفته شده است و این میزان مصرف در ۵ ماهه به خوبی نشان دهنده عدم تکافو ارز ۴۲۰۰ تومانی حتی تا میانه سال است. در عمل اما به نظر می‌رسد فروش اوراق تنها ابزار غیرتورمی مورد استفاده دولت برای پوشش کسری بودجه باشد. این امر بدین معناست که سیاست‌گذار ناگزیر است تا بازار اوراق را با نرخ‌هایی بالاتر جذاب نماید و همچنین حجم فروش اوراق دولتی نیز به صورتی جدی افزایش یابد.



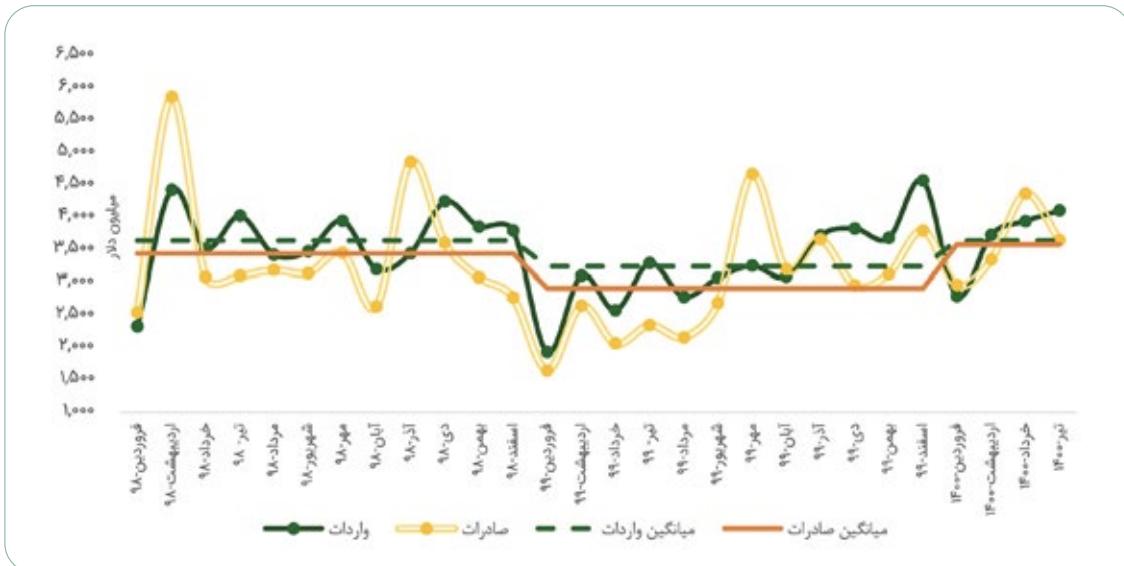


تجارت خارجی:

بهبود صادرات نفتی و غیرنفتی و فشار متقابل کالاهای اساسی







نمودار ۱: وضعیت متقابل صادرات و واردات گمرکی

در ۴۷ چهار ماهه ابتدایی سال ۱۴۰۰ ارزش تجارت خارجی ایران حدوداً برابر ۲۹ میلیارد دلار بوده، که نسبت به چهار ماهه ابتدایی سال ۱۳۹۹ رشد برای با ۱۴,۵۷۶ میلیون دلار و ارزش صادرات برابر ۱۴,۳۸۸ میلیون دلار است؛ بنابراین فزونی واردات منجر به منفی شدن تراز تجاری به میزان ۲۳۸ میلیون دلار گردیده است.

در مدت مشابه سال گذشته با کسری تراز تجاری بیشتری در حدود ۲۰,۲۰۹ میلیون دلار مواجه بودیم که این کسری نشان از بهبود تجارت خارجی ایران به دنبال افزایش قیمت کاموادیتی‌ها (فولاد، اوره، متابول، مس و ...) در کنار تعديل آثار کرونا و تحريم است. بعلاوه میزان صادرات به لحاظ وزنی نیز نسبت به سال گذشته افزایش یافته است.

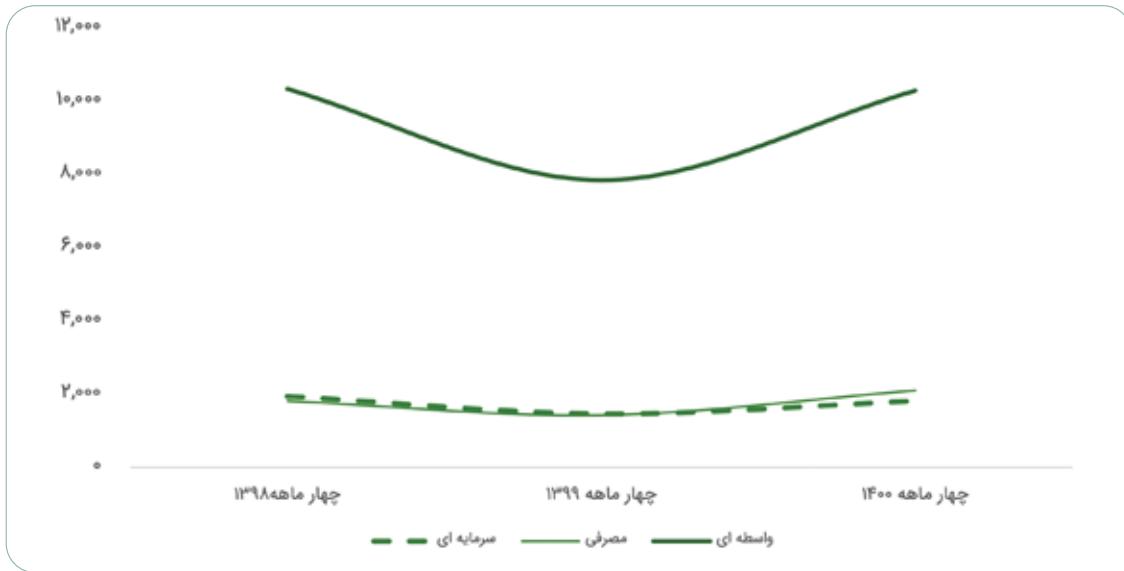
طی چهار ماه نخست سال ۱۴۰۰، بیشترین میزان صادرات کشور به چین با ۴,۳۹۶ میلیون دلار با سهم ۳۰ درصدی، عراق با ۲,۸۱۷ میلیون دلار، امارات متحده عربی با ۱,۶۲۷ میلیون دلار، ترکیه با ۹۲۳ میلیون دلار و کشور افغانستان با ۷۲۸ میلیون دلار بوده است. جزئیات آمارهای تجارت خارجی ایران نشان می‌دهد ۵ کالای نیزین، پلی اتیلن، متابول و شمش آهن و فولاد مهمن بنیان اقلام صادراتی کشور در ۳ ماهه نخست امسال هستند. عده کالای وارداتی نیز مربوط به تلفن همراه، ذرت دامی، روغن آفتابگردان، کنجاله، گندم، دانه سویا، برنج، جو، شکر و روغن خام سویا اشاره کرد.

پیش‌بینی می‌شود در صورت ایجاد توافق و حفظ روند رو به رشد کاموادیتی‌ها در طی سال جاری ارزش صادرات کشور می‌تواند رشد قابل توجهی داشته باشد.

با توجه به نمودار بالا در سه ماه نخست سال ۱۴۰۰ میزان واردات کالاهای سرمایه‌ای، مصرفی و واسطه‌ای به ترتیب برابر با ۱,۳، ۱,۵ و ۷,۳ میلیارد دلار بوده است. همان‌طور که در نمودار فوق مشخص است با توجه به شیوع کرونا در سال ۱۳۹۹ میزان مصرف کالاهای واسطه‌ای کاهش قابل توجهی نسبت به سال ۱۳۹۸ داشته است اما در سه ماه نخست امسال با تعديل آثار ناشی از ویروس کرونا و واکسیناسون میزان مصرف کالاهای واسطه‌ای به سطح سال ۱۳۹۸ برگشته است.

واردات کالاهای اساسی و تخصیص ارز ترجیحی

در زمان جهش ارزی اخیر نگرانی دولت، تأمین امنیت غذایی و مدیریت قیمت کالاهای اساسی بود؛ باید سیاستی در پیش گرفته می‌شد که قشر ضعیف و متوسط جامعه بتوانند حداقل نیازهای غذایی خود را در این شرایط تأمین کنند. به همین جهت سیاست کنترل قیمت مواد غذایی از طریق تخصیص ارز ترجیحی به واردات کالاهای اساسی اتخاذ شد. در حالی که از ابتدای سال تاکنون بنا بر آمارها مطابق جدول زیر به اقدام به تخصیص ارز ۴۲۰۰ تومانی پرداخته است و این یعنی تا پایان مرداد سال ۷,۲۵ میلیارد دلار از این تخصیص مصرف شده است.



نمودار ۲: آمار واردات دسته‌های گوناگون کالا

عنوان	عملکرد	نسبت عملکرد به عملکرد مشابه سال قبل
وزارت صمت	جو	۵۸۰
وزارت بهداشت	دانه روغنی	۹۳۹
	ذرت	۱۴۰۸
	روغن خام یا خوراکی	۱۲۵۷
	كنجاله سویا	۵۷۱
	گندم	۵۶۴
	سایر	۳۲۲
	دارو و اقلام پزشکی	۱۶۱۱
مجموع		۷۲۵۲

جدول ۳: ارز تخصیص یافته کالاهای اساسی

در شرایطی که صدای خوردن کفگیر دولت به ته دیگ ارز ۴۲۰۰ تومانی شنیده می‌شود، بیش از ۶.۵ میلیون تن کالای اساسی که در بنادر و گمرکات موجود است؛ این حجم از کالا به حدود ۳ تا ۳.۵ میلیارد دلار تأمین ارز نیاز دارد. با توجه به اینکه امسال، ۸ میلیارد دلار ارز ترجیحی برای کالاهای اساسی تخصیص یافته است، پیش‌بینی می‌شود تا پایان سال با کسری ۶ میلیارد دلاری ارز برای تأمین کالاهای اساسی مواجه باشیم.^{۶۶}

از علل اصلی این شرایط می‌توان به افزایش شدید نرخ دانه‌های روغنی و اقلام کشاورزی به سبب خشکسالی جهانی و تقاضای بیشتر برای دارو با توجه به شیوع ویروس کرونا اشاره کرد.



نمودار ۳: افزایش دو برابری قیمت جهانی شکر



نمودار ۴: افزایش چند برابری قیمت جهانی ذرت

با توجه به آنچه عنوان شد پیش‌بینی می‌شود حذف قیمت گذاری دستوری و تخصیص ارز ترجیحی را در نیمه دوم سال شاهد باشیم. همچنین یکی از موارد فساد و رانت، چند ترخی بودن ارز در بازار به شمار می‌رود. اگر متوسط قیمت ارز را ۲۴ هزار تومان در نظر بگیریم، با احتساب اختلاف میانگین نرخ ارز آزاد با نرخ ارز ترجیحی، ۵۶۶,۲۸ م.ت. رانت در کشور ایجاد شده است. دولت برای تخصیص ارز ۴۲۰۰ تومانی باید بخشی از صادرات بخش خصوصی را خریداری کرده و با نرخ ترجیحی در اختیار وارد کننده قرار می‌داد. تأمین ریالی این سیاست، منجر به افزایش بددهی دولت به بانک مرکزی خواهد شد و صورت دیگری از استقرار از بانک مرکزی است. اختلاف در حدود ۷ برابری ارز ترجیحی با نرخ ارز بازاری سودآوری قابل توجهی برای افرادی که امکان دستیابی به نرخ ارز ترجیحی را داشتند، ایجاد کرد و موجب تقاضای کاذب و فساد در این مجاوا بوده است؛ براساس گزارش مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، مصرف همه گروه‌های کالاهای اساسی در سال ۱۳۹۷ نسبت به سال ۱۳۹۶ کاهش داشته و احتمالاً با افزایش قیمت آن‌ها، در سال ۱۳۹۸ نیز این کاهش مصرف ادامه داشته است، اما واردات کالاهای اساسی در سال ۱۳۹۷ نسبت به سال ۱۳۹۶ افزایش داشته است. میزان رشد واردات برخی از این کالاهای زمانی که مشمول دریافت ارز ترجیحی می‌شدند، در کنار کاهش واردات آنها پس از خروج از شمول دریافت ارز ترجیحی، شاهد روشنی است که دلالت بر توزیع رانت قابل توجه ناشی از واردات این کالاهای با نرخ ارز ترجیحی دارد. به نظر برای جلوگیری از ادامه خسارات ناشی از سیاست تخصیص ارز ۴۲۰۰ تومانی و عدم وجود منابع کافی، حذف این سیاست و عدم تخصیص ارز ترجیحی برای کالاهای اساسی گزینناپذیر است. البته به احتمال بسیار زیاد حذف ارز ترجیحی با یک سری سیاست حمایتی جایگزین همراه باشد تا بتواند رفاه از دست رفته اقشار ضعیف جامعه را تا حدی جبران کند. حذف ارز کالاهای اساسی به دلیل کشش‌پذیری بسیار پایین، به سرعت به تورم منتقل می‌شود و به همین دلیل باید اعداد بالای تورم سال ۱۴۰۰ را تا حد زیادی پایدار دانست.

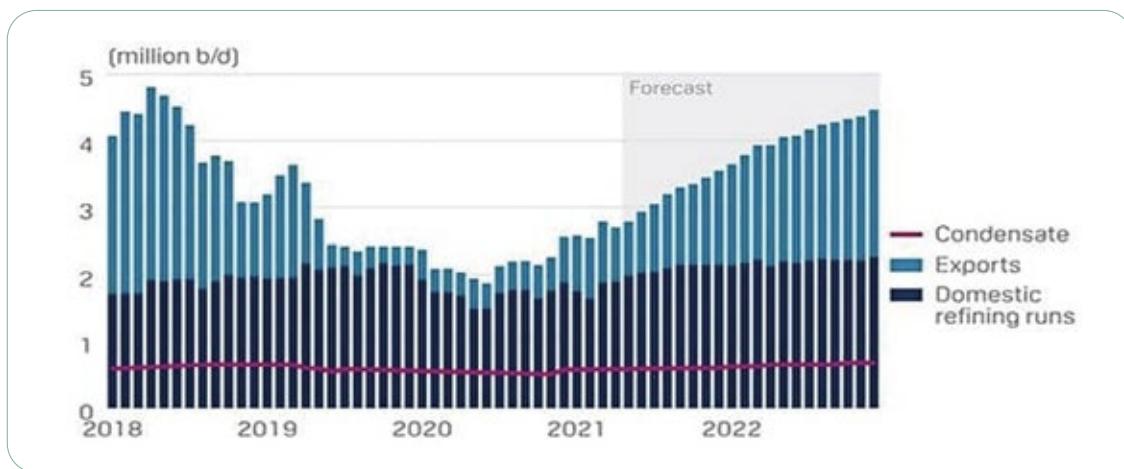
صادرات نفتی

صادرات نفت و میانات گازی همچنان یکی از جنبه‌های اصلی اقتصاد ایران محسوب شده و راه اصلی کسب درآمد دولت جهت تأمین مالی هزینه‌های عمومی و خریدهای کالاهای کلیدی وارداتی است. بهبود دسترسی به بازارهای بین‌المللی باعث رشد شدید صادرات ایران می‌شود. از آنجایی که مهم‌ترین درآمد دولت از محل صادرات نفتی است، با اعمال تحریم‌های آمریکا صادرات کشور نسبت به سال‌های پیش از تحریم کاهش چشمگیری داشته است. مطابق با آمار بانک مرکزی صادرات نفتی پیش از بازگشت تحریم‌ها، در سال‌های ۱۳۹۶ و ۱۳۹۷ در حدود ۶۰ میلیارد دلار بوده، اما پس از اعمال تحریم‌ها صادرات نفتی ایران کاهش قابل توجهی داشته و به پک سوم این میزان در سال ۱۳۹۹ رسیده است. همچنین در سال شش ماه پایانی سال، با روی کار آمدن بایدن و افزایش قیمت نفت ایران نسبت به شش ماهه ابتدایی سال در حدود ۴۵ درصد رشد نموده است.

صادرات غیرنفتی (میلیون دلار)	صادرات نفتی	سال
۳۳,۲۶۶	۶۲,۷۶۸	۱۳۹۶
۳۲,۶۵۵	۶۰,۷۳۵	۱۳۹۷
۳۰,۳۷۵	۲۹,۵۱۶	۱۳۹۸
۲۸,۸۰۵	۲۱,۰۴۳	۱۳۹۹

جدول ۴: ارزش صادرات نفتی و غیرنفتی کشور

در حال حاضر مطابق با گزارش‌های آماری اوپک میزان تولیدات نفت ایران در سال ۲۰۲۰ نزدیک به ۲ میلیون تن بشکه در روز عنوان گردیده است. میزان تولیدات نفت در سه ابتدای سال ۱۴۰۰ نیز به طور متوسط در هر ماه نزدیک به ۲,۵ میلیون بشکه در روز بوده که نشان می‌دهد تولیدات نفت نسبت به سال گذشته افزایش قابل توجهی داشته است.^{۶۶}



نمودار ۵: صادرات نفتی کشور به همراه پیش‌بینی میزان صادرات در صورت رفع تحریم - میلیون بشکه در روز

در صورت انجام توافق، پیش‌بینی می‌شود ایران روند رو به رشد صادرات نفتی خود را ادامه دهد، لازم به ذکر است که مطابق آمارهای وزارت نفت، ایران پیش از برجام روزانه در حدود ۳ میلیون بشکه نفت تولید می‌کرده که از این مقدار حدود ۱,۳ میلیون بشکه صادر شده است. پس از اجرایی شدن برجام اما، روزانه تا ۴,۸ میلیون بشکه نفت و میانات گازی تولید شده که در حدود سه میلیون بشکه از آن صادر گردیده است. با توجه به روی کار آمدن دولت بایدن و در صورت ایجاد توافق ایران می‌تواند تا سال ۲۰۲۲ به سطوح تولید و صادرات نفتی در سال ۲۰۱۸ برسد. جدول شماره ۵ میزان صادرات نفت در طی چهار دوره را نشان می‌دهد و در صورت ایجاد توافق جدید، چشم‌انداز پیش رو را می‌توان متصور شد. البته به یک نکته در این جدول اشاره شده و این مسئله تأثیر سایر عوامل بر قیمت جهانی نفت است و نباید میزان دلاری صادرات نفت را صرفاً به تحریم گره زد. همان‌طور که در دوره قبلی رفع تحریم، عربستان سعودی با پمپاز نفتی خود به نرخ شکنی در بازار نفت اقدام کرد تا علاوه بر حفظ سهم بازاری که در نتیجه تحریم‌های ایران به دست آورده بود، مانع از بهره‌بری ایران از فروش نفت گردد.

متوسط قیمت نفت اوپک (عدم تأثیر تحریم)	روندا فرایش تولید عربستان (گرفتن بازار ایران)	متوسط صادرات واقعی نفت خام در روز	زمان	وضعیت تحریم
۷۷	۸,۲۰۰,۰۰۰	۲,۲۴۷,۷۴۱	۲۰۱۰ میانگین	بدون تحریم
۱۰۷	۹,۱۰۰,۰۰۰	۲,۲۵۹,۸۰۲	۲۰۱۱ میانگین	
۱۰۹	۱۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۳۱۳,۰۶۶	۲۰۱۲ میانگین	تحریم اتحادیه اروپا و کاهش %۲۰ سایرین
۱۰۵	۹,۲۰۰,۰۰۰	۹۸۲,۴۸۶	۲۰۱۳ میانگین	
۹۶	۱۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۱۰۴,۱۴۶	۲۰۱۴ میانگین	توقف کاهش با تواافق ژنو
۴۹	۹,۵۰۰,۰۰۰	۱,۰۸۱,۱۴۶	۲۰۱۵ میانگین	
۴۰	۱۰,۵۰۰,۰۰۰	۱,۹۱۶,۵۰۸	۲۰۱۶ میانگین	پایان تحریم نفتی
۵۲	۱۰,۵۴۰,۰۰۰	۲,۳۳۵,۰۰۰	۲۰۱۷ میانگین	

جدول ۵: گاه شمار میزان صادرات نفتی کشور در تحریمهای قبلی





چشم انداز رشد پایه پولی و نقدینگی؛

فشار کسری بودجه

Monetary Growth



در

حالی که در فاصله سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۳ متوسط رشد پایه پولی کشور ۱۸,۸ درصد بوده است، از سال ۱۳۹۷ و با شروع تحریم‌های جدید اقتصادی، این عدد رو به افزایش گذاشت و متوسط نرخ رشد آن به ۲۶,۸ درصد افزایش یافت. تغییرات نرخ رشد نقطه‌به‌نقطه پایه پولی در سال ۱۳۹۹ با نوسان زیادی همراه بود. به طوری که در سه ماه نخست سال رو به افزایش بود و در خرداد ماه به ۳۹,۷ درصد رسید که بالاترین رقم ثبت شده از اردیبهشت ۱۳۸۸ است. اما در تیرماه به یکباره با ۹ واحد درصد کاهش، رقم ۳۰,۹ درصد را ثبت کرد. وضعیت پرونوسان رشد پایه پولی تا پایان سال ۱۳۹۹ دلیل مشکلات ناشی از نقل و انتقال ادامه پیدا کرد. نرخ رشد نقطه‌به‌نقطه پایه پولی در ماههای فروردین و اردیبهشت و خرداد ۱۴۰۰ به ترتیب ۲۶,۴ درصد، ۳۰,۷ درصد و ۳۰,۶ درصد است. که نشان می‌دهد پایه پولی همچنان در محدوده ۳۰ درصد در نوسان است.

در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ افزایش خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی عامل مسلط ایجاد رشد پایه پولی بوده است؛ در شرایطی که در آمدۀای ارزی کشور در این دو سال به شدت کاهش یافته بود و انتظار کاهش ذخایر خارجی بانک مرکزی وجود داشت، به دلیل مسدود بودن دسترسی به بخش از منابع ارزی که به موجب قوانین بودجه سالانه، بانک مرکزی مکلف به خرید آنها از دولت بود، شاهد افزایش پایه پولی از این ناحیه هستیم. در نتیجه، در سال ۱۳۹۹ امکان ناپذیری خنثی‌سازی رشد خالص دارایی‌های خارجی به دلیل مشکلات ناشی از نقل و انتقال منابع خارجی، عامل اصلی رشد پایه پولی بوده است؛ به طوری که ۳۰,۸ واحد درصد از رشد ۲۹,۳ واحد درصدی پایه پولی در پایان سال ۱۳۹۹ نسبت به پایان سال قبل، به دلیل افزایش خالص دارایی‌های بانک مرکزی است.

در خرداد ۱۴۰۰ نسبت به پایان سال قبل، پایه پولی کشور ۹,۹ درصد افزایش پیدا کرده است. مهم‌ترین عامل رشد پایه پولی در این دوره خالص بدھی بخش دولتی به بانک مرکزی بوده که با ۶۳,۳ هزار میلیارد تومان افزایش نسبت به پایان سال قبل سهمی فزاینده معادل ۱۳,۸ واحد درصد در رشد پایه پولی داشته است. دلیل اصلی افزایش مطالبات بانک مرکزی از بخش دولتی در دوره مذکور، استفاده دولت از وجوده تنخواه‌گردان (به میزان ۵۵,۵ هزار میلیارد تومان) است.

بررسی تاریخی اقتصاد ایران نشان می‌دهد تأمین مالی کسری بودجه دولت مهمنترین عامل توضیح‌دهنده رشد پایه پولی است. تا پیش از برنامه سوم توسعه، دولت با استقراض مستقیم از بانک مرکزی کسری خود را تأمین می‌کرد. با منوعیت استقراض مستقیم دولت از بانک مرکزی در برنامه سوم توسعه، تلاش شد از پولی‌شدن کسری بودجه جلوگیری شود؛ اما به دلیل حل نشدن ریشه‌ای مسئله، پس از آن دولت با فشار بر شبکه بانکی تلاش کرد کسری بودجه خود را پوشش دهد که این رفتار، در نهایت با افزایش بدھی بانک‌ها به بانک مرکزی، اثار پولی خود را بر جای گذاشت. در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ نیز، در شرایط تحریم و مسدودی منابع ارزی کشور، راه دیگر تأمین کسری بودجه، تبدیل منابع ارزی مسدود دولت و صندوق توسعه ملی به ريال و استفاده از آن برای تأمین کسری بودجه بوده است. همچنین، در سه ماه نخست سال ۱۴۰۰ استفاده دولت از وجوده تنخواه‌گردان عامل مسلط رشد پایه پولی است.

رشد نقطه‌به‌نقطه نقدینگی که تا پایان سال ۱۳۹۶ در محدوده ۲۰ درصد بود، با آغاز تحریم‌های اقتصادی رو به افزایش گذاشت که این روند تا اسفند ۱۳۹۹ ادامه پیدا کرد. اما در فروردین و اردیبهشت ۱۴۰۰ رشد نقدینگی با ۱,۱ واحد درصد کاهش نسبت به اسفند ۱۳۹۹ به ۳۸,۸ درصد کاهش پیدا کرد و در خرداد ماه رقم ۳۹,۴ درصد رشد بالای پایه پولی در کنار افزایش ضریب فزاینده نقدینگی سبب شده است که نرخ رشد نقدینگی به محدوده ۴۰ درصد برسد.

مشکلات ناشی از ویروس کرونا و لزوم حمایت از خانوارها و بنگاه‌های آسیب‌دیده، سبب شد تا بر اساس مصوبه ستاد هماهنگی اقتصادی، در اوایل سال ۱۳۹۹ معادل ۷۵ م.م.ت تسهیلات بانکی به گروههای آسیب‌دیده تعلق گیرد که مطابق مصوبه مژبور، ۲۵ م.م.ت از محل کاهش نسبت سپرده قانونی و مابقی از منابع داخلی بانک‌ها تأمین شود. البته، بانک مرکزی در اواسط سال نسبت سپرده قانونی را به سطح اولیه بازگرداند. در کنار فشارهای ناشی از کسری بودجه دولت و پیامدهای شیوه کرونا در رشد پایه پولی و نقدینگی، تحریک سفتۀ بازی در بازارهای دارایی که سبب انحراف منابع بانکی به سمت این بازارها شد و متعاقباً، برخی تکالیف به بانک‌ها برای مداخله در بازار سرمایه، نقش مهمی در افزایش ضریب فزاینده نقدینگی و رشد بالای نقدینگی داشت.

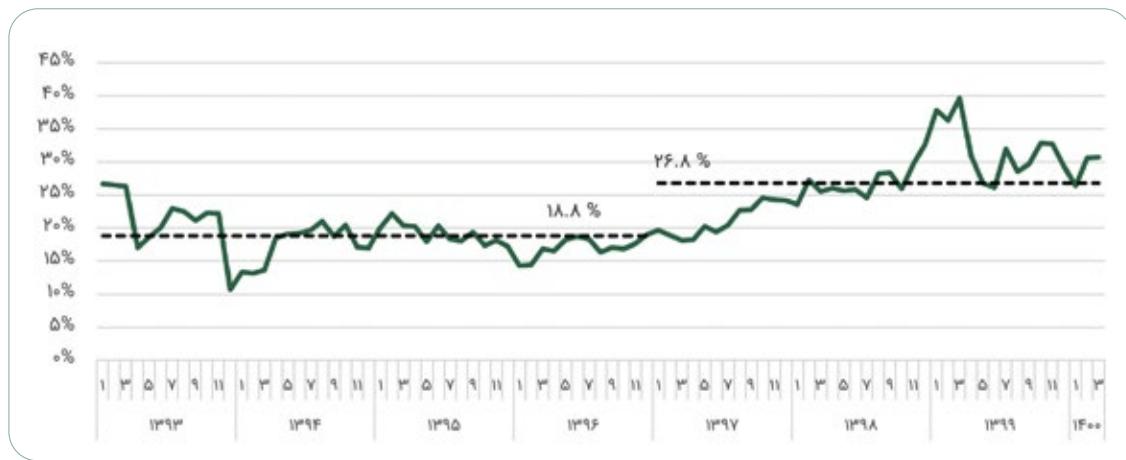
چشم‌انداز بخش پولی در سال ۱۴۰۰

چشم‌انداز رشد پایه پولی و نقدینگی در سال ۱۴۰۰ متأثر از وضعیت کسری بودجه دولت و تداوم یا رفع تحریم‌های اقتصادی در نیمه دوم سال است. بنابر تحلیل صورت گرفته در بخش کسری بودجه، دو سناریو برای اقتصاد کشور می‌توان متصور بود:

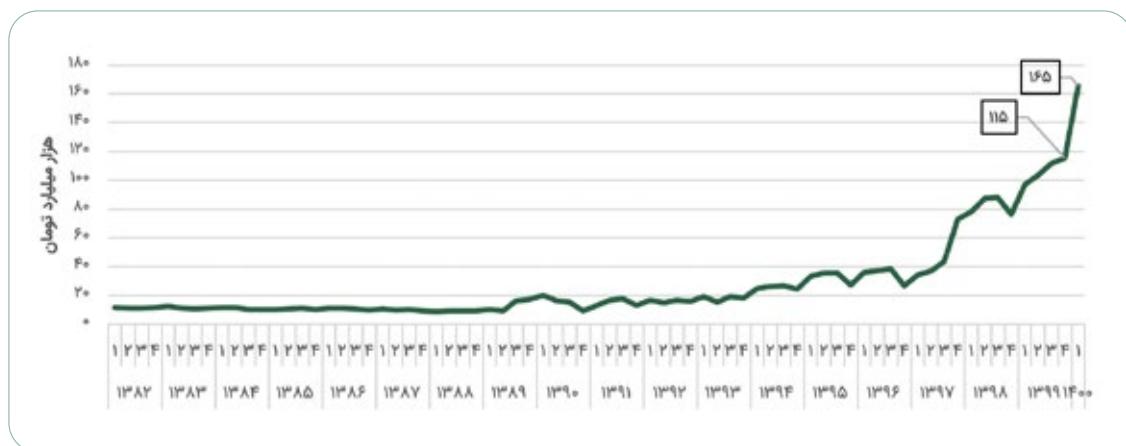
سناریوی اول: تداوم وضعیت کنونی بر تداوم گفتگوها و مذاکرات به منظور احیای برجام تا پایان سال جاری (الصادرات ۸۵۰ هزار بشکه نفت در روز به قیمت ۷۰ دلار به ازای هر بشکه)

سناریوی دوم: احیای برجام در نیمه دوم سال (الصادرات حدود ۱۷۵۰ هزار بشکه نفت در روز به قیمت ۶۰ دلار به ازای هر بشکه) بر اساس سناریوی اول پیش‌بینی می‌شود که در نه ماه پایانی سال ۱۴۰۰ پایه پولی کشور حدود ۱۴۰ هزار میلیارد تومان به دلیل آثار مستقیم و غیرمستقیم کسری بودجه افزایش پیدا کند و بنا بر این نرخ رشد نقطه به نقطه پایه پولی در پایان سال به محدوده ۴۰ درصد برسد. با فرض ثبات ضریب فزاینده نقدینگی در محدوده ۷,۴٪، رشد نقطه به نقطه نقدینگی به ۳۶ درصد کاهش پیدا می‌کند.

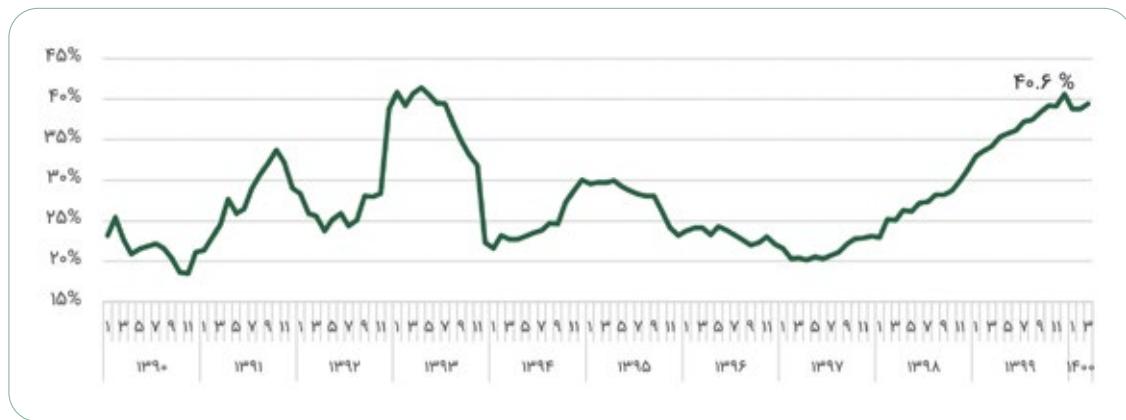
در سناریوی دوم و در صورت احیای برجام، در نه ماه پایانی سال رقم ۴۰ هزار میلیارد تومان به پایه پولی افزوده خواهد شد و نرخ رشد نقطه به نقطه پایه پولی در پایان سال حدود ۱۹ درصد خواهد بود. در این سناریو نرخ رشد نقدینگی به ۱۶ درصد کاهش پیدا خواهد کرد.



نمودار ۶: نرخ رشد نقطه به نقطه پایه پولی



نمودار ۷: بدھی دولت به بانک مرکزی



نمودار ۸: نرخ رشد نقطه به نقطه نقدینگی



نمودار ۹: ضریب فزانده نقدینگی



PA FABABI BROKERAGE



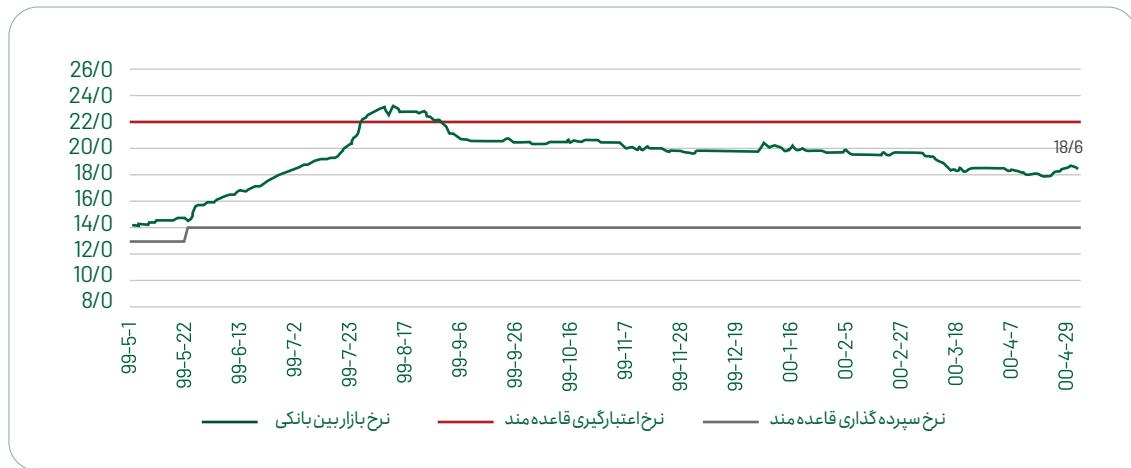
نرخ سود:

در انتظار تکانه‌ای برای افزایش

Interest Rate

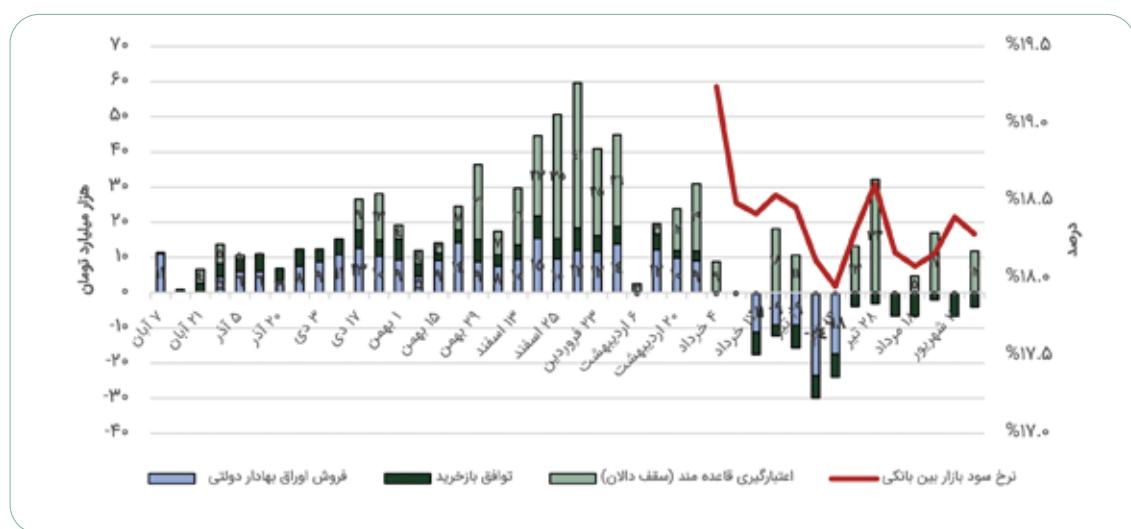
عملیات بازار باز

عملیات بازار باز از سال ۱۳۹۸ را اندازی شد. با این حال، به دلیل مازاد منابع در بازار بین بانکی تا اواسط سال ۱۳۹۹ تقاضای عملیات بازار باز نقشی در تأمین نقدینگی شبکه بانکی نداشت. با محدود شدن عرضه منابع در بازار بین بانکی از اواسط مهر ۱۳۹۹ و بالا رفتن نرخ سود این بازار، بانک مرکزی توانست از طریق عملیات بازار ضمن بازگرداندن نرخ سود بازار بین بانکی به محدوده میانه دالان، نیاز کوتاه‌مدت نقدینگی شبکه بانکی را کند و نرخ سود بازار بین بانکی را از بیش از ۲۳ درصد در هفته اول آبان ماه، به محدوده دالان نرخ سود تا پایان آبان بازگرداند. نرخ سود بازار بین بانکی تا پایان آذر به حدود ۲۰ درصد رسید و این وضعیت تا اواخر تیر ۱۴۰۰ تداوم پیدا کرد. به طوری که در پایان تیر ماه به رقم ۱۸,۶ درصد را ثبت کرد.



نمودار ۱۰: دالان نرخ سود در بازار بین بانکی (درصد)

کاهش تسهیلات‌دهی بانک‌ها در ماههای نخست سال، سبب شده است که بانک‌ها با منابع مازاد روبرو بوده و تقاضا در بازار بین بانکی کاهش پیدا کند. باید توجه داشت نرخ سود بازار بین بانکی که دارای رفتاری فعلی است و در ماههای نخست هر سال کاهش پیدا می‌کند. البته نرخ سود بازار بین بانکی در خرداد ماه سال جاری برخلاف سال ۱۳۹۹ نوسانات قابل توجهی را تجربه نکرد و با ثبت یک روند نزولی ملایم متاثر از عواملی مانند افزایش سقف تنخواه‌گردان خزانه و تقویت عرضه ذخایر در بازار، کماکان در محدوده مورد نظر سیاستگذار پولی قرار داشت. این امر در حالی تحقق یافت که برخلاف سال‌های گذشته، بانک مرکزی در دوره موردنظر بررسی هیچ‌گونه دخالت مستقیمی در بازار بین بانکی انجام نداده است. این مسأله به معنای اصلاح ارتباط میان بانک مرکزی با بانک‌ها در بازار بین بانکی است.



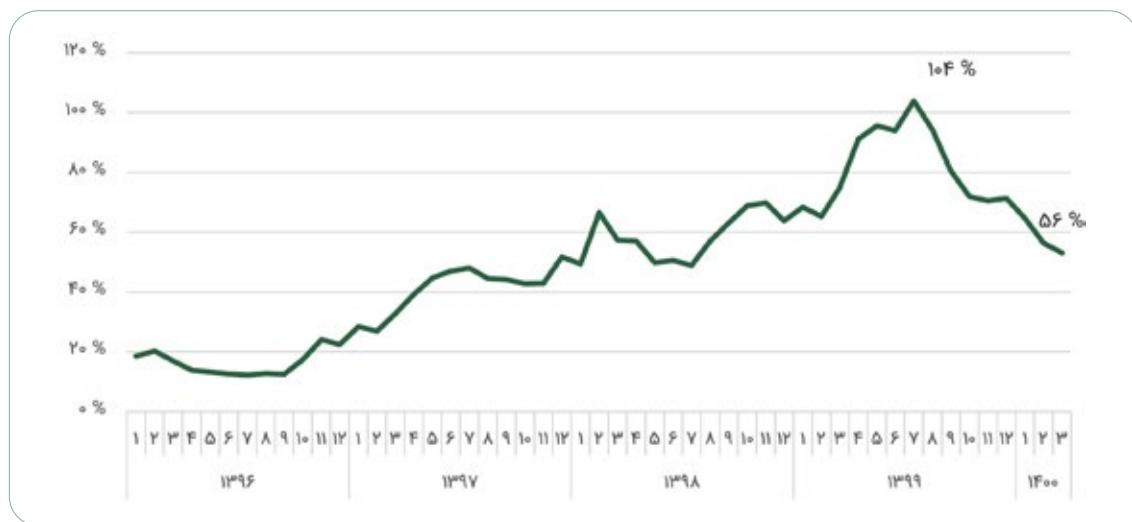
نمودار ۱۱: حجم عملیات بازار باز به تفکیک ابزارهای مختلف

“ در این شرایط بانک مرکزی با انجام عملیات ریپوی معکوس تلاش کرده تا ضمن کاهش عرضه منابع در بازار بین بانکی، مانع از کاهش بیشتر نرخ سود در این بازار گردد. توضیح اینکه کاهش تقاضا در بازار بین بانکی می‌توانست نرخ سود این بازار را با کاهش زیادی مواجه کند، همانطور که در ماه‌های نخست سال ۱۳۹۹ شاهد این رخداد بودیم و به دلیل کاهش تقاضا در بازار بین بانکی نرخ سود این بازار در مقاطعی به زیر ۱۰ درصد رسید. فعال شدن عملیات بازار باز سبب شد تا بانک مرکزی در ماه‌های نخست سال ۱۴۰۰ بتواند مانع از کاهش شدید نرخ سود در بازار بین بانکی شود. ”

بانک مرکزی با فروش اوراق بدھی دولت با سررسید کوتاه‌مدت (زیر دو هفته) به بانک‌ها و پرداخت نرخ سود ۱۸ درصد سبب شد تا منابع اضافی بانک‌ها به جای سرربز شدن به بازار بین بانکی، صرف خرید کوتاه‌مدت اوراق بهادر دولتی از بانک مرکزی (ریپوی معکوس) گردد. پرداخت نرخ سود ۱۸ درصد به عملیات ریپوی معکوس عدم کاهش نرخ سود بازار بین بانکی به زیر رقم مذکور است.

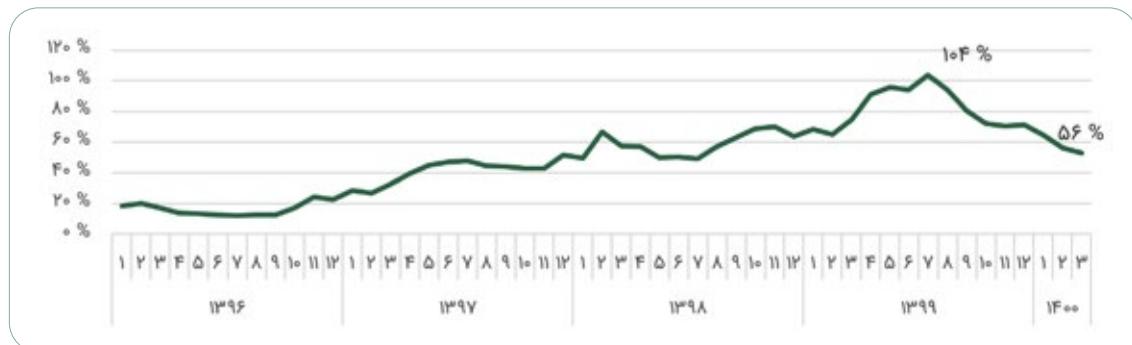
نرخ سود سپرد

در سال ۱۳۹۹، با افزایش بازدهی در بازارهای دارایی سپرده‌های جاری شبکه بانکی افزایش یافت، به طوری که از نرخ رشد متوسط بلندمدت خود (۱۹ درصد) به شدت فاصله گرفت و ارقام بسیار کم‌سابقه‌ای را تجربه کرد و در مهر ماه با ۱۰ درصد رشد، بالاترین رقم تاریخی خود را ثبت کرد.



نمودار ۱۲: رشد نقطه به نقطه سپرده‌های دیداری

پس از این مقطع و پس از انتخابات ریاست جمهوری آمریکا، نرخ رشد نقطه به نقطه سپرده‌های دیداری روند نزولی به خود گرفت که این روند تا خرداد ۱۴۰۰ (آخرین آمار منتشر شده) ادامه داشته است. با این حال همچنان رشد آن فراتر از متوسط رشد بلندمدت است.



نمودار ۱۳: سهم سپرده‌های دیداری از کل سپرده‌های بانکی

به رغم تداوم روند کاهنده رشد نقطه به نقطه سپرده‌های دیداری، سهم سپرده‌های دیداری از کل سپرده بانکی در اردیبهشت و خرداد ۱۴۰۰ افزایش بافته و در مقابل سهم سپرده‌های مدت‌دار از کل سپرده بانکی کاهش پیدا کرده است. این اتفاق به رغم افزایش نرخ سود سپرده رخداده است. این موضوع این گمانه را تقویت می‌کند که طولانی شدن روند مذاکرات و اظهار نظرهای متعدد در خصوص وجود اختلافات جدی بین طرفین مذاکره، موجب افزایش انتظارات تورمی گردیده است.^{۶۶}



نمودار ۱۴: نرخ سود سپرده‌های یکساله

با توجه به اینکه نرخ سود بانکی یک متغیر سیاستی است، به دلیل روی کار آمدن دولت جدید اظهارنظر در مورد روند آتی آن دشوار است. با این حال، به دلیل وجود فضای تورمی و منفی بودن نرخ سود حقیقی، کاهش سود بانکی از نرخ فعلی بسیار دور از انتظار است.



PF FARABI BROKERAGE

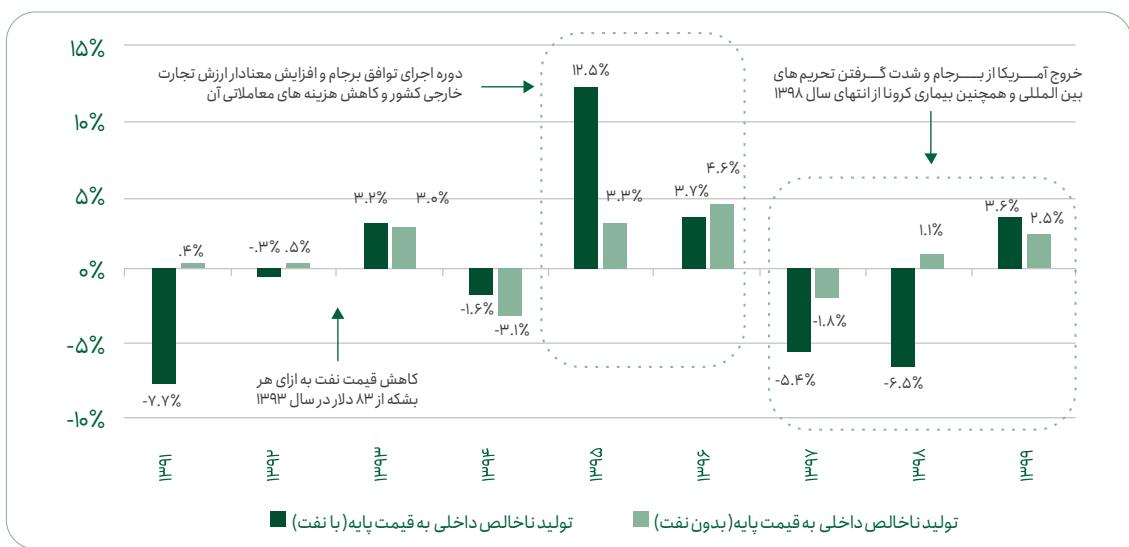
A photograph of a two-lane asphalt road curving through a dense forest. The road is marked with a double yellow dashed line. The surrounding trees are tall and dark, with some green foliage visible at the top of the hill. The perspective is from the side of the road, looking down its curve.

رشد اقتصادی:

کمی بهتر ولی ناکافی

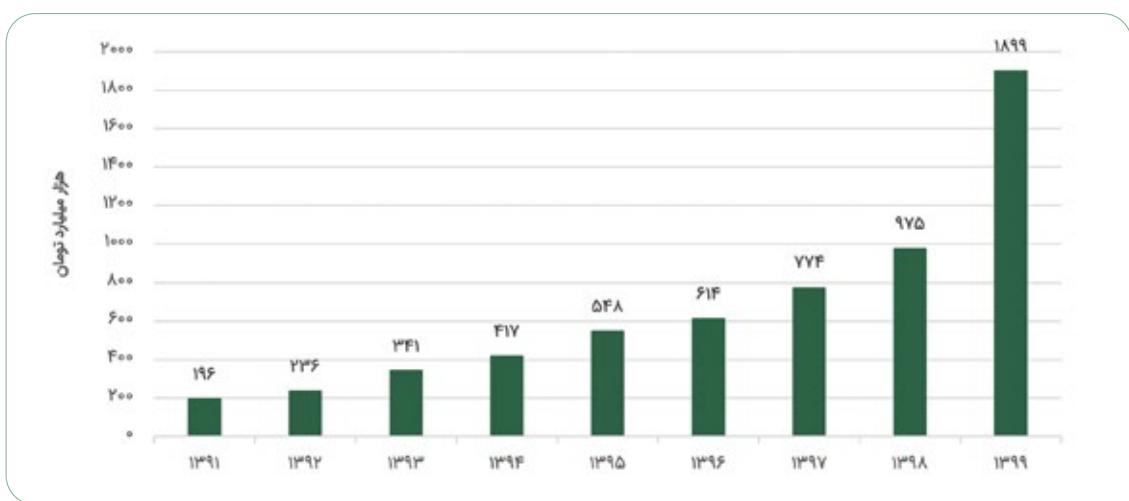
تصویر بخش حقیقی در سال ۱۳۹۹

اقتصاد ایران طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ به رغم مشکلات ساختاری و آسیب های دور قبلی تحریم، روند خوبی را از نظر شاخص های تورم، رشد اقتصادی و اشتغال زایی طی می کرد. اما خروج آمریکا از برجام از سال ۱۳۹۷ و همه گیری کرونا در سال ۱۳۹۹ دو پدیده بیرونی بودند که به طور مستقیم بر عملکرد اقتصاد ایران در این سه سال اثر گذاشتند. در سال های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ متأثر از اتفاقات مذکور، رشد اقتصادی به ترتیب ارقام ۵,۴-۶,۵-درصد را ثبت کرد. با این حال، در سال ۱۳۹۹ و به ویژه در نیمه دوم سال، با ایجاد ثبات نسبی در فضای اقتصاد کلان کشور و همچنین اجرای سیاست های اعتباری انبساطی، رشد مثبت شد و در پایان سال رقم مثبت ۳,۶-درصد را ثبت نمود.



نمودار ۱۵: رشد تولید ناخالص داخلی

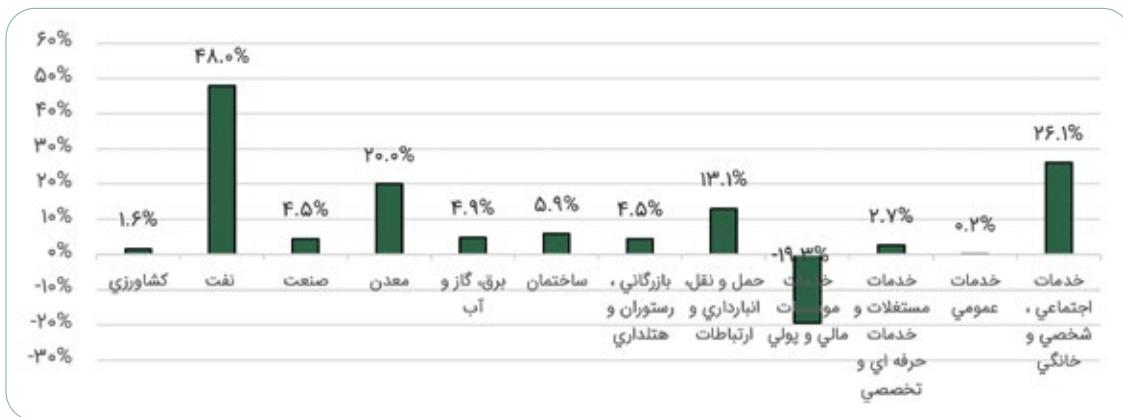
به نظر می رسد افزایش در خور توجه تسهیلات پرداختی به بخش های اقتصادی عامل مهمی در ایجاد رشد مثبت اقتصادی در این سال بوده است. طی ۱۲ ماه سال ۱۳۹۹ تسهیلات پرداختی به بخش های اقتصادی مبلغ ۱۸۹۹ م.م.ت. است که در مقایسه با دوره مشابه سال قبل ۹۲۴ م.م.ت) افزایش داشته است. سهم تسهیلات پرداختی در قالب سرمایه در گرددش از کل تسهیلات پرداختی است و مقدار آن در مقایسه با دوره مشابه سال قبل ۱۲۱,۱ درصد افزایش داشته است.



نمودار ۱۶: تسهیلات پرداختی در فاصله سال های ۱۳۹۹ تا ۱۳۹۱

تخمین رشد اقتصادی در بهار ۱۴۰۰

در بهار ۱۴۰۰، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه نسبت به مدت مشابه سال قبل ۶,۹ درصد تخمین زده می‌شود.



نمودار ۱۷: نرخ رشد ارزش افزوده بخش‌های مختلف اقتصادی

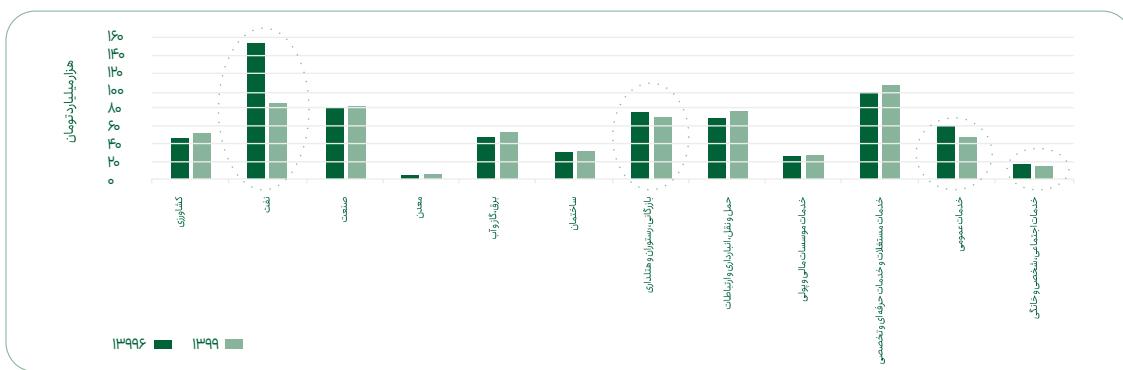
بخش نفت با رشد ۴۸ درصدی نسبت به فصل مشابه سال قبل بیشترین تأثیر را در ایجاد رشد مثبت اقتصادی در بهار ۱۴۰۰ ایفا کرده است. همچنین، نرخ رشد گروه صنعت ۴,۵ درصد تخمین زده شده است.

چشم‌انداز رشد اقتصادی در سال ۱۴۰۰

انتظار بر این است که در سال ۱۴۰۰ رشد اقتصادی همانند سال ۱۳۹۹ مثبت باشد. پس از پیروزی بایدن در انتخابات آمریکا، کمی انتظارات مثبت بر

فضای اقتصاد کشور حاکم شده که شرایط را متفاوت از سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ کرده است.

به نظر می‌رسد حتی در صورت عدم رفع تحریم‌های اقتصادی، امکان دارد گشايش‌هاي (به ويزه در زمينه دسترسی به ارزهای مسدودی) در نيمه دوم سال ۱۴۰۰ به وقوع بپيوندد که تداوم رشد مثبت اقتصادي را امكان‌پذير خواهد کرد. از طرف ديگر، انتظار می‌رود که واکسيناسيون تعداد بيشتری از جامعه اثرگذاري کرونا بر اقتصاد را کاهش دهد. همچنین، ظرفیت‌های خالی ایجاد شده در بخش نفت و خدمات، امکان رشد مثبت از این ناحیه نیز وجود دارد.



نمودار ۱۸: ارزش افزوده بخش‌های مختلف اقتصادی

بنابراین در هر دو سناریوی متصور برای نیمه دوم سال (سناریوی اول: تداوم وضعیت کنونی مبنی بر تداوم گفتگوهای و مذاکرات به منظور احیای برجام تا پایان سال جاری) (الصادرات ۸۵۰ هزار بشکه نفت در روز به قیمت ۷۰ دلار به ازای هر بشکه) و سناریوی دوم: احیای برجام در نیمه دوم سال (الصادرات ۱۷۵۰ هزار بشکه نفت در روز به قیمت ۶۰ دلار به ازای هر بشکه) نرخ رشد تولید ناخالص داخلی (بدون نفت) بین ۲ تا ۳ درصد پیش‌بینی می‌شود. با این حال، در سناریوی اول (تداوم وضعیت موجود تا پایان سال) رشد تولید ناخالص داخلی (با نفت) حدود ۳ درصد و در سناریوی دوم (احیای برجام در نیمه دوم سال) حدود ۹ درصد مورد انتظار است.

نرخ ارز؛

افزایش در پی انتظارت و اتفاقات منفی



از آبان سال ۱۳۹۹ و پس از انتخابات ریاست جمهوری آمریکا، نرخ ارز به صورت مستمر در حال کاهش بوده است و تنها در اسفند ماه، میانگین

خرداد و تیر نیز ادامه داشت، در مردادماه شتاب بیشتری به خود گرفت. به طوری که در پایان این ماه، نرخ دلار در بازار غیررسمی به بیش از ۲۷ هزار و ۳۰۰ تومان رسید که در حدود ۳۰۰ روز گذشته و پس از انتخابات ریاست جمهوری آمریکا بی سابقه بوده است.

تعویق مذاکرات بازگشت به برجام تازمان آغاز به کار دولت جدید در ایران و ابهام در خصوص فرجم این مذاکرات، رشد شدید کل های پولی در ماه های نخست سال، کسری بودجه بالای دولت و انتظارات تورمی شکل گرفته از این محل، تداوم و تشديد خروج سرمایه در سال ۱۴۰۰، رشد قابل توجه واردات در سال ۱۴۰۰ بر اساس آمار تخصیص و تأمین ارز و نیز عملکرد تجارت خارجی کشور در ماه های سپری شده از ۱۴۰۰، بحران در افغانستان و اخلال در جریان کالا و نقل و انتقال ارز بین ایران و این کشور، تداوم تنشی ها بین ایران و اسرائیل و تشديد انتظارات تورمی و تحریک تقاضای سفره بازی و احتیاطی ارز از دلایل اصلی فشار بر نرخ ارز در جهت افزایش بودند.



نمودار ۱۹: نرخ ارز در بازار آزاد (ریال برای هر دلار)

در نهایت، در پایان مرداد، نرخ دلار در بازار ثانویه به میزان ۵ درصد نسبت به پایان ماه ۱۲ گذشته افزایش یافت. نتیجه این امر، رشد قابل توجه شکاف بین نرخ دلار در بازار آزاد و نرخ دلار نیما یی به بالاترین میزان آن پس از آبان ۱۳۹۹ بوده است. نرخ دلار در بازار آزاد و سامانه نیما در انتهای خرداد، به ترتیب به ۲۷ هزار و ۳۵۰ تومان و ۳۰۰ هزار و ۲۳ تومان رسید. رشد قابل توجه نرخ ارز در بازار آزاد و عدم متناسب در سامانه نیما، موجب شکل گیری شکاف بیش از ۱۷ درصدی میان دو نرخ مذکور شده است که از آبان ۱۳۹۹ و پس از انتخابات ریاست جمهوری آمریکا، کم سوابقه بوده است.



نمودار ۲۰: نرخ دلار در بازار آزاد و نرخ سامانه نیما (ریال برای هر دلار)

عدم دسترسی به اطلاعات سامانه نیما و تحولات عرضه و تقاضا در این بازار، مانع از امکان تحلیل تغییرات نرخ ارز در بازار ثانویه شده است. با این وجود، کاهش نرخ ارز در سامانه نیما احتمالا ناشی از عقب نشینی موقت تقاضای ارز برای واردات تا زمان تعیین تکلیف مذاکرات احیای برنام و احتمالا تامین ارز با نرخ پایین تر باشد. در عین حال، احتمال می رود که روند عرضه ارز در بازار ثانویه با توجه به رشد قابل توجه صادرات غیرنفتی در بهار ۱۴۰۰ و با در نظر داشتن ریسک کاهش نرخ ارز در صورت نیل به توافق، به میزان قابل توجهی رشد کرده باشد.

نرخ دلار و نرخ دلار مستتر در سکه بهار آزادی

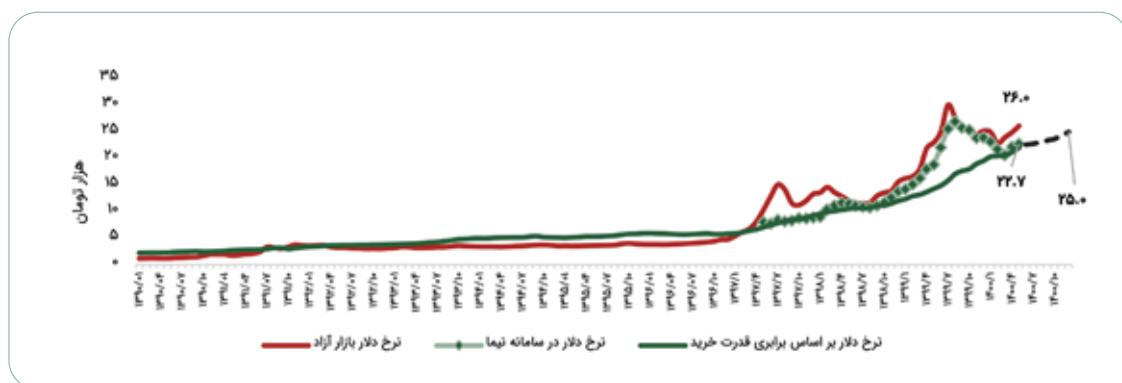
قیمت هر گرم طلا و هر قطعه سکه بهار آزادی در مردادماه به ترتیب به میزان ۸ درصد و ۱۳ درصد افزایش یافت. در حالی که در انتهای اردیبهشت و ابتدای خرداد ۱۴۰۰، برای نخستین بار در بیش از یک سال گذشت، قیمت سکه طلا به سطح کمتر از ارزش ذاتی طلای به کاررفته در آن کاهش یافته بود، اما به تدریج با رشد بیشتر قیمت سکه طلا نسبت به دلار، شاهد بازگشت این نسبت به سمت سطوح بلندمدت آن بودیم. بهطوری که در انتهای مرداد، حباب قیمت سکه طلا نسبت به ارزش ذاتی آن به حدود ۵ درصد رسید که از میانگین بلندمدت آن یعنی ^۴ درصد نیز بالاتر بود. به نظر می‌رسد رشد نرخ دلار برای چند هفته متولّی، موجب افزایش اعتماد فعالان بازارهای موادی مانند طلا و سکه به نرخ‌های جدید شده و رشد قیمتی در این بازارها را در پی داشته است.



نمودار ۲۱: نرخ دلار بازار آزاد و نرخ دلار مستتر در سکه بهار آزادی

پیش‌بینی قیمت دلار

نرخ ارز بر اساس برابری قدرت خرید در انتهای مرداد ماه به حدود ۲۲ هزار تومان برای هر دلار در بازار ثانویه در این ماه، در حدود ۲۲ هزار و ۷۰۰ تومان بوده است و اختلاف اندکی با نرخ تعادلی بلندمدت برآورد شده با استفاده از نظریه برابری قدرت خرید داشته است. به دلیل محدودیت‌های ارزی ایجاد شده برای دولت و بانک مرکزی در سال‌های اخیر، روند آتی نرخ ارز به شدت متأثر از وضعیت تحريم‌های اقتصادی و همچنین دسترسی به ارزهای مسدودی است. به نظر می‌رسد حتی در صورت تداوم شرایط تحريمی، امکان دارد تا پایان سال دسترسی به بخشی از ارزهای مسدودشده تسهیل گردد و از این مجرما از فشار وارده بر نرخ ارز تا حدودی کاسته می‌شود. با این حال، در صورت تداوم وضعیت کنونی (سناریوی اول) افزایش نرخ ارز به سمت ۲۵ هزار تومان دور از ذهن نیست. اما، در سناریوی دوم مبنی بر احیای برنامه در نیمه دوم سال، به دلیل افزایش درآمدهای ارزی دولت و با توجه به بالاتر بودن نرخ ارز بازار آزاد نسبت به نرخ ارز محاسبه شده بر اساس برابری قدرت خرید، امکان کاهش نرخ ارز تا محدوده ۲۲ هزار تومان قابل وصول است. البته یک مورد نباید فراموش شود، حتی در صورت عدم حصول توافق با توجه به وضعیت مناسب صادرات غیرنفتی، امکان برخورد سیاسی با نرخ دلار و حساسیت بازارهای بیش از ۳۰ هزار تومان در کوتاه مدت وجود دارد.



نمودار ۲۲: نرخ ارز بر اساس برابری قدرت خرید





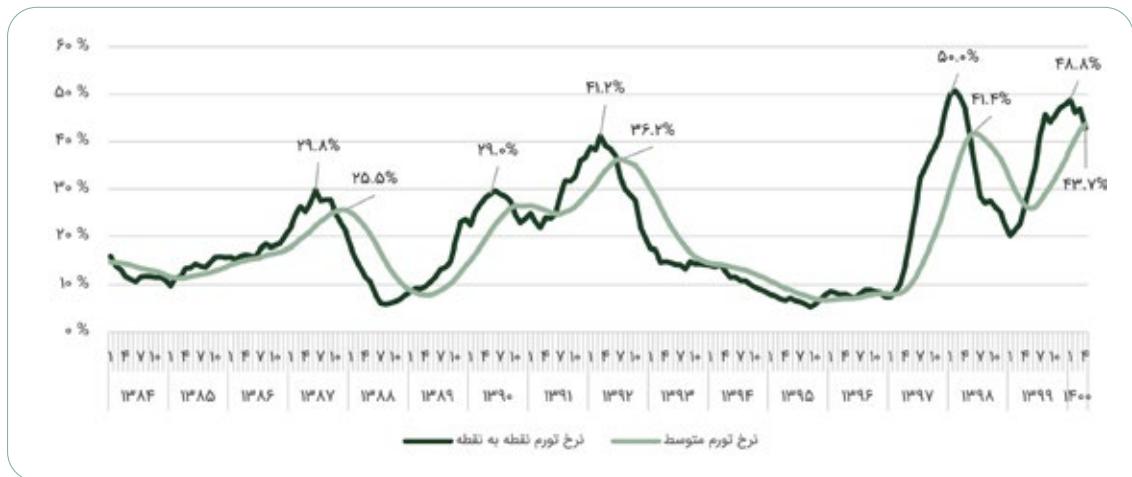
نرخ تورم:

غول حبس شده کالاهای اساسی در کنار هجمه تورم تولید کننده

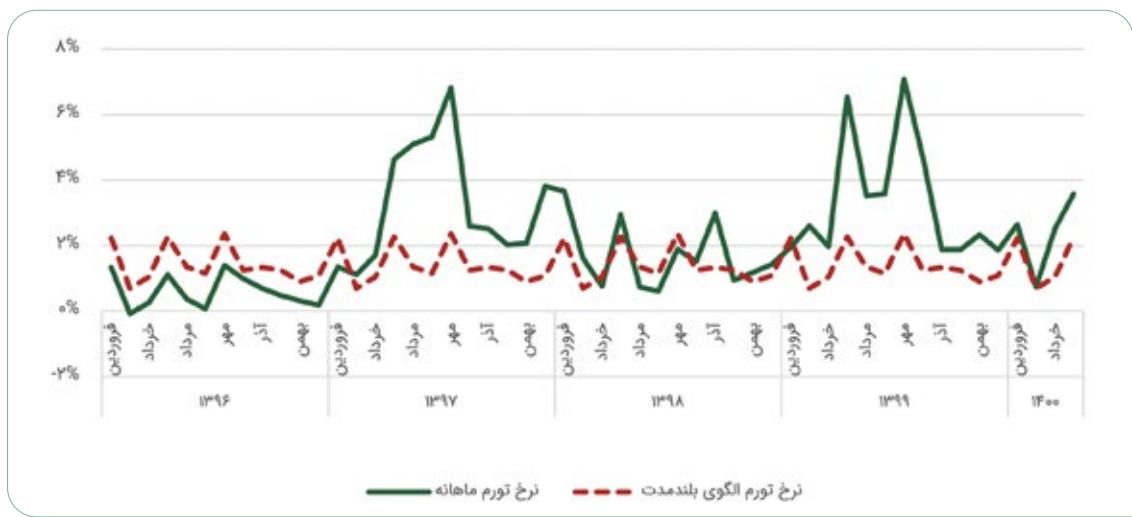
Inflation Rate

توم شاخص قیمت مصرف‌کننده

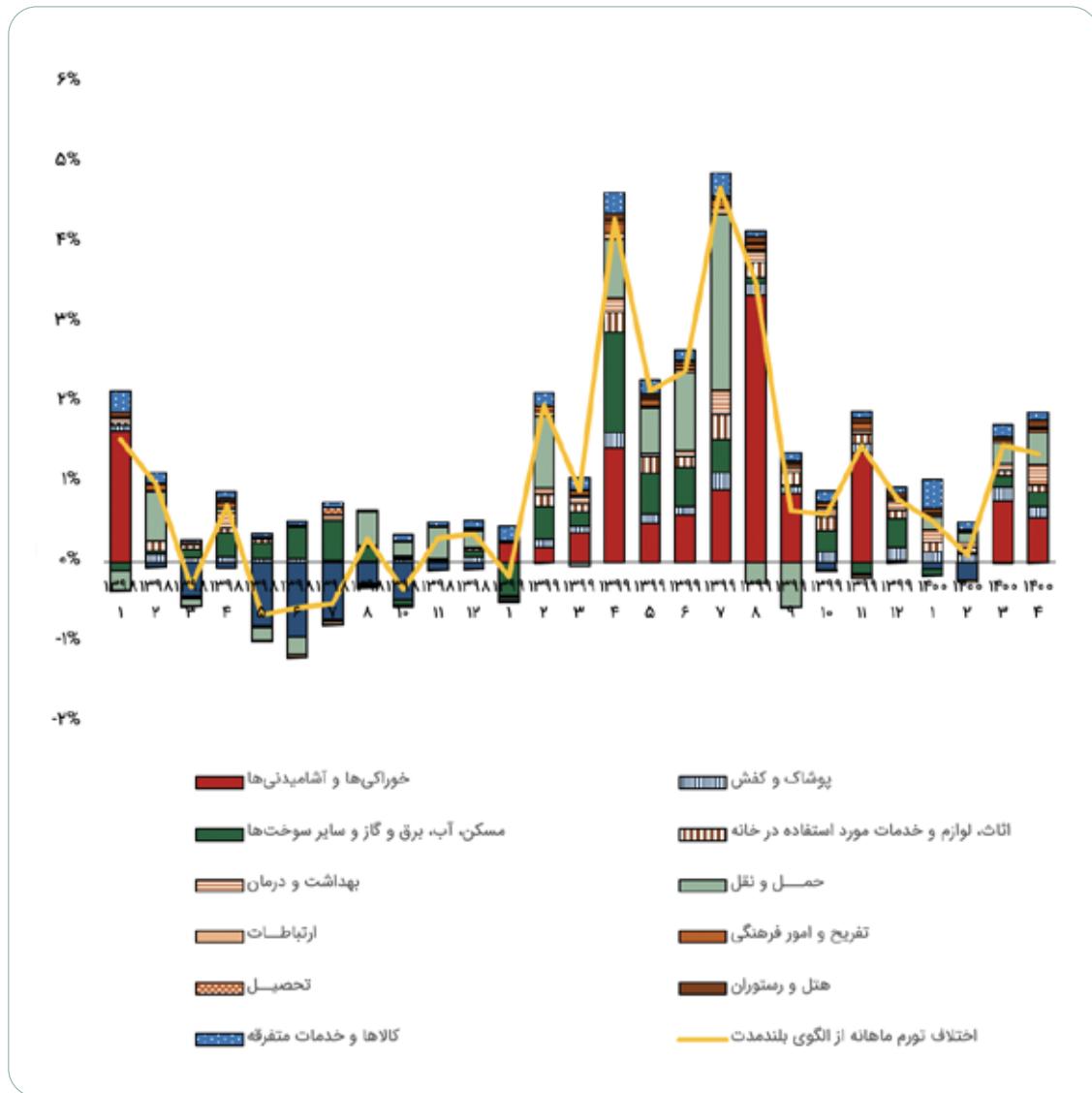
در حالی که نرخ تورم در پایان سال ۱۳۹۶ شدن تحریمهای اقتصادی جدید از سال ۱۳۹۷ رو به افزایش گذاشت و مقدار بر کم سابقه‌ای را تجربه کرد. در اردیبهشت ۱۳۹۸ نرخ تورم نقطه به نقطه شاخص قیمت مصرف‌کننده با ثبت رقم ۵۰,۷ درصد بالاترین رقم تاریخی خود از سال ۱۳۸۴ (داده‌های شاخص قیمت مصرف‌کننده موجود است) را به ثبت رساند. سرریز شدن نقدینگی به بازارهای دارایی سبب شد تا در سال ۱۳۹۸ نرخ تورم روند نزولی طی کرده و تا پایان سال به ۲۲ درصد کاهش یابد.



با کاهش بازدهی بازار بورس در نیمه نخست سال ۱۳۹۹ و از طرف افزایش انتظارات تورمی با نزدیک شدن به انتخابات آمریکا نرخ تورم بار دیگر رو به افزایش گذاشت و در پایان آبان ۱۳۹۹ رقم ۴۵,۸ درصد را ثبت کرد. پس از این مقطع، به رغم ایجاد ثبات نسبی در فضای اقتصاد کلان، روند فزاینده تورم ادامه پیدا کرد و در فروردین ۱۴۰۰ به ۴۸,۸ درصد رسید. در ماههای اردیبهشت، خرداد و تیر نرخ تورم نقطه به نقطه در حالی کاهش پیدا کرده که نرخ تورم ماهانه بیش از تورم الگوی بلندمدت بوده است. این موضوع نشان می‌دهد علت کاهش تورم بالا بودن شاخص قیمت در ماههای منتظر سال قبل بوده است (در حالی که در اردیبهشت، خرداد و تیر ۱۴۰۰ نرخ تورم ماهانه به ترتیب ۲,۵ درصد و ۳,۶ درصد بوده در اردیبهشت، خرداد و تیر ۱۳۹۹ معادل ۲,۶ درصد، ۲ درصد و ۶,۵ درصد بوده است). در نتیجه، به رغم کاهنده شدن نرخ تورم نقطه به نقطه، نرخ تورم ماهانه همچنان بیش از نرخ تورم الگوی بلندمدت است.



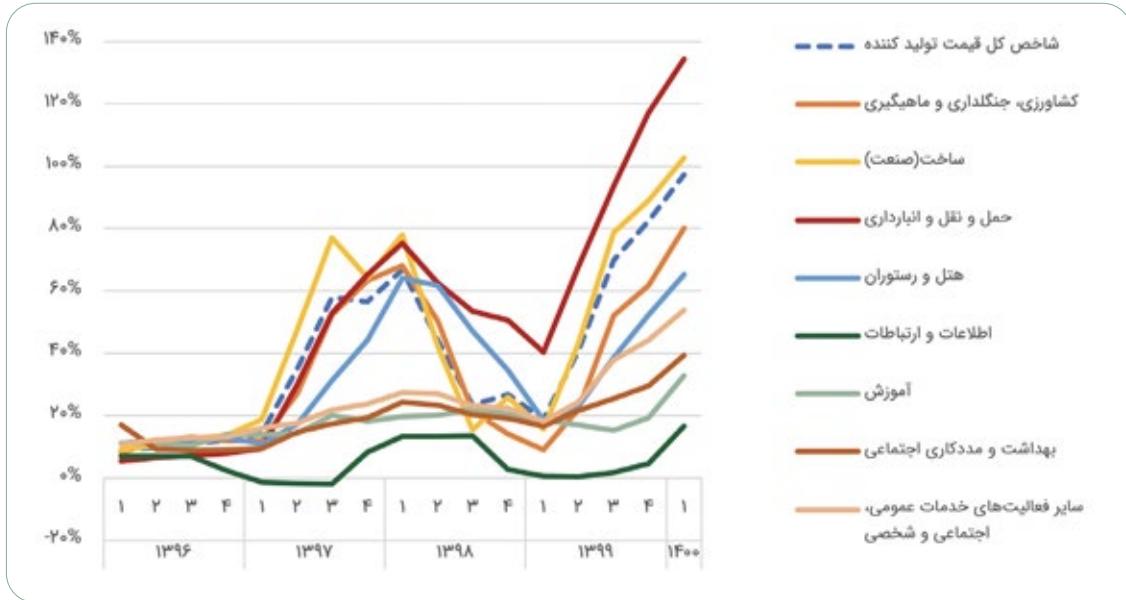
بررسی اختلاف از الگوی تورم ماهانه به تفکیک گروههای اصلی شاخص قیمت مصرف کننده نشان می‌دهد که در همه گروه‌ها، اختلاف از الگو رفتار مشابهی نشان می‌دهد. بنابراین این گمانه تقویت می‌شود که تحولات تورم بیش از هر چیز متأثر از فضای کلان اقتصاد کشور و انتظارات تورمی است. اگرچه بخشی از تورم مشاهده شده در ماههای اخیر تخلیه اثر افزایش نرخ ارز داده در نیمه اول سال ۱۳۹۹ است که با گذشت زمان آثار تورمی خود بر اقتصاد را بر جای گذاشته است. از سوی دیگر افزایش قیمت کالاهای اساسی که ارز ۴۲۰۰ تومانی دریافت می‌کنند و همچنین قیمت‌های جهانی کالاهای کشاورزی و غذایی موجب شد بخش مهمی از تورم سه ماهه اول سال ۱۴۰۰ ناشی از گروه خوراکی‌ها و آشامیدنی‌ها باشد که نوعی تورم حبس شده افزایش نرخ ارز طی سالیان گذشته بوده است.



نمودار ۲۵: اختلاف از الگوی بلندمدت تورم ماهانه به تفکیک گروههای اصلی شاخص قیمت مصرف کننده

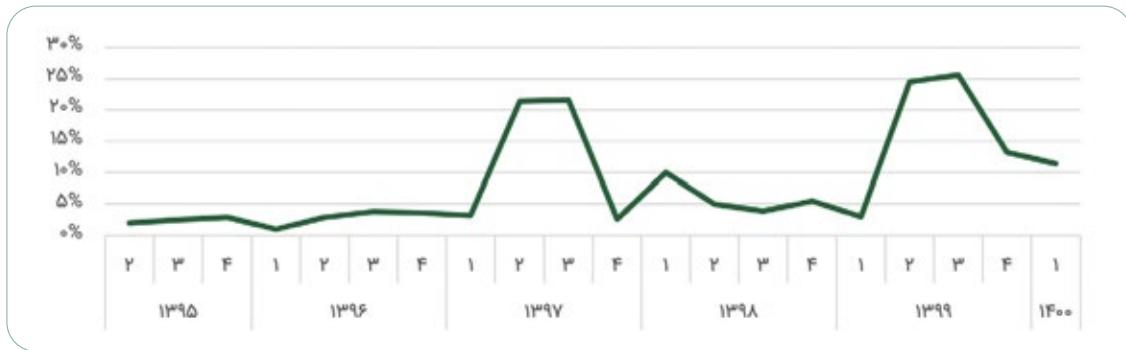
شاخص قیمت تولیدکننده

بررسی شاخص قیمت تولیدکننده نشان می‌دهد که از ابتدای سال ۱۳۹۹ در مسیر صعودی قرار گرفته و در خرداد ۱۴۰۰ به درصد ۹۷ رسیده است. بررسی اجزای این شاخص نشان می‌دهد که نرخ تورم تمامی زیرگروه‌ها از سال ۱۳۹۹ روند صعودی پیدا کرده است. گروه "حمل و نقل و ابارداری" و "ساخت" به ترتیب با ثبت رقم ۱۳۴ و ۱۰۳ درصد بیشترین نرخ تورم را داشته‌اند. گروه ساخت به دلیل داشتن بیشترین ضریب اهمیت، دارای مهم‌ترین نهضت در افزایش شاخص قیمت تولیدکننده بوده است.^{۶۶}



نمودار ۲۶: نرخ تورم شاخص قیمت تولیدکننده وزیرگروه‌های آن

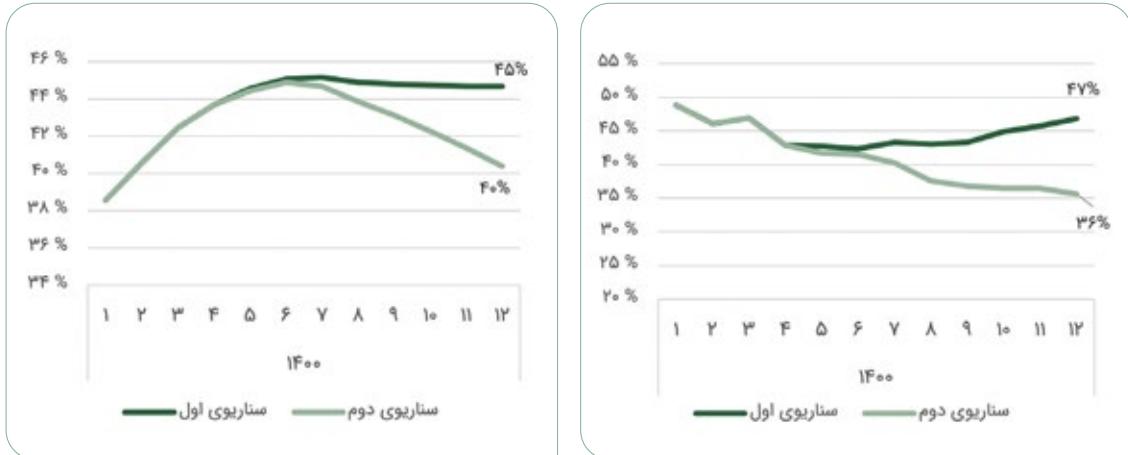
بررسی نرخ رشد فصلی شاخص قیمت تولیدکننده نشان می‌دهد بیشترین افزایش نرخ رشد شاخص قیمت تولیدکننده در فصل دوم و سوم سال ۱۳۹۹ رخ داده که به دنبال تلاطم‌های ارزی است. در ماه‌های پایانی ۱۳۹۹ و فصل اول ۱۴۰۰ با ایجاد ثبات نسبی در بازار ارز از نرخ رشد شاخص قیمت تولیدکننده کاسته شده، با این حال به دلیل زمانبند گذار نرخ ارز، آثار افزایش نرخ ارز در ماه‌های بعد ادامه داشته است. در این بین قیمت‌های جهانی موادی چون فولاد، مس و محصولات پتروشیمی نیز تأثیری عمده داشته و بخش مهمی از تورم تولیدکننده حاصل فشار قیمت‌های جهانی است که در قیمت‌های داخلی نیز منعکس گردیده است.^{۶۶}



نمودار ۲۷: نرخ رشد فصلی شاخص قیمت تولیدکننده

چشم‌انداز تورم در سال ۱۴۰۰

- برای نیمه دوم سال ۱۴۰۰ دو سناریو متصور است:
- سناریوی اول: تداوم وضعیت کنونی مبنی بر تداوم گفتگوهای و مذاکرات به منظور احیای برجام تا پایان سال جاری (صادرات ۸۵۰ هزار بشکه نفت در روز به قیمت ۷۰ دلار به ازای هر بشکه)
- سناریوی دوم: احیای برجام در نیمه دوم سال (صادرات ۱۷۵۰ هزار بشکه نفت در روز به قیمت ۶۰ دلار به ازای هر بشکه) بر اساس هر سناریو نرخ تورم مورد انتظار تا پایان سال متفاوت خواهد بود.



بر اساس سناریوی اول نرخ تورم نقطه به نقطه با طی روند صعودی ملایم تا پایان سال به حدود ۴۷ درصد می‌رسد. اما در سناریوی دوم کاهش نرخ تورم نقطه به نقطه به ۳۶ درصد مورد انتظار است. بر اساس دو سناریوی مذکور نرخ تورم متوسط در پایان سال ۴۵ درصد و ۴۰ درصد مورد انتظار است.



بازار سهام:

بازی جدید و بازیگران جدید

Stock Market



در مورد دولتمردان جدید کشور و نگاه آن‌ها به بازار سرمایه، حداقل در مقام سخن برخی موارد را ابراز داشته‌اند که می‌تواند برای بازار عناصر مثبتی قلمداد شود. نکاتی مانند پرهیز از قیمت‌گذاری دستوری، توسعه جایگاه بازار سرمایه در اقتصاد، استفاده و احترام به مکانیزم بورس کالا، تمایل به کاهش مالیات تولید کنندگان... عنصری هستند که می‌تواند برای بازار سرمایه نوید بخش اتفاقات مثبتی باشد؛ ولی در سمتی دیگر طرح یک میلیون مسکن دولت که وجهای حیثیتی نیز پیدا کرده است و کسری بودجه جدی امسال که میزان زیادی از انتشار اوراق را می‌طلبد، عوامل اصلی دلهره اهالی بازار است و در همین قدم اول الزام بانکها به اعطای تسهیلات مسکن و جنجال نزخ سیمان در بورس کالا نشانه‌آن است که برای دولت، اولویت نهایی رعایت حقوق سهامدار نیست.

در مورد رشد اخیر بازار سرمایه نکته جالبی در آمارها دیده می‌شود. با رشدی بیش از ۴۰ درصد در شاخص کل، در بازار شاهد ورود پول حقیقی نبودیم!

در جمع‌بندی باید گفت که نشانه‌های روزهای اول دولت برای بازار سرمایه، یقیناً حفظ شخصیت بازار و جلوگیری از وقایعی مانند آنچه در ۱۳۹۹ حادث شد، است ولی در سمت رشد نیز این مدیریت حاکم است و این یعنی نوسانات در کوتاه مدت مدیریت شده است ولی در بلند مدت باید دو عنصر آینده بازار سرمایه را مشخص می‌کند. نخست رویکرد سیاست خارجی دولت که وضعیت منابع ارزی در دسترس و تورم را نمایان می‌کند و دوم سیاست‌های اجرایی و اقتصادی که نشان می‌دهد دولت چه میزان به رویکرد دستوری و کنترلی اعتقاد دارد و چه میزان به رویکرد بازارسپاری قائل است. بحث قیمت کالاهای اساسی متأثر از ارز ۴۲۰۰ تومانی و شیوه اجرای طرح مسکن یک میلیونی دولت می‌تواند محک مهی براي دولت در این زمینه باشد و نشان دهد که آیا بازار سرمایه مورد صیانت است و یا آنکه در وقت تنگنا مورد تعرض دولت واقع می‌شود. در آخر نیز نایاب از برنامه فروش اوراق خاطرات در نیمه دوم سال ۱۴۰۰ غافل شد و این حجم از فروش اوراق خاطرات نه چندان خوشایندی را در اذهان اهالی بازار سرمایه متجلی می‌سازد.

پس از ماههای سخت فصل بهار سرانجام دولت جدید و نتیجه انتخابات مشخص شد و دولت سید ابراهیم رئیسی به کرسی مسئولیت جدید برمی‌آید که بازار سرمایه پس از سال ۱۳۹۹ بیش از گذشته در انتظار عموم است و سیاست‌مداران نگاه حیات خلوت‌گونه گذشته را در باب آن ندارند. از منظر آنچه در کوتاه مدت شاهد بودیم، بازار به رفع ابهام ریاست جمهوری و دولت گذشته را جبران کرد. البته در مورد رشد اخیر بازار سرمایه نکته جالبی در آمارها دیده می‌شود. با رشدی بیش از ۴۰ درصد در شاخص کل، در بازار شاهد ورود پول حقیقی نبودیم! نشانگری در سال گذشته عصری طلایی برای شناخت سهمهای برنده در بازار قلمداد می‌شد. جواب این مسئله را در نتیجه دو اتفاق می‌توان جست‌وجو کرد، نخست آنکه این‌بار پیشخوان بازار سرمایه صنعت کارگزاری و ورود مستقیم به بورس نبود بلکه مجوزهای متعدد سیدگردانی، راه راهه خدمات مدیریت دارایی و حضور غیرمستقیم را بر مردم گشوده است و این مسیر یعنی امروز جریان نقدینگی عموم مردم نیز در تابلو، خود را حقوقی نشان می‌دهد! دوم آنکه حقوقی‌های دولتی و نهادی نیز تا حدی با استقبال از دولت جدید بازار را به سبزی آراستند و شاهدیم خصوصاً در شاخص‌سازها و زیرمجموعه‌های هدینگ‌های بزرگ پتروشیمی رشدهای قابل قبول ثبت شد. سوال اینکه باید وزن سیاسی را بیشتر دید و یا وزن حضور غیرمستقیم عموم مردم را به نظر کمی وزن سیاسی بیشتر است؛ این امر در توقف بازار کمی بهتر هویدا شد. آنجا که حرکت بازار مثبت شد گرفت، عرضه‌های اولیه سنگین، خبر فروش سهام عدالت و ممنوعیت معامله کدهای غیرسجامی بازار را متوقف کرد و در عین حال در سمت منفی نیز خصوصاً سهمهای شاخص‌ساز مدیریت شده و از ریش آن‌ها جلوگیری شد، در حالی که گروههای تورمی و مرتبط با شاخص هموزن متولی کمتری برای حمایت داشتند. این یعنی تلاش نهادهای بازار پس از ریش سال ۱۳۹۹ بدین گونه است تا علاوه بر حمایت و جلوگیری از ریش، مانع رشد هیجانی و سریع شوند و این گزاره یعنی چه در سمت مثبت و چه در سمت منفی شاخص، انتظار نوسان شدید وجود ندارد، خصوصاً که دو بازیگر عظیم با توان روزافزون با ناماها صندوق توسعه و صندوق تثبیت نیز حضور دارند.

نگاهی ریزتر و عملیاتی‌تر به بازار

حال بازار سرمایه نیز همواره در تغییر است. به همین سبب می‌توان مشخص شدن مهم‌ترین متغیر سیاسی برای بازار یعنی انتخابات ریاست جمهوری، ارزندگی سهام بازار با توجه به افزایش چشمگیر در آمدها نسبت به سال گذشته و انتظارات تورمی با توجه به کسری بودجه را از دلایل اصلی رشد بازار دانست. مهم‌ترین عوامل موثر بر جهت حرکت بازار در سه ماه پیش رو نرخ دلار، نرخ بهره بین بانکی و نحوه نرخ گذاری محصولات و نهادهای تولید است. نرخ ارز با توجه به احتمال گشایش‌های اقتصادی و سیاسی مربوط به مذاکرات هسته‌ای و کسری بودجه که پیشتر به آن اشاره شد دو مسیر پیش روی خود دارد.

با توجه به تمامی موارد فوق به نظر می‌رسد شاخص کل و سهام‌های شاخص‌ساز مگر تا زمان افزایش نرخ ارز استراحت نموده و سهام صنایع کوچک‌تری (شاخص هموزن) که در وضعیت مناسب ارزندگی باشند عقب‌ماندگی خود نسبت به شاخص کل جبران کنند. در این بین با عنایت به احتمال توافق نسبی خالی از لطف نیست که صنایعی مانند بانکی و خودرویی را نیز در نظر داشت.

شاید اواخر بهار ۱۴۰۰ بورس قفقنوس وار سر از خاکستر برآورد. در اوایل خرداد ماه ارزش معاملات بورس افزایش یافت و از میانگین روزانه ۲,۴۱۱ میلیارد تومان (از ابتدای سال) به بالای ۵,۰۰۰ میلیارد تومان (خرداد ماه تا اوایل شهریور) رسید. این افزایش ارزش معاملات نویدبخش رونق نسیی بازار بود. البته نمی‌توان انتظار داشت در سال جاری بازار سرمایه رونق سال گذشته را تکرار کند اما همین رونق نسیی توانست در مدت زمان ۳ ماه شاخص کل را از محدوده ۱,۱۰۰,۰۰۰ واحد تا محدوده ۱,۵۰۰,۰۰۰ واحد افزایش دهد. در مدت مشابه نیز شاخص کل هموزن توانست از محدوده ۳۸۰,۰۰۰ واحد به محدوده ۴۵۰,۰۰۰ واحد صعود کند. این ارقام نشان‌دهنده حرکت سریع تر سهام شاخص‌ساز نسبت به سایر سهام بازار بود. در صنایع شاخص‌ساز نیز حرکت گروه پتروپالایشی نسبت به سایر صنایع بیشتر بود. نکته جالب توجه این است که طی این مدت ورود پول حقیقی منفی بوده و حدود ۴,۰۰۰ میلیارد تومان خروج پول حقیقی از بازار را شاهد بودیم. این اتفاق نشان‌دهنده تقویت بازار از سوی حقوقی‌ها یا ورود پول حقیقی به صورت غیرمستقیم به بازار است. بازار سرمایه، بازار بیم و امیدهای همیشگی است؛ زیرا مانند زندگی،

سبد پیشنهادی

بنا بر نگاه کلان اقتصادی و وضعیت صنایع، بر مبنای توانایی پذیرش ریسک افراد، در افق سه ماهه پیش رو سبد سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه با مؤلفه های زیر پیشنهاد می‌شود. هر فرد می‌تواند با برداشت از توانایی ریسک‌پذیری خود یکی از تخصیص‌های (جدول-۶) را انتخاب نماید و سپس بر مبنای اطلاعات جدول‌های ۷ و ۸ و ۹ به انتخاب سهام اقدام کند.

ماجراجو	واقع بین	محافظه کار		
%۲۰	%۴۰	%۶۰	بخش درآمد ثابت	اوراق درآمد ثابت
%۸۰	%۶۰	%۴۰	بخش سهامی	
%۱۰	%۲۰	%۲۵	سهام دسته محافظه کارها	
%۳۰	%۳۰	%۱۰	سهام دسته واقع بین ها	
%۴۰	%۱۰	%۵	سهام دسته ریسک‌پذیران	سهام

جدول ۶: تخصیص پیشنهادی فصل

هدف احتمالی قیمت	P/E OR P/NAV	سود امسال یا NAV	محدوده مناسب قیمت	
۱۶,۰۰۰	۴/۶	۲,۷۰۰	۱۲,۵۰۰	فملی
۶,۰۰۰	۴	۱,۰۵۷	۴,۲۰۰	ونوین
۱۸,۰۰۰	%۵۱	NAV=۲۷,۰۰۰	۱۴,۰۰۰	وغدیر
۱۶,۵۰۰	%۵۶	NAV=۲۳,۰۰۰	۱۳,۰۰۰	تاپیکو

جدول ۷: پیشنهاد سهام مناسب با دسته محافظه کارها

هدف احتمالی قیمت	P/E OR P/NAV	سود امسال یا NAV	محدوده مناسب قیمت	
۷,۶۰۰	۴/۲۸	۱,۴۰۰	۶,۰۰۰	شبدر
۷۵,۰۰۰	۱۲	۶,۱۵۰	۵۵,۰۰۰	*سپید*
۱۲,۵۰۰	۵	۱,۷۰۰	۸,۵۰۰	سنتر
۷,۵۰۰	%۴۳	NAV=۱۱,۰۰۰	۵,۰۰۰	وساپا
۱۰,۵۰۰	%۵۰	NAV=۱۷,۰۰۰	۸,۵۰۰	وسپه

جدول ۸: پیشنهاد سهام مناسب با دسته واقع بین ها

هدف احتمالی قیمت	P/E OR P/NAV	سود امسال یا NAV	محدوده مناسب قیمت	
۵۵,۰۰۰	۵/۶	۷,۷۹۰	۴۴,۰۰۰	غكورش**
۱۱,۰۰۰	۴/۲۸	۲,۱۰۰	۹,۰۰۰	سباهما
۲۶,۰۰۰	۸/۵	۲,۳۴۰	۲۰,۰۰۰	کگاز***
۲۰,۰۰۰	۵/۷	۲,۳۰۰	۱۳,۰۰۰	غدیس

جدول ۹: پیشنهاد سهام مناسب با دسته ماجراجوها

- سود سال آتی شرکت به واسطه طرح توسعه و آزادسازی دلار کالاهای اساسی، توانایی افزایش تا حدود ۱۳,۵۰۰ ریال را دارد.
 - سود سال آتی شرکت به واسطه طرح توسعه و آزادسازی دلار کالاهای اساسی، توانایی افزایش تا حدود ۱۴,۰۰۰ ریال را دارد.
 - سود سال آتی شرکت به واسطه طرح توسعه، توانایی افزایش تا حدود ۵,۰۰۰ ریال را دارد.



بازار بدهی؛

زمین بازی جدید دولت

Debt Market

EXIT

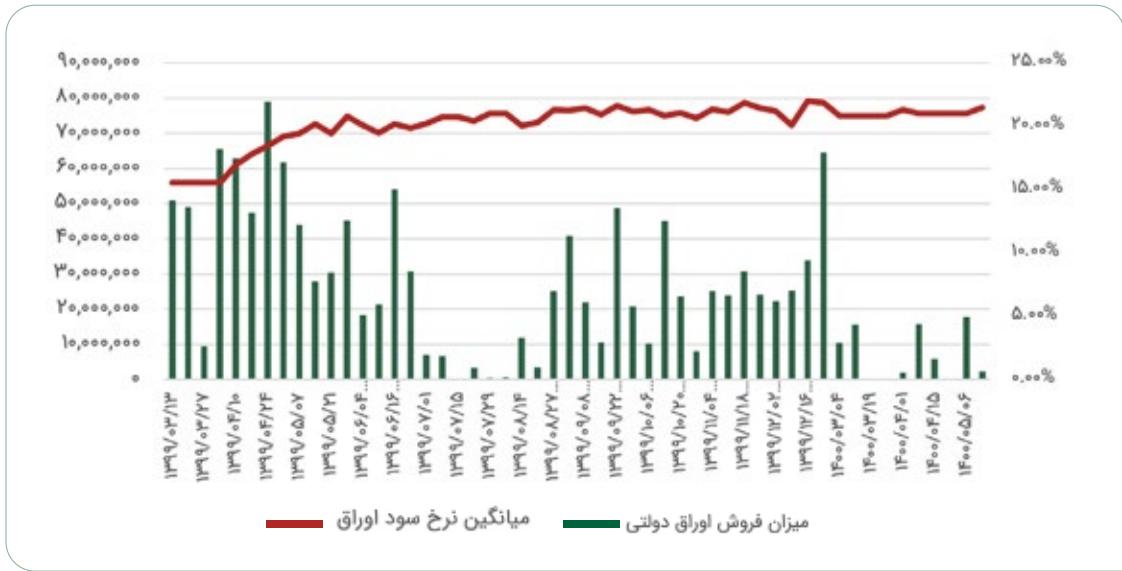


در

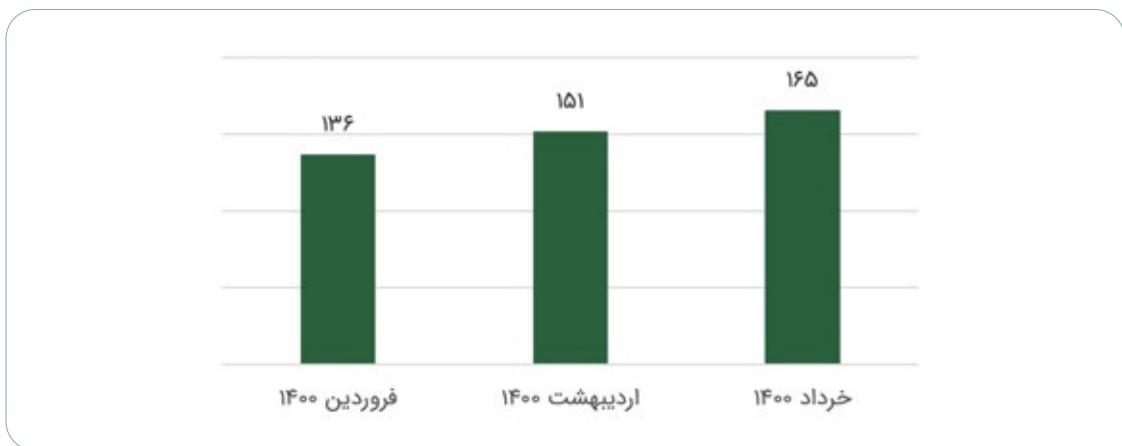
این در حالی است که در ۱۰ هفته ابتدایی سال ۱۴۰۰، دولت نتوانست حدود ۶/۹ م.م.ت است، در صورتی که در ۱۰ هفته ابتدایی سال گذشته بیش از ۴۹/۸ م.م.ت اوراق به فروش رسانده بود.

این در حالی است که در ۱۰ هفته ابتدایی سال ۱۴۰۰، دولت نتوانست اوراق خاصی به فروش رساند و کل اوراقی که به فروش رسانده شده حدود ۵۶/۹ م.م.ت است، در صورتی که در ۱۰ هفته ابتدایی سال گذشته بیش از ۴۹/۸ م.م.ت اوراق به فروش رسانده بود.

آمار ارائه شده در نمودار فوق بدون در نظر گرفتن استقراب دولت از بانک مرکزی (از کanal تنخواه‌گردان) گمراه کننده خواهد بود. به بیان دیگر دولت به جای فروش هفتگی اوراق در بازار بدھی، از منابع استقراضی بانک مرکزی استفاده کرده (احتمالاً به دلیل شرایط اضطرار) و بانک مرکزی اقدام به فروش اوراق دولتی نزد خود به بانک‌ها نموده است. همان‌طور که در نسخه قبلی مذکون اشاره شد، دولت برای جرمان کسری بودجه در سناریوهای مختلف نیاز به انتشار اوراق به مبلغ ۱۸۵ تا ۲۷۲ هزار میلیارد تومان دارد. با توجه به افزایش ۵ هزار میلیارد تومانی بدھی دولت به بانک مرکزی در فصل بهار و با توجه به اینکه دولت از ابتدای سال تا پایان خرداد ماه ۲/۵ هزار میلیارد تومان اوراق منتشر کرده است (این آمار تا اواسط مرداد ماه به حدود ۷ هزار میلیارد تومان رسیده است، می‌توان گفت طی ۴ هفته برگاری حراج اوراق دولتی در فصل بهار مجموعاً ۵۲/۵ هزار میلیارد تومان اوراق منتشر شده است که در سناریوهای مختلف حاکی از پوشش ۲۰ تا ۲۸ درصدی انتشار اوراق تنها طی ۴ هفته از ۴ هفته حراج‌های هفتگی دولت می‌باشد. این امر ناشی از کسری چشمگیر تراز عملیاتی بودجه دولت در سال ۱۴۰۰ است.



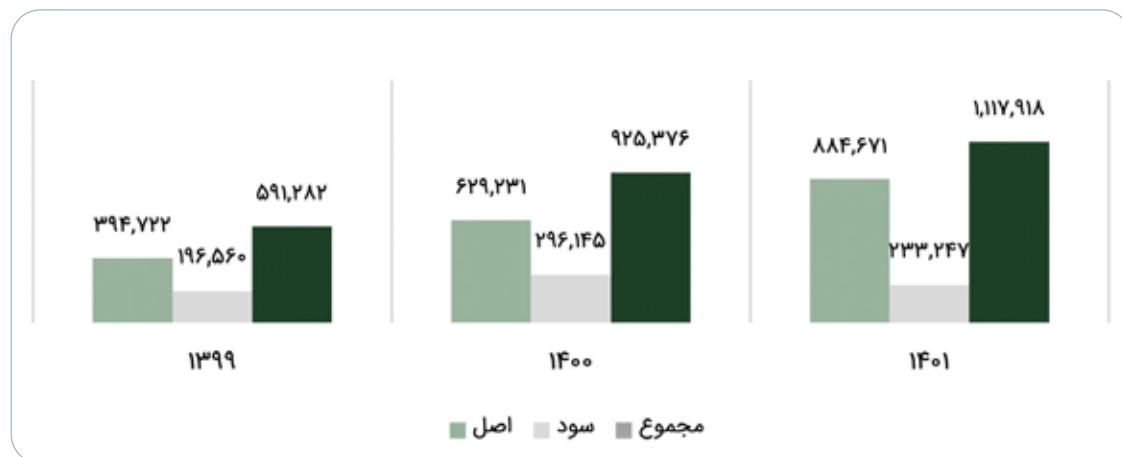
نمودار ۳۰: میزان (میلیون ریال) و میانگین نرخ فروش اوراق دولتی سال‌های ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ ●



نمودار ۳۱: بدھی دولت به بانک مرکزی (هزار میلیارد تومان) ●

بازپرداخت اصل و سود اوراق

میزان انتشار اوراق بدهی در این بودجه ۱۳۲,۵ م.م.ت در نظر گرفته شده و در سمت دیگر بودجه برای بازپرداخت اوراق تنها ۱۰ م.م.ت پیش بینی گردیده است. این در حالی است که مطابق (نمودار ۳۲) امسال در حدود ۵۹۲ م.م.ت برای بازپرداخت اوراق سرسیدی نیاز است. از سوی دیگر با توجه به کسری بودجه امسال، استفاده از تمام پتانسیل بازار بدهی جهت رفع کسری بودجه کشور امری است گریزناپذیر. همان‌طور که در بخش بررسی بودجه عنوان شد پیش‌بینی می‌گردد دولت برای جبران کسری بودجه در سناریوهای مختلف اقدام به انتشار اوراق به مبلغ ۱۸۵ تا ۲۷۲ م.م.ت خواهد کرد، منتها این عدد قبل از هر چیز باید اعداد مورد نیاز برای تأمین بخش اوراق و بازپرداخت موارد سرسیدی را تأمین کند.

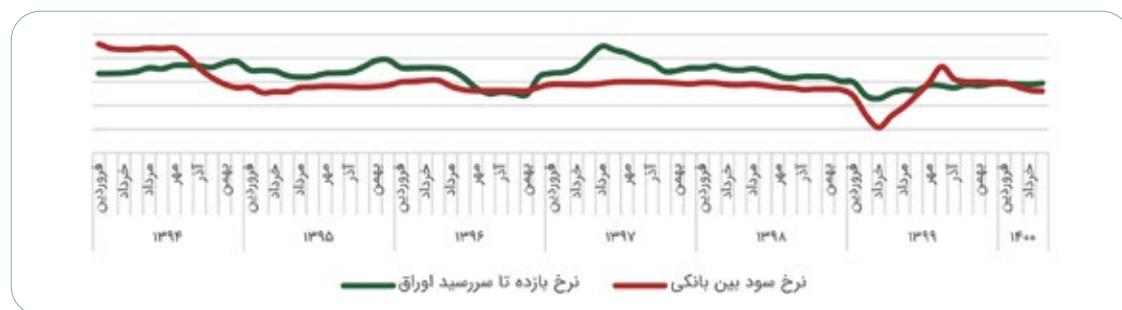


نمودار ۳۲: انتشار مورد نیاز جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق بدهی (میلیارد ریال)

بازده معادل اوراق

هر چند نگاه افراد در دولت جدید به سمت کاهش نرخ‌های سود است ولی در مقطع زمانی فعلی در بازار بدهی نمی‌توان به این عنصر وزن داد و از داده‌های اقتصادی منتج می‌شود که در صورت افزایش فروش اوراق دولتی و کنترل سود بین بانکی توسط بانک مرکزی مسیر روند پایین نرخ اوراق کمی بسته است، هر چند افزایش شدید نرخ بازده اوراق نیز پیش‌بینی نمی‌شود.

به نظر می‌رسد با توجه به میزان نقدینگی کشور و نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی، بازار بدهی توانایی جذب این میزان انتشار اوراق را خواهد داشت اما فشار بیش از اندازه بر انتشار اوراق بدهی عنصری است که می‌تواند علاوه بر افزایش نرخ سود، کوهی از اصل و سود اوراق را در سالیان بعدی ایجاد کند. خصوصاً که نرخ سود در کشور ما به نسبت جهان به شدت بالاست. همچنین عدم استقرار اوضاع دولت در کشور، صرف هزینه‌های جاری می‌شود و متفاوت از بسیاری از کشورها، سهم کمتری از این استقرار به توسعه زیرساختی و سرمایه‌گذاری اختصاص دارد.



نمودار ۳۳: نرخ سود بین بانکی و بازده تا سرسید اوراق



Royal
Estates
Mehr

بازار مسکن:

وعدهای دولت جدید و خاطره مسکن مهر

بازار

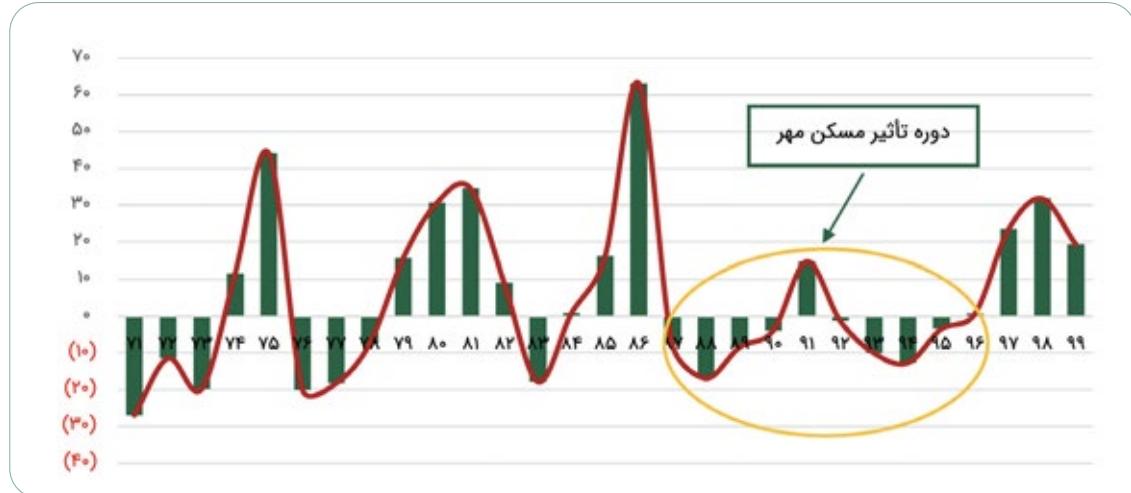
مسکن تهران سال ۱۴۰۰ را با انتظار کاهش تلاطم قیمت آغاز کرد. درحالی که تعداد معاملات فوری دین سال ۱۴۰۰ نسبت به فوری دین سال قبل رشد ۶۸ درصدی داشت، در ادامه و تا مردادماه شاهد کاهش تعداد معاملات ماهانه نسبت به مدت مشابه سال قبل بودیم. این عامل در کنار ثبات نسبی قیمت حدود ۳۱ میلیون تومان هر متر مربع، همچنان فضای غالب حاکم بر این بازار را فضای رکودی می‌نمایاند. همان‌طور که در شماره قیل اشاره شد، نرخ ۱۱۰۰ دلار را برای هر متر مربع واحدهای مسکونی در تهران می‌توان نرخ متعادلی در نظر گرفت. مشاهده می‌شود که میانگین نرخ پنج ماهه سال ۱۴۰۰ در همین محدوده قرار دارد.

P/R بازار مسکن در تهران نیز پس از ثبت اعدادی بیش از ۳۵ واحد در اسفندماه، بثبات نرخ مسکن و افزایش ماهانه نرخ اجاره‌بهای، به سرعت در حال اصلاح و رسیدن به محدوده کمتر از ۳۰ است. اصلاح تدریجی این نسبت تا محدوده ۲۰ برای رسیدن به میانگین تاریخی آن، در صورت ثبات نرخ مسکن در این محدوده و رشد اجاره بهای در طول زمان دور از ذهن نیست.



نمودار ۳۴: نرخ دلاری مسکن استان تهران

مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر رکود ماههای اخیر بازار مسکن را می‌توان ابهام ناشی از نرخ ارز و سیاست‌های اقتصادی دولت جدید، نامشخص بودن نتیجه مذاکرات بر جام و تأثیر همه‌گیری ویروس کرونا دانست. ابهام مذاکرات و تشید محدودیت‌های کرونایی همچنان رکودیت‌های دولت جدید در دستان جناح راست و با وعده‌های حمایت از قشر ضعیف و متوسط قرار گرفت که می‌توان آثار آن را در بخش مسکن مورد بررسی قرار داد. تمکن و پیشه دولت سیزدهم بر تأمین سالانه یک میلیون واحد مسکونی ارزان قیمت برای افسار فاقد مسکن با محوریت کاهش هزینه ساخت است. با توجه به کمبود چهار میلیون واحدی مسکن در ایران، دولت‌ها عموماً پس از یک دوره رشد شدید در این بازار، به منظور حمایت از افسار کم درآمد و فاقد مسکن، طرح‌های حمایتی متفاوتی را تعریف می‌کنند. اگرچه تأثیرگذاری این گونه سیاست‌ها بر میزان دسترسی مصرف‌کننده نهایی به مسکن و همچین مهار تورم این بخش از اقتصاد، نیاز به بررسی و اکاوی زوایای مختلف آن دارد. دولت نهم در همین راستا، در سال ۸۶ و پس از افزایش شدید قیمت مسکن، با اگذاری زمین‌های رایگان در حومه تهران و شهرستان‌ها و تخصیص تسهیلات برای تأمین هزینه‌های ساخت به مقاضیان واحد شرایط در قالب طرح مسکن مهر، آغازگر این طرح‌های حمایتی بود. این طرح در سال ۹۲ با پیشرفت ۷۰ درصدی در اختیار دولت یازدهم قرار گرفت و ۵۶ درصد واحدهای تکمیل شده در دولت بعدی تحويل خانوارها شد. در نتیجه در بررسی نتایج اجرای آن، بازه زمانی سال‌های ۸۶ تا ۹۶ را باید مورد بررسی قرار داد. همان‌طور که در نمودار ۳۵ قابل مشاهده است، طی این دوره نرخ رشد واقعی مسکن تهران که حاصل نفاضل نرخ اسمی رشد و تورم است، در مجموع منفی بوده است. این طرح که تقاضای مصرفی بازار مسکن را هدف قرار داده بود، رکودی را در این بازار ایجاد کرد که ناشی از انتظار کاهش قیمت با شروع تحويل این واحدها در بازار بود. اگرچه تحويل واحدهای مسکن مهر را عدمتا در سال‌های ۹۰ تا ۹۶ اتفاق افتاد، اما تأثیر انتظارات حاصل از اجرای این طرح را می‌توان از سال ۸۷ بر قیمت مسکن مشاهده نمود.



نمودار ۳۵: نرخ رشد واقعی مسکن استان تهران - درصد

در طول اجرای این طرح در مجموع برای ساخت یک میلیون و ۷۷۶ هزار و ۶۹۵ واحد مسکن، ۳۹ هزار و ۶۶۷ میلیارد و ۳۳۰ میلیون تومان تسهیلات از طرف بانک مسکن پرداخت شد. در سال‌های ابتدایی، به دلیل بالا بودن درآمدهای نفتی، تحمیل هزینه‌های مسکن مهر بر پایه پولی موجب ایجاد تورم نشد. اما از سال ۹۰ با کاهش درآمدهای نفتی این هزینه‌ها از محل افزایش بدھی دولت به بانک مرکزی موجب افزایش پایه‌پولی و به تبع آن افزایش نقدینگی و تورم شد.

می‌توان تخمین زد در شرایطی که هزینه ساخت بنا برای هر متر مربع مسکونی (بدون هزینه زمین) حدود ۲۳۰ دلار و با نرخ دلار ۲۳ هزار تومانی بیش از ۵ میلیون تومان است، در مرحله عمل، پس از تحویل واحدهای ساخته شده در طرح مسکن مهر، ایرادات دیده نشده یا کمتر دیده شده در طراحی آن به تدریج نمایان شد. عدم توجه به تأمین زیرساخت‌های مورد نیاز، بخش قابل توجهی از این واحدها را تقریباً غیر قابل سکونت کرده بود. این امر بسیاری از مالکین را قادر به واگذاری واحدهای خود کرد و این تقاضای مصرفی را وارد بخش‌های دیگر بازار مسکن نمود. افزوده شدن این تقاضا در کنار تورم انساشه سال‌های گذشته که هنوز در بازار مسکن نمایان نشده بود، زمینه ساز ایجاد موجی از رشد قیمت‌ها در این بازار از سال ۹۶ گشت و نرخ مسکن را به ۳۰ میلیون تومان در هر متر مربع کنونی رساند. **می‌توان این طور نتیجه گرفت که اجرای طرح مسکن مهر اگرچه نرخ رشد واقعی مسکن را در بازه زمانی ۱۰ ساله از شروع تا تحویل واحدها منفی نمود اما درنهایت از آنجا که اقدامات اساسی در زمینه تأمین زیرساخت‌های لازم در مناطق تخصصی داده شده به این طرح صورت نگرفته بود، نتوانست به صورت ملتمدت و ریشه‌ای در بازار مسکن کشور تأثیرگذار باشد و حتی تقاضای منصرف شده از سکونت در واحدهای مسکن مهر را وانه بازار مسکن نمود و درنهایت صعود شتابان قیمت‌ها را تا کنون شاهد بوده‌ایم؛ خصوصاً که در دولتهای یازدهم و دوازدهم و سالیان اخیر عملاً منابع بودجه‌ای دولت اجازه اقدام خاصی در بازار مسکن را نمی‌داد و عالم‌بازار مسکن در سالیان اخیر رها شده است.**

حال در شرایطی دولت سیزدهم صحبت از ساخت سالانه یک میلیون واحد مسکن می‌کند که در فضای تحریم و عدم فروش نفت، کسری بودجه دولت خود به تنهایی بازسنگینی را بر پایه پولی تحمیل خواهد کرد. بهنحوی که تأمین منابع مورد نیاز برای ارائه تسهیلات ساخت مسکن از عهده دولت خارج به نظر می‌رسد. **می‌توان تخمین زد در شرایطی که هزینه ساخت بنا برای هر متر مربع مسکونی (بدون هزینه زمین) حدود ۲۳۰ دلار و با نرخ دلار ۲۳ هزار تومانی بیش از ۵ میلیون تومان است، برای تأمین هزینه ساخت یک میلیون واحد مسکونی با میانگین بنای ۸۰ متر مربع ۱۸,۵ میلیارد دلار (۴۲۵ هزار میلیارد تومان) سرمایه‌گذاری موردنیاز است.** در این محاسبات هزینه‌های مرتبط با تأمین زیرساخت‌ها درنظر گرفته نشده است که در صورت اجرای این طرح و در صورت عدم دسترسی به منابع اری و صادرات نفتی، امکان فشار به نقدینگی و پایه پولی ایده‌آل دور از انتظار نیست.

درمجموع می‌توان گفت این گونه طرح‌های حمایتی دولت اگر نتواند تقاضای مصرفی مسکن را کاهش پایدار دهد، تنها باعث رکود موقت در بازار مسکن و فشرده شدن فنر قیمت در این بازار می‌شود که پس از مدتی موجب جهش عمده نرخ مسکن خواهد شد.

با توجه به موارد ذکر شده می‌توان گفت آینده بازار مسکن تا حد قابل توجهی به نتیجه مذاکرات برجام و انتظارات تورمی وابسته است که ابهام این وجه همچنان پایر جاست. اما می‌توان نرخ تعادلی ۱۱۰۰-۱۲۰۰ دلار هر مترمربع در تهران را معیار مناسبی برای نرخ متعادل مسکن با نرخ‌های مختلف دلار دانست و در صورت انحراف از این میانگین، برگشت دوباره نرخ به آن را گزینه محتمل دانست؛ به عبارت دیگر با توجه به نوع رفتار قیمت مسکن که عموماً کاهش جدی ندارد، در صورت تعیین نرخ ارز، بازار مسکن با رکود و اندکی تعديل قیمتی مواجه خواهد شد و در صورت افزایش قیمت ارز، مسکن نیز با آن همراهی می‌کند. از سوی دیگر دولت سیزدهم با توجه به اعضای کابینه و عودهای خود، از اصلی ترین بازارهایی که در آن به دخالت خواهد پرداخت، مسکن است. در صورت اقدام عملی دولت در طرح ساخت مسکن ارزان قیمت و همچنین اجرای سختگیرانه طرح‌های مالیات بر عایدی مسکن و همچنین کنترل در نرخ اجاره‌ها، می‌توان در میان مدت انتظار برخی تغییر رفتارها و تأثیرات منفی در بازار مسکن را مشاهده نمود و به عبارتی بازار مسکن متغیر مهم جدیدی را پیدا کرده است؛ هرچند به دلیل همگن نبودن این بازار، نمی‌توان نسخه جامع برای تمامی املاک، در تمامی نقاط کشور پیجید.

GOLD
999,9

NET WT
1000g

FINE
GOLD
999,9

NET WT
1000g



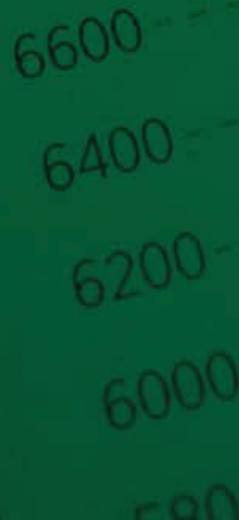
Gold Market

بازار طلا:

قلم در دست فدرال رزرو

Stück	Umsatz 29.10.2010	Tsd. Euro	Stück (F)
936060	43869	935077	
1751800	157881	1739312	
3248533	170072	3213370	
4033563	216904	4021386	
743205	34861	741575	
3533200	179980	3516300	
4494889	29019	4453103	
	726230	4734158	
		6103039	

Dax



11118,49
1183,26
2124,45
9202,45
135,75

Dow Jones
S & P 500
Nasdaq
Nikkei
Global Titans Asia

29.10.
11118,49

1183,26

2124,45

9202,45

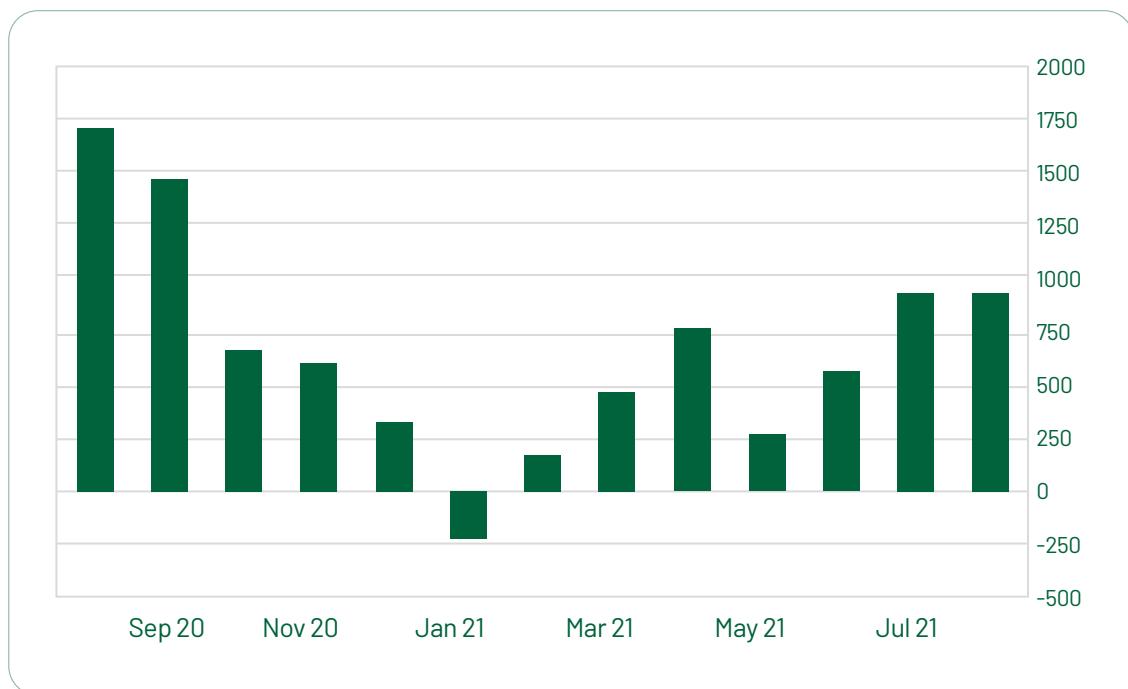
135,75

11113,95
1183,78
2129,71
9366,51
135

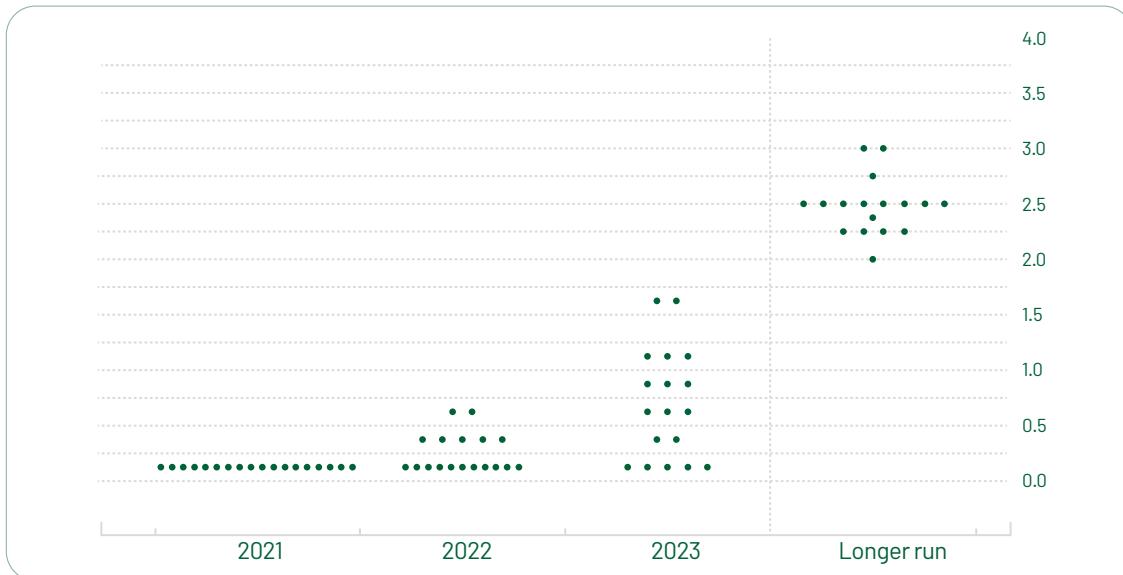
پس از بررسی مفصل وضعیت احتمالی بازار، اکنون زمان بررسی وضعیت اونس جهانی طلاست تا بتوان افق سرمایه‌گذاری در این فلز گرانها را تبیین کرد. در کوتاه‌مدت مهم‌ترین عوامل کاهنده قیمت اونس عبارتند از: انتظار به بهبود شرایط کشورهای درگیر پاندمی، بالاخص بهبود رشد اقتصادی دو کشور آمریکا و چین، افق کاهشی سیاست‌های انبساطی فدرال رزرو در صورت دستیابی به نرخ بیکاری مورد هدف داشت. داده‌های اقتصادی موجود نشان از بهبود تمام شاخص‌های اقتصادی کشورهای درگیر کرونا دارد اما همچنانکه این اقتصادها در حال حاضر تنوسه است اثرات بیماری را در اقتصاد بهطور کامل از بین ببرد. کاهش معنادار متقاضیان بیمه بیکاری، رشد مستمر شاخص مدیران خرید آمریکا در بخش صنعت نشان از بهبود نسبی شرایط دارد. در سوی دیگر اقیانوس اطلس آخرين جلسه بانک مرکزی انگلستان پیش بینی شده که رشد اقتصادی این کشور برای سال ۲۰۲۱ بیش از ۷٪ باشد. همچنین در آخرین نظرسنجی اعضای رسمی فدرال رزرو اکثربیت اعضا بر این باور بودند که رشد اقتصادی برای سال ۲۰۲۱ بیش از ۶٪ خواهد بود و نرخ بیکاری تا پایان سال ۲۰۲۳ به کمتر از ۴٪ خواهد رسید که تمامی این موارد حاکی از بهبود وضعیت اقتصادها و عنصر تعییف کننده قیمت اونس جهانی است.

در عین حال با گسترش شیوع سویه‌ی دلتا و برخی آمارهای نامیدکننده بعدی، این ترس را در بازارهای مالی بوجود آمده که احتمال عقب‌گرد به گذشته و بسته شدن مجدد اقتصادها امکان پذیر است. بنابراین مهم‌ترین مسئله در مواجهه با ویروس کرونا دلتا سرعت در واکسیناسیون عمومی است. به گفته کارشناسان بخش سلامت، خطر ابتلا به ویروس کرونا دلتا در افرادی که واکسینه شده‌اند، حدود یک ششم افرادی است که واکسن دریافت نکرده اند فلذا در صورتی که سرعت واکسیناسیون در کشورهای درگیر بیماری افزایش یابد و آنها قادر باشند تا پایان فصل گرم بیش از ۸۰٪ جمعیت را واکسیناسیون کنند، مهار سویه دلتا کار سختی به نظر نمی‌رسد و در موقعیت فعلی تبادل وزن بازگشت کرونا را جدی ارزیابی کرد، خصوصاً که پس از دو سال دست و پنجه نرم کردن با این ویروس، جهان در چگونگی مدیریت توانمند شده است و شاهد مثال این امر، کنترل سریع دلتا پس از مشاهده موارد ابتلأ در چین بود.

با قطعیت می‌توان گفت هنوز تمام اقتصادها با ظرفیت پایین تری نسبت به قبل از شیوع ویروس فعالیت می‌کنند و با شرایط مطلوب فاصله دارند. این موضوع باعث شده تمام بانک های مرکزی به سیاست‌های پولی انبساطی خود ادامه دهند و شاهد پمپاژ بیشتر پول به تمام بازارها باشیم. در جلسه اخیر بانک مرکزی آمریکا عنوان شد این نهاد همچنانکه برهه ندارد و اولویت اصلی کاهش نرخ بیکاری است. نکته مهم در جلسه اخیر بانک مرکزی آمریکا افزایش تعداد اعضا بود که پیش بینی می‌کردند در سال ۲۰۲۲ یک مرحله افزایشی نرخ برهه اتفاق خواهد افتاد. این موضوع نشان می‌دهد رشد اقتصادی در بازه زمانی فعلی مطلوب‌تر از انتظارات اعضای فدرال رزرو بوده است و احتمالاً اقتصاد روز دیگر از آنچه پیش‌بینی می‌شد به حالت قبل از پاندمی برگردد. این نهاد همچنین در لحنی بسیار محافظه کارانه خبر از کاهش تحریک اقتصاد با استفاده از بازخرید اوراق بانکها نمود. موضوعی که کمی از خوش‌بینی قبلی برای بازیابی اقتصادها کاست و پس از چندین هفته تقویت شاخص دلار و تعییف اونس طلا، موجب بازگشت طلا به محدوده ۱۸۰۰ دلار شد. از سوی دیگر بازارهای مالی از بیانیه‌های بانک‌های مركزی کشورهای مختلف احتمالاً این گونه برداشت کرده اند که حداقل تا پایان سال میلادی ۲۰۲۱ احتمال تغییر سیاست‌های پولی انبساطی فعلی کمرنگ است و در صورت ادامه‌دار بودن این رویه، انتظار کاهش شدید در قیمت طلا به عنوان یکی از کم ریسک‌ترین دارایی‌های ضد تورم دور از انتظار به نظر می‌رسد.



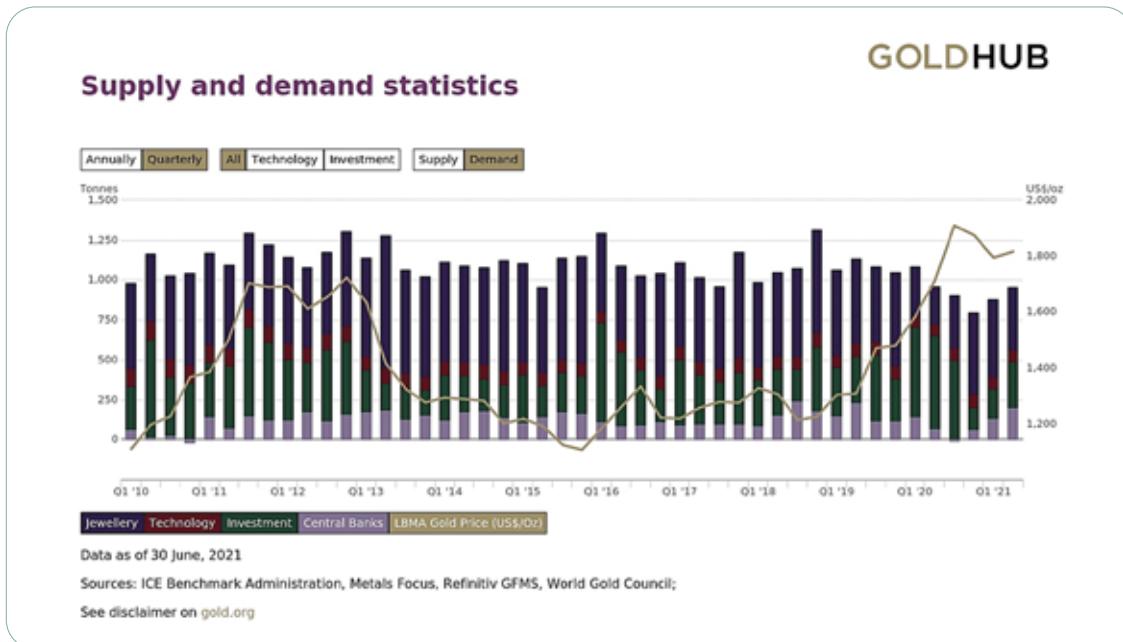
نمودار ۳۶: بهبود وضعیت اشتغال ایالات متحده



نمودار ۳۷: نمودار دات پلات و افزایش طرفداران افزایش نرخ بهره

در بررسی روند تقاضای طلا برای فصل دوم سال ۲۰۲۱ نکته مهمی که می‌توان به آن اشاره کرد افزایش همزمان سطح تقاضای سرمایه گذاری در طلا توسط بانک‌های مرکزی و صندوق‌های قابل معامله طلاست. در بررسی گذشته‌نگر تقاضای این دو نهاد مالی به این نتیجه می‌رسیم که ~~عمده~~ روند تقاضای آنها رابطه مستقیمی با هم ندارد و تا حدی مخالف یکدیگر عمل می‌کنند.

دلیل این اختلاف در روند تقاضا را باید در استراتژی‌های سرمایه گذاری این دو نهاد دانست. بانک‌های مرکزی عمدتاً با دید بلندمدت و صندوق‌های قابل معامله عموماً با دید کوتاه‌مدت اقدام به خرید و فروش طلا می‌کنند. شاید با افزایش همزمان تقاضا توسط این دو نهاد بتوان این گونه برداشت کرد که قیمت فعلی طلا چه از دید کوتاه مدت و چه از دید بلندمدت جذاب به نظر می‌رسد و طلا در یک محدوده حمایتی نسبتاً قوی قرار دارد.



نمودار ۳۸: بررسی عملکرد بازیگران بازار طلا

Top 10 flows	Country	Holdings (tonnes)	Flows (tonnes)	Flows (U S\$mn)	Flows (%AUM)
▲▼	▲▼	▲▼	▲▼	▲▼	▲▼
iShares Gold Trust Micro	US	10.0	9.8	568.0 ▲	6,443.8 %
Invesco Physical Gold ETC	UK	225.2	5.4	313.3 ▲	2.5 %
Xetra-Gold	Germany	236.5	3.4	199.4 ▲	1.5 %
UBS ETF Gold	Switzerland	34.2	1.8	103.4 ▲	5.6 %
E Fund Gold Tradable Open-end Securities Investment Fund	China P.R. Mainland	13.3	1.6	91.3 ▲	13.7 %
Xtrackers Physical Gold Euro Hedged ETC	Germany	40.8	1.3	74.5 ▲	3.3 %
iShares Physical Gold ETC	UK	228.1	1.1	63.3 ▲	0.5 %
Amundi Physical Gold ETC	France	65.2	1.0	60.5 ▲	1.7 %
Wisdom Tree Physical Swiss Gold	UK	62.8	1.0	56.2 ▲	1.6 %
Xtrackers IE Physical Gold ETC	Germany	34.1	0.9	54.9 ▲	2.9 %

● جدول ۱۰: خرید طلا از ناحیه برترین صندوق های قابل معامله طلا به عنوان بول هوشمند بازار طلا

پیش‌بینی قیمت سکه طلا بر مبنای سناریوهای مختلف نرخ دلار (تومان)				اونس جهانی
۳۰,۰۰۰	۲۵,۰۰۰	۲۰,۰۰۰		
۱۲,۱۰۲,۰۴۹	۱۰,۰۸۰,۰۷۱	۸,۰۶۸,۰۳۳	۱,۶۵۰	
۱۲,۴۶۸,۷۷۸	۱۰,۳۹۰,۶۴۸	۸,۳۱۲,۵۱۹	۱,۷۰۰	
۱۲,۸۳۵,۵۰۷	۱۰,۶۹۶,۲۵۶	۸,۵۵۷,۰۰۴	۱,۷۵۰	
۱۳,۲۰۲,۲۳۴	۱۱,۰۰۱,۸۶۳	۸,۸۰۱,۴۹۰	۱,۸۰۰	
۱۳,۵۶۸,۹۶۴	۱۱,۳۰۷,۴۷۰	۹,۰۴۵,۹۷۶	۱,۸۵۰	
۱۳,۹۱۵,۶۹۱۳	۱۱,۶۱۳,۰۷۷	۹,۲۹۰,۴۶۲	۱,۹۰۰	
۱۴,۳۰۲,۴۲۲	۱۱,۹۱۸,۶۸۵	۹,۵۳۴,۹۴۸	۱,۹۵۰	

سکه ۳۰/۸/۱۳۳ گرم طلای ۳۱.۶ عیار (۱۰۰۰در ۹۹۹)

ضریب تبدیل سکه به اونس: ۰/۳۳۵۴۳

هر اونس تقریباً ۱۰۳۴۳۱/۱۰۳۴۳۱ گرم (۱۰۰۰در ۹۹۹)

هر ۰/۳۴۹ سکه برابر است با ۱ک اونس

● جدول ۱۱: قیمت سکه طلا بر مبنای سناریوهای گوناگون اونس و دلار

پیش‌بینی قیمت اونس جهانی

همان‌طور که اشاره شد بهبود شرایط کلی اقتصاد کشورهایی که درگیر مبارزه با همه‌گیری بودند می‌تواند انگیزه برای سرمایه‌گذاری در طلا را کاهش دهد. در حالی که رشد سطح عمومی قیمت‌ها در این کشورها، در صورت عدم تغییر کوتاه مدت در نرخ‌های بهره، موجب ایجاد انگیزه برای سرمایه‌گذاری در این فلز می‌شود. در مجموع با بررسی تمام عوامل، در مقطع فعلی به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران وزن بیشتری به بهبود شرایط اقتصاد می‌دهند که این موضوع می‌تواند منجر به کاهش تقاضا و به تبع آن تعدیل اندک قیمت شود اما باید در نظر داشت بهبود شرایط، زمانی که توان با رشد سطح عمومی قیمت‌ها و ریسک کرونای دلتا باشد، احتمال کاهش شدید قیمت فلز زرد را در پی خواهد داشت. برای سه ماهه پیش رو می‌توان محتمل ترین سناریو برای بازار طلای جهانی را نوسان در محدوده ۱۷۳۰ تا ۱۹۲۰ دلار دانست. بدین شکل که در صورت مشاهده آمارهای مثبت اقتصادی حرکت به سمت سطح ۱۷۳۰ دلار و در صورت افزایش ریسک کرونای دلتا سطح ۱۹۳۰ دلار اهداف طلا به نظر می‌آید. مطابق این پیش‌بینی و با احتساب دو درصد حباب برای سکه امامی پیش‌بینی قیمت سکه طلا سکه طلا مطابق جدول (شماره ۱) خواهد بود.

برای سه ماهه پیش رو می‌توان محتمل ترین سناریو برای بازار طلای جهانی را نوسان در محدوده ۱۷۳۰ تا ۱۹۲۰ دلار دانست. بدین شکل که در صورت مشاهده آمارهای مثبت اقتصادی حرکت به سمت سطح ۱۷۳۰ دلار و در صورت افزایش ریسک کرونای دلتا سطح ۱۹۳۰ دلار اهداف طلا به نظر می‌آید. مطابق این پیش‌بینی و با احتساب دو درصد حباب برای سکه امامی پیش‌بینی قیمت سکه طلا مطابق (جدول-۱۱) خواهد بود.





کامودیتی ها:

چینی ها مثل قبل نیستند



بازار

کامودیتی‌ها در حالی به سمت فصل سوم سال ۲۰۲۱ میلادی نزدیک می‌شود که رشد های دور از انتظار و عده را به نسبت سال گذشته ثبت کردند. در حالی که بعد از پاندمی کرونا و دیدن روزهای آتی، قیمت نفت حتی منفی شد، کسی گمان نفت ۷۰ دلاری و یا مس ۱۰،۰۰۰ دلاری را نمی‌برد. در عین حال بیانی نیست اگر بگوییم کرونا نمای دیگر از ابوالعجایب بودن خود را در قیمت‌های سال ۲۰۲۱ کامودیتی منجلی ساخت.

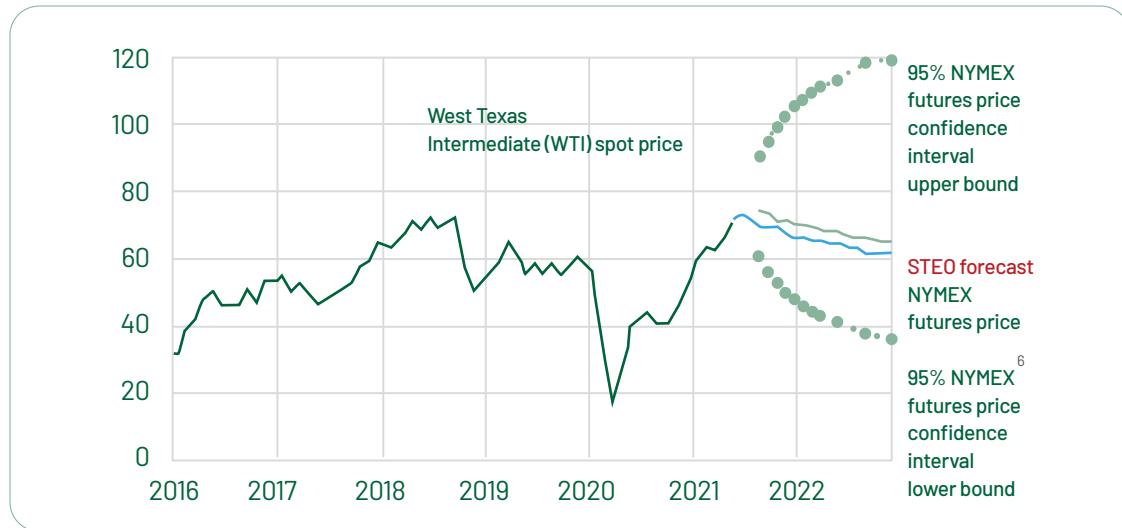
در شماره گذشته بیان شد هر چند کماکان قیمت‌های جهانی رو به بالا هستند ولی صدای نفس زدن بازارها در نرخ‌های فعلی به گوش می‌رسد، این در حالی است که در شماره اخیر به نظر خستگی بازارها و امکان اصلاح نرخ‌های جهانی دور از ذهن نیست. در سرفصل طلا مفصل‌در مورد شاخص دلار و وضعیت اقتصادی ایالات متحده سخن گفته شد و عنوان شد هر چند پس از نشست اخیر فدرال رزرو و با اوج گیری کرونا دلتا شاخص دلار پس از چند ماه افزایش تضعیف شد ولی به نظر احتمال کاهش سیاست انساطی و افزایش نرخ بهره از سوی فدرال رزرو در صورت مشاهده آمارهای مناسب استغال ابداً بعيد نیست.

در آن سوی اقیانوس، چین به عنوان غول صنعتی جهان و حاکم بلا منازع بازار کامودیتی‌ها، آمارها و اخبار خوبی را از خود بروز نمی‌دهد. علاوه بر آمار کمتر از انتظار صادرات چین و شاخص مدیران خرید که همگی نشان از سرد شدن اقتصاد این کشور دارد، قرطیبه ناشی از کرونا دلتا نیز در این کشور انجام شد. هر چند گذشت چند هفته نشان داد که سویه‌ی دلتا با واکسیناسیون قابل مدیریت است.

در جمع‌بندی باید گفت که به نظر نرخ‌های جهانی فعلی هم با رسک آمارهای کمتر از انتظار چین و هم افزایش شاخص دلار مواجه هستند و از سوی دیگر برخی حوادث فصلی مانند تأثیر خشکسالی بر کالاهای کشاورزی یا گاز طبیعی و یا تقاضای ناشی از کرونا نیز در افق بلند مدت کم رنگ خواهد شد. این بدان معنی است که باید در مورد سطوح فعلی کامودیتی‌ها خوش بینی و احتمال افزایش قیمت را کمتر ارزیابی نمود، هر چند کاهش جدی و ریش نیز افق قابل پیش‌بینی کامودیتی‌ها قلمداد نمی‌شود.

نفت

پیش‌بینی کوتاه‌مدت از انرژی در جهان همچنان تحت تأثیر ناطمنی‌ها حاصل از همه‌گیری پاندمی کرونا قرار دارد. با این حال و با افزایش قیمت‌های نفت در جهان، سطح پیش‌بینی‌ها نیز نسبت به اولین فصل از سال ۲۰۲۱، اندکی افزایش داشته است. در آخرین پیش‌بینی کوتاه مدت سازمان اطلاعات انرژی آمریکا، فرض شده است که تولید ناخالص داخلی آمریکا در سال ۲۰۲۲ ۷،۴٪ ۲۰۲۱ درصد و در سال ۵ درصد رشد خواهد داشت. در ماه ژوئن قیمت نفت برنت به طور میانگین ۷۳ دلار در هر بشکه بوده که این عدد ۵ دلار از ماه می‌بالاتر است. با توجه به اعلام افزایش تولید اوپک، انتظار می‌رود که تولید در نیمه دوم سال ۲۰۲۱ با سرعت بیشتری رشد کند تا همگام با افزایش تقاضا باشد. همچنین مورد انتظار است که در ماههای پیش‌رو، تولید جهانی نفت توسط اعضای اوپک پلاس بیشتر از میزان مصرف جهان افزایش یابد. پیش‌بینی می‌شود با افزایش میزان تولید نفت در ماههای پیش‌رو، قیمت نفت اندکی تعديل داشته و در سطوح ۶۸-۶۷ دلار در فصول سوم و چهارم سال ۲۰۲۱ ثابت شود. این عدد ممکن است در سال ۲۰۲۲ کاهش بیشتری داشته باشد.

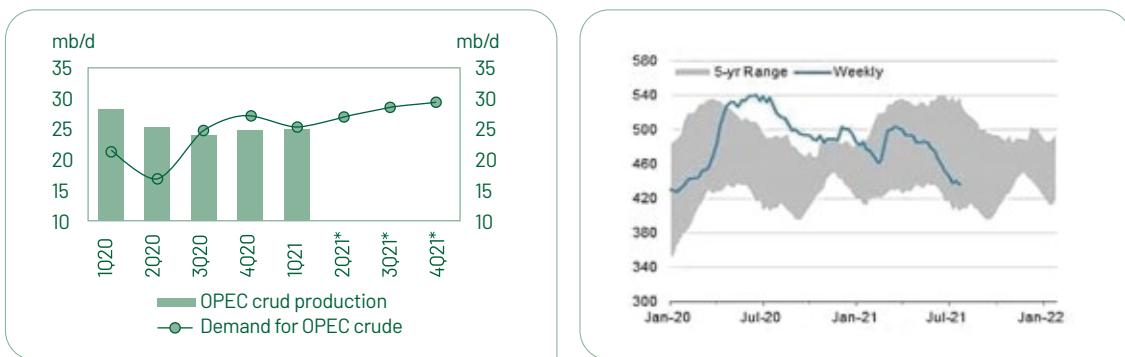


نمودار ۳۹: پیش‌بینی میانگین قیمت سیک شیرین آمریکا در سال ۲۰۲۱

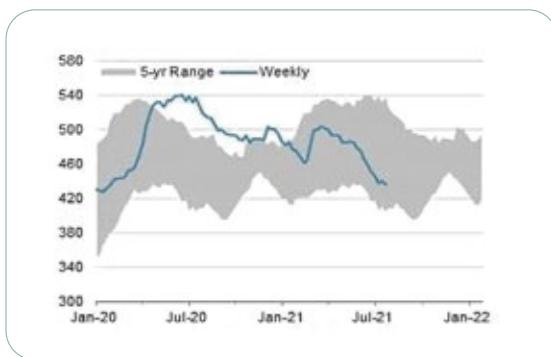
همان‌طور که از (نمودار-۴۰) قابل مشاهده است موجودی ذخایر نفت خام ایالات متحده با ۴۳۵.۶ میلیون بشکه، حدود ۴۰.۱ میلیون بشکه کمتر از هفته‌گذشته و ۹۰.۴ میلیون بشکه کمتر از سال گذشته در مدت مشابه است. این موضوع، بیانگر کسری در سمت عرضه نفت است. مطابق با گزارش منتشر شده اوپک در ماه ژوئن، تقاضا برای نفت اوپک در سال ۲۰۲۱، در سطح ۲۷ میلیون بشکه در روز و بدون تغییر از ماه گذشته (ماه می)، باقی مانده است. در حالی که در دو میان فصل از سال ۲۰۲۱ تقاضای نفت افزایش داشته است به نظر در سومین فصل از سال ۲۰۲۱ بدون تغییر خواهد ماند. در (جدول-۱۲) مشاهده می‌شود اوپک تلاش دارد تا همراه با افزایش تقاضای جهانی نفت، به افزایش تولید پردازد ولی در عمل اوپک به شکلی به مدیریت بازار پرداخته است که افزایش عرضه، از افزایش تقاضا کمی عقب‌تر باشد. نمودار شماره ۴۱ به وضوح این سیاست اوپک را نشان می‌دهد که تولید اوپک زیر تقاضای اوپک دنیا می‌شود.

	2020	1Q21	2021	3Q21	4Q21	2021	change 2021/20
(a) World oil demand	90.63	92.93	95.26	98.18	99.82	96.58	5.95
Non-OPEC liquids production	62.89	62.41	63.06	64.30	65.10	63.73	0.84
OPEC NGL and non-conventionals	5.05	5.11	5.11	5.22	5.33	5.19	0.14
(b) Total non-OPEC liquids production and OPEC NGLs	67.94	67.52	68.17	69.52	70.43	68.92	0.98
Difference (a-b)	22.69	25.42	27.09	28.66	29.39	27.66	4.97

جدول ۱۲: پیش‌بینی اوپک از عرضه و تقاضای نفت

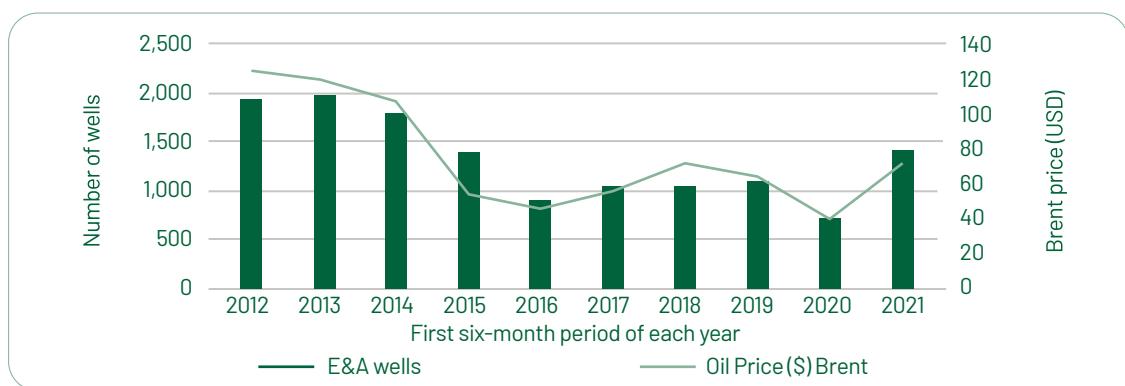


نمودار ۴۱: تعادل عرضه و تقاضای نفت تولیدی اعضاي اوپک



نمودار ۴۰: کاهش معنادار ذخایر نفت ایالات متحده

حتی اگر اوپک به مدیریت عرضه دست بزند، قیمت‌های بالا در نفت موجب افزایش تولید سایر تولیدکنندگان جهانی خصوصاً ایالات متحده و نفت شیل خواهد شد. با نگاهی به گزارش چاههای حفاری شده در سال ۲۰۲۱، می‌توان افزایش این چاهها و تولید ایالات متحده را مشاهده کرد.



نمودار ۴۲: افزایش چاههای نفت ایالات متحده با افزایش قیمت نفت

علی‌رغم تصمیم کشورهای غیر اوپک تولید‌کننده نفت بر افزایش میزان تولید، به نظر قیمت نفت کاهش قابل توجهی را تجربه نکند و برنده بازار نفت، اوپک با تلاش برای تقویت قیمت نفت است. یکی از این دلایل این امر احتمال اندک افزایش نفت شیل آمریکا به سطوح دوره تراپم است و در این بین سیاست‌های محیط زیستی بایدن اهمیت بالایی دارد. همین مسأله باعث شد تا در جواب معتبرسان به کنترل عرضه اوپک و افزایش قیمت نفت در اجلس اوپک، وزیر نفت عربستان، بن عبدالعزیز، با بیان جمله "Drill, baby, drill is gone forever" شعار شرکت‌های آمریکایی در احداث چاههای جدید بود را امری تمام شده عنوان کند.

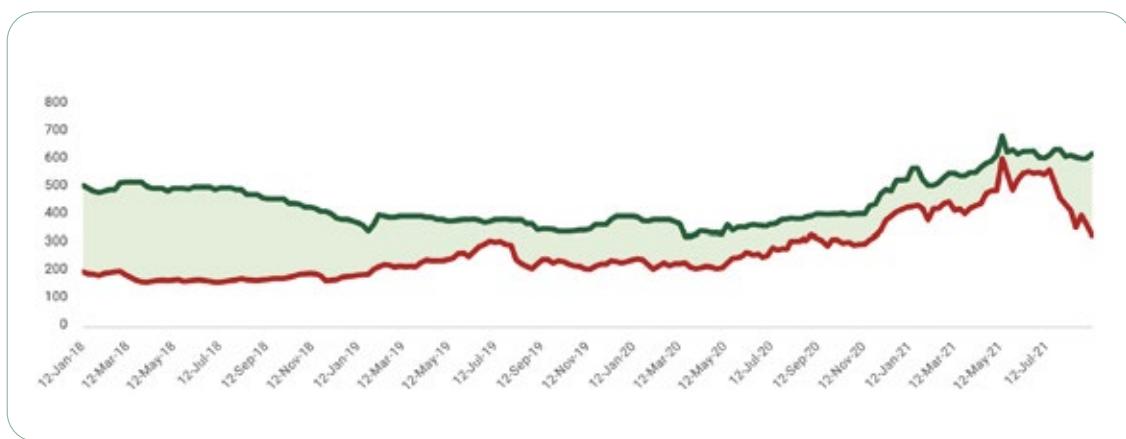
در جمع‌بندی آنچه که ذکر شد، با سرعت کمتر افزایش تولید و کاهش موجودی ذخایر نفت آمریکا و با توجه به کنترل عرضه اوپک، قیمت نفت سطوح بالاتر از ۷۰ دلار را می‌تواند حفظ کند. در عین حال افزایش تولید در بلند مدت اجتناب ناپذیر بوده و به نظر می‌رسد، سطح نزدیک به ۶۵ دلار سطح تعادلی نفت در بلند مدت است. در این بین نباید از سه عنصر احتمال بازگشت ایران به بازار، افزایش شاخص دلار و ریسک سویه‌های جدید کرونا و شوک احتمالی ناشی از این موارد به بازار جهانی نفت غافل شد.

فولاد

در اواخر ماه روزن و در حالی‌که پنج ماه از سال ۲۰۲۱ گذشته است، وزارت‌خانه محیط زیست و اکولوژی چین اعلام کرد که مسئولیت هماهنگی برنامه درگیر کردن صنعت فولاد در سیستم تجارت ملی انتشار گازهای CO₂ را به انجمن آهن و فولاد چین داده است و همچنان سیاست‌های زیست محیطی و محدودیت‌های تولید فولاد در جریان است.

در پنج ماه ابتدایی سال ۲۰۲۱، میزان تولید و مصرف فولاد افزایشی در حدود ۱۴ درصد داشته‌اند. میزان مصرف به ۴۵۱ میلیون تن و میزان تولید به ۳۷۴ میلیون تن افزایش داشته است. در بازار مواد اولیه، واردات سنگ آهن چین در پنج ماهه ابتدایی سال ۲۰۲۱، نسبت به مدت مشابه خود در سال قبل، با ۶ درصد رشد مواجه گردیده است. چین به عنوان مصرف‌کننده اصلی این ماده اولیه، سیاست‌های سختگیرانه‌ای را برای کاهش تولید فولاد اجرایی کرده است. با نزدیک شدن به پایان ماه جولای و شروع آگوست، بیشتر تولید‌کنندگان چینی آمده انجام تعمیرات دوره‌ای می‌شوند که به طور مقاطعی افت قیمت سنگ آهن به دلیل افت مصرف و افزایش قیمت محصولات به دلیل کاهش تولید را در پی خواهد داشت. بررسی‌ها نشان دهنده افت مصرف از نیمه دوم جولای بوده و کاهش تولید نیز در نتیجه آن برآورد می‌شود. هرچند هم‌زمان تأمین سنگ آهن نیز با چالش‌هایی از جمله کاهش تولید معادن در برزیل و اعتصابات در بخش تأمین سنگ آهن آفریقای جنوبی مواجه است ولی با این حال با کاهش تولید فولاد چین، سنگ آهن ۶۲٪ با سقوط آزاد به محدوده ۱۳۰ دلار در هر تن رسید؛ به نظر می‌رسد افزایش تا سطوح قبلی برای سنگ آهن مطرح نباشد، خصوصاً که طبق اظهارات انجمن فولاد چین، این کشور شاهد رفع محدودیت تولید معادن سنگ آهن خواهد بود که تقاضا برای واردات سنگ آهن را در میان مدت و بلندمدت محدود می‌کند. بازار فولاد نیز با وجود فضول بارشی و سیل‌های موسمی چین با کاهش تقاضا روپر بوده اما کاهش تولید باعث ایجاد موازنگردیده است که با ورود به فضول سرد و کاهش فعالیت عمرانی در کنار کاهش قیمت سنگ آهن، به نظر فولاد ناحیه دریای سیاه به عنوان منطقه تنظیم کننده تقاضا در جهان، از سطوح فعلی عقب نشینی کند. در سوی دیگر جهان در اواخر ماه روزن، موجودی فولاد در آنبار ۴۰ شهر اصلی با افزایش روبه رو بوده است. قیمت‌ها در منطقه سی آی اس به علی‌چون کاهش تقاضا در اروپا در فصل تابستان و ریزش بهای قراضه در ترکیه در مجموع کاهشی است ولی کمی ترمز این کاهش را قیمت بالای انرژی و گاز طبیعی کشیده است.

در نمودار ۴۴ حاشیه سود تبدیل سنگ آهن به بیلت قابل مشاهده می‌باشد. همان‌طور که مشاهده می‌شود این حاشیه سود در حال افزایش است و اصلی ترین علت آن کاهش قیمت سنگ آهن به علت فوق الذکر است. در جمع‌بندی به نظر فولاد ناحیه دریای سیاه و صادراتی کشور امکان از دست دادن سطح ۶۰۰ دلار و ورود به کانال ۵۰۰ دلار در هر تن را داراست. هرچند کاهش‌های شدیدتر، با توجه به قیمت‌های فعلی زغال سنگ، انرژی و سنگ آهن دور از انتظار است. در این بین به نظر به مرور شکاف قیمتی بیلت و اسلب نیز کم شود.

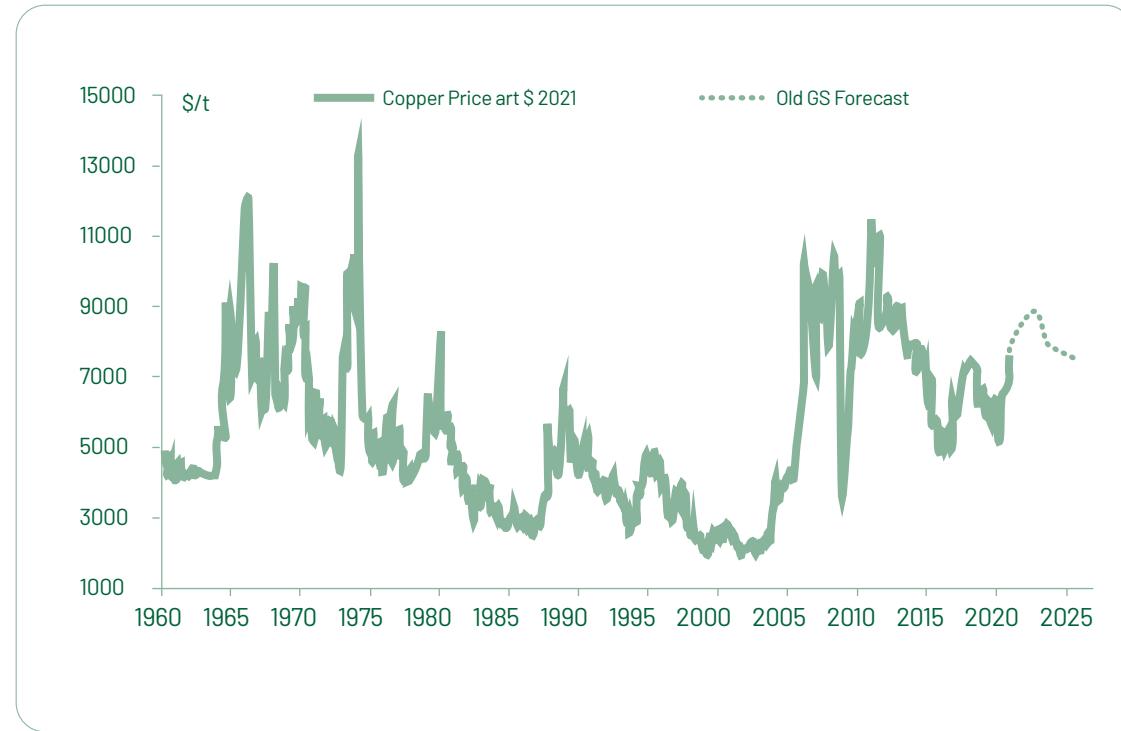


نمودار ۴۴: حاشیه فولاد و سنگ آهن

مس

مس پرکاربردترین فلز در تولید انرژی، زیرساخت انتقال و ذخیره انرژی است. این فلز بعد از آلمینیوم و فولاد در بخش‌های ساخت و ساز، ارتباطات از راه دور، حمل و نقل و ساخت اتومبیل پرکاربردترین است. برای اولین بار قیمت مس در دو میان فصل از سال ۲۰۲۱ و مطابق با پیش‌بینی‌ها، به قله تاریخی بالاتر از سطح ۱۰,۷۰۰ دلار در هر تن رسید. با وجود انتظاراتی که برای افزایش تقاضا پس از بهبود وضعیت اقتصاد جهان و افزایش روند واکسیناسیون در جهان وجود داشت، در نیمه اول سال ۲۰۲۱ شاهد افزایش قیمت جهانی مس بودیم. با وجود نگرانی‌های موجود در بازاره کاهش موجودی مس در دنیا، تقاضا برای مس صنعتی پیش‌بینی می‌شود؛ تقاضای مصرفی مس در وسائل حمل و نقل الکترونیکی و تقاضای سبر از روندهای اصلی تأثیرگذار بر قیمت مس در سال ۲۰۲۱ و سال‌های بعد از آن خواهد بود. از سوی دیگر اعتصابات در معادن مختلف در دنیا نیز بر عرضه این فلز فشار می‌آورد. معدنکاران معden اسکوندیدا در شیلی برای درخواست حقوق بالاتر در حال برنامه‌ریزی برای اعتصابات هستند و دولتهای امریکای جنوبی با ایجاد قوانین سخت‌گیرانه در جهت کنترل شیوع کرونا، تولید را محدود کردند که از جمله این معادن، در کشور شیلی قرار دارند. در ۴ ماه ابتدایی سال ۲۰۲۱، تولید در شیلی به عنوان نزدگترین کشور تولیدکننده مس در جهان، به میزان ۲ درصد کاهش داشته است. براساس آخرین پیش‌بینی گلدمن ساکس، در سالیان آتی دنیا با مازاد تقاضا و کمبود مس روبرو خواهد بود.

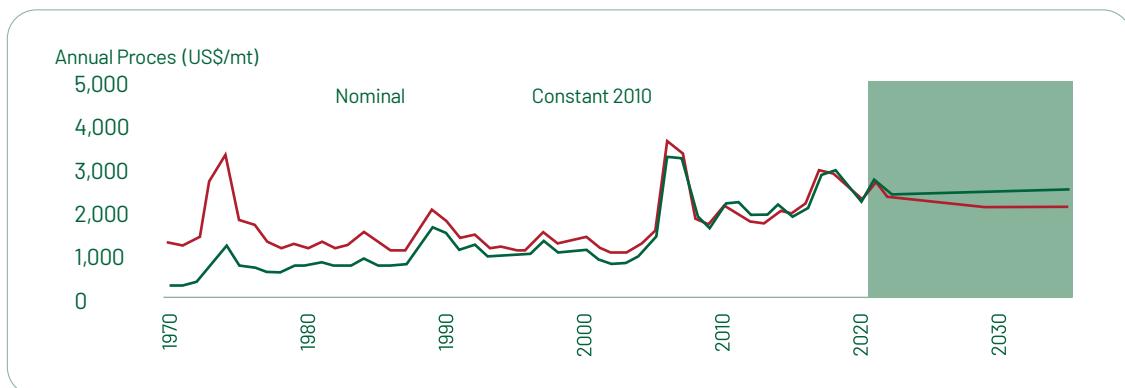
در جمع‌بندی باید گفت، با توجه به افق مازاد تقاضا برای مس با افزایش تولید خودروهای الکتریکی، احتمال کمبود مس در جهان یک روند بلند مدت است، در کوتاه‌مدت نیز تضعیف تقاضای چین و افزایش شاخص دلار می‌تواند از افزایش مس جلوگیری کند و میانگین قیمت این فلز را در کوتاه مدت در محدوده ۹۲۰۰ تا ۸۷۰۰ دلار در هر تن در قرار دهد، هر چند این سطح به دلیل تقاضای بلند مدت تا حد خوبی مستحکم است و دارای قابلیت افزایش است.



نمودار ۴۴: پیش‌بینی قیمت مس توسط گلدمن ساکس

روی

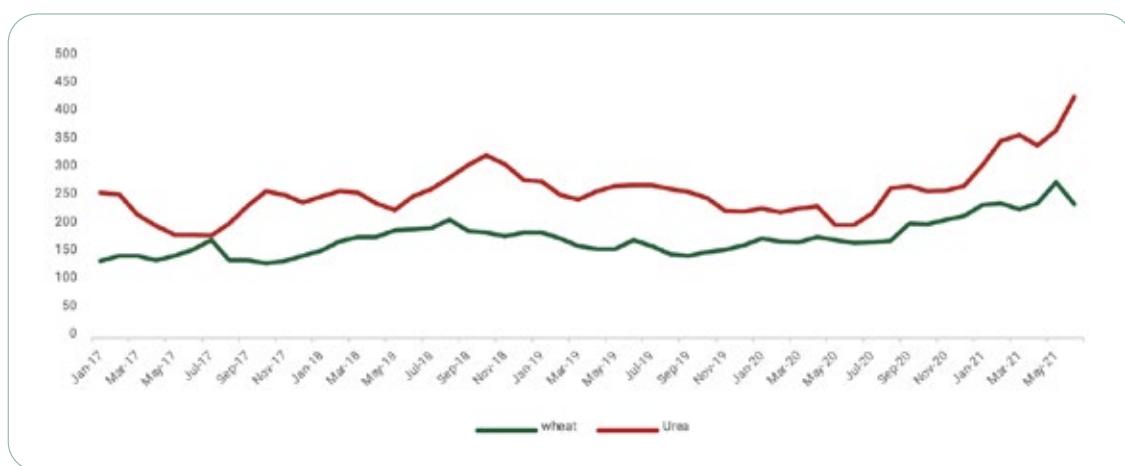
در ماه می ۲۰۲۱، قیمت روى افزایش داشت. البته همچنان قیمت روى با سطح تاریخیش در سال ۲۰۱۸ فاصله دارد. طبق آخرین پیش‌بینی بانک جهانی، قیمت فلز روی در سال ۲۰۲۲ به سطح ۲۵۰۰ دلار در هر تن کاهش خواهد یافت. این درحالیست که در پایان سال ۲۰۲۱، قیمت روى می‌تواند در سطح ۲۹۰۰ دلار به کار خود پایان دهد. دلیل این افق رو به کاهش، کاهش تقاضای از ناحیه چین و کاهش تولید فولاد این کشور و مازاد عرضه این فلز است. هر چند در افق کوتاه مدت، در همراهی با قیمت فولاد و مس، این فلز پایداری خوبی در محدوده ۳۰۰۰ دلار از خود بروز می‌دهد. در جمع‌بندی، افق فلز روی یک الگوی ثبات قیمتی با نزول ملایم به سمت سطوح ۲۸۰۰ دلار است.



نمودار ۴۵: پیش‌بینی قیمت روى توسط بانک جهانی

اوره

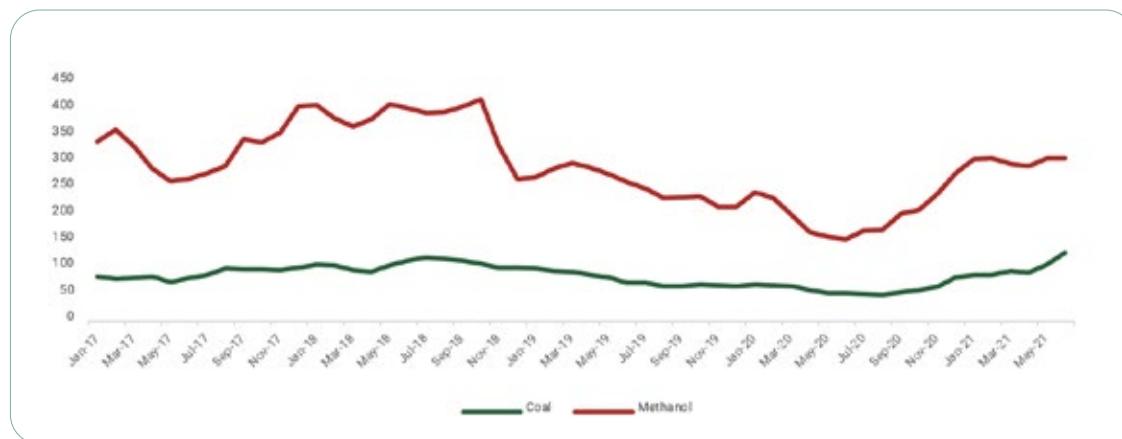
قیمت کودهای شیمیایی به ویژه اوره در سال ۲۰۲۱ با افزایش همراه بود، علت این امر تقاضای بالای محصولات کشاورزی مانند ذرت و سویا بود که موجب افزایش قیمت آن‌ها شده است. این درحالی است که در کالاهای کشاورزی، خشکسالی اخیر در جهان نیز به شدت بر قیمت این اقلام تأثیرگذار بوده است. از سوی دیگر باید به قیمت نهاده‌های تولید اوره با سقف شکنی‌های قیمت زغال سنگ و گاز طبیعی اشاره کرد. در بعد میزان عرضه نیز در اوایل ماه ژوئن دولت چین به وضع مالیات بر صادرات اوره اقدام کرد و این موضوع با کاهش صادرات چین موجب تقویت نرخ اوره شد. در جمع‌بندی این شرایط باید گفت که در کوتاه مدت با توجه به نرخ محصولات کشاورزی و قیمت نهاده‌ها انتظار تبدیل قیمت اوره وجود ندارد و می‌توان به قیمت ۴۲۰ دلار در هر تن تکیه کرد. در بلند مدت، نرخ جهانی اوره توانایی حفظ سطوحی بالاتر از میانگین‌های تاریخی را دارد ولی در صورت مرتفع شدن برخی موارد مانند فشار قیمت گاز طبیعی، توانایی کمی اصلاح در قیمت این محصول پتروشیمی دور از ذهن نیست.



نمودار ۴۶: هم‌استانی قیمت اوره و گندم

متانول

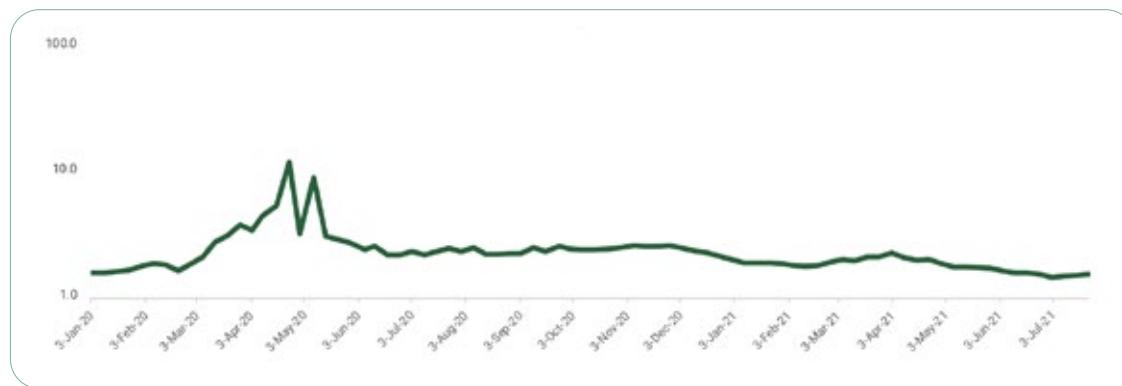
چین بزرگترین تولیدکننده رنگ و محصولات رزینی در جهان است. بیش از ۲۰ میلیون تن از این محصولات در چین تولید می‌شود که نزدیک به ۳۰ درصد از نیاز جهان است. انتظار می‌رود که تولید به تقاضای مشتقات متعددی مانند فرمالدئید و اسید استیک کمک کند و در نهایت تقاضا برای متانول را افزایش دهد. از سوی دیگر همانند اوره، افزایش قیمت نهادهای تولید متانول یعنی زغال سنگ و گاز طبیعی به همراه عدم شروع به کار واحدهای تازه تأسیس در آمریکا و محدودیتهای طرف عرضه برای متانول در اروپا بر قیمت متانول مؤثر است. پیش‌بینی می‌شود در سه ماهه چهارم سال جاری، روند صعودی در قیمت متانول در همراهی با نفت را شاهد باشیم و سطح ۳۲۰ دلار در هر تن برای متانول یک فرض معقول است.



نمودار ۴۷: همراستایی قیمت متانول و زغال سنگ

الفین‌ها و پلی‌اتیلن

از ابتدای سال ۲۰۲۱، قیمت بخش الفین‌ها و یا مشتقات آن‌ها بالا بوده است. علت اصلی افزایش قیمت‌ها درخصوص محصولات الفینی توقف غیرمنتظره تعداد زیادی از واحدهای تولیدی در سراسر جهان بوده است. در منطقه شمال شرقی آسیا، فعالیت بسیاری از واحدهای کراکر به منظور انجام عملیات تعمیر و نگهداری از قبل برنامه‌ریزی شده محدود شده بود که این مسأله منجر به کاهش عرضه الفین و مشتقات آن شد، این در حالی است که تقاضای این اقلام نیز به دلیل افزایش مصرف پلاستیک‌ها، ظروف و قطعات بیمارستانی در دوره کرونا بالا رفت و در نتیجه سطوح بالایی در قیمت این محصولات دیده شد. در ادامه با بازگشت تولید واحدها الفین‌ها با تبدیل قیمتی همراه بود ولی به نظر قیمت جهانی نفت در سطوح ۷۰ دلار عامل مهمی در جهت عدم کاهش بیشتر محصولاتی مانند پلی‌اتیلن باشد؛ چیزی که در (نمودار ۴۸) به صورت نسبت قیمت پلی‌اتیلن به نفتا به عنوان ماده اولیه این محصول مشخص است. در جمع‌بندی به نظر در صورت باقی ماندن نفت در سطوح فعلی، پلی‌اتیلن سبک و سنگین سطوح ۱۲۰۰ و ۱۰۰ دلار در هر تن را حفظ خواهند کرد.



نمودار ۴۸: نسبت پلی‌اتیلن به نفتا

درباره‌ی مؤلفین:

واحد مشاوره و تحلیل گروه مالی فارابی

بخش مشاوره سرمایه‌گذاری و تحلیل بازارها تشکیل شده از جمیعی از کارشناسان و صاحب‌نظران حوزه اقتصاد، بازار سرمایه و بازارهای جهانی، در راستای تحقق رسالت خود در ارائه محتوای ویژه تحلیلی اقدام به تهیه فصلنامه تحلیلی گروه مالی فارابی با نام تجاری (MAGAZONE) نموده است و امید است تا این بررسی به روشن‌تر شدن مسیر سرمایه‌گذاران، تحلیلگران و مدیران صنایع کمک کند.

ناظرین کیفی:

- علی پور‌جهانبخش
- الیاس مبرهن

سردبیر:

- عطا شاکری

اعضای تیم تألیف:

- فرشید اسکندری
- ندا قبری
- الهام بهره‌ور
- شیما شفقی
- مهدی علی‌اکبری
- سمیه صفری
- علیرضا تقی‌زاده

