



MAGAZONE

فصلنامه تحلیلی گروه مالی فارابی

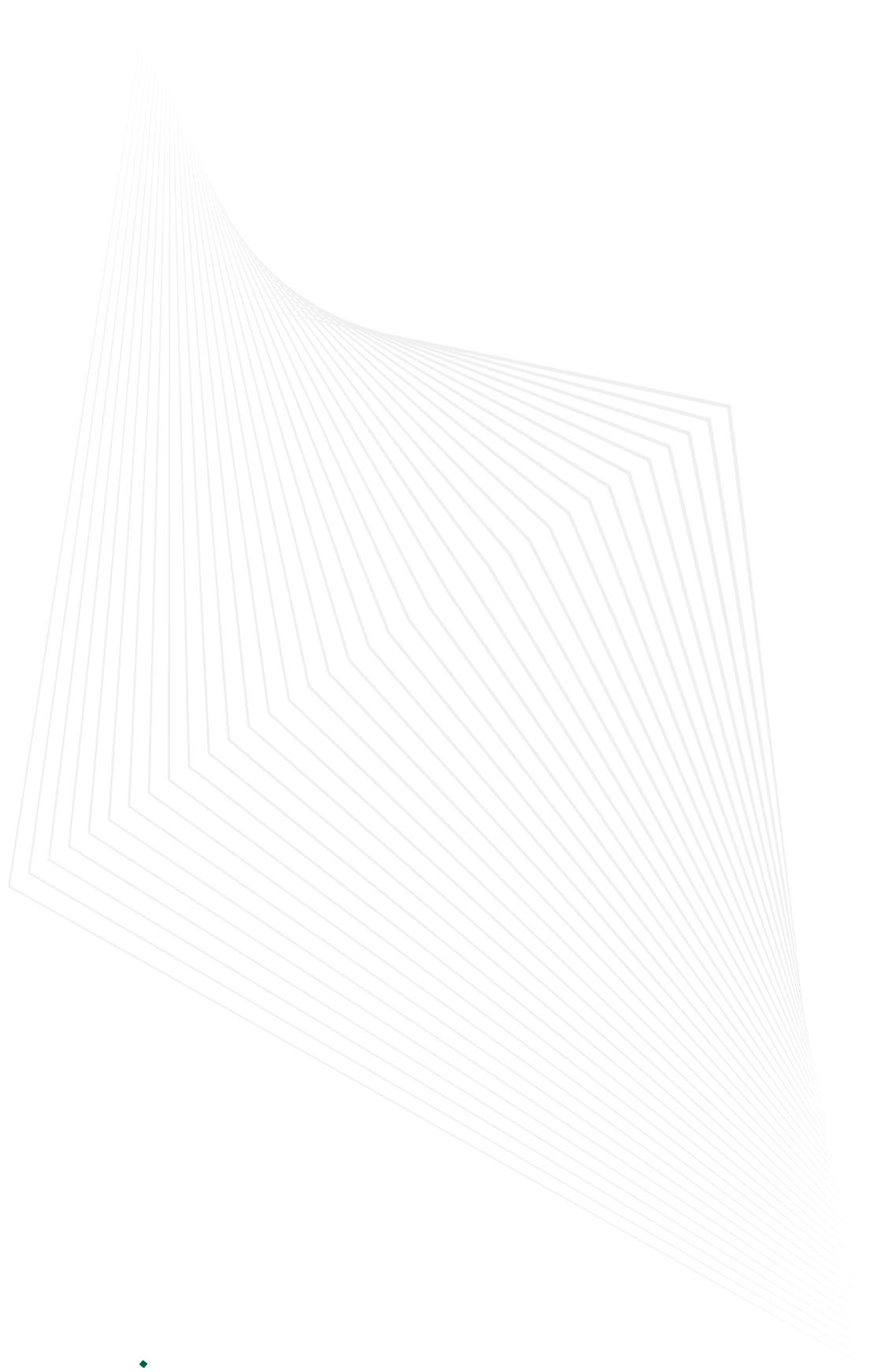
شماره ۴ پاییز و زمستان ۱۴۰۰



نشان MAGAZONE

واژه MAGAZONE از ترکیب دو کلمه MAGAZINE + ZONE حاصل شده است. MAGAZINE 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 مصاحبت فرهنگ‌ها و قومیت‌های گوناگون با اعتقادات و نژادهای متفاوت بوده است و بسیاری از علما و آثار علمی دنیای 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 ارائه مطالبی برای فعالان اقتصادی در تمامی صنایع و بازارها دارد. امید است تا الهام‌گیری از معلم ثانی و این شهر کهن، انگیزه‌ای در جهت تهیه محتوایی وزین و درخور مخاطبان ارجمند فارابی باشد.



فهرست مطالب

Table of Contents

۸	مقدمه
۱۰	چکیده این شماره
۱۳	انتظارات تورمی
۱۶	کسری بودجه دولت
۲۳	تجارت خارجی
۲۸	چشم انداز رشد پایه پولی و نقدینگی
۳۲	نرخ سود
۳۸	رشد اقتصادی
۴۲	نرخ ارز
۴۸	نرخ تورم
۵۵	بازار سرمایه
۵۸	بازار بدهی
۶۵	بازار مسکن
۷۱	بازار طلا
۷۶	کامودیتی‌ها



جمع تمامی عوامل ریسک جمع است

Introduction

برعکس تابستان سرسبز بازار سرمایه که بعد از اصلاحی عمیق و روزهایی سخت حاصل شده بود، مجدداً در پاییز و زمستان سرمای بازار نیز شروع شد و در خلاف جهت سایر بازارهای دارایی، بازار سرمایه روزهای نازیبایی را پشت سر گذاشت. به نظر پاییز نشان داد که ریسک‌ها به راحتی دست از سر فضای سرمایه‌گذاری کشور بر نمی‌دارند؛ اگر کرونا با نسخه جدیدش یعنی اومیکرون کمی بر ما آسان بگیرد، دولت آستین‌ها را بالا می‌زند و انواع و اقسام مسائل را برای بازارها ایجاد می‌کند. در پایان هر ضربه نیز با چهره‌ای منجی نمایانه دم از حمایت می‌زند. در بحث ریسک‌های داخلی در حالی که هنوز زخمه کمبود برق در تابستان بر پیکره صنایع بود، قطعی گاز خودنمایی کرد و این در حالی است که کم‌بارشی نیمه دوم سال خبر از مشکلات احتمالی در سال بعد می‌دهد. دولت نیز که وضعیت کسری بودجه و حساسیت شرایط را فهمیده است، اولویت اصلی خود را کم کردن فشار بر اقبال کم درآمد قرار داده و هرگونه حرکت تورمی و استقراض از بانک مرکزی اولویت آخر دولت است؛ در نتیجه راه‌هایی مانند فروش اوراق بدهی و روش‌هایی چون فروش دارایی و یا دست‌اندازی به سود شرکت‌ها با تغییر نرخ حامل‌های انرژی به ذهنش متبادر شده است. این در حالی است که رویکرد دستوری خصوصاً در کالاهای اساسی ادامه دارد. در میانه شرایطی که ریسک‌ها فزاینده و دولت درصدد کنترل هم‌زمان تورم و جبران کسری بودجه است، مذاکرات وین به مرحله حساسی رسیده است و بازار ارز و موضع‌گیری‌ها طرفین نشان از احتمال وقوع گشایش در سیاست خارجی و بهبود احتمالی شرایط دارد. نیمه دوم سال با شرایطی که ذکر شد از سر بازارها گذشت ولی در اسفند دستی از غیب به نام جنگ اوکراین نشان داد که عمق بحران جهانی در بحث کامودیتی‌ها بسیار زیاد خواهد بود و این یعنی به قیمت‌های جهانی بالا می‌توان بیشتر اتکا کرد. تمامی این موارد یعنی هرچند باید انتظارات تورمی و موتور رشد اسمی را کاهش داد ولی می‌توان برخی امیدها را به رشدهای حقیقی در بازار سرمایه داشت.



Abstract

چکیده این شماره

چشم انداز بازارها

ردیف	نام بازار	پیش بینی آتی
۱	بازار سرمایه	در مجموع این شرایط و با توجه به اصلاح عمیق بازار و نزدیکی به فصل مجامع، با معیارهایی سخت گیرانه، اکنون می توان سهم های خوبی برای سرمایه گذاری در بازار یافت، هر چند که نباید از خاطر برد که بازار کماکان متأثر از خاطرات تلخ اخیر و با احتمالی بالا بدون موتور اصلی رشد خود یعنی افزایش نرخ ارز در حال حرکت است.
۲	بازار بدهی	بهبود درآمدهای نفتی موجب کاهش فشار دولت در استفاده از ابزار بدهی خواهد شد و به نظر نرخ بازدهی اوراق نیز تحت مدیریت بانک مرکزی است.
۳	بازار مسکن	افق بازار مسکن علاوه بر وابستگی به نتیجه مذاکرات برجام و انتظارات تورمی - که تا حدی از ابهام آن کاسته شده است - به طرح ملی مسکن نیز وابسته است. اما همچنان که در شماره های پیشین نیز عنوان شد، می توان نرخ تعادلی ۱۲۰۰-۱۱۰۰ دلار برای هر مترمربع در تهران را شاخصی مناسب برای نرخ متعادل مسکن در نظر گرفت و در صورت انحراف از این میانگین، بازگشت دوباره نرخ به آن را افق پیش روی بازار مسکن دانست.
۴	بازار جهانی طلا	طلا از سمت ریسک ها در حال شارژ است و تورم سمت عرضه با وضعیت اوکراین عمیق تر می شود. در شرایط ریسک جنگی دقیقاً نمی توان وضعیت را پیش بینی کرد ولی به نظر اگر ریسک جنگ کنترل شود، انس بتواند از سطح ۲۰۰۰ دلار عقب بنشیند ولی این مقدار به دلیل تورم و ریسک های عمیق زیاد نخواهد بود و احتمالاً طلا محدوده ۱۹۰۰ دلار را حفظ کند.
۵	کامودیتی ها	مجموع اثر بحران انرژی و اوکراین به صورت مستقیم و غیرمستقیم به فرآورده های پتروشیمی و فلزات نیز منتقل شده است و به نظر کسری عرضه موجب حفظ قیمت های بالا در کامودیتی ها باشد.

مولفه های اقتصادی

ردیف	متغیرهای اقتصادی	شرح مختصر
۱	انتظارات تورمی	دولت به شدت حساس به تورم و استقراض از بانک مرکزی، بنیان های محکم تر و اتحادهای استراتژیک با ابرقدرت های شرقی، نفت بالای ۱۰۰ دلار و دیدگاه مثبت به مذاکرات وین همگی نشان از آن دارد که انتظارات تورمی در کشور باید تعدیل شود.
۲	کسری بودجه دولت	در مجموع مفروضات و قالب بودجه ۱۴۰۱ به نسبت بودجه ۱۴۰۰ کمتر تورمی، واقع بینانه تر و با ایرادات کمتر ارزیابی می شود و در این بین قیمت جهانی نفت در حال کمک به شرایط بودجه است.
۳	تجارت خارجی	با رفع تحریم ها و دسترسی به منابع ارزی، به نظر تجارت خارجی کشور توانایی بازگشت به سطوح قبل از تحریم ها را دارد.
۴	پایه پولی و نقدینگی	با بهبود درآمدهای نفتی، بازگشت به میانگین های تاریخی محتمل ترین گزینه است.
۵	نرخ سود سپرده	فشارهای دولت برای تسهیلات دهی توسط بانک ها و کمبود منابعی که در بانک ها خصوصاً بانک های خصوصی مشاهده می شود، کاهش سود بانکی را از ذهن دور می کند. در سمت دیگر نیز ریبوی سنگین بانک مرکزی نشان می دهد که این نهاد به بالا رفتن بیش از اندازه نرخ ها حساس است.
۶	رشد اقتصادی	در سال ۱۴۰۱ وضعیت رشد اقتصادی به شدت گره خورده به وضعیت تحریم ها است. در صورتی که شاهد گشایش خارجی باشیم جای افزایش رشد اقتصادی از ناحیه نفت و گاز وجود دارد. از سوی دیگر با توجه به وضعیت منفی بخش ساخت و ساز در سال ۱۴۰۰، وجود منابع در دست دولت و اجرای نهضت ملی مسکن می تواند سهم این بخش را مثبت کند.
۷	نرخ ارز	با این حال با توجه به اثرگذاری منفی کاهش نرخ ارز بر بودجه دولت، به نظر نمی رسد دولت به دنبال کاهش جدی در نرخ ارز باشد و کاهش نرخ ارز به کمتر از رقمی که بودجه ۱۴۰۱ بر اساس آن بسته شده (۲۳ هزار تومان برای دلار ETS) بسیار دور از انتظار است. در این شرایط به نظر می رسد هدف دولت ایجاد ثبات در نرخ ارز اسمی باشد و بنابراین انتظار بر این است که نرخ ارز اسمی دست کم تا پایان سال ۱۴۰۱ تغییرات چشم گیری نداشته باشد.
۸	تورم	در سال ۱۴۰۱ نیز مواردی مانند آزادسازی احتمالی قیمت کالاهای اساسی، فشار قیمت های جهانی و یا افزایش نرخ صنایع خدماتی پس از عبور از دوره کرونا و بهبود قدرت خرید طبقه متوسط می تواند موجب کمی فاصله از الگوی بلند مدت باشد و باقی ماندن در محدوده ۳۰ درصد شود که به نوعی همان تورم انباشت شده سالیان قبل است ولی مسیر و چرخه های اقتصادی کشور که همبستگی بالایی با نرخ نفت دارد نشانگر آن است که در صورت رفع تحریم ها کشور در افق میان مدت و بلندمدت به الگوی تورم بلند مدت خود در محدوده ۲۰ درصد و حتی کمتر نزدیک خواهد شد.



Expectations

انتظارات تورمی؛

آتش زیر خاکستر



اعضای کابینه دولت پس از جلوس به صندلی زمام امور را در دست گرفتند و دنیای عمل پس از دنیای وعده و موضع‌گیری آغاز شد؛ گارد شدیداً ضدتورمی دولت، قیمت‌های خوب جهانی، تعامل بیشتر شرقی‌ها و اخبار خوب از مذاکرات انتظارات را تعدیل کرده است. البته در عین فروکش کردن انتظارات، کماکان تورم آتش زیر خاکستر اقتصاد است. شاید بتوان این عبارت را به گونه‌ای دیگر عنوان کرد؛ برخی مسائل و مشکلات پیشامده در اقتصاد، در زیرساخت‌های داخلی و همچنین در مسائل بین‌المللی راه حل سریعی ندارد و اثر منفی آن تداوم خواهد داشت.

دولت سیزدهم و کنترل گرایی زود هنگام

دولت سیزدهم با گل زود هنگام واکسیناسیون سریع همگانی بازی را آغاز کرد و بازار سرمایه خوشبین به دولتی که در وعده‌هایش شعار حمایت از بورس داشت، روند مثبت را پیمود ولی پس از طی اندک زمانی مشخص شد که دولت در هنگام برخورد با اولویت‌های متناقض مجبور به انتخاب است و انتخاب‌های اجرایی شباهت کمتری به وعده‌ها دارد. آنجایی که اولویت بورس در مقابل کنترل تورم قرار می‌گیرد، آنجا که آزادسازی ارز ترجیحی در مقابل افزایش قیمت کالاهای اساسی قرار می‌گیرد و آنجا که افزایش نرخ خودرو در مقابل اذهان عمومی ایجاد نارضایتی می‌کند، دولت همواره سیاستی را اتخاذ کرده که متناسب با خوشایند اقشار کمتر توانمند جامعه است؛ حتی اگر انتقادات فنی و اقتصادی زیادی وارد باشد و حتی اگر بازار سرمایه آسیب ببیند! در سمت دیگر، دولت اگر هیچ چیز را در بحث اقتصادی در نظر نگیرد، استقراض از بانک مرکزی و سیاست‌های تورمی را در نظر می‌گیرد. این بدان معناست که برای جبران کسری بودجه انواع راهکارهای غیر تورمی از فروش اوراق بدهی، تقویت ردیف‌های درآمدی و مالیاتی و فروش دارایی مد نظر دارد، نگاهی که در لایحه بودجه ۱۴۰۱ نیز خود را نشان می‌دهد.

پیمان‌های بلندمدت با قطب‌های قدرت شرقی

قرارداد ۲۵ ساله با چین، در کنار سند همکاری ۲۰ ساله با روسیه در کنار سفر شخص رئیس‌جمهور به همراه عضویت در پیمان شانگهای در میانه مذاکرات هسته‌ای پیام روشنی دارد؛ در مذاکرات اخیر بحث بر سر بهبود روابط با غرب و از سرگیری روابط گذشته نیست. ایران سمت خود را انتخاب کرده است و مذاکرات هسته‌ای صرفاً درصد حل گره مسأله هسته‌ای است.

این مسأله را ابتدا نباید کوچک انگاشت، چرا که پس از کرونا نقشه استراتژیک جهان دچار تغییر شده است؛ چین که آسیب کمتری دیده به نسبت رقبای غربی خود در وضع بهتری است و روسیه نیز به مدد نفت بالای ۱۰۰ دلار و رهبری اقتدارگرای پوتین از هر زمانی پس از فروپاشی اتحاد جماهیر شوروی قوی‌تر است. بخش پراهمیت ماجرا در آن نقطه است که در دوره‌ی ترامپ، سعی می‌شد تا روابط آمریکا و روسیه حسنه بماند ولی در دوره بایدن با سیاست اروپاگرایی، بیشتر روسیه به هدف اول تبدیل شده و بحران اوکراین عمق فاجعه را به خوبی نشان می‌دهد. فشار هم زمان آمریکا به روسیه و چین موجب به هم پیوستن این دو ابرقدرت شده و نمای آن را می‌توان در افتتاحیه المپیک زمستانی و فروش گاز به چین در حالی که اروپایی‌ها در حال لرزیدن از سرما هستند دید. در سمتی دیگر مانور مشترک ایران، روسیه و چین یک پیام استراتژیک بسیار مهم دارد. جاده ابریشم آبی و خاکی چین در حال تکمیل است و چین از مرزهای خود بیرون آمده است. این در حالی است که ایالات متحده خاورمیانه را به بدترین شکل ممکن ترک کرد. این روند بسیار مهم و تأثیرگذار چیزی نیست که در افق فصلی و سالیانه مورد بررسی قرار گیرد ولی سمت و سوی کشور و جهان را نشان می‌دهد و چند نتیجه اصلی می‌توان از آن گرفت:

- اصطکاک‌های شرق و غرب مانند آنچه در اوکراین دیده شد زیاد خواهد شد و این یکی از ریسک‌های اصلی اقتصاد جهان است.
- ساختار سیاسی کشور در مقابل تأثیرات غرب مقاوم‌تر خواهد شد و برای جلب رضایت غرب و یا اجرای سیاست‌های کجدار و مریز دهه ۷۰ و ۸۰ اهمیت کمتری قائل خواهد بود.
- نوع نگاه حاکمیتی ابرقدرت‌های شرقی از بعد سیاسی، اقتصادی و فرهنگی در کشور بیشتر تسری خواهد یافت.

مذاکرات وین، نزدیک به حصول نتیجه

نشست اولیه در وین برگزار شد و تیم جدید با مدلی کاملاً متفاوت، پیش‌نویسی کاملاً متفاوت از تیم مذاکره‌کننده قبلی را ارائه کرد. در تفسیر موضع جدید کشور دو رویکرد مطرح است: نخست آنکه تیم مذاکره‌کننده با هماهنگی قطب‌های قدرت شرقی، متوجه موضع ضعف قطب‌های قدرت غربی شده است و با گرفتن موضع کمتر انعطاف‌پذیر در تلاش برای گرفتن امتیاز بیشتر یا رسیدن به توافقی قوی‌تر از برجام است.

دوم آنکه سیاست‌گذاران فعلی کشور تقریباً متوجه شده‌اند که برجام عنصری از دست رفته است و حتی اگر بحث هسته‌ای برطرف شود، سرفصل برای تخاصم به حد کافی موجود است (تحریم افرادی در نیروی ویژه پلیس در میانه مذاکرات از سوی ایالات متحده به بهانه‌های حقوق بشری شاهدهی بر این مدعاست). در این دیدگاه عقب‌نشینی از موضع هسته‌ای بردن کشور به موضع ضعف است، خصوصاً در زمانی که ایالات متحده توان بسیار کمی در منطقه دارد؛ در نتیجه مذاکرات صرفاً ابزاری برای خریدن زمان و یا رسیدن به یک تعادل استراتژیک در منطقه است. پس از گذشت چند ماه و در عین وجود چند احتمال خفیف منفی، با توجه به نیاز مبرم بازار انرژی و ناتوانی آمریکا در حضور مجدد در خاورمیانه کمی موضع کشور بهتر ارزیابی می‌شود و حصول توافق پرتنگ‌تر است. چیزی که به خوبی می‌توان تأثیر آن را در نرخ ارز دید. هر چند ریسک سیاسی کاری روسیه برای حفظ فشار در بحران اوکراین کمی مایه نگرانی است ولی کماکان دلایل زیادی برای خوش‌بینی به مذاکرات وجود دارد.

شاید بتوان در کوتاه مدت نفسی کشید ولی ...

دولت به شدت حساس به تورم و استقراض از بانک مرکزی، بنیان‌های محکم‌تر و اتحادهای استراتژیک با ابرقدرت‌های شرقی، نفت بالای ۱۰۰ دلار و دیدگاه مثبت به مذاکرات وین همگی نشان از آن دارد که انتظارات تورمی در کشور باید تعدیل شود و این برای بازارهای دارایی در ایران که بیشتر متکی به رشد اسمی هستند یعنی افتادن از تب و تاب.

فرصت اخیر، خصوصاً در صورتی که با نتیجه عملی برای فروش نفت کشور همراه باشد به معنی باز شدن دست دولت و داشتن کمی پول برای زدن به زخم‌های پرشمار مملکت است. دولتی که نشان داده در یک ساختار همراه و بدون مخالفت پیش می‌رود و چالش‌های سیاسی دولت قبل را ندارد. منتهای امر نباید از خاطر برد که مشکلات بنیادی مهمی در کشور وجود دارد که اگر طی افق ده ساله آینده حل نشود تورم و ضعف اقتصادی مجدداً شعله‌ور خواهد شد؛ مواردی مانند تکیه شدید اقتصاد به نفت، بحران صندوق‌های بازنشستگی، بحران پیری جمعیت، بحران آب و مواردی از این دست صرفاً با رفع تحریم و دلار بیشتر رفع نمی‌شود و تصمیمات سخت بنیادی و راهکارهای مدیریتی ویژه می‌طلبد. در نتیجه انتظارات تورمی همچون آتشی در زیر خاکستر خواهد ماند...





کسری بودجه دولت؛

بودجه ۱۴۰۱ بانگهی جدید و غریب

**Government
Budget
Deficit**



کلیات لایحه بودجه سال ۱۴۰۱، در دی ماه سال جاری توسط مجلس شورای اسلامی تأیید و تصویب شد. اما با توجه به برخی موارد مطرح شده درباره‌ی ارزش ترجیحی و معیشت مردم، کمیسیون تلفیق بودجه درگیر بررسی جزئیات و اعمال اصلاحات مورد نیاز است. به دلیل مشخص نشدن تمامی جزئیات بودجه و وضعیت بحرانی جهانی، تخمین تفسیر کسری بودجه سال ۱۴۰۱ به بررسی‌های بعدی موکول می‌شود. از سوی دیگر نیز به میزانی گزارش تفسیر لایحه بودجه منتشر می‌شود که نیازی به تفسیر این مورد نباشد در نتیجه هدف در این شماره پس از یک مقدمه عمومی، بررسی عمیق چند مورد خاص است.

با نگاهی به اعداد و ارقام لایحه بودجه ۱۴۰۱، مشخص می‌شود که میزان بودجه عمومی ۱,۳۷۲ همت اعلام شده که در مقایسه با رقم ۱,۲۷۷ همت در بودجه سال جاری تنها با رشد ۷,۴ درصدی مواجه است؛ بنابراین با توجه به نرخ تورم کشور می‌توان بودجه ۱۴۰۱ را انقباضی نامید. عامل اصلی این انقباض را نیز باید در بخش هزینه‌های عمومی دولت جست و جو کرد، با توجه به اینکه وزن اصلی بودجه عمومی متشکل از حقوق و دستمزد کارکنان و صندوق‌های بازنشستگی است، رشد حداقلی این بخش منجر به محدود شدن رشد هزینه‌های جاری دولت شده است.

منابع	سقف اول ۱۴۰۰	سقف دوم ۱۴۰۰	لایحه بودجه ۱۴۰۱	رشد نسبت به سقف دوم ۱۴۰۰
درآمدها	۴۴۸	۴۵۵	۶۶۴	٪۴۶
واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	۲۲۵	۳۹۵	۴۰۸	٪۳
واگذاری دارایی‌های مالی	۲۶۴	۴۲۷	۲۹۹	٪۳۰-
جمع منابع عمومی دولت	۹۳۷	۱۲۷۷	۱۳۷۲	٪۷
مصارف				
هزینه‌ها	۶۹۹	۹۱۹	۹۶۵	٪۵
تملك دارایی‌های سرمایه‌ای	۱۴۶	۱۷۶	۲۵۲	٪۴۳
تملك دارایی‌های مالی	۹۲	۱۸۲	۱۵۵	٪۱۵-
جمع مصارف عمومی دولت	۹۳۷	۱۲۷۷	۱۳۷۲	٪۷

• جدول ۱: نگاهی اجمالی به بودجه ۱۴۰۱-مبالغ به هزار میلیارد تومان

نفت و نرخ تسعیر ارز

- دولت سیزدهم در لایحه بودجه ۱۴۰۱، با فرض تداوم تحریم‌ها و به شکلی محافظه‌کارانه، فروش روزانه ۱,۲ میلیون بشکه نفت با میانگین نرخ ۶۰ دلار به ازای هر بشکه، را در نظر گرفته است. این یعنی گشایش تحریمی و نفت ۹۰ دلاری کمک مهمی برای دولت است و برعکس مفروضات خوش بینانه بودجه سال جاری، در سال آتی انتظار کسری از این ناحیه اندک است و حتی اعداد کمیسیون تلفیق نیز یعنی نفت ۷۰ دلار و صادرات ۱,۴ میلیون بشکه در روز نیز به راحتی می‌تواند محقق شود.
- از دلایل رشد سهم درآمد نفتی در منابع بودجه عمومی، فرض حذف ارز ترجیحی و افزایش نرخ ارز مبنای تسعیر درآمدهای نفتی به ۲۳,۰۰۰ تومان است. این عدد سیگنال‌های مهمی را به کف نرخ دلار حتی در صورت توافق می‌دهد.

ارز ترجیحی

- طبق لایحه بودجه، دولت مبادرت به حذف ارز ترجیحی کرده؛ اما کمیسیون تلفیق بودجه با پیشنهاد فوق موافقت نکرده است و زمزمه‌هایی از باقی ماندن ۹,۵ میلیارد دلار ارز ترجیحی و سرفصل‌های مختلف حمایتی وجود دارد ولی در نهایت ارز ترجیحی حذف شد، منتها با این وضعیت قیمت‌های جهانی دولت حتماً برخی سیاست‌های حمایتی را در نظر خواهد داشت.

انتشار اوراق بدهی

• در بخش واگذاری دارایی‌های مالی با توجه به حجم اوراق مالی اسلامی منتشره سال جاری و آثار تورمی ناشی از آن، با فرض انتشار ۸۸ همت انواع اوراق مالی اسلامی، دولت اقدام به کاهش ۳۳ درصدی سهم انتشار اوراق نسبت به مبلغ ۱۳۲ همتی بودجه ۱۴۰۰ کرده است. از این میزان برنامه انتشار اوراق، ۱۰ همت برای بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۴۰۱ در نظر گرفته شده است. همچنین براساس تبصره ۲ لایحه بودجه در صورتی که دولت نتواند فروش ۷۰ همت سهام خود را محقق کند می‌تواند اقدام به انتشار و فروش اوراق کند. بنابراین و در نهایت اجازه انتشار ۱۵۸ همت اوراق در لایحه بودجه ۱۴۰۱ برای دولت محفوظ است. نکته با اهمیت در این بخش آن است که دولت از تبعات فروش سنگین اوراق مطلع است و به خوبی از مخاطرات استفاده بیش از اندازه از بلیط اوراق آگاه است. لزوم پرداخت اصل و فرع اوراق سرسیدی، بالا رفتن نرخ بهره و فشار به ترازنامه بانک‌ها همگی از تبعات منفی فروش سنگین اوراق بدهی است. در نهایت به نظر با توجه به قیمت جهانی نفت، انتظار می‌رود راهکارهای استقرایی دولت در سال ۱۴۰۱ کم‌رنگ بماند.

مالیات

- در لایحه ۱۴۰۱، منابع حاصل از درآمدهای عمومی دولت با رشد ۴۶ درصدی نسبت به بودجه سال جاری، ۶۶۴ همت پیش‌بینی شده است. علت آن افزایش ۶۲ درصدی سهم درآمدهای مالیاتی ناشی از اعمال تغییرات در تبصره‌ها و بندهای موجود در مصوبه‌های گذشته معافیت‌های مالیاتی و قانون‌های مالیات‌های مستقیم است. از جمله مهم‌ترین آن (حذف معافیت مالیاتی کالاهای خام و نیمه خام) و لغو حکم بند (ب) ماده ۱۴۵ قانون مالیات‌های مستقیم (معافیت مالیاتی سود سپرده) در خصوص اشخاص حقوقی در سال آینده است. در ادامه به تفصیل به آثار و نتایج این بند پرداخته شده است. سهم بخش درآمدهای مالیاتی در بودجه عمومی سال آینده به حدود ۴۰ درصد افزایش پیدا کرده است این درحالیست که در سال جاری سهم این بخش تنها در حدود ۲۵ درصد برنامه‌ریزی شده است. برخی از موارد مطرح شده به شرح زیر است:
 - حذف معافیت مالیاتی مناطق ویژه اقتصادی طبق بند (ش) تبصره (۶) لایحه بودجه ۱۴۰۱
 - رشد ۶۶٪ مالیات بر کالاها و خدمات نسبت به قانون بودجه ۱۴۰۰
 - رشد ۱۲۶۱٪ عوارض خروج مسافر از مرزهای کشور
 - رشد ۶۹٪ مالیات بر ارزش افزوده
 - حذف معافیت مالیاتی درآمد حاصل از صادرات کالاهای خام و نیمه خام (تعریف و فهرست مواد خام و نیمه خام مذکور به پیشنهاد مشترک وزارتخانه‌های امور اقتصادی و دارایی، صنعت، معدن و تجارت و اتاق بازرگانی، صنایع و معادن و کشاورزی ایران تهیه می‌شود و ظرف مدت سه ماه پس از تصویب این قانون به تصویب هیأت وزیران می‌رسد).
 - اخذ مالیات ۱ تا ۴ درصدی از خودروهای لوکس با ارزش بیش از ۱ میلیارد تومان
 - اخذ مالیات از خانه، باغ و ویلای با ارزش بیش از ۱۰ میلیارد تومان به صورت پلکانی (طبق گزارش وزارت راه و شهرسازی و سامانه‌های مالیاتی ۱۰ هزار واحد مسکونی لوکس در تهران و شهرهای پرجمعیت شناسایی شده که درآمد مالیاتی ۷۰۷ میلیارد تومانی از این محل در بودجه شناسایی می‌شود).
 - عدم اجرای حکم بند (ب) ماده ۱۴۵ قانون مالیات‌های مستقیم (معافیت مالیاتی سود سپرده) در خصوص اشخاص حقوقی در سال آینده طبق بند (ض) تبصره ۶ ماده واحد لایحه بودجه سال ۱۴۰۱
- البته در سمت مقابل دولت در بودجه مالیات بر درآمد شرکت‌های تولیدی را نیز با تخفیفی ۵٪ به ۲۰٪ رسانده است ولی هنگامی که این تخفیف را در کفه ترازو در مقابل موارد افزایشی قرار می‌دهیم، بخش افزایش وزن خیلی مهم‌تری دارد.

مالیات از سود سپرده‌های اشخاص حقوقی

مهم‌ترین تبصره وضع شده در مبحث مالیات، مربوط به بند (ض) در خصوص اخذ مالیات از سپرده اشخاص حقوقی است که شامل سود تمامی سپرده‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت می‌شود و در این مسیر تنها برخی ارکان بیمه‌ای معاف شده‌اند. صندوق‌های درآمد ثابت هر چند در حال رایزنی کماکان نیز مشمول این مالیات هستند؛ گرچه یک ابهام در مورد معافیت مالیاتی درآمد صندوق‌های درآمد ثابت وجود دارد ولی پیش فرض عدم معافیت درآمد بخش سپرده‌های صندوق‌های درآمد ثابت است و طبق مقررات این صندوق‌ها می‌توانند تا سقف ۴۰٪ از منابع خود را در سپرده بانکی سرمایه‌گذاری کنند. لازم به ذکر است که تقریباً تمام صندوق‌ها نیز دارای این بخش از سپرده در دارایی خود هستند و در مجموع اگر صندوق‌های درآمد ثابت از این بند معاف شوند عملاً به بی‌اثر شدن این بند بودجه منجر خواهد شد و عموماً سپرده‌ها به صندوق‌ها منتقل می‌شود. مجموع نقدینگی در میانه ۱۴۰۰ برابر با ۴,۰۶۸ همت بود که از این میزان در حدود ۱,۷۴۰ همت مجموع سپرده‌های بلندمدت موجود در سیستم بانکی است. طبق اعلام مرکز پژوهش‌های مجلس در حدود ۳۵ درصد سپرده‌های بلندمدت به میزان ۶۰۹ همت متعلق به اشخاص حقوقی است. با فرض میانگین نرخ سود سپرده ۲۰٪ و نرخ مالیات ۲۵٪، درآمد مالیاتی این حکم می‌تواند برابر با ۳۰ همت باشد ولی اثرات این تصمیم تک بعدی نخواهد بود.

اخذ مالیات از سود سپرده‌ها به مثابه آن است که برای بخشی از سپرده‌ها نرخ سود را کاهش یابد. در این بین چند اتفاق اصلی محتمل است:

- ۱- احتمالاً بخشی از منابع خصوصاً در صندوق‌ها از سپرده‌های بلند مدت خارج می‌شود و اوراق بدهی را انتخاب می‌کند. در این صورت علاوه بر ایجاد تقاضا برای انتشار اوراق جدید، احتمالاً بازده تا سررسید اوراق نیز کاهش داشته باشد.
- ۲- بخشی از منابع سپرده را به مقصد سایر دارایی‌ها مانند سهام ترک می‌کند و احتمالاً دارایی‌های دارای جریان نقدی معین برای بخشی از سپرده‌های حقوقی واجد شرایط مقایسه باشد.
- ۳- احتمالاً مقداری از منابع خصوصاً منابع شرکت‌های دولتی که حساسیت‌های کمتری نیز به بازدهی دارند، مالیات را می‌پذیرند و اقدام خاصی انجام نمی‌دهند.
- ۴- هر چند در ظاهر این قانون می‌تواند موجب کاهش ۱,۴٪ هزینه بانک‌ها از طریق افزایش سپرده‌های دیداری (بدون سود) و کوتاه مدت گردد ولی در عمل اتفاق شکل دیگر دارد. از آنجایی که تعداد زیادی بانک تحت فشار با تراز منفی داریم و از آنجا که منبع اصلی وام‌دهی بانک‌ها سپرده‌های بلند مدت هستند، بانک‌ها با خروج سپرده‌های بلند مدت حقوقی موافق نیستند و احتمالاً در مواردی اقدام به پیشنهاد سود بیشتر می‌کنند و اثر مالیات را به این شکل از بین می‌برند.

در کل ابعاد و اثرات این تصمیم مبهم است، از یک سو می‌تواند با کاهش نسبت شبه پول به پول باعث کاهش بهره بین بانکی شود، از سوی دیگر به هم ریختگی تراز بانک‌ها و افزایش تقاضا از ناحیه بانک‌های تحت فشار می‌تواند نرخ بهره بین بانکی را افزایش دهد. برای بررسی این اثر طی چند ماه آتی باید سه عدد اصلی YTM اوراق، نسبت شبه پول به پول و نرخ بهره بین بانکی را دنبال کرد.

حذف معافیت مالیاتی در آمد حاصل از صادرات کالاهای خام و نیمه خام

تفسیر ساده این بند یعنی دولت برای سود شرکت‌های صادراتی که عمده آن را شرکت‌های پتروشیمی و فولادی تشکیل می‌دهد، کمین کرده است. بخش ناگوار ماجرا آن است که تعریف و فهرست مواد خام و نیمه خام مذکور به پیشنهاد مشترک وزارتخانه‌های امور اقتصادی و دارایی، صنعت، معدن و تجارت و اتاق بازرگانی، صنایع و معادن و کشاورزی ایران تهیه می‌شود و این یعنی یک ابهام مهم به فضای سرمایه‌گذاری در بورس اضافه شده است. این در حالی است که بعد از مطرح شدن در کمیسیون، مواردی مانند اوره نیز به فهرست اضافه شدند. پس از بررسی‌ها مشخص شد شکل تعیین مصداق نیمه خام و خام ابتدا توجهی به اقتصادی بودن توسعه زنجیره و نیاز یا عدم نیاز داخل ندارد و موارد به شدت غیرکارشناسانه تعیین می‌شود. در مجموع این تصمیم از یک سو یک ریسک مهم سرمایه‌گذاری است و از سوی دیگر موجب فشار به صندوق‌های بازنشستگی به عنوان سهامداران اصلی این قبیل شرکت‌ها می‌شود و کمبود منابع در این صندوق‌ها خود اثرات مهمی بر بازار سرمایه و شبکه بانکی دارد.

بحث نرخ گاز و انرژی

در بودجه سال ۱۴۰۱، فرمول محاسبه نرخ گاز خوراک پتروشیمی‌ها مانند سال ۱۴۰۰، متشکل از میانگین چهار هاب گازی جهان به همراه میانگین وزنی گاز داخلی است. اما دولت قصد افزایش نرخ سوخت صنایع پالایشی، پتروشیمی، فلزی و صنایع پایین دستی را معادل با نرخ خوراک پتروشیمی‌ها در نظر دارد. طبق مصوبات اخیر کمیسیون تلفیق بودجه نتایج اصلاحات اعمال شده بدین صورت است که نرخ گاز سوخت پتروشیمی‌ها، پالایشگاه‌ها و مجتمع‌های احیای فولاد معادل ۴۰ درصد نرخ خوراک گاز با اعمال سقف ۵,۰۰۰ تومان باشد. نرخ گاز سوخت سیمانی‌ها و سایر صنایع نیز معادل ۱۰ درصد نرخ خوراک پتروشیمی‌ها تعیین شود.

با توجه به تنش سیاسی اروپا و روسیه و روند زیست محیطی اروپا، دو هاب TTF و NBP می‌توانند قیمت‌های بالاتری به نسبت میانگین تاریخی داشته باشند و این در حالی است که بحران انرژی و کمبود عرضه نفت نیز وجود دارد.

این نکته در بودجه نیز دو نکته در دل خود دارد؛ نخست آنکه انرژی ارزان مانند آنچه در قبل بود، دیگر نمی‌تواند مزیت صنایع و سرمایه‌گذاری باشد و دیگر آنکه با توجه به صنایع موجود در پورتفوی صندوق‌های بازنشستگی باز هم شوت محکم دولت در شکم این صندوق‌ها می‌خورد.

بودجه عمرانی

در بخش مصارف لایحه بودجه ۱۴۰۱، بودجه عمرانی با افزایش ۴۳ درصدی از ۱۷۶ همت به ۲۵۲ پیش‌بینی شده است. این بدان معناست که سهم بودجه عمرانی از مصارف عمومی لایحه سال آینده به ۱۸,۲ درصد رسیده و نشان‌دهنده رشد ۶ درصدی آن نسبت به سال ۱۴۰۰ است. طی سالیان گذشته همواره میزان تحقق بودجه‌های عمرانی ناچیز بوده به گونه‌ای که از ۵۶ درصد تجاوز نکرده است و بیش از ۷۶ هزار طرح نیمه تمام عمرانی در کشور وجود دارد. وضعیت زیرساختی کشور در مواردی مثل برق و گاز می‌گوید که این بخش از بودجه مانند گذشته جای عدم تخصیص ندارد و در صورت عدم تخصیص شاهد مشکلاتی خواهیم بود.

جمع‌بندی

در شماره فعلی نمی‌توان شکل دقیق و اثرات بودجه ۱۴۰۱ را پیش‌بینی کرد ولی در مجموع مفروضات و قالب آن به نسبت بودجه ۱۴۰۰ کمتر تورمی، واقع‌بینانه‌تر و با ایرادات کمتر ارزیابی می‌شود ولی چند بند مبهم و خطرناک در دل آن قرار دارد که هم ریسک فضای سرمایه‌گذاری است و هم می‌تواند اثرات پیچیده چند بعدی داشته باشد. در سمت دیگر این بودجه تصمیماتی آسیب‌زا برای صندوق‌های بازنشستگی دارد و بودجه عمرانی آن نیز ابداً متناسب با نیاز سرمایه‌گذاری کشور نیست، هر چند گویا قرار است قیمت جهانی نفت و بهبود فضای خارجی به کمک کشور بیاید.





Master

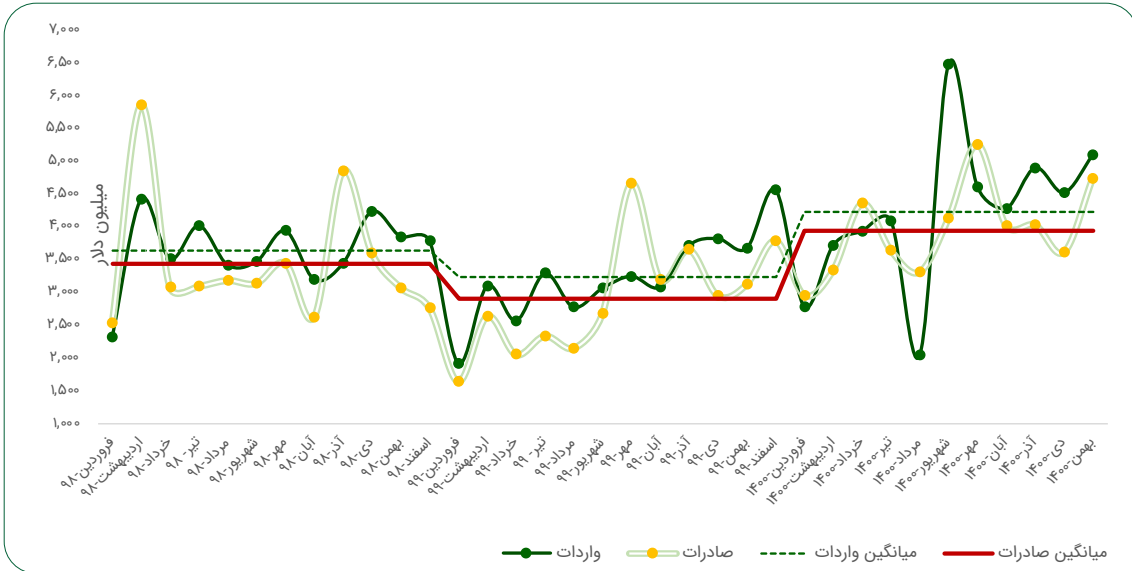
Master

Master

تجارت خارجی؛

گل به خودی‌های دولت

International Trade

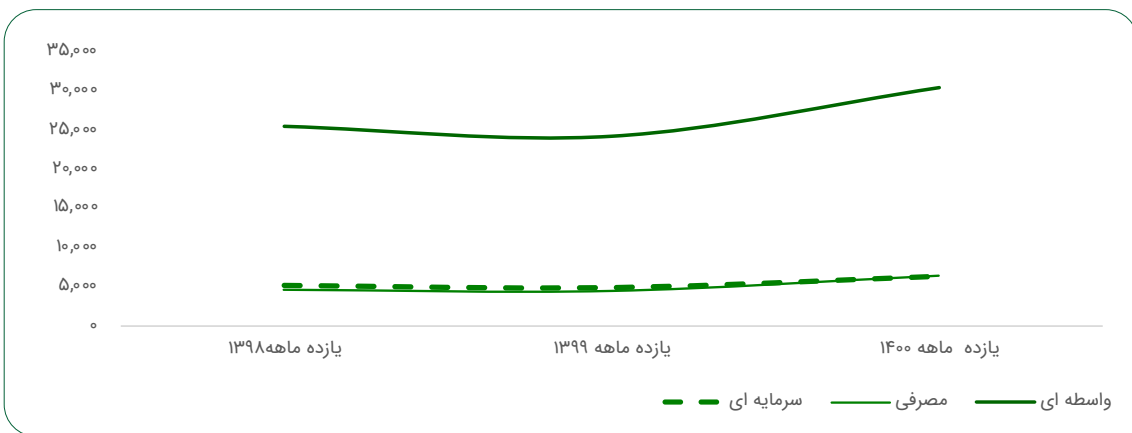


نمودار ۱: وضعیت صادرات و واردات کشور

بررسی وضعیت صادرات و واردات

در یازده ماه ابتدایی سال ۱۴۰۰ ارزش تجارت خارجی ایران حدود ۹۰ میلیارد دلار بوده است. نسبت به یازده ماه ابتدایی سال ۱۳۹۹ ارزش تجارت خارجی رشد ۳۷ درصدی داشته است که افزایش نرخ ارز نسبت به سال گذشته از دلایل اصلی آن است. در یازده ماه ابتدای سال ارزش واردات برابر ۴۶،۵۷۷ میلیون دلار و ارزش صادرات برابر ۴۳،۵۱۷ میلیون دلار است. این امر منجر به منفی شدن تراز تجاری به میزان ۳،۰۶۰ میلیون دلار شده است. لازم به ذکر است، عمده کسری تجاری در مربوط به واردات ۶ میلیارد دلاری شهریور ماه کشور است؛ علت این امر را گمرک ایران سرعت بالا در ترخیص کالاهای ضروری، ماشین‌آلات و اقلام واسطه‌ای تولید در شهریورماه را عامل افزایش واردات می‌داند. همچنین در نمودار فوق، کاهش صادرات از آبان ماه به وضوح مشخص است که از دلایل اصلی آن می‌توان به وضع مالیات بر صادرات شرکت‌های پتروشیمی، قطعی گاز و برق شرکت‌های معدنی و فولادی اشاره کرد. این موضوع موجب کاهش تولید این شرکت‌ها و در نهایت کاهش میزان صادرات شده است.

طی یازده ماه نخست سال ۱۴۰۰، بیشترین میزان صادرات کشور به چین به میزان ۱۲،۶۳۴ میلیون دلار با سهم ۲۹،۰۳ درصدی، عراق با ۸،۲۲۲ میلیون دلار، ترکیه با ۵،۶۰۷ میلیون دلار، امارات متحده عربی با ۴،۲۳۰ میلیون دلار و کشور افغانستان با ۱،۶۵۵ میلیون دلار بوده است. جزئیات آمارهای تجارت خارجی ایران نشان می‌دهد کالای گاز طبیعی مایع شده، متانول، پلی اتیلن، محصولات نیمه‌تمام آهنی، پروپان، اوره، بنزین، میله‌ها آهنی و کانداز از مهم‌ترین اقلام صادراتی کشور در ده ماهه نخست امسال هستند. از عمده کالاهای وارداتی نیز مربوط به تلفن همراه، ذرت، روغن آفتابگردان، کنجاله، گندم، دانه سویا، برنج، جو، شکر و روغن خام اشاره کرد.



نمودار ۲: آمار واردات دسته‌های گوناگون کالا

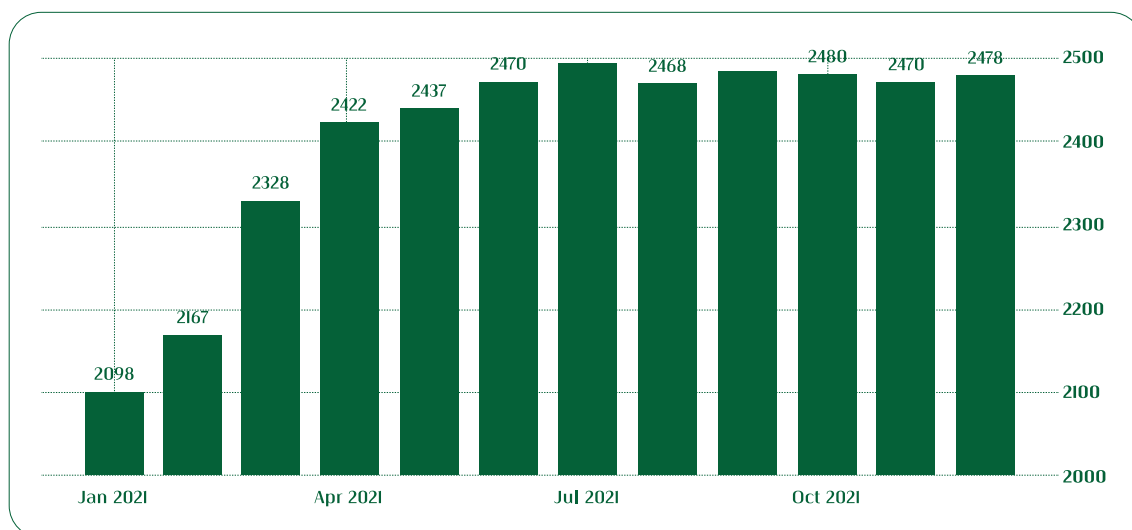
با توجه به نمودار بالا در یازده ماهه نخست سال ۱۴۰۰ میزان واردات کالاهای سرمایه‌ای، مصرفی و واسطه‌ای به ترتیب برابر با ۶,۳، ۶,۵ و ۳۰,۵ میلیارد دلار بوده است. همانطور که در نمودار فوق مشخص است با توجه به شیوع کرونا در سال ۱۳۹۹ میزان مصرف کالاهای واسطه‌ای کاهش قابل توجهی نیست به سال ۱۳۹۸ داشته است اما در ده ماه نخست امسال با تعدیل آثار ناشی از ویروس کرونا و واکسیناسون میزان مصرف کالاهای واسطه‌ای به سطوحی بالاتر از سال ۱۳۹۸ برگشته است.

ارز کالاهای اساسی

با توجه به این که در هفت ماهه سال جاری، ۹ میلیارد دلار ارز ترجیحی برای کالاهای اساسی تخصیص یافته است، با عنایت به قیمت‌های جهانی پیش‌بینی می‌شود تا پایان سال نیز با کسری ۸ میلیارد دلاری ارز برای تأمین کالاهای اساسی مواجه باشیم. کالاهایی که با ارز ترجیحی وارد می‌شود، محدود به هفت قلم شامل گندم، جو، دانه‌های روغنی، روغن خام، ذرت، کنجاله سویا و بخشی از دارو، تجهیزات و ملزومات پزشکی است. سازمان خواربار و کشاورزی ملل متحد (فائو) اعلام کرد قیمت جهانی مواد غذایی در سپتامبر تحت تأثیر رشد قیمت روغن‌های گیاهی و غلات برای دومین ماه متوالی افزایش یافت و به بالاترین رکورد در ۱۰ سال گذشته صعود کرده و افزایش ۳۰ درصدی به نسبت سال پیش را نیز نشان می‌دهد. بر اساس آنچه که از سوی مجلس و دولت مطرح شده بود، قرار بود کشور در نیمه دوم سال با ارز ۴۲۰۰ تومانی خداحافظی کند و اختصاص این ارز به واردات کالا با هدف جلوگیری از رانت و سوءاستفاده‌هایی که صورت گرفته، حذف شود. اما حضور دولت جدید، قیمت‌های بالای جهانی و حساسیت وضعیت معیشتی موجب شد این زخم کهنه حتی با حدود تخصیص ۱۰ میلیارد دلار بیشتر از مصوبه ۸ میلیاردی بودجه ادامه یابد. این در حالی است که به نظر می‌رسد دولت سیزدهم درصدد است در سال آینده پرونده یارانه ارزی را برای همیشه ببندد و واردات پنج قلم کالا شامل روغن خام، دانه‌های روغنی، کنجاله سویا، جو و ذرت در کنار دارو و گندم را با ارز نیمایی در دستور کار قرار دهد ولی باز هم این تصمیم سخت به راحتی مورد تأیید قرار نگرفت و پیچ و خم زیادی را برای حذف طی کرد. برای تأمین گندم نیز با توجه به لحاظ شدن منابع ریالی با قیمت خرید تضمینی ۹۵۰۰ تومان، قیمت نان همچنان به صورت یارانه‌ای ادامه خواهد یافت.

صادرات نفتی

مطابق با گزارش بلومبرگ، چین واردات نفت از ایران و ونزوئلا را در سال ۲۰۲۱ دو برابر کرد که بیشترین میزان واردات در سه سال گذشته است. موضوعی که واکنش آمریکا را در پی داشت. اما مقصد صادرات نفت ایران تنها چین نبوده؛ علاوه بر تقویت ارتباط ایران با کشورهای شرقی، افزایش همکاری‌های ایران با کشورهای عضو باشگاه تحریمی‌ها هم در این قضیه موثر بوده است. در این بین چشم پوشی عاقدانه آمریکا در میانه مذاکرات، بحران انرژی جهانی و همراهی ویژه چین پس از ارتقا مناسبات سیاسی دلایل اصلی قلمداد می‌شود. از سوی دیگر نیز مدیرعامل شرکت ملی نفت ایران مدعی است که میزان صادرات نفت ایران ۴۰ درصد افزایش پیدا کرده است. شرکت ملی نفت ایران با افزایش میزان صادرات و قیمت نفت موفق شد حتی بیش از تعهدی که داشت، بودجه کشور را تأمین کند. طبق گزارش اوپک ایران در ماه دسامبر روزانه ۲,۵ میلیون بشکه نفت تولید کرده است.



نمودار ۳: آمار تولید نفت ایران

سوآپ گازی

قرارداد سه جانبه سوآپ روز یکشنبه ۷ آذر (۲۸ نوامبر) در حاشیه اجلاس سازمان همکاری اقتصادی (اگو) امضا شد و ایران از آغاز سوآپ یک و نیم تا دو میلیارد مترمکعب گاز ترکمنستان به آذربایجان از طریق خاک خود خبر داد. طبق اعلام وزیر نفت، ایران می‌تواند با کسب درآمد از پنج درصد گاز ترانزیتی، نیاز انرژی خود در شمال را هم تأمین کند. بر اساس این توافق، ترکمنستان روزانه ۵ تا ۶ میلیون مترمکعب گاز به جمهوری آذربایجان می‌فروشد. این گاز از مسیر ایران به جمهوری آذربایجان ترانزیت خواهد شد. ایران گاز مصرفی مورد نیاز خود در پنج استان کشور را نیز از حق انتقال این گاز برداشت خواهد کرد. قرارداد امضا شده از اول دی‌ماه سال جاری بدون سقف زمانی اجرا می‌شود. همچنین طبق اظهارات وزیر نفت ایران علاوه بر سود و درآمد حاصله می‌تواند از این فرصت «برای کمک به پایداری شبکه گاز شمال کشور در فصل سرد سال» هم استفاده کند. از اثرات مثبت این قرارداد می‌توان به پایداری شبکه گاز ایران اشاره کرد، این قرارداد به تأمین سوخت زمستانی استان‌های خراسان رضوی، شمالی و جنوبی، گلستان و سمنان کمک می‌کند. از دیگر جنبه‌های بااهمیت این قرارداد، احیای رابطه با کشور ترکمنستان است. رابطه گازی ایران و ترکمنستان از سال ۷۵ با انعقاد یک قرارداد ۲۵ ساله شروع شد. واردات گاز از ترکمنستان به دلیل قیمت پایین گاز آن کشور نسبت به سایر کشورها به شدت به نفع ایران بود.



در صورت انجام توافق، پیش‌بینی می‌شود ایران روند رو به رشد صادرات نفتی خود را ادامه دهد. لازم به ذکر است مطابق آمارهای وزارت نفت، ایران پیش از برجام 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، ایران روزانه تا ۴,۸ میلیون بشکه نفت و میعانات گازی تولید کرده است که در حدود سه میلیون بشکه آن صادر شده که با ارقام تولیدی و صادراتی حال حاضر اختلاف زیادی دارد. با توجه به روی کار آمدن دولت بایدن و در صورت ایجاد توافق ایران بتواند تا پایان سال ۲۰۲۲ به به میزانی از سطوح تولید و صادرات نفتی در سال ۲۰۱۸ برسد. دلیل عدم امکان بازگشت سریع تولید کشور به سطوح قبل تحریم را باید در صحبت‌های مدیرعامل شرکت ملی نفت ایران جست و جو کرد که با توجه به نیاز صنعت نفت به ۱۶۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری، اگر بخواهیم تولید نفت خام را به ۵ میلیون و ۷۰۰ هزار بشکه در روز برسانیم، تقریباً به ۹۰ میلیارد دلار منابع مالی نیاز داریم و اگر بخواهیم ظرفیت تولید روزانه گاز را از یک میلیارد مترمکعب به یک میلیارد و ۵۰۰ میلیون مترمکعب متناسب با نیاز کشور تا سال ۱۴۰۴ برسانیم، باید ۷۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری کنیم ولی در مجموع بعد از بحران اوکراین، بازار جهانی نفت به شدت تشنه است و افزایش فروش نفت کشور می‌تواند بسیار سریع اتفاق بیافتد.

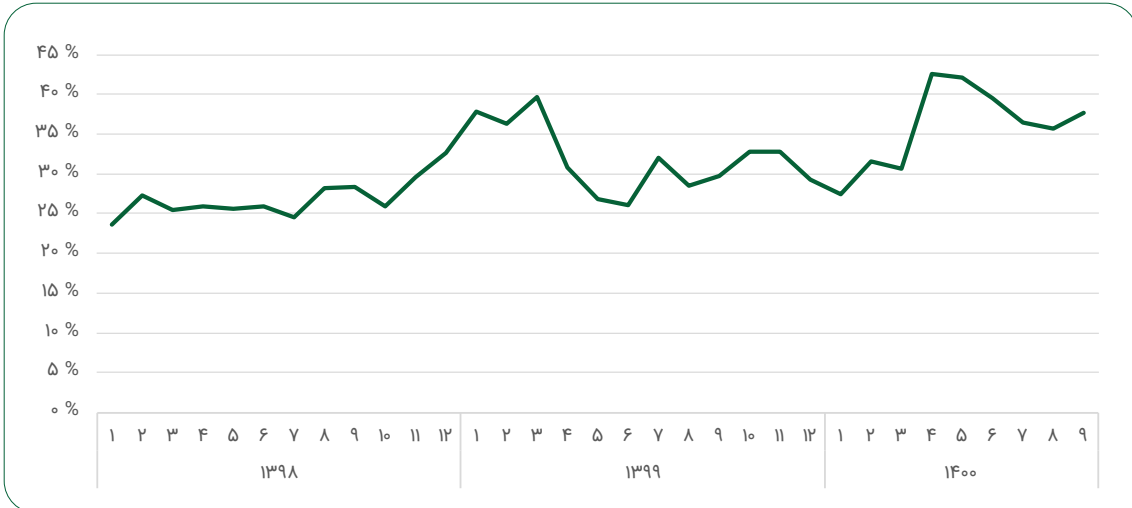


چشم انداز رشد پایه پولی و نقدینگی؛

فعالیت دوباره چاپخانه دولت

Mo
ne
tary
Growth

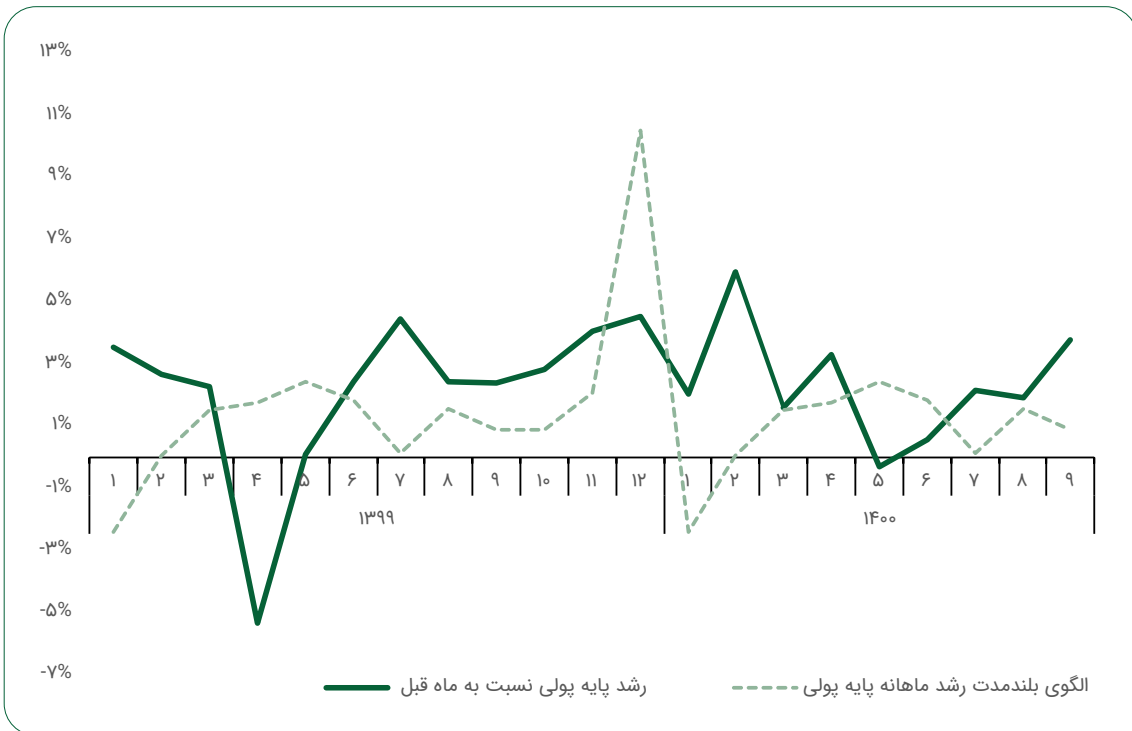




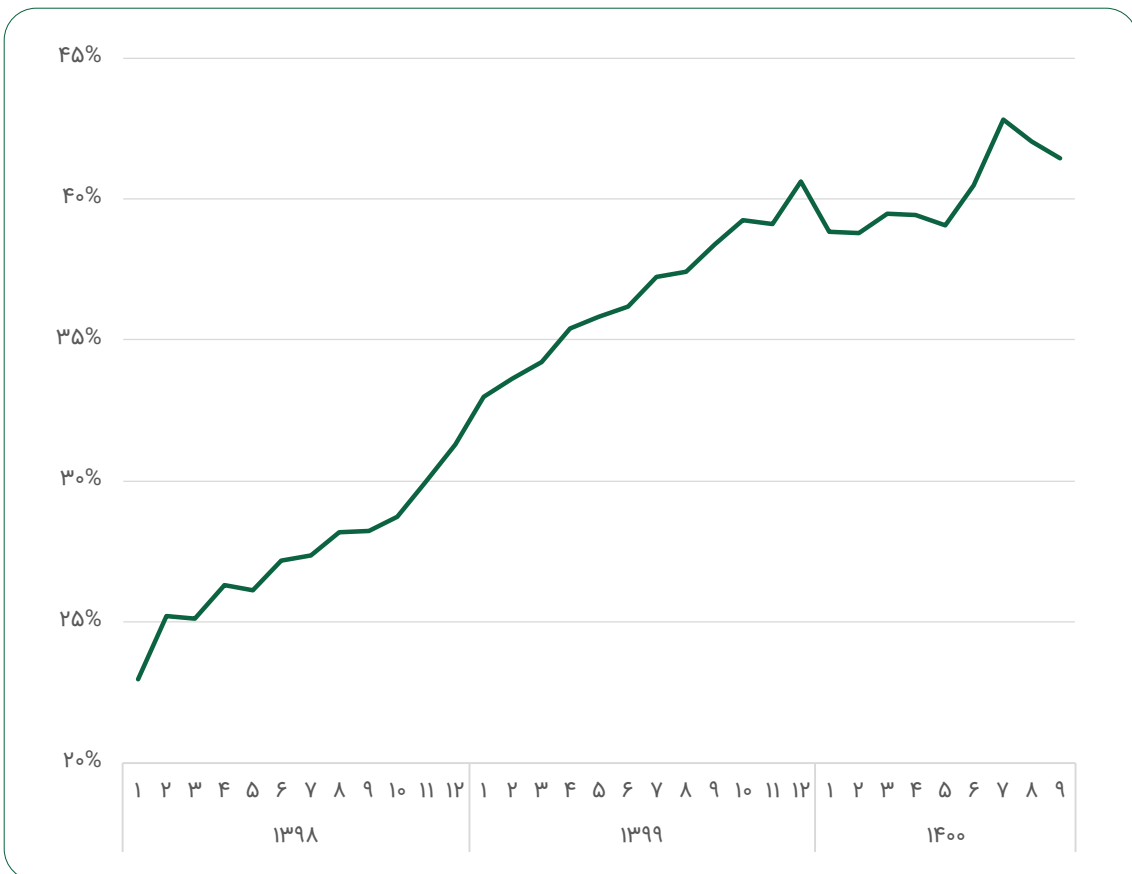
نمودار ۴: نرخ رشد نقطه به نقطه پایه پولی

په دنبال اجرای تحریم‌های اقتصادی و کاهش فروش نفت، پایه پولی کشور به دلیل تأمین کسری بودجه دولت رو به افزایش گذاشت. به طوری که، از ابتدای سال ۱۳۹۸ تا آذر ۱۴۰۰ رشدهای بیش از ۲۵ درصد را تجربه کرده است. در آذر ۱۴۰۰، پایه پولی کشور به ۵۶۱ هزار میلیارد تومان رسید و نسبت به ماه مشابه سال قبل رشدی معادل ۳۷٫۶ درصد را تجربه کرد.

در مقاطع مختلف دوره مذکور اگرچه رشد پایه پولی در اجزای مختلف آن رخ داده است، همواره ریشه اصلی کسری بودجه دولت بوده است که به شکل مستقیم و غیرمستقیم راه به ترازنامه بانک مرکزی پیدا کرده است و بسته به نحوه تأمین این کسری، منجر به رشد در اجزای مختلف پایه پولی شده است. به طور مشخص مهم‌ترین عامل رشد پایه پولی در سال جاری تأمین ارز مورد نیاز برای واردات کالای اساسی بوده است. این در حالی است که در چند ماه اخیر انجام سنگین عملیات ریپو توسط بانک مرکزی عامل مسلط در رشد پایه پولی است.



نمودار ۵: نرخ رشد ماهانه پایه پولی



نمودار ۶: نرخ رشد نقطه به نقطه نقدینگی

در نه ماه نخست سال ۱۴۰۰، جز در ماه‌های مرداد و شهریور، نرخ رشد ماهانه پایه پولی بیش از نرخ رشد متناظر الگوی بلندمدت بوده است. رشد پایه پولی در شش ماه ابتدایی سال عمدتاً به دلیل استفاده از وجوه مربوط به تنخواه گردان خزانه و افزایش سقف مجاز استفاده از آن (از ۳ درصد به ۴ درصد بر اساس مصوبه ۱۴۰۰، ۳، ۲۶ هیات وزیران) و همچنین پرداخت ۲ هزار میلیارد تومان تنخواه به سازمان هدفمندسازی یارانه‌ها به منظور پرداخت به شرکت مادر تخصصی بازرگانی دولتی ایران برای خرید تضمینی گندم بوده است. شایان ذکر است، بانک مرکزی با ابزار توافق بازخرید معکوس بخشی از آثار انبساط پولی مذکور را خنثی کرده است.

در سه ماه سوم سال ۱۴۰۰، عمده رشد پایه پولی به دلیل انجام عملیات ریپو در بازار بین بانکی رخ داده است. با افزایش نرخ سود در بازار بین بانکی در دوره مذکور، بانک مرکزی با تزریق نقدینگی در بازار بین بانکی از طریق عملیات ریپو تلاش کرد که مانع از افزایش شدید نرخ سود در بازار بین بانکی گردد. در بحث نرخ رشد نقدینگی نیز به تبع افزایش رشد پایه پولی افزایش از محدوده ۲۰ درصد در انتهای سال ۱۳۹۷ به محدوده ۴۰ درصد در انتهای سال ۱۳۹۹ مشاهده می‌شود. در نه ماه نخست سال ۱۴۰۰، نرخ رشد نقدینگی در محدوده ۴۰ درصد تثبیت شده است. بر اساس آخرین آمار منتشره در آذر ماه نرخ رشد نقطه به نقطه نقدینگی معادل ۴۱،۴ درصد بوده است که کماکان نشان از رشد شدید نقدینگی در کشور دارد.

چشم انداز بخش پولی

به نظر در سال ۱۴۰۰ با توجه به کسری بودجه دولت کماکان شاهد رشد نقدینگی مطابق با روند غیرعادی سالیان تحریمی باشیم و این در حالی است که در نه ماه نخست سال ۱۴۰۰، با وجود نوسان در رشد پایه پولی متوسط رشد نقطه به نقطه آن حدود ۳۶ درصد بوده است، اما برای سال ۱۴۰۱ با توجه به آنچه در بخش بودجه گفته شد، این انتظار وجود دارد تا این شکل از رشد نقدینگی کنترل شود و سیاست دولت در کنترل تورم در این حوزه خود را نشان دهد. این بدان معنی است که در صورت رفع تحریم‌ها رشد نقدینگی کشور توانایی رسیدن به الگوی بلند مدت خود در محدوده ۲۰ درصد بازگردد ولی کاهش‌های بیش از این ریشه در برخی مشکلات ساختاری نظام پولی و بانکی کشور دارد و بحث صرفاً بر سر اثر تحریمی نیست.



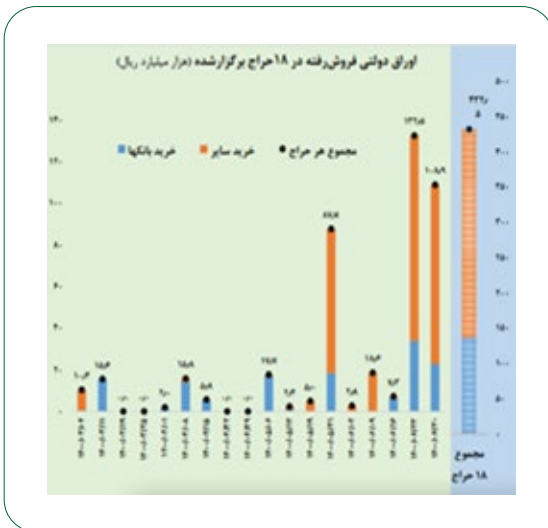
نرخ سود؛

خط ترمزهای بانک مرکزی

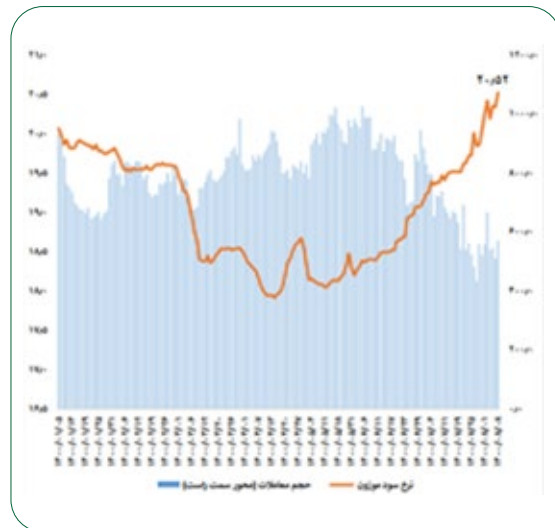
**Interest
Rate**



با راهاندازی عملیات بازار باز در سال ۱۳۹۹ بخش اعظمی از نیاز به نقدینگی کوتاهمدت بانکها از این طریق تأمین شده است. بانک مرکزی از طریق این ابزار توانست در ماههای انتهایی سال ۱۳۹۹ نرخ سود بازار بین بانکی را در محدوده ۲۰ درصد تثبیت کند که این وضعیت تا اواخر اردیبهشت ۱۴۰۰ تداوم داشت. با افزایش عرضه منابع در بازار بین بانکی، در ماههای خرداد، تیر و اوایل مرداد (به دلیل کاهش تسهیلاتدهی بانکها) نرخ سود در این بازار روند نزولی پیدا کرد و تا ۱۸,۳ درصد کاهش یافت. با شدت گرفتن عرضه اوراق دولت از مردادماه، ضمن فشار بر نرخ بازده اوراق، ذخایر آزاد بانکها نیز در بازار بین بانکی کاهش یافت و نرخ سود بازار بین بانکی روند صعودی پیدا کرد. این موضوع همچنین سبب شد تا اضافه برداشت بانکها در مهرماه افزایش پیدا کند. شایان ذکر است، افزایش تسهیلاتدهی بانکهای خصوصی از اواسط سال جاری نیز نقش به‌سزایی در این اتفاق داشته است.

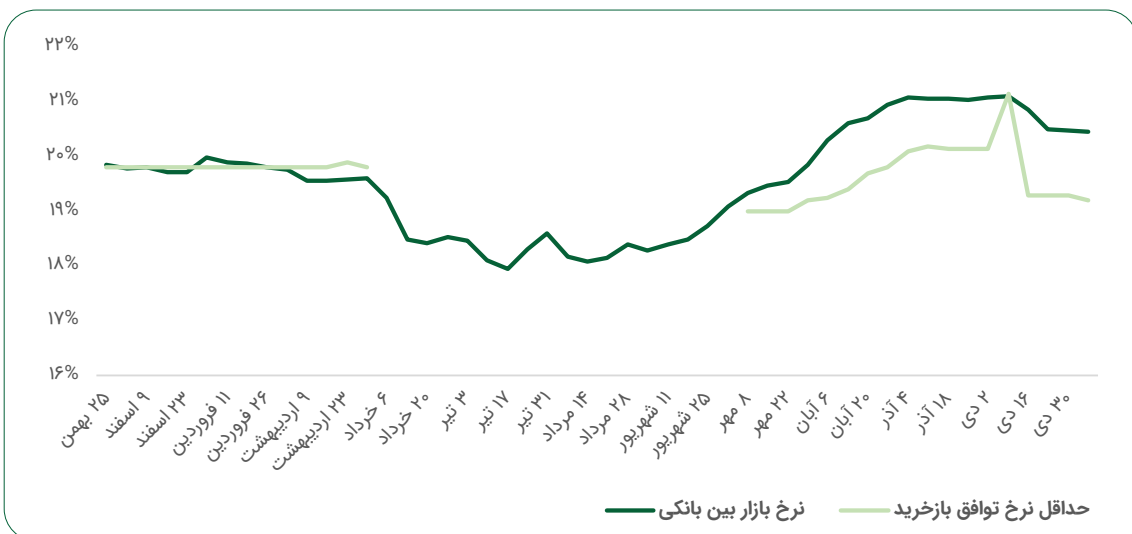


نمودار ۸: اوراق دولتی فروش رفته در حراج



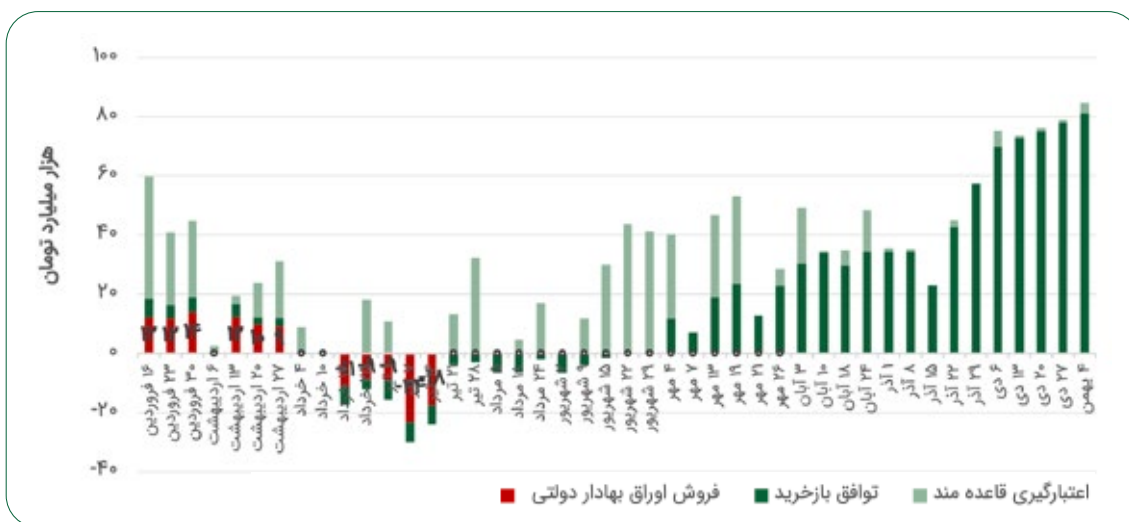
نمودار ۷: حجم معاملات و نرخ سود در بازار بین بانکی

روند افزایشی نرخ سود بازار بین بانکی تا آذر ماه ادامه داشته است و به محدوده ۲۱,۱ درصد رسید. در دی ماه با افزایش تزریق نقدینگی در بازار بین بانکی، بانک مرکزی توانست نرخ سود این بازار را به زیر ۲۰ درصد برساند و در محدوده ۱۹,۳ درصد تثبیت کند.



نمودار ۹: نرخ سود بازار بین بانکی و حداقل نرخ توافق با خرید

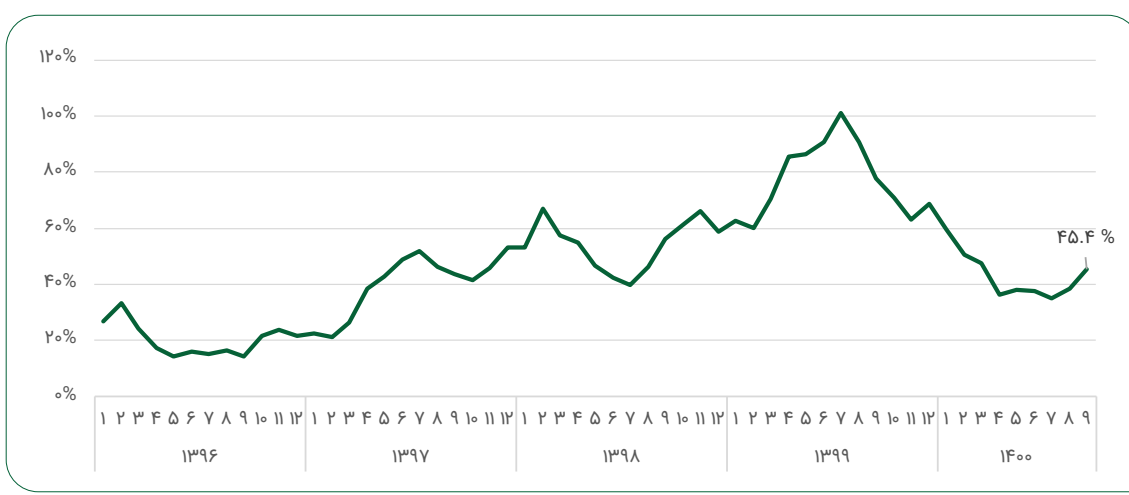
با توجه به روند کاهنده حجم معاملات روزانه بازار بین بانکی که در پی کاهش منابع در دسترس بانکها (ناشی از شکاف میان جریان درآمدی و هزینه‌ای دولت و در نتیجه ناترازی ذخایر بانکها) از شهریور آغاز شده بود، بانک مرکزی در راستای حمایت از دالان نرخ سود و همچنین جلوگیری از افزایش بی‌رویه نرخ سود بازار، اقدام به انجام عملیات بازار باز در راستای تأمین نقدینگی مورد نیاز بانکها کرد. ذکر این نکته ضروری است که هر چند عملیات مذکور با توجه به وثیقه‌محور بودن آن از انضباط بیشتری برخوردار است، لیکن کماکان واجد اثرات پولی (از طریق افزایش خالص سایر اقلام دارایی‌ها و بدهی‌های بانک مرکزی در پایه پولی) است.



نمودار ۱۰: حجم عملیات بازار باز به تفکیک ابزارهای مختلف

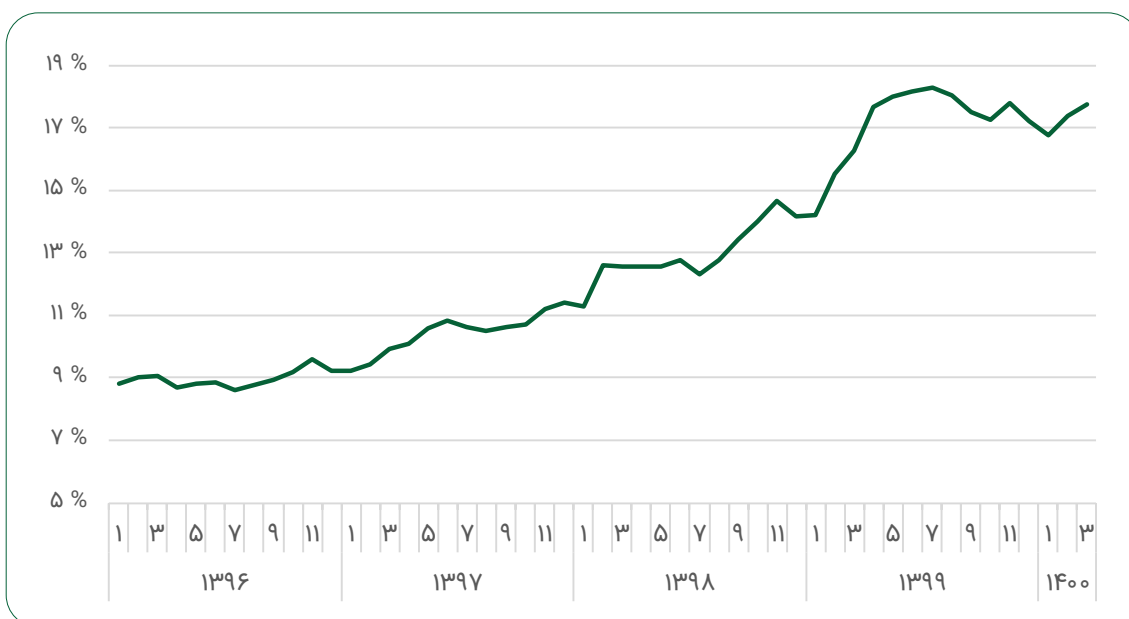
نرخ سود سپرده

در سال ۱۳۹۹، بازدهی در بازارهای دارایی به شدت افزایش یافت. این موضوع سبب شد تا ترکیب سپرده‌های بانکی به نفع سپرده‌های دیداری تغییر کند و نرخ رشد نقطه به نقطه سپرده‌های دیداری از متوسط رشد بلندمدت خود (۱۹ درصد) به شدت فاصله گرفت و ارقام کم‌سابقه‌ای را تجربه کرد، به طوری که در مهر ۱۳۹۹ با ثبت نرخ رشد نقطه به نقطه ۱۰۱ درصد بالاترین رشد تاریخی خود را به ثبت رساند. با این حال، از آبان و به دنبال پیروزی بایدن در انتخابات آمریکا آرامشی نسبی بر بازارهای دارایی حاکم شد. این موضوع سبب شد تا نرخ رشد سپرده‌های دیداری کاهش یابد و در مرداد ۱۴۰۰ به ۳۷٫۶ درصد برسد. پس از این مقطع با طولانی شدن روند مذاکرات، انتظارات تورمی بار دیگر شعله‌ور شد و رشد سپرده‌های دیداری رو به افزایش گذاشت و در آذر ماه ۴۵٫۴ درصد افزایش یافت.



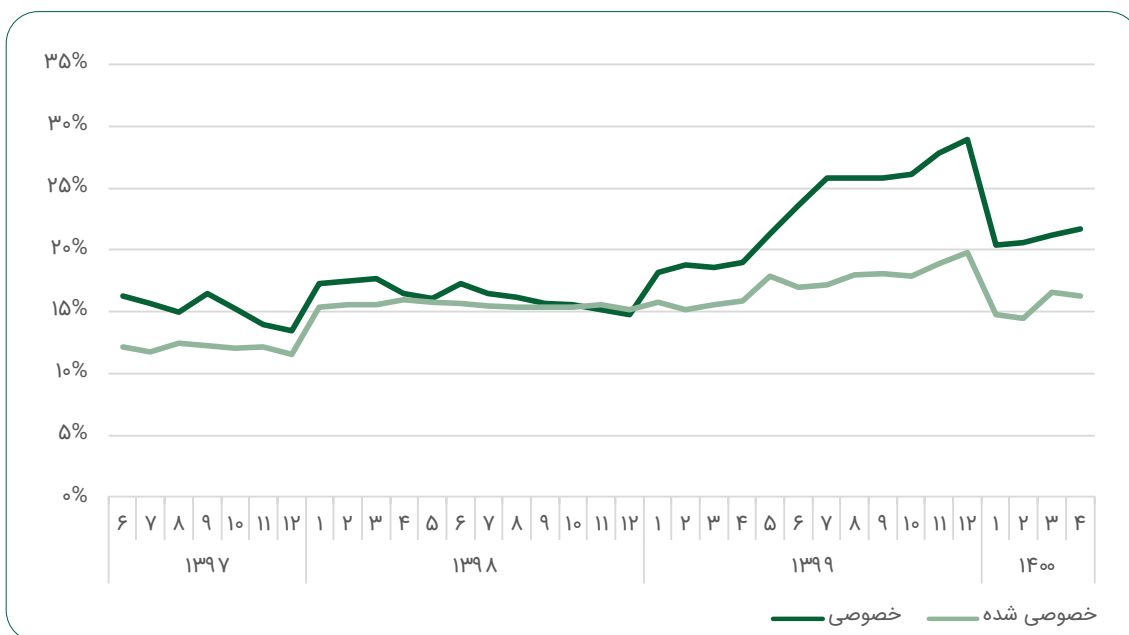
نمودار ۱۱: رشد نقطه به نقطه سپرده‌های دیداری

در آذر ماه سهم سپرده‌های دیداری از کل سپرده‌های بانکی ۱۷,۵ درصد بوده است که نسبت به پایان سال قبل ۰,۸ واحد درصد افزایش یافته است. به نظر با کاهش انتظارات تورمی مجدداً افزایش سهم سپرده‌های بلندمدت مشاهده شود.



نمودار ۱۲: سهم سپرده‌های دیداری

بررسی نرخ سود سپرده در بانک‌های خصوصی و خصوصی‌شده نشان می‌دهد که تا تیر ماه نرخ سود با شیب ملایم در حال افزایش بوده است.



نمودار ۱۳: 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 فشارهای دولت برای تسهیلات‌دهی توسط بانک‌ها و کمبود منابعی که در بانک‌ها خصوصاً بانک‌های خصوصی مشاهده می‌شود، کاهش سود بانکی را از ذهن دور می‌کند. در سمت دیگر نیز ریپوی سنگین بانک مرکزی نشان می‌دهد که این نهاد به بالا رفتن بیش از اندازه نرخ‌ها حساس است.



رشد اقتصادی؛

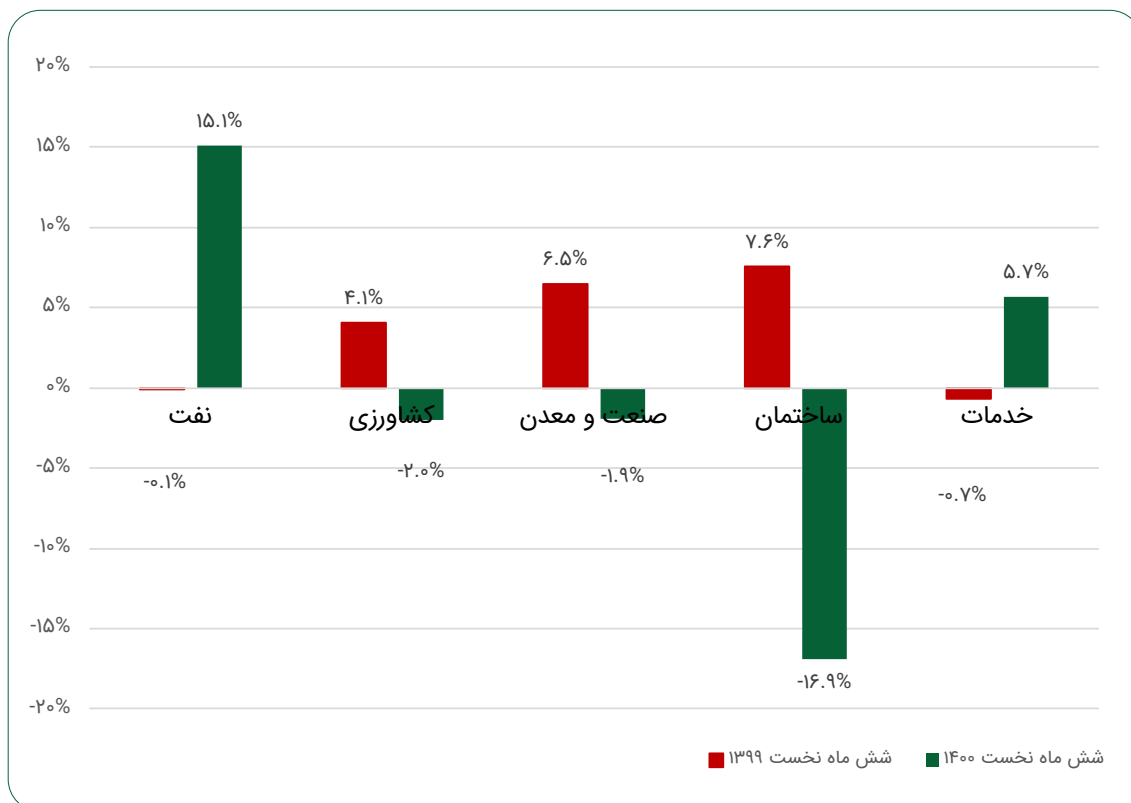
کمی بهتر ولی ناکافی

Eco
nomic
Growth



تولید ناخالص داخلی کشور به قیمت پایه و قیمت‌های ثابت سال ۱۳۹۵ از ۷۲۹ هزار میلیارد تومان در شش ماه نخست سال ۱۳۹۹ به ۷۵۳ هزار میلیارد تومان در نیمه نخست سال ۱۴۰۰ افزایش یافت و گویای نرخ رشد تولید ناخالص داخلی به میزان ۳,۳ درصد طی دوره مذکور می‌باشد.

در دوره مذکور، بخش «صنعت و معدن» کاهش معادل ۱,۹ درصد را تجربه کرد. ارزش افزوده بخش کشاورزی متأثر از شرایط خشکسالی و کاهش تولید محصولات زراعی با کاهش ۲ درصدی روبرو شد. افزایش هزینه ساخت مسکن، کند شدن رشد قیمت مسکن و کاهش تقاضا سبب شد بخش «ساخت‌مان» کاهش معادل ۱۶,۹ درصد کاهشی را تجربه کند. بخش «نفت» و «خدمات» از افزایشی به ترتیب معادل ۱۵,۱ درصد و ۵,۷ درصد برخوردار بوده‌اند. رشد ۵,۷ درصدی بخش خدمات در شش ماه نخست سال ۱۴۰۰ و در شرایطی که ارزش افزوده این گروه در نیمه اول سال ۱۳۹۹ متأثر از پیامدهای شیوع بیماری کرونا با کاهش ۰,۷ درصدی مواجه شده بود، حاکی از بازیابی این بخش از اقتصاد از تبعات منفی شیوع ویروس کرونا است.



● نمودار ۱۴: نرخ رشد ارزش افزوده بخش‌های مختلف اقتصادی

پیش‌بینی می‌شود رشد اقتصاد ایران در سال ۱۴۰۰ همانند سال قبل مثبت باشد. در سال ۱۳۹۹، به رغم تداوم شرایط تحریمی و شیوع بیماری کرونا، رشد اقتصادی کشور توانست رقم ۲,۹ را ثبت کند. انتظار بر این است در سال ۱۴۰۰ رشد اقتصادی کشور مثبت اما کمتر از رشد سال ۱۳۰۰ باشد و رشدی بین ۲ درصد تا ۲,۵ درصد مورد انتظار است.

. با توجه به شرایط خشکسالی کشور، ارزش افزوده بخش کشاورزی در سال ۱۴۰۰ منفی و رقمی در حدود ۲ درصد برآورد می‌شود.

. انتظار می‌رود ارزش افزوده بخش نفت و گاز رشدی حدودی ۱۰ درصد نسبت به سال قبل را تجربه کند.

. با توجه به انجام واکسیناسیون و کنترل همه‌گیری ویروس کرونا انتظار بر این است، بخش خدمات رشد مثبتی را تجربه کند. در صورتی که ارزش افزوده فعالیت‌هایی که به دلیل شیوع کرونا با افت روبرو شده‌اند به سطح قبل از شیوع ویروس برگردد، این بخش رشدی در حدود ۳ درصد را تجربه خواهد کرد.

. رشد ارزش افزوده ساختمان در نیمه نخست سال ۱۴۰۰ منفی و در نیمه دوم آن مثبت پیش‌بینی می‌شود. با توجه به رشد منفی بالای این بخش در فصل اول سال، انتظار می‌رود رشد این بخش در سال ۱۴۰۰ منفی باشد.

. انتظار می‌رود ارزش افزوده گروه صنایع و معدن (به قیمت ثابت سال ۱۳۹۵) در سال ۱۴۰۰ معادل سطح آن در سال ۱۳۹۹ باشد. به طور خاص، ارزش افزوده صنعت (ساخت) نسبت به سال ۱۳۹۹ کاهش خواهد یافت. ارزش افزوده صنعت در سال ۱۳۹۹ رشد ۸ درصدی را نسبت به سال قبل تجربه کرد؛ این رشد به مدد وجود ظرفیت‌های خالی در بخش صنعت میسر شد و تداوم وضعیت مذکور دور از انتظار است.

چشم‌انداز رشد اقتصادی ۱۴۰۱

در سال آینده وضعیت رشد اقتصادی به شدت گره خورده به وضعیت تحریم‌هاست. در صورتی که شاهد گشایش خارجی باشیم جای افزایش رشد اقتصادی از ناحیه نفت و گاز وجود دارد. از سوی دیگر با توجه به وضعیت منفی بخش ساخت و ساز در سال ۱۴۰۰، وجود منابع در دست دولت و اجرای نهضت ملی مسکن می‌تواند سهم این بخش را مثبت کند ولی کم و کیف این رشد، نیازمند گذشت زمان و بررسی اثر موارد در دنیای واقعیت است.



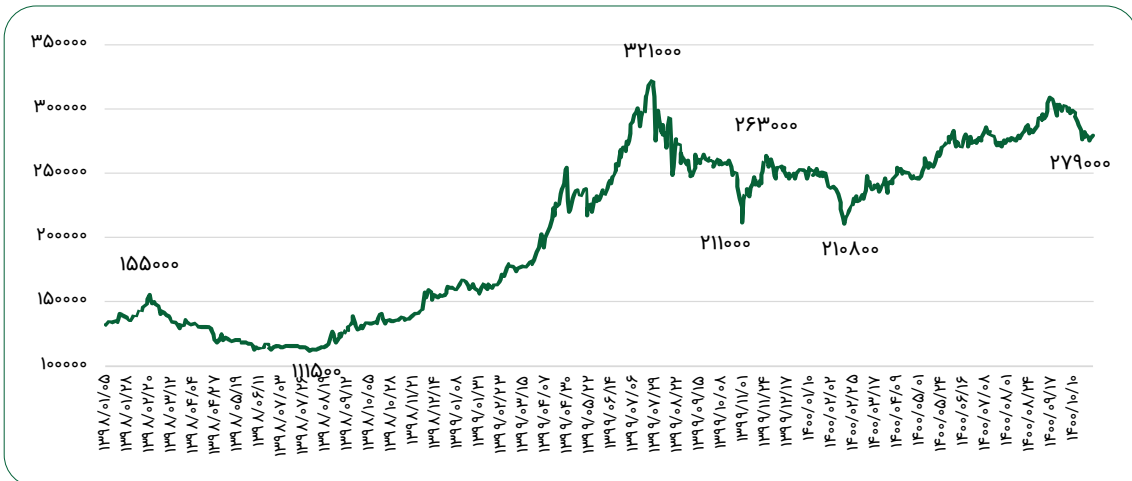


نرخ ارز؛

اخبار مثبت از وین با طعم نفت

Exchange Rate

از آبان ۱۳۹۹ و پس از انتخابات ریاست جمهوری آمریکا، نرخ ارز رو به کاهش گذاشت که این وضعیت تا اردیبهشت ۱۴۰۰ ادامه پیدا کرد^۱. روند افزایشی نرخ ارز تا آذر ۱۴۰۰ تداوم یافت. تعویق مذاکرات بازگشت به برجام تا زمان آغاز به کار دولت جدید در ایران و ابهام در خصوص فرجام این مذاکرات، رشد شدید کل‌های پولی در ماه‌های نخست ۱۴۰۰، کسری بودجه بالای دولت و انتظارات تورمی شکل‌گرفته از این محل، تداوم و تشدید خروج سرمایه، رشد قابل توجه واردات در سال ۱۴۰۰ بر اساس آمار تخصیص و تأمین ارز و نیز عملکرد تجارت خارجی کشور در ماه‌های سپری‌شده از ۱۴۰۰ از دلایل اصلی فشار بر نرخ ارز در جهت افزایش بودند. در دی ماه نرخ ارز پس از هفت ماه رشد متوالی و ثبت بازدهی بیش از ۳۲ درصدی در این مدت، سرانجام کاهش پیدا کرد و با ۳٫۵ درصد افت نسبت به ماه قبل رقم ۲۷ هزار و ۹۰۰ تومان را ثبت کرد.



● نمودار ۱۵: نرخ ارز در بازار آزاد (ریال برای هر دلار)

بازار ارز همچنان تحت تأثیر تحولات و اخبار سیاسی و به‌ویژه وقایع پیرامون مذاکرات برجامی قرار دارد. پیشرفت‌های های به دست آمده در ادامه مذاکرات برجامی شامل توافق برای بازگشت به متن تهیه‌شده در ۶ ژوئن (با لحاظ برخی از نظرات دولت جدید ایران)، سفر هیأت کره جنوبی به وین و مذاکرات درباره آزادسازی دارایی‌های مسدود شده ایران در این کشور، اذعان وزرای خارجه کشورهای غربی در خصوص دستیابی به برخی پیشرفت‌ها در مذاکرات صورت گرفته و نیز انتشار اخباری در خصوص گشایش‌های جدی در صادرات نفتی از دلایل اصلی کاهش نرخ ارز در دی‌ماه بودند.



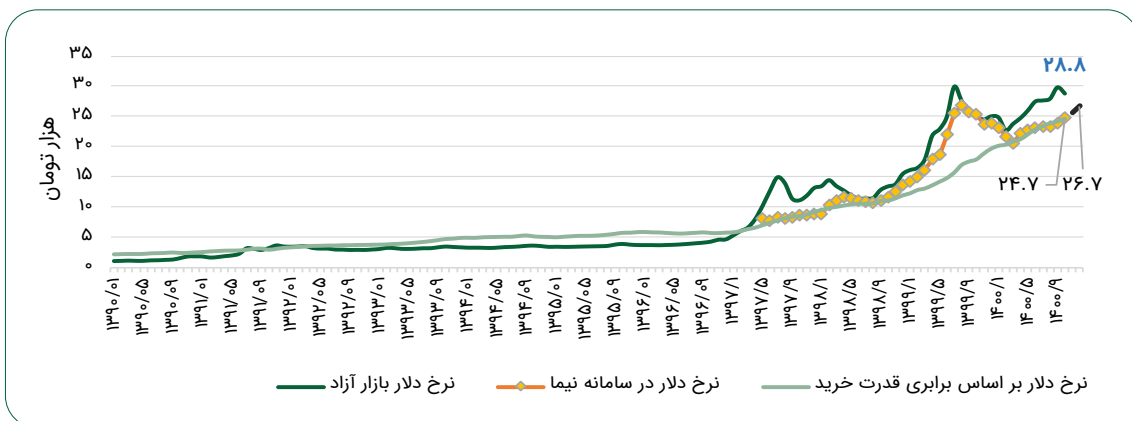
● نمودار ۱۶: نرخ دلار بازار آزاد و نرخ دلار مستتر در سکه بهار آزادی

۱. تنها در اسفند ۱۳۹۹، میانگین نرخ دلار در بازار آزاد به میزان ۲ درصد رشد کرد.

میانگین قیمت هر گرم طلا و هر قطعه سکه بهار آزادی در دی ماه، تحت تأثیر کاهش نرخ ارز و علی‌رغم رشد قیمت طلا در بازارهای جهانی، به ترتیب به میزان ۲,۳ درصد و ۲,۴ درصد کاهش یافت. بدین ترتیب در انتهای دی ماه، حباب قیمت سکه طلا نسبت به ارزش ذاتی آن، به صفر درصد رسید. این در حالی است که میانگین شکاف مذکور در بلندمدت در حدود ۴ درصد است.

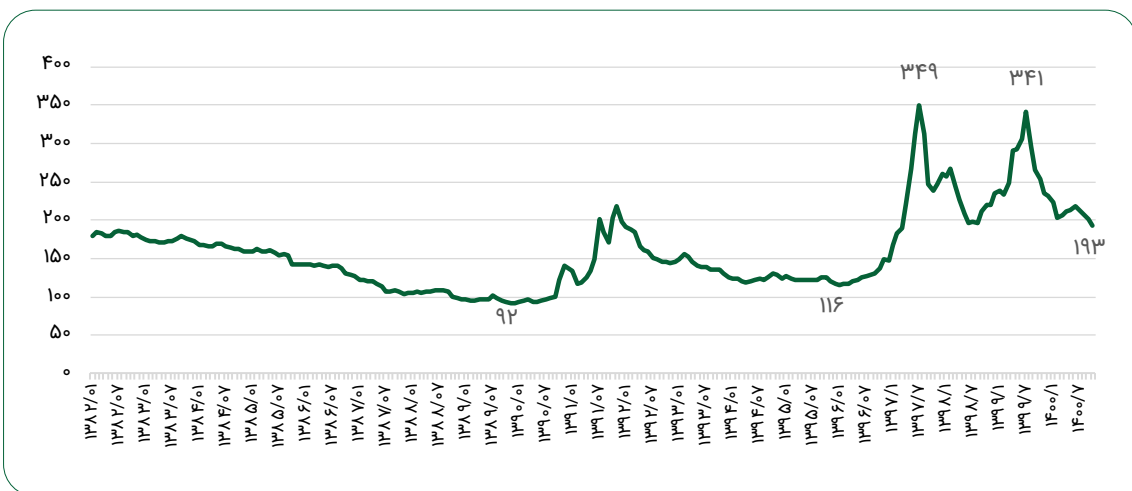
نرخ دلار بر اساس برابری قدرت خرید

نرخ ارز بر اساس برابری قدرت خرید که با استفاده از تورم موزون کشورهای جهان را در اختیار دارند محاسبه شده، در نمودار آمده است. بر این اساس، نرخ ارز برابری قدرت خرید در دی ماه ۱۴۰۰ در حدود ۲۴ هزار و ۷۰۰ تومان برای هر دلار قرار گرفته است و در صورت تداوم روند کنونی نرخ‌های تورم ماهانه، این عدد در اسفندماه به حدود ۲۶ هزار و ۷۰۰ تومان می‌رسد. لازم به ذکر است که میانگین نرخ دلار در بازار نیما در این ماه، در حدود ۲۴ هزار و ۷۰۰ تومان بوده است که برابر با نرخ دلار بر اساس برابری قدرت خرید بوده است.



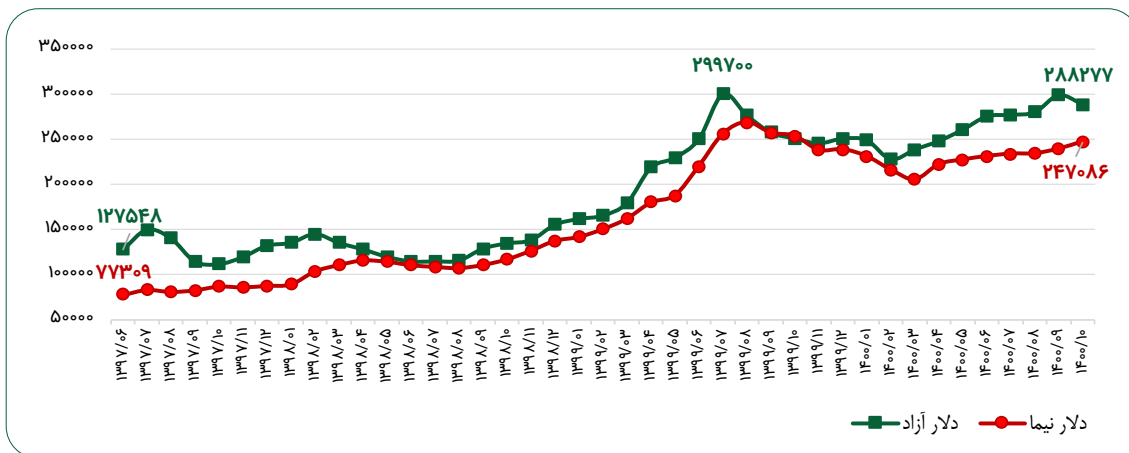
نمودار ۱۷: نرخ ارز بر اساس برابری قدرت خرید (ماهانه)

همان‌گونه که در نمودار ۱۸ قابل مشاهده است، با وجود رشد ۲۷ درصدی میانگین ماهانه نرخ دلار از اردیبهشت تا دی ۱۴۰۰، نرخ ارز موثر حقیقی در این مدت در حدود ۵ درصد کاهش یافته است. نرخ ارز موثر حقیقی، اکنون در پایین‌ترین سطح پس از خرداد ۱۳۹۷ قرار دارد که بیانگر کاهش قدرت رقابت صادرکنندگان ایرانی در بازارهای جهانی، علی‌رغم رشد اسمی نرخ دلار در بازار آزاد است. این در حالی است که اگر نرخ دلار در سامانه نیما را ملاک قرار دهیم، این افت شدیدتر نیز خواهد بود.



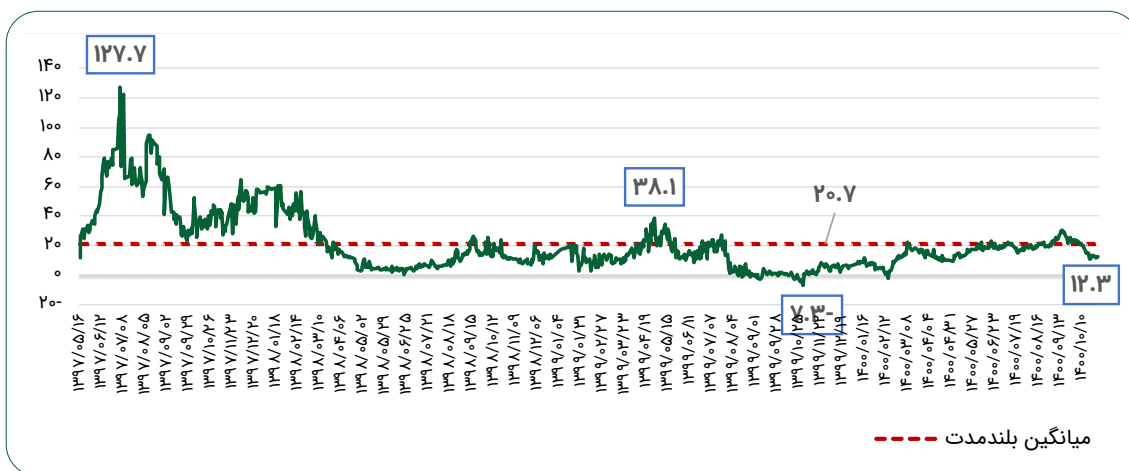
نمودار ۱۸: نرخ ارز موثر حقیقی بر پایه سال ۱۰۰=۲۰۱۰

بازار نیما



نمودار ۱۹: میانگین ماهانه نرخ ارز در بازار آزاد و نیما (ریال برای هر دلار)


در دی ماه، میانگین نرخ ارز در سامانه نیما برای هفتمین ماه متوالی با رشد مثبت همراه بود. میانگین نرخ دلار در سامانه نیما در این ماه، ۳،۴ درصد رشد کرد که بالاترین نرخ رشد در ۶ ماه اخیر بوده است. بدین ترتیب، نرخ دلار در سامانه نیما که برای ۴ ماه در کانال ۲۳ هزار تومان قرار داشت، در این ماه تا آستانه ۲۵ هزار تومان رشد کرد. نرخ دلار در بازار آزاد و سامانه نیما در انتهای دی ماه، به ترتیب به ۲۷ هزار و ۹۰۰ تومان و ۲۴ هزار و ۹۰۰ تومان رسید. کاهش نرخ ارز در بازار آزاد و رشد نرخ در سامانه نیما، موجب شد تا شکاف بین دو نرخ در انتهای دی ماه به حدود ۱۲ درصد کاهش یابد. این در حالی است که در هفته‌های اخیر، شاهد رشد این شکاف تا ۳۰ درصد نیز بودیم.



نمودار ۲۰: شکاف نرخ دلار در بازار آزاد و نرخ سامانه نیما

چشم انداز نرخ ارز

پیش‌بینی نرخ ارز بر اساس عوامل اثرگذار بر آن نشان می‌دهد که نرخ ارزی اسمی باید روند افزایشی داشته باشد، چرا که فضای تورمی حاکم بر اقتصاد کشور در سال ۱۴۰۱ نیز ادامه دارد و دولت در صورت تلاش برای کنترل تورم و اجرای سیاست‌های صحیح اقتصادی تنها می‌تواند از بروز نرخ‌تورم‌های بالا پیشگیری کند. در فضای حاکم بر اقتصاد کشور، کاهش تورم در بهترین حالت به زیر ۲۰ درصد بسیار دور از انتظار است. بنابراین در یک سناریوی خوشبینانه که نرخ تورم ۲۰ درصد به وقوع بپیوندد، در پایان سال ۱۴۰۱ قیمت واقعی نرخ ارز حدود ۳۵ هزار تومان خواهد بود. با این حال، شواهد نشان می‌دهد که دولت حاکم همانند دولت‌های پیشین تمایل به سرکوب نرخ ارز دارد. بنابراین فضای تصمیم‌گیری موجود پیش‌بینی نرخ ارز بیش از آنکه به عوامل تعیین‌کننده نرخ ارز بستگی داشته باشد، به قدرت دولت در سرکوب نرخ ارز وابسته است.



در دو سناریوی رفع و تداوم تحریم‌های اقتصادی صادرات نفت حداقل یک میلیون بشکه خواهد بود. این به مفهوم وجود توان کافی برای مداخله در بازار ارز است. بنابراین در این فضا، حتی توان لازم برای کاهش نرخ ارز اسمی نیز وجود دارد. با این حال با توجه به اثرگذاری منفی کاهش نرخ ارز بر بودجه دولت، به نظر نمی‌رسد دولت به دنبال کاهش جدی در نرخ ارز باشد و کاهش نرخ ارز به کمتر از رقمی که بودجه ۱۴۰۱ بر اساس آن بسته شده (۲۳ هزار تومان برای دلار ETS) بسیار دور از انتظار است. در این شرایط به نظر می‌رسد هدف دولت ایجاد ثبات در نرخ ارز اسمی باشد و بنابراین انتظار بر این است که نرخ ارز اسمی دست‌کم تا پایان سال ۱۴۰۱ تغییرات چشم‌گیری نداشته باشد و احتمالاً در صورت گشایش خارجی شاهد کاهش مختصری در نرخ ارز اسمی باشیم.

نرخ تورم؛

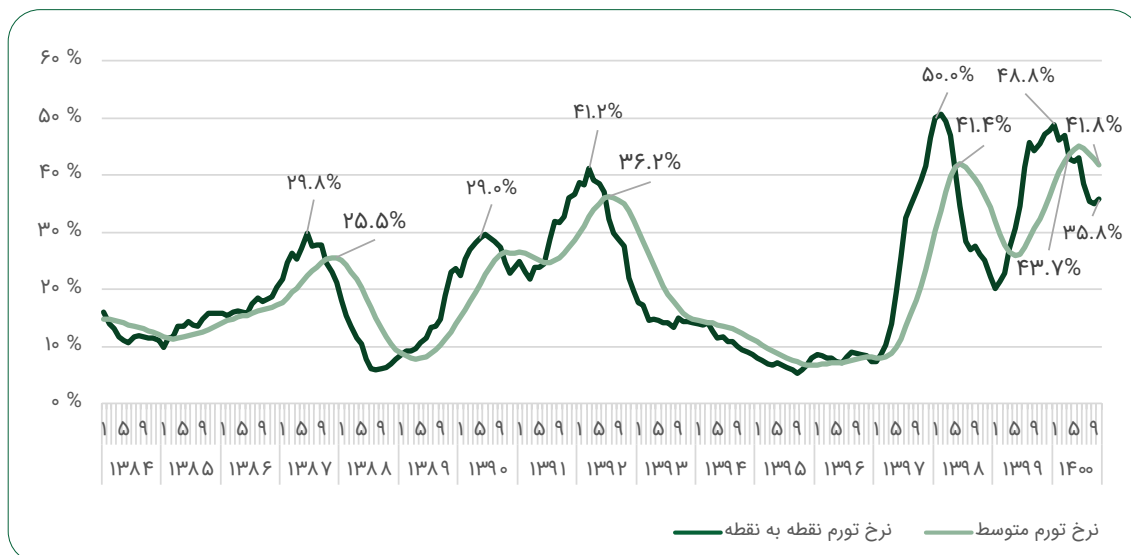
غول حبس شده کالاهای اساسی در کنار حجمه تورم تولید کننده

**Inflation
Rate**



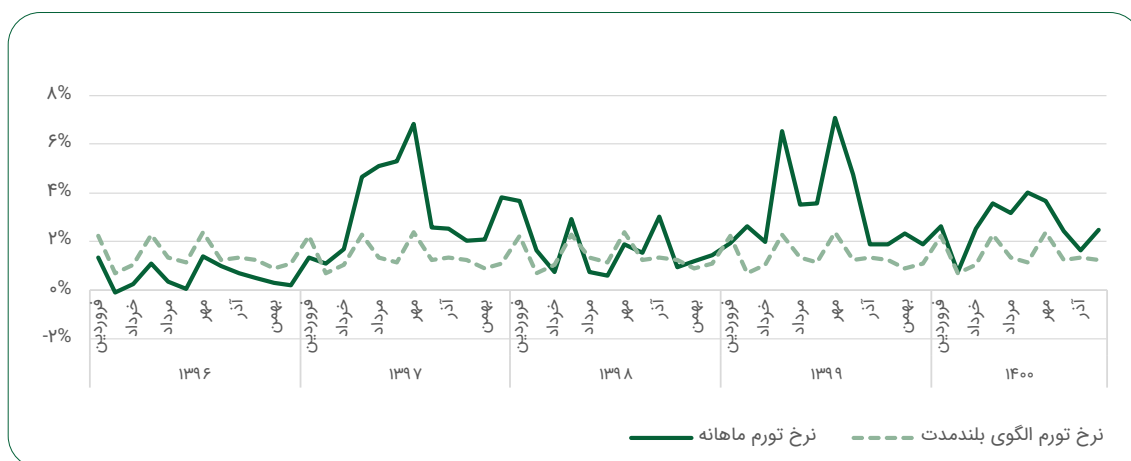
نرخ دلار بر اساس برابری قدرت خرید

به رغم تکریمی شدن نرخ تورم شاخص قیمت مصرف‌کننده در سال ۱۳۹۶، با اجرایی شدن تحریم‌های اقتصادی در سال ۱۳۹۷، نرخ تورم رو به افزایش گذاشت. با وجود افت و خیزهایی که نرخ تورم در از ابتدای سال ۱۳۹۷ تا کنون داشته همچنان نرخ تورم ارقام بالایی را تجربه می‌کند. به طوری که در دی ۱۴۰۰ نرخ تورم متوسط دوازده ماهه و نقطه به نقطه به ترتیب ۴۱٫۸ درصد و ۳۵٫۸ درصد بوده است.



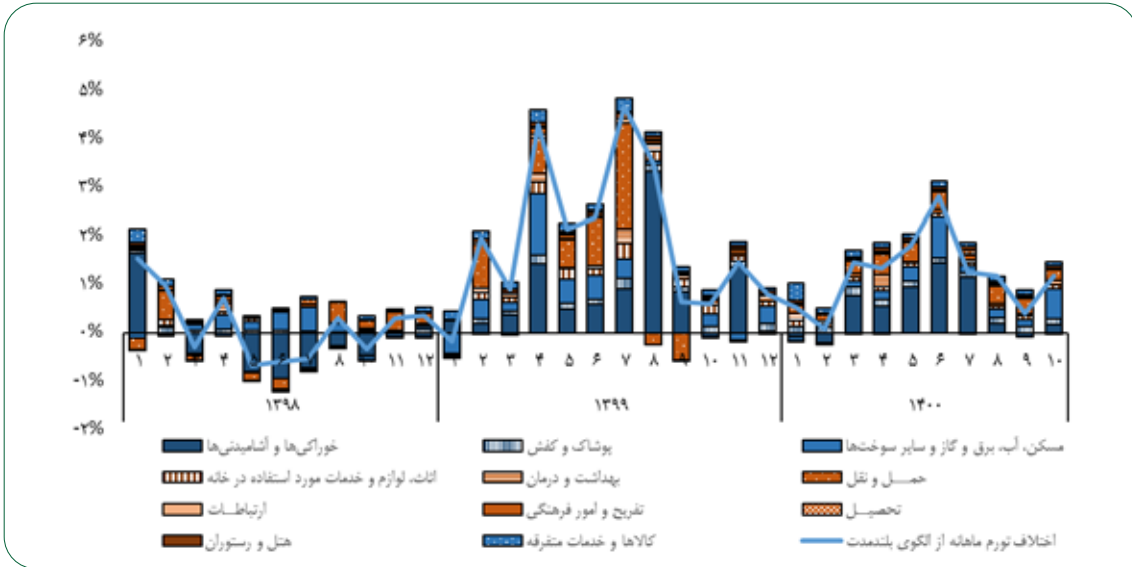
● نمودار ۲۱: نرخ تورم نقطه به نقطه و نرخ تورم متوسط دوازده ماهه

از آبان ۱۳۹۹ و به دنبال پیروزی بایدن در انتخابات آمریکا نرخ تورم ماهانه شاخص قیمت مصرف‌کننده رو به کاهش گذاشت که این وضعیت تا ماه‌های آغازین سال ۱۴۰۰ ادامه پیدا کرد. با طولانی شدن روند مذاکرات بار دیگر انتظارات تورمی رو به افزایش گذاشت و از خرداد ۱۴۰۰ نرخ تورم ماهانه روند گرفته و فاصله آن با نرخ تورم الگوی بلندمدت افزایش پیدا کرد. با وجود کاهشی شدن نرخ تورم ماهانه از مهر ماه، همچنان نرخ تورم ماهانه بیش از نرخ تورم متناظر با الگوی بلندمدت است.



● نمودار ۲۲: نرخ تورم ماهانه و نرخ تورم ماهانه الگوی بلندمدت

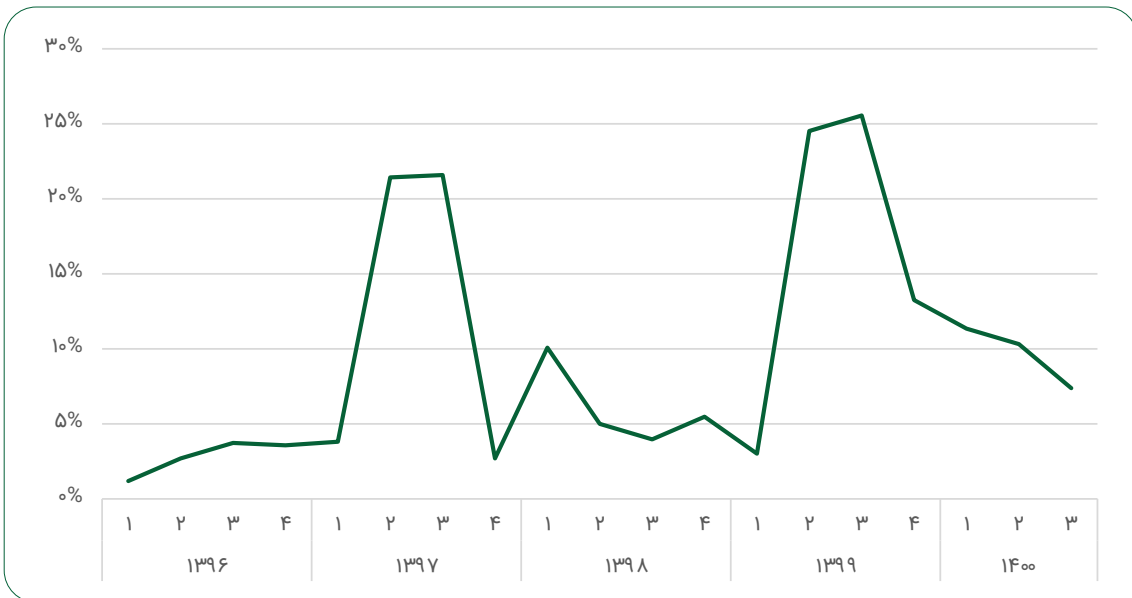
بررسی اختلاف از الگوی تورم ماهانه به تفکیک گروه‌های اصلی شاخص قیمت مصرف‌کننده نشان می‌دهد که در همه گروه‌ها، اختلاف از الگو رفتار مشابهی نشان می‌دهد. بنابراین این گمانه تقویت می‌شود که تحولات تورم بیش از هر چیز متأثر از فضای کلان اقتصاد کشور و انتظارات تورمی است.



نمودار ۲۳: اختلاف از الگوی بلندمدت تورم ماهانه به تفکیک گروه‌های اصلی شاخص قیمت مصرف‌کننده

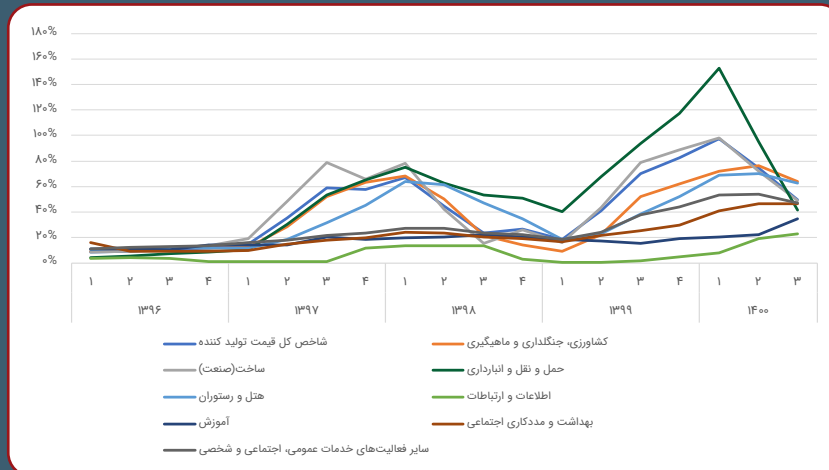
شاخص قیمت تولیدکننده

بررسی شاخص قیمت تولیدکننده نشان می‌دهد که از ابتدای سال ۱۳۹۹ در مسیر صعودی قرار گرفته و در فصل اول ۱۴۰۰ به ۹۷ درصد رسیده است. پس از این مقطع نرخ تورم این شاخص رو به کاهش گذاشته و در فصل دوم و سوم سال ۱۴۰۰ ارقام ۷۵ درصد و ۴۹ درصد را ثبت کرده است. 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 است که به دنبال تلاطمات 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 است، با این حال به دلیل زمانبر بودن گذار نرخ ارز، آثار افزایش نرخ ارز در ماه‌های بعد ادامه داشته است. در سوی دیگر در بخش صنعت، قیمت‌های جهانی مرتبط با مواد اولیه به شدت تأثیرگذار بوده است. به نظر تورم تولیدکننده با وضعیت قیمت‌های جهانی بعد از بحران اوکراین مجدداً کمی تقویت شود، مگر آنکه دولت در این بخش وارد عمل شود و برخی کنترل‌ها را صورت دهد.



نمودار ۲۴: نرخ رشد فصلی شاخص قیمت تولیدکننده





● نمودار ۲۴: نرخ تورم شاخص قیمت تولیدکننده و زیرگروه‌های آن

چشم‌انداز تورم در سال ۱۴۰۱

تورم سال ۱۴۰۰ به دلیل افزایش قیمت‌های جهانی، رشد نقدینگی افسار گسیخته و انتظارات بالا مطابق با پیش‌بینی‌های قبلی کار خود را در محدوده ۴۰-۴۵ درصد به اتمام رساند و اکنون سوال اصلی در مورد وضعیت تورم سال ۱۴۰۱ است؛ در این سال منابع ارزی بیشتر دولت بودجه منطقی‌تر اگر با چاشنی گشایش خارجی در عمل همراه باشد این بدان معناست که شارژ نقدینگی از ناحیه دولت و انتظارات تورمی به صورت توأمان کاهش خواهد یافت. البته در سال ۱۴۰۱ نیز مواردی مانند آزادسازی احتمالی قیمت کالاهای اساسی، فشار قیمت‌های جهانی و یا افزایش نرخ صنایع خدماتی پس از عبور از دوره کرونا و بهبود قدرت خرید طبقه متوسط می‌تواند موجب کمی فاصله از الگوی بلند مدت باشد و باقی ماندن در محدوده ۳۰٪ شود که به نوعی همان تورم انباشت شده سالیان قبل است ولی مسیر و چرخه‌های اقتصادی کشور که همبستگی بالایی با نرخ نفت دارد نشانگر آن است که در صورت رفع تحریم‌ها کشور در افق میان‌مدت و بلندمدت به الگوی تورم بلند مدت خود در محدوده ۲۰ درصد و حتی کمتر نزدیک خواهد شد.



بازار سرمایه؛

فرار حقیقی‌ها و بحران اعتماد

Stock Market

شاخص بورس در ابتدای پاییز ۱۴۰۰ کار خود را با عددی در حدود ۱,۳۸۵,۰۰۰ واحد شروع کرد و تا اواسط بهمن و با نوسانات بسیار این نماگر به محدوده ۱,۲۰۰,۰۰۰ واحد نیز کاهش داشت. این در حالی است که به مدد قیمت‌های جهانی و حمایت حقوقی وضع شاخص کل بسیار بهتر است و شاخص هم‌وزن در شش ماهه دوم ۱۴۰۰ از ۴۷۷,۰۰۰ واحد به محدوده ۳۱۷,۰۰۰ رسیده است و یک فاجعه مطلق را به ثبت رسانده است.

میانگین ارزش معاملات روزانه از ابتدای مهر نیز در حدود ۳,۹۳۹ میلیارد تومان بود که در اواسط آذر به میانگین ۲,۴۰۰ میلیارد تومان رسیده بود که در ماه‌های زمستان نیز کماکان در همین محدوده‌ها قرار دارد. در بحث خروج پول حقیقی نیز با عدد سخن نگفتن بهتر است و صرف ارائه این نکته کافی است که آنچه تحت عنوان پول حقیقی در سال ۱۳۹۹ و ۱۳۹۸ وارد بازار شد تماماً خارج شده است و با این حال کماکان شاهد خروج نقدینگی از بازار هستیم. گذشته از آمارهای رکودی و بی‌رمقی استخوان‌سوز بازار، نکته مهمی که تمامی فعالین را آزار می‌دهد بی‌حسی بازار تقریباً به هرگونه خبر است. چه صحبت از حمایت ریال چه خبر توافق، چه افزایش نرخ ارز، چه افزایش شدید قیمت‌های جهانی و هر عنصر دیگری تنها کمی اثر مقطعی می‌گذارد و باز شاهد همان فضای ملال‌انگیز قبلی هستیم.

همگی ما می‌دانیم که بازارهای مالی به اعتماد زنده‌اند و بس. اگر اعتماد از بازاری سلب شود مانند این است که خون در رگ‌های موجود زنده‌ای بخشکد. اگر اندکی تأمل کنیم درمی‌یابیم که ارزش کم معاملات، بی‌رمقی بازار و عدم ورود پول حقیقی جدید، ریشه در اعتماد به بورس دارد. ریشه اصلی این عدم اطمینان وعده‌های دروغین و وارد کردن انواع ریسک‌ها و ابهامات به بازار بوده است. بازار سرمایه به خوبی فهمیده که کسری بودجه و عدم علاقه دولت به پولی‌سازی آن، کنترل تورم و وعده ساخت سالانه یک میلیون مسکن و همچنین کاهش هزینه ساخت مسکن می‌تواند احتمال دست‌اندازی به سود شرکت‌های بورسی را با کاهش یارانه‌های دولتی و یا تغییر قانون‌گذاری افزایش دهد. در بحث قیمت‌گذاری نیز دولت ثابت کرد که از گذشتگان عملکرد بهتری ندارد که هیچ، در بسیاری موارد می‌توان عملکرد بدتر را نیز از آن انتظار داشت. این در حالی است که بودجه ۱۴۰۱ و بندهای مالیاتی آن من جمله حذف معافیت مالیات بر صادرات کالاهای خام و نیمه‌خام، نرخ سوخت صنایع و تعلل در حذف ارز ۴۲۰۰ تومانی و مواردی از این دست نشان می‌دهد که اولویت‌های عملی دولت با آنچه در کلام می‌گوید تفاوت دارد و به راحتی به بازار سرمایه پشت پا می‌زند.

من حیث المجموع می‌توان چنین گفت که بنا بر مطالبی که در فصول گذشته عنوان شد، اگر انتظارات تورمی را تعدیل شده می‌دانیم و انتظار افزایش نرخ ارز نداریم پس موتور رشد با نرخ اسمی از کار خواهد افتاد. موتور رشد حقیقی ولی به مدد بحران اوکراین گویا کمی روشن شده است و قیمت‌های جهانی بالا را بتوان کمی بلندمدت‌تر دید. از سوی دیگر بهبود روابط خارجی و طرح مسکن دولت نیز می‌تواند منجر به رشد حقیقی درآمدها در برخی صنایع شود. در مجموع این شرایط و با توجه به اصلاح عمیق بازار و نزدیکی به فصل مجامع، با معیارهایی سخت‌گیرانه، اکنون می‌توان سهم‌های خوبی برای سرمایه‌گذاری در بازار یافت، هر چند که نباید از خاطر برد که بازار کماکان متأثر از خطرات تلخ اخیر و با احتمالی بالا بدون موتور اصلی رشد خود یعنی افزایش نرخ ارز در حال حرکت است.

مراجاجو	واقع بین	محافظه کار		
۲۰٪	۳۵٪	۵۰٪	بخش درآمد ثابت	اوراق درآمد ثابت سهم
۸۰٪	۶۵٪	۵۰٪	بخش سهامی	
۱۰٪	۲۵٪	۲۵٪	سهم دسته محافظه کارها	
۴۰٪	۳۰٪	۱۵٪	سهم دسته واقع بین‌ها	
۳۰٪	۱۰٪	۱۰٪	سهم دسته ریسک‌پذیران	

● جدول ۲: تخصیص پیشنهادی فصل

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 مؤلفه‌های زیر پیشنهاد می‌شود.

P/NAV	درصد تقسیم سود	سود سال آینده	محدوده خرید	
٪۶۹٫۴	٪۴۵	-	۱۰۰۰-۱۱۰۰	فارس
-	٪۴۰	۱۳۳۱	۶۵۰-۷۰۰	فملی
٪۵۵	٪۸۰	-	۱۲۰۰-۱۴۰۰	وغدیر
٪۷۷	٪۹۰	-	۱۶۵۰-۱۷۰۰	تیپیکو

● جدول ۳: پیشنهاد سهام متناسب با پروفایل ریسک محافظه‌کار

P/NAV	درصد تقسیم سود	سود سال آینده	محدوده خرید	
-	٪۶۰	۱۱۷۷	۵۵۰-۶۰۰	شینا
-	٪۶۰	۴۴۶۰۸	۱۵۰۰۰-۱۶۰۰۰	شیلپس
-	٪۲۰	۳۰۲۱	۱۲۰۰-۱۴۰۰	هرمز

● جدول ۴: پیشنهاد سهام متناسب با پروفایل ریسک واقع‌بین

P/NAV	درصد تقسیم سود	سود سال آینده	محدوده خرید	
-	٪۱۰	۱۰۸۱	۳۸۰-۴۲۰	غمینو
-	٪۵۰	۶۶۶۷	۲۷۰۰-۳۰۰۰	گنگین
-	٪۸۰	۱۳۳۵	۴۲۵۰-۳۲۵۰	حآفرین
-	٪۷۰	۱۱۴۳	۱۰۰۰۰-۱۲۰۰۰	شاون
-	٪۲۰	۵۸۷	۲۵۰-۳۰۰	کفپارس

● جدول ۵: پیشنهاد سهام متناسب با پروفایل ریسک ماجراجو

بازار بدهی؛

کم کردن شیر فروش اوراق

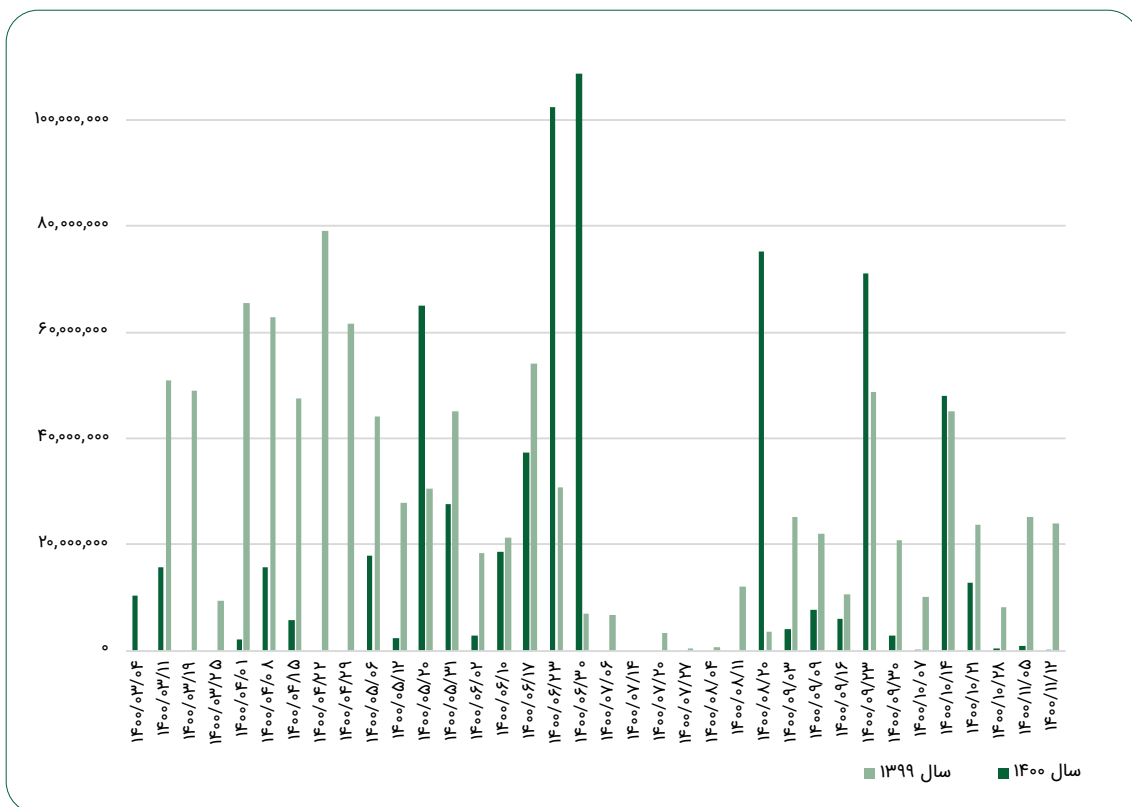


Debt **Market**

همانطور که در نسخه پیشین مگزون بیان شد در بودجه سال ۱۴۰۰، میزان انتشار اوراق بدهی ۱۳۲۵ هزار میلیارد ریال در نظر گرفته شده است. این درحالیست که دولت تا نیمه بهمن ماه حدود ۱۴۷۲ هزار میلیارد ریال انواع اوراق مالی اسلامی (شامل اوراق دولتی ۶۶۲ هزار میلیارد ریال و اسناد خزانه اسلامی ۸۱۰ هزار میلیارد ریال) منتشر نموده است.

در سال جاری شروع فروش اوراق بدهی از ۴ خرداد ماه آغاز و تاکنون (هفته میانی بهمن ماه) در مجموع ۶۶۲ هزار میلیارد ریال اوراق مباحه به فروش رسیده است. این میزان فروش اوراق بدهی در ۱۱ ماهه ابتدایی سال در مقایسه با مدت مشابه سال گذشته (حدوداً ۹۹۵ هزار میلیارد ریال)، کاهش ۳۳ درصدی را نشان می‌دهد. درخصوص اسناد خزانه اسلامی، برخلاف اوراق دولتی منتشر یافته، از ابتدای سال تاکنون ۸۱۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی منتشر کرده در حالی که در مدت مشابه سال گذشته ۴۱۷ هزار میلیارد ریال منتشر نموده که نشان‌دهنده افزایش ۹۴ درصدی در انتشار اسناد خزانه اسلامی می‌باشد.

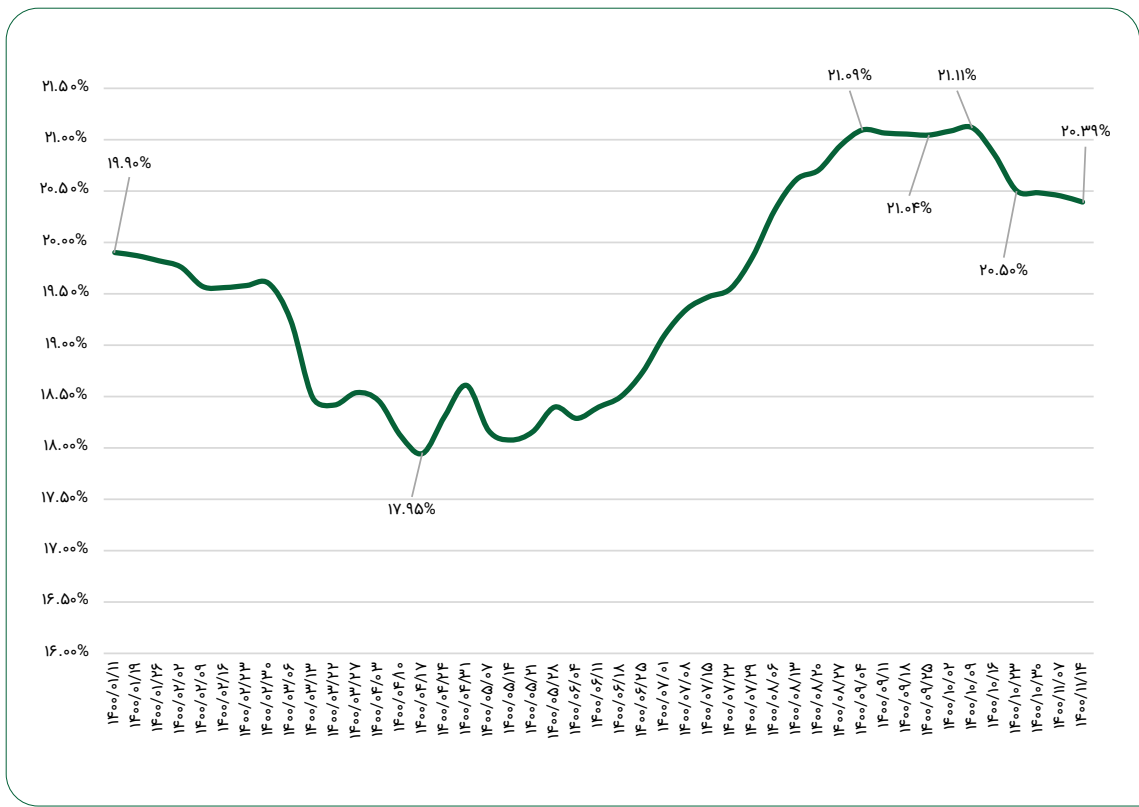
نکته حائز اهمیت این است که علی‌رغم نیاز مبرم دولت به فروش اوراق بدهی در سال ۱۴۰۰، در بازه زمانی ابتدای مهرماه تا اوایل دی ماه به دلایل گوناگونی از جمله تشدید رکود بازار سرمایه (ناشی از عرضه حجم بالای اوراق و به تبع آن افزایش بازدهی تا سررسید در ماه‌های گذشته) هیچگونه حراجی برگزار نکرده است. همچنین عدم تمایل تیم اقتصادی جدید به افزایش نرخ بازده تا سررسید باعث شد در شهریور ماه اوراقی جذاب‌تر از نظر دوره تا سررسید انتشار یابد (در این راستا اوراقی با سررسید ۶ ماهه تا یک سال و ۴ ماه انتشار یافت). شرایط جدید موجب جهش در فروش اوراق شد به طوری که فقط در دو حراجی ۲۳ شهریور و ۳۰ شهریور ۲۱۱ هزار و ۳۶۴ میلیارد ریال اوراق بدهی به فروش رسید که حدود ۴۰ درصد از ۱۶ حراج قبلی بیشتر بوده است^۱.



نمودار ۲۶: اوراق بدهی منتشر شده توسط دولت

با افزایش فروش اوراق دولتی در نیمه ابتدایی سال با استفاده از منابع بانکی که اغلب با نرخ‌های دستوری انجام شده بود در ادامه سال کمبود منابع بانکی موجب افزایش نرخ سود بین بانکی و افزایش نرخ بازدهی تا سررسید اوراق شد و نرخ بین بانکی در ۱۷,۹۵ درصد در تیرماه روند صعودی پیش گرفت تا در اوایل آذر ماه به ۲۱,۰۹ درصد رسید. سپس مدتی بین ۲۱,۰۹ الی ۲۱,۱۱ نوسان داشت تا آنکه در دی ماه با ریبوی سنگین بانک مرکزی از ۲۱,۱۱ درصد به ۲۰,۸۵ رسیده و تا در اواسط بهمن ماه به ۲۰,۳۹ نیز کاهش داشت.

۱. حراج ۲۰ شهریور ماه مربوط به فروش اوراق سلف موازی استاندارد نفت خام سبک داخلی عرضه شده توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی می‌باشد.



● نمودار ۲۷: روند نرخ سود بین بانکی در سال ۱۴۰۰

وضعیت اوراق بدهی دولت در بودجه سال ۱۴۰۱

دولت در سال ۱۴۰۱، در بخش واگذاری دارایی‌های مالی با توجه به حجم اوراق مالی اسلامی منتشره سال جاری و آثار تورمی ناشی از آن، با فرض انتشار ۹۸ همت انواع اوراق مالی اسلامی اقدام به کاهش ۳۳ درصدی سهم انتشار اوراق نسبت به مبلغ ۱۳۲ همتی بودجه سال جاری کرده است؛ که از این میزان برنامه انتشار اوراق دولت، ۳۶ همت مربوط به فروش اسناد خزانه اسلامی، ۵۲ همت اوراق مالی اسلامی و ۱۰ همت برای بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۴۰۱ در نظر گرفته شده است. همچنین براساس تبصره ۲ لایحه بودجه دولت در صورتی که نتواند فروش ۷۰ همت سهام خود را محقق کند می‌تواند اقدام به انتشار و فروش اوراق کند. بنابراین دولت اجازه انتشار ۱۵۸ همت اوراق را در لایحه بودجه ۱۴۰۱ محفوظ می‌دارد. در مجموع بودجه ۱۴۰۱ احتمال کسری عمده به شکل سال گذشته خود را کمتر دارد ولی بخش مهمی اوراق سرسیدی وجود دارد، که در صورت عدم تحقق مناسب درآمد‌های دولت می‌تواند شکل پنهان اوراق در بودجه را فعال کند، هرچند که این مسأله امری بعید تلقی می‌شود.

گذری بر اسناد خزانه انتشار یافته در سال ۱۴۰۰

اسناد خزانه اسلامی، اوراق بهادار با نامی است که دولت به منظور تصفیه بدهی‌های خود بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای با قیمت اسمی و سررسید معین به طلبکاران غیردولتی واگذار می‌کند. مراحل انتشار اسناد خزانه اسلامی بدین صورت است که هر ساله وزارت امور اقتصادی و دارایی به نمایندگی از دولت، این اوراق را از محل ردیف بودجه اختصاص یافته، منتشر می‌کند. دستگاه‌های ذی‌ربط نیز بر اساس بودجه اختصاص یافته و اولویت‌بندی، لیست پیمانکاران طلبکار از دولت را به بانک عامل معرفی خواهند کرد. بعد از احراز هویت و اخذ اطلاعات لازم توسط بانک عامل، لیست پیمانکاران به فرابورس ایران اعلام خواهد شد. سپس حداکثر ظرف ۱۰ روز کاری، اطلاعات در سامانه معاملات ثبت شده و پیمانکارانی که نیاز به وجه مالی داشته باشند، می‌توانند اوراق خود را از طریق یکی از کارگزاران عضو فرابورس ایران به قیمت روز در بازار فرابورس ایران به فروش برسانند. لازم به توضیح است ۸۱ همت اوراق خزانه اسلامی که تاکنون منتشر شده و در اختیار پیمانکاران و طلبکاران دولت قرار گرفته، تماماً خرج نشده و این فرصت تا پایان تیر ۱۴۰۱ وجود دارد و با توجه به مقاطع زمانی نزدیک به پایان سال عموماً عرضه اوراق توسط پیمانکاران مشاهده می‌شود که این موضوع می‌تواند به پیدا شدن برخی اوراق با نرخ‌های مناسب شود.



گواهی اعتبار مولد (گام)، نوع جدیدی از ابزارهای مالی در بازار

اوراق گام (اوراق گواهی اعتبار مولد) با مجوز بانک مرکزی و به منظور تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی توسط بانک‌ها منتشر می‌شود. این اوراق بعد از گذشت چند ماه از انتشار، قابلیت انجام معاملات ثانویه در بازار سرمایه را خواهند داشت. چابکی این اوراق بدهی در اتصال فعالیت‌های تولید کننده، تأمین کننده، بانک و بازار سرمایه می‌باشد و عملیات موفق آن در مدت ایجاد می‌تواند نقش مهمی در تأمین مالی کوتاه مدت بنگاه‌های تولیدی داشته باشد. این اوراق، اوراقی با نام و بدون کوین و با ارزش اسمی یک میلیون ریالی می‌باشند و سرسیدهای آن حداقل یک ماه و حداکثر ۹ ماه است. صدور این اوراق توسط بانک عامل در سامانه گام بانک مرکزی صورت می‌گیرد و پس از گذشت یک ششم زمان صدور تا سرسید، معاملات اوراق به بازار سرمایه منتقل می‌شود. نخستین اوراق گام عرضه شده در بورس از سوی بانک صادرات ایران با نماد «گ۰۰۴۱۹» در اردیبهشت ماه سال جاری با سرسید ۳۱ تیر ماه و جمعاً به مبلغ ۲ هزار میلیارد تومان برای تأمین نیازهای سرمایه در گردش بنگاه‌های متقاضی در بورس بوده است. از نمونه اوراق گام معامله شده در بازار سرمایه می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

نام اوراق	نماد	تاریخ انتشار	معاملات ثانویه	سرسید	تعداد کل اوراق
گام بانک تجارت	گ۰۰۶۱۸	۲۴/۱۲/۱۳۹۹	۱۰/۰۳/۱۴۰۰	۳۱/۰۶/۱۴۰۰	۱۲,۰۰۰,۰۰۰
گام بانک صادرات	گ۰۰۴۱۹	۱۵/۰۱/۱۴۰۰	۲۸/۰۱/۱۴۰۰	۳۱/۰۴/۱۴۰۰	۲۰,۰۰۰,۰۰۰
گام بانک پارسیان	گ۰۰۷۵۴	۳۱/۰۳/۱۴۰۰	۰۶/۰۴/۱۴۰۰	۳۰/۰۷/۱۴۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰
گام بانک پارسیان	گ۰۱۲۵۴	۲۴/۰۵/۱۴۰۰	۰۷/۰۶/۱۴۰۰	۲۹/۱۲/۱۴۰۰	۲,۳۰۰,۰۰۰
گام بانک اقتصاد نوین	گ۰۱۱۵۵	۲۴/۰۷/۱۴۰۰	۰۳/۰۸/۱۴۰۰	۳۱/۰۱/۱۴۰۱	۲۰,۰۰۰,۰۰۰
گام بانک تجارت	گ۰۱۰۵۱۸	۲۶/۰۸/۱۴۰۰	۲۶/۱۰/۱۴۰۰	۳۱/۰۵/۱۴۰۰	۱۵,۰۰۰,۰۰۰

جدول ۶: برخی نمونه‌های اوراق گام در بازار

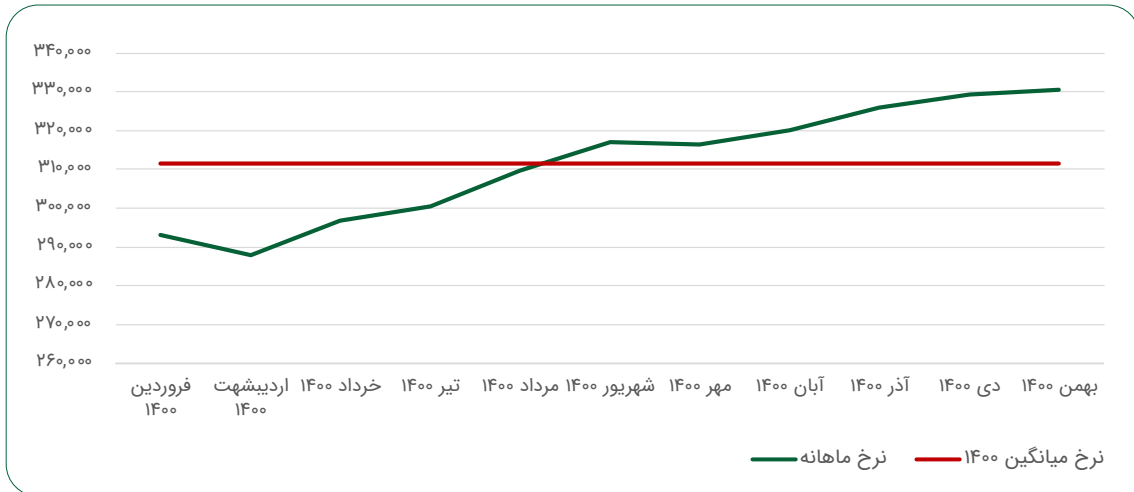


بازار مسکن؛

فعالیت جدی دولت

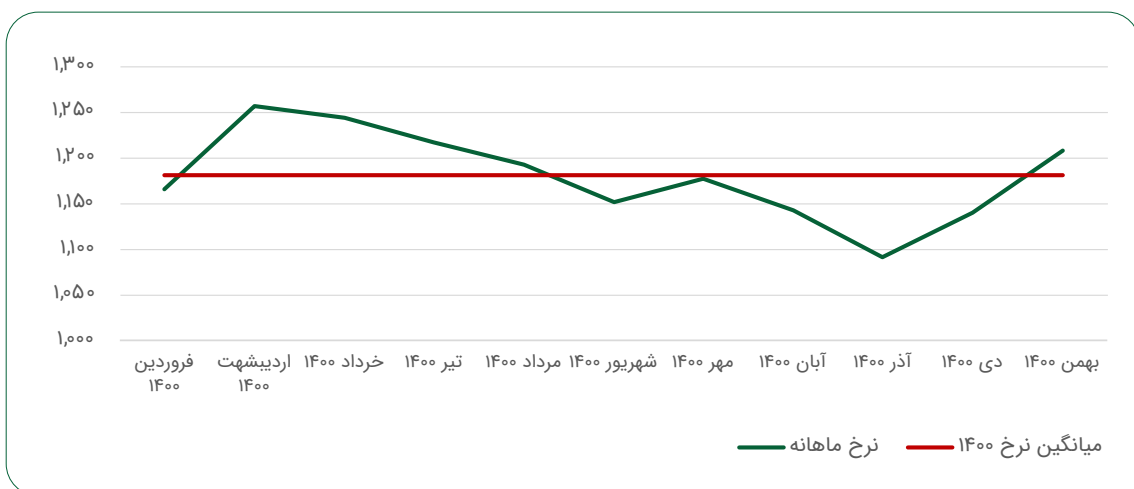
Real Estate Market

در سال ۱۴۰۰ علیرغم رشد اسمی، بازار مسکن در راستای انتظارات حول اقتصاد کلان کشور، با کاهش نوسانات همراه بود. گرچه در حوزه ساخت و ساز واحدهای نوساز فضای رکودی کماکان حاکم است، اما تعداد معاملات مسکن با رشد همراه بوده است. از حیث نرخ ماهانه مسکن نیز، با توجه به تورم محسوس در سطح جامعه، نرخ ریالی مسکن از مهر تا بهمن ماه به طور متوسط ماهانه ۱٪ رشد داشته است.



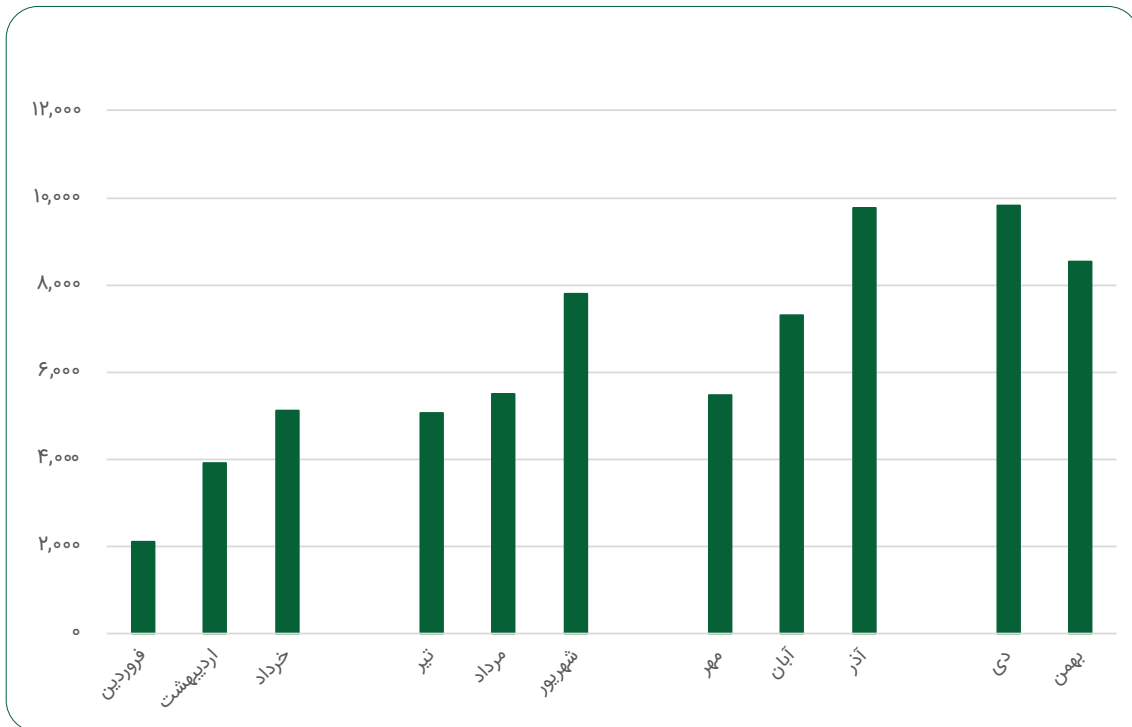
● نمودار ۲۸: نرخ ریالی ماهانه مسکن شهر تهران

با گذشت هرچه بیشتر از آغاز دولت سیزدهم، نحوه اجرایی سازی طرح ملی مسکن بیش از پیش در حال نمایان شدن است. با ابلاغ قانون پرداخت تسهیلات مسکن به بانکها مشخص شد ۲۰ درصد از تسهیلات کشور به مبلغ ۳۶۰ همت در سال، سهم بخش مسکن است. انتشار این اخبار در کنار آغاز ثبت نام از متقاضیان در نهایت نرخ دلاری مسکن شهر تهران را نیز با کاهش مواجه کرد. گرچه میانگین نرخ دلاری مسکن در سال ۱۴۰۰ کماکان حول نرخ تعادلی ۱۱۰۰ تا ۱۲۰۰ دلار است لکن کاهش محسوس نرخ از آغاز به کار دولت سیزدهم در مردادماه سال ۱۴۰۰ به خوبی مبین انتظارات کاهش فاعلان از بازار مسکن است. این کاهش نرخ به نحوی است که نرخ دلاری مسکن شهر تهران، به نسبت مردادماه با کاهش ۸.۵٪ مواجه شده است. موضوعی که به خوبی منفی شدن نرخ رشد واقعی قیمت هر مترمربع از مسکن در شهر تهران را علیرغم رشد اسمی به خوبی بازنمایی می کند. اما با هرچه جدی تر شدن مذاکرات بازگشت به برجام و رشد نرخ ریالی مسکن در کنار کاهش نرخ دلار، روند نرخ دلاری مسکن از دی ماه تغییر یافت، پیش بینی می شود روند فعلی تا به ثمر رسیدن مذاکرات و بازگشت به برجام تداوم یابد و پس از این مدت کوتاه روند اصلی کاهش نرخ دلاری مسکن را شاهد باشیم.



● نمودار ۲۹: نرخ دلاری مسکن شهر تهران

چرایی این موضوع به کاهش انتظارات تورمی ناشی از آغاز مذاکرات هسته‌ای در کنار قطعیت اجرایی شدن طرح ملی مسکن باز می‌گردد. یکی از مهم‌ترین شعارهای انتخاباتی دولت مبنی بر ساخت مسکن با هدف خانه‌دار کردن دهک‌های پایین جامعه بود. علیرغم پیش‌بینی برخی کارشناسان در خصوص عدم امکان عملیاتی نمودن این طرح، گفته‌های اعضای دولت به خوبی نشان‌دهنده جدیت در عملیاتی‌سازی طرح ملی مسکن است. از حیث تعداد معاملات، تعداد معاملات آپارتمان‌های مسکونی شهر تهران طی شهریور تا بهمن ماه به ترتیب ۷۷۸۹، ۵۴۷۱، ۷۳۰۴، ۹۷۷۲، ۹۸۱۶ و ۸۵۳۲ عدد بوده است که به جز در مهر و بهمن ماه، در تمامی ماه‌ها نسبت به ماه پیشین صعودی بوده است.



● نمودار ۳۰: حجم معاملات آپارتمان‌های شهر تهران

اگرچه نرخ رشد قیمت مسکن در شهر تهران روندی کاهنده را در پیش گرفته است اما با رشد بیش از ۴۸٪ شاخص اجاره شهر تهران نسبت به سال پیش، نسبت قیمت به درآمد (P/R)، گرچه تا بیش از سطح ۳۰ را لمس نمود اما در نهایت به حوالی ۲۷ تا ۲۸ بازگشته و روند نزدیک شدن به میانگین تاریخی ۱۸ را به سرعت طی می‌کند.

تورم بازار اجاره بهای مسکن در شهر تهران به نزدیک ۳ برابر تورم مسکن رسیده است، امری که تا پیش از این سابقه نداشته است. به عبارت دیگر، از مهر ماه، تورم سالانه اجاره بهای شهر تهران هیچ‌گاه کمتر از ۵۰٪ نبوده است. این موضوع ریشه در عوامل متعددی دارد که مهم‌ترین این عوامل، رشد نسبت قیمت به درآمد (P/R) تا سطوح بالای ۳۰ و دخالت‌های دولتی در خصوص محدودیت تخلیه املاک استیجاری در شرایط کرونایی است. توضیح بیشتر این که بازگشت سریع نسبت قیمت به درآمد (P/R)، به میانگین تاریخی مستلزم تورم ۳ برابری به نسبت تورم مسکن است، خصوصاً که دخالت‌های دولت عرضه واحدهای مسکونی جهت اجاره را با کاهش مواجه کرده است. متأسفانه با توجه به سوابق رفتاری سیاست‌گذار، به نظر می‌رسد این روند همچنان تداوم یابد، چه این که تورم افسارگسیخته اجاره‌بها محرک سیاست‌گذار برای اعمال سیاست‌هایی است که به زعم وی کاهنده اجاره بها خواهد بود، اما در عمل کاهش عرضه واحدهای مسکونی، موجب افزایش نرخ‌های بیشتر می‌گردد.

طرح نهضت ملی مسکن

اجرایی‌سازی طرح نهضت ملی مسکن به عنوان مهم‌ترین نقطه ابهام بازار مسکن در پاییز، بیش از پیش در حال روشن شدن است. ماحصل آنچه از سخنان مسئولان مربوطه و در رأس آنان مسوولان وزارت راه بر می‌آید، این است که طرح ملی مسکن حداقل در شهرهای کوچک آغاز شده و در میانه پاییز با پیشرفت ۱۰ درصدی نیز همراه بوده است. نکته مهم در میان اخبار مربوط به این طرح اما نحوه تأمین مالی و جزییات پیرامونی آن بود.

آن چه از اظهارات مختلفی که مسوولان مربوطه در این رابطه بیان کرده اند به دست می آید، وابستگی نحوه تأمین مالی به توان پرداخت خانوارهای متقاضی مسکن ملی است؛ بدین شرح که تسهیلات قرار است تا ۸۰٪ از هزینه‌های مربوطه را پوشش دهد و البته جزییاتی همچون نرخ سود، آورده، میزان بازپرداخت و اقساط نیز تابعی است از وضعیت اقتصادی خانوار؛ اما در حالت کلی آورده متقاضیان دهک های ضعیف تر ۲۰۰ میلیون ریال و سایر متقاضیان نیز ۴۰۰ میلیون ریال خواهد بود. تسهیلات پرداختی نیز با توجه به شهر مورد تقاضا دارای سقف های مختلفی است؛ از جمله برای شهر تهران تا سقف ۴۵۰۰، مراکز استان‌ها تا سقف ۳۵۰۰ و شهرهای کوچک نیز تا سقف ۲۵۰۰ میلیون ریال. از سوی دیگر، یکی از مهم ترین عوامل موثر بر بازار شهر تهران، یعنی جانمایی مکان هایی که برای مسکن ملی این شهر در نظر گرفته شده است روشن گردیده است. براساس محتویات درگاه اینترنتی مسکن ملی، ساکنین شهر تهران می توانند از میان شهرهای پرند، هشتگرد، ایوانکی، نصیر شهر، صفادشت، رباط کریم و قرچک، گزینه مطلوب خود را انتخاب کنند.



همچنین ساکنین شهرهای بهارستان، قدس و ملارد تنها می توانند از بین شهرهای نصیرشهر، رباط کریم و قرچک دست به انتخاب بزنند؛ به علاوه ساکنین شهرری نیز تنها با گزینه قرچک مواجه اند. این موضوع به خوبی نشان می دهد که طرح ملی مسکن، همچنان که از ساختار بنیادی آن -یعنی تهیه مسکن برای اقشار کم درآمد- هویداست، اثر چندانی بر کاهش تقاضای مصرفی شهر تهران نخواهد داشت و تنها می تواند در میان مدت موتور رشد نرخ ها را خاموش کند. موتوری که در نهایت و بر اساس تجارب ۵۰ سال اخیر، سوخت اصلی اش همواره تورم بوده و احتمالاً خواهد بود!

با عنایت به جمیع موارد ذکر شده می توان گفت افق بازار مسکن علاوه بر وابستگی به نتیجه مذاکرات برجام و انتظارات تورمی -که تا حدی از ابهام آن کاسته شده است- به طرح ملی مسکن نیز وابسته است. اما همچنان که در شماره های پیشین نیز عنوان شد، می توان نرخ تعادلی ۱۲۰۰-۱۱۰۰ دلار برای هر مترمربع در تهران را شاخصی مناسب برای نرخ متعادل مسکن در نظر گرفت و در صورت انحراف از این میانگین، بازگشت دوباره نرخ به آن را افق پیش روی بازار مسکن دانست.

با توجه به احتمال حصول توافق در یک سال آتی با اعلام خبر آغاز مذاکرات وین، به نظر می رسد مهم ترین واقعه موثر بر افق بازار مسکن، جزئیات و نحوه اجرای طرح ملی مسکن است. عواملی مانند مکان زمین های تخصیص داده شده به این طرح، جزئیات دقیق و عملیاتی تأمین مالی باقی مانده اعتبارات لازم برای ساخت و ضریب دستیابی به هدف ۱ میلیون واحد مسکن در سال از جمله مهم ترین نکات پیرامون میزان اثرگذاری این طرح بر بازار مسکن است. برآیند این عوامل در نهایت مدل پاسخدهی دولت به تقاضای مصرفی را نشان می دهد. در صورتی که طرح ملی مسکن حتی به میزان موفقیت مسکن مهر نیز دریا، تعمیق رکود آغاز شده بر بازار مسکن حتمی و اجتناب ناپذیر است.





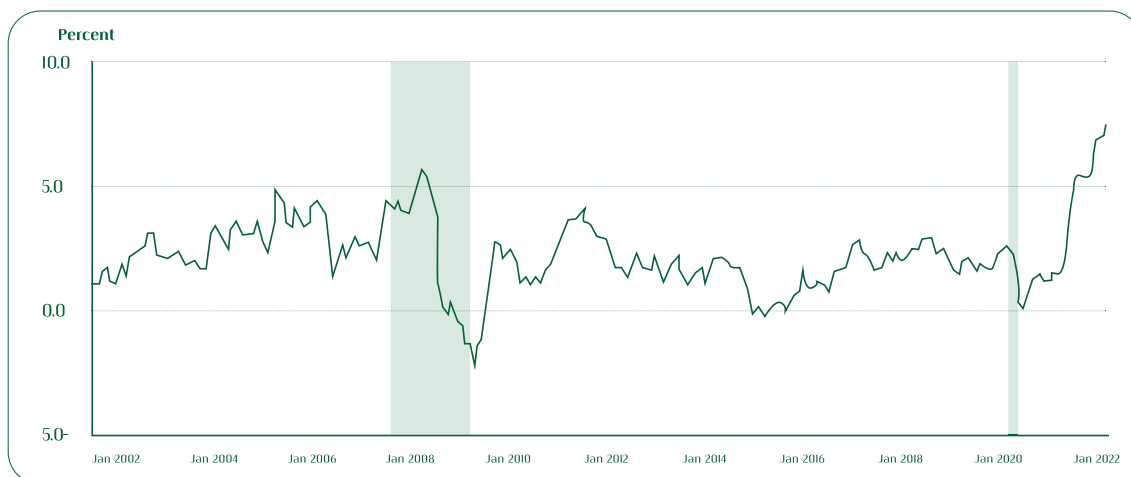


Gold Market

بازار طلا؛

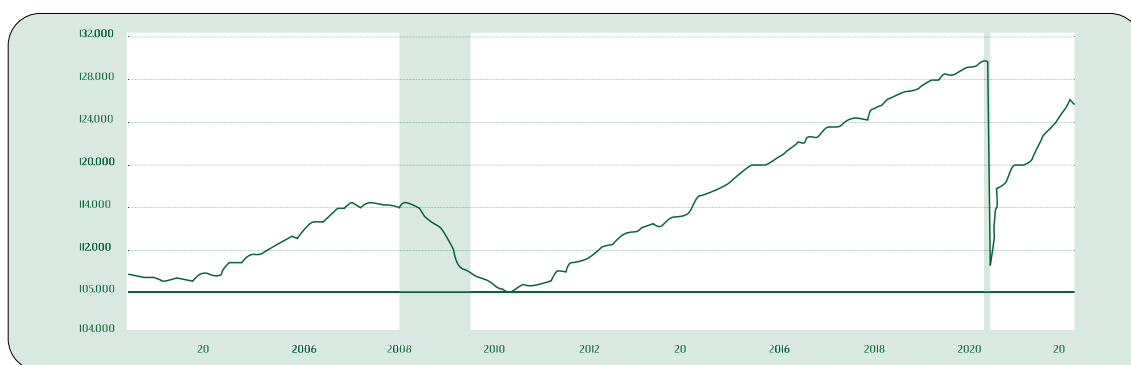
طنابکشی فدرال رزرو و تورم با چاشنی جنگ اوکراین

سال ۲۰۲۱ در حالی به پایان رسید که طلا به نسبت ابتدای این سال با کاهش مواجه بود. بهبود شرایط کرونا و شروع واکسیناسیون نشان داد که می‌توان از این وپروس کمتر ترسید و سیاست‌های انبساطی نیز به تبع بهبود شرایط کاهش خواهند یافت. ولی از سه ماهه سوم و چهارم سال ۲۰۲۱ اوضاع به گونه دیگر رقم خورد. نخست آنکه معلوم شد این وپروس از آنچه به نظر می‌رسد سمج‌تر است و دوم آنکه مشخص شد که تنگنای شدید عرضه از ناحیه نیروی کار و همچنین در حوزه نفت و انرژی وجود دارد. در نتیجه این تنگنای عرضه در عین وجود آمارهای قوی در اقتصاد ایالات متحده در زمینه بیکاری و دستمزدها، وضع تورم به شدت رو به وخامت گذاشت؛ آن هم نوع خاص و نادری از تورم به نام تورم سمت عرضه که حاصل کمیابی است. در ژانویه ۲۰۲۲ تورم مصرف‌کننده آمریکا به ۷,۵ درصد رسید که طی ۴ دهه بی‌سابقه بوده است.



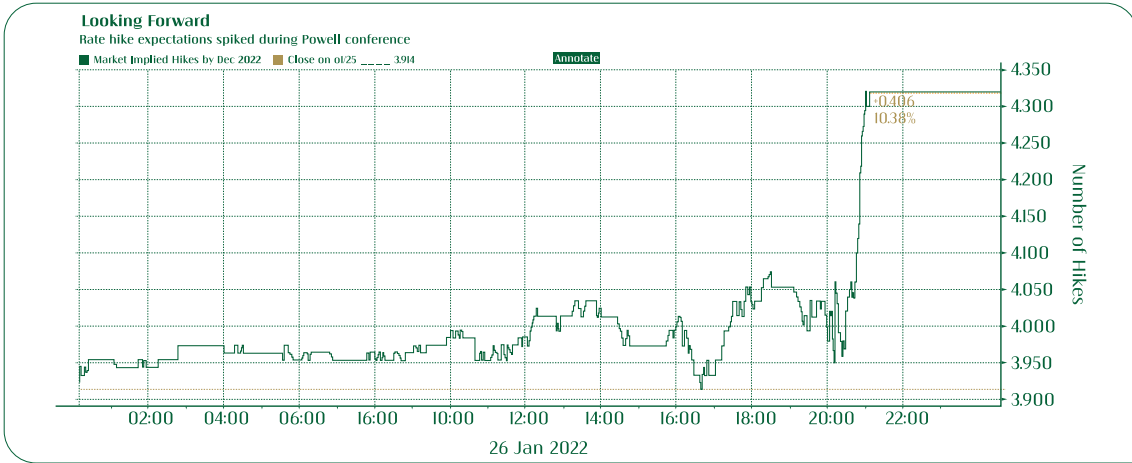
● نمودار ۳۱: تورم مصرف‌کننده ایالات متحده

در بخش نیروی کار دلیل اصلی کمبود، بحث کاهش مشارکت نیروی کار است، بدین شکل که کمک‌های دولتی و ادامه شرایط کرونایی موجب شده تا بخش مهمی از نیروی کار متقاضی اشتغال نباشد و این امر موجب افزایش دستمزدها شده است و حتی شغل‌های ساده ساعتی نیز دستمزدهای عجیبی را پیشنهاد می‌دهند تا امکان جذب نیروی کار را داشته باشند. در سمت انرژی نیز از یک سمت عربستان و روسیه با پایدن در زاویه هستند و عرضه را کنترل می‌کنند و در سمت دیگر سیاست‌های زیست محیطی در خود آمریکا مانع افزایش تولید این کشور شده است؛ در مرحله آخر نیز جنگ اوکراین وضع بحران انرژی را وخیم‌تر کرد و معلوم شد به سادگی نمی‌توان به کاهش التهاب در بازار انرژی امید داشت.



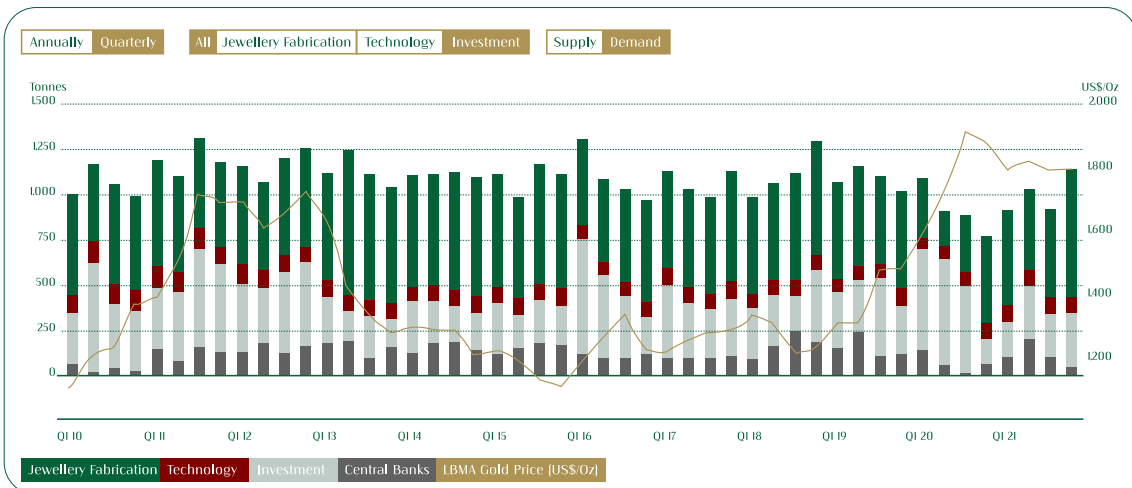
● نمودار ۳۲: رشد دستمزدها در ایالات متحده

در نتیجه این شرایط فدرال رزرو اولویت خود را به شدت بر روی کاهش تورم قرار داده است و آنچه در صحبت‌های پاول در مواقع اخیر محرز است نارضایتی عمیق وی از نرخ تورم و وضعیت ترازنامه فدرال رزرو است. در نتیجه این مواضع بازارها به این نتیجه رسیده‌اند که فدرال رزرو به شکلی تهاجمی و طی ۴ الی ۶ بار اقدام به افزایش نرخ بهره خواهد کرد. این امر در ظاهر می‌تواند موجب افزایش شاخص دلار و تضعیف طلا شود ولی مسأله چند بعد دیگر نیز دارد؛ نخست آنکه بحران اوکراین به شدت جدی است و این یعنی تنگنای عرضه وضعیت وخیمی دارد و در سمت دیگر در ماه فوریه رشد دستمزدها متوقف شد، به نظر با شرایط فعلی در قیمت‌های انرژی سیاست‌های تهاجمی می‌تواند به رکود تورمی منجر شود که مطلوب فد نیست و این در حالی است که ریسک اوکراین نقش بسیار پررنگ‌تری را در بازارهای جهانی خصوصاً بازار طلا ایفا می‌کند.

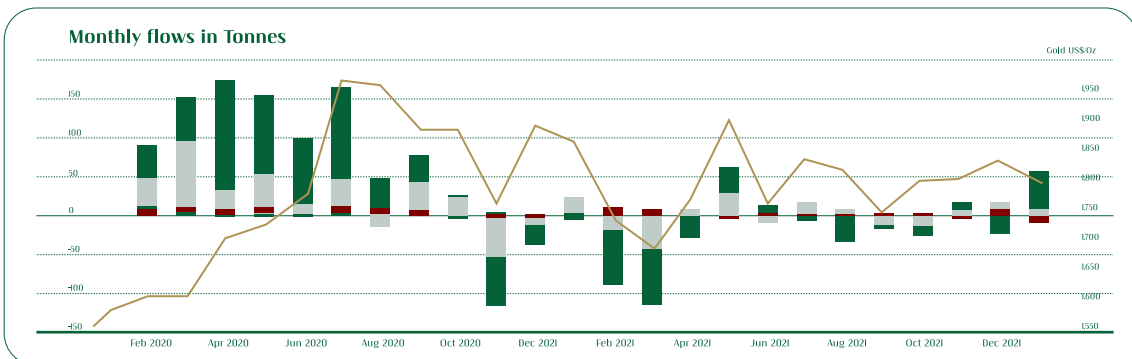


● نمودار ۳۳: افزایش چشم‌انداز افزایش بیش از چهار بار نرخ بهره پس سخنرانی رئیس فدرال رزرو در ماه ژانویه

در تکمیل موارد گفته شده، در سال ۲۰۲۲ ریسک‌های سیستماتیک نیز بالاست. مهمترین نمونه این وضع را می‌توان در اصطکاک‌های غربی شرقی بین آمریکا و چین و روسیه دید. مسأله‌ای که در اوکراین به یک جنگ و رویارویی تمام عیار منتهی شد و در سمت چین نیز مواضع به نسبت تابوان هراس‌انگیز است. با این تفاسیر طلا هر چند موتور ریسک کرونا را از دست داده ولی موتور ریسک تنش‌های دیپلماتیک با سیاست‌های سنجیده بایدن! جای آن را گرفته است. شاید به همین دلیل است از پایان سال ۲۰۲۱ صندوق‌های طلا مجدداً وارد بازار شدند و گل‌دمن ساکس کماکان روی طلا سرمایه‌گذاری می‌کند.



● نمودار ۳۴: وضعیت تراز عرضه و تقاضای طلا



● نمودار ۳۵: جریان سرمایه صندوق‌های قابل معامله طلا و ورود دوباره در نیمه دوم ۲۰۲۱



999.9
FINE
GOLD

NET WT
1000g

1000g

999.9
FINE
GOLD

NET WT
1000g

NET WT
1000g

پیش بینی قیمت اونس جهانی

بنا بر آنچه ذکر شد طلا از سمت تورم و ریسک‌های جهانی تقویت می‌شود و از سمت واکنش‌های فدرال رزرو و افزایش نرخ بهره در معرض فشار است. در مجموع طلا از سمت ریسک‌ها در حال شارژ است و تورم سمت عرضه با وضعیت اوکراین عمیق‌تر می‌شود. در شرایط ریسک جنگی دقیقاً نمی‌توان وضعیت را پیش‌بینی کرد ولی به نظر اگر ریسک جنگ کنترل شود، انس بتواند از سطح ۲۰۰۰ دلار عقب بنشیند ولی این مقدار به دلیل تورم و ریسک‌های عمیق زیاد نخواهد بود و احتمالاً طلا محدوده ۱۹۰۰ دلار را حفظ کند.

سکه ۸،۱۳۳ گرم طلای ۲۱،۶ عیار (۱۰۰۰در۹۹۰)

هر اونس تقریباً ۳۱،۱۰۳۴۳۱ گرم (۱۰۰۰در۹۹۹)

ضریب تبدیل سکه به اونس: ۰،۲۳۵۴۲

هر ۴،۲۴۹ سکه برابر است با یک اونس

پیش‌بینی قیمت سکه طلا بر مبنای سناریوهای مختلف نرخ دلار (تومان)			اونس جهانی
۳۰،۰۰۰	۲۶،۰۰۰	۲۳،۰۰۰	
۱۳،۵۰۲،۴۵۰	۱۱،۷۰۲،۱۲۳	۱۰،۳۵۱،۸۷۸	۱،۸۵۰
۱۳،۸۶۷،۳۸۱	۱۲،۰۱۸،۳۹۷	۱۰،۶۳۱،۶۵۹	۱،۹۰۰
۱۴،۲۳۲،۳۱۲	۱۲،۳۳۴،۶۷۰	۱۰،۹۱۱،۴۳۹	۱،۹۵۰
۱۴،۵۹۷،۲۴۳	۱۲،۶۵۰،۹۴۴	۱۱،۱۹۱،۲۱۹	۲،۰۰۰
۱۴،۹۶۲،۱۷۴	۱۲،۹۶۷،۲۱۷	۱۱،۴۷۱،۰۰۰	۲،۰۵۰
۱۵،۳۲۷،۱۰۵	۱۳،۲۸۳،۴۹۱	۱۱،۷۵۰،۷۸۰	۲،۱۰۰
۱۵،۶۹۲،۰۳۶	۱۳،۵۹۹،۷۶۵	۱۲،۰۳۰،۵۶۱	۲،۱۵۰

جدول ۷: تحلیل حساسیت قیمت طلا

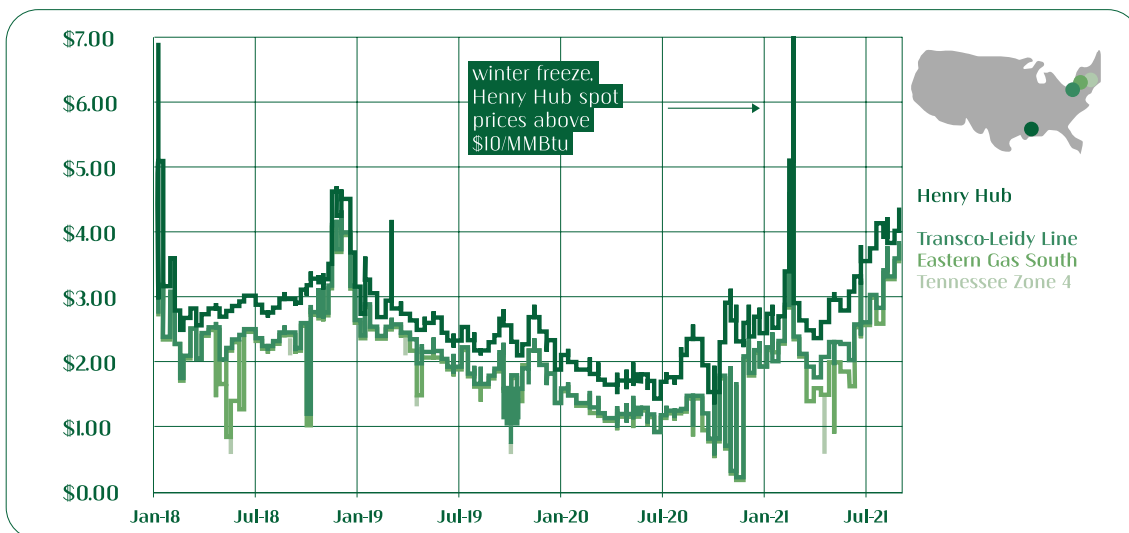
کامودیتی‌ها؛

بحران انرژی و تنگنای عرضه

Commodities

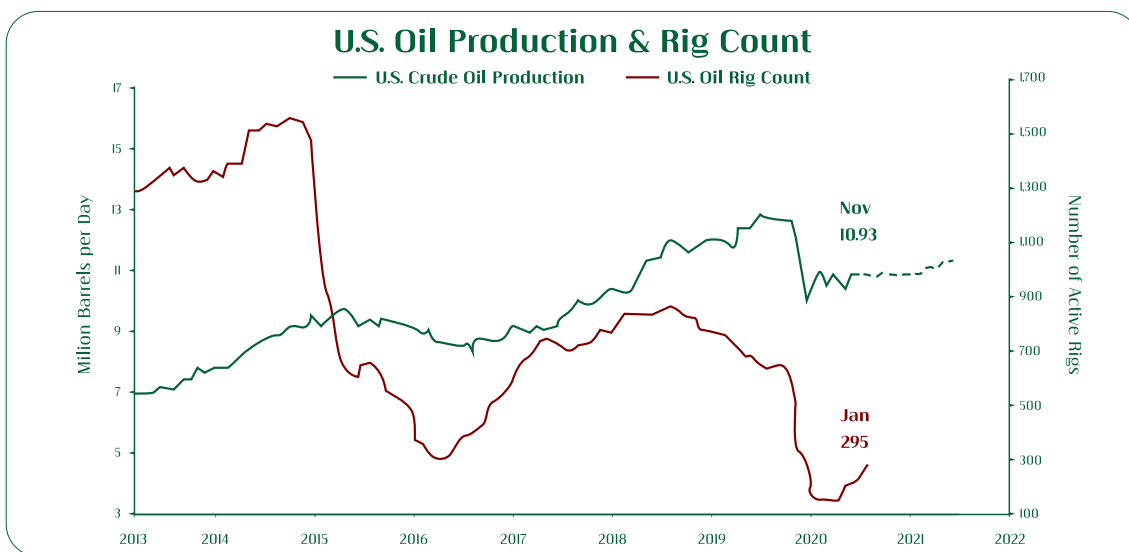


شاهبیت وضعیت بازارهای جهانی کامودیتی در سال ۲۰۲۱ و فصل زمستان بحران شدید انرژی است که خود را در قیمت تمامی کامودیتی‌ها بروز می‌دهد و حتی مسائل ژئوپولیتیک و سیاست‌های داخلی کشورها را نیز مورد تأثیر قرار داده است. ماجرای بحران انرژی از دو ناحیه اصلی حادث شده است. یک بخش در ماجرا بر گردن وضعیت تنش‌های روسیه و غرب است و بخش دیگر در داستان‌های بازار نفت. در سمت عرضه گاز، روسیه ۵۰ درصد از واردات گاز طبیعی اروپا را پوشش می‌دهد و مابقی توسط نروژ و الجزایر انجام می‌گیرد. در طول همه‌گیری کرونا، صادرات کلی گاز از روسیه کاهش یافت زیرا با کاهش فعالیت اقتصادی تقاضای کمتری وجود داشت. روسیه با بهانه خالی بودن ذخایر گاز خود در سرمای امسال با عرضه کمتر در سال جاری، به ویژه از طریق خطوط لوله اوکراین و بلاروس به شدت منجر به بحران انرژی در گاز اروپا شد و قیمت هاب‌های گازی هلند و بریتانیا پرواز کردند و به تبع این مورد نرخ برق نیز به رکوردهای تاریخی رسید. کمبود شدید انرژی خود را به شکلی دیگر نشان داد و تقاضا به سمت کالاهای جایگزین چون نفت و زغال‌سنگ رفت. این در حالی است که در سمت ایالات متحده هم این وضع جالب نبود و نرخ گاز هنری هاب با اوج‌گیری همراه بود، پس از شدت گرفتن جنگ اوکراین این وخامت در وضعیت شدت گرفت و قیمت انرژی به اعداد هراس‌انگیزی رسید.



● نمودار ۳۶: نرخ گاز در ایالات متحده

در بخش نفت نیز ماجرا از دو روند نشأت می‌گیرد؛ بخش اول اوپک پلاس (با رهبری عربستان و روسیه) هم با نگاه فشار به دولت بایدن و هم با رویکرد استفاده از فرصت موجود، عرضه را کنترل می‌کند تا از نفت ۹۰-۸۰ دلار کمال استفاده را ببرد چراکه می‌داند در سالیان آتی و با توسعه انرژی‌های تجدیدپذیر قیمت‌های فعلی نفت یک فرصت نهایی است. در سمت ایالات متحده نیز رویکردهای زیست محیطی موجب شده تا بخش مهمی از تولید نفت



● نمودار ۳۷: تعداد چاه‌های حفاری نفت در ایالات متحده

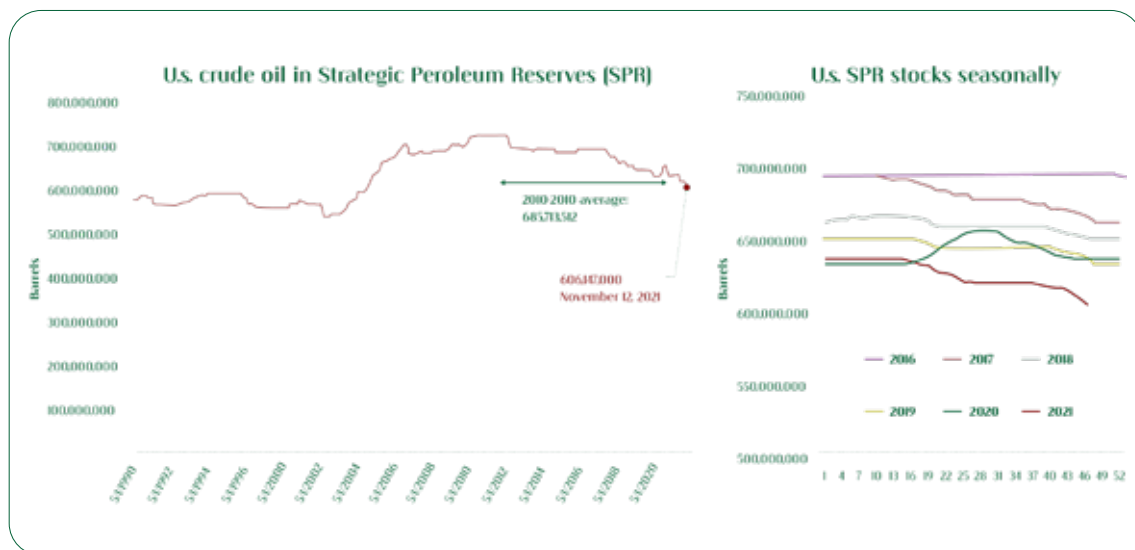
ایالات متحده از مدار خارج شود و حتی با این قیمت‌ها بازنگردد. در این بین جنگ اوکراین بار دیگر خود را نشان داد و قیمت‌های محدوده ۱۲۰-۱۳۰ دلار یک فاجعه تمام عیار در بازار انرژی را به بار آورد. در جمع‌بندی اینکه در بخش نفت هم سمت عرضه به دلیل بحران اوکراین و عدم افزایش تولید در آمریکا موجب بحران شده است ولی شاید بتوان گفت که در این قیمت‌های نفت با توجه به اثر تورمی آن، کمی صدای سمت تقاضا دربیاید و با دست و پا زدن کشورهای واردکننده نفت و یا بازگشت ایران به بازار جهانی بتوان کمی مسأله را مدیریت کرد ولی کماکان فقدان روسیه بسیار عظیم ارزیابی می‌شود و نمی‌توان در کوتاه مدت برای آن جایگزینی یافت.

در مجموع اثر بحران انرژی و اوکراین به صورت مستقیم و غیرمستقیم به فرآورده‌های پتروشیمی و فلزات نیز منتقل شده است. هرچند که اثر این مورد بر هر یک کامودیتی‌ها گوناگون بوده است و در این شماره به این مورد پرداخته شده است.

نفت

صنعت نفت سال ۲۰۲۰ را به عنوان یکی از آشفته‌ترین سال‌ها در تاریخچه خود به یاد خواهد آورد. با گذشت مدتی از شیوع بیماری کرونا و افزایش واکسیناسیون در سطح جهان، بازارها علی‌الخصوص بازار نفت شاهد بهبود تقاضا و همچنین رشد قیمت‌ها بودند. در سال ۲۰۲۱، اقتصاد جهان به طور قابل توجهی پس از شیوع پاندمی در سال ۲۰۲۰ بهبود یافت. با این حال، این بیماری همه‌گیر همچنان یک چالش بزرگ در طول سال ۲۰۲۱ بود، به ویژه با ظهور سویه‌های جدیدی مانند دلتا و اومیکرون. علی‌رغم این جهش‌های جدید و تاخیر کرونا بازار جهانی نفت به بهبود چشمگیر خود در سال ۲۰۲۱ ادامه داد که ناشی از تقاضای قوی جهانی برای نفت همراه با کاهش تدریجی قرنطینه در سراسر جهان بود.

آمار همه ذخایر نفت خام، بنزین، سوخت جت آمریکا، در ژانویه سال ۲۰۲۲، به پایین‌ترین سطح در هفت سال گذشته رسیده است و همین محرک افزایش قیمت نفت است. سرمایه‌گذاران انتظار دارند که اومیکرون علی‌رغم سرعت انتشار بسیار بالا، منجر به افزایش محدودیت‌ها نشود. ذخایر نفت زیر متوسط ۵ ساله اخیر قرار دارد و در سال ۲۰۲۱ کاهش آن به وضوح قابل برداشت است.



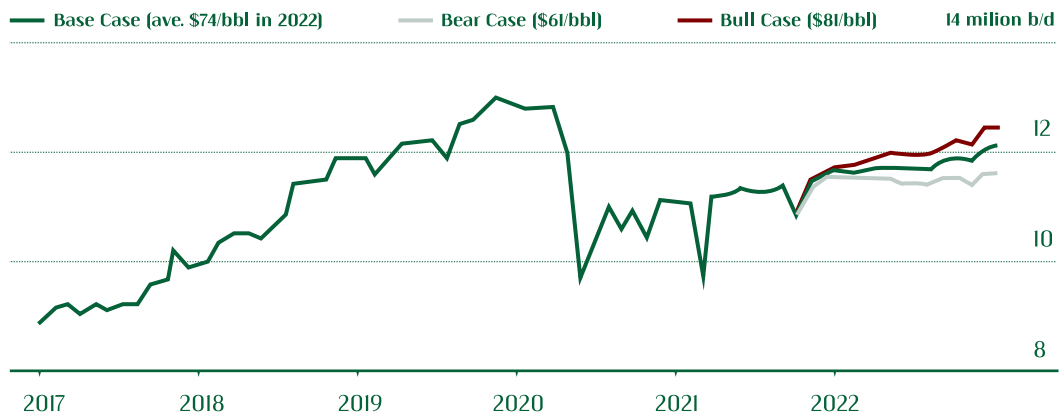
● نمودار ۳۸: تغییر وضعیت ذخایر استراتژیک نفت آمریکا در سال ۲۰۲۱

در ماه اکتبر سال ۲۰۲۱ قیمت نفت موتور محرک دیگری پیدا کرد و به پشتوانه افزایش قیمت گاز در اروپا و آسیا، افزایش بیش از ۱۲ درصدی داشت. انتظارات برای افزایش تقاضای نفت در پی تغییر مصرف از گاز به نفت، قیمت نفت در زمستان به صعود خود ادامه داد. در سمتی دیگر بازار نفت در بعد سیاسی نیز به شدت متأثر از حوادث است تنش‌های میان اوکراین و روسیه همگی محرک قیمت نفت بود.

در این میان نکته‌ی دیگر خود نمایی می‌کند اینکه تولیدکنندگان عمده در سازمان کشورهای صادرکننده نفت (اوپک) و متحدانش به رهبری روسیه که مجموعاً اوپک پلاس نامیده می‌شوند، برای افزایش سطح تولید خود با بسیار با کندی و محافظه‌کاری پیش می‌روند. دلیل این امر را باید در دو عنصر سیاسی و وضعیت بازار نفت یافت. در بعد سیاسی دو رهبر اصلی اوپک پلاس یعنی روسیه و عربستان با کنترل عرضه سعی در افزایش قیمت دارند ولی در سمت دیگر عرضه نیز در عین قیمت‌های بالا عرضه‌چندانی وجود ندارد و دلیل عمده این امر عدم افزایش تولید آمریکا پس از دوره کروناست. تولید نفت ایالات متحده بعد از پاندمی به هیچ وجه به اندازه قبل همه‌گیری نرسیده و یکی از دلایل این امر نیز سیاست‌های زیست محیطی دولت بایدن و بی‌میلی شرکت‌ها به سرمایه‌گذاری است.

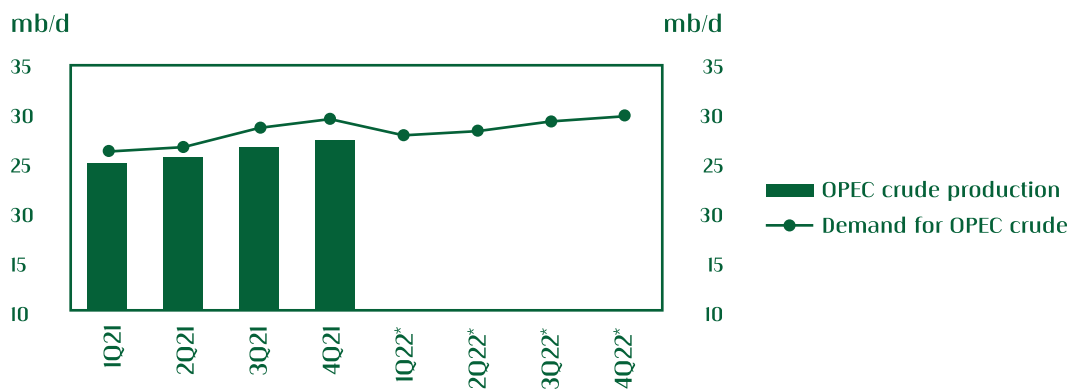
Modest Recovery

Shale oil production has a long way back to its pre-pandemic record



● نمودار ۳۹: فاصله تولید آمریکا با سقف خود در دوره ترامپ

در سال ۲۰۲۲، انتظارات بر این است که رشد تولید اوپک پلاس، نفت خام ایالات متحده و سایر کشورهای غیراوپک از رشد مصرف جهانی نفت پیشی بگیرد و به کاهش قیمت برنت از سطح فعلی به میانگین سالانه ۷۲ دلار در هر بشکه کمک کند. همانطور که در نمودار ذیل مشاهده می‌شود از اواخر فصل اول سال ۲۰۲۲ میزان تولید نفت دنیا از میزان مصرف آن پیشی خواهد گرفت و این مسأله موجب تعدیل قیمت نفت از سطوح فعلی خواهد شد.



● نمودار ۴۰: تغییر وضعیت تراز عرضه و تقاضای نفت اوپک در ۲۰۲۲ و کسری عرضه

در گزارشات اوپک نیز این شکل از کمبود عرضه در سال ۲۰۲۲ مشخص است ولی در نیمه دوم سال ۲۰۲۲ انتظار افزایش عرضه از ناحیه غیراوپک افزایش یابد در سمت دیگر عرضه اوپک نیز قابلیت افزایش بیشتر دارد، خصوصاً که در این بخش ایران نیز حضور دارد. در سمت تقاضا نیز کاهش تقاضا به دلیل بحران انرژی می‌تواند التهاب نرخ‌های فعلی را کاهش دهد.

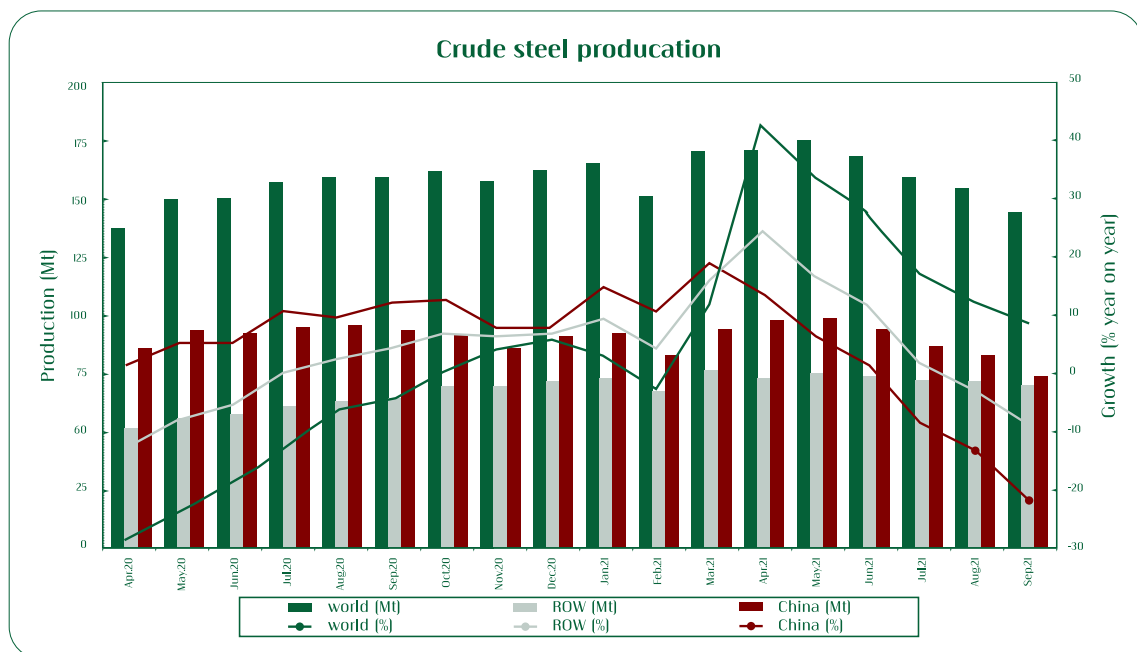
	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	2022/21
(a) World oil demand	96.63	99.13	99.75	101.28	102.90	100.79	4.15
Non-OPEC Liquids production	63.65	66.01	66.19	66.70	67.74	66.66	3.02
OPEC NGL and non-conventionals	5.14	5.23	5.26	5.29	5.31	5.27	0.13
(b) Total non-OPES Liquids production and OPEC NGLs	68.79	71.24	71.45	71.98	73.05	71.94	3.15
Difference (a-b)	27.84	27.89	28.30	29.30	29.84	28.85	1.01

● جدول ۸: پیش‌بینی اوپک از عرضه و تقاضا در ۲۰۲۲

در فصل زمستان از یک رو ریسک‌ها و از یک رو کمبود عرضه خودنمایی می‌کند و گویا وضعیت ریسک‌های عرضه از ناحیه روسیه قصد آرام شدن ندارد ولی نکته مهم دیگر در این بین نیز کم و کیف بازگشت ایران به بازار نفت است. در مجموع در صورت بهبود شرایط و بازگشت ایران به بازار جهانی کاهش نفت برنت به محدوده ۸۰ دلار در سه ماهه دوم و سوم ۲۰۲۱ محتمل است ولی در سمت مقابل ادامه کسری شدید عرضه می‌تواند قیمت نفت را در سطوح بالاتر از ۱۰۰ دلار و نزدیک به ۱۲۰ دلار حفظ کند.

فولاد

داده‌های اداره آمارهای ملی چین نشان می‌دهد که سطح تولید فولاد خام این کشور در سال گذشته میلادی (۲۰۲۱) معادل با ۱,۰۳ میلیارد تن بوده است که ۳ درصد کاهش نسبت به سال ۲۰۲۰ و اولین افت ظرف ۶ سال اخیر را نشان می‌دهد. پکن در سال گذشته میلادی به جهت کنترل آلاینده‌های گلخانه‌ای و در راستای هدف دست یافتن به اهداف آلاینده‌های کربنی خود تا سال ۲۰۳۰، فشار زیادی را به واحدهای فولادی وارد کرد. در کوتاه مدت انتظار می‌رود عواملی همچون تعطیلات سال نوی چینی و برگزاری مسابقات المپیک زمستانی در این کشور، بر تولید فولاد این کشور سنگینی نماید. احتمال می‌رود در سمت تقاضای فولاد نیز در این کشور کاهش سالیانه دیگری در سال ۲۰۲۲ مشاهده شود. شاخص قیمت فلزات و مواد معدنی در سه ماه سوم سال ۲۰۲۱ تقریباً ثابت بود با این حال ۴۶ درصد از مقدار سال گذشته بالاتر بود. به دلیل کاهش عرضه، کمبود برق و سیاست‌های چین برای کاهش مصرف انرژی حاصل از فرآوری فلزات، قیمت بیشتر فلزات پایه افزایش داشتند. از سوی دیگر، به دلیل کاهش تولید فولاد در چین و افزایش صادرات سنگ آهن از استرالیا و برزیل، قیمت سنگ آهن در طول سه ماه نزدیک به ۶۰ درصد کاهش یافت. پیش‌بینی می‌شود که در سال ۲۰۲۲ این شاخص تا ۵ درصد کاهش داشته باشد. کاهش شدید قیمت سنگ آهن در سه ماه اخیر به دلیل کاهش در تولید فولاد چین رخ داده است. همچنین پیش‌بینی می‌شود مصرف فولاد در سال ۲۰۲۲ به میزان ۱,۲ درصد نسبت به سال گذشته کاهش یابد که این امر به دلیل ضعف در بخش ساخت و ساز و اهداف کربنی و محدودیت‌های زیست محیطی دولت است.

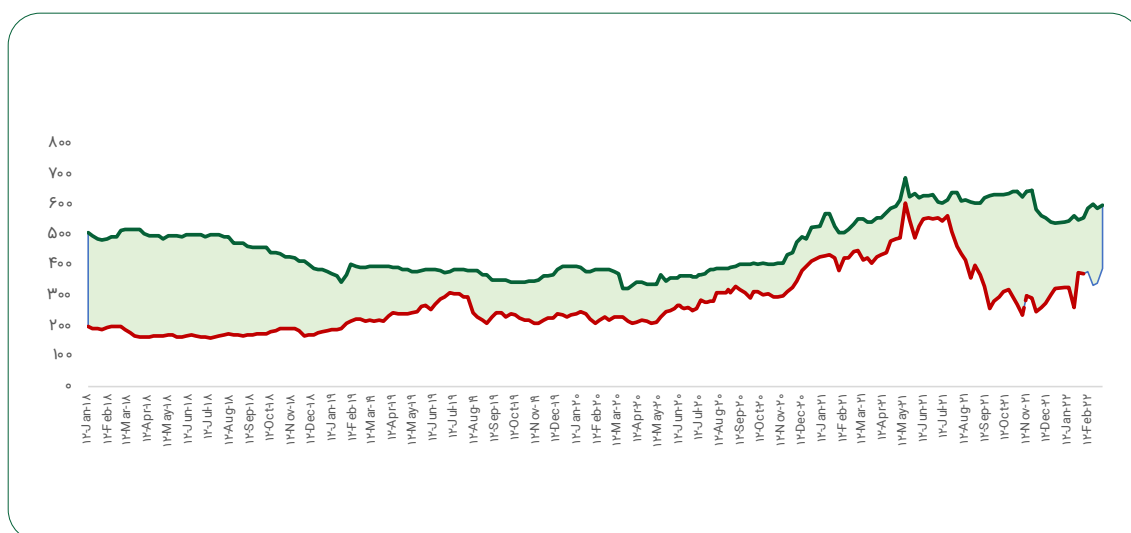


● نمودار ۴۱: کاهش تولید فولاد در سال ۲۰۲۱

طی چند ماه گذشته یکی از بزرگترین تولیدکنندگان فولاد جهان با نام Evergrande که متعلق به کشور چین است، با بحران املاک و مستغلات مواجه شد و به یکباره صنعت فولاد و ساختمان سازی را با بحران بزرگی مواجه نمود. با این اتفاق قیمت فولاد از اوج خود فاصله گرفت و دچار کاهش شد. در حال حاضر به نظر می‌رسد که مشکل این شرکت تا حدودی رفع شده است و این مسئله قیمت فولاد را بیشتر از این تحت تأثیر قرار نخواهد داد. در چین، بخش ساخت و ساز با یک نقطه عطف مواجه است و بخش املاک و مستغلات به احتمال زیاد وارد دوره اصلاح می‌شود زیرا دولت تلاش می‌کند تا با مشکلات ساختاری این بخش مقابله کند. چشم‌انداز پروژه‌های زیرساختی جهانی تحت تأثیر دو نیروی متضاد است.

قیمت زغال سنگ تحت تأثیر قیمت سایر سوخت‌ها قرار می‌گیرد. هنگامی که سایر سوخت‌ها دارای قیمت جذاب‌تری هستند، تقاضا برای زغال سنگ کاهش می‌یابد و زمانی که قیمت سایر سوخت‌ها افزایش می‌یابد، زغال سنگ جذاب‌تر می‌شود. تقاضای جهانی زغال سنگ در سال ۲۰۲۰، ۴ درصد کاهش یافت که بزرگترین کاهش از زمان جنگ جهانی دوم است. محرک اصلی کاهش تقاضا، کاهش تقاضای برق به دلیل محدودیت‌های کرونا و رکود اقتصادی ناشی از آن بود. همچنین همه‌گیری کرونا در جهان بر تولیدات صنعتی به ویژه فولاد و سیمان اثر گذاشت و تقاضای زغال سنگ را بیشتر کاهش داد. انتظار می‌رود تا پایان سال ۲۰۲۱ برنامه کاهش تولید فولاد چین در پی کمبود برق ناشی از رشد شدید تولید صنایع انرژی در ماه‌های آتی بر تقاضای زغال سنگ اثر گذاشته و قیمت‌ها وارد روند نزولی شوند. با سیاست گذاری مناسب دولت چین تولید زغال سنگ این کشور از مرز روزانه ۱۲ میلیون تن عبور کرده و به بالاترین سطح تاریخ در ماه نوامبر رسیده است. این موضوع عامل افت قیمت زغال سنگ شده است.

در ماه‌های اخیر اسپرد تبدیل سنگ آهن به بیلت در حال کاهش می‌باشد و این به دلیل افزایش قیمت سنگ آهن در هفته‌های اخیر است. عمده این مسأله ناشی از ادامه کمبود عرضه در سنگ آهن است و این در حالی است که تولید فولاد در چین بسیار کاهش داشته است. هرچند تجزیه و تحلیل‌های دولتی حاکی از آن است که روند عرضه و تقاضا برای سنگ آهن به طور کلی ثابت است و ذخایر داخلی در بالاترین میزان خود در سال‌های اخیر قرار دارند. منتهای امر در ایام اخیر بحران اوکراین بازار فولاد را نیز از خود متأثر کرده است در یک سمت عرضه فولاد و سنگ آهن در ناحیه دریای سیاه کم شده است، از سوی دیگر مشکل شدید افزایش کرایه حمل مشاهده می‌شود و قیمت انرژی نیز سر به فلک می‌کشد. در جمع‌بندی کاهش محدودیت تولید چین و تقاضای کم رقیب ساختمانی چین نرخ فولاد جهانی قابلیت اصلاح دارد ولی بحران اوکراین امکان حفظ شمش فولادی دریای سیاه در محدوده‌های بالای ۶۰۰ دلار را فراهم کرده و اصلاح قیمت‌ها امکان تعویق زمانی دارد.

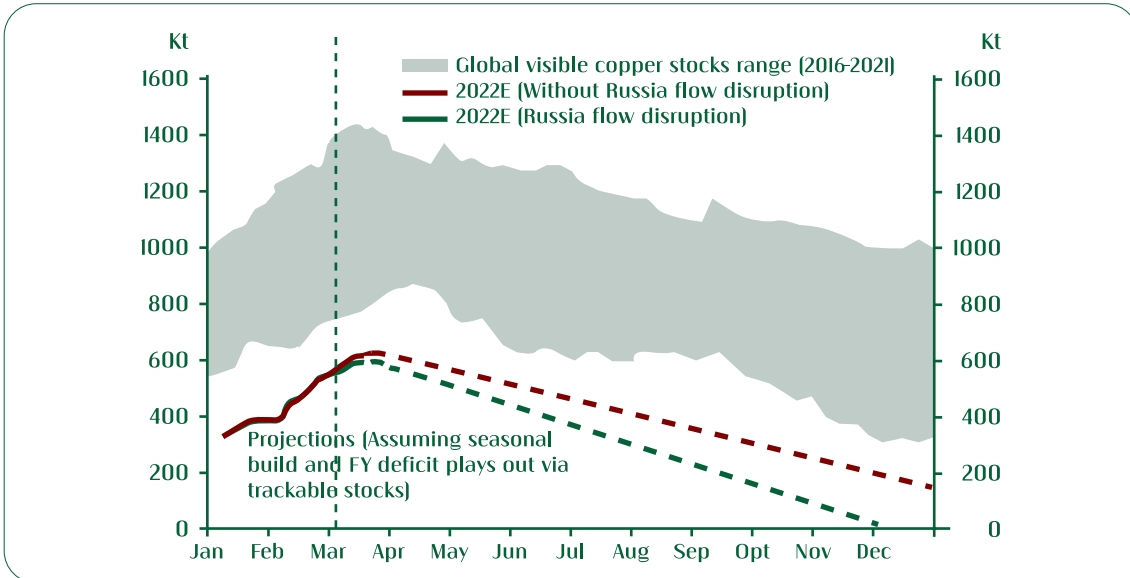


● نمودار ۴۲: حاشیه تبدیل سنگ آهن به فولاد

مس

قیمت مس بار دیگر در اواسط ماه فوریه به سطوح نزدیک ۱۰,۰۰۰ دلار رسید. در سال ۲۰۲۱ یکی از عوامل تقویت قیمت مس، تقاضای قوی چین و در تقابل با عرضه محدودتر از ناحیه آمریکای جنوبی و بحران اوکراین عنوان می‌شود. در عین حال به دلیل سیاست‌های تهاجمی دولت آمریکا در افزایش نرخ بهره برخلاف افزایش ۵۱ درصدی قیمت مس در سال ۲۰۲۱، پیش‌بینی می‌شود که مس در سال ۲۰۲۲ کاهش ۵ درصدی داشته باشد. در سمت دیگر انتظار می‌رود که عرضه معادن در سال بعد افزایشی باشد. بنابر نظرسنجی انجام شده توسط رویترز، از آن جا که سطوح عرضه معادن بالا رفته است. البته پرو و شیلی نیز دو کشور با سهم ۴۰ درصد در تولید مس دنیا، به شدت طرفدار افزایش حقوق دولتی معادن مس هستند و این موضوع می‌تواند موجب افت سرمایه‌گذاری و تضعیف عرضه در بلندمدت در بازارهای جهانی شود.

مس یکی از ذینفعان اصلی انتقال انرژی است و مصرف آن برای وسایل نقلیه الکتریکی، شارژ، تولید انرژی‌های تجدیدپذیر و ذخیره‌سازی شبکه کاملاً صعودی است. همین مسأله باعث رشد تقاضا خواهد بود و حتی در تقابل با افزایش عرضه معادن مس، کاهش قابل توجه در قیمت مس انتظار نمی‌رود. به نظر قیمت هر یک تن مس در سال ۲۰۲۲ در اثر بهبود عرضه و در عین سیاست‌های فدرال رزرو سیاست‌های فدرال رزرو امکان حفظ محدوده ۹,۶۰۰ دلار در هر تن را داشته باشد.

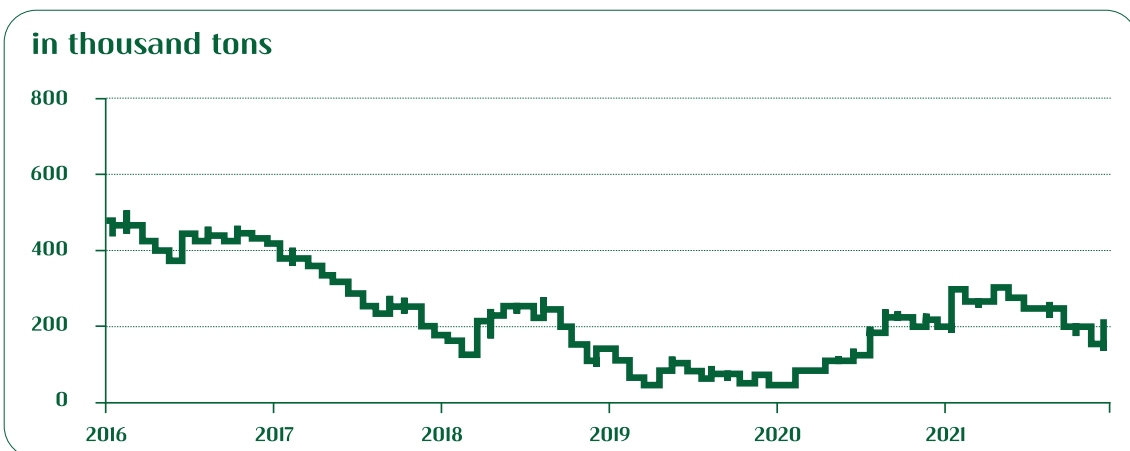


نمودار ۴۳: کسری عرضه مس در سال ۲۰۲۲ و بحث تحریم‌های روسیه

روی

قیمت روی در شروع سال جدید میلادی (۲۰۲۲) به سطوح بالایی رسید و رکوردهای جدیدی را ثبت کرد. عمده این افزایش ناشی از کمبود برق در مناطق تولیدکننده اصلی، از جمله چین و اروپا، و اختلالات عرضه در مکزیک بوده است. در منطقه‌ای از چین، کمبود انرژی، استخراج و ذوب روی را با محدودیت مواجه کرد و در واکنش به این موضوع مقامات چینی ذخایر دولتی را در جهت تقویت عرضه آزاد کردند. نایراستار، شرکت بلژیکی و تأثیرگذار در صنعت روی و فلزات شناخته شده است. تعطیلی این شرکت در روند قیمت‌ها تأثیرگذار است. در ماه اکتبر این شرکت طی افزایش قیمت برق، تولید در کارخانه‌های روی خود را کاهش اعلام کرد. در حال حاضر نیز با توجه به قیمت‌های بالای برق در اروپا که نشانه‌ای از کاهش نیز در آن دیده نمی‌شود، کارخانه‌های خود را در حالت تعمیر و نگهداری قرار داده است. پیش از این گلنگور کارخانه روی Portovesme خود را به همین دلیل تعطیل کرده است. کاهش غیرمنتظره این دو کارخانه باعث ایجاد حفره ۲۶۰،۰۰۰ تنی در زنجیره تأمین روی اروپا شده است. این مسأله باعث کاهش در تولید روی و افزایش قیمت روی شده است. با توجه به انرژی بر بودن فلز روی این کاهش در تولید روی طبیعی می‌باشد. از طرفی نیز قیمت‌های بی‌سابقه گاز طبیعی، برخی از شرکت‌های انرژی بر را مجبور می‌کند تا تولید خود را کاهش دهند، روندی که به اختلال در زنجیره تأمین جهانی می‌افزاید.

در سمت مقابل عرضه معادن روی افزایش یافته است و در انتهای ماه اکتبر تولید معادن روی در مقایسه با مدت مشابه در سال قبل افزایش ۶ درصدی داشت ولی بحران انرژی در اروپا به حدی عمیق است که روی ۴۰۰ دلاری به راحتی اتفاق افتاد. به نظر روی بتواند کمی اصلاح داشته باشد ولی وضعیت تولید اروپا و بحران انرژی قیمت‌های بالاتر از ۳۳۰۰ دلار در هر تن را حفظ کند.

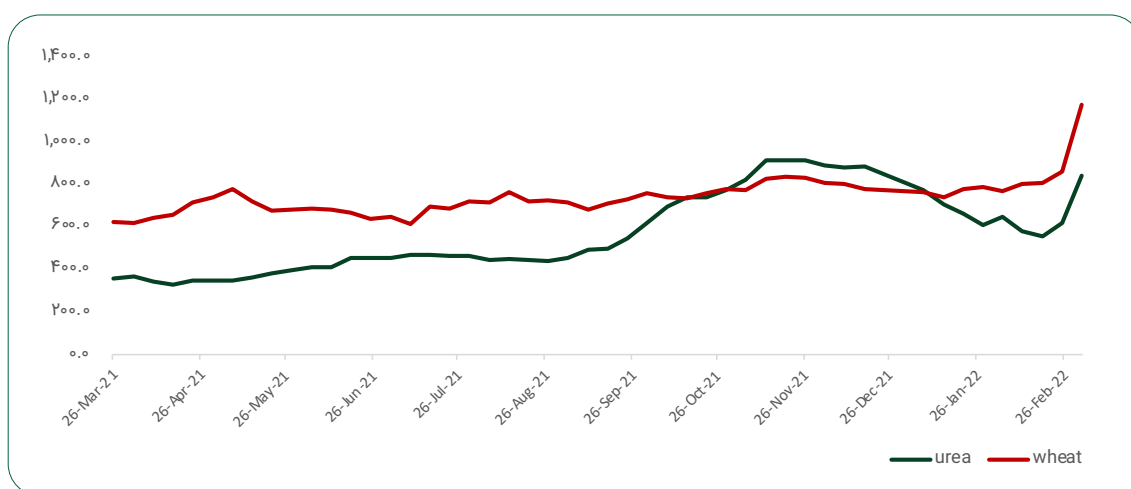


نمودار ۴۴: کاهش ذخایر انبارهای LME در اثر بحران انرژی در سال ۲۰۲۱

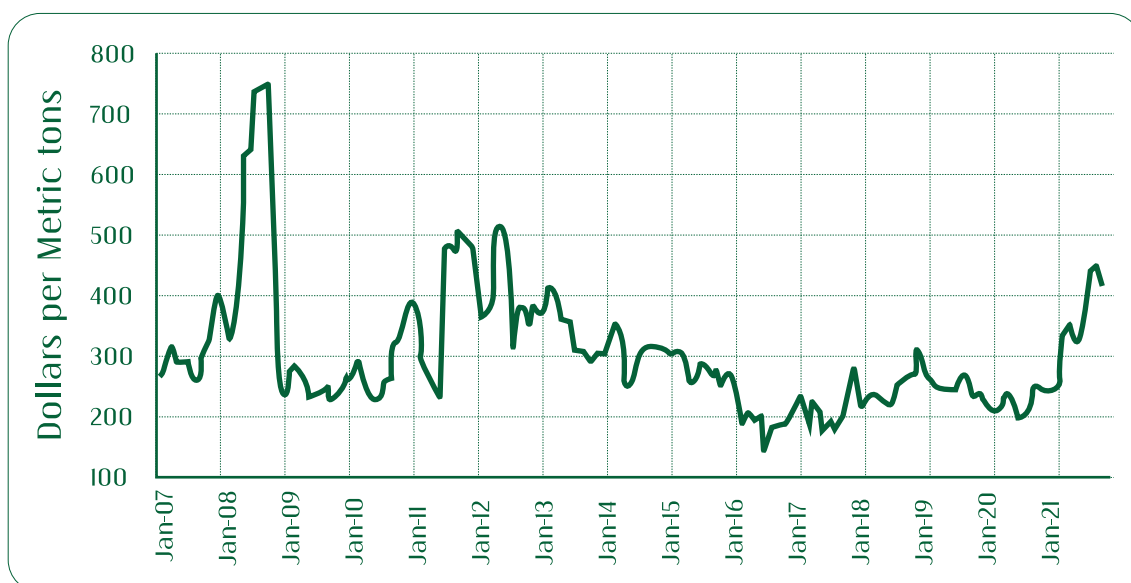
اوره

قیمت یک تن کود اوره در سالهای ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۰، معادل ۱,۳۸ تن گندم بود ولی در حال حاضر معادل ۲,۲ تن گندم شده است. دلیل مهم این امر را باید در افزایش شدید غلات و کالاهای کشاورزی جست و جو کرد که همگی رشدهای شگفت‌انگیز داشته‌اند. دلیل رشد قیمت جهانی مواد غذایی را باید در سه نقطه جست و جو کرد. نخست آنکه تجربه سال ۲۰۰۸ نشان می‌دهد که سیاست‌های تسهیل مقداری از ناحیه ایالات متحده منجر به تورم شدید مواد غذایی می‌شود. دوم، بحران اوکراین و تأثیر آن بر نرخ گاز و غلات قرار دارد و سوم آنکه در فصل گرم سال ۲۰۲۱، خشکسالی موجب کاهش تولید محصولات کشاورزی شد.

در سمت عرضه نیز شرایط به نفع قیمت اوره است. از یک سو تولید و صادرات اوره چین که عمدتاً از زغال سنگ است کاهش یافت و قیمت نهاده‌های تولیدی این محصول نیز با قیمت‌های بالای گاز طبیعی و زغال سنگ تقویت شدند. به این موارد تقاضای قوی هند را نیز باید اضافه کرد. به نظر ادامه محدودیت‌های سمت عرضه قیمت اوره در سال ۲۰۲۲ را در سطوحی بالاتر از میانگین‌های تاریخی و در محدوده ۶۵۰ دلار حفظ کند ولی به دلیل وضعیت بحرانی در اوکراین باید به شرایط و نتایج این تنش برای پیش‌بینی بهتر در آینده چشم دوخت.



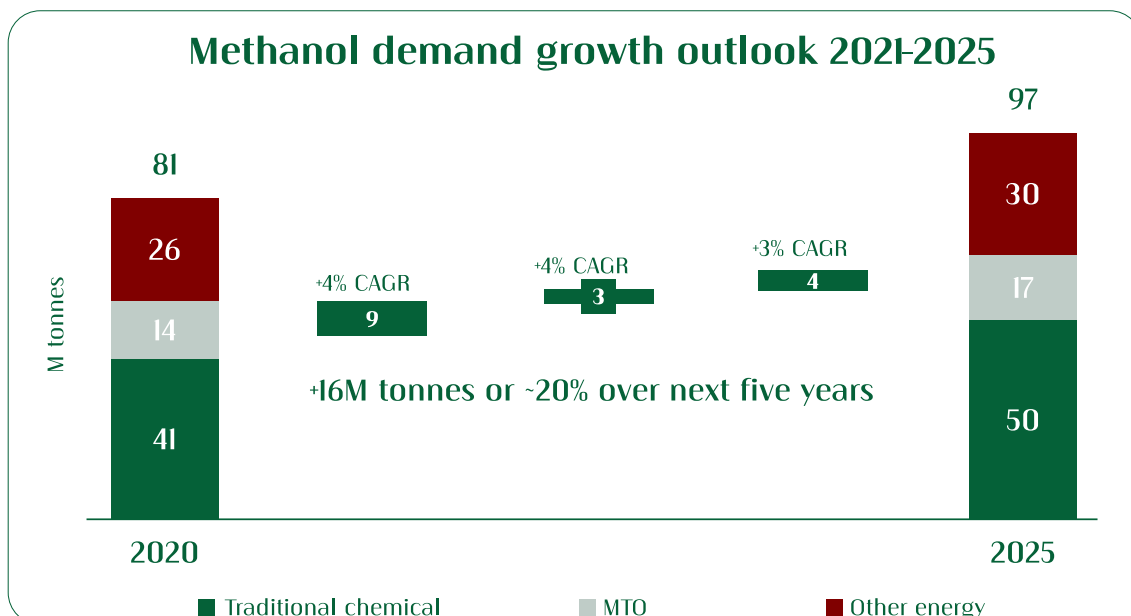
● نمودار ۴۵: افزایش قیمت گندم و اوره با بحران اوکراین



● نمودار ۴۶: افزایش چشمگیر اوره در دوره سیاست‌های تسهیل مقداری فدرال رزرو در سال ۲۰۰۸

متانول

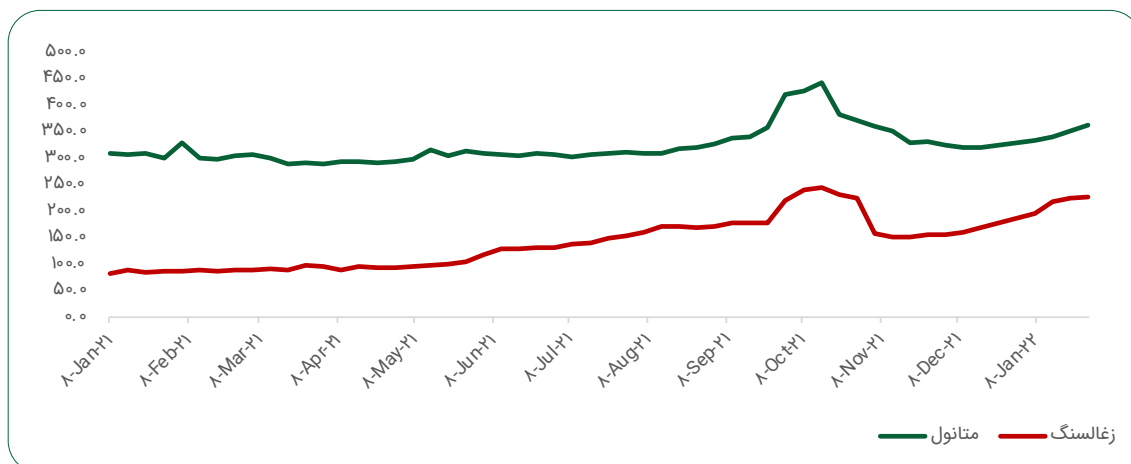
وضعیت در بازار متانول در سمت عرضه در حالی سپری می‌شود که طبق برآورد متانکس پیش‌بینی می‌شود که تقاضای جهانی متانول رشد سالانه ۴ درصدی داشته باشد. همچنین افزایش قیمت نفت خام، بالا بودن سطح تقاضای هند چین و راه اندازی پلنت‌های MTO در این قیمت‌های مواد پلیمری قیمت متانول را افزایش و در حالت با ثبات نگهداشته است. به نظر می‌رسد طی افق ۵ ساله متانول کماکان رشد تقاضای ۲۰ درصدی را داشته باشد.



نمودار ۴۷: رشد ملایم تقاضای متانول در جهان

اما در سمت عرضه از آن جایی که بخش تجارت متانول عدد کوچکی است، به بهره‌برداری رسیدن واحدها و حتی اورهال آن‌ها در قیمت تأثیرگذار است. در سه ماهه اول سال ۲۰۲۲ واحد تولیدی Kaltim در اندونزی به منظور انجام یک دوره عملیات تعمیر و نگهداری از قبل برنامه ریزی شده که ۴۵ روز طول خواهد کشید، فعالیت خود را متوقف خواهد نمود. در سمت دیگر وضعیت گاز خوراک در ایران نشان می‌دهد که طرح‌های متانولی ایران به سرعتی که فکر می‌شد به بهره‌برداری نمی‌رسد. این موارد یعنی در کوتاه مدت و بلند مدت عنصر عرضه کمی به نفع قیمت عمل می‌کند.

به طور کلی عنصر اصلی پیشران قیمت متانول، قیمت نفت است و این در حالی است که در مقطع حاضر هم شاهد افزایش قیمت نفت و هم شاهد افزایش قیمت نهادهای اصلی متانول یعنی زغال سنگ و گاز طبیعی هستیم. به نظر قیمت متانول در فصل دوم سال ۲۰۲۲ قیمت‌های محدوده ۳۸۰-۴۰۰ دلار را حفظ کند.



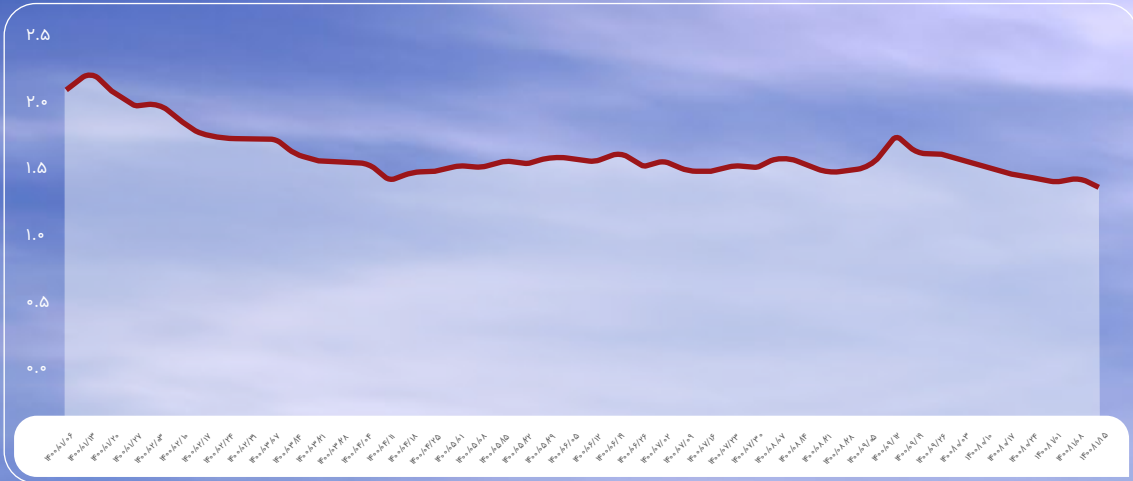
نمودار ۴۸: هم‌راستایی قیمت متانول و نهادهای اصلی تولیدی در چین یعنی زغال سنگ

پلی اتیلن

در سالیان اخیر تقاضای محصولات پلیمری به دلیل استفاده در محصولات بیمارستانی و بهداشتی افزایش بسیار زیادی داشت و این امر قیمت این مواد را در عین کاهش قیمت نفت به شدت بالا برد ولی با کاهش اثرات کرونا این شکل از تقاضا نیز کاهش یافت ولی مجدداً این بار خود قیمت نفت افزایش یافت و تقویت کننده قیمت محصولات پلیمری شد.

مواد پلیمری نیز تا حد زیادی پیوستگی به نفت دارند و عموماً کراکرهاى نفتا موجب مى شوند قیمت محصولات الفینى با نفت همراستایی مهمی داشته باشد. به طور کلی معمولاً به صورت تاریخی پلی اتیلن سبک نسبت ۱٫۸ تا ۱٫۶ برابری قیمت نفت را حفظ می کند. این در حالی است که با کاهش تولید نفت ایالات متحده، اتان ارزان کراکرهاى گازی آمریکا نیز کاهش خواهد داشت و این امر نیز تقویت کننده قیمت پلی اتیلن است. به نظر برای سال ۲۰۲۲ می توان قیمت پلی اتیلن سبک و سنگین را به ترتیب ۱۳۵۰ و ۱۱۵۰ دلار در هر تن پیش بینی کرد و قیمت بالای نهاده های تولیدی در اینجا نیز خود را نشان دهد.





● نمودار ۴۹: نسبت پلی اتیلن سبک به نفتا



درباره‌ی مؤلفین:

واحد مشاوره و تحلیل گروه مالی فارابی

بخش مشاوره سرمایه‌گذاری و تحلیل بازارها تشکیل شده از جمعی 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.

اعضای تیم تألیف:

- الهام بهره‌ور
- سمانه ساعتچی
- مهتاب شهبواری
- شیما شفق
- سمیه صفری
- مهدی علی‌اکبری

ناظرین کیفی:

- محمدرضا بیک‌زاده
- علی پورجهانبخش
- سید علیرضا حسینی
- اردشیر ظهراپی
- الیاس مبرهن

سردبیر:

- عطا شاکری

