



سیاست حمایتی  
در آزمون تورم  
موفق می‌شود؟

آیا موج تازه‌ای  
از انتظارات ارزی  
در راه است؟



# دورنمای بازار | هفته نامه موبایلی بازارهای ایران و جهان

شماره ۳ - ۱۱ مهر ۱۴۰۵

## چرا کنترل تورم سخت‌تر شده است؟

نرخ تورم ماهانه در شهریورماه ۴/۲ درصد اعلام شد. نرخ تورم نقطه به نقطه نیز به ۸۹/۷ درصد در این ماه رسیده است



طلا، دلار یا سهام؟  
پیشنهادات کارشناسان  
برای سبد سرمایه گذاری شما



### ریسک‌های ژئوپلیتیک

بازار بدهی؛ متغیر کلیدی  
بازارهای مالی جهان

بازار جهانی کالا: سیگنال  
بعدی از کجا خواهد آمد؟  
از نفت تا لیتیوم و قهوه

عصر جدید بازار مسکن؛  
آیا فاصله قیمت و اجاره  
ماندگار است؟

### سیاست در کمین

بازار سهام

نظر سنجی  
هفته



## سرعت گردش پول



### عددهای کلیدی هفته

تورم شهریور ۴/۰۲٪ شاخص کل ۷,۷۶۶,۵۳۱ نرخ دلار ۲۵۸,۴۶۵ نفت برنت ۱۰۲/۲۷

هرمز، واشنگتن و برنت،  
سه ضلع آینده بازار نفت

پالایشی‌ها از پتروشیمی‌ها  
سبقت می‌گیرند؟

بازگشت بازده ۱۰ ساله  
آمریکا به بالای ۵ درصد؛  
آغاز یک تغییر بزرگ؟

طلا در دوراهی بحرانی  
دلار و اونس

چرخش پرتفوی صندوق‌های  
اهرمی؛ کدام صنایع در  
کانون توجه قرار گرفتند؟

بیت کوین؛ آیا هولدرهای  
قدیمی سد راه صعود  
می‌شوند؟

## اقتصاد ایران | یادداشت

## سیاست حمایتی در آزمون تورم

تورم بالا در ایران دیگر به کاهش قدرت خرید مردم ختم نمی‌شود. اینکه تورم به یکی از شاخصه‌های هویتی اقتصاد ایران بدل شده است؛ می‌تواند رفتار اقتصادی جامعه را تغییر دهد. وقتی حفظ ارزش به علت عدم قطعیت و انتظارات تورمی به دغدغه اصلی خانوارها تبدیل شده است، منابعی که می‌توانست در بخش مولد اقتصاد پس‌انداز و سرمایه‌گذاری شود به دارایی‌ها سرازیر می‌شود که صرفاً حافظ ارزش -از جمله طلا و ارز- هستند.



پرهام پهلوان؛ روزنامه‌نگار و کارشناس اقتصادی

نتیجه این امر، پدید آمدن اقتصادی است که در آن بخش بیش‌تری از منابع از چرخه تولید خارج می‌شود. در چنین شرایطی یک چرخه معیوب به وجود می‌آید: تورم، انگیزه سرمایه‌گذاری مولد را کاهش می‌دهد؛ کاهش سرمایه‌گذاری به رشد اقتصادی آسیب می‌زند و ضعف رشد نیز به تعمیق بحران‌های مالی دولت و اقتصاد دامن می‌زند.

در ریشه‌یابی تورم در کنار عوامل پولی، **محدودیت‌های مالی دولت و کسری بودجه** جایگاه ویژه‌ای دارند. بنابراین در شرایطی که فشار تورمی به یکی از مهم‌ترین مسائل اقتصاد کشور بدل شده است، سیاست‌گذار باید بیش از هر زمان دیگری به نحوه تامین مالی دقت کند.

اگر کسری بودجه از مسیرهای پولی تامین شود، ممکن است در ظاهر این طور به نظر برسد که منابع لازم برای اجرای برخی سیاست‌های حمایتی تامین شده است؛ اما در نهایت هزینه این پرداخت‌های اسمی از جیب جامعه و بیش‌تر از همه توسط خانوارهای کم‌برخوردار پرداخت خواهد شد.

این نکته در مباحث مربوط به حمایت از اقشار آسیب‌پذیر پررنگ‌تر است. افزایش **یارانه، کالابرگ** یا هر نوع پرداخت حمایتی مستقیم، به خودی خود نوعی سیاست رفاهی است؛ اما اگر منابع آن از مسیری تامین شود که به افزایش پایه پولی، رشد نقدینگی و تشدید انتظارات تورمی منجر شود، سیاست حمایتی می‌تواند عمده اثر خود را از دست بدهد. حتی ممکن است خانواده‌ای که امروز مبلغ «آ» ریال بیش‌تری دریافت می‌کند، به خاطر افزایش سطح عمومی قیمت‌ها، فردا مبلغی بزرگ‌تر از «آ» را پرداخت کند.

در چنین شرایطی باید صراحتاً با انواع پروپاگاندای دولتی، بدون تعارف مقابله کرد و سیاست حمایتی را فراتر از افزایش ارقام اسمی دید. مهم‌ترین حمایت از قدرت خرید مردم، ایجاد ثبات در ارزش پول و مهار تورم است. این هدف با توصیه‌های کلی محقق نمی‌شود و به انضباط مالی، اولویت‌بندی مخارج، حذف ردیف‌های مشخصی از بودجه، کاهش کسری و پرهیز از تامین مالی پولی نیاز دارد. در نهایت به نظر می‌رسد که مسئله اقتصاد ایران، انتخاب بین حمایت یا عدم حمایت نیست؛ بلکه مسئله انتخاب شیوه‌ای از حمایت است که خود به موتور تضعیف قدرت خرید تبدیل نشود. در کشوری که تورم، بزرگ‌ترین مالیات بر دارایی‌ها و درآمد جامعه است، اصلاح سیاست مالی بخش بسیار مهمی از سیاست رفاهی و نه موضوعی جدا از آن است.

وضعیت بازارها

تغییرات بازارها در یک نگاه

|                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                     |                                                                                                                                              |                                                                                                                                                    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <div>دلار</div> <div>قیمت<br/>۲۵۸,۴۶۵</div> <div>هفته<br/>+۱۰/۱۷%</div> <div>سال<br/>+۱۲۳/۹۰%</div> <div>از فروردین<br/>+۶۲/۲۷%</div>           | <div>یورو</div> <div>قیمت<br/>۲۹۲,۳۵۰</div> <div>هفته<br/>+۹/۴۴%</div> <div>سال<br/>+۱۱۵/۸۵%</div> <div>از فروردین<br/>+۶۲/۰۲%</div>                | <div>یوان چین</div> <div>قیمت<br/>۳۸,۶۴۰</div> <div>هفته<br/>+۹/۹۳%</div> <div>سال<br/>+۱۳۸/۰۸%</div> <div>از فروردین<br/>+۶۹/۶۲%</div>      | <div>درهم امارات</div> <div>قیمت<br/>۷۰,۸۰۰</div> <div>هفته<br/>+۱۰/۸۰%</div> <div>سال<br/>+۱۲۵/۱۳%</div> <div>از فروردین<br/>+۶۵/۳۸%</div>        |
| <div>طلاي ۱۸ عيار</div> <div>قیمت<br/>۲۵,۶۹۴,۴۰۰</div> <div>هفته<br/>+۶/۵۱%</div> <div>سال<br/>+۱۳۵/۵۹%</div> <div>از فروردین<br/>+۴۵/۶۷%</div> | <div>اونس جهانی طلا</div> <div>قیمت<br/>۴,۱۳۸.۱۶ \$</div> <div>هفته<br/>-۳/۴۸%</div> <div>سال<br/>+۷/۳۰%</div> <div>از فروردین<br/>-۷/۸۶%</div>     | <div>نقره ۹۹۹</div> <div>قیمت<br/>۵۲۲,۸۲۰</div> <div>هفته<br/>+۳/۷۴%</div> <div>سال<br/>+۱۶۰/۶۴%</div> <div>از فروردین<br/>+۱۳/۵۵%</div>     | <div>سکه امامي</div> <div>قیمت<br/>۲۶۰,۳۹۵,۰۰۰</div> <div>هفته<br/>+۸/۴۹%</div> <div>سال<br/>+۱۲۶/۴۷%</div> <div>از فروردین<br/>+۳۷/۰۸%</div>      |
| <div>شاخص کل</div> <div>قیمت<br/>۷,۷۶۶,۵۳۱</div> <div>هفته<br/>+۷/۰۲%</div> <div>سال<br/>+۱۸۴/۶۵%</div> <div>از فروردین<br/>+۱۰۹/۱۲%</div>      | <div>شاخص کل (هم وزن)</div> <div>قیمت<br/>۲,۰۶۶,۶۸۷</div> <div>هفته<br/>+۶/۵۸%</div> <div>سال<br/>+۱۵۷/۳۴%</div> <div>از فروردین<br/>+۱۱۶/۹۳%</div> | <div>شاخص فرابورس</div> <div>قیمت<br/>۶۱,۸۵۹</div> <div>هفته<br/>+۷/۳۷%</div> <div>سال<br/>+۱۵۲/۷۹%</div> <div>از فروردین<br/>+۱۱۷/۸۷%</div> | <div>شاخص ۳۰ شرکت بزرگ</div> <div>قیمت<br/>۵۵۲,۰۱۲</div> <div>هفته<br/>+۶/۹۱%</div> <div>سال<br/>+۲۱۴/۰۸%</div> <div>از فروردین<br/>+۱۰۹/۵۲%</div> |
| <div>بیت‌کوین</div> <div>قیمت<br/>۸۵,۱۳۰.۹۷ \$</div> <div>هفته<br/>+۱/۶۸%</div> <div>سال<br/>-۲۸/۹۳%</div> <div>از فروردین<br/>+۲۳/۹۰%</div>    | <div>اتریوم</div> <div>قیمت<br/>۲,۶۸۹.۱۵ \$</div> <div>هفته<br/>+۰/۲۴%</div> <div>سال<br/>-۳۹/۵۹%</div> <div>از فروردین<br/>+۲۹/۴۹%</div>           | <div>ریپل</div> <div>قیمت<br/>۱.۵۰۲۸ \$</div> <div>هفته<br/>-۳/۹۷%</div> <div>سال<br/>-۵۰/۵۸%</div> <div>از فروردین<br/>+۶/۸۴%</div>         | <div>سولانا</div> <div>قیمت<br/>۱۱۹.۹۴ \$</div> <div>هفته<br/>-۰/۸۹%</div> <div>سال<br/>-۴۷/۳۹%</div> <div>از فروردین<br/>+۳۷/۱۳%</div>            |
| <div>نفت برنت</div> <div>قیمت<br/>۱۰۲.۳۹ \$</div> <div>هفته<br/>+۵/۰۷%</div> <div>سال<br/>+۵۸/۶۶%</div> <div>از ژانویه<br/>+۶۸/۲۶%</div>        | <div>نفت WTI</div> <div>قیمت<br/>۹۱.۵۴۸۹ \$</div> <div>هفته<br/>-۰/۹۳%</div> <div>سال<br/>+۵۰/۳۸%</div> <div>از ژانویه<br/>+۵۹/۴۴%</div>            | <div>گاز اروپا</div> <div>قیمت<br/>۷۶.۳۱۶۴ \$</div> <div>هفته<br/>+۶/۱۶%</div> <div>سال<br/>+۱۴۲/۷۵%</div> <div>از ژانویه<br/>+۱۷۱/۰۰%</div> | <div>بنزین</div> <div>قیمت<br/>۳.۳۰۵۱ \$</div> <div>هفته<br/>+۳/۶۹%</div> <div>سال<br/>+۷۷/۸۹%</div> <div>از ژانویه<br/>+۹۳/۱۸%</div>              |
| <div>سنگ آهن</div> <div>قیمت<br/>۹۲.۱ \$</div> <div>هفته<br/>-۵/۱۹%</div> <div>سال<br/>-۱۱/۵۳%</div> <div>از ژانویه<br/>-۱۴/۰۳%</div>           | <div>آلومینیوم</div> <div>قیمت<br/>۳,۱۰۲.۸۸ \$</div> <div>هفته<br/>-۵/۴۴%</div> <div>سال<br/>+۱۴/۴۴%</div> <div>از ژانویه<br/>+۳/۵۷%</div>          | <div>مس</div> <div>قیمت<br/>۶.۴۸۷۷ \$</div> <div>هفته<br/>-۳/۱۶%</div> <div>سال<br/>+۲۸/۹۲%</div> <div>از ژانویه<br/>+۱۴/۱۸%</div>           | <div>فولاد</div> <div>قیمت<br/>۳,۱۰۹ \$</div> <div>هفته<br/>+۰/۳۶%</div> <div>سال<br/>+۰/۴۵%</div> <div>از ژانویه<br/>+۰/۴۲%</div>                 |
| <div>گندم</div> <div>قیمت<br/>۶۸۲.۱۶ \$</div> <div>هفته<br/>-۳/۰۰%</div> <div>سال<br/>+۳۲/۳۹%</div> <div>از ژانویه<br/>+۳۴/۵۵%</div>            | <div>ذرت</div> <div>قیمت<br/>۴۹۷.۳۳ \$</div> <div>هفته<br/>-۵/۸۵%</div> <div>سال<br/>+۱۸/۶۹%</div> <div>از ژانویه<br/>+۱۲/۹۶%</div>                 | <div>برنج</div> <div>قیمت<br/>۱۶.۲۹۲۴ \$</div> <div>هفته<br/>-۱/۷۶%</div> <div>سال<br/>+۴۶/۶۵%</div> <div>از ژانویه<br/>+۶۹/۸۰%</div>        | <div>کاکائو</div> <div>قیمت<br/>۵,۵۹۸.۷۵ \$</div> <div>هفته<br/>-۰/۳۶%</div> <div>سال<br/>-۹/۵۵%</div> <div>از ژانویه<br/>-۷/۶۹%</div>             |



**مس کاوان نماد**  
**MESKAVAN NAMAD**

**مس کاوان نماد با نماد «کاوان»**  
**به بورس تهران پیوست**  
**www.meskavan.ir**



**نوید فرآیند البرز**  
Navid Farayand Alborz

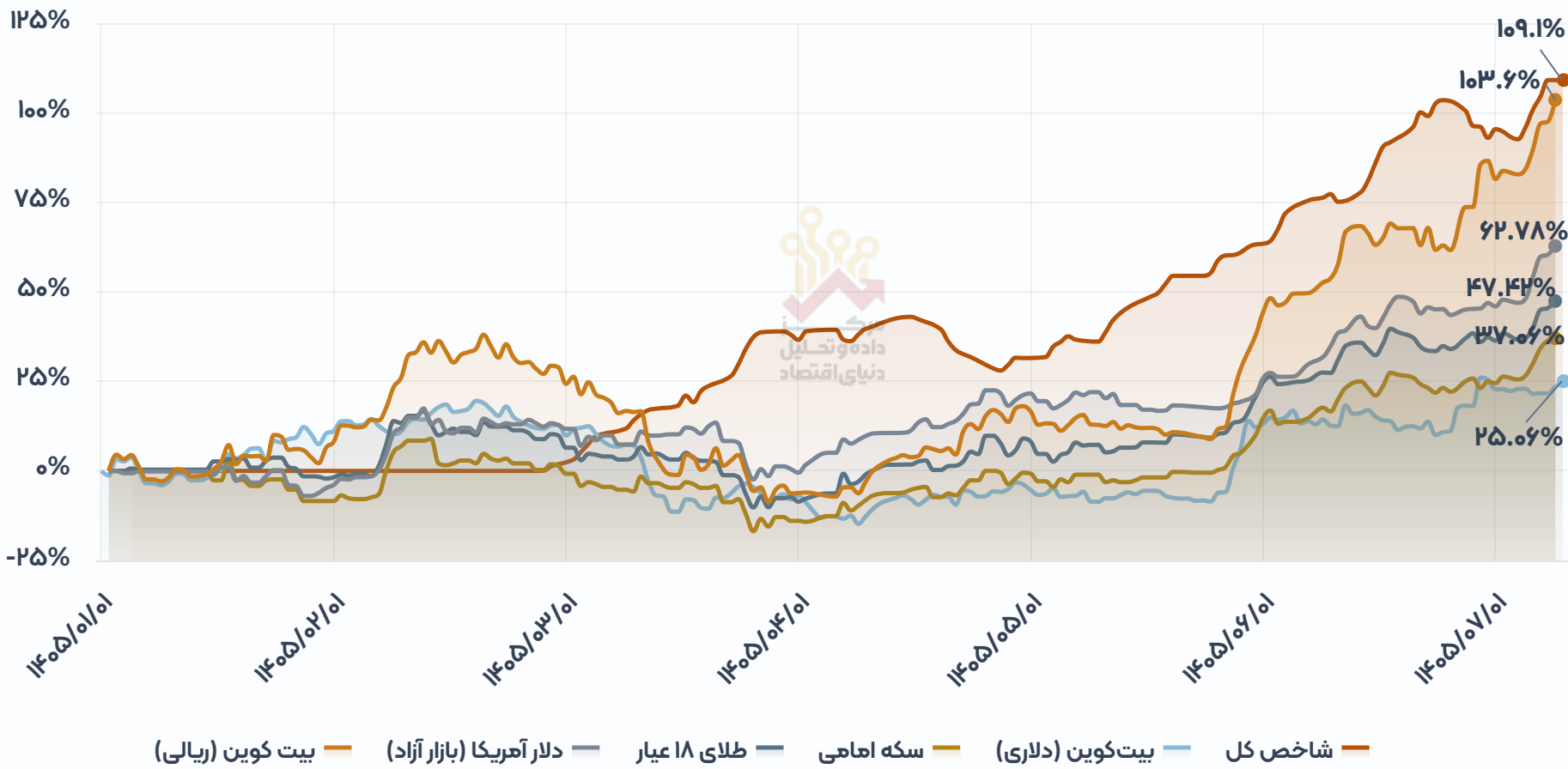


**مجتمع مس عباس آباد**  
Abbas Abad Copper Complex

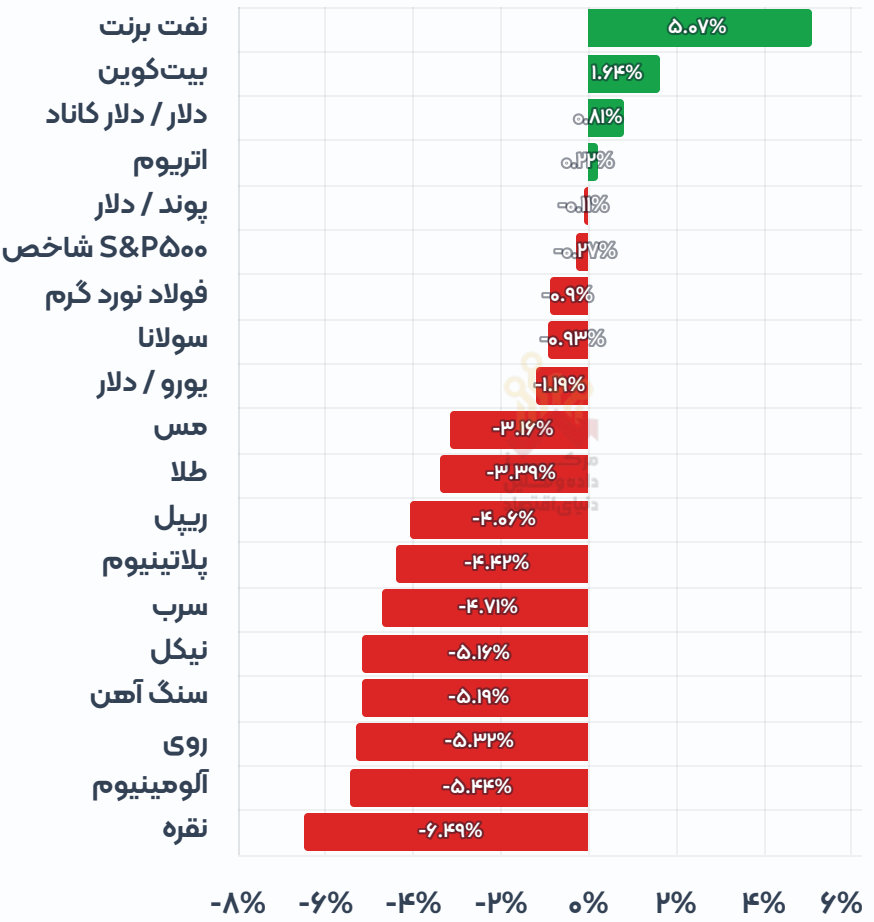


وضعیت بازارها

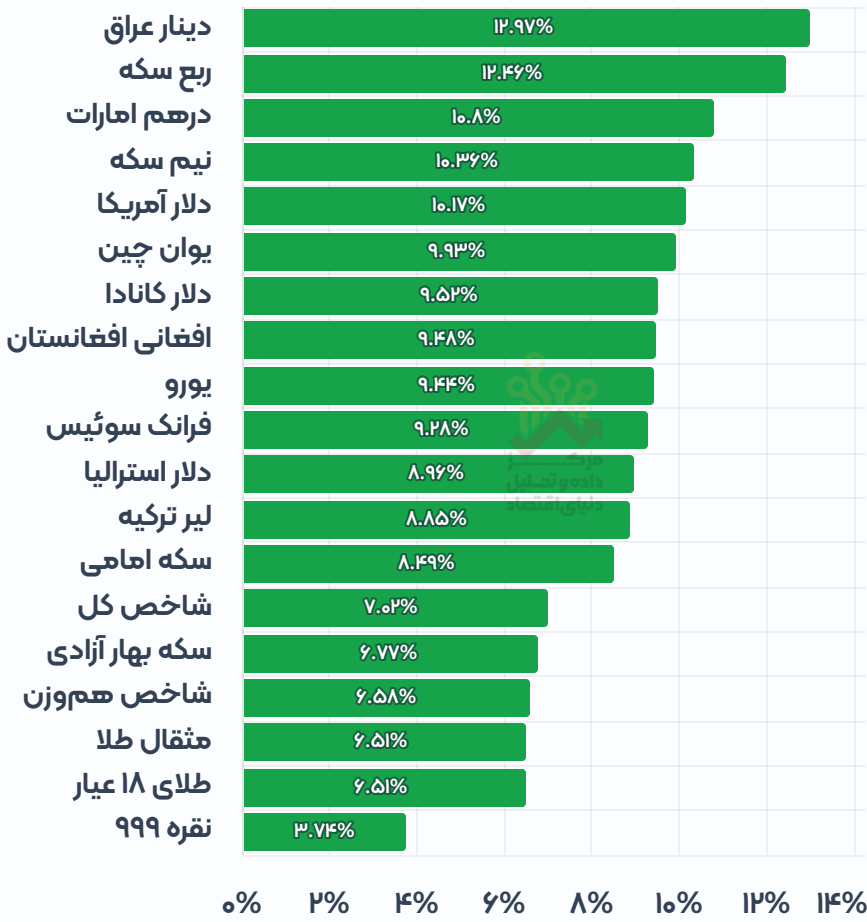
برندگان و بازندگان از نوروز تا امروز



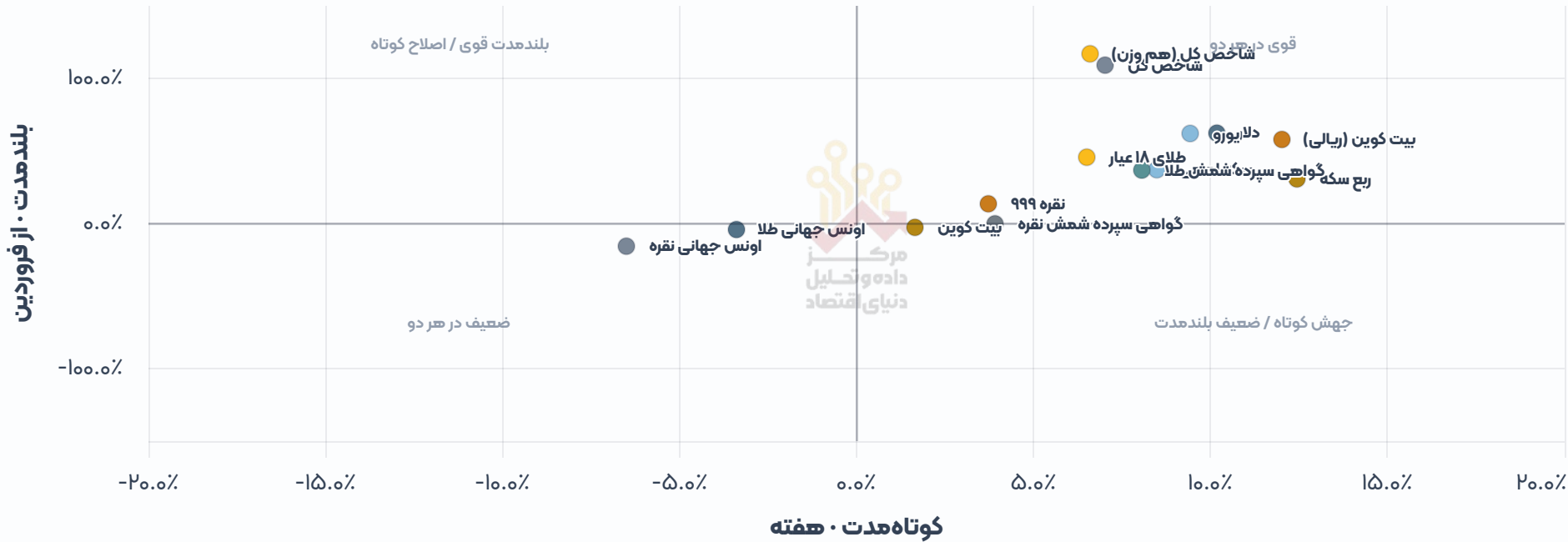
برنده ها و بازنده های بازار جهانی (هفته اخیر)



برنده ها و بازنده های بازار داخلی (هفته اخیر)



مونتوم کوتاه مدت در برابر بلندمدت



وضعیت بازارها

شاخص کل

۲ ماه مثبت متوالی

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

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

آخرین بازدهی ماهانه ۲۴/۶۸٪+

دلار آمریکا

۴ ماه مثبت متوالی

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

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

آخرین بازدهی ماهانه ۱۰/۸۳٪+

بیت‌کوین

۳ هفته مثبت متوالی

از سال ۲۰۲۱، ۱۴ بار حداقل ۳ هفته مثبت متوالی دیده‌ایم.

از این ۱۴ بار، ۷ بار هفته بعد هم مثبت مانده (۵۰٪).

آخرین بازدهی هفتگی ۲/۲۷٪+

مقایسه ریسک دارایی‌های مختلف

درصد زیان

| نهاد         | ۶۰ روزه  |           | ۲۰۰ روزه |           | کل تاریخچه |           |
|--------------|----------|-----------|----------|-----------|------------|-----------|
|              | ES (۹۵%) | VaR (۹۵%) | ES (۹۵%) | VaR (۹۵%) | ES (۹۵%)   | VaR (۹۵%) |
| شاخص کل      | ۲/۳۱٪    | ۱/۹۸٪     | ۲/۳۴٪    | ۲/۵۴٪     | ۲/۳۵٪      | ۱/۵۲٪     |
| دلار آمریکا  | ۲/۲۲٪    | ۱/۷۷٪     | ۲/۷۵٪    | ۴/۷۵٪     | ۴/۷۸٪      | ۲/۳۶٪     |
| سکه امامی    | ۲/۴۸٪    | ۲/۱۰٪     | ۳/۰۲٪    | ۵/۶۰٪     | ۴/۵۰٪      | ۲/۴۷٪     |
| ربع سکه      | ۴/۶۶٪    | ۳/۱۱٪     | ۵/۰۰٪    | ۸/۴۱٪     | ۵/۱۰٪      | ۳/۰۷٪     |
| طلای ۱۸ عیار | ۲/۴۰٪    | ۱/۸۵٪     | ۲/۹۴٪    | ۴/۷۳٪     | ۴/۰۲٪      | ۲/۱۳٪     |
| نقره ۹۹۹     | ۳/۶۸٪    | ۲/۷۲٪     | ۷/۵۱٪    | ۱۲/۴۸٪    | ۹/۹۸٪      | ۳/۸۹٪     |

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

نسبت بازدهی به ریسک دارایی‌های مختلف

| نهاد         | ۶۰ روزه |         | ۲۰۰ روزه |       | کل تاریخچه |        |
|--------------|---------|---------|----------|-------|------------|--------|
|              | شارپ    | سورتینو | کالعار   | شارپ  | سورتینو    | کالعار |
| شاخص کل      | +۵/۷۶   | +۱۰/۱۷  | +۴۲/۴۹   | +۳/۳۴ | +۵/۴۲      | +۱۰/۱۴ |
| دلار آمریکا  | +۳/۷۲   | +۷/۰۱   | +۵۶/۰۴   | +۰/۶۷ | +۰/۹۱      | +۴/۴۰  |
| سکه امامی    | +۳/۷۸   | +۷/۰۸   | +۶۶/۳۱   | -۰/۱۷ | -۰/۲۲      | +۱/۳۱  |
| ربع سکه      | +۲/۴۰   | +۳/۸۵   | +۳۵/۰۲   | +۰/۷۵ | +۱/۰۲      | +۳/۲۲  |
| طلای ۱۸ عیار | +۳/۶۰   | +۶/۸۷   | +۵۱/۵۳   | -۰/۱۱ | -۰/۱۴      | +۱/۵۷  |
| نقره ۹۹۹     | +۲/۹۸   | +۵/۱۰   | +۳۰/۹۶   | +۰/۴۹ | +۰/۷۴      | +۱/۱۲  |

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

همبستگی دارایی‌های مختلف در ۶۰ روز اخیر

| نهاد         | شاخص کل | دلار آمریکا | طلای ۱۸ عیار | نقره ۹۹۹ | نفت   | مسکن تهران |
|--------------|---------|-------------|--------------|----------|-------|------------|
| شاخص کل      | ۱/۰۰    | -۰/۱۱       | -۰/۱۳        | -۰/۰۴    | -۰/۲۵ | -۰/۰۴      |
| دلار آمریکا  | -۰/۱۱   | ۱/۰۰        | ۰/۶۹         | ۰/۲۳     | ۰/۱۸  | -۰/۰۴      |
| طلای ۱۸ عیار | -۰/۱۳   | ۰/۶۹        | ۱/۰۰         | ۰/۵۰     | ۰/۰۹  | -۰/۰۶      |
| نقره ۹۹۹     | -۰/۰۴   | ۰/۲۳        | ۰/۵۰         | ۱/۰۰     | -۰/۰۱ | -۰/۰۷      |
| نفت          | -۰/۲۵   | ۰/۱۸        | ۰/۰۹         | -۰/۰۱    | ۱/۰۰  | ۰/۱۰       |
| مسکن تهران   | -۰/۰۴   | -۰/۰۴       | -۰/۰۶        | -۰/۰۷    | ۰/۱۰  | ۱/۰۰       |

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

اخبار مهم

ایران و جهان

محرک های هفته گذشته؛ کدام خبرها هنوز قیمت سازند؟

| اهمیت                                                                   | خبر   | اثر احتمالی                                                                                       |
|-------------------------------------------------------------------------|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| حیاتی                                                                   | ایران | افزایش انتظارات تورمی و فشار بر قیمت کالاها و دارایی ها                                           |
| عبور قیمت دلار بازار آزاد از ۲۵۰ هزار تومان                             |       |                                                                                                   |
| بالا                                                                    | جهان  | کاهش جذابیت کوتاه مدت طلا، فشار نزولی بر سایر فلزات گرانبها و فشار بر ETF ها و سرمایه گذاران مالی |
| سقوط ۲.۵ درصدی قیمت جهانی طلا                                           |       |                                                                                                   |
| حیاتی                                                                   | جهان  | تقویت دلار و بازده اوراق و افزایش فشار بر دارایی های بدون بازده مانند طلا                         |
| احتمال افزایش دوباره نرخ بهره فدرال رزرو                                |       |                                                                                                   |
| حیاتی                                                                   | جهان  | افزایش هزینه تأمین مالی و فشار بر سهام و سایر دارایی های ریسکی                                    |
| رسیدن بازده اوراق ۱۰ساله آمریکا به بالاترین سطح ۲۴ سال اخیر             |       |                                                                                                   |
| حیاتی                                                                   | ایران | افزایش فشار بر قدرت خرید خانوار و تشدید انتظارات تورمی                                            |
| افزایش ۴.۲ درصدی شاخص قیمت مصرف کننده در شهریور نسبت به مرداد           |       |                                                                                                   |
| متوسط                                                                   | جهان  | محدود ماندن رشد عرضه و حمایت از قیمت نفت، به ویژه در شرایط اختلال عرضه خاورمیانه                  |
| احتمال ثابت ماندن اهداف تولید اوپک پلاس در ماه نوابر                    |       |                                                                                                   |
| بالا                                                                    | جهان  | افزایش فشار تورمی در اقتصادهای واردکننده انرژی و افزایش ریسک تداوم سیاست پولی انقباضی             |
| افزایش قیمت نفت برنت در پی توقف روند مذاکرات آمریکا و ایران             |       |                                                                                                   |
| بالا                                                                    | ایران | افزایش انتظارات تورمی و بالا رفتن قیمت دارایی های بادوام، کاهش میزان معاملات                      |
| رشد قیمت بازار خودرو در ابتدای مهر                                      |       |                                                                                                   |
| متوسط                                                                   | جهان  | افزایش احتمال ماندگاری نرخ بهره بالا و فشار بر هزینه تأمین مالی                                   |
| افزایش نگرانی درباره تورم آمریکا                                        |       |                                                                                                   |
| متوسط                                                                   | جهان  | کاهش اشتیهای ریسک در بازارهای جهانی                                                               |
| ثبت افت ماهانه قابل توجه در اکثر بازارهای سهام کشورهای اروپایی          |       |                                                                                                   |
| بالا                                                                    | ایران | افزایش محدودیت های تجاری و مالی و دشوارتر شدن دسترسی به منابع و تجهیزات خارجی                     |
| تحریم های جدید آمریکا علیه شبکه تأمین نظامی ایران                       |       |                                                                                                   |
| متوسط                                                                   | جهان  | کاهش بخشی از نگرانی درباره کمبود عرضه نفت در بازار جهانی                                          |
| از سر گیری بخشی از صادرات نفت عربستان از مسیر خط لوله شرق- غرب این کشور |       |                                                                                                   |
| متوسط                                                                   | جهان  | افزایش نوسان بازارهای مالی و کاهش اشتیهای ریسک                                                    |
| افت شاخص های بازار سهام آمریکا                                          |       |                                                                                                   |
| بالا                                                                    | ایران | تقویت تقاضا برای دارایی های پوشش دهنده ریسک تورم                                                  |
| رشد طلا و سکه داخلی با جهش دلار                                         |       |                                                                                                   |
| بالا                                                                    | ایران | افزایش نااطمینانی سیاست گذاری، تحریک انتظارات تورمی و افزایش ریسک برای بازار سرمایه               |
| احتمال استیضاح وزرای کار، اقتصاد و کشاورزی                              |       |                                                                                                   |

تقویم اقتصادی

وقایع اثرگذار هفته گذشته

هفته‌ای که گذشت

۱۴۰۵/۰۷/۱۰ — ۱۴۰۵/۰۷/۰۴

تقویم اقتصادی

| سه‌شنبه ۷ مهر             |                 |                    |                    |
|---------------------------|-----------------|--------------------|--------------------|
| ...                       | ۱۷:۳۰           | USA                | USD · ایالات متحده |
| فرصت‌های شغلی JOLTS       | قبلی<br>۷,۳۳۵ M | پیش‌بینی<br>۷,۲۳ M | واقعی<br>۷,۰۷۹ M   |
| اشتغال                    |                 |                    |                    |
| ...                       | ۱۷:۳۰           | USA                | USD · ایالات متحده |
| شاخص اعتماد مصرف‌کننده CB | قبلی<br>۸۸٫۶    | پیش‌بینی<br>۸۹٫۲   | واقعی<br>۸۱٫۹      |

| چهارشنبه ۸ مهر              |                 |                    |                    |
|-----------------------------|-----------------|--------------------|--------------------|
| ...                         | ۰۵:۰۰           | China              | CNY · چین          |
| شاخص PMI بخش تولید          | قبلی<br>۴۹٫۸    | پیش‌بینی<br>۵۰٫۱   | واقعی<br>۵۰٫۱      |
| فعالیت اقتصادی              |                 |                    |                    |
| ...                         | ۰۹:۳۰           | UK                 | GBP · بریتانیا     |
| تولید ناخالص داخلی (GDP)    | قبلی<br>۰٫۹%    | پیش‌بینی<br>۱٫۲%   | واقعی<br>۱٫۴%      |
| فعالیت اقتصادی              |                 |                    |                    |
| نسبت به سال قبل             |                 |                    |                    |
| ...                         | ۰۹:۳۰           | UK                 | GBP · بریتانیا     |
| تولید ناخالص داخلی (GDP)    | قبلی<br>۰٫۶%    | پیش‌بینی<br>۰٫۴%   | واقعی<br>۰٫۵%      |
| فعالیت اقتصادی              |                 |                    |                    |
| نسبت به فصل قبل             |                 |                    |                    |
| ...                         | ۱۵:۴۵           | USA                | USD · ایالات متحده |
| تغییر اشتغال غیرکشاورزی ADP | قبلی<br>۳۶ K    | پیش‌بینی<br>۷۳ K   | واقعی<br>۹۰ K      |
| اشتغال                      |                 |                    |                    |
| ...                         | ۱۶:۰۰           | USA                | USD · ایالات متحده |
| تولید ناخالص داخلی (GDP)    | قبلی<br>۲٫۱%    | پیش‌بینی<br>۱٫۵%   | واقعی<br>۲٫۲%      |
| فعالیت اقتصادی              |                 |                    |                    |
| نسبت به فصل قبل             |                 |                    |                    |
| ...                         | ۱۶:۰۰           | USA                | USD · ایالات متحده |
| شاخص قیمت PCE هسته          | قبلی<br>۰٫۱%    | پیش‌بینی<br>۰٫۳%   | واقعی<br>۰٫۲%      |
| تورم                        |                 |                    |                    |
| نسبت به ماه قبل             |                 |                    |                    |
| ...                         | ۱۶:۰۰           | USA                | USD · ایالات متحده |
| شاخص قیمت PCE هسته          | قبلی<br>۳%      | پیش‌بینی<br>۳٫۳%   | واقعی<br>۳%        |
| تورم                        |                 |                    |                    |
| نسبت به سال قبل             |                 |                    |                    |
| ...                         | ۱۷:۱۵           | USA                | USD · ایالات متحده |
| شاخص PMI شیکاگو             | قبلی<br>۴۷٫۱    | پیش‌بینی<br>۵۱٫۲   | واقعی<br>۵۸٫۸      |
| فعالیت اقتصادی              |                 |                    |                    |
| ...                         | ۱۸:۰۰           | USA                | USD · ایالات متحده |
| ذخایر نفت خام               | قبلی<br>۲٫۹۶۹ M | پیش‌بینی<br>-۰٫۷ M | واقعی<br>۰٫۹۲۲ M   |
| تراز                        |                 |                    |                    |

| پنجشنبه ۹ مهر            |               |                   |                    |
|--------------------------|---------------|-------------------|--------------------|
| ...                      | ۱۶:۰۰         | USA               | USD · ایالات متحده |
| درخواست‌های اولیه بیکاری | قبلی<br>۱۹۸ K | پیش‌بینی<br>۲۰۱ K | واقعی<br>۱۹۷ K     |
| اشتغال                   |               |                   |                    |
| ...                      | ۱۷:۱۵         | USA               | USD · ایالات متحده |
| شاخص تولیدی S&P Global   | قبلی<br>۵۳٫۹  | پیش‌بینی<br>۵۷    | واقعی<br>۵۵٫۹      |
| فعالیت اقتصادی           |               |                   |                    |
| ...                      | ۱۷:۳۰         | USA               | USD · ایالات متحده |
| شاخص قیمت‌های تولیدی ISM | قبلی<br>۷۱٫۱  | پیش‌بینی<br>۷۲٫۹  | واقعی<br>۷۷٫۹      |
| تورم                     |               |                   |                    |
| ...                      | ۱۷:۳۰         | USA               | USD · ایالات متحده |
| شاخص PMI تولیدی ISM      | قبلی<br>۵۴٫۶  | پیش‌بینی<br>۵۴٫۸  | واقعی<br>۵۴٫۵      |
| فعالیت اقتصادی           |               |                   |                    |

| جمعه ۱۰ مهر                |               |                  |                    |
|----------------------------|---------------|------------------|--------------------|
| ...                        | ۱۲:۳۰         | Europe           | EUR · منطقه یورو   |
| شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) | قبلی<br>۳٫۲%  | پیش‌بینی<br>۳٫۷% | واقعی*<br>۳٫۸%     |
| تورم                       |               |                  |                    |
| ...                        | ۱۶:۰۰         | USA              | USD · ایالات متحده |
| هیانگین دست‌هزد ساعتی      | قبلی<br>۰٫۳%  | پیش‌بینی<br>۰٫۳% | واقعی<br>۰٫۱%      |
| اشتغال                     |               |                  |                    |
| ...                        | ۱۶:۰۰         | USA              | USD · ایالات متحده |
| نرخ بیکاری                 | قبلی<br>۴٫۱%  | پیش‌بینی<br>۴٫۱% | واقعی<br>۴٫۲%      |
| اشتغال                     |               |                  |                    |
| ...                        | ۱۶:۰۰         | USA              | USD · ایالات متحده |
| اشتغال کشاورزی             | قبلی<br>۱۳۳ K | پیش‌بینی<br>۸۹ K | واقعی<br>۲۹ K      |
| اشتغال                     |               |                  |                    |

# بازار در هفته پیش‌رو به چه چیزهایی چشم دارد؟

هفته‌ای که پیش روست

۱۴۰۵/۰۷/۱۷ — ۱۴۰۵/۰۷/۱۱

تقویم اقتصادی

| دوشنبه ۱۳ مهر                |       |     |                    |
|------------------------------|-------|-----|--------------------|
| شاخص PMI خدمات S&P Global    | ۱۷:۱۵ | USA | USD · ایالات متحده |
| فعالیت اقتصادی               |       |     |                    |
| شاخص PMI غیرتولیدی ISM       | ۱۷:۳۰ | USA | USD · ایالات متحده |
| فعالیت اقتصادی               |       |     |                    |
| قیمت‌ها در بخش غیرتولیدی ISM | ۱۷:۳۰ | USA | USD · ایالات متحده |
| تورم                         |       |     |                    |
| چهارشنبه ۱۵ مهر              |       |     |                    |
| ذخایر نفت خام                | ۱۸:۰۰ | USA | USD · ایالات متحده |
| تراز                         |       |     |                    |
| حراج اوراق خزانه ۱۰ساله      | ۲۰:۳۰ | USA | USD · ایالات متحده |
| اوراق                        |       |     |                    |
| پنجشنبه ۱۶ مهر               |       |     |                    |
| درخواست‌های اولیه بیکاری     | ۱۶:۰۰ | USA | USD · ایالات متحده |
| اشتغال                       |       |     |                    |
| حراج اوراق قرضه ۳۰ساله       | ۲۰:۳۰ | USA | USD · ایالات متحده |
| اوراق                        |       |     |                    |

## مس کاوان نماد با نماد «کاوان» به بورس تهران پیوست

www.meskavan.ir



**Mefragh Mes Sarband**  
تولید کننده کنسانتره مس و فلزات  
معدن و کارخانه فرآوری  
Copper & Metal cathode Producer  
Mines and Processing plant

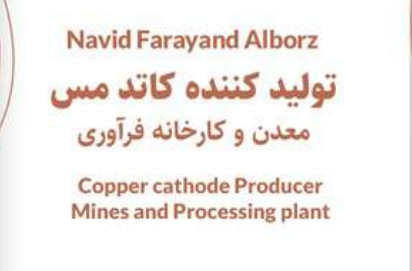




**نوید فرآیند البرز**  
Navid Farayand Alborz



**Navid Farayand Alborz**  
تولید کننده کاتد مس  
معدن و کارخانه فرآوری  
Copper cathode Producer  
Mines and Processing plant





**مجتمع مس عباس آباد**  
Abbas Abad Copper Complex

**Abbas Abad Copper Complex**  
تولید کننده کنسانتره مس  
معدن و کارخانه فرآوری  
Copper concentrate mine and factory





**مس کاوان نماد**  
MESKAVAN NAMAD



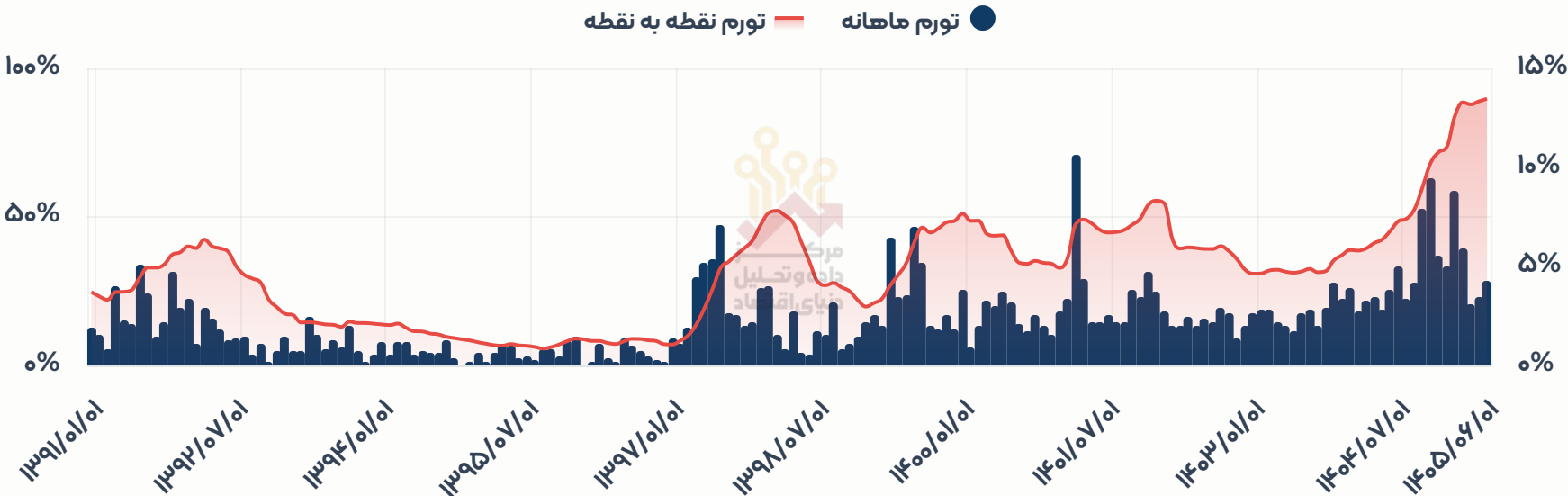
**MesKavan Namad**  
سرمایه‌گذاری در زنجیره  
ارزش فلزات غیر آهنی  
Investment in the non-ferrous  
metals value chain



# اقتصاد ایران | نگاه آماری

## اقتصاد ایران به روایت اعداد

تورم ماهانه و نقطه به نقطه مصرف کننده

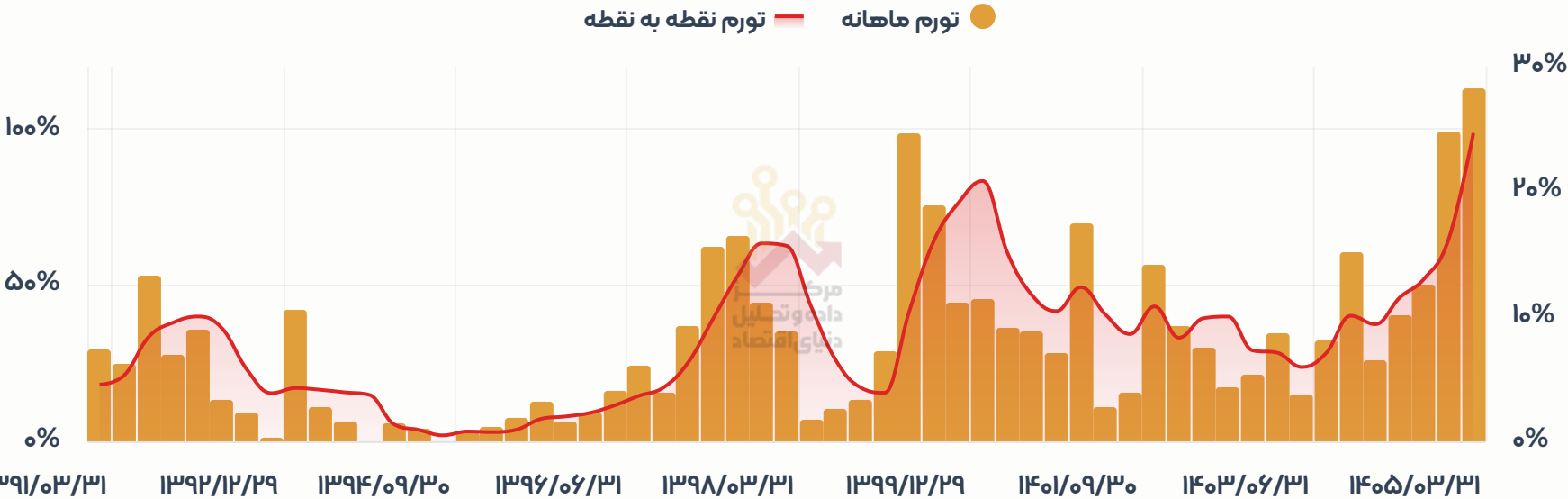


تورم مصرف کننده به تفکیک بخش‌ها؛ مرداد ۱۴۰۵



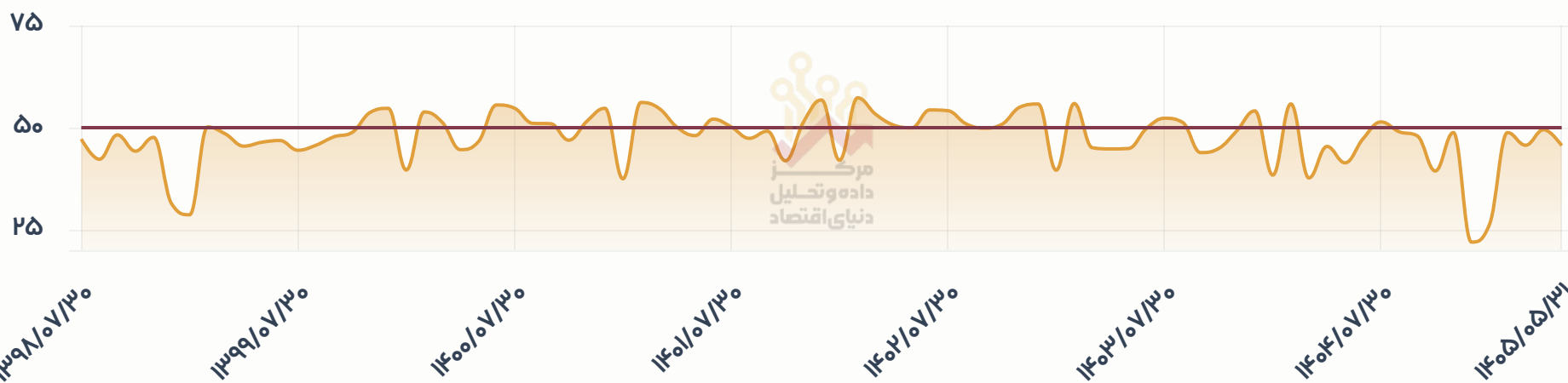
| بخش               | مقدار   | رشد ماهانه | رشد سالانه | رشد از فروردین | رشد ۵ ساله |
|-------------------|---------|------------|------------|----------------|------------|
| خوراکی و آشامیدنی | ۱,۰۳۸,۷ | +۲,۳۰%     | +۱۲۱,۱۱%   | +۲۴,۹۹%        | +۹۴۸,۱۲%   |
| دخانیات           | ۹۷۶,۵   | +۳,۴۶%     | +۱۶۲,۶۸%   | +۳۴,۷۰%        | +۹۱۹,۱۸%   |
| پوشاک و کفش       | ۷۵۷,۳   | +۶,۳۰%     | +۹۶,۸۸%    | +۳۹,۸۷%        | +۶۷۵,۰۴%   |
| لوازم خانگی       | ۷۵۴,۸   | +۶,۰۴%     | +۱۲۴,۵۷%   | +۴۹,۴۴%        | +۶۶۱,۶۸%   |
| حمل و نقل         | ۷۱۳,۴   | +۷,۸۶%     | +۱۱۵,۱۵%   | +۴۴,۷۴%        | +۶۱۴,۷۱%   |
| مسکن              | ۴۷۳,۴   | +۳,۵۹%     | +۳۷,۸۹%    | +۱۶,۰۱%        | +۳۷۶,۱۴%   |
| بهداشت و درمان    | ۷۴۵,۷   | +۵,۱۸%     | +۹۳,۸۰%    | +۴۶,۵۳%        | +۶۴۴,۳۰%   |
| ارتباطات          | ۴۵۳,۲   | +۱۴,۷۳%    | +۱۲۲,۶۸%   | +۴۸,۴۴%        | +۳۵۵,۶۷%   |
| تفریح و فرهنگ     | ۷۳۴,۴   | +۹,۵۸%     | +۱۰۷,۸۴%   | +۴۸,۲۶%        | +۶۴۵,۱۶%   |
| آموزش             | ۴۷۶,۷   | +۶,۲۹%     | +۴۹,۷۵%    | +۱۵,۱۳%        | +۴۰۹,۲۱%   |
| هتل و رستوران     | ۱,۱۱۷,۲ | +۵,۵۹%     | +۱۱۲,۶۲%   | +۴۱,۸۳%        | +۱,۰۲۸,۲۲% |

تورم ماهانه و نقطه به نقطه تولید کننده

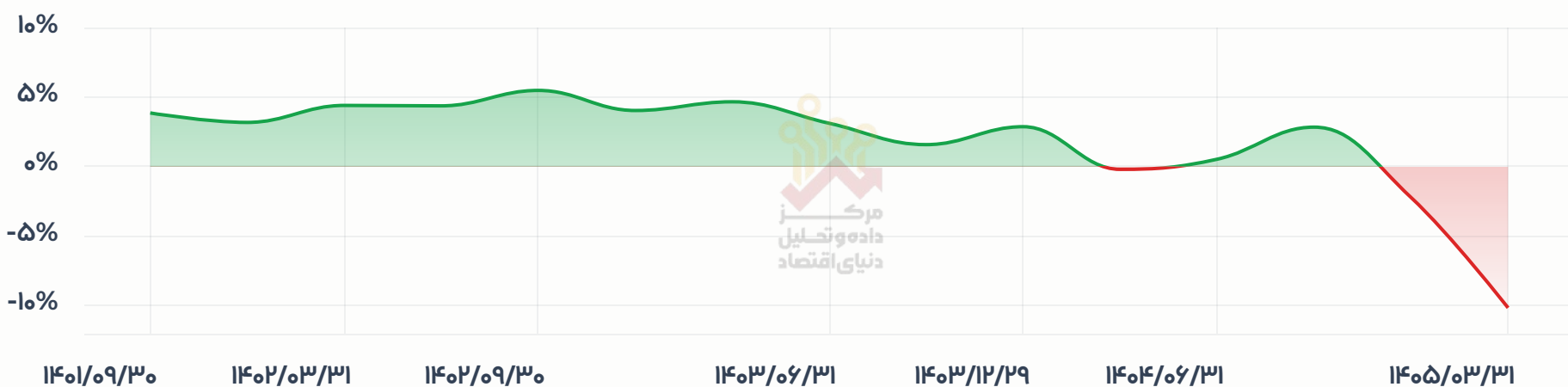


## اقتصاد ایران | نگاه آماری

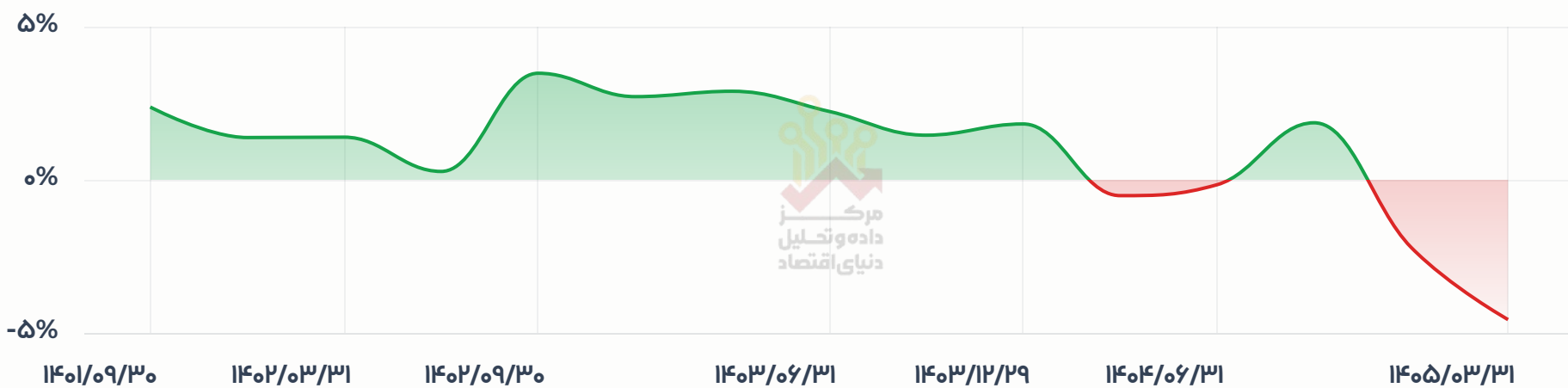
شاخص مدیران خرید کل اقتصاد



رشد اقتصادی (نسبت به فصل مشابه سال گذشته)

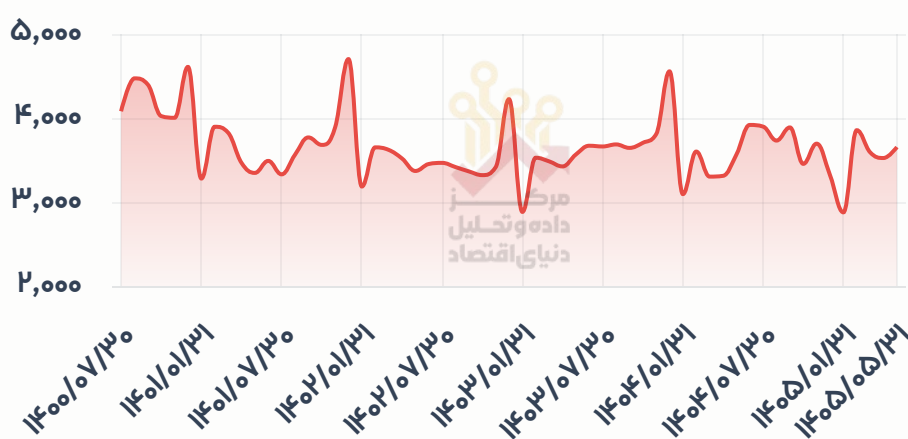


رشد اقتصادی بدون نفت (نسبت به فصل مشابه سال گذشته)



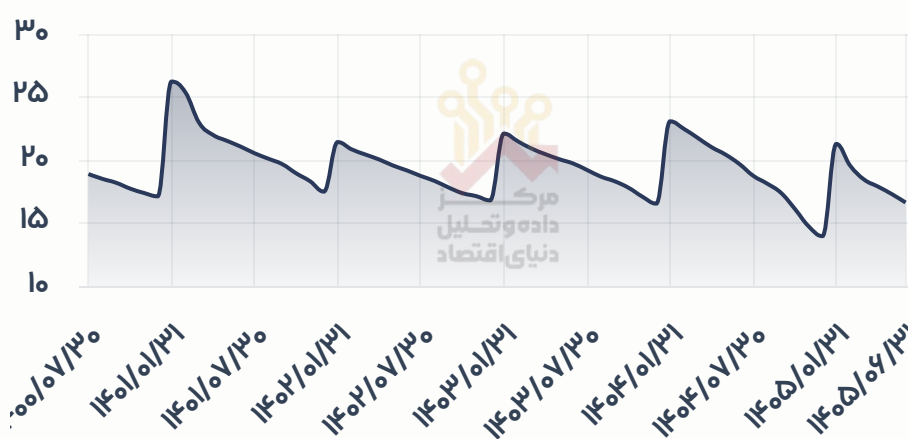
مبلغ تراکنش‌های شاپرک تعدیل شده با CPI

هزار میلیارد ریال



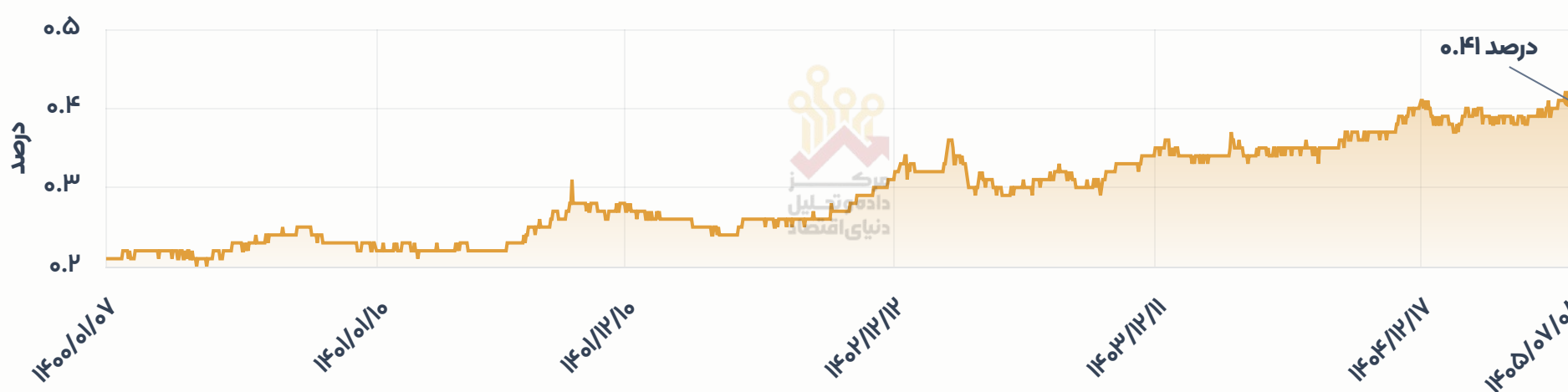
حداقل دستمزد تعدیل شده با CPI

میلیون تومان



میانگین نرخ بهره بدون ریسک

درصد



# اقتصاد ایران | نظرسنجی از مدیران

## بورس در سبد مدیران سیاست در کمین بازار

بازار سرمایه ایران در حالی وارد هفته جدید می‌شود که شاخص کل پس از رشد اخیر، همچنان در فضای احتیاط قرار دارد. در بازارهای جهانی نیز نفت زیر سایه تحولات خاورمیانه و بن‌بست دیپلماتیک نوسان می‌کند و طلا همچنان از ریسک‌های ژئوپلیتیک تأثیر می‌پذیرد. در داخل، رشد اقتصادی منفی بهار و تشدید انتظارات تورمی، چشم‌انداز بازار را پیچیده‌تر کرده است.

نظرسنجی از مدیران سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد ارز و تورم همچنان مهم‌ترین موتور صعود بازار و ریسک‌های سیاسی و ژئوپلیتیک، مهم‌ترین تهدید بورس هستند. در عین حال، ارزیابی غالب از ارزش‌گذاری بازار، «متعادل» است و صنایع داخلی و مصرفی در صدر اولویت سبد شش‌ماهه مدیران قرار دارند. برآیند این تصویر، بازاری است که هنوز جذابیت سرمایه‌گذاری دارد، اما فعالان حرفه‌ای ترجیح می‌دهند در سایه ریسک‌های سیاسی، انتخاب‌گرانه و محتاطانه حرکت کنند. در چنین فضایی «دورنما» نظرسنجی تازه‌ای را با حضور جمعی از مدیران و کارشناسان بازار سرمایه برگزار کرد.

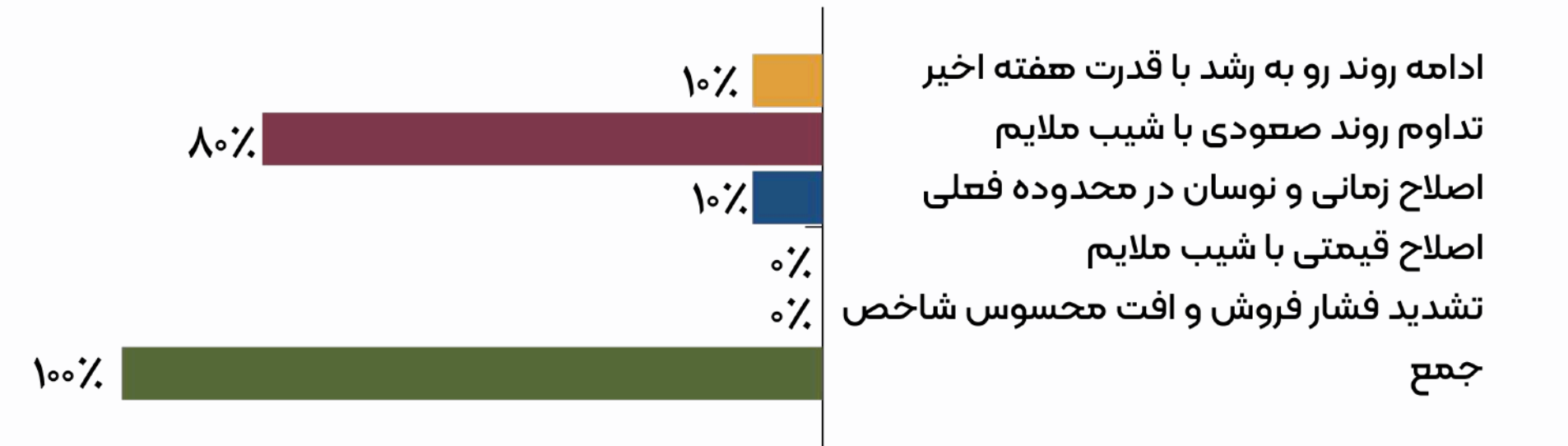
حسین علاقه‌مندان صاحب نظر بازار سرمایه، حسین بوستانی کارشناس بازار سرمایه، مهدی دلبری کارشناس بازار سرمایه، نوید خاندوزی کارشناس بازار سرمایه، علیرضا توکلی کاشی کارشناس بازار سرمایه، نیما آهوان کارشناس بازار سرمایه، روزبه درخشان مدیر سرمایه‌گذاری، محمدرضا عسگری کارشناس بازار سرمایه، نوید سالک کارشناس بازار سرمایه و محمد غفوری تحلیلگر بازار سرمایه در این نظرسنجی شرکت کردند.

۱. پیش‌بینی روند شاخص در هفته آینده

پس از عملکرد مثبت شاخص در هفته گذشته، روند شاخص کل بورس تهران در هفته آینده را چگونه

پیش‌بینی می‌کنید؟

این سوال با هدف سنجش انتظارات کوتاه‌مدت مدیران پس از رشد هفته گذشته مطرح شد. هشتاد درصد پاسخ دهندگان تداوم روند صعودی با شیب ملایم را محتمل‌ترین سناریو دانستند. تنها ده درصد به ادامه رشد قدرتمند و ده درصد به اصلاح زمانی و نوسان در محدوده فعلی رأی دادند. هیچ‌یک از مدیران افت محسوس شاخص را پیش‌بینی نکردند. این پاسخ‌ها نشان می‌دهد بازار از نظر فعالان حرفه‌ای هنوز در فاز احتیاطی قرار دارد و انتظار جهش ناگهانی یا ریزش سنگین وجود ندارد.

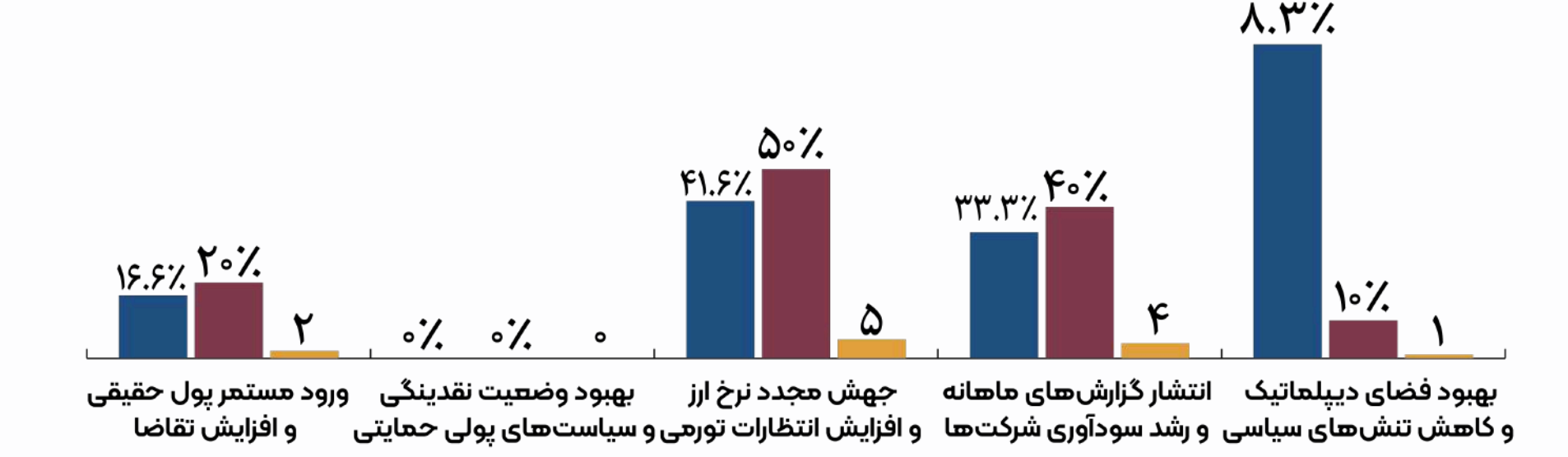


۲. مهم‌ترین محرک مثبت تا پایان پاییز

تا پایان پاییز ۱۴۰۵، کدام عامل را مهم‌ترین محرک مثبت مسیر بورس می‌دانید؟

سوال دوم برای شناسایی عامل اصلی حمایت‌کننده بازار در افق میان‌مدت طراحی شد. پنجاه درصد مدیران جهش مجدد نرخ ارز و افزایش انتظارات تورمی را مهم‌ترین محرک دانستند. چهل درصد نیز انتشار گزارش‌های ماهانه و رشد سودآوری شرکت‌ها را در اولویت قرار دادند. بهبود فضای دیپلماتیک تنها ده درصد رأی آورد و سیاست‌های پولی حمایتی هیچ رأیی کسب نکرد. این ترکیب نشان می‌دهد مدیران بیش از هر چیز به محرک‌های تورمی و ارزی چشم دوخته‌اند و کمتر به گشایش سیاسی امید بسته‌اند.

■ فراوانی پاسخ ■ درصد فراوانی در بین پاسخ‌دهندگان ■ درصد فراوانی در کل انتخاب‌ها

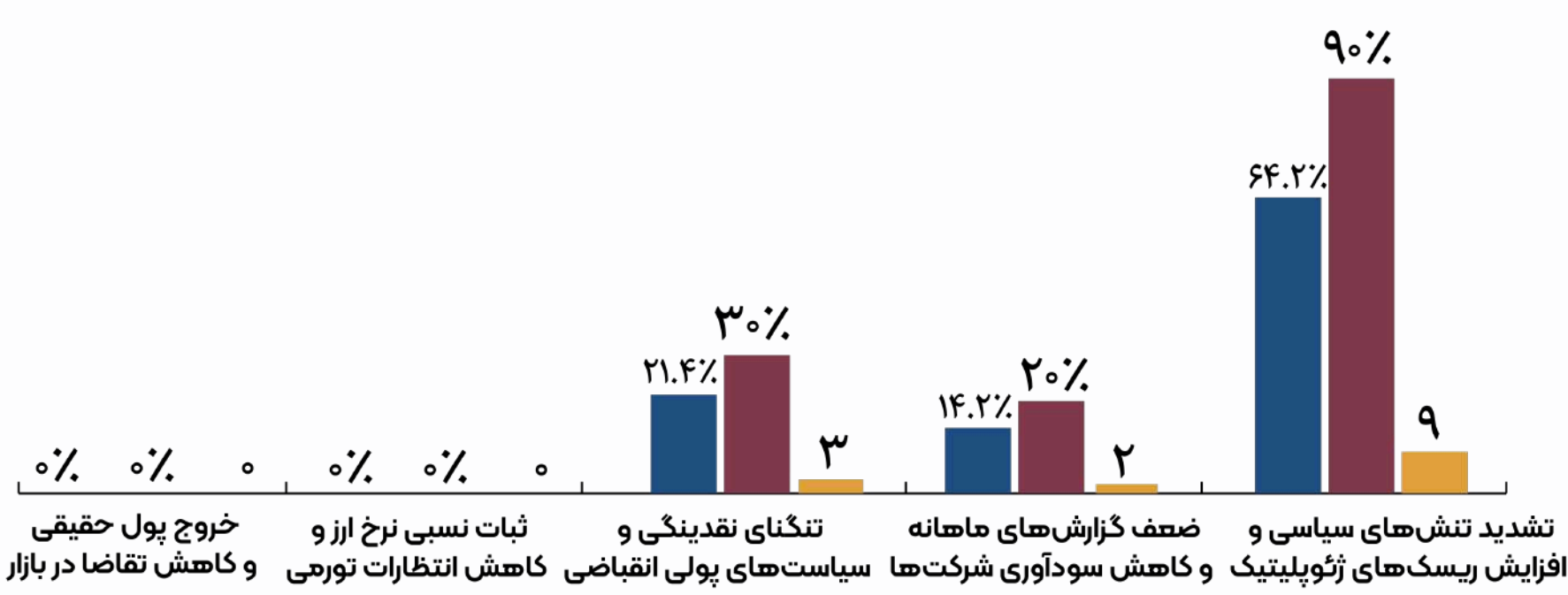


۳. مهم‌ترین مانع یا ریسک تا پایان پاییز

تا پایان پاییز ۱۴۰۵، کدام عامل را مهم‌ترین مانع یا ریسک مسیر بورس می‌دانید؟

این سوال برای سنجش مهم‌ترین تهدید پیش روی بازار مطرح شد. ۹۰ درصد پاسخ‌دهندگان تشدید تنش‌های سیاسی و افزایش ریسک‌های ژئوپلیتیک را اصلی‌ترین مانع دانستند. ۳۰ درصد نیز تنگنای نقدینگی و سیاست‌های پولی انقباضی را نگران‌کننده ارزیابی کردند. ضعف گزارش‌های ماهانه و کاهش سودآوری شرکت‌ها نسبتاً بالا نشان می‌دهد ریسک سیاسی همچنان بزرگ‌ترین دغدغه مدیران است و سایر عوامل در سایه آن قرار گرفته‌اند.

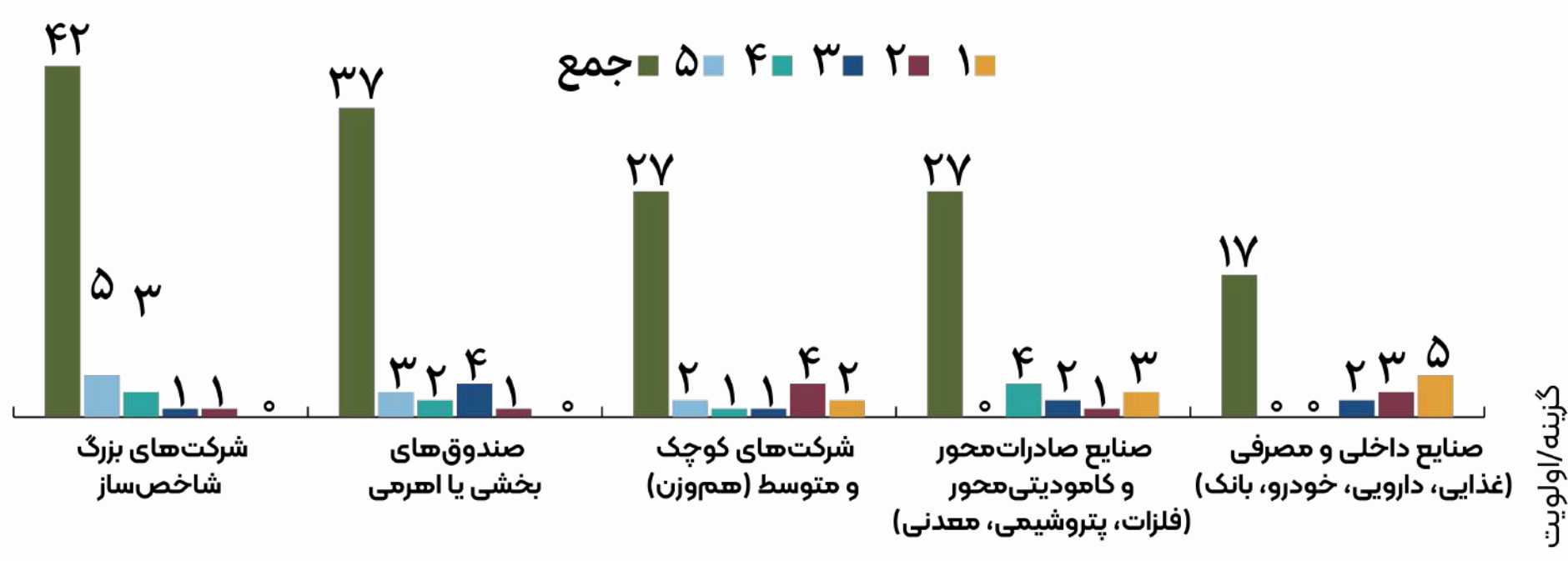
■ فراوانی پاسخ ■ درصد فراوانی در بین پاسخ‌دهندگان ■ درصد فراوانی در کل انتخاب‌ها



۴. اولویت‌بندی گروه‌های بورسی در سبد شش‌ماهه

سوال چهارم با هدف شناسایی ترجیحات واقعی مدیران در چینش سبد طراحی شد.

صنایع داخلی و مصرفی با میانگین رتبه ۷/۱ در صدر اولویت‌ها قرار گرفتند. صنایع صادرات‌محور و شرکت‌های کوچک و متوسط هر دو میانگین ۷/۲ را ثبت کردند. صندوق‌های بخشی و اهرمی و شرکت‌های بزرگ شاخص‌ساز در رتبه‌های پایین‌تر ایستادند. این نتایج نشان می‌دهد مدیران در شرایط فعلی ترجیح می‌دهند به سمت صنایع داخلی و شرکت‌های کوچک‌تر متمایل شوند و از شاخص‌سازهای بزرگ فاصله بگیرند.

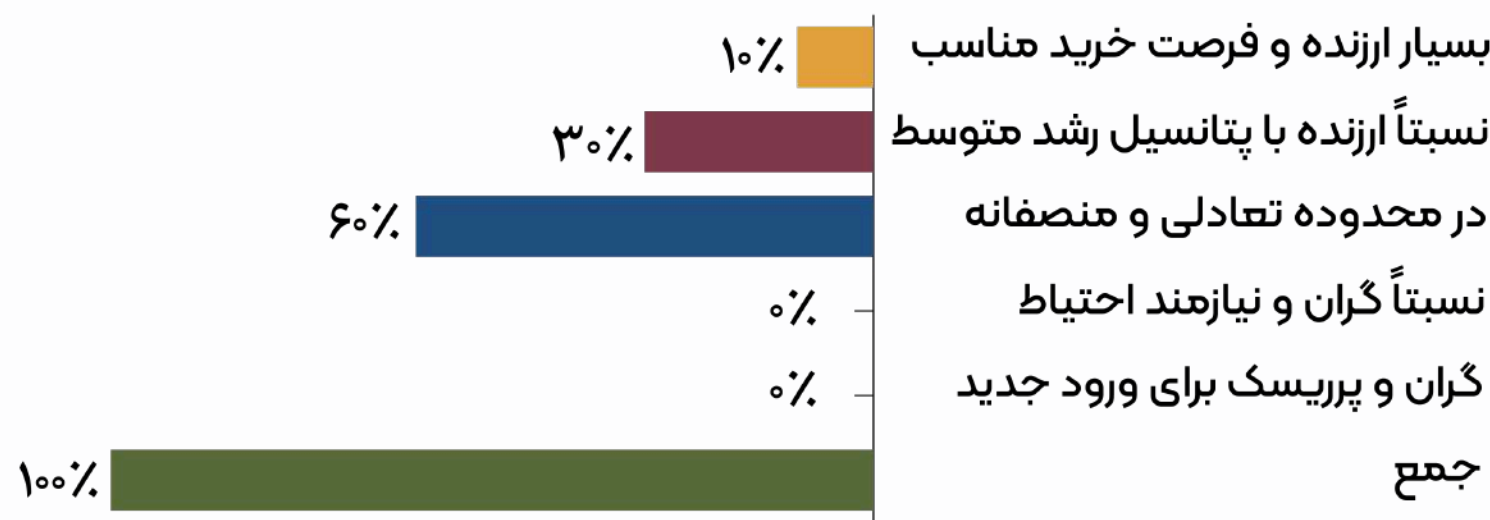


۵. ارزیابی ارزش‌گذاری فعلی بازار

نسبت به ارزش‌گذاری فعلی بازار (P/E آینده‌نگر و نسبت قیمت به ارزش جایگزینی) وضعیت کلی بورس را

چگونه ارزیابی می‌کنید؟

این سوال برای سنجش نگاه مدیران به سطح قیمت‌های کنونی مطرح شد. ۶۰ درصد پاسخ‌دهندگان بازار را در محدوده تعادلی و منصفانه ارزیابی کردند. ۳۰ درصد آن را نسبتاً ارزنده با پتانسیل رشد متوسط دانستند و تنها ۱۰ درصد فرصت خرید بسیار جذاب تشخیص دادند. هیچ‌یک از مدیران بازار را گران یا پرریسک توصیف نکردند. این پاسخ‌ها حاکی از آن است که از نظر فعالان حرفه‌ای قیمت‌ها هنوز حبابی نشده‌اند اما جذابیت فوق‌العاده‌ای هم ندارند.



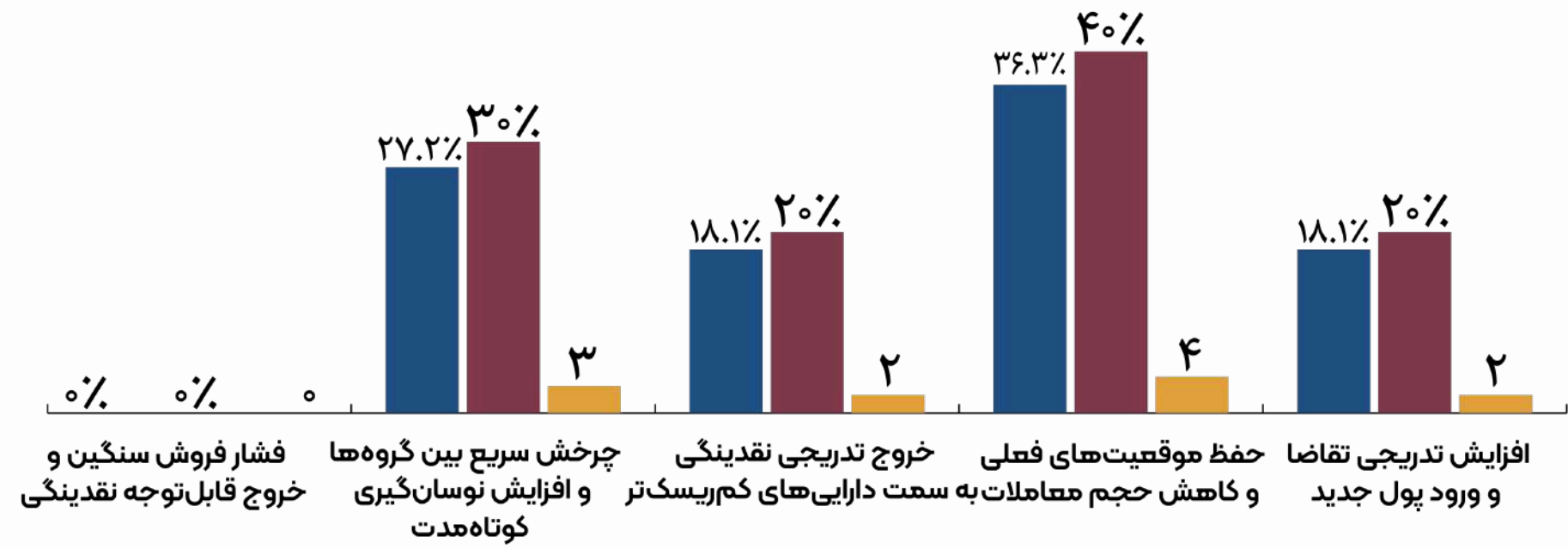
۶. رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در صورت تداوم باتکلیفی سیاسی

در صورت تداوم باتکلیفی سیاسی تا پایان پاییز، رفتار غالب سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس را چگونه پیش

بینی می‌کنید؟

سوال پایانی برای پیش‌بینی رفتار سرمایه‌گذاران خرد در سناریوی تداوم ابهام سیاسی طراحی شد. ۴۰ درصد مدیران حفظ موقعیت‌های فعلی و کاهش حجم معاملات را محتمل‌ترین رفتار دانستند. ۳۰ درصد چرخش سریع بین گروه‌ها و افزایش نوسان‌گیری کوتاه‌مدت را پیش‌بینی کردند. ۲۰ درصد نیز خروج تدریجی نقدینگی به سمت دارایی‌های کم‌ریسک تر را محتمل دانستند. هیچ‌یک از پاسخ‌دهندگان فشار فروش سنگین را انتظار نداشتند. این ترکیب نشان می‌دهد مدیران انتظار خروج گسترده نقدینگی را ندارند اما فضای احتیاط و کاهش عمق بازار را محتمل می‌دانند.

■ فراوانی پاسخ ■ درصد فراوانی در بین پاسخ‌دهندگان ■ درصد فراوانی در کل انتخاب‌ها



اقتصاد ایران | نظرسنجی از مدیران

نتایج نظرسنجی تصویری محتاطانه اما نه بدبینانه از بازار سرمایه ترسیم می‌کند. مدیران رشد ملایم شاخص را در هفته پیش رو محتمل می‌دانند اما مهم‌ترین محرک میان‌مدت را همچنان نرخ ارز و انتظارات تورمی می‌بینند. ریسک سیاسی با فاصله زیاد در صدر نگرانی‌ها قرار دارد و ارزش‌گذاری بازار از نظر اکثریت در محدوده تعادلی ارزیابی می‌شود. در چینش سبد نیز گرایش به سمت صنایع داخلی و شرکت‌های کوچک‌تر مشهود است. در مجموع فعالان حرفه‌ای بازار را در نقطه‌ای می‌بینند که نه فرصت استثنایی خرید فراهم کرده و نه سیگنال فروش فوری صادر می‌کند. ادامه مسیر بیش از هر چیز به تحولات سیاسی و رفتار نرخ ارز وابسته خواهد بود.

اسامی کارشناسان بازار سرمایه شرکت‌کننده در نظرسنجی



علیرضا توکلی کاشی



روزبه درخشان



حسین علاقه‌مندان



حسین بوستانی



نوید خاندوزی



مهدی دلبری



محمد رضا عسگری



محمد غفوری



نیما آهوان

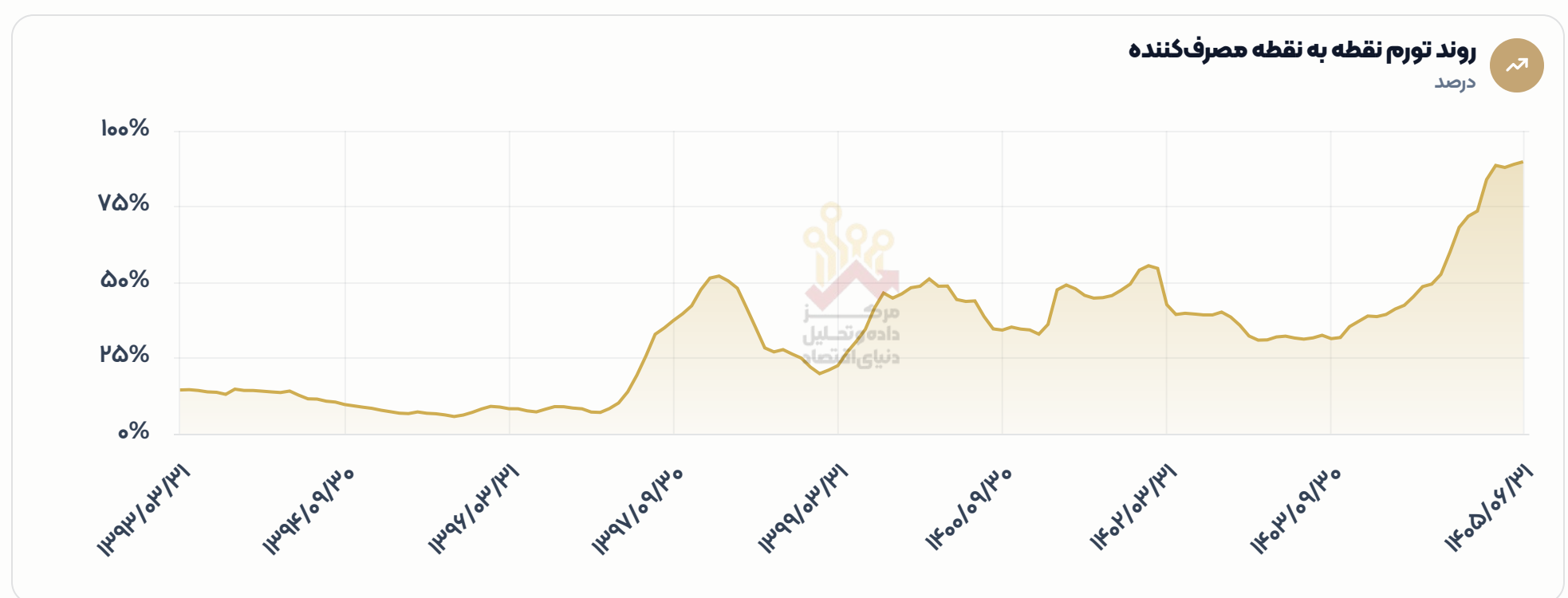


نوید سالک

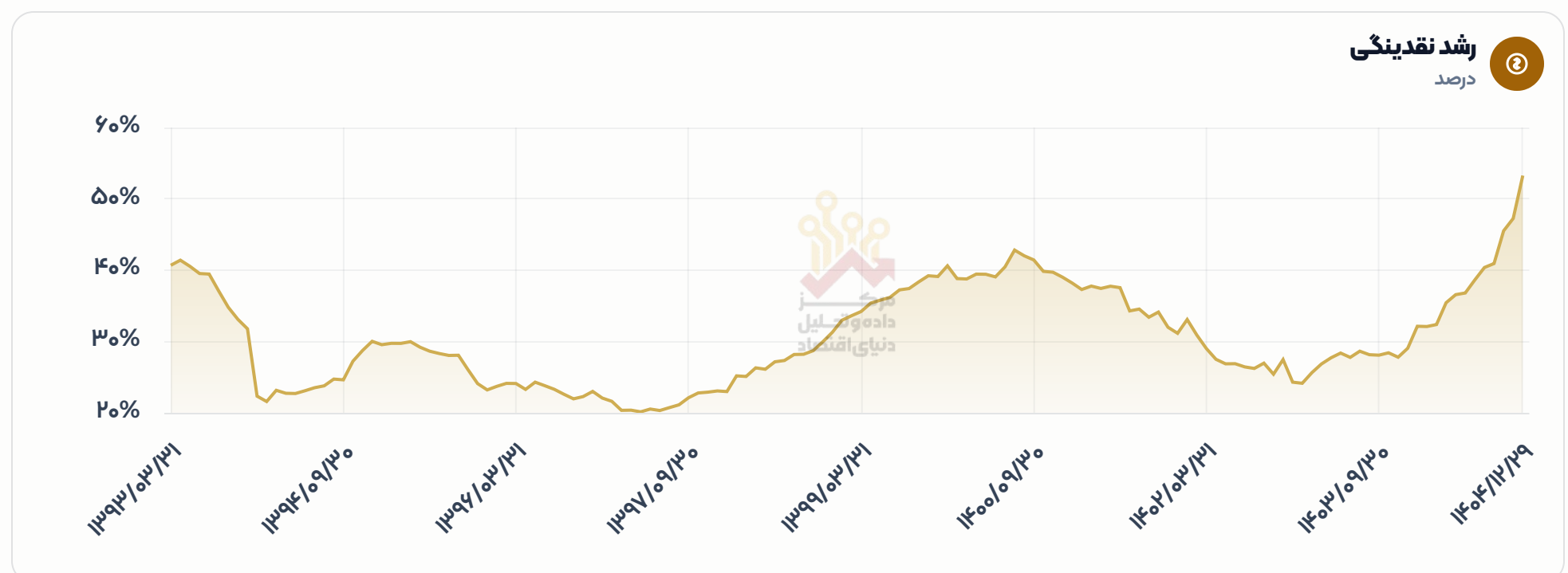
# اقتصاد ایران | دید کلان

## چرا کنترل تورم سخت‌تر از گذشته شده است؟

طبق آمار منتشر شده در هفته گذشته، نرخ تورم ماهانه در شهریورماه ۴.۲ درصد اعلام شد. نرخ تورم نقطه به نقطه نیز به ۸۹.۷ درصد در این ماه رسیده که بالاترین رقم ثبت شده در تاریخ اقتصاد کشور است. به نظر می‌رسد در شرایط کنونی دیگر کنترل تورم به سادگی گذشته نیست. یکی از نشانه‌های این وضعیت، ماندگاری تورم در سطوح بالاست. در سال‌های اخیر، نرخ تورم برای چندین سال متوالی بالای ۳۰ درصد باقی مانده و برخلاف دوره‌هایی که سیاستگذار می‌توانست با مجموعه‌ای از سیاست‌ها تورم را به سطوح پایین‌تر بازگرداند، این بار تورم در یک سطح بالا تثبیت شده است. به بیان دیگر، مسئله فقط این نیست که قیمت‌ها با سرعت زیادی افزایش پیدا می‌کنند؛ بلکه اقتصاد در وضعیتی قرار گرفته که پایین آوردن این سرعت افزایش قیمت‌ها نیز دشوار شده است.



بانک مرکزی برای مقابله با تورم ابزارهای مختلفی در اختیار دارد که یکی از مهم‌ترین آنها کنترل رشد نقدینگی است. افزایش حجم نقدینگی زمانی که با افزایش متناسب تولید همراه نباشد، به معنای وجود قدرت خرید بیشتر در برابر مقدار نسبتاً محدودی از کالاها و خدمات است و در نهایت می‌تواند به افزایش سطح عمومی قیمت‌ها منجر شود. به همین دلیل، کنترل رشد نقدینگی همواره یکی از محورهای اصلی سیاست‌های ضدتورمی بوده است. در ایران نیز بانک مرکزی در فاصله میانه سال ۱۴۰۰ تا پایان سال ۱۴۰۲ توانست رشد نقدینگی را تا حد قابل توجهی کاهش دهد، اما این کاهش به تنهایی نتوانست تورم را به سطوح پایین‌تر بازگرداند و نرخ تورم همچنان در محدوده بالای ۳۰ درصد باقی ماند. این تجربه نشان می‌دهد که اگرچه نقدینگی همچنان اهمیت زیادی دارد، اما دیگر نمی‌توان توضیح تورم را فقط به رشد حجم پول محدود کرد.



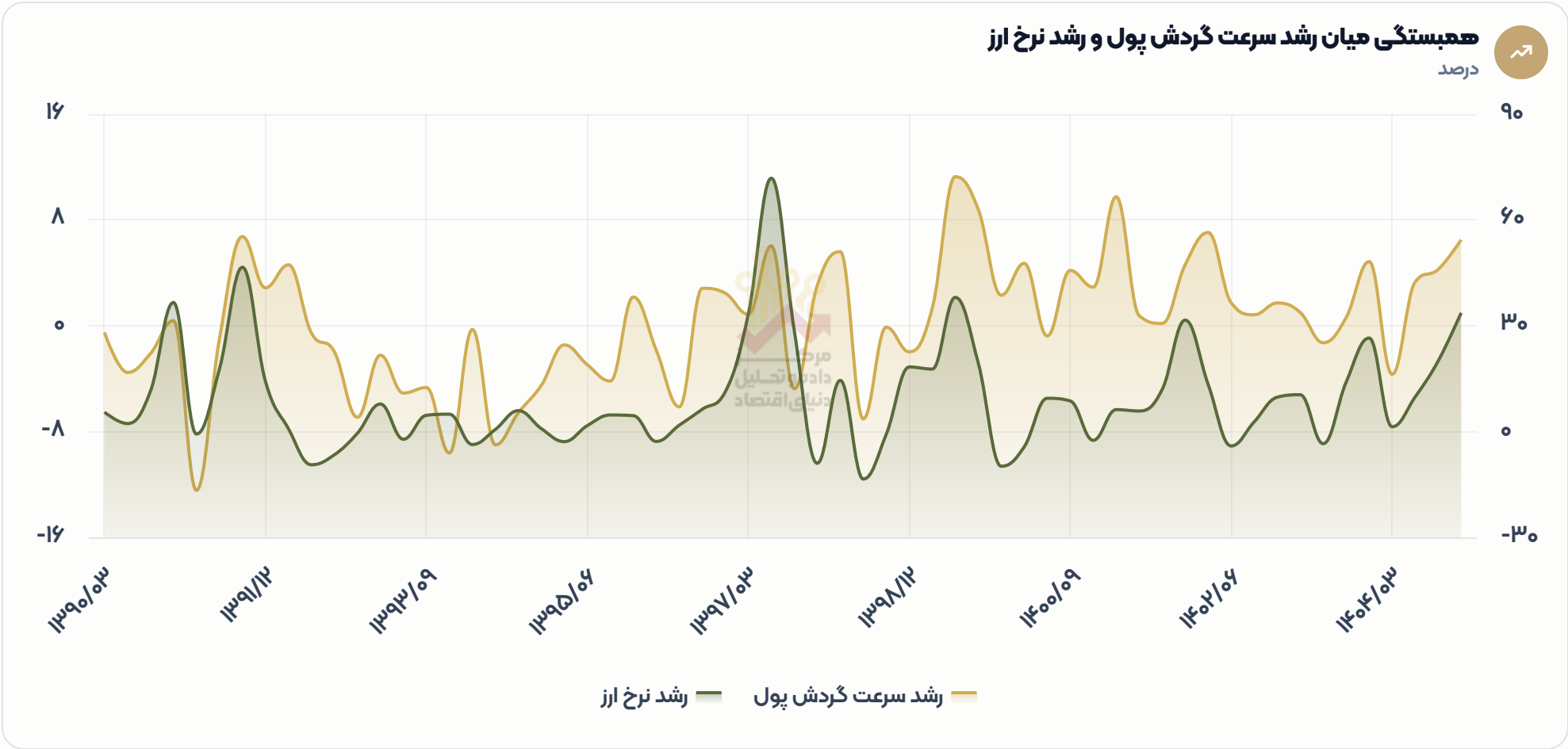
## اقتصاد ایران | دید کلان

عامل مهم دیگری که می‌تواند توضیح دهد چرا کنترل تورم دشوارتر شده، سرعت گردش پول است. در یک اقتصاد باثبات، سرعت گردش پول معمولاً تغییرات شدیدی ندارد. افراد و بنگاه‌ها بخشی از پول خود را برای مدتی نگهداری می‌کنند و سپس آن را برای خرید کالا، خدمات یا سرمایه‌گذاری به کار می‌گیرند. اما وقتی شرایط اقتصادی تغییر می‌کند و انتظارات تورمی افزایش می‌یابد، رفتار افراد نیز تغییر می‌کند. در چنین شرایطی، نگهداری پول برای افراد پرهزینه‌تر به نظر می‌رسد، زیرا انتظار دارند قدرت خرید آن در آینده کاهش پیدا کند. در نتیجه، تمایل بیشتری برای تبدیل پول به کالا، دارایی، ارز یا سایر اشکال حفظ ارزش ایجاد می‌شود و پول با سرعت بیشتری در اقتصاد به گردش درمی‌آید.



این تغییر رفتار را می‌توان به‌خصوص از سال ۱۳۹۷ به بعد جدی‌تر دنبال کرد؛ دوره‌ای که با جهش‌های ارزی و افزایش قابل توجه نااطمینانی اقتصادی همراه بوده است. نرخ ارز در اقتصاد ایران فقط یک قیمت برای مبادلات خارجی نیست، بلکه یکی از مهم‌ترین متغیرهایی است که انتظارات مردم و بنگاه‌ها درباره آینده قیمت‌ها را شکل می‌دهد. افزایش نرخ ارز می‌تواند این انتظار را ایجاد کند که هزینه تولید، قیمت کالاهای وارداتی و در ادامه قیمت بسیاری از کالاها و خدمات افزایش پیدا خواهد کرد. در چنین شرایطی، افراد و بنگاه‌ها نیز تمایل کمتری به نگهداری ریال پیدا می‌کنند و تلاش می‌کنند زودتر منابع خود را به کالا یا دارایی تبدیل کنند. به همین دلیل، می‌توان میان رشد نرخ ارز و رشد سرعت گردش پول همبستگی قابل توجهی در روندهای گذشته مشاهده کرد (حدود ۴۵ درصد). یعنی هرگاه رشد نرخ ارز تشدید شده، رشد سرعت گردش پول نیز در بسیاری از مقاطع افزایش یافته است. این همبستگی به قدری محسوس و قابل‌توجه بوده که جهش شدید نرخ ارز در سال ۹۷، رشد سرعت گردش پول را (که تا پیش از آن منفی بوده) را بسیار تحت تأثیر قرار داده و روند کلی سرعت گردش پول را دستخوش تغییر کرده است. البته این رابطه به معنای آن نیست که تغییر نرخ ارز تنها علت افزایش سرعت گردش پول است، بلکه نشان می‌دهد نرخ ارز یکی از عوامل مهم شکل‌دهنده به انتظارات تورمی در اقتصاد ایران است. بنابراین، در سمت تقاضای اقتصاد دیگر نمی‌توان تنها به حجم نقدینگی نگاه کرد. یک متغیر مهم دیگر نیز وارد مسئله شده است: پولی که در اقتصاد وجود دارد، ممکن است سریع‌تر از گذشته خرج و جابه‌جا شود. در این حالت، حتی اگر سرعت رشد نقدینگی نسبت به گذشته کاهش پیدا کند، افزایش سرعت گردش پول می‌تواند بخشی از اثر ضدتورمی کاهش رشد نقدینگی را خنثی کند. در واقع، مشکل امروز فقط این نیست که پول زیادی وجود دارد، بلکه این است که در شرایط تورمی و بی‌ثبات، تمایل به نگهداری این پول نیز کاهش پیدا کرده است.

اقتصاد ایران | دید کلان



در سمت عرضه نیز شرایط چندان مساعد نیست. رشد اقتصادی طی سال‌های گذشته با محدودیت‌های جدی مواجه بوده و رشد تولید نتوانسته هم‌پای افزایش تقاضای اسمی اقتصاد حرکت کند. حتی در بهار امسال، رشد تولید ناخالص داخلی به منفی ۱۰ درصد رسیده است. این مسئله اهمیت زیادی دارد، زیرا تورم تنها به عوامل پولی و تقاضایی وابسته نیست؛ اگر ظرفیت تولید اقتصاد کاهش پیدا کند یا رشد آن ضعیف باشد، افزایش تقاضا با عرضه بیشتری از کالا و خدمات پاسخ داده نمی‌شود و فشار بیشتری بر قیمت‌ها وارد خواهد شد. بنابراین، در شرایطی که رشد اقتصادی پایین است، کنترل تورم نیز دشوارتر می‌شود.

از این منظر، سیاستگذار پولی با یک مسئله دوگانه مواجه است. از یک سو، برای کنترل تورم باید رشد نقدینگی و فشار تقاضا را محدود کند اما از سوی دیگر، محدود کردن بیش از حد اعتبارات و نقدینگی می‌تواند توان تأمین مالی بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاری را کاهش دهد و در شرایطی که رشد اقتصادی ضعیف است، فشار بیشتری بر تولید وارد کند. در طرف مقابل، اگر سیاستگذار برای تحریک رشد اقتصادی سیاست‌های اعتباری و پولی انبساطی‌تری در پیش بگیرد، ممکن است فشارهای تورمی دوباره افزایش پیدا کند. به همین دلیل، سیاستگذار در شرایط فعلی با یک انتخاب ساده میان تورم و رشد اقتصادی مواجه نیست، بلکه باید میان دو هدفی حرکت کند که در کوتاه‌مدت می‌توانند با یکدیگر در تعارض قرار بگیرند.

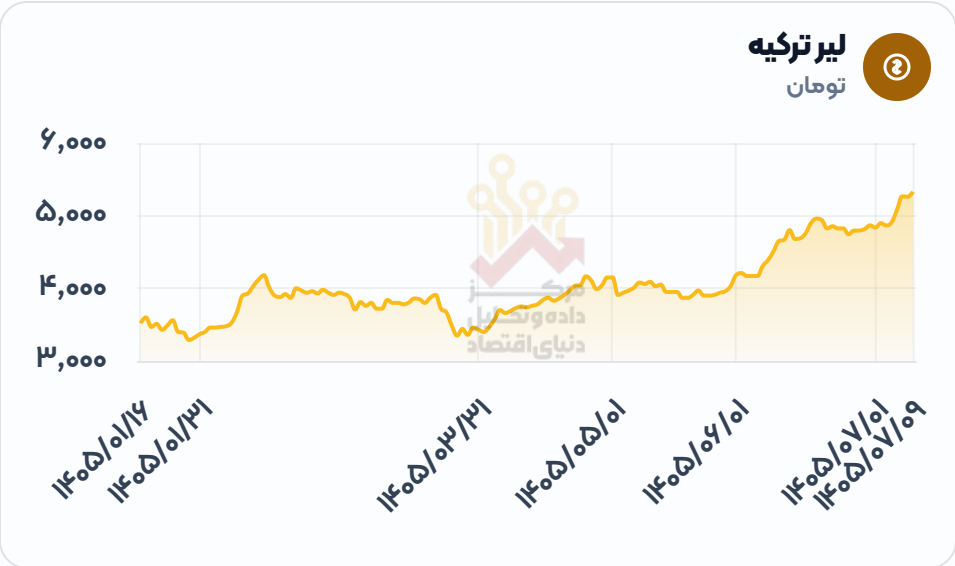
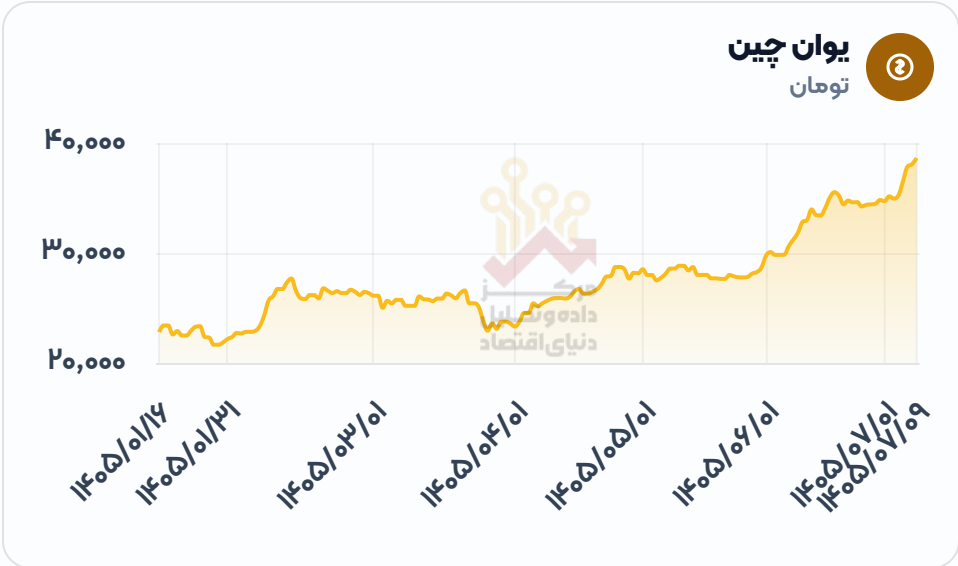
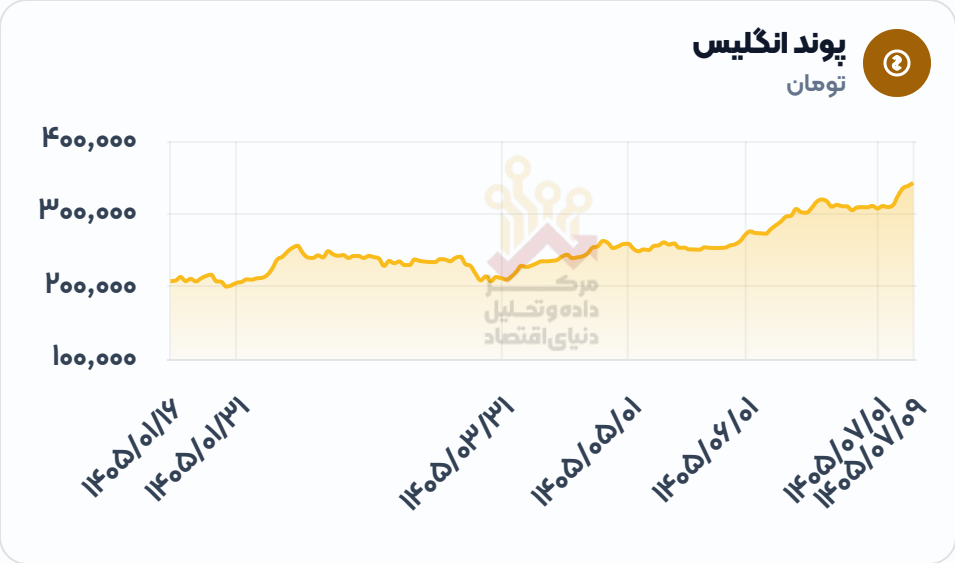
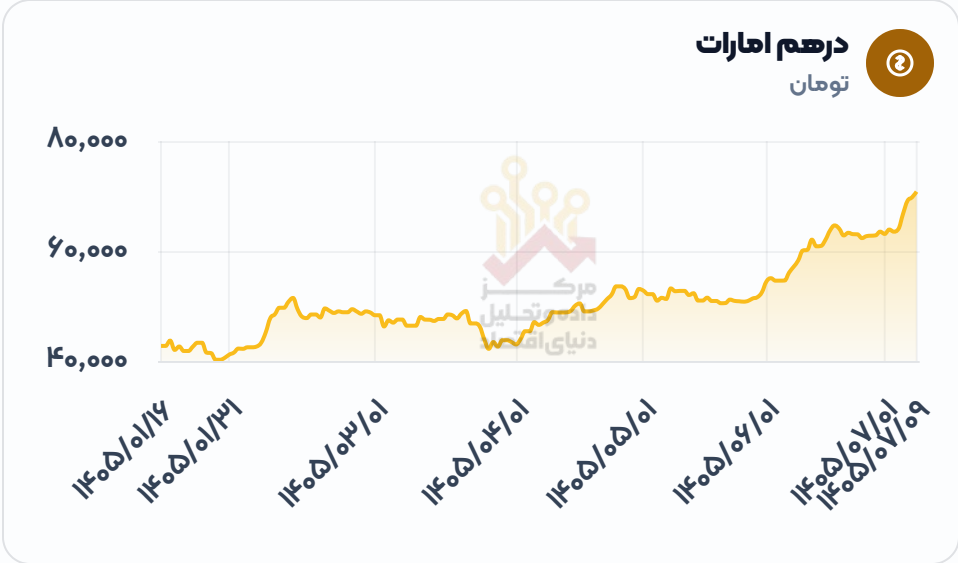
در مجموع، می‌توان گفت سه مؤلفه حجم نقدینگی، سرعت گردش پول و وضعیت تولید در توضیح شرایط فعلی اهمیت دارند. نقدینگی همچنان یکی از پایه‌های اصلی تورم است و کاهش رشد آن همچنان ضروری است، اما تجربه سال‌های اخیر نشان داده که اثر آن به تنهایی برای بازگرداندن تورم به سطوح پایین کافی نیست. افزایش سرعت گردش پول که تحت تأثیر انتظارات تورمی و در اقتصاد ایران به شدت تحت تأثیر تحولات نرخ ارز قرار دارد، فشار دیگری بر سطح قیمت‌ها وارد می‌کند. همزمان، ضعف رشد تولید نیز ظرفیت اقتصاد برای جذب نقدینگی و پاسخ‌گویی به تقاضا را محدود کرده است.

بنابراین، برخلاف گذشته که کنترل نقدینگی می‌توانست نقش پررنگ‌تری در مهار تورم داشته باشد، امروز سیاستگذار با اقتصادی مواجه است که در آن هم حجم پول اهمیت دارد، هم سرعت حرکت آن و هم توان اقتصاد برای تولید کالا و خدمات؛ و همین ترکیب، کنترل تورم را دشوارتر از گذشته کرده است.

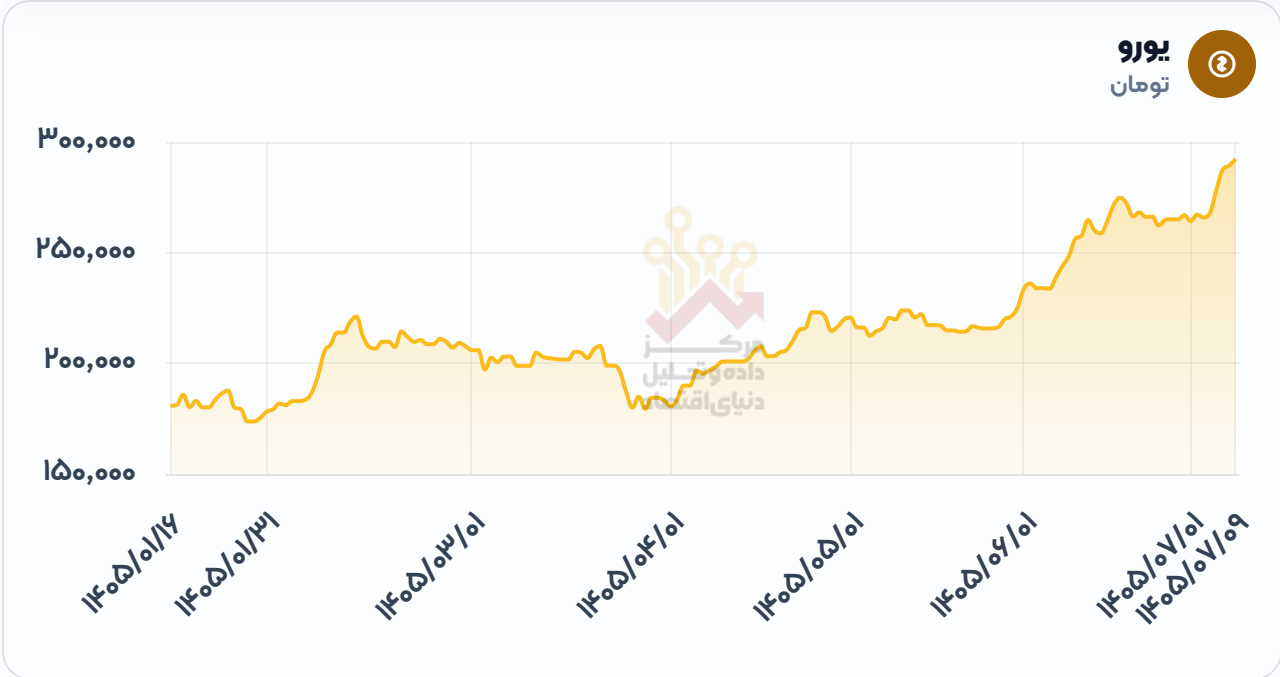
# اقتصاد ایران | بازار ارز

## شکست سقف دلار؛ آیا موج تازه‌ای از انتظارات ارزی در راه است؟

### نمای بازار ارز



| نهاد          | قیمت    | روز    | هفته    | ماه     | سال      |
|---------------|---------|--------|---------|---------|----------|
| فرانک سوئیس   | ۳۱۰,۰۲۰ | +۱/۵۰٪ | +۹/۲۸٪  | +۱۷/۳۸٪ | +۱۱۴/۲۵٪ |
| روبل روسیه    | ۳,۱۰۸   | +۱/۵۰٪ | +۱۲/۲۸٪ | +۲۵/۲۷٪ | +۱۲۲/۰۰٪ |
| دلار استرالیا | ۱۷۹,۹۸۰ | +۱/۵۰٪ | +۸/۹۶٪  | +۱۷/۲۶٪ | +۱۳۶/۴۱٪ |
| دلار کانادا   | ۱۸۱,۸۴۰ | +۱/۳۱٪ | +۹/۵۲٪  | +۱۷/۹۵٪ | +۱۱۹/۶۱٪ |
| دینار عراق    | ۱۷۰     | +۱/۸۰٪ | +۱۲/۹۷٪ | +۱۰/۹۱٪ | +۹۲/۳۰٪  |



**بازدهی یورو**

|          |            |
|----------|------------|
| هفته     | قیمت       |
| +۹/۴۴٪   | ۲۹۲,۳۵۰    |
| سال      | ماه        |
| +۱۱۵/۸۵٪ | +۱۷/۷۲٪    |
| ۵ سال    | از فروردین |
| +۷۹۹/۲۱٪ | +۶۲/۰۲٪    |

## اقتصاد ایران | بازار ارز

## بازدهی دلار آمریکا

هفته

+۱۰/۱۷%

قیمت

۲۵۸,۴۶۵

سال

+۱۲۳/۹۰%

ماه

+۲۰/۷۸%

۵ سال

+۸۲۱/۵۸%

از فروردین

+۶۲/۲۷%

دلار آمریکا (بازار آزاد)  
تومان

## آیا شوک سیاسی به موج تازه ارزی تبدیل می‌شود؟

نرخ دلار در هفته اخیر جهشی شدید را تجربه کرد و از حدود ۲۳۳ هزار تومان در ابتدای هفته به ۲۵۸ هزار تومان در پایان هفته رسید. یعنی طی تنها یک هفته نزدیک به ۲۵ هزار تومان، معادل بیش از ۱۰ درصد، به نرخ ارز اضافه شده است. یورو نیز در همین بازه از حدود ۲۶۶ هزار تومان به نزدیک ۲۹۲ هزار تومان رسید. اهمیت این افزایش فقط در میزان رشد قیمت ارز نیست؛ دلار با عبور از سقف قبلی ۲۳۵ هزار تومانی، وارد سطح جدیدی شده است.

این شکست سقف در شرایطی رخ داده که ریسک‌های سیاسی و اقتصادی نیز افزایش یافته و همین موضوع می‌تواند فشار خرید و تقاضای احتیاطی در بازار ارز را تقویت کند. بنابراین، عبور دلار از سقف قبلی را می‌توان نشانه‌ای از وخیم‌تر شدن فضای بازار ارز و افزایش حساسیت آن به نااطمینانی‌های موجود دانست.

در کنار شکسته شدن این سقف، اظهارات اخیر دونالد ترامپ مبنی بر اینکه نیازی به مذاکره با ایران وجود ندارد و تنگه هرمز باز است، بر نااطمینانی‌های سیاسی و احتمال تشدید درگیری افزوده است. در همین شرایط، تنش‌ها در تنگه هرمز همچنان بالا باقی مانده و نگرانی از ادامه یا گسترش درگیری، ریسک جنگ را در محاسبات بازار پررنگ‌تر کرده است. این وضعیت در حالی شکل گرفته که انتظارات تورمی در هفته‌های گذشته تا حدی تعدیل شده بود و افزایش دوباره نااطمینانی باعث شده این انتظارات نیز صعودی شود و اثر خود را در نرخ ارز نشان دهد.

در این میان، اعمال تحریم‌های جدید و گسترده علیه صنعت هوانوردی ایران نیز به افزایش فشارهای خارجی کمک کرده است. این تحریم‌ها با محدودتر کردن مسیرهای ارتباطی و افزایش نگرانی‌ها درباره تجارت خارجی و دسترسی به منابع ارزی، ریسک‌های پیش روی اقتصاد را بیشتر کرده و در کنار عوامل سیاسی، فشار مضاعفی بر نرخ ارز وارد کرده است.

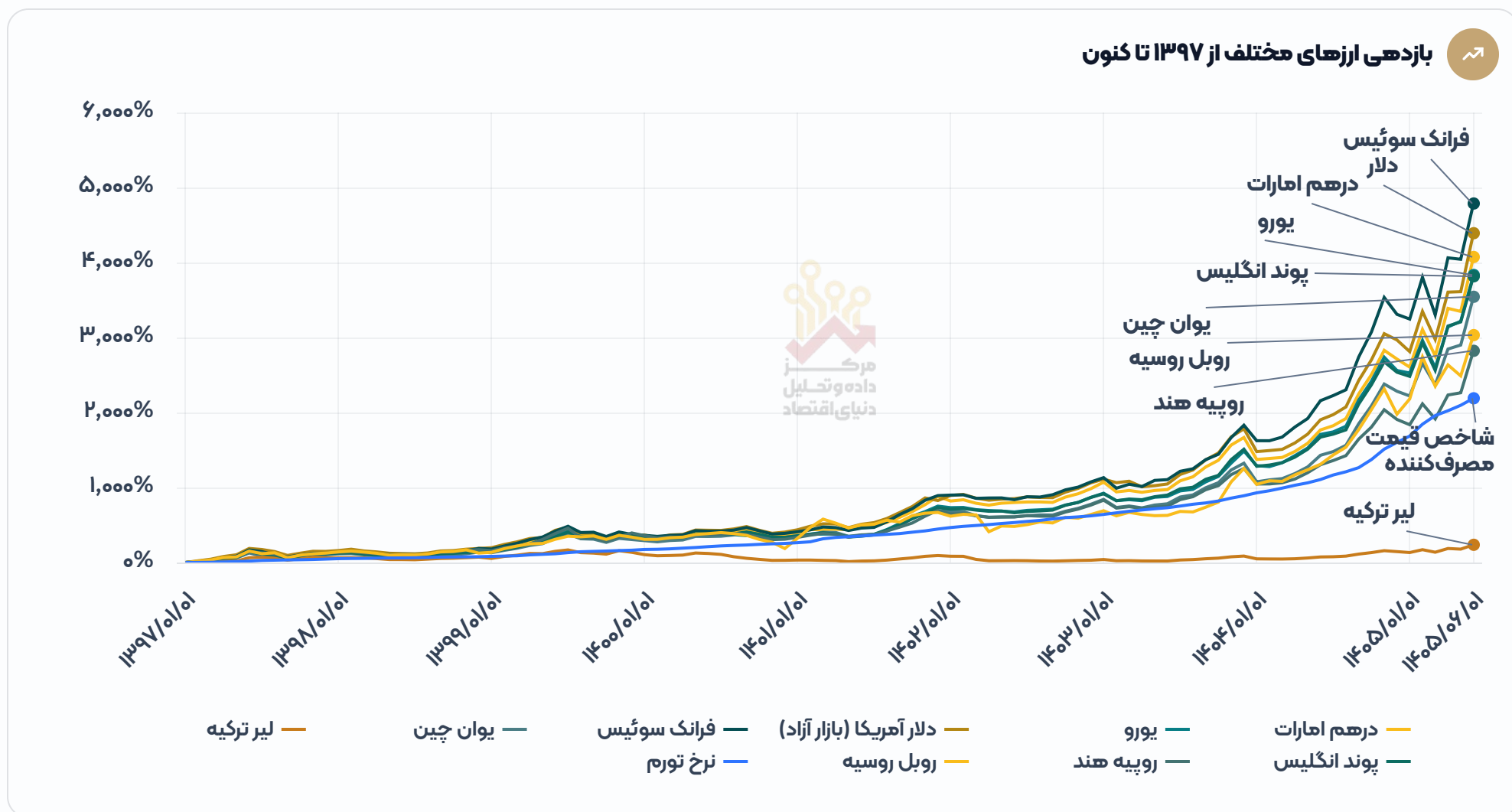
البته باید توجه داشت که محدودیت‌های تجاری، فقط سمت عرضه ارز را تحت تاثیر قرار نمی‌دهد، بلکه با محدود کردن جریان واردات نیز، بخشی از فشار موجود روی ارز را کاهش می‌دهد. بنابراین با توجه به پایداری قابل توجهی که اقتصاد، در مقایسه با فشاری که به آن وارد شده، از خود نشان داده است، فعلا انتظار جهش‌های خیلی بزرگ در بازار ارز نمی‌رود.

## یک انتخاب ارزی در سال ۹۷ چقدر تفاوت ایجاد می‌کرد؟

اگر در ابتدای سال ۱۳۹۷، پیش از جهش‌های ارزی، برای حفظ ارزش سرمایه سرمایه‌گذاری در ارزهای مختلف را در نظر می‌گرفتید، کدام ارز بیشترین بازدهی را برای شما داشت؟

## اقتصاد ایران | بازار ارز

بررسی تغییرات ارزش ارزهای مختلف از آن زمان تا امروز نشان می‌دهد فاصله عملکرد آنها قابل توجه بوده است. بعضی ارزها در این مدت رشد بسیار بیشتری از تورم داخلی داشته‌اند و برخی دیگر حتی نتوانسته‌اند همپای افزایش سطح عمومی قیمت‌ها پیش بروند.



در میان ارزهای بررسی‌شده، فرانک سوئیس با رشد ۵۲۴۶ درصدی بیشترین افزایش ارزش را داشته است. البته این رشد فقط به بازار ارز ایران مربوط نمی‌شود. فرانک در بازار جهانی نیز به دلیل شرایط اقتصادی سوئیس، تورم پایین و جایگاه آن به عنوان یک دارایی امن، در دوره‌های افزایش نااطمینانی معمولاً با تقاضای بیشتری روبه‌رو می‌شود. در این دوره، همین ویژگی در کنار افزایش نرخ ارز در ایران باعث شد ارزش فرانک با سرعت بیشتری بالا برود.

در سوی دیگر، لیر ترکیه با رشد ۲۶۴ درصدی کمترین افزایش را در میان ارزهای بررسی‌شده ثبت کرده است. تورم بالا و کاهش ارزش لیر در اقتصاد ترکیه، بخش مهمی از این تفاوت را توضیح می‌دهد. تضعیف لیر در بازار جهانی باعث شد رشد این ارز در برابر ریال نیز فاصله زیادی با سایر ارزها پیدا کند.

مقایسه این ارقام با تورم داخلی، تفاوت عملکرد ارزها را بیشتر نشان می‌دهد. تورم از ابتدای ۱۳۹۷ تا پایان دوره حدود ۲۱۹۰ درصد بوده است. در همین مدت، درهم، دلار، پوند و یورو حدود ۴۲۰۰ تا ۴۵۰۰ درصد رشد کرده‌اند و فرانک بالاتر از این گروه قرار گرفته است.

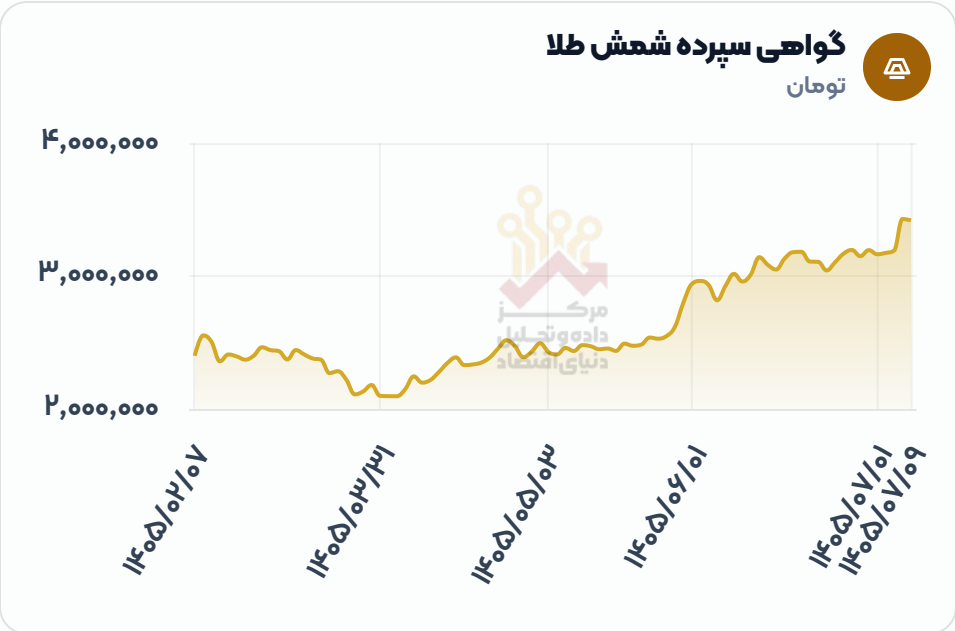
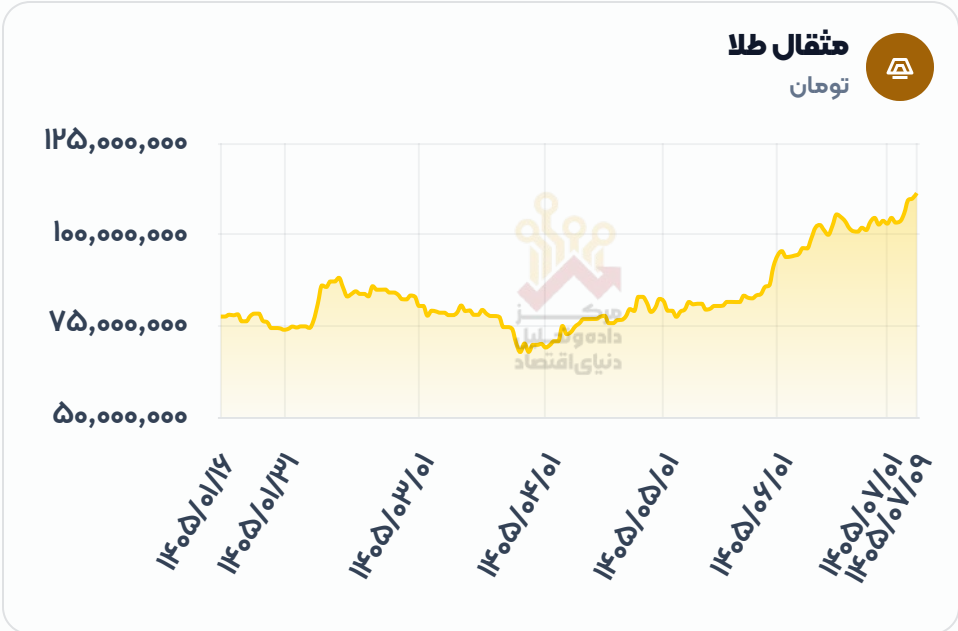
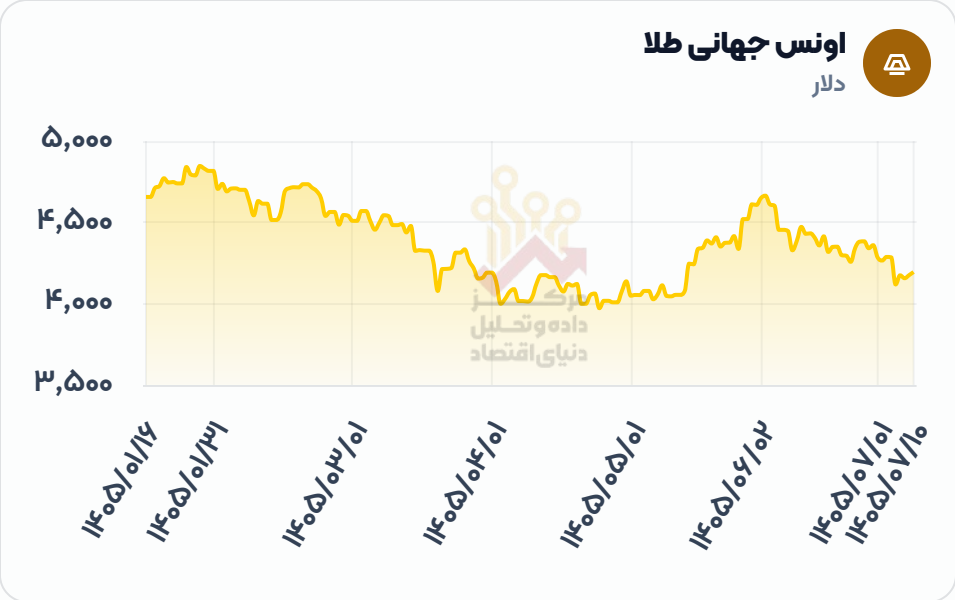
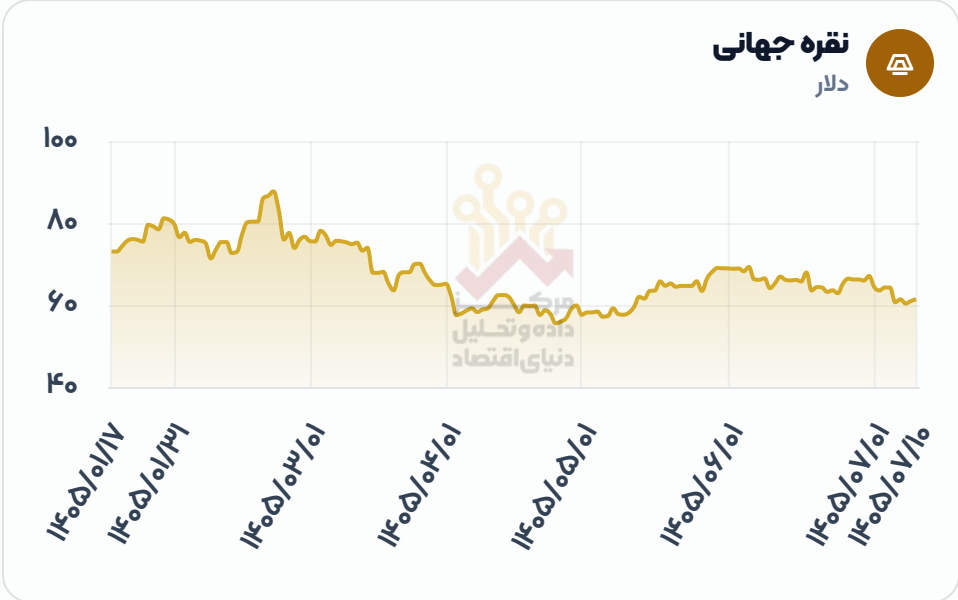
یوآن نیز با وجود رشد کمتر از ارزهای اصلی، همچنان فاصله محسوسی با تورم دارد. روپیه و روبل روسیه تقریباً در محدوده تورم حرکت کرده‌اند، اما لیر ترکیه با رشد ۲۶۴ درصدی فاصله زیادی از تورم این دوره گرفته است.

از این مقایسه می‌توان دریافت که ارزها در این مدت عملکرد یکسانی نداشته‌اند. بخشی از آنها فاصله زیادی از تورم گرفته‌اند و فقط پوششی در برابر تورم نبوده‌اند، بلکه بازدهی بالاتری هم ایجاد کرده‌اند. در مقابل، رشد برخی دیگر محدودتر بوده و حتی به پای افزایش سطح عمومی قیمت‌ها نرسیده است. به همین دلیل، انتخاب ارز در ابتدای دوره می‌توانست تفاوت قابل‌توجهی در بازدهی نهایی سرمایه ایجاد کند.

اقتصاد ایران | بازار طلا

طلا در دوراهی دلار و اونس

نمای بازار طلا



جدول بازدهی طلا

| نوع                  | قیمت        | هفته    | ماه     | سال      | از ابتدای سال |
|----------------------|-------------|---------|---------|----------|---------------|
| سکه بهار آزادی       | ۲۵۲,۰۶۵,۰۰۰ | +۶,۷۷%  | +۱۶,۱۱% | +۱۳۱,۶۷% | +۴۱,۷۰%       |
| نیم سکه              | ۱۳۵,۷۴۰,۰۰۰ | +۱۰,۳۶% | +۱۹,۵۹% | +۱۲۱,۸۰% | +۴۰,۱۴%       |
| ربع سکه              | ۷۳,۱۰۰,۰۰۰  | +۱۲,۴۶% | +۱۸,۸۶% | +۱۰۹,۴۶% | +۳۰,۶۸%       |
| سکه گرمی             | ۳۷,۰۰۰,۰۰۰  | +۸,۸۲%  | +۱۵,۶۳% | +۱۱۳,۸۷% | +۳۲,۱۴%       |
| نقره جهانی           | \$ ۶۱.۴۲    | -۴,۴۴%  | -۵,۹۶%  | +۳۰,۷۱%  | -۹,۳۹%        |
| گواهی سپرده شمش نقره | ۵۱۷,۵۳۱     | +۳,۹۲%  | +۹,۸۳%  | ۰/۰۰%    | -۰,۲۳%        |

سکه ا ماهی

هفته

+۸,۴۹%

قیمت

۲۶۰,۳۹۵,۰۰۰

سال

+۱۲۶,۴۷%

ماه

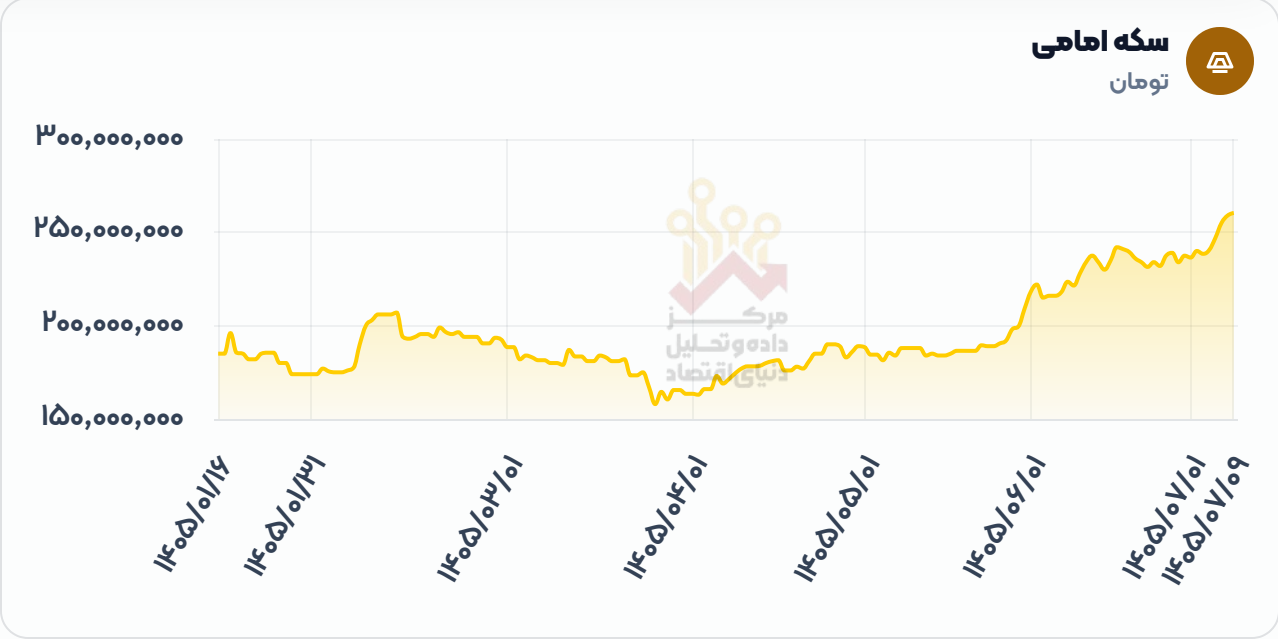
+۱۷,۵۶%

۵ سال

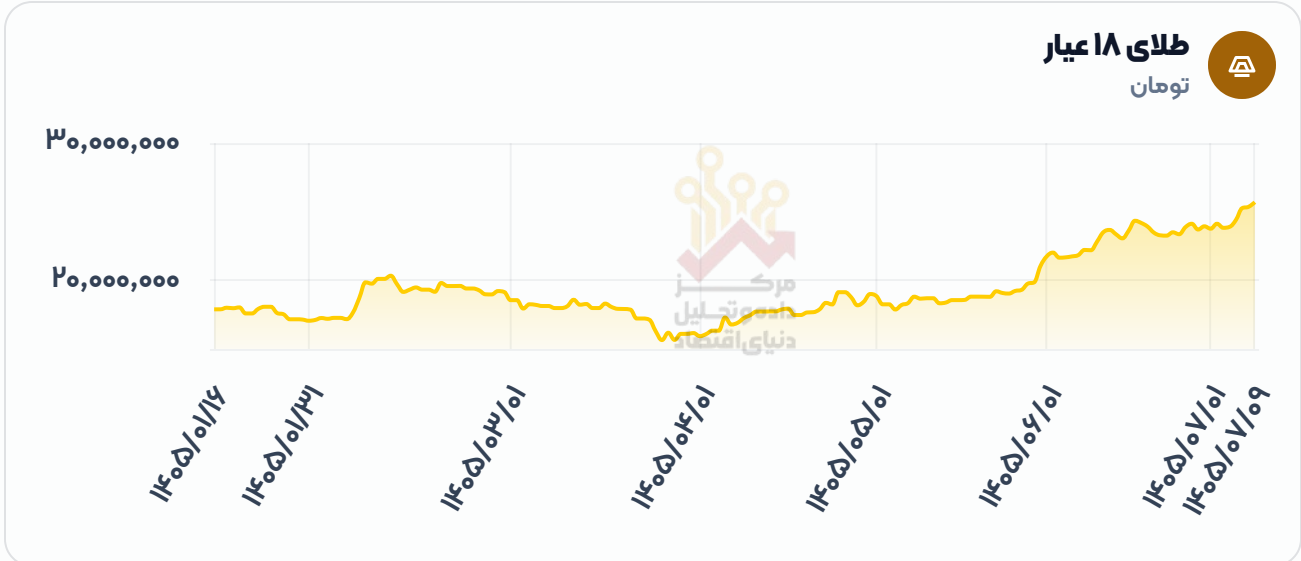
+۲,۰۹۴,۴۶%

از فروردین

+۳۷,۰۸%



## طلا در مدار صعود با محرک ارزی



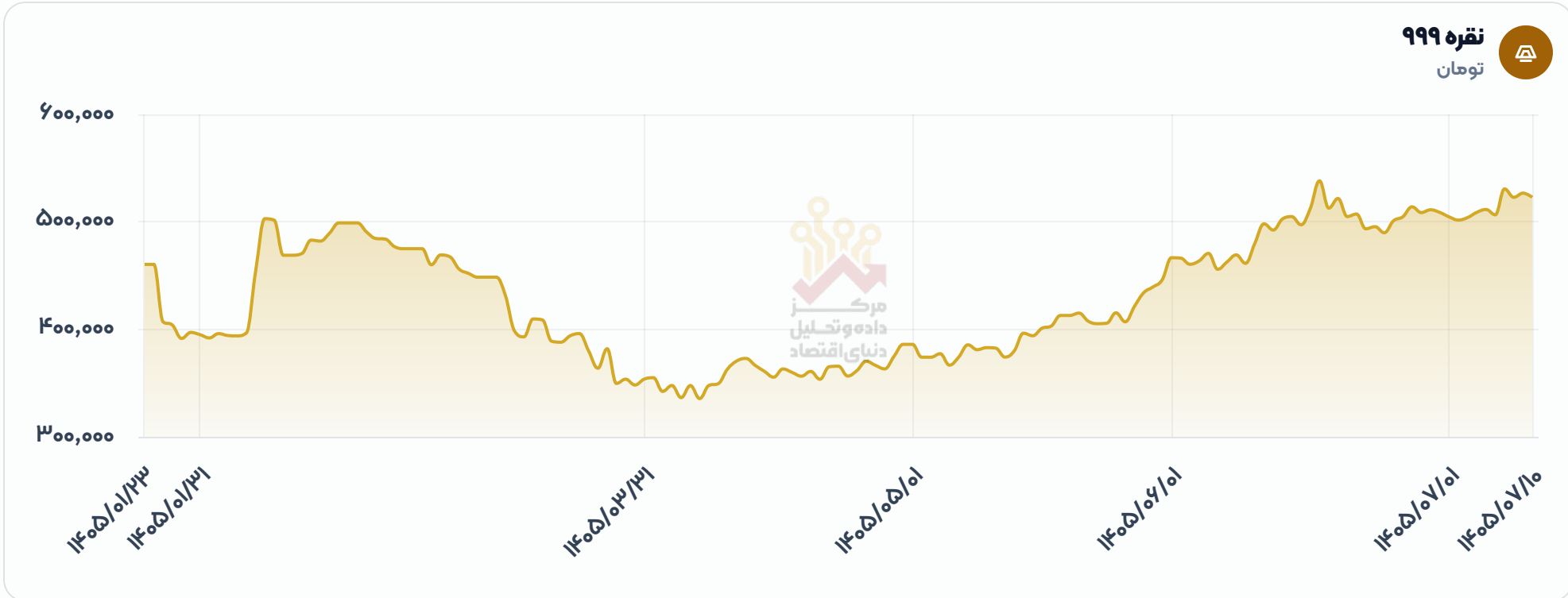
| طلا ۱۸ عیار |            |
|-------------|------------|
| هفته        | قیمت       |
| +۶/۵۱%      | ۲۵,۶۹۴,۴۰۰ |
| سال         | ماه        |
| +۱۳۵/۵۹%    | +۱۵/۷۶%    |
| ۵ سال       | از فروردین |
| +۲,۱۱۳/۵۱%  | +۴۵/۶۷%    |

قیمت طلا ۱۸ عیار در هفته گذشته تحت تأثیر نرخ دلار افزایش یافت و از حدود ۲۳.۸ میلیون تومان به ۲۵.۷ میلیون تومان رسید. با این حال، کاهش قیمت اونس جهانی، باعث شد تا طلا نتواند همگام با دلار رشد کند. اونس جهانی در ابتدای هفته ۴۲۸۵ دلار بود، اما در ادامه تا محدوده ۴۱۱۹ دلار عقب نشست و در پایان هفته به حدود ۴۱۸۲ دلار رسید؛ بنابراین در مجموع، اونس نه تنها رشد قابل توجهی نداشت، بلکه با نوسان زیادی همراه بود.

در مقابل، جهش نرخ دلار عامل اصلی رشد طلا ۱۸ عیار بود. به این ترتیب، افت مقطعی اونس نتوانست مانع افزایش قیمت طلا در بازار داخلی شود و اثر رشد نرخ ارز بر قیمت ریالی طلا غالب بود. در پایان هفته نیز بازگشت اونس به محدوده ۴۱۸۰ دلار، در کنار ماندن دلار در سطوح بالاتر، قیمت طلا ۱۸ عیار را به محدوده ۲۶ میلیون تومان نزدیک کرد.

قیمت سکه از حدود ۲۳۸.۵ میلیون تومان در ابتدای هفته به بیش از ۲۶۰.۴ میلیون تومان در پایان هفته رسید. به این ترتیب، سکه طی تنها یک هفته حدود ۲۱.۹ میلیون تومان، معادل نزدیک به ۹.۲ درصد، افزایش قیمت داشت. رشد بیشتر سکه در مقایسه با طلا ۱۸ عیار (حدود ۲.۷ واحد درصد) نشان می دهد که انتظارات تورمی مجدداً فعال شده و حباب سکه در مسیر افزایش قرار گرفته است.

قیمت نقره در بازار داخلی طی هفته گذشته از حدود ۵۰۶ هزار تومان به ۵۲۲ هزار تومان رسید و در مجموع حدود ۳.۱ درصد رشد کرد. این افزایش در مقایسه با رشد طلا ۱۸ عیار کمتر بود؛ بخشی از این فاصله به عملکرد اونس نقره در بازار جهانی برمی گردد که در این هفته نسبت به طلا رشد محدودتری داشت.



# پیشنهاد برای سهم طلا و سکه در یک سبد متعادل سرمایه گذاری

در ماه‌های اخیر، شاخص دلار و بازده اوراق فشار زیادی بر طلا وارد کرده‌اند. افزایش انتظارات درباره تداوم سیاست‌های انقباضی فدرال‌رزرو، قیمت طلا را تحت فشار قرار داد و حتی در اول اکتبر، با وجود کاهش انتظارات برای افزایش نرخ بهره در ماه اکتبر پس از انتشار برخی داده‌های تورمی آمریکا، قدرت دلار و بازده بالای اوراق خزانه مانع رشد جدی طلا شدند.



بهنام یهزادفر؛ صاحب‌نظر بازارهای مالی

با این حال هرچند در کوتاه‌مدت دلار و نرخ بهره می‌توانند بر بازار غلبه کنند، تداوم تقاضای بانک‌های مرکزی همچنان یکی از پایه‌های مهم طلاست و می‌تواند در میان‌مدت اثرگذار باشد.

## استقلال طلا

طلا دیگر صرفاً به تقاضای سنتی جواهرات و سرمایه‌گذاری‌های معمول وابسته نیست و خرید بانک‌های مرکزی بخش مهمی از تقاضای جهانی را تشکیل می‌دهد.



بانک‌های مرکزی با هدف تنوع‌بخشی به ذخایر و کاهش وابستگی به برخی ارزهای ذخیره، توجه بیشتری به طلا نشان داده‌اند. از این رو، برای ارزیابی چشم‌انداز طلا، در کنار ETFها و تقاضای فیزیکی، رفتار بانک‌های مرکزی باید به‌عنوان متغیری ساختاری و بلندمدت مورد توجه قرار گیرد.

بانک‌های مرکزی طی چهار سال گذشته به‌طور میانگین سالانه حدود هزار تن طلا خریده‌اند که تقریباً دو برابر متوسط دهه قبل است. این تقاضا برخلاف خریدهای سفته‌بازانه ETFها، ماهیتی بلندمدت دارد و می‌تواند حتی در دوره‌های اصلاح قیمت، از افت شدید طلا جلوگیری کند.

بهای تمام‌شده تولید طلا حدود ۱۵۰۰ دلار است، اما قیمت طلا علاوه بر هزینه تولید تحت تأثیر عواملی مانند نااطمینانی اقتصادی، ریسک‌های ژئوپلیتیک، انتظارات تورمی و خرید بانک‌های مرکزی قرار دارد. بنابراین، قیمت فعلی را می‌توان نسبتاً منصفانه تا کمی گران دانست.

در کوتاه‌مدت، مهم‌ترین فشار بر طلا از افزایش نرخ بهره و بازده اوراق خزانه آمریکا ناشی می‌شود. افزایش بازده اوراق، هزینه فرصت نگهداری طلا را بالا می‌برد و می‌تواند سرمایه را به سمت دارایی‌های با درآمد ثابت سوق دهد. بنابراین، رشد بازده اوراق یا افزایش انتظارات برای نرخ‌های بهره بالاتر، همچنان از مهم‌ترین ریسک‌های نزولی بازار طلاست.

**دو متغیر برای چشم‌انداز طلا اهمیت ویژه‌ای دارند**

بازده اوراق ه‌اساله آمریکا و میزان خرید طلا توسط بانک‌های مرکزی. افزایش محسوس بازده اوراق، هزینه فرصت نگهداری طلا را بالا می‌برد و کاهش قابل‌توجه خرید بانک‌های مرکزی نیز یکی از مهم‌ترین پایه‌های حمایتی بازار را تضعیف می‌کند.

**سه سناریوی اصلی**

سناریوی اصلی و محتمل‌تر از نگاه من، حرکت در محدوده ۴۲۰۰ تا ۴۶۰۰ دلار است که احتمال تقریبی ۵۵ درصدی برای آن در نظر می‌گیرم. در سناریوی صعودی، در صورت شکل‌گیری محرک‌های جدید، امکان حرکت اونس به محدوده ۴۷۰۰ تا ۵۰۰۰ دلار وجود دارد که احتمال آن را حدود ۲۵ درصد می‌دانم. سناریوی اصلاحی نیز رسیدن قیمت به محدوده ۳۸۰۰ تا ۴۰۰۰ دلار است که احتمال تقریبی آن ۲۰ درصد برآورد می‌شود.

| سناریو | محدوده/هدف اونس   | احتمال تقریبی |
|--------|-------------------|---------------|
| صعودی  | ۴۷۰۰ تا ۵۰۰۰ دلار | ۲۵%           |
| خنثی   | ۴۲۰۰ تا ۴۶۰۰ دلار | ۵۵%           |
| اصلاحی | ۳۸۰۰ تا ۴۰۰۰ دلار | ۲۰%           |

**احتمال ثبت سقف تاریخی تا پایان سال**

برآورد شخصی من برای این اتفاق حدود ۱۵ تا ۲۰ درصد است. برای حرکت قیمت از محدوده ۴۱۸۰ دلار به بالاتر از سقف تاریخی، حدود ۳۰ درصد رشد در یک بازه زمانی نسبتاً کوتاه مورد نیاز است. ثبت سقف تاریخی جدید به یک محرک جدی نیاز دارد و ادامه روند فعلی بازار به‌تنهایی کافی نیست.

**سهم طلا و سکه در یک سبد متعادل تا پایان پاییز**

با وجود اینکه طلا در این بازه کمترین بازدهی را میان گزینه‌های مورد بررسی داشته، ارزیابی آن فقط بر اساس بازده گذشته کافی نیست. طلا همچنان نقش مهمی در پوشش ریسک‌های ارزی، تورمی و اقتصادی دارد. از این منظر، اختصاص ۲۰ تا ۳۰ درصد از یک سبد متعادل به طلا و سکه می‌تواند ضمن حفظ این نقش، از تمرکز بیش از حد سرمایه در یک دارایی جلوگیری کند.

در افق سه‌ماهه، اولویت را به ترتیب به بورس، طلا، نفت و سپرده می‌دهم. با این حال، این ترتیب به معنای حذف هیچ‌کدام از سبد نیست و تنوع‌بخشی همچنان اهمیت دارد. بورس از ظرفیت رشد و سودآوری شرکت‌ها بهره می‌برد، طلا پوشش‌دهنده ریسک‌های ارزی و اقتصادی است، نفت به تحولات بازار انرژی و عوامل جهانی وابسته است و سپرده نیز بخش کم‌ریسک سبد را تشکیل می‌دهد.

# طلا میان دو نیروی متضاد

## عوامل فشاری

بازده اوراق  
۱۰ ساله آمریکا :  
**فشار بر طلا**

قدرت دلار 

نرخ بهره آمریکا % 

سیاست پولی فدرال رزرو 

افزایش هزینه فرصت نگهداری طلا 

## عوامل حمایتی

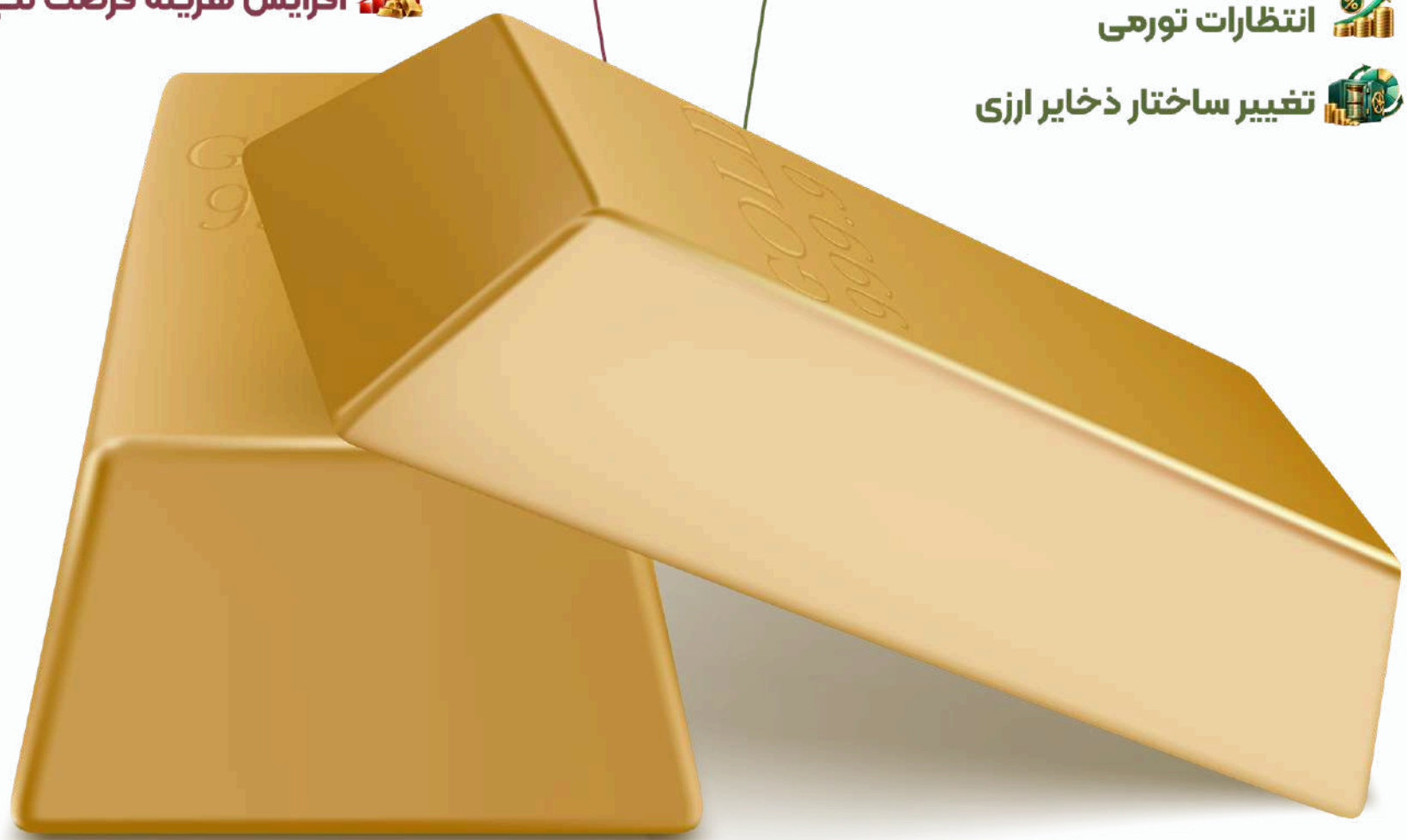
خرید بانک‌های  
مرکزی :  
**حمایت از طلا**

ریسک‌های ژئوپلیتیک 

تقاضای سرمایه‌گذاری 

انتظارات تورمی 

تغییر ساختار ذخایر ارزی 



## اعداد کلیدی



**۴۱۸۰  
دلار**

قیمت اونس در زمان انجام  
مصاحبه



**۱۵۰۰ دلار**

بهای تمام‌شده تقریبی  
تولید طلا



**تقریباً  
۲ برابر**

متوسط خرید سالانه در مقایسه  
با دهه قبل

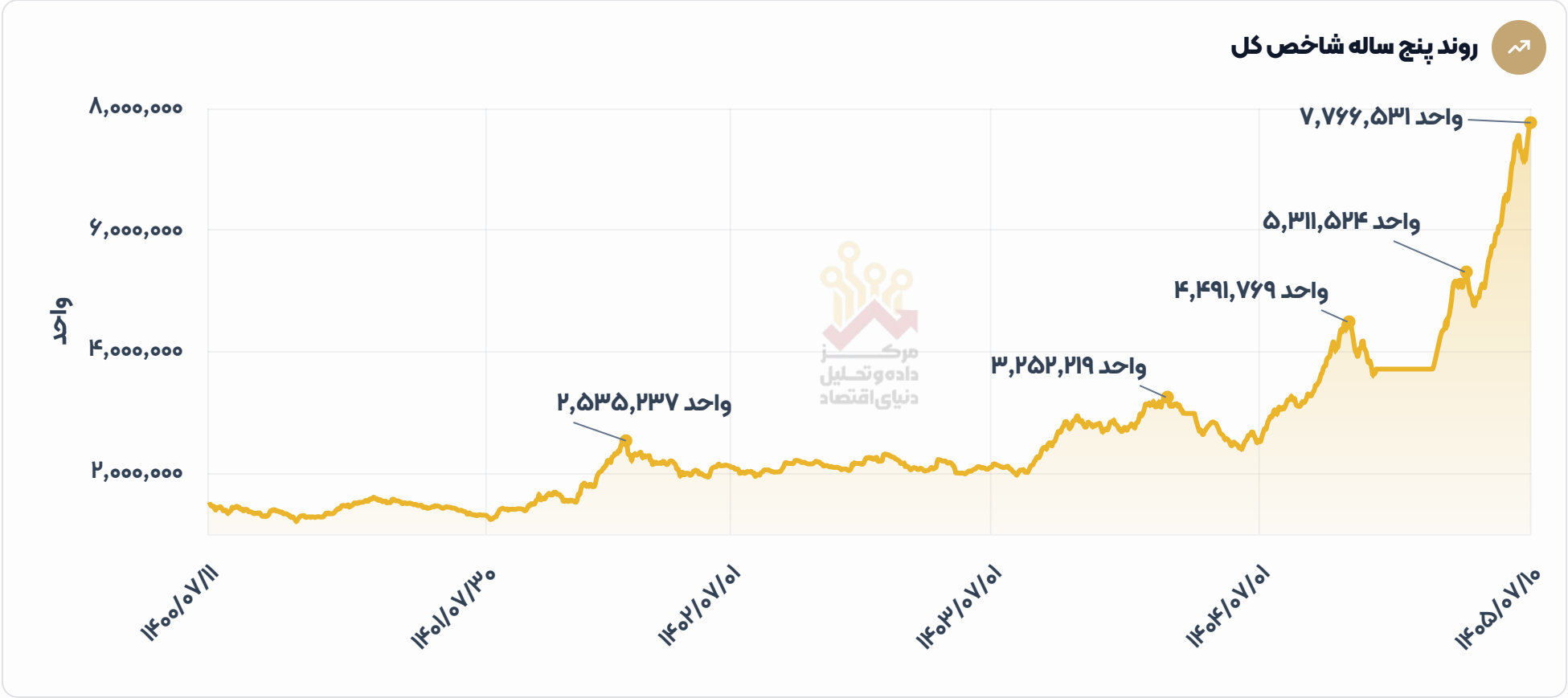


**۱۰۰ تن**

میانگین خرید سالانه بانک  
های مرکزی در چهار سال اخیر

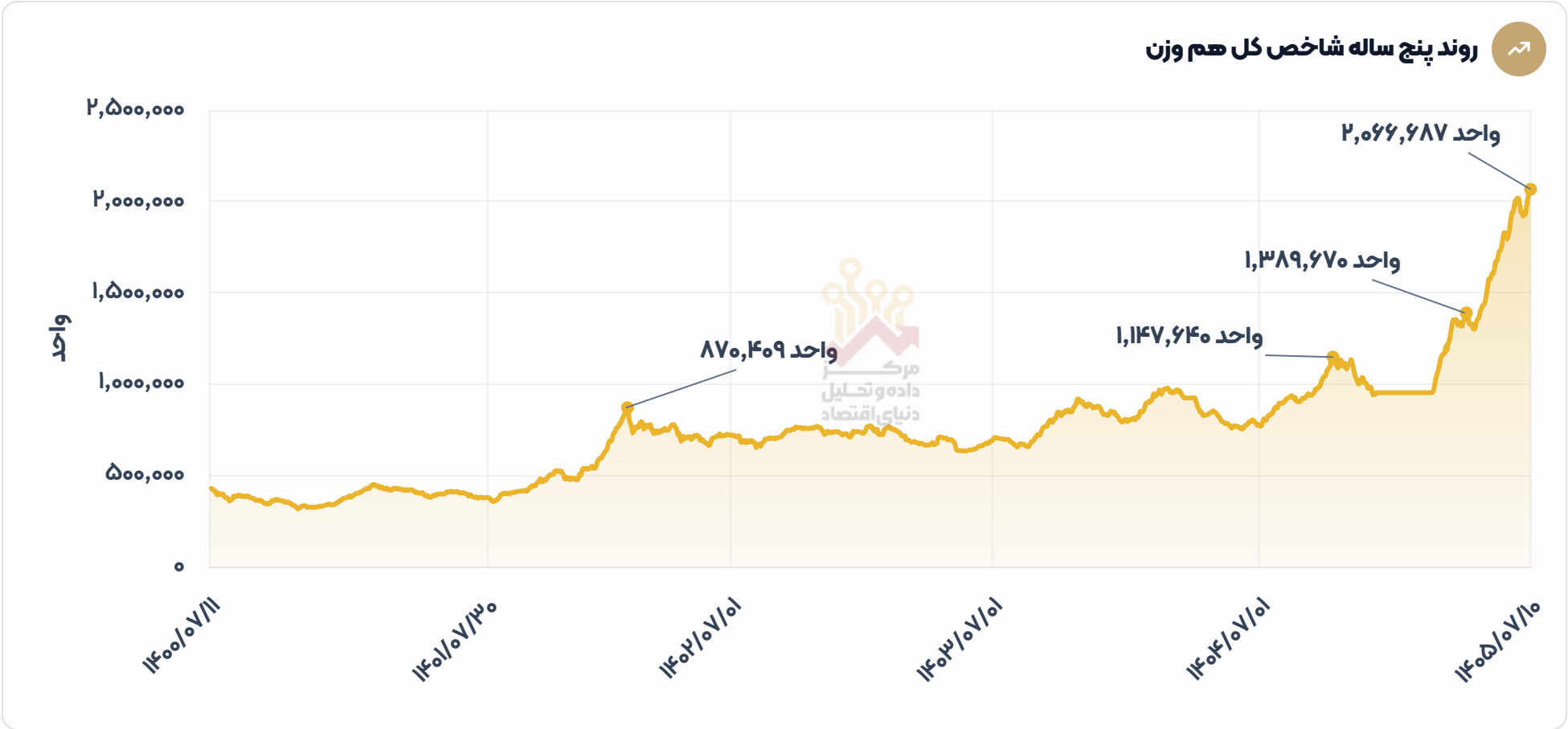
قیمت طلا فقط تابع هزینه تولید نیست و ریسک‌های اقتصادی، ژئوپلیتیک، انتظارات تورمی و خرید بانک‌های مرکزی نیز در آن نقش دارند.

# اقتصاد ایران | بازار سهام

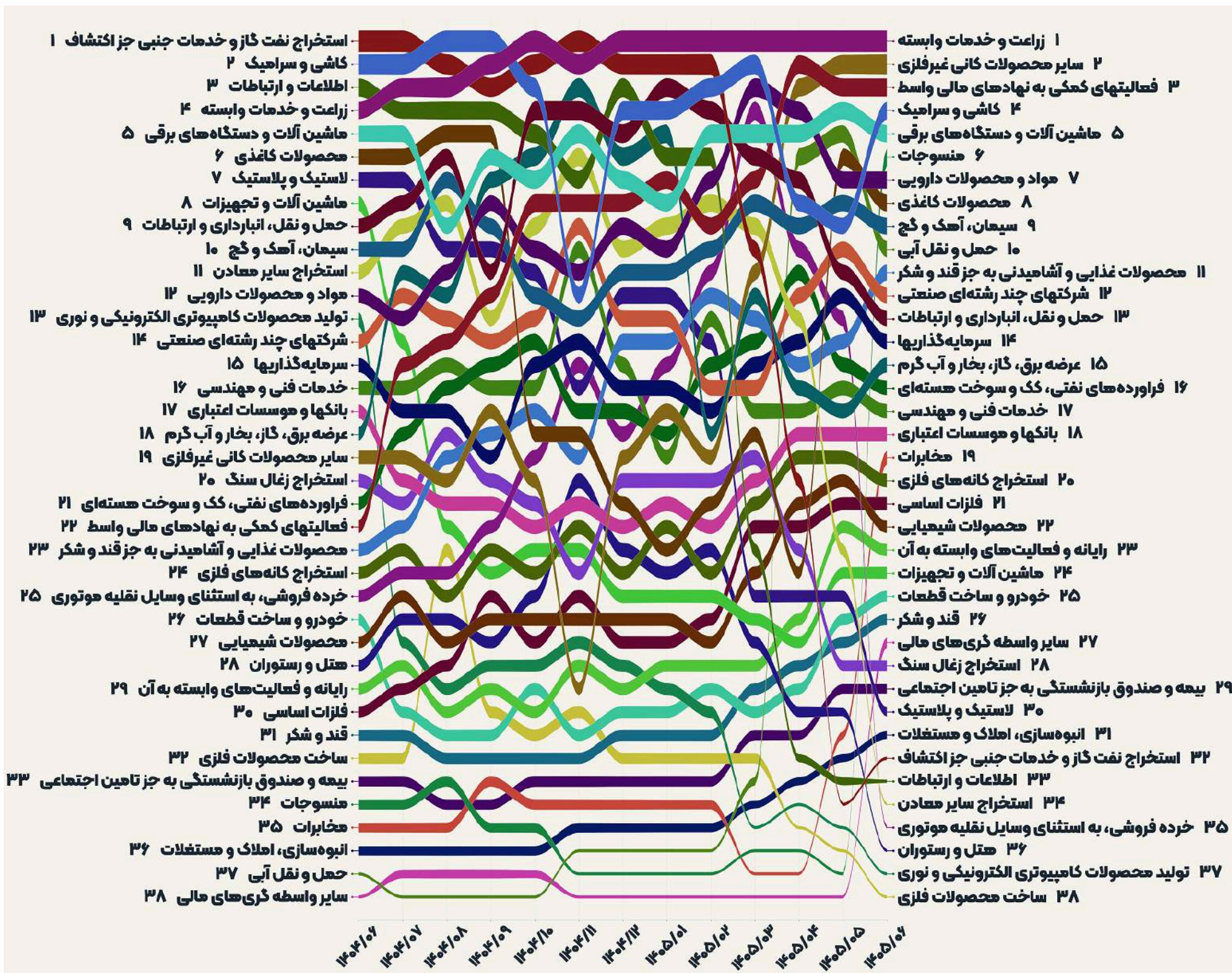


| شاخص کل    | شاخص کل (هم وزن) | شاخص فرابورس |
|------------|------------------|--------------|
| هفته       | هفته             | هفته         |
| ماه        | ماه              | ماه          |
| سال        | سال              | سال          |
| از فروردین | از فروردین       | از فروردین   |
| ۹ سال      | ۹ سال            | ۹ سال        |

| شاخص ۵ شرکت فعالتر | شاخص ۳۰ شرکت بزرگ | شاخص آزاد شناور |
|--------------------|-------------------|-----------------|
| هفته               | هفته              | هفته            |
| ماه                | ماه               | ماه             |
| سال                | سال               | سال             |
| از فروردین         | از فروردین        | از فروردین      |
| ۹ سال              | ۹ سال             | ۹ سال           |



# چرخش پرتفوی صندوق‌های اهرمی؛ کدام صنایع در کانون توجه قرار گرفتند؟



صندوق‌های اهرمی به دلیل ساختار پریسک‌تر خود، معمولاً به دنبال صنایعی هستند که بتوانند رشد سودآوری را با سرعت بیشتری به قیمت سهام منتقل کنند. بنابراین تغییر وزن صنایع در پرتفوی آنها، در کنار سایر عوامل، می‌تواند نشانه‌ای از تغییر ارزیابی مدیران صندوق‌ها از ظرفیت سودسازی صنایع باشد. برای سنجش این تغییر می‌توان «شاخص جذابیت» را به کار گرفت؛ یعنی نسبت وزن هر صنعت در پرتفوی صندوق‌های اهرمی به وزن همان صنعت در کل بازار. وقتی مقدار این شاخص بزرگ باشد به این معنی است که اهرمی‌ها در پورتفوی خود وزن بیشتری را به آن صنعت در مقایسه با بازار داده‌اند و وقتی مقدار آن کوچک باشد، به معنی جذابیت کمتر آن برای مدیران صندوق‌های اهرمی است. در نمودار فوق، شاخص جذابیت صنایع، طی یکسال اخیر، در پورتفوی صندوق‌های اهرمی ترسیم شده است. در تفسیر نمودار باید دقت شود که لزوماً برخورداری از سهم بالاتر در سبد صندوق‌های اهرمی، به معنی جذاب بودن یک صنعت نیست. بلکه یک صنعت زمانی جذاب است که سرمایه بیشتری را در مقایسه با اندازه‌اش به خود جذب کرده باشد. بررسی این شاخص از شهریور ۱۴۰۴ تا شهریور ۱۴۰۵ نشان می‌دهد بخشی از منابع به سمت صنایعی حرکت کرده که در این دوره از منظر درآمد، حاشیه سود و جریان نقد، وضعیت بنیادی بهتری پیدا کرده‌اند.

زراعت و خدمات وابسته



صنعت زراعت و خدمات وابسته مهم‌ترین صعود را داشته و از رتبه چهارم به رتبه نخست رسیده است. محرک اصلی این تغییر، رشد هم‌زمان نرخ فروش و مقدار فروش در بخش‌هایی مانند دام و طیور و محصولات کشاورزی بوده است. گزارش‌های عملکرد ۱۴۰۵ نیز افزایش نرخ فروش را یکی از عوامل اصلی رشد درآمد شرکت‌های این گروه نشان می‌دهد. داده‌های مالی بهار ۱۴۰۵ نیز همین بهبود را در سودآوری و جریان نقد صنعت نشان می‌دهد.

سایر محصولات کانی غیرفلزی



این صنعت به رتبه دوم رسیده است. عامل مهم در این تغییر، امکان انتقال رشد هزینه‌ها به قیمت فروش در بخش‌هایی از صنعت و رشد درآمد شرکت‌ها بوده است. گزارش‌های فروش ۱۴۰۵ از افزایش قابل‌توجه درآمد این گروه و رشد فروش صادراتی حکایت دارد. برای نمونه، فروش گروه در تیر ۱۴۰۵ نسبت به ماه مشابه سال قبل بیش از دو برابر شده است. در نتیجه، افزایش نرخ فروش در کنار رشد مقدار فروش، فشار هزینه‌ای را بهتر پوشش داده و به بهبود حاشیه سود منجر شده است.

فعالیت‌های کمکی به نهادهای مالی واسط



این گروه نیز به رتبه سوم رسیده است. محرک این صنعت متفاوت است: درآمد شرکت‌های این گروه مستقیماً با حجم فعالیت بازار سرمایه و خدمات مالی ارتباط دارد. افزایش ارزش معاملات و فعالیت بیشتر بازار، درآمد کارمزد و خدمات شرکت‌های این گروه را تقویت می‌کند. در نتیجه، برخلاف صنایع تولیدی که با هزینه مواد اولیه و سرمایه در گردش مواجه‌اند، ساختار هزینه‌ای این صنعت امکان تبدیل بخش بزرگ‌تری از درآمد به سود را فراهم می‌کند.

کاشی و سرامیک



کاشی و سرامیک نیز تا رتبه چهارم صعود کرده است. این صنعت در ۱۴۰۵ از دو مسیر تقویت شده است: افزایش درآمد فروش داخلی و رشد صادرات. به عنوان مثال در کساوه، فروش سه‌ماهه نخست ۱۴۰۵ به حدود ۱۲ هزار میلیارد ریال رسیده که نسبت به مدت مشابه سال قبل بیش از دو برابر است؛ بخش قابل‌توجهی از این رشد نیز از محل فروش صادراتی ایجاد شده است. بنابراین رشد نرخ و ترکیب فروش، همراه با استفاده بیشتر از ظرفیت تولید، زمینه بهبود سودآوری صنعت را فراهم کرده است.



منسوجات

منسوجات از رتبه ۳۴ به رتبه ششم رسیده است. این جهش را باید در بهبود درآمد عملیاتی و عملکرد شرکت‌های کوچک‌تر این صنعت جست‌وجو کرد. گزارش‌های ماهانه ۱۴۰۵ نشان می‌دهد برخی شرکت‌ها رشد بسیار بالایی در فروش داشته‌اند و افزایش نرخ فروش نیز در رشد درآمد نقش داشته است. در نتیجه، صنعت از یک گروه کم‌وزن به گروهی تبدیل شده که تعدادی از شرکت‌های آن توانسته‌اند رشد درآمد و جریان نقد را به شکل محسوسی افزایش دهند.



مواد و محصولات دارویی

مواد و محصولات دارویی به رتبه هفتم رسیده است. مهم‌ترین محرک بنیادی، اصلاح نرخ فروش دارو است؛ موضوعی که برای صنعتی با رشد مستمر هزینه مواد اولیه، حقوق و هزینه‌های تولید اهمیت حیاتی دارد. در ۱۴۰۵ مجوز افزایش نرخ برای ده‌ها قلم دارویی صادر شده و قیمت دارو، به طور متوسط از ابتدای سال ۱۴۰۵ تا انتهای شهریور حدود ۱۰۳ درصد افزایش یافته است. در نتیجه، امکان انتقال بخشی از رشد هزینه‌ها به قیمت فروش، حاشیه سود و بازده سرمایه شرکت‌ها را تقویت کرده است.



اطلاعات و ارتباطات

در مقابل، اطلاعات و ارتباطات از رتبه سوم به ۳۳ سقوط کرده است. مسئله اصلی این گروه، نه الزاماً ضعف تقاضا، بلکه افت تبدیل درآمد به سود است. حتی در بخش‌هایی از فناوری اطلاعات و ارتباطات رشد درآمد مشاهده شده، اما افزایش هزینه‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری، فشار بیشتری بر حاشیه سود وارد کرده است. برای نمونه، برخی شرکت‌های بزرگ این صنعت همچنان رشد درآمد دارند، اما کیفیت سود آنها به اندازه رشد فروش افزایش نیافته است. بنابراین از منظر یک سرمایه‌گذار اهرمی، رشد فروش به‌تنهایی کافی نیست و افت حاشیه سود می‌تواند جذابیت صنعت را کاهش دهد.



لاستیک و پلاستیک

لاستیک و پلاستیک نیز از رتبه هفتم به ۳۰ رسیده است. مهم‌ترین عامل، فشار شدید هزینه مواد اولیه است. فعالان صنعت از افزایش قیمت مواد اولیه، محدودیت تأمین از بورس کالا و رشد هزینه دستمزد خبر داده‌اند؛ در برخی مواد اولیه پلاستیکی نیز به دلیل آسیب‌های وارد شده به صنعت پتروشیمی طی جنگ ۴۰ روزه، افزایش قیمت‌های ۲۰۰ تا ۳۰۰ درصدی گزارش شده است. مسئله زمانی جدی‌تر می‌شود که شرکت نتواند این رشد هزینه را با همان سرعت در قیمت فروش جبران کند. در این شرایط، حتی رشد درآمد اسمی نیز لزوماً به رشد سود منجر نمی‌شود و فشار سرمایه گردش و نیاز به تأمین مالی افزایش می‌یابد.

در مجموع، جابه‌جایی صنایع در پرتفوی اهرمی‌ها را می‌توان عمدتاً با یک معیار توضیح داد: توان صنعت برای تبدیل رشد درآمد به سود. صنایعی که این زنجیره در آنها تقویت شده، سهم بیشتری گرفته‌اند و صنایعی که رشد هزینه، افت حاشیه سود یا فشار سرمایه در گردش مانع این تبدیل شده، با کاهش وزن مواجه شده‌اند.

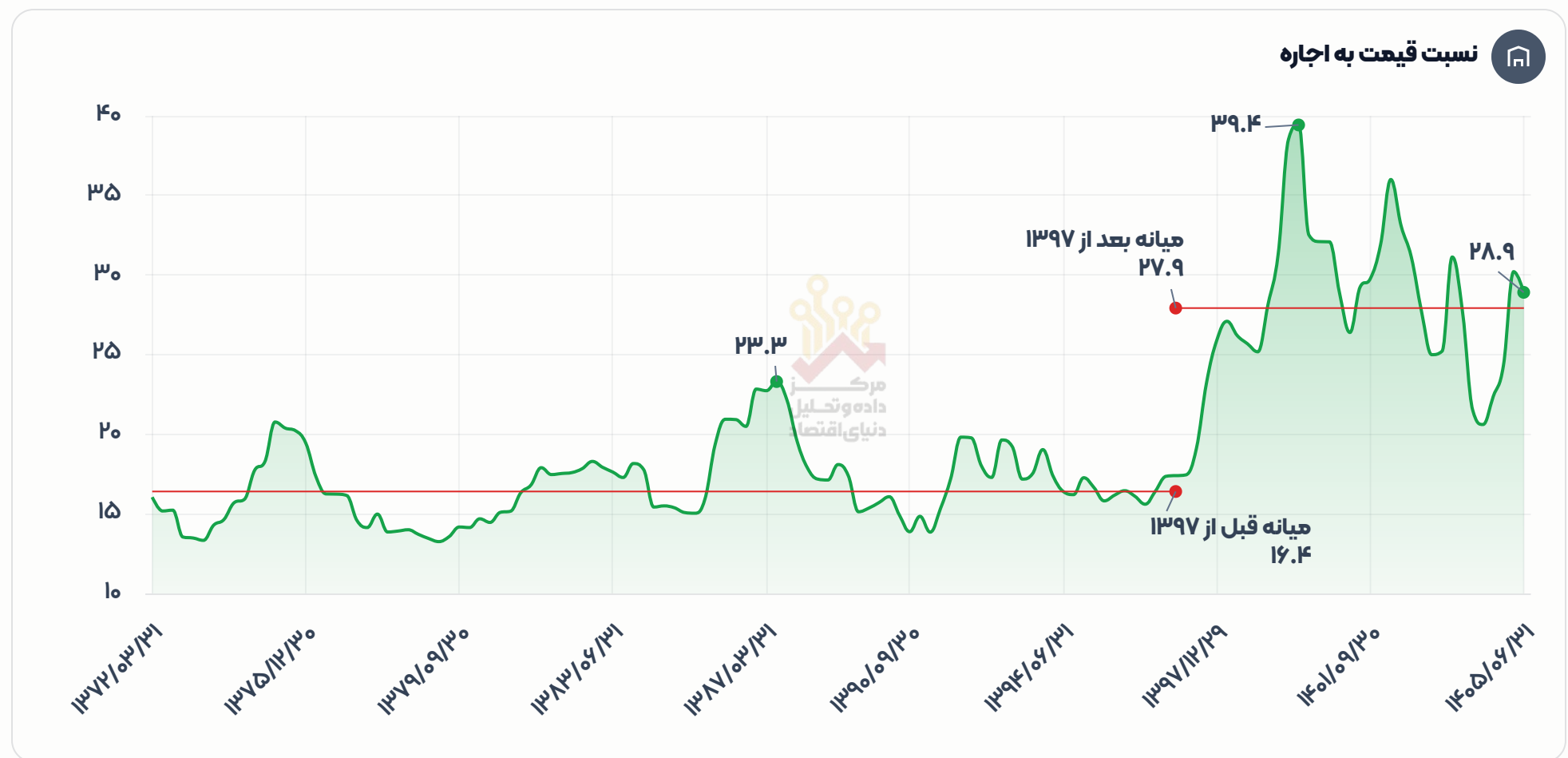
| صنایع با بیشترین افزایش جایگاه در پرتفوی صندوق های اهرمی | رتبه ابتدا | رتبه انتها | تغییر |
|----------------------------------------------------------|------------|------------|-------|
| منسوجات                                                  | ۳۴         | ۶          | ۲۸    |
| حمل و نقل آبی                                            | ۳۷         | ۱۰         | ۲۷    |
| فعالیت‌های کمرنگی به نهادهای مالی واسط                   | ۲۲         | ۳          | ۱۹    |
| سایر محصولات کانی غیرفلزی                                | ۱۹         | ۲          | ۱۷    |
| مخابرات                                                  | ۳۵         | ۱۹         | ۱۶    |
| محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر                 | ۲۳         | ۱۱         | ۱۲    |
| سایر واسطه‌گری‌های مالی                                  | ۳۸         | ۲۷         | ۱۱    |
| فلزات اساسی                                              | ۳۰         | ۲۱         | ۹     |
| رایانه و فعالیت‌های وابسته به آن                         | ۲۹         | ۲۳         | ۶     |
| فراورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای                      | ۲۱         | ۱۶         | ۵     |
| صنایع با بیشترین کاهش جایگاه در پرتفوی صندوق های اهرمی   | رتبه ابتدا | رتبه انتها | تغییر |
| استخراج نفت گاز و خدمات جانبی جز اکتشاف                  | ۱          | ۳۲         | -۳۱   |
| اطلاعات و ارتباطات                                       | ۳          | ۳۳         | -۳۰   |
| تولید محصولات کامپیوتری الکترونیکی و نوری                | ۱۳         | ۳۷         | -۲۴   |
| لاستیک و پلاستیک                                         | ۷          | ۳۰         | -۲۳   |
| استخراج سایر معادن                                       | ۱۱         | ۳۴         | -۲۳   |
| ماشین آلات و تجهیزات                                     | ۸          | ۲۴         | -۱۶   |
| خرده‌فروشی، به استثنای وسایل نقلیه موتوری                | ۲۵         | ۳۵         | -۱۰   |
| استخراج زغال سنگ                                         | ۲۰         | ۲۸         | -۸    |
| هتل و رستوران                                            | ۲۸         | ۳۶         | -۸    |
| ساخت محصولات فلزی                                        | ۳۲         | ۳۸         | -۶    |



# اقتصاد ایران | بازار مسکن

## عصر جدید بازار مسکن؛ آیا فاصله قیمت و اجاره ماندگار است؟

نسبت قیمت به اجاره مسکن نشان می‌دهد قیمت خرید یک واحد مسکونی در مقایسه با درآمدی که از اجاره آن به دست می‌آید، در چه سطحی قرار دارد. این شاخص از این جهت برای سرمایه‌گذاری در مسکن اهمیت دارد که قیمت خرید ملک را در کنار درآمد اجاره‌ای آن قرار می‌دهد و تصویری از بازده اجاره‌ای نسبت به قیمت ملک ارائه می‌کند. افزایش نسبت به این معناست که قیمت خرید با سرعت بیشتری از درآمد اجاره‌ای رشد کرده و در نتیجه، بازده اجاره‌ای ملک نسبت به قیمت آن کاهش یافته است؛ در مقابل، کاهش نسبت می‌تواند ناشی از رشد بیشتر اجاره‌بها نسبت به قیمت مسکن باشد.

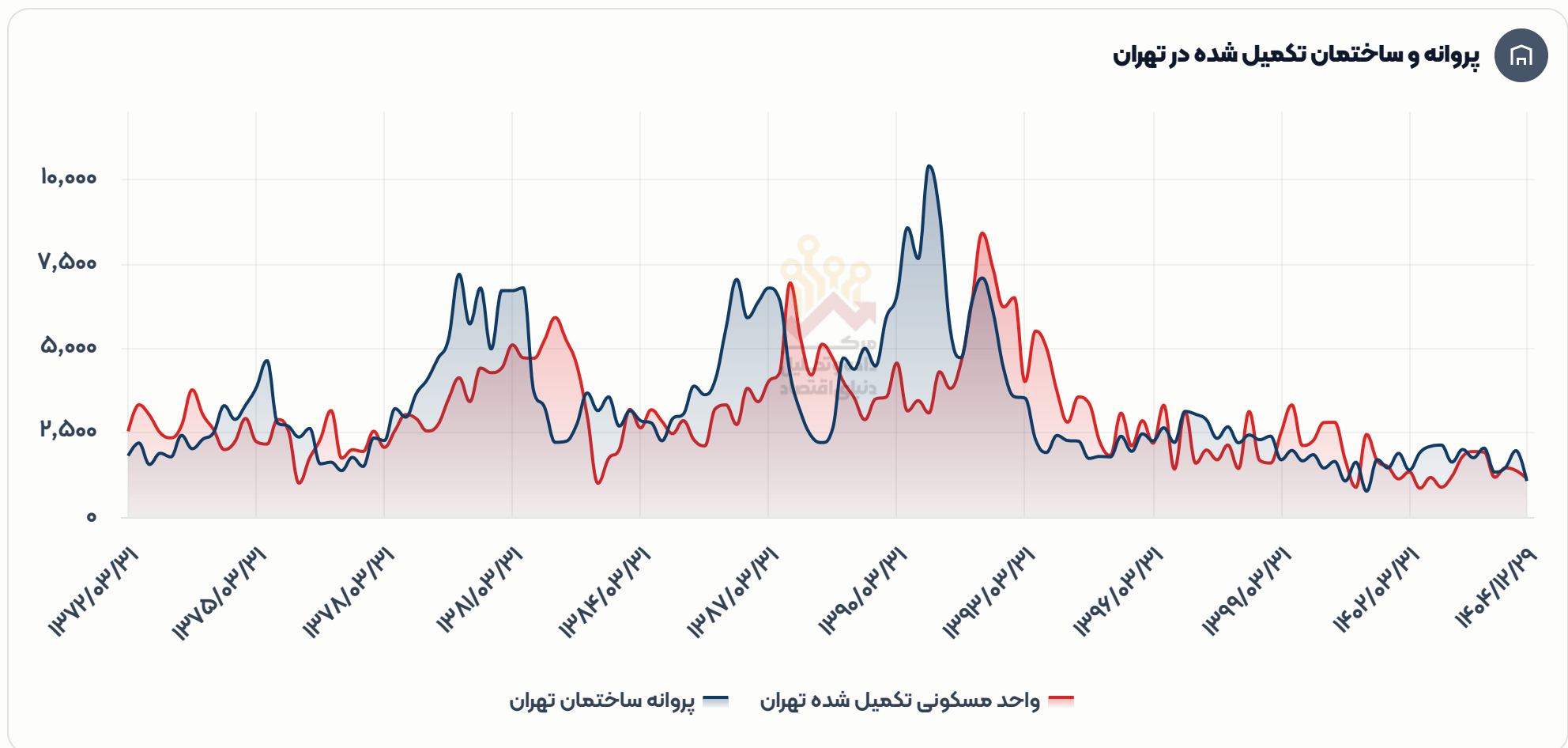


روند بلندمدت این شاخص نشان می‌دهد بازار مسکن را می‌توان به دو دوره متفاوت تقسیم کرد. در دوره پیش از ۱۳۹۷، نسبت قیمت به اجاره عمدتاً در محدوده ۱۴ تا ۲۳ نوسان می‌کرد و میانگین آن حدود ۱۶.۴ سال بود. اما از سال ۱۳۹۷ به بعد، رفتار بازار تغییر کرد و میانگین نسبت قیمت به اجاره به حدود ۲۷.۹ سال رسید؛ یعنی میانگین این نسبت در دوره دوم ۱۱.۵ سال بیشتر از دوره نخست بود. این تغییر نشان می‌دهد از ۱۳۹۷ به بعد، قیمت مسکن در مقایسه با درآمد اجاره‌ای آن در سطح بسیار بالاتری قرار گرفته است.

تغییر رفتار بازار از سال ۱۳۹۷ را می‌توان در ارتباط با جهش نرخ ارز، افزایش انتظارات تورمی و تغییر رفتار نگهداری نقدینگی توضیح داد. زمانی که انتظار افزایش قیمت‌ها و کاهش ارزش پول افزایش پیدا می‌کند، بخشی از منابع به سمت دارایی‌هایی مانند مسکن حرکت می‌کند و تقاضای سرمایه‌ای در کنار تقاضای مصرفی قرار می‌گیرد. در چنین شرایطی، قیمت مسکن می‌تواند با سرعت بیشتری از درآمد اجاره‌ای رشد کند و نسبت قیمت به اجاره افزایش یابد.

## اقتصاد ایران | بازار مسکن

انتظارات تورمی تنها رفتار خریداران را تغییر نمی‌دهد، بلکه در سمت عرضه نیز می‌تواند اختلال ایجاد کند. در شرایطی که مالکان انتظار افزایش بیشتر قیمت‌ها را دارند، معمولاً تمایل کمتری به فروش با قیمت‌های جاری نشان می‌دهند؛ زیرا فروش دارایی و نگهداری وجه نقد، ریسک کاهش قدرت خرید منابع حاصل از فروش را افزایش می‌دهد. در نتیجه، برخی مالکان فروش ملک را به تعویق می‌اندازند یا قیمت پیشنهادی خود را با فاصله بیشتری از قیمت‌های معاملاتی تعیین می‌کنند تا در برابر افزایش احتمالی قیمت‌ها و هزینه جایگزینی ملک پوشش ایجاد کنند. بنابراین، انتظارات تورمی می‌تواند هم قیمت‌های پیشنهادی را افزایش دهد و هم بخشی از عرضه موجود را از بازار خارج کند.



مشکلات سمت عرضه مسکن در سال‌های اخیر، صرفاً به قیمت‌های پیشنهادی و رفتار مالکان محدود نمی‌شود، بلکه بازار مسکن بیش از ۱۰ سال است که با کاهش ظرفیت ساخت‌وساز مواجه بوده است. تعداد پروانه‌های ساختمانی صادرشده در تهران از ۲۱ هزار و ۱۵۰ فقره در سال ۱۳۹۲ به ۵۸۰۰ فقره در سال ۱۴۰۰ کاهش یافت. این رقم در سال‌های بعد اندکی افزایش یافت و در سال ۱۴۰۳ به ۷۴۴۱ فقره رسید، اما در سال ۱۴۰۴ با کاهش ۲۱.۵ درصدی به ۵۸۴۲ فقره کاهش پیدا کرد. در بخش ساختمان‌های تکمیل‌شده نیز تعداد ساختمان‌های تکمیل‌شده از ۲۸ هزار و ۵۲۳ ساختمان در سال ۱۳۹۲ به ۶۸۸۰ ساختمان در سال ۱۴۰۳ رسید و در سال ۱۴۰۴ با کاهش ۲۴.۹ درصدی به ۵۱۶۶ ساختمان کاهش یافت. افزایش مداوم قیمت مصالح، هزینه ساخت و نااطمینانی نسبت به آینده نیز انگیزه سازندگان برای آغاز پروژه‌های جدید را کاهش داده است. کاهش همزمان صدور پروانه و تکمیل واحدهای مسکونی نشان می‌دهد ظرفیت عرضه جدید محدودتر شده و این محدودیت، در کنار تقاضای سرمایه‌ای، زمینه رشد بیشتر قیمت مسکن نسبت به درآمد اجاره‌ای را فراهم کرده است.

در مجموع، روند نسبت قیمت به اجاره نشان می‌دهد که بازار مسکن از سال ۱۳۹۷ وارد سطح جدیدی از قیمت‌گذاری نسبت به درآمد اجاره‌ای شده است. تا زمانی که انتظارات تورمی (که عمدتاً از تغییرات ناگهانی در بازار ارز نشأت می‌گیرد) در سطوح بالا باقی بماند و شرایط سرمایه‌گذاری در بازار مسکن تغییر محسوسی نکند، احتمالاً این نسبت نیز در محدوده جدید خود نوسان خواهد کرد. در چنین شرایطی، بازگشت پایدار شاخص به سطوح پایین‌تر دوره پیش از ۱۳۹۷ بعید خواهد بود و تغییر مسیر آن بیش از هر چیز به کاهش انتظارات تورمی، بهبود قدرت خرید و تغییر شرایط سرمایه‌گذاری در سمت عرضه مسکن وابسته است.

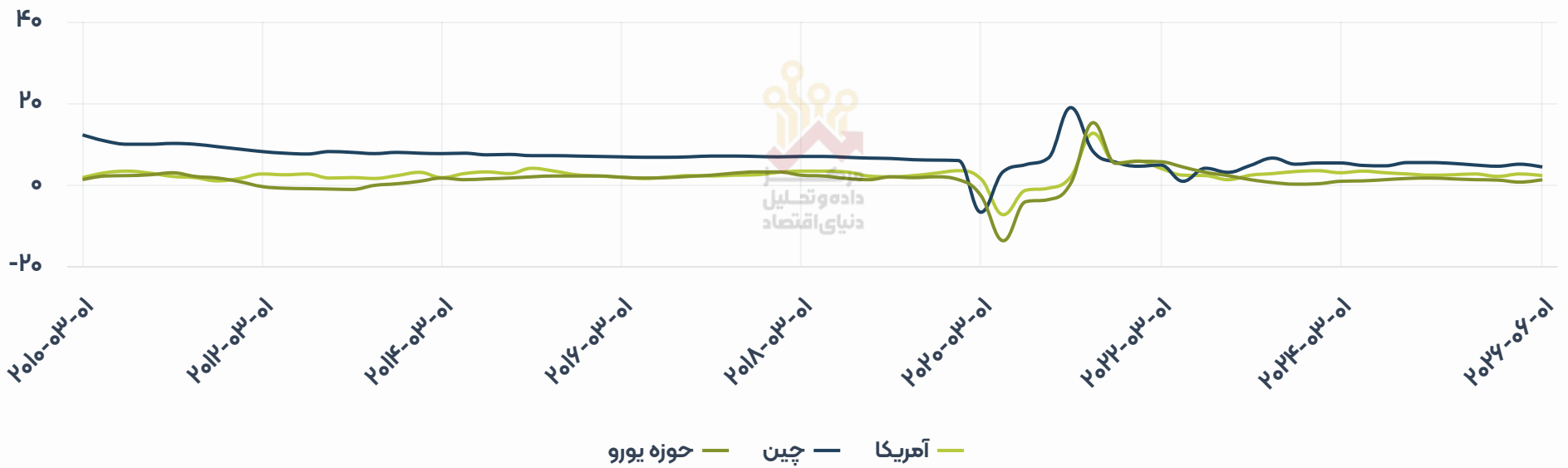
# اقتصاد جهان | نگاه آماری

## اقتصاد جهان به روایت اعداد

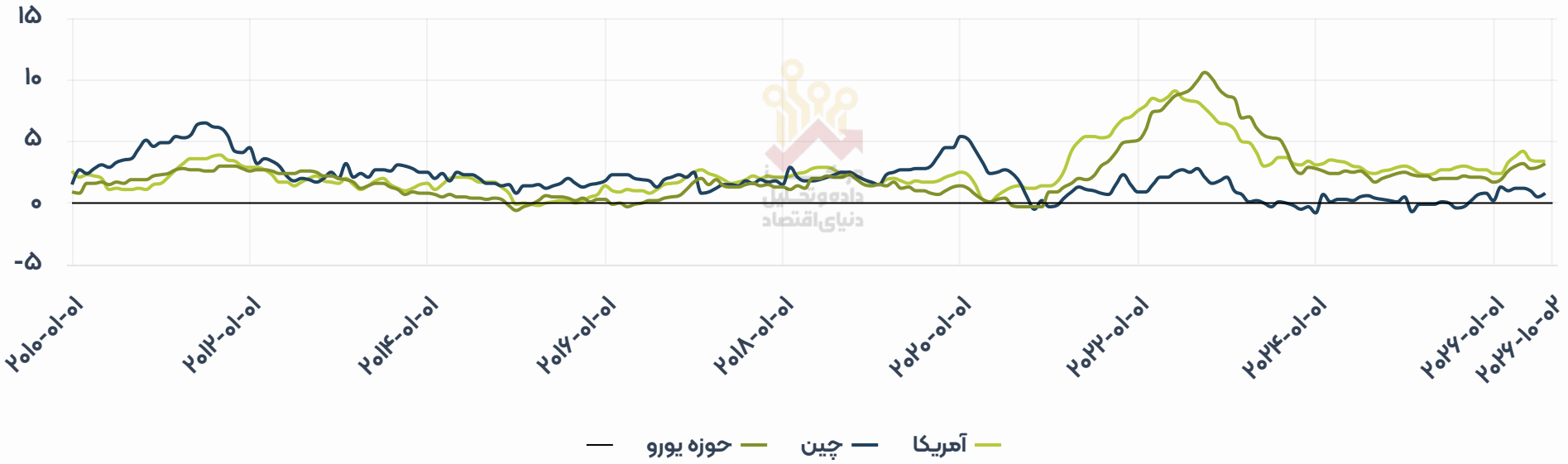
شاخص دلار ↗



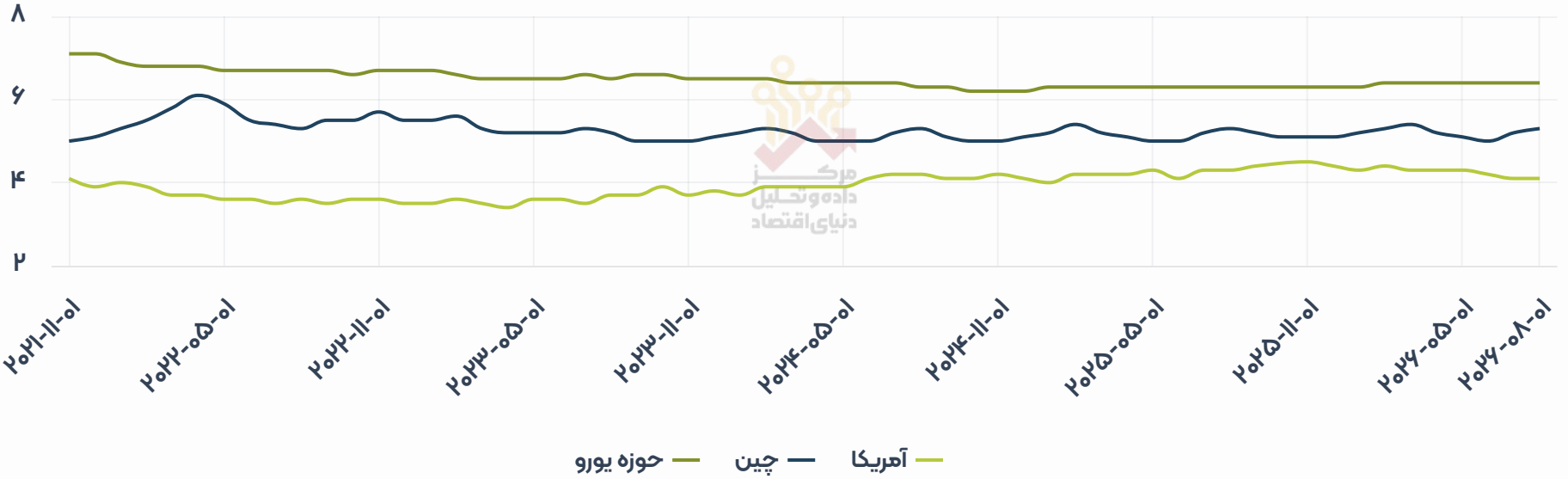
رشد اقتصادی %



تورم ماهانه %



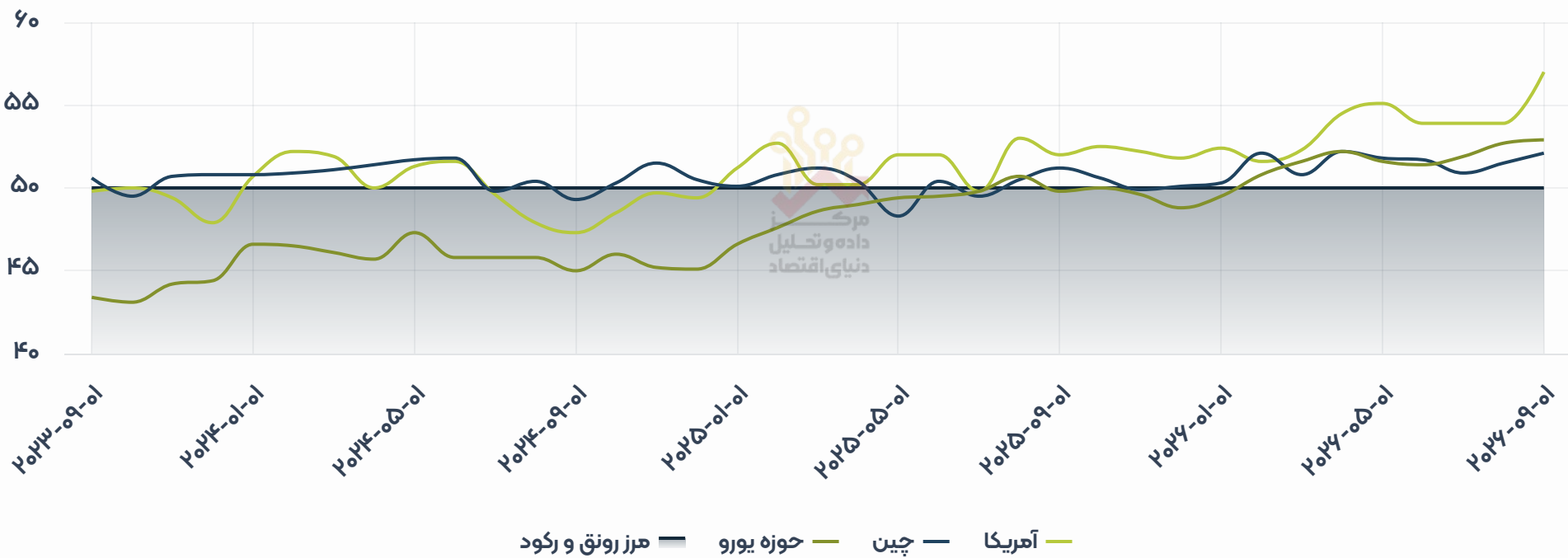
نرخ بیکاری %



اقتصاد جهان | نگاه آماری

شاخص مدیران خرید بخش تولید

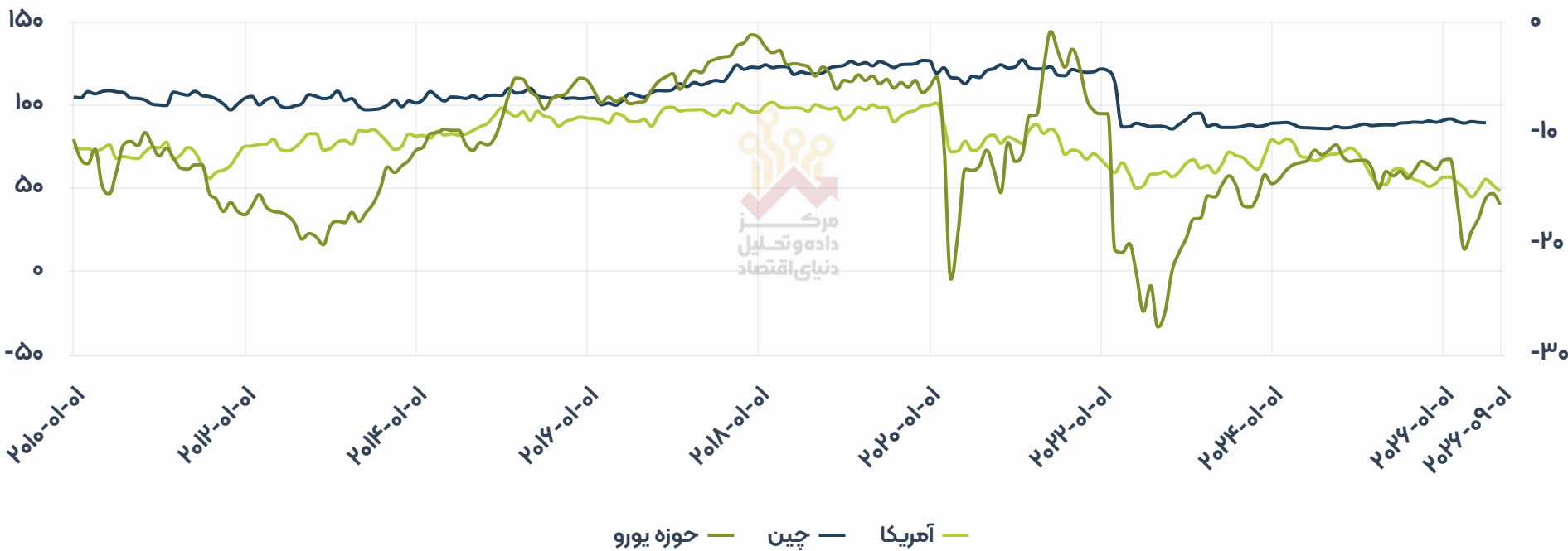
%



شاخص اعتماد مصرف کننده

%

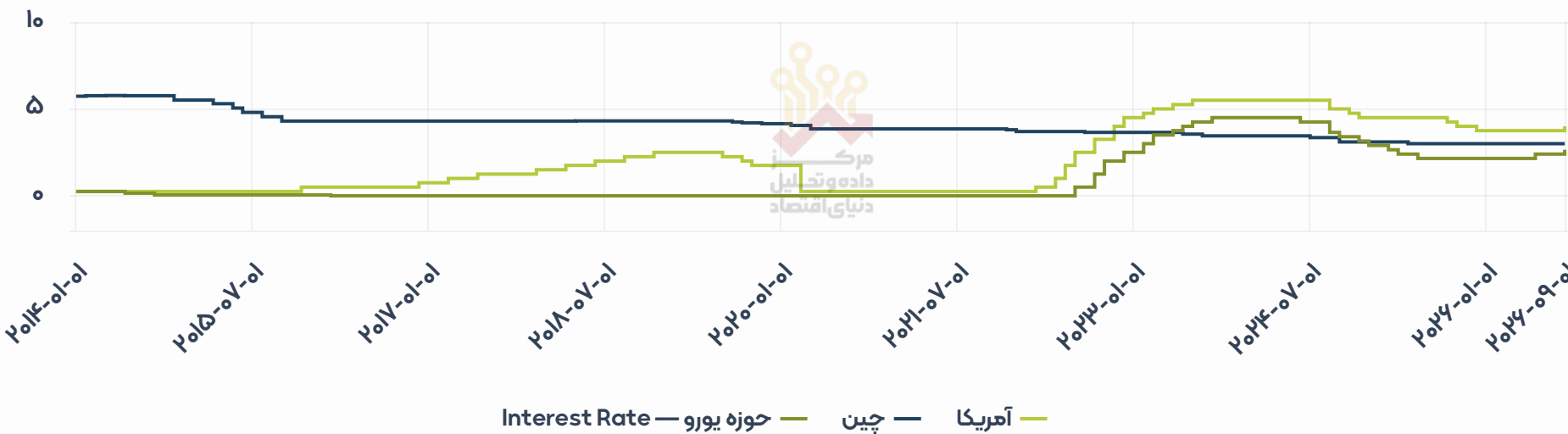
محور سمت راست مربوط به ناحیه یورو است



نرخ بهره

%

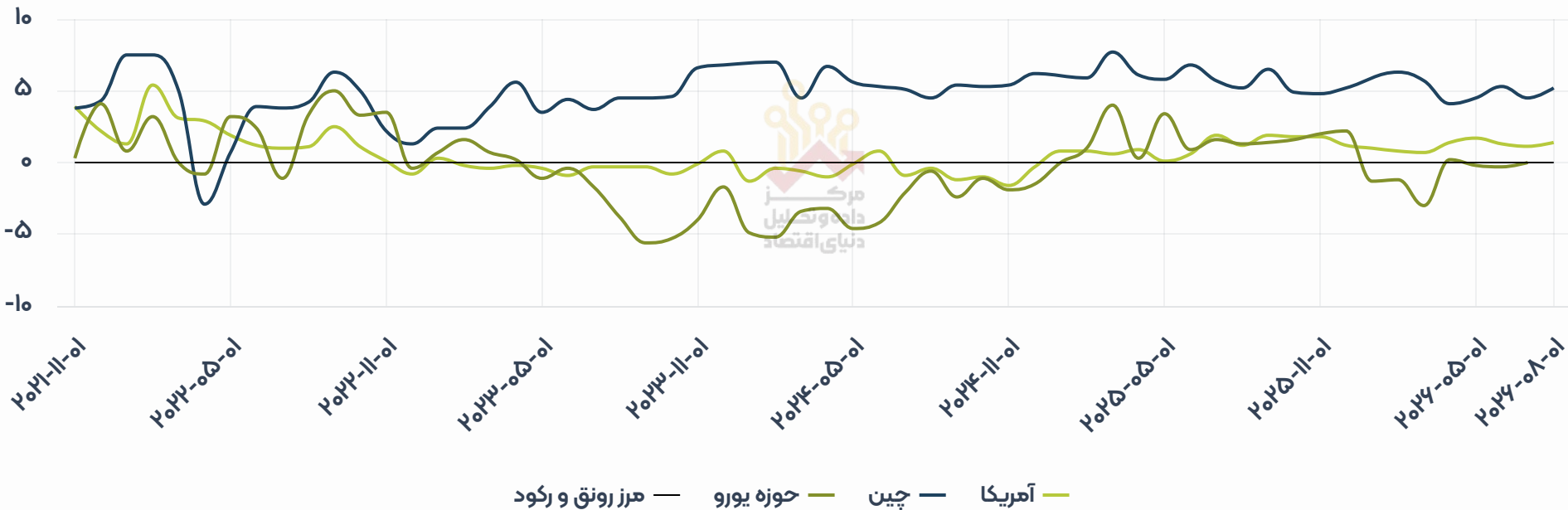
درصد



رشد نقطه به نقطه تولید صنعتی

%

درصد



اقتصاد جهان | نگاه آماری

نفت برنت

دلار



سنگ آهن

دلار



سنگ آهن چین

یوان



شکر

دلار



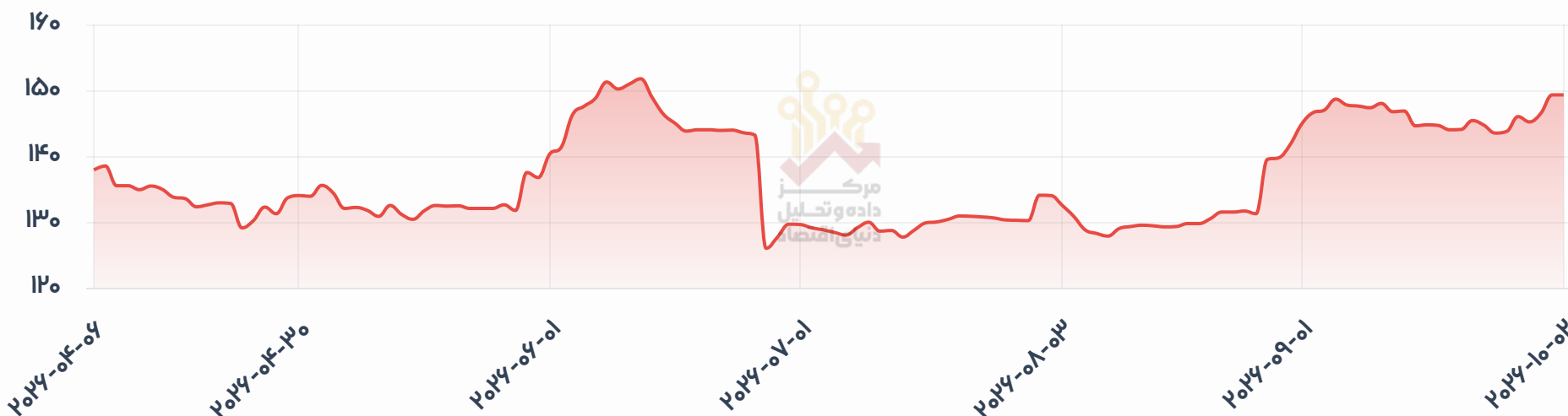
پنبه

دلار



زغال سنگ

دلار



پلاتینیوم

دلار



فولاد

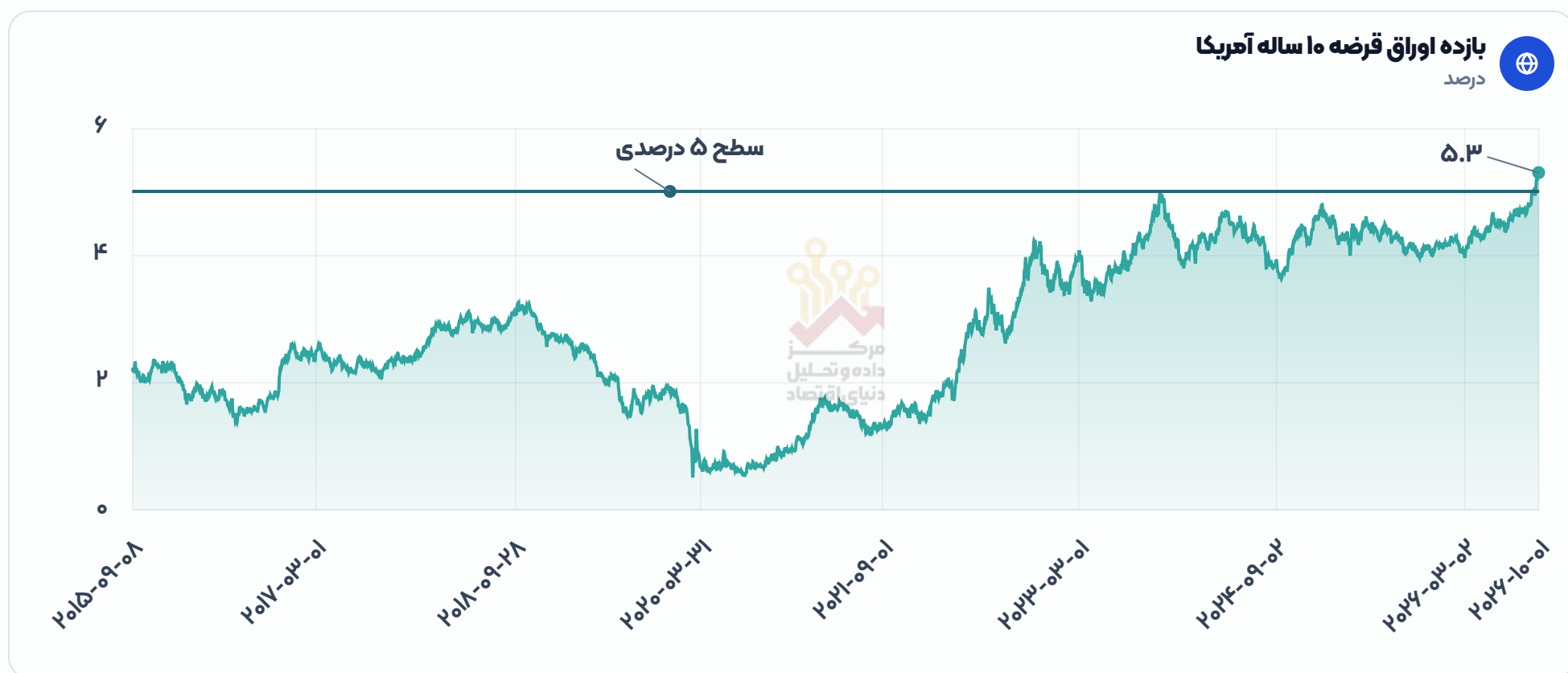
یوان



# اقتصاد جهان | بازار بدهی

## بازگشت بازده ۱۰ ساله آمریکا به بالای ۵ درصد؛ آغاز یک تغییر بزرگ؟

بازده اوراق خزانه ۱۰ ساله آمریکا یکی از متغیرهای بازارهای جهانی است که در هفته‌های اخیر به شدت مطرح شده است. این نرخ که طی چند ماه اخیر روندی صعودی داشت، در ماه سپتامبر از مرز ۵ درصد عبور کرد و به بالاترین سطح خود از سال ۲۰۰۷ رسید. به نظر می‌رسد رشد اخیر صرفاً یک نوسان معمول در بازار اوراق نیست؛ بلکه نشانه‌ای از تغییر همزمان در انتظارات تورمی، مسیر سیاست پولی، رشد اقتصادی و وضعیت مالی دولت آمریکا است.



### نرخ ۱۰ ساله چرا مهم است؟؟ نبض هزینه پول در جهان

اوراق خزانه آمریکا به عنوان یکی از مهم‌ترین دارایی‌های مرجع در نظام مالی جهان شناخته می‌شود و نرخ بازده اوراق ۱۰ ساله عملاً یکی از پایه‌های قیمت‌گذاری طیف گسترده‌ای از دارایی‌هاست. دلیل اهمیت این نرخ آن است که برخلاف نرخ بهره کوتاه‌مدت فدرال رزرو، صرفاً تحت تأثیر تصمیم مستقیم بانک مرکزی قرار ندارد؛ بلکه انتظارات بازار درباره تورم، رشد اقتصادی، نرخ‌های بهره آینده، وضعیت مالی دولت و ریسک نگهداری بدهی بلندمدت آمریکا را نیز در خود منعکس می‌کند. به همین دلیل، حرکت بازده ۱۰ ساله می‌تواند تصویری از نگاه سرمایه‌گذاران به اقتصاد آمریکا در افق چندساله ارائه دهد.

اهمیت دیگر این نرخ به ارتباط آن با هزینه تأمین مالی برمی‌گردد. نرخ وام مسکن در آمریکا، نرخ بسیاری از اوراق شرکتی و شهرداری و هزینه تأمین مالی پروژه‌های بلندمدت، به صورت مستقیم یا غیرمستقیم از بازده اوراق خزانه تأثیر می‌پذیرند. در نتیجه، عبور بازده ۱۰ ساله از سطح ۵ درصد فقط به معنای تغییر قیمت یک دارایی در بازار اوراق نیست؛ بلکه می‌تواند هزینه سرمایه را برای خانوارها، شرکت‌ها و دولت افزایش دهد.

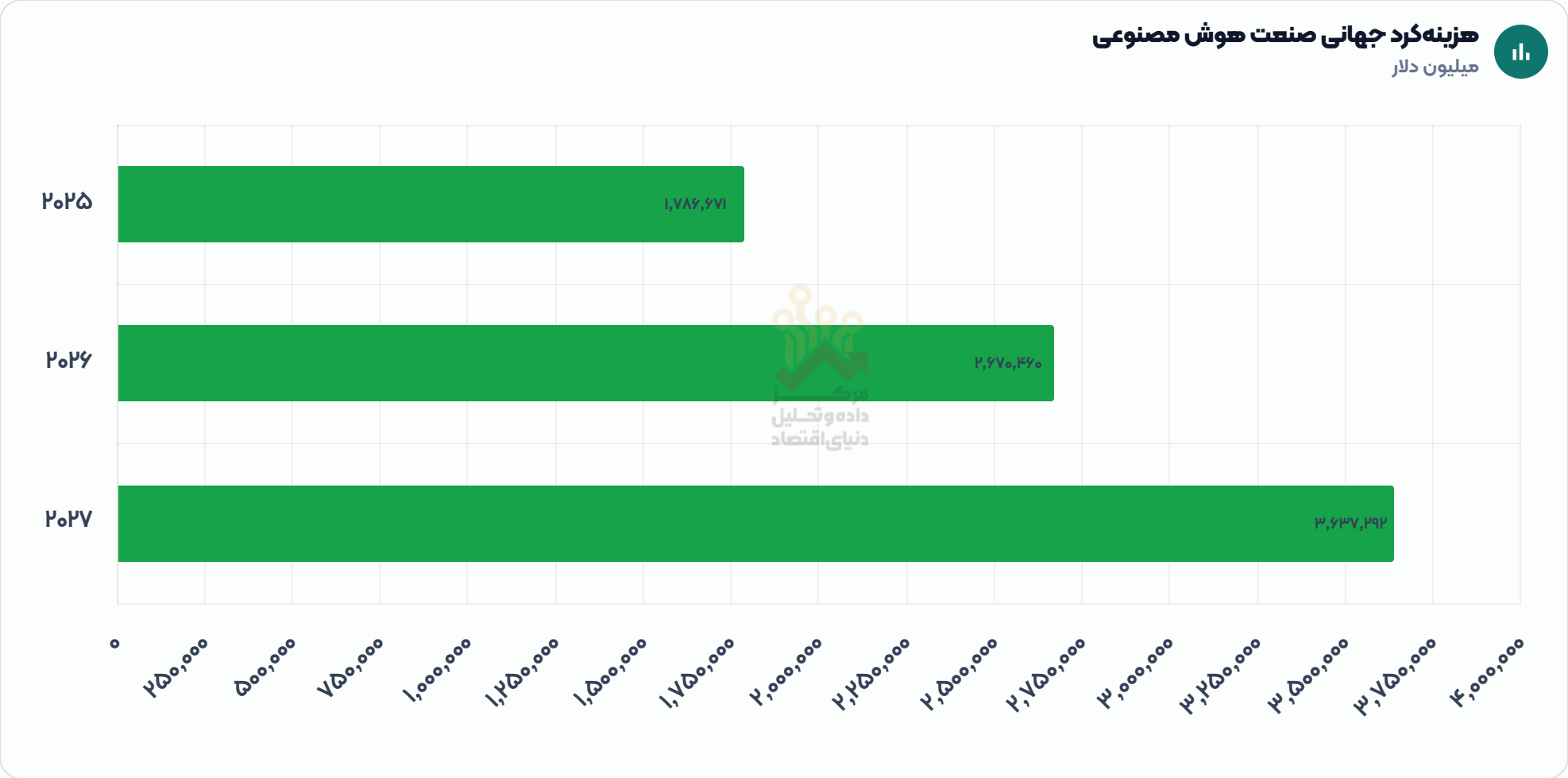
از طرف دیگر، این نرخ برای بازار سهام نیز اهمیت دارد. وقتی اوراق خزانه آمریکا بازدهی بالاتری ارائه می‌کنند، سرمایه‌گذار برای پذیرش ریسک سهام، به بازده بیشتری نیاز خواهد داشت.

اقتصاد جهان | بازار بدهی

افزایش نرخ تنزیل نیز ارزش فعلی جریان‌های نقدی آینده شرکت‌ها را کاهش می‌دهد؛ اثری که معمولاً برای شرکت‌های رشدی و فناوری، به دلیل وابستگی بیشتر ارزش آنها به سودهای سال‌های آینده، اهمیت بیشتری دارد. البته اگر افزایش بازده ناشی از رشد قدرتمند اقتصاد و افزایش سود شرکت‌ها باشد، بخشی از فشار بر بازار سهام می‌تواند خنثی شود.

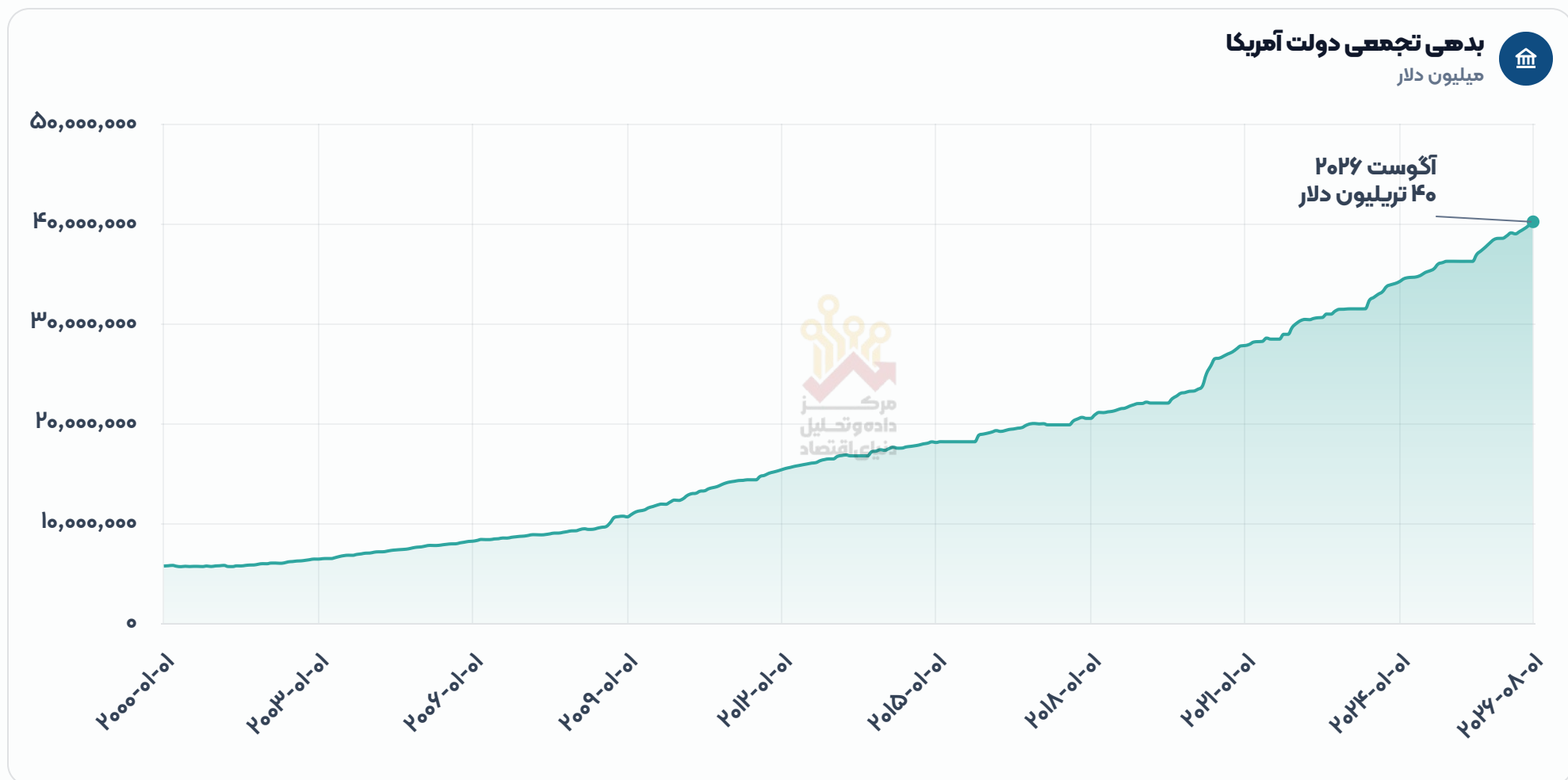
چه چیزی بازده اوراق را بالا کشید؟؛ تقابل تورم، بدهی و رقابت بر سر سرمایه

نخستین عامل، تغییر انتظارات درباره تورم و نرخ بهره فدرال رزرو است. با وقوع جنگ ایران و آمریکا در اسفند سال گذشته (فوریه ۲۰۲۶)، تنش‌های خاورمیانه در ادامه آن و اختلال در عرضه انرژی، قیمت نفت به شدت بالا رفت. در شرایطی که تورم آمریکا از سپتامبر ۲۰۲۵ در حال کاهش بود، افزایش قیمت انرژی با اثرگذاری بر هزینه حمل‌ونقل و تولید به نگرانی‌های تورمی دامن زد و سبب شد تا نرخ تورم آمریکا بسیار افزایش یابد. فدرال رزرو برای مقابله با این فشار تورمی در نشست سپتامبر نرخ بهره را به ۴ درصد افزایش داد. با این حال، تورم آمریکا هنوز به هدف ۲ درصدی بانک مرکزی بازنگشته است. در آخرین برآورد فدرال رزرو در سپتامبر، تورم PCE برای سال ۲۰۲۶ معادل ۳.۷ درصد پیش‌بینی شده و تورم هسته PCE نیز ۳.۴ درصد برآورد شده است. مقام‌هایی از فدرال رزرو نیز در هفته‌های اخیر درباره تداوم فشارهای تورمی و احتمال افزایش بیشتر نرخ بهره هشدار داده‌اند. به همین دلیل، برآوردها نشان می‌دهد نرخ بهره ممکن است برای مدت طولانی‌تری در سطوح بالا باقی بماند.



عامل دیگر، افزایش تقاضا برای سرمایه در اقتصاد آمریکا است. سرمایه‌گذاری گسترده شرکت‌های فناوری در زیرساخت‌های هوش مصنوعی، به‌ویژه توسعه مراکز داده و زیرساخت‌های محاسباتی، نیاز این شرکت‌ها به تأمین مالی را به‌شدت افزایش داده است. بر اساس آخرین برآورد موسسه تحقیقاتی Gartner، هزینه‌کرد جهانی در حوزه هوش مصنوعی از حدود ۱.۷۹ تریلیون دلار در ۲۰۲۵ به ۲.۶۷ تریلیون دلار در ۲۰۲۶ و ۳.۶۴ تریلیون دلار در ۲۰۲۷ خواهد رسید. بخش زیرساخت هوش مصنوعی نیز از حدود ۹۸۲ میلیارد دلار در ۲۰۲۵ به ۱.۴۸ تریلیون دلار در ۲۰۲۶ و نزدیک ۱.۹۸ تریلیون دلار در ۲۰۲۷ افزایش می‌یابد.

## اقتصاد جهان | بازار بدهی



این افزایش تقاضا برای منابع مالی در شرایطی رخ می‌دهد که دولت آمریکا نیز برای تأمین کسری بودجه خود به انتشار حجم بالایی از اوراق نیاز دارد. در نتیجه، دولت و بخش خصوصی همزمان در حال جذب منابع مالی هستند و افزایش تقاضا برای سرمایه می‌تواند به افزایش هزینه تأمین مالی و در نهایت بالا رفتن بازده اوراق بلندمدت منجر شود.

وضعیت مالی دولت آمریکا و افزایش نیازش به استقراض نیز از عوامل بسیار مهم اثرگذار بر اوراق قرضه است. دولت آمریکا در سال‌های اخیر با کسری‌های بودجه بزرگ و مداوم مواجه بوده است. به‌طوری که کسری بودجه این کشور در سال مالی ۲۰۲۵ حدود ۱.۸ تریلیون دلار بود و برای سال ۲۰۲۶ نیز در محدوده حدود ۲ تریلیون دلار برآورد می‌شود. تداوم چنین کسری‌هایی به معنای آن است که دولت برای تأمین مخارج خود ناچار به انتشار مستمر اوراق خزانه است.

از سوی دیگر، بدهی تجمعی دولت نیز به بیش از ۴۰ تریلیون دلار رسیده و هر سال با اضافه شدن کسری جدید، بزرگ‌تر می‌شود. بنابراین بازار اوراق آمریکا همزمان با حجم بالایی از بدهی موجود و نیاز مستمر دولت به استقراض جدید مواجه است؛ شرایطی که فشار عرضه در بازار اوراق بلندمدت را افزایش می‌دهد.

این فشار زمانی اهمیت بیشتری پیدا می‌کند که دولت برای تأمین این کسری‌ها و بازپرداخت بدهی‌های سررسیدشده، حجم قابل‌توجهی اوراق جدید عرضه می‌کند. وزارت خزانه‌داری آمریکا در برآورد ماه اوت اعلام کرد انتظار دارد در سه‌ماهه ژوئیه تا سپتامبر حدود ۷۳۹ میلیارد دلار بدهی قابل معامله در اختیار سرمایه‌گذاران خصوصی قرار دهد و برای سه‌ماهه اکتبر تا دسامبر نیز حدود ۶۲۸ میلیارد دلار استقراض کند.

در چنین شرایطی، اگر رشد عرضه اوراق با افزایش متناسب تقاضای سرمایه‌گذاران همراه نباشد، دولت برای جذب منابع مالی باید بازده بالاتری پیشنهاد کند؛ چون سبب افزایش ریسک نگهداری یا همان بازده اضافی مورد مطالبه سرمایه‌گذاران برای نگهداری اوراق بلندمدت شده است.

به طور کلی، افزایش اخیر را نمی‌توان تنها به یک عامل، مثلاً تصمیم فدرال رزرو، نسبت داد. ترکیبی از تورم بالاتر از هدف، نفت گران‌تر، احتمال تداوم نرخ بهره بالا، رشد اقتصادی پایدار (که سبب می‌شود افزایش نرخ بهره کمتر به چشم آید)، کسری بودجه و افزایش عرضه بدهی و تغییر ساختار تقاضا برای اوراق همزمان در حال اثرگذاری هستند.

## از اوراق تا سهام؛ موج افزایش بازده چگونه منتقل می‌شود؟

این مسئله برای شرکت‌هایی که به سرمایه‌گذاری سنگین نیاز دارند، اهمیت بیشتری دارد. برای بازار سهام نیز افزایش نرخ بدون ریسک اهمیت زیادی دارد. جذاب‌تر شدن اوراق خزانه باعث می‌شود بخشی از سرمایه‌گذاران در مقایسه میان سهام و اوراق، بازده بالاتری از دارایی دارای ریسک مطالبه کنند.

پیامد مهم‌تر افزایش هزینه بهره بدهی است. هرچه بدهی‌های جدید با نرخ بالاتری منتشر شوند و بدهی‌های قدیمی نیز در سررسید با نرخ جدید جایگزین شوند، سهم بیشتری از بودجه دولت صرف پرداخت بهره خواهد شد. این مسئله می‌تواند فضای مالی دولت را محدود کند و در صورت تداوم، خود به عاملی برای افزایش بیشتر بازده اوراق تبدیل شود. اما اثر این اتفاق به آمریکا محدود نمی‌شود. افزایش بازده این اوراق می‌تواند سرمایه را به سمت دارایی‌های دلاری سوق دهد، هزینه استقراض برای اقتصادهای نوظهور را افزایش دهد و فشار بیشتری بر ارزهای آنها وارد کند. همچنین ارزش اوراق بلندمدت موجود در ترازنامه بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی با افزایش نرخ بهره کاهش می‌یابد؛ موضوعی که اگر افزایش نرخ‌ها سریع باشد، می‌تواند فشار نقدینگی ایجاد کند.

در نهایت، رسیدن بازده اوراق ۱۰ساله آمریکا به بالاترین سطح از ۲۰۰۷ را باید بیش از یک رکورد قیمتی در بازار بدهی دانست. این اتفاق نشان می‌دهد بازار جهانی در حال مواجهه با ترکیبی متفاوت از شرایطی است که در سال‌های پس از بحران مالی ۲۰۰۸ غالب بود؛ دوره‌ای که نرخ‌های بهره پایین، تورم پایین و تقاضای بسیار قوی برای اوراق دولتی وجود داشت. اکنون در مقابل، تورم همچنان بالاتر از هدف است، دولت‌ها با بدهی‌های بزرگ‌تری مواجه‌اند، نیاز به تأمین مالی افزایش یافته و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی نیز تقاضای قابل‌توجهی برای منابع مالی ایجاد کرده است. بنابراین، مسیر آینده بازده اوراق تنها به تصمیم بعدی فدرال رزرو وابسته نیست و تورم، قیمت انرژی، رشد اقتصادی و مسیر کسری بودجه آمریکا همگی در تعیین جهت آن نقش خواهند داشت.

## اقتصاد جهان | یادداشت

## بازار بدهی، متغیر کلیدی بازارهای مالی جهان



علی رضاپور؛ تحلیلگر بازارهای جهانی

در یک ماه گذشته، کاهش قابل توجه قیمت اوراق بدهی در بسیاری از اقتصادهای پیشرفته، نشان دهنده کاهش تمایل سرمایه گذاران به خرید اوراق بوده است. این روند را می توان عمدتاً تحت تأثیر سه عامل بررسی کرد: آغاز چرخه افزایش نرخ بهره در برخی بانک های مرکزی کشورهای پیشرفته، تداوم ریسک های ژئوپلیتیک و کاهش نگرانی ها نسبت به رشد اقتصادی، به ویژه در سایه سرمایه گذاری های عظیم در حوزه هوش مصنوعی.

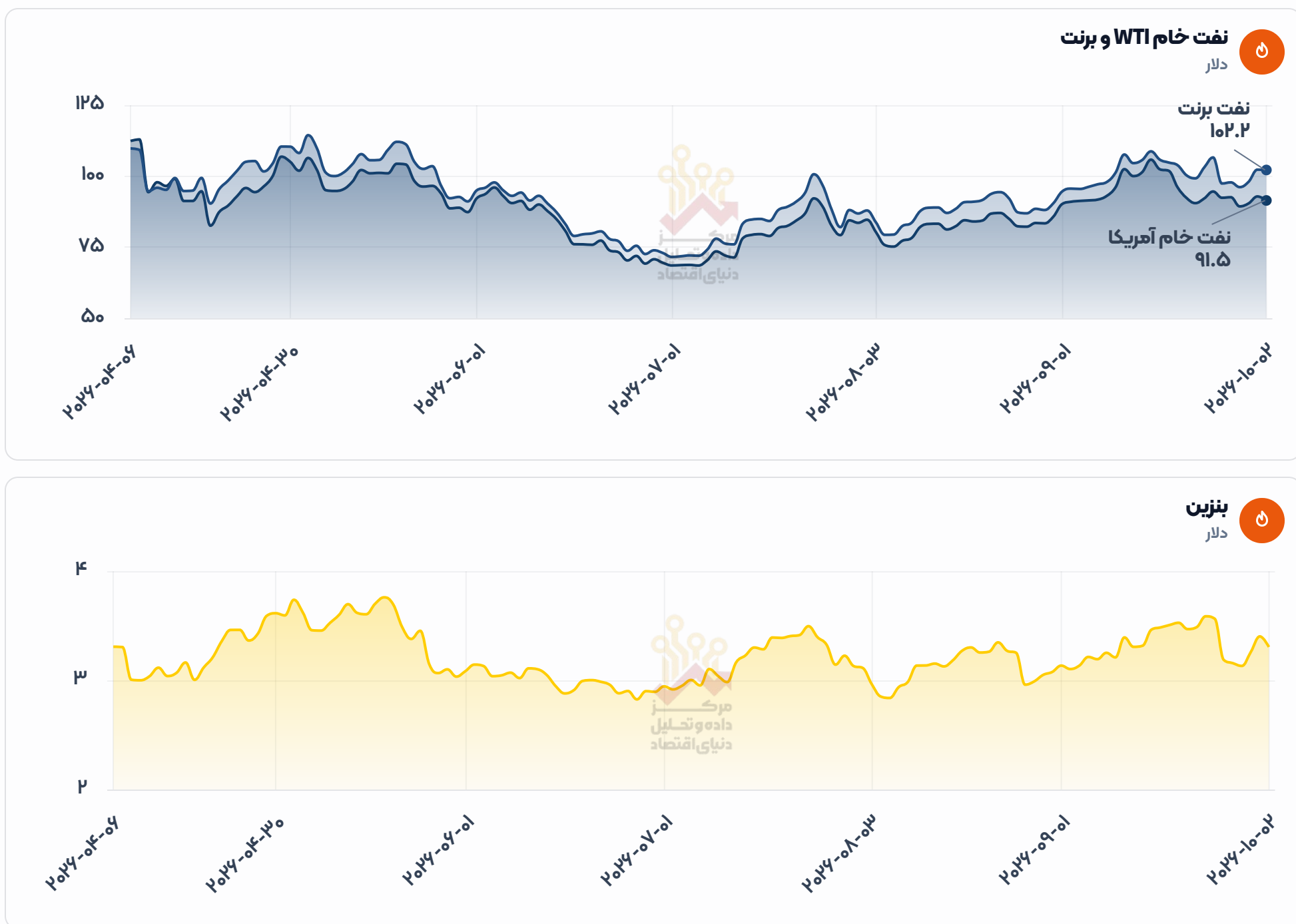
البته شدت این کاهش قیمت در بازارهای مختلف یکسان نبوده است. در کشورهایی مانند فرانسه، ایتالیا و بریتانیا، فشار فروش اوراق نسبت به آلمان و آمریکا بیشتر بوده است. در آمریکا نیز بازدهی اوراق به سطوحی رسید که در برخی سررسیدها رکوردهای چندین ساله را ثبت کرد. در اروپا، علاوه بر سطح بالای نرخ های بهره، نگرانی نسبت به وضعیت مالی دولت ها و پایداری بدهی نیز در افزایش فشار بر بازار اوراق نقش داشته است. این تحولات در بازار ارز نیز بازتاب پیدا کرده است. کاهش شدیدتر قیمت اوراق در برخی کشورهای اروپایی و افزایش نگرانی ها درباره وضعیت بودجه ای آنها، در کنار اعتبار نسبی بیشتر آمریکا در بازارهای جهانی، به تضعیف یورو در برابر دلار منجر شده است. یکی از شاخص های مهم برای بررسی این وضعیت، اختلاف بازدهی اوراق فرانسه و آلمان است که به بالاترین سطوح خود از زمان بحران بدهی اروپا رسیده است. افزایش این فاصله، نشانه ای از افزایش ریسک ادراک شده در بازار بدهی اروپا است و در چنین شرایطی معمولاً فشار بیشتری بر یورو وارد می شود. شاخص دلار در روز پنجشنبه تا محدوده ۱۰۲ افزایش یافت؛ سطحی که بالاترین میزان آن در ۱۵ ماه گذشته بود.

بازار طلا نیز تحت تأثیر همین تغییرات قرار گرفته است. روند نزولی اخیر طلا را می توان از سخنرانی رئیس فدرال رزرو در جکسون هول دنبال کرد؛ جایی که بر ضرورت مقابله با تورمی تأکید شد که برای مدت طولانی بالاتر از هدف بانک مرکزی قرار داشته است. پس از آن، افزایش نرخ بهره فدرال رزرو با اجماع اعضا، اعتبار بیشتری به عزم بانک مرکزی برای دستیابی به هدف تورمی داد. فروش اوراق و افزایش بازدهی آنها، بدون افزایش متناسب در انتظارات تورمی، در مجموع به افزایش نرخ های واقعی و کاهش جذابیت طلا منجر شد؛ به گونه ای که قیمت طلا در روز دوشنبه تا محدوده ۴۱۰۰ دلار نیز کاهش یافت.

اما در روز جمعه، انتشار داده های اشتغال آمریکا نیز موجب تعدیل نسبی انتظارات بازار درباره مسیر نرخ بهره شد. افزایش ۰.۱ درصدی نرخ بیکاری، کمتر بودن تعداد مشاغل ایجاد شده در ماه سپتامبر نسبت به انتظار و رشد محدود میانگین دستمزد ساعتی، باعث شد بخشی از انتظارات برای افزایش نرخ بهره فدرال رزرو تعدیل شود. در پی این تحولات، تقاضا در بازار اوراق و سهام افزایش یافت و کاهش بازدهی اوراق، به رشد قیمت دارایی هایی مانند طلا کمک کرد؛ به گونه ای که قیمت طلا بار دیگر به بالای ۴۲۰۰ دلار در هر اونس رسید. در شرایط فعلی، می توان سرمایه گذاری گسترده در هوش مصنوعی، اظهارنظرهای اعضای بانک های مرکزی و در نهایت ریسک های ژئوپلیتیک را از مهم ترین متغیرهای اثرگذار بر بازار بدهی دانست.

# اقتصاد جهان | گامودیتی

## بازار کالا؛ سیگنال بعدی از کجا می‌آید؟



قیمت نفت در معاملات پایان هفته ابتدا با افتی شدید مواجه شد و برنت برای ساعاتی به زیر ۱۰۰ دلار رسید، اما در ادامه بخشی از این کاهش را جبران کرد و دوباره به محدوده ۱۰۲ دلار بازگشت. نفت خام آمریکا نیز پس از افت قابل توجه، در محدوده ۹۲ دلار معامله شد. این نوسان در شرایطی رخ داد که نشانه‌های بیشتری از بهبود جریان عرضه نفت از خاورمیانه ظاهر شده است. عربستان اکنون بیش از ۸۰ درصد ظرفیت خط لوله شرق به غرب خود را فعال کرده و جریان نفت منطقه نیز در حال بازیابی است. همچنین گزارش‌ها از توافق کشورهای گروه هفت برای آزادسازی ذخایر اضطراری نفت و فرآورده‌های نفتی حکایت دارد.

با وجود بهبود عرضه، بازار همچنان با یک عامل مهم محدودکننده مواجه است و آن کمبود فرآورده‌هایی مانند گازوئیل است. کشورهای گروه هفت اعلام کرده‌اند تا ۱۰۰ میلیون بشکه نفت و فرآورده را از ذخایر اضطراری آزاد خواهند کرد که بخش قابل توجهی از آن به گازوئیل اختصاص دارد. این تصمیم پس از فشار دولت آمریکا و افزایش قیمت سوخت اتخاذ شده و می‌تواند در کوتاه‌مدت از شدت کمبود فرآورده‌ها بکاهد. با این حال، وضعیت تنگه هرمز همچنان یکی از مهم‌ترین ریسک‌های بازار باقی مانده و اختلال در ظرفیت پالایشی خاورمیانه، روسیه و محدودیت صادرات فرآورده از چین، فشار بازار را به‌طور کامل برطرف نکرده است. در نتیجه، افت اخیر نفت را نمی‌توان صرفاً نشانه بازگشت پایدار عرضه دانست؛ بلکه بازار اکنون میان بهبود جریان نفت خام و تداوم محدودیت در بازار فرآورده‌ها در حال نوسان است. در این شرایط، مسیر قیمت نفت بیش از گذشته به سرعت بازگشت صادرات، وضعیت تنگه هرمز و میزان اثرگذاری آزادسازی ذخایر اضطراری وابسته خواهد بود.

## اقتصاد جهان | کامودیتی

قیمت معاملات آتی بنزین آمریکا به بالای ۳.۳۰ دلار در هر گالن رسید و بخشی از افت اخیر خود را جبران کرد. افزایش قیمت بیشتر تحت تأثیر کاهش موجودی بنزین آمریکا و تداوم ناطمینانی در بازار جهانی فرآورده‌های نفتی قرار داشت. طبق داده‌های اداره اطلاعات انرژی آمریکا (EIA)، ذخایر بنزین در هفته منتهی به ۲۵ سپتامبر حدود ۱.۷ میلیون بشکه کاهش یافت و همزمان نرخ بهره‌برداری پالایشگاه‌ها به ۹۲.۵ درصد رسید.

در بازار جهانی فرآورده‌های نفتی، محدودیت عرضه همچنان یکی از عوامل حمایت‌کننده از افزایش قیمت‌هاست. روسیه محدودیت صادرات بخش عمده‌ای از گازوئیل خود را تا ماه اکتبر تمدید کرده و این موضوع فشار بر بازار جهانی فرآورده‌ها را بالا نگه داشته است. در آمریکا نیز بحث محدودکردن صادرات گازوئیل مطرح شده بود، اما نگرانی از اینکه کاهش صادرات به افت فعالیت پالایشگاه‌ها و در نتیجه افزایش قیمت بنزین منجر شود، از شدت حمایت از این گزینه کاسته است. دونالد ترامپ نیز در اظهارات اخیر خود نسبت به پیامدهای این اقدام برای قیمت بنزین هشدار داده است.

در همین حال، آمریکا برای کاهش فشار بر بازار گازوئیل، به دنبال افزایش عرضه از سوی اروپا است و کاخ سفید از کشورهای اروپایی خواسته بخشی از ذخایر اضطراری گازوئیل خود را وارد بازار کنند و کشورهای GV با این موضوع موافقت کرده‌اند. خبری که باعث شد اندکی از فشار صعودی موجود بر قیمت بنزین کاسته شود. اما با این وجود، قیمت همچنان در سطح بالای ۳.۳ دلار به ازای هر گالن باقی ماند.

با وجود افزایش اخیر، قیمت بنزین همچنان پایین‌تر از اوج‌های ثبت‌شده در فصل سفرهای تابستانی آمریکا قرار دارد. در نتیجه، حرکت اخیر قیمت بیشتر منعکس‌کننده کاهش ذخایر داخلی و محدودیت عرضه فرآورده‌ها است.

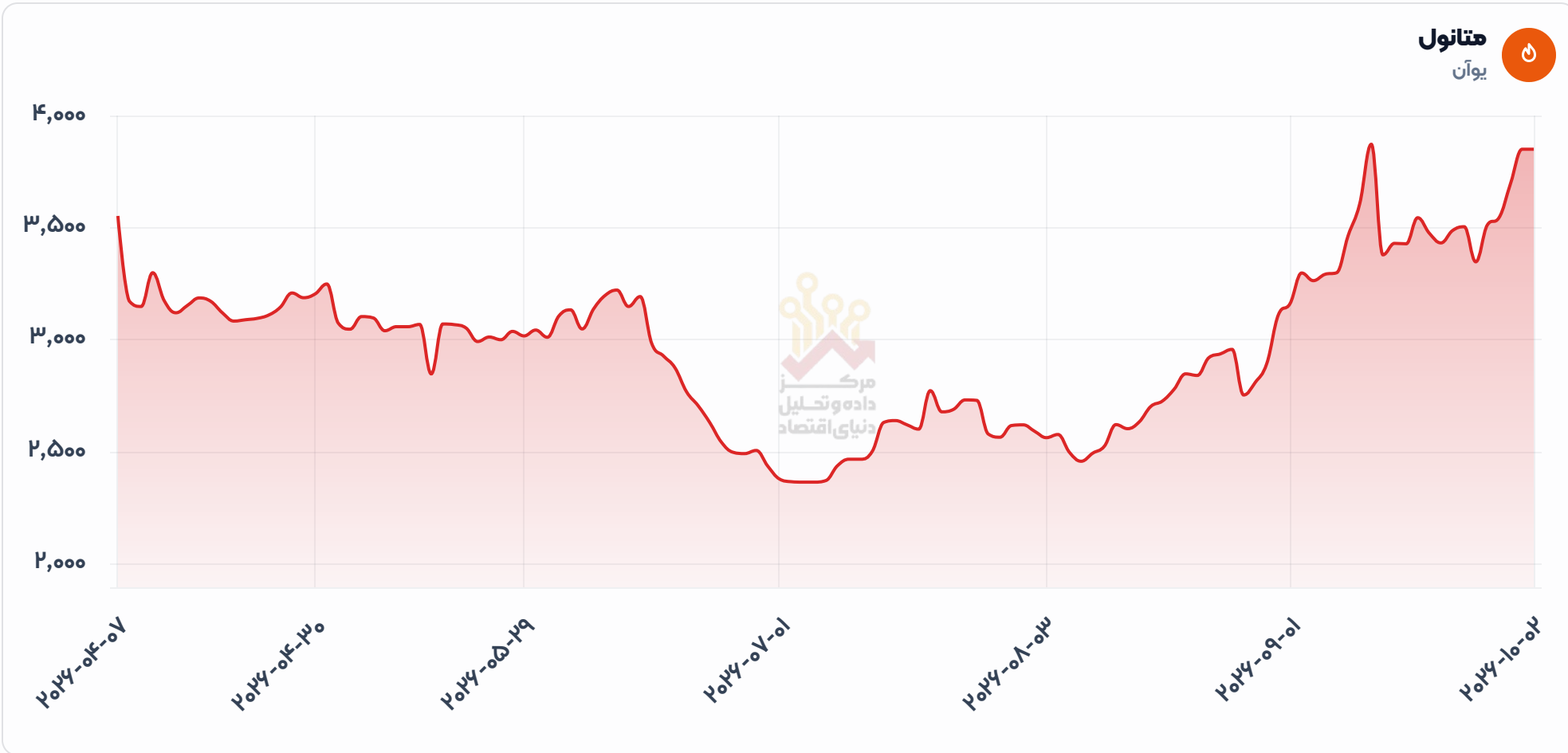


قیمت گاز طبیعی اروپا در معاملات پایان هفته به حدود ۷۶ یورو به ازای هر مگاوات‌ساعت رسید و نسبت به مدت مشابه سال گذشته بیش از دو برابر شد. با وجود اینکه قیمت‌ها در معاملات روز جمعه اندکی تثبیت شدند، بازار همچنان تحت تأثیر نگرانی‌ها درباره امنیت عرضه در آستانه زمستان قرار دارد.

ذخایر گاز اروپا حدود ۷۱ درصد پر شده که فاصله قابل‌توجهی با میانگین پنج‌ساله ۸۷ درصدی دارد؛ سطح ذخایر آلمان نیز تنها کمی بالاتر از ۵۷ درصد است.

## اقتصاد جهان | کامودیتی

در سمت عرضه، تداوم اختلال در جریان LNG از خلیج فارس یکی از عواهل اصلی فشار بر بازار است. با وجود عبور برخی محموله‌های LNG از تنگه هرمز در هفته‌های اخیر، حجم این محموله‌ها همچنان برای کاهش فشار عرضه در بازار جهانی کافی نیست. در همین حال، قطر انرژی اعلام کرده است تحویل LNG به شرکت ایتالیایی ادیسون همچنان با اختلال مواجه است و این وضعیت را تا دسامبر تمدید کرده است؛ موضوعی که چشم‌انداز عرضه LNG به اروپا را همچنان محدود نگه می‌دارد. در مقابل، کاهش تقاضای LNG چین می‌تواند بخشی از فشار بازار اروپا را تعدیل کند؛ چراکه انتظار می‌رود واردات چین برای دومین ماه متوالی کاهش یابد و در نتیجه محموله‌های بیشتری در دسترس خریداران اروپایی قرار گیرد. با این حال، تا زمانی که وضعیت عرضه از خاورمیانه روشن نشود و ذخایر اروپا به سطح مطمئن‌تری نرسد، بازار گاز همچنان نسبت به تحولات عرضه حساس خواهد ماند.

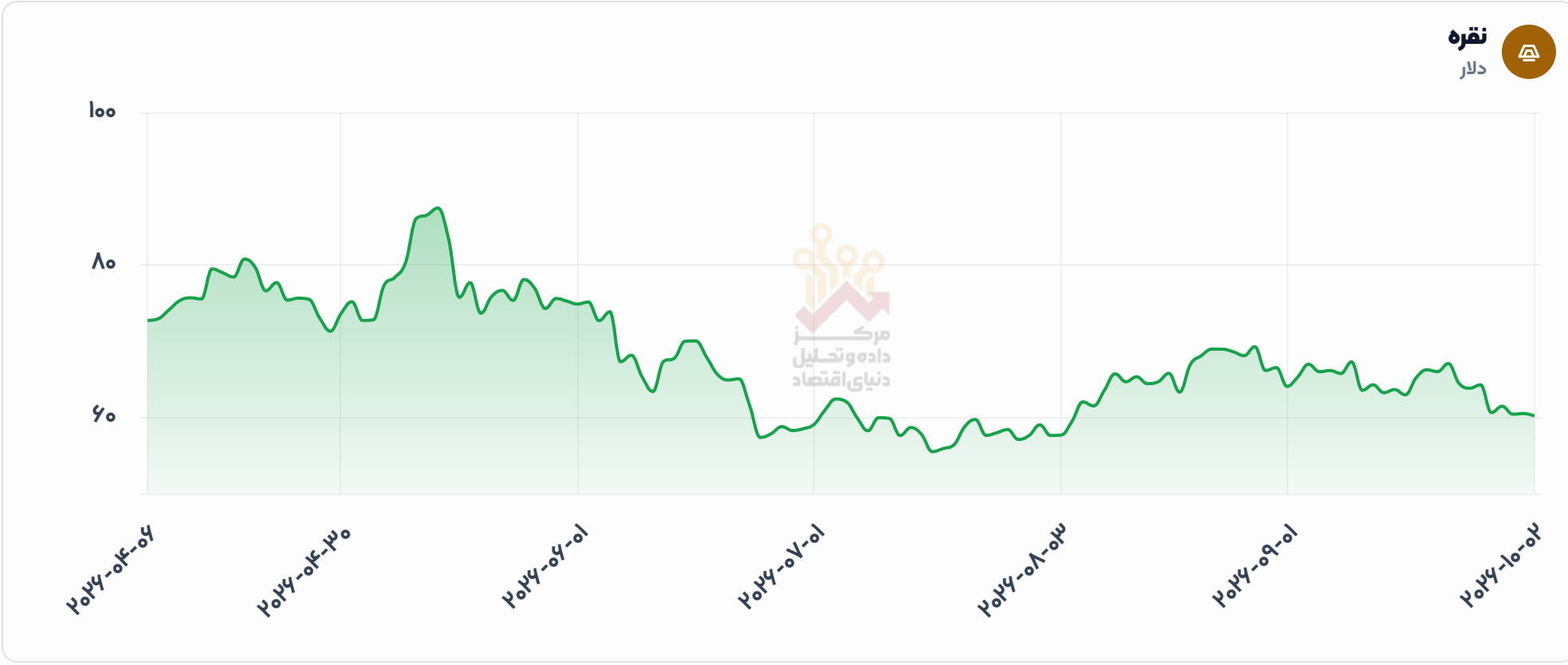
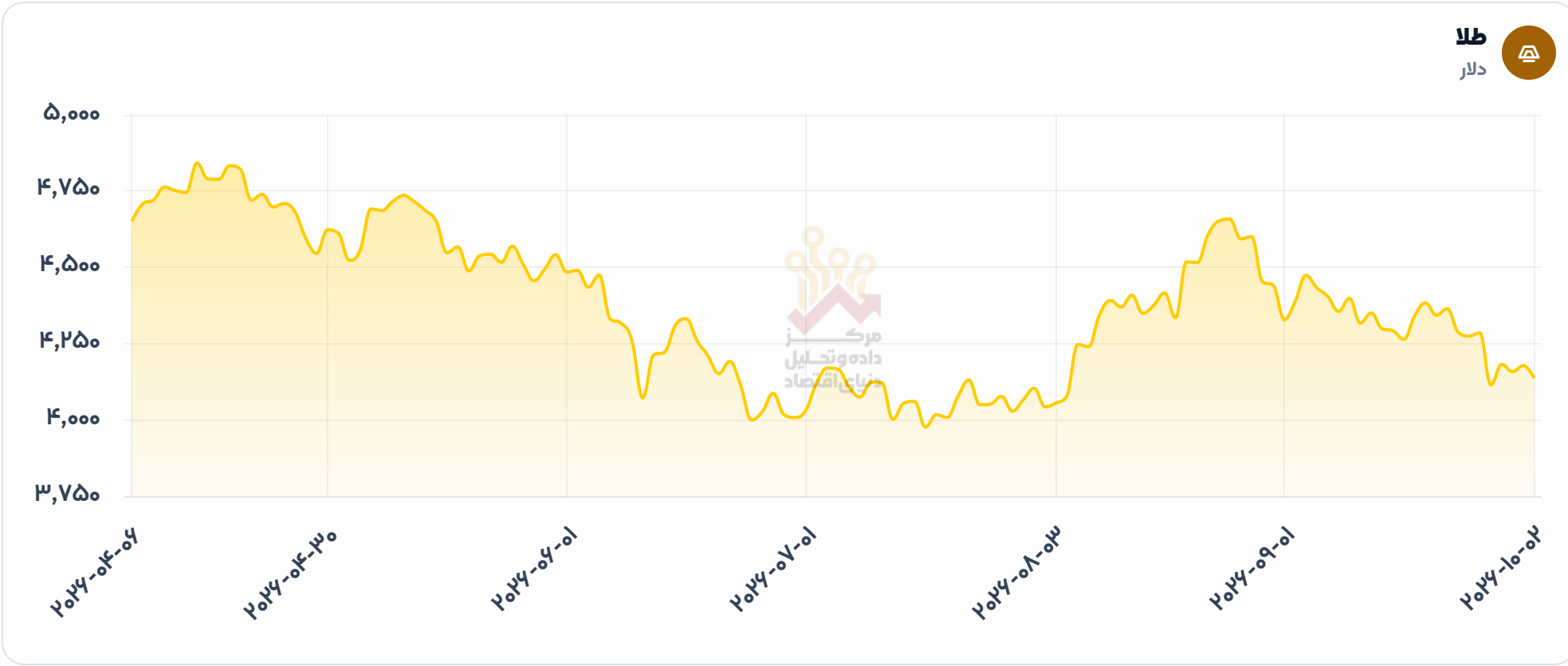


قیمت هتانول در معاملات روز ۳۰ سپتامبر با رشد ۴.۱ درصدی به ۳۸۵۰ یوان به ازای هر تن رسید. این افزایش در ادامه روند صعودی هفته‌های اخیر رخ داده و قیمت هتانول طی یک ماه بیش از ۱۸ درصد و نسبت به مدت مشابه سال گذشته حدود ۶۵ درصد افزایش یافته است. مهم‌ترین عامل این رشد، تشدید محدودیت عرضه در بازار چین بوده است. کاهش واردات در سپتامبر، افت موجودی بنادر تا سطوح پایین چند سال اخیر و توقف فعالیت برخی واحدهای بزرگ برای تعمیرات، عرضه قابل دسترس را کاهش داده و فروشندگان را به حفظ قیمت‌های بالاتر سوق داده است.

در کنار عواهل داخلی، تحولات بازار انرژی نیز از قیمت هتانول حمایت کرده است. اختلال در تردد از تنگه هرمز جریان واردات را محدود کرده و رشد قیمت نفت، هزینه تولید و فضای کلی بازار محصولات شیمیایی را تحت تأثیر قرار داده است.

همزمان، خریدهای پیش از تعطیلات ملی چین به تقاضای کوتاه‌مدت کمک کرده است. به این ترتیب، رشد اخیر هتانول بیشتر از آنکه ناشی از جهش تقاضای مصرف‌کننده باشد، حاصل فشرده‌تر شدن عرضه، کاهش موجودی‌ها و افزایش هزینه‌های انرژی بوده است.

اقتصاد جهان | کامودیتی

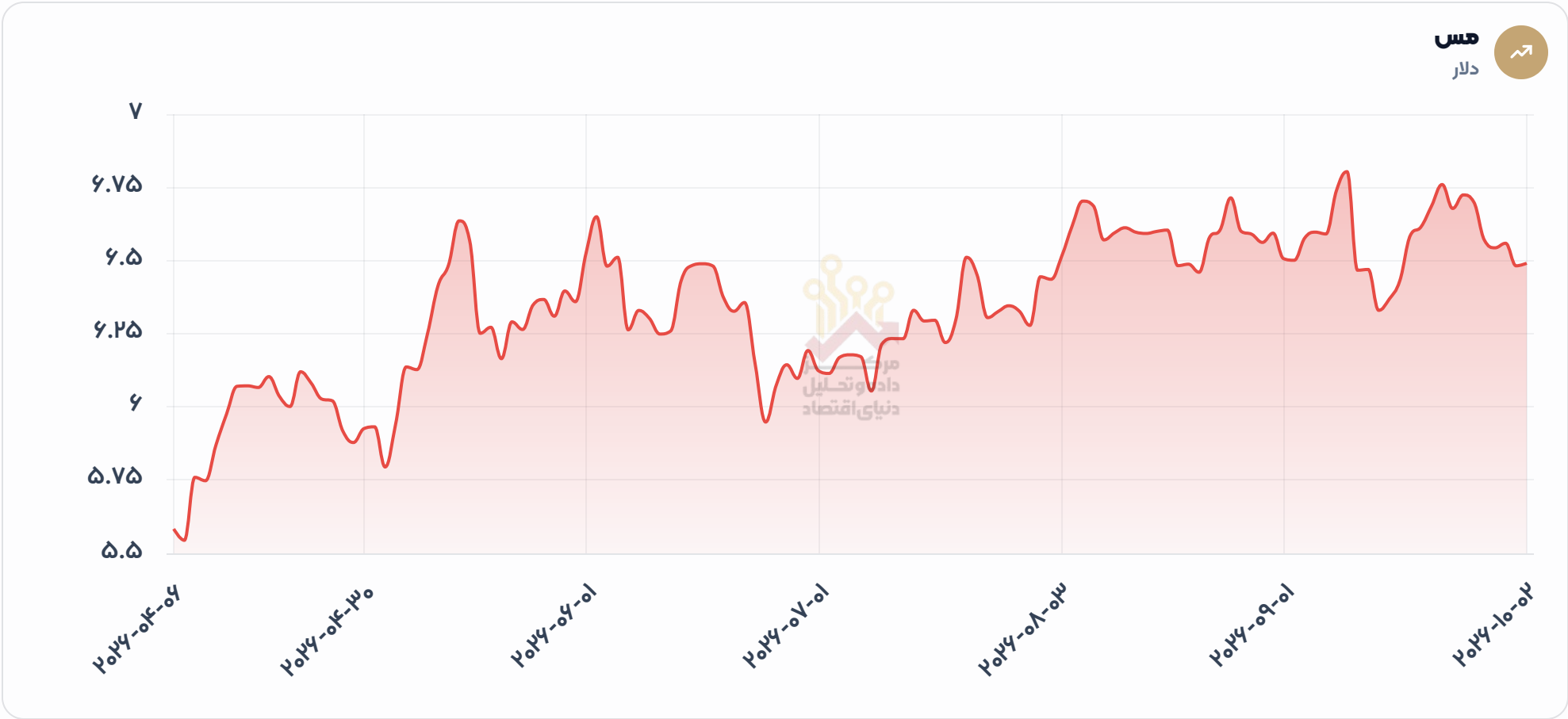


قیمت طلا در معاملات روز جمعه به محدوده ۴۱۳۶ دلار به ازای هر اونس رسید و در طی هفته کاهشی ۳.۵ درصدی را به ثبت رساند. در بازار نقره نیز قیمت در محدوده ۶۰.۲ دلار به ازای هر اونس قرار گرفت و افت هفتگی آن با شدت بیشتری (نسبت به طلا) به ۶.۳۱ درصد رسید.

داده‌های تورمی آمریکا (PCE) اندکی از فشار ناشی از سیاست پولی بر فلزات گران‌بها کاست. شاخص PCE در ماه اوت ۰.۳ درصد افزایش یافت که کمتر از پیش‌بینی ۰.۴ درصدی بود و رشد شاخص هسته نیز با ثبت ۰.۲ درصد، پایین‌تر از انتظار ۰.۳ درصدی قرار گرفت. در پی انتشار این آمار، احتمال افزایش نرخ بهره فدرال رزرو در ماه اکتبر از ۵۱ درصد به حدود ۳۸ درصد کاهش یافت. با این حال، بازده اوراق خزانه همچنان در سطوح بالایی قرار دارد و نگرانی از تداوم فشار تورمی ناشی از انرژی، احتمال افزایش نرخ بهره در دسامبر را همچنان بالا نگه داشته است.

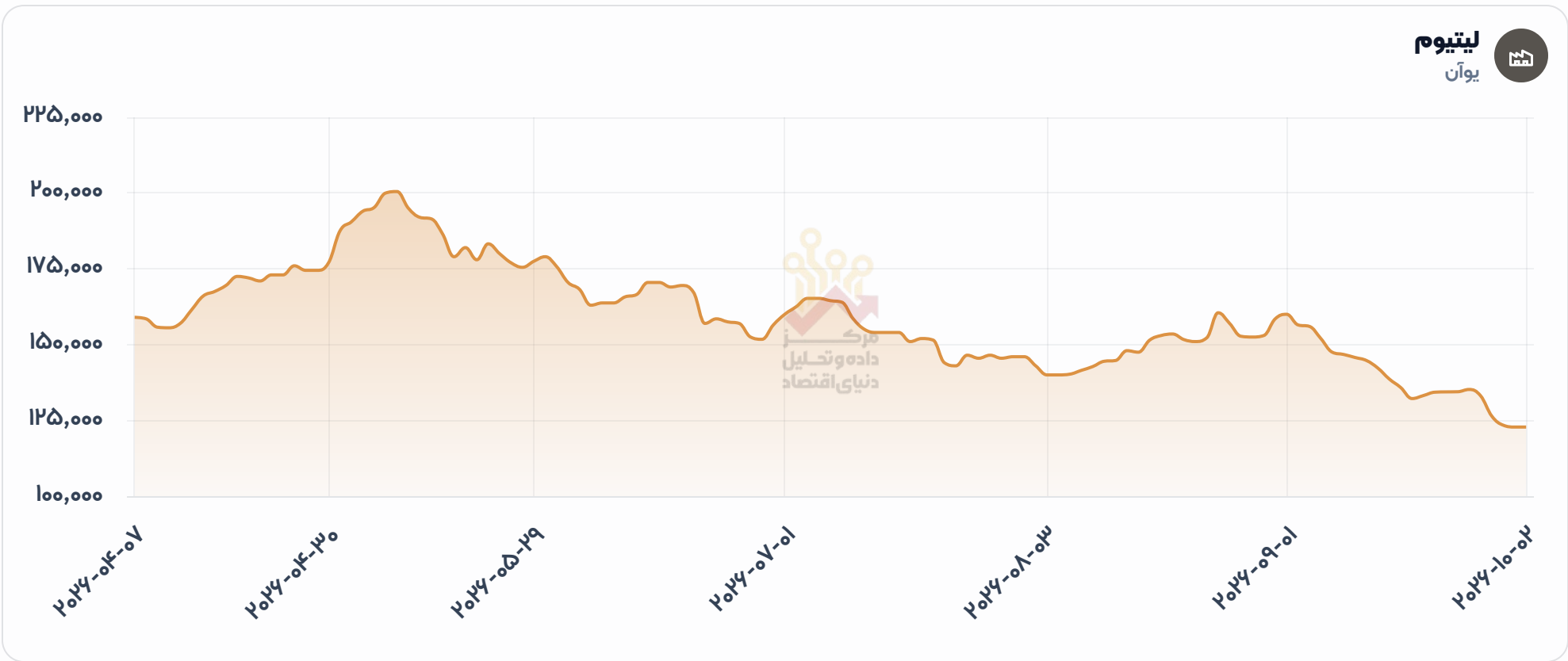
حرکت متفاوت طلا و نقره در شرایطی رخ داد که کاهش انتظارات برای افزایش نرخ بهره در اکتبر از قیمت طلا حمایت کرد، اما این حمایت برای تغییر روند هفتگی آن کافی نبود. نقره نیز با وجود قرار گرفتن در معرض همان عامل حمایتی، عملکرد ضعیف‌تری داشت و افت هفتگی آن بیش از دو برابر طلا بود. تفاوت در ساختار تقاضای یکی از عوامل مهم این واگرایی است؛ طلا بیشتر تحت تأثیر تقاضای سرمایه‌گذاری و انتظارات نرخ بهره قرار دارد، در حالی که نقره علاوه بر این عوامل به تقاضای صنعتی نیز وابسته است و در شرایط نگرانی درباره چشم‌انداز فعالیت اقتصادی، فشار بیشتری را تجربه می‌کند.

اقتصاد جهان | کامودیتی



قیمت مس در اواخر هفته به حوالی ۶.۵ دلار به ازای هر پوند رسید و در نزدیکی پایین‌ترین سطح دو هفته اخیر قرار گرفت. در چین، به‌عنوان بزرگ‌ترین مصرف‌کننده مس جهان، داده‌های اقتصادی سیگنال‌های متفاوتی از وضعیت تقاضا ارائه می‌کنند؛ از یک سو، سود بنگاه‌های صنعتی در هشت ماه نخست سال ۱۵.۷ درصد نسبت به مدت مشابه سال قبل افزایش یافته، اما سرعت رشد آن نسبت به رشد ۱۷.۶ درصدی در هفت ماه نخست کاهش داشته است. از سوی دیگر، بخش تولید چین در سپتامبر به محدوده رشد بازگشته که می‌تواند نشانه‌ای از بهبود فعالیت کارخانه‌ها و حمایت از تقاضای مس باشد. با این حال، تعطیلات یک‌هفته‌ای چین در ابتدای اکتبر احتمالاً در کوتاه‌مدت از حجم معاملات و فعالیت بازار خواهد کاست.

در سمت عرضه، احتمال اختلال در تولید مس شیلی به دلیل اعتصاب در یکی از معادن شرکت آنتوفاگاستا می‌تواند بخشی از فشار کاهشی قیمت را کاهش دهد. در مقابل، پیشنهاد دولت پاناما برای ازسرگیری فعالیت یک معدن بزرگ، در صورت عملی شدن، می‌تواند به افزایش عرضه جهانی منجر شود. در آمریکا نیز تصمیم دولت ترامپ درباره اعمال تعرفه بر مس تصفیه‌شده همچنان به تعویق افتاده و ابهام درباره سیاست تجاری آمریکا، چشم‌انداز تجارت و قیمت‌گذاری مس را تحت تأثیر قرار داده است. در مجموع، بازار مس همزمان با سیگنال‌های متفاوت از تقاضای چین، با عوامل متضاد در سمت عرضه و ابهام در سیاست تجاری آمریکا مواجه است.



قیمت کربنات لیتیوم در چین در ماه سپتامبر به کمتر از ۱۲۳ هزار یوان به ازای هر تن رسید که پایین‌ترین سطح آن از ابتدای سال بود. عامل اصلی این افت، افزایش برآورد موجودی لیتیوم در چین و تغییر ارزیابی بازار از وضعیت عرضه بود.

اقتصاد جهان | کاهودیتی

انجمن SMM با تغییر روش محاسبه موجودی‌ها، میزان ذخایر لیتیوم چین را حدود ۱۷۵ هزار تن بیشتر از برآوردهای قبلی اعلام کرد؛ رقمی که تقریباً دو برابر برآورد پیشین بود. افزایش قابل‌توجه موجودی‌ها این سیگنال را به بازار داد که عرضه لیتیوم در چین نسبت به تصور قبلی وضعیت مناسب‌تری دارد و همین موضوع فشار کاهشی بر قیمت را افزایش داد.

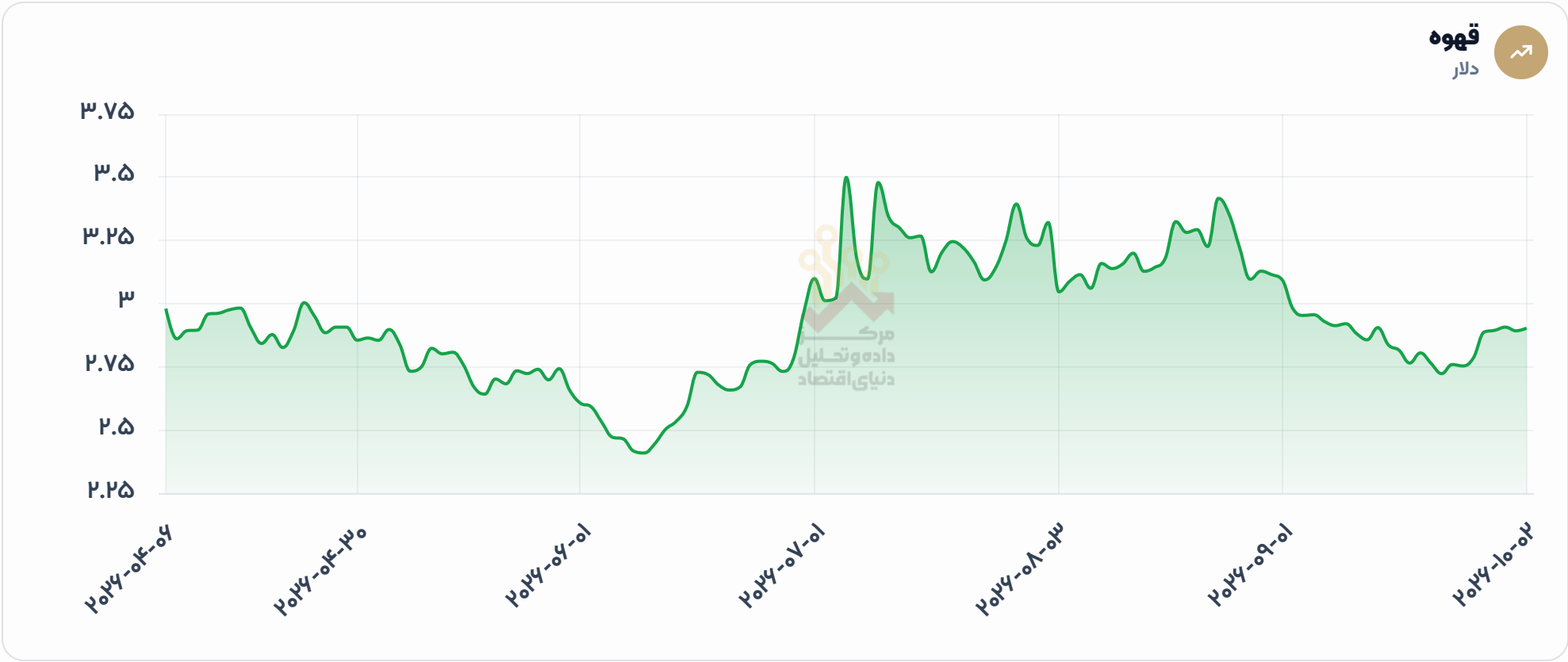
در سمت عرضه نیز چشم‌انداز تولید استرالیا تقویت شده است. شرکت Mineral Resources پس از ۱۸ ماه توقف، فعالیت معدن «بالد هیل» را از سر گرفت و Core Lithium نیز پروژه «فینیس» را دوباره راه‌اندازی کرد. با این حال، اختلال در معدن «جیان‌شیاوو» متعلق به CATL مانع از افت شدیدتر قیمت شد. این معدن بزرگ‌ترین معدن لیتیوم چین از نظر ظرفیت است و حدود ۴ درصد از عرضه جهانی را تأمین می‌کند. مقام‌های چینی مجوزهای زیست‌محیطی این معدن را لغو کرده‌اند که روند دریافت مجوز و بازگشت آن به فعالیت را برای بیش از یک سال با مانع مواجه می‌کند. این اقدام همزمان با سیاست پکن برای مقابله با ظرفیت مازاد تولید، از سمت عرضه لیتیوم حمایت کرده است.



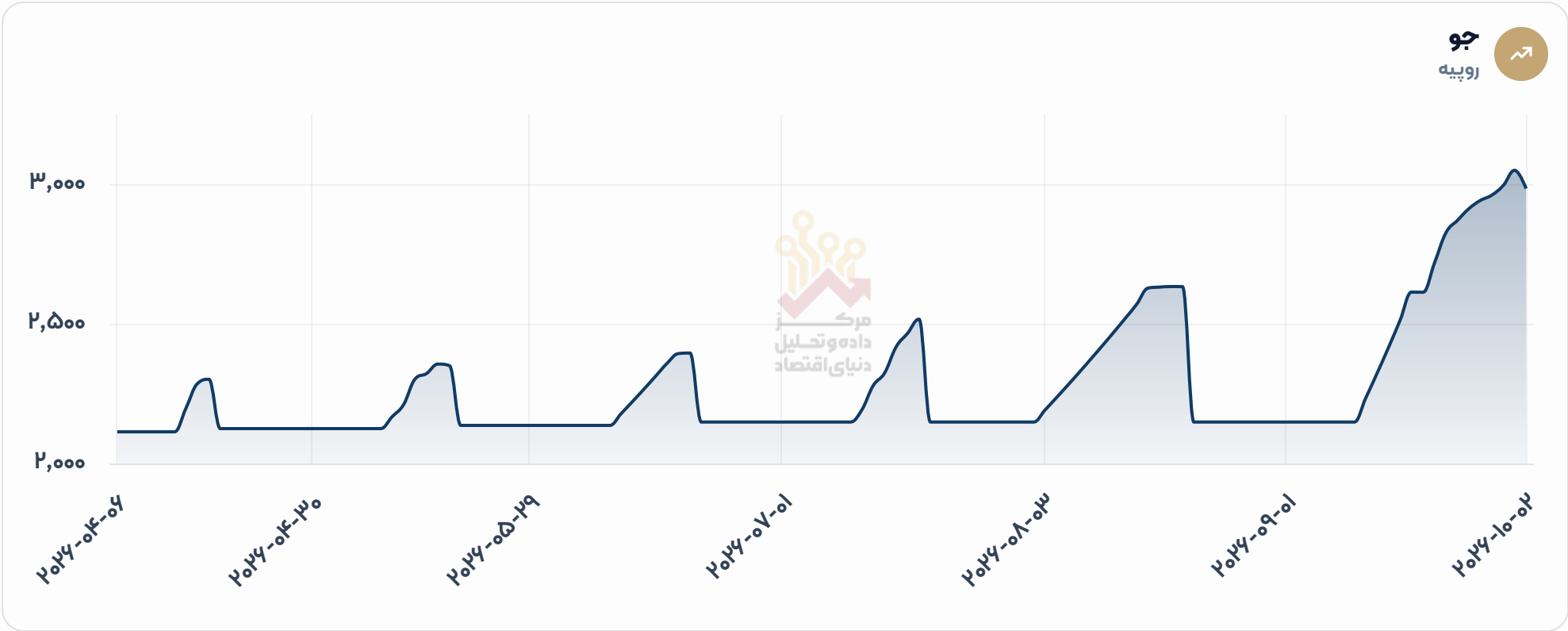
قیمت آلومینیوم در بازار بریتانیا به حدود ۳۰۹۸ دلار به ازای هر تن کاهش یافت و به پایین‌ترین سطح از اوایل ژوئیه رسید. تقویت دلار آمریکا یکی از عوامل اصلی فشار بر قیمت آلومینیوم بوده است؛ افزایش نگرانی‌های تورمی در آمریکا، انتظار برای تداوم سیاست پولی انقباضی فدرال رزرو را افزایش داده و ارزش دلار را بالا برده است. از آنجا که آلومینیوم با دلار قیمت‌گذاری می‌شود، تقویت ارزش این ارز هزینه خرید فلز را برای خریداران خارج از آمریکا افزایش می‌دهد و از تقاضا می‌کاهد.

در سمت عرضه نیز چشم‌انداز بازار در حال بهبود است. چندین کارخانه ذوب در حال آماده‌سازی برای ازسرگیری فعالیت واحدهای متوقف‌شده هستند و برخی دیگر نیز ظرفیت تولید خود را توسعه و ارتقا می‌دهند؛ موضوعی که انتظار افزایش تدریجی عرضه جهانی را تقویت کرده است. همزمان، رشد صادرات آلومینیوم چین بخشی از کاهش تولید در کشورهای حاشیه خلیج فارس را جبران کرده است. صادرات چین در ماه اوت ۱۷.۲ درصد نسبت به سال گذشته افزایش یافت؛ زیرا ضعف تقاضای داخلی و بالا بودن موجودی‌ها، تولیدکنندگان را به عرضه بیشتر در بازارهای خارجی سوق داده است. در نتیجه، هم تقویت دلار و هم بهبود چشم‌انداز عرضه، فشار نزولی بر قیمت آلومینیوم را افزایش داده‌اند.

اقتصاد جهان | کامودیتی



قیمت معاملات آتی قهوه عربیکا به محدوده ۲.۹ دلار به ازای هر پوند رسید که بالاترین سطح از اواسط سپتامبر است. این افزایش پس از چند هفته افت قیمت رخ داده و بخشی از آن به خرید معامله‌گرانی مربوط می‌شود که پیش‌تر روی کاهش قیمت قهوه موقعیت فروش گرفته بودند. با این حال، رشد قیمت همچنان با چشم‌انداز افزایش عرضه از سوی برزیل محدود می‌شود. برداشت قهوه برزیل برای سال ۲۰۲۶ تقریباً به پایان رسیده و شرکت ملی تأمین مواد غذایی این کشور (Conab) برآورد تولید خود را از ۶۶.۷ میلیون کیسه به ۶۷.۶ میلیون کیسه افزایش داده است؛ برآورد جدید نشان می‌دهد تولید قهوه برزیل در سال ۲۰۲۶ حدود ۱۹.۶ درصد بیشتر از محصول سال ۲۰۲۵ خواهد بود. بخش عمده این افزایش مربوط به قهوه عربیکا است؛ به‌طوری که تولید این نوع قهوه ۴۸.۲ میلیون کیسه برآورد شده که رشد ۳۴.۸ درصدی نسبت به سال گذشته دارد و کاهش تولید روبوستا را جبران می‌کند. از سوی دیگر، گزارش‌ها درباره آماده‌سازی محموله‌های جدید عربیکای برزیل برای تأیید و ورود به انبارهای بورس آی‌سی‌ای (ICE) می‌تواند بخشی از موجودی‌های کاهش‌یافته را جبران کند و در نتیجه، چشم‌انداز عرضه همچنان مانعی برای تداوم رشد قیمت قهوه است.



قیمت جو در معاملات روز ۲ اکتبر به ۲۹۸۴ روپیه به ازای هر تن رسید و نسبت به هفته معاملاتی قبل ۲.۴۷ درصد افزایش یافت. قیمت این محصول طی یک ماه گذشته حدود ۴۰ درصد رشد کرده و نسبت به مدت مشابه سال قبل نیز بیش از ۳۰ درصد بالاتر قرار گرفته است. بخش مهمی از این افزایش در نیمه دوم سپتامبر رخ داده و همزمان با افزایش نگرانی‌ها درباره وضعیت عرضه محصولات کشاورزی در هند بوده است. بارندگی موسمی هند در فصل ژوئن تا سپتامبر ۱۲.۶ درصد کمتر از میانگین ثبت شد و ال‌نینو نیز به‌عنوان یکی از عوامل اصلی کاهش بارش مطرح شده است؛ موضوعی که نگرانی درباره چشم‌انداز تولید محصولات کشاورزی را افزایش داده است.

# اقتصاد جهان | یادداشت

## سبقت پالایشی ها از پتروشیمی ها؟

هرمز، واشنگتن و برنت، سه ضلع آینده بازار نفت

آمارهای اخیر نشان می‌دهد در حالی که صادرات نفت خام کشورهای حوزه خلیج فارس به ۸۰ درصد ظرفیت پیش از جنگ بازگشته، صادرات فرآورده‌های نفتی همچنان در شرایطی بحرانی قرار دارد. این داده‌ها حاکی از آن است که حجم صادرات بنزین، سوخت جت و دیزل این کشورها تنها به نیمی از سطوح پیش از جنگ رسیده و با چالش‌های ساختاری دست‌به‌گریبان است.

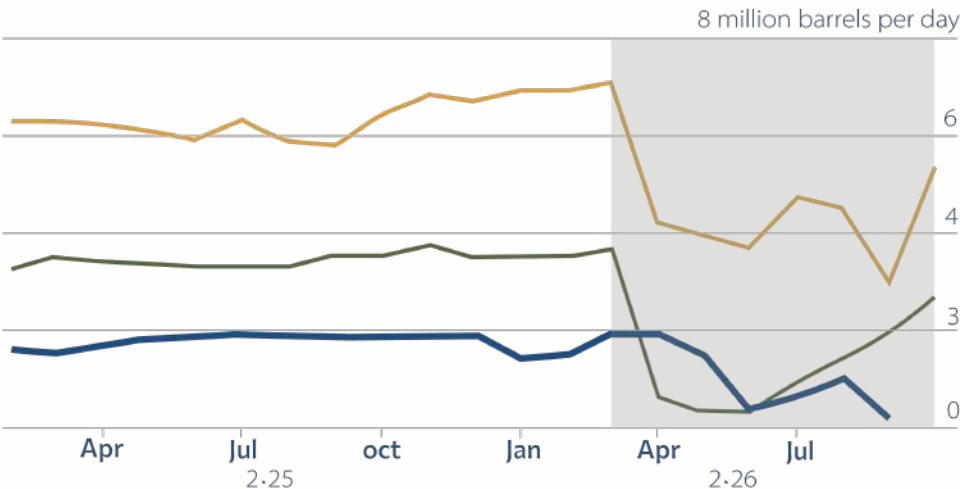


محمد ذریه‌زهرایی؛ تحلیل‌گر بازار سرمایه

تداوم این وضعیت در بازار فرآورده‌ها، زنگ خطری برای امنیت انرژی و توازن تجاری منطقه محسوب می‌شود که می‌تواند پیامدهای گسترده‌ای بر قیمت‌های جهانی و پایداری زنجیره تأمین داشته باشد.

Saudi and Iraqi Oil Exports Rebound as Iran’s Plunge

Saudi Arabia / Iraq / Iran ■ Iran war



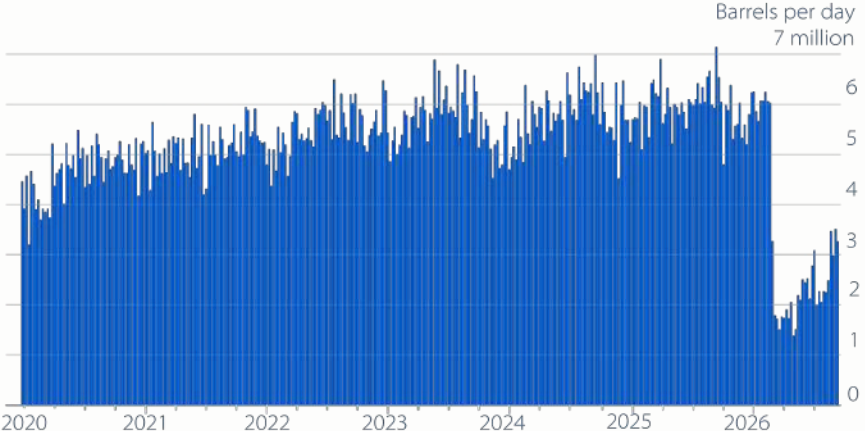
.Note: Saudi and Iraq's September figures are month to date. No data are available for Iran in September

Source: Bloomberg News, Bloomberg Economics

The Diesel Problem

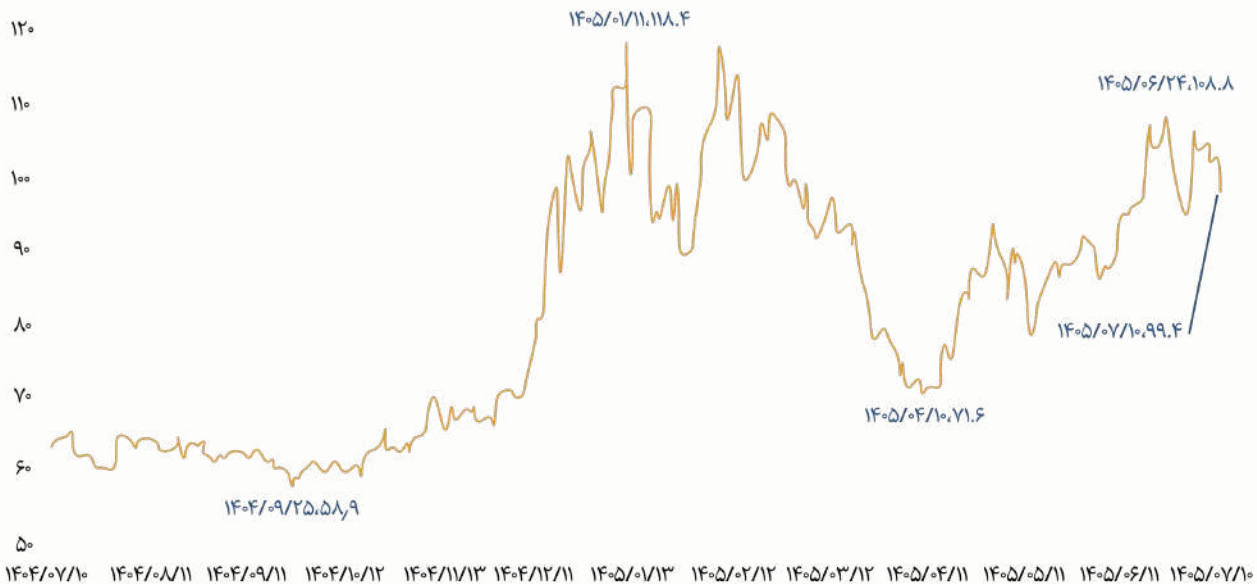
While crude flows via the Strait of Hormuz and bypass routes surge, shipments of refined products, including diesel, remain well below pre-war levels.

Clean refined products (Gasoline, diesel, jet-fuel and others)



با وجود بازگشت عبور نفت از تنگه هرمز به ۱۳.۲ میلیون بشکه در روز و بهبود ظرفیت خط لوله عربستان، نبود توافق برای پایان تنش‌ها همچنان بازار را در وضعیت آماده‌باش نگه داشته است. در همین حال، بازار در انتظار تصمیم اوپک‌پلاس درباره سهمیه‌های تولید نوامبر و نتایج پیشنهاد واشنگتن درباره بازگشایی مسیرهای استراتژیک است.

قیمت نفت برنت



## اقتصاد جهان | یادداشت

اهمیت فرآورده‌های نفتی در بازار افزایش یافته است. کاهش ذخایر استراتژیک و کمبود برخی فرآورده‌ها و خوراک‌ها در اروپا و شرق آسیا، قیمت فرآورده‌ها و کرک‌اسپردها را بالا برده است. این روند می‌تواند مستقیماً حاشیه سود پالایشگاه‌های ایران را تقویت کند.

پتروشیمی‌ها در ایران با افزایش هزینه خوراک، کمبود نفتا و LPG و محدودیت‌های صادراتی مواجه‌اند. به همین دلیل، ارزیابی شرکت‌ها باید بر اساس تولید، فروش، نوع محصول و صادرات انجام شود.

پالایشگاه‌ها از رشد کرک‌اسپرد و دلار نیما منتفع می‌شوند و به دلیل خرید نفت در داخل و فروش بخش قابل توجهی از محصولات در بازار داخلی، نسبت به برخی ریسک‌های صادراتی پتروشیمی‌ها آسیب‌پذیری کمتری دارند. با این حال، عملکرد شرکت‌های پالایشی یکسان نیست و باید جداگانه بررسی شود.

عبور پایدار برنت از ۱۱۰ دلار به محرک جدید ژئوپلیتیک نیاز دارد. بدون تشدید ریسک‌های سیاسی و امنیتی، رشد پایدار نفت به بالای ۱۲۰ دلار با روندهای متعارف عرضه و تقاضا سازگار نیست.

رشد **کرک‌اسپرد** و محدودیت ظرفیت پالایشگاهی، فرآورده‌ها را در افق سه‌ماهه جذاب‌تر کرده است. برای پالایشگاه‌های ایران نیز تداوم رشد کرک‌اسپرد همراه با افزایش دلار نیما می‌تواند از سودآوری حمایت کند. در مقابل، پتروشیمی‌ها به بهبود تولید و فروش و کاهش محدودیت‌های صادراتی نیاز دارند.

**صنایع فرآورده‌های نفتی** حدود ۱۰ درصد و پتروشیمی و شیمیایی حدود ۳۰ درصد بورس تهران را تشکیل می‌دهند. وزن‌دهی میان این دو صنعت به افق سرمایه‌گذاری و ریسک‌پذیری بستگی دارد.

**در شرایط فعلی، از منظر این تحلیل وزن بیشتر پالایشی‌ها نسبت به پتروشیمی‌ها منطقی‌تر ارزیابی می‌شود.**

بازار نفت در کوتاه‌مدت بیش از عرضه و تقاضای سنتی، به مذاکرات و تحولات امنیتی واکنش نشان می‌دهد. سناریوی پایه، برنت ۹۰ تا ۱۰۵ دلار است، در حالی که تشدید تنش می‌تواند قیمت را به ۱۵۰ تا ۱۶۰ دلار برساند و توافق، آن را به زیر ۸۰ دلار بازگرداند.

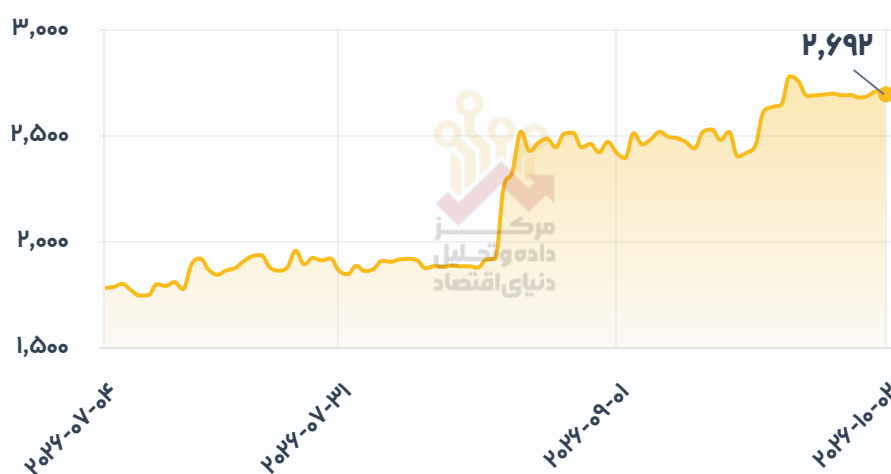
در بازار سرمایه ایران، پالایشی‌ها از کرک‌اسپرد و دلار نیما حمایت می‌گیرند، اما پتروشیمی‌ها برای بهبود عملکرد به رفع گلوگاه‌های تولید، خوراک و صادرات نیاز دارند.

## اقتصاد جهان | رمزارزها

## بیت‌کوین؛ آیا هولدرهای قدیمی سد راه صعود می‌شوند؟

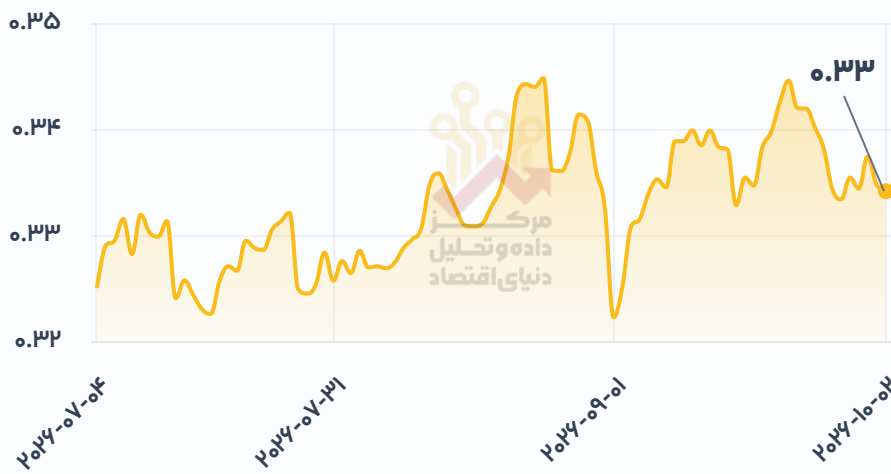
بیت‌کوین

دلار



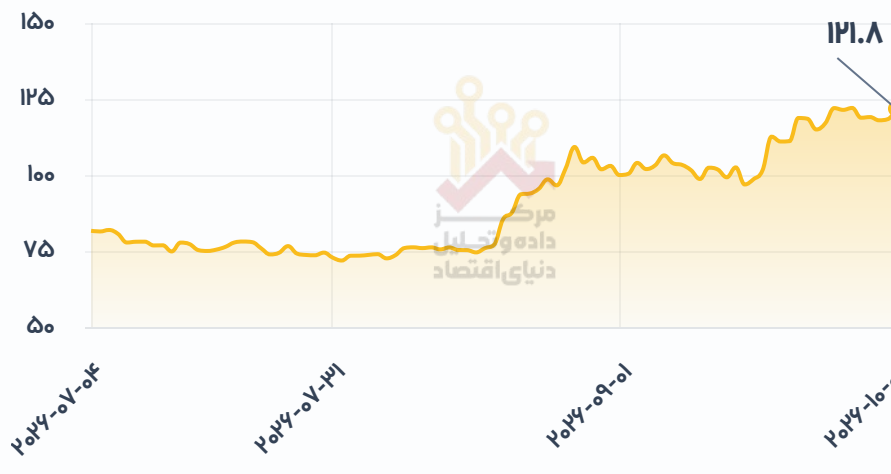
اتریوم

دلار



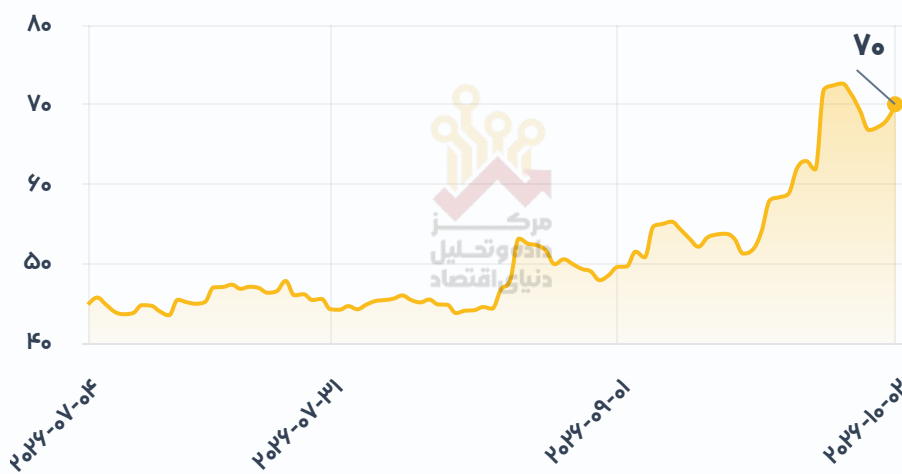
سولانا

دلار



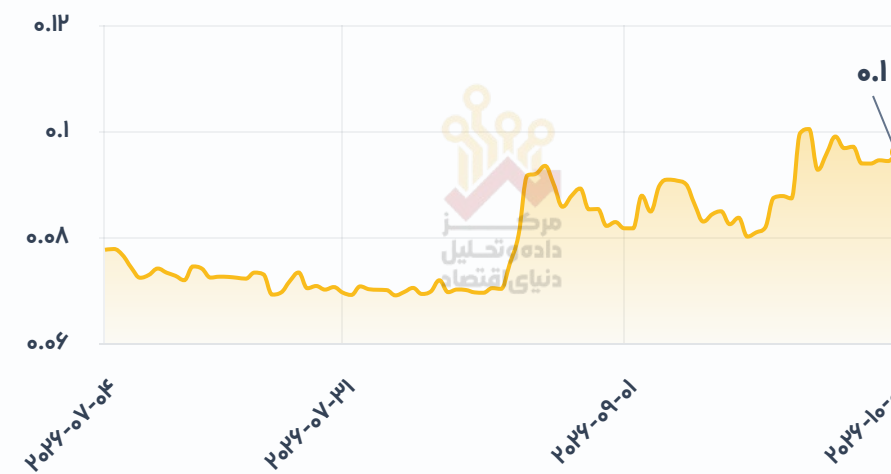
لایت کوین

دلار



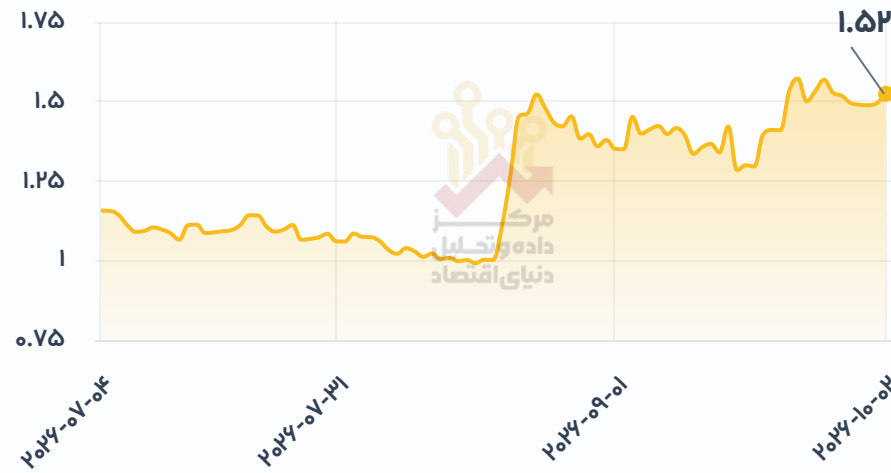
دوج کوین

دلار



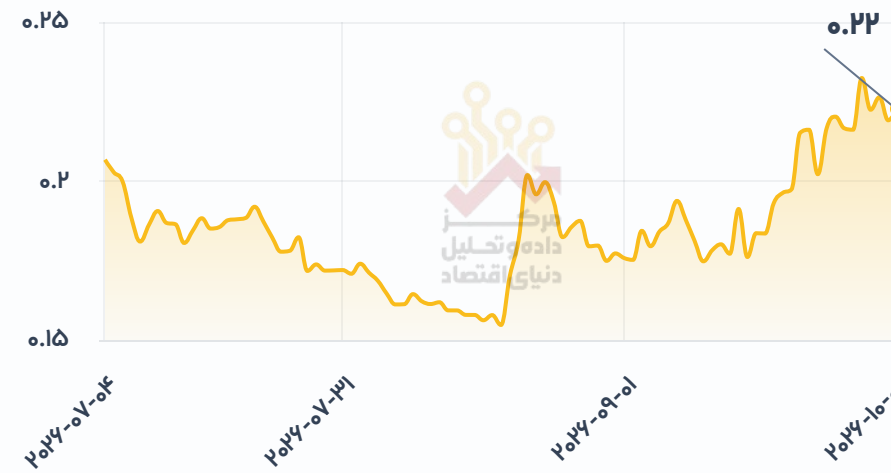
ریپل

دلار



استلار

دلار



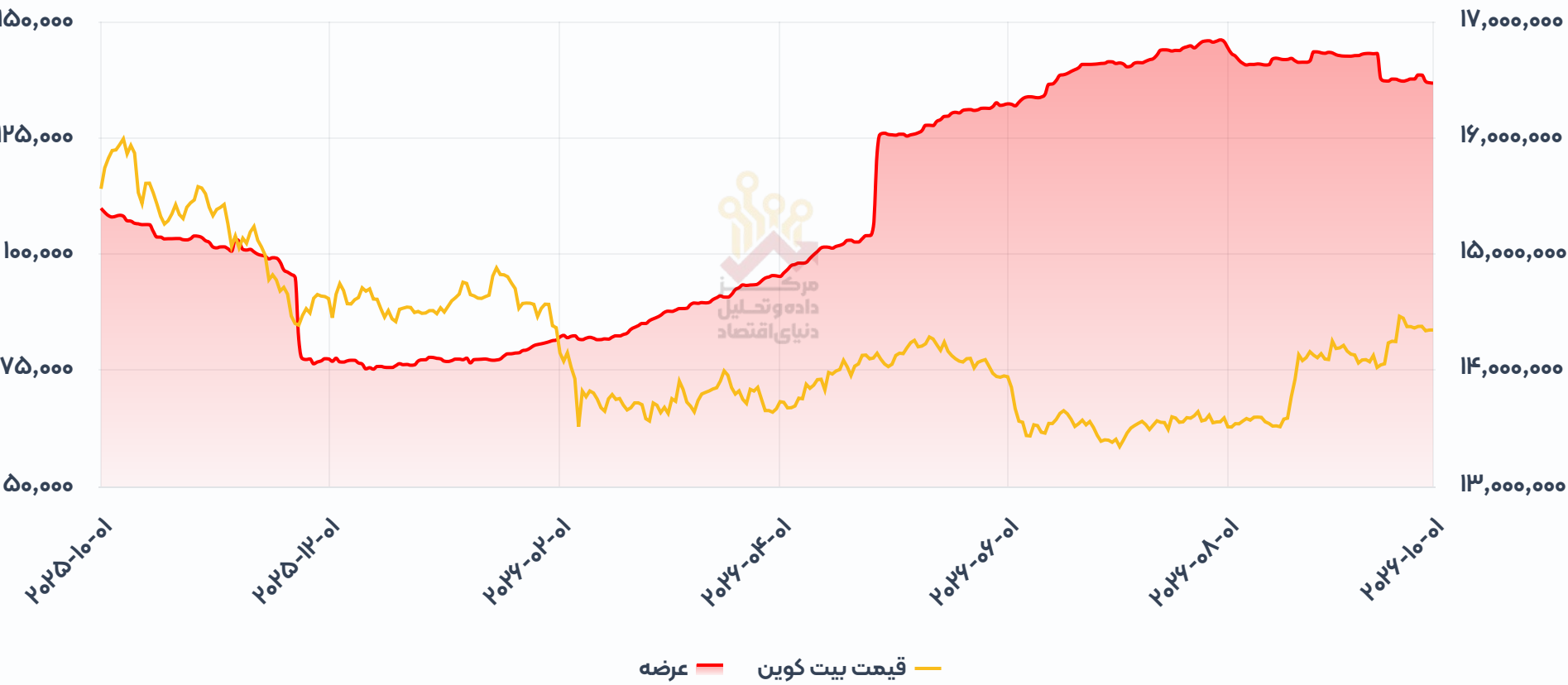
اقتصاد جهان | رمزارزها

در پایان سپتامبر، بیت‌کوین در محدوده ۸۳ تا ۸۴ هزار دلار قرار گرفت و ماه را با حدود ۷ درصد رشد به پایان رساند. با این حال، رفتار هولدرها در هفته پایانی ماه نکته مهم‌تری را نشان می‌دهد: فشار فروش هولدرهای قدیمی همچنان وجود دارد، اما فعلاً نشانه‌ای از تشدید آن دیده نمی‌شود.

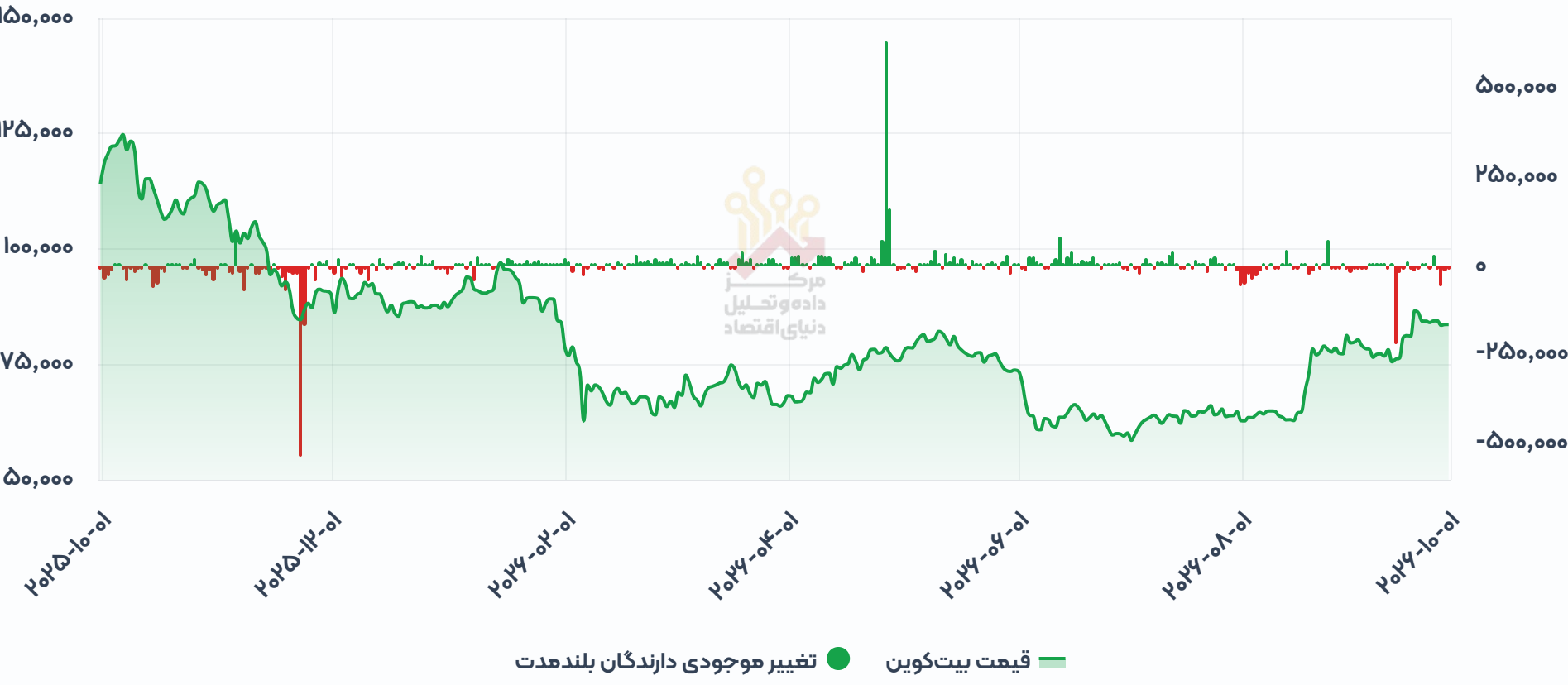
ا سیو سود تدریجی سرمایه‌گذاران بلندمدت

عرضه در اختیار هولدرهای بلندمدت در طول سپتامبر از حدود ۱۶.۷۳ میلیون به ۱۶.۴۷ میلیون بیت‌کوین کاهش یافت؛ یعنی حدود ۲۵۸ هزار بیت‌کوین از این گروه خارج شد. با این حال، بخش مهمی از این کاهش به چند جابه‌جایی بزرگ مربوط بود و در روزهای پایانی ماه، حجم عرضه آزادشده در بیشتر روزها محدودتر بود. بنابراین آنچه اکنون در بازار دیده می‌شود بیشتر برداشت سود تدریجی است تا یک موج گسترده از خروج هولدرهای قدیمی.

عرضه بیت‌کوین در اختیار دارندگان بلندمدت



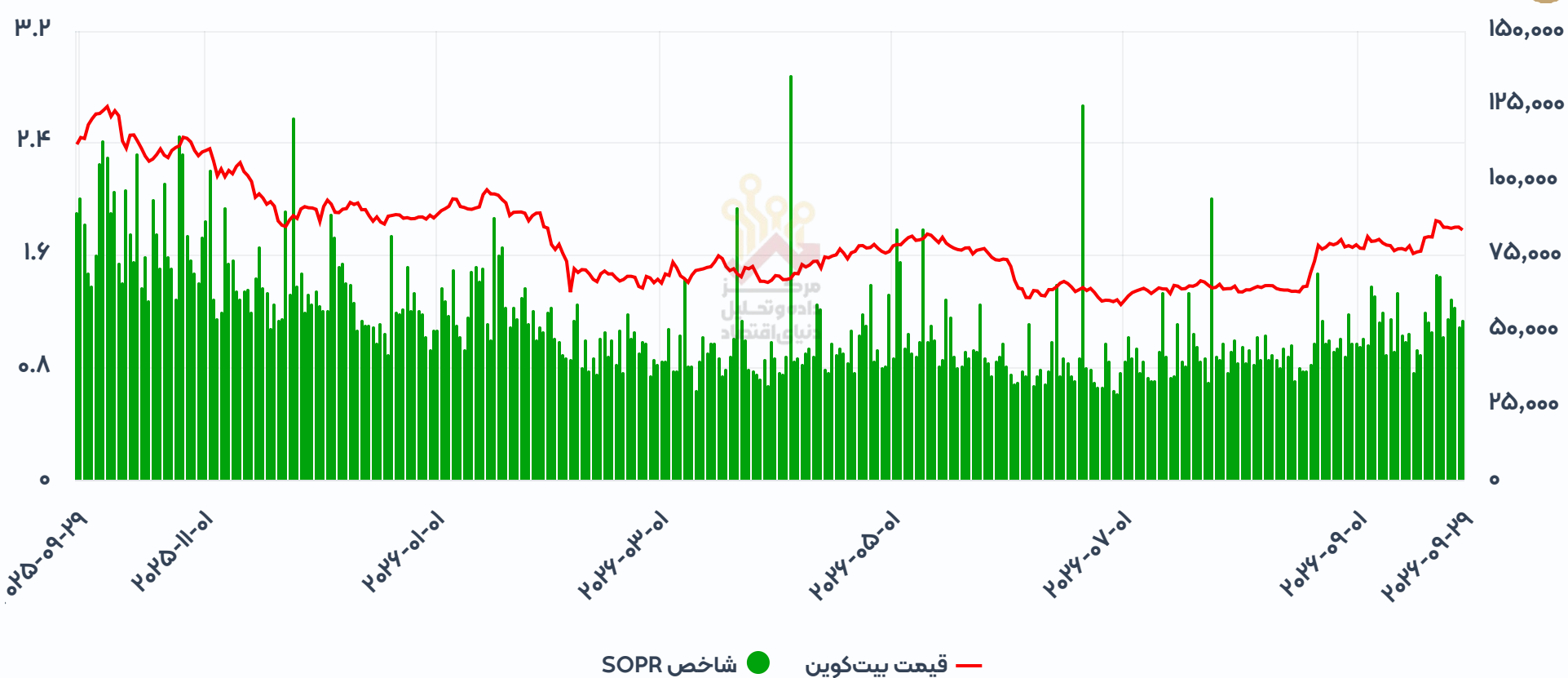
تغییرات موجودی دارندگان بلندمدت بیت‌کوین (LTH)



## ا صبر برای شناسایی سود بیشتر

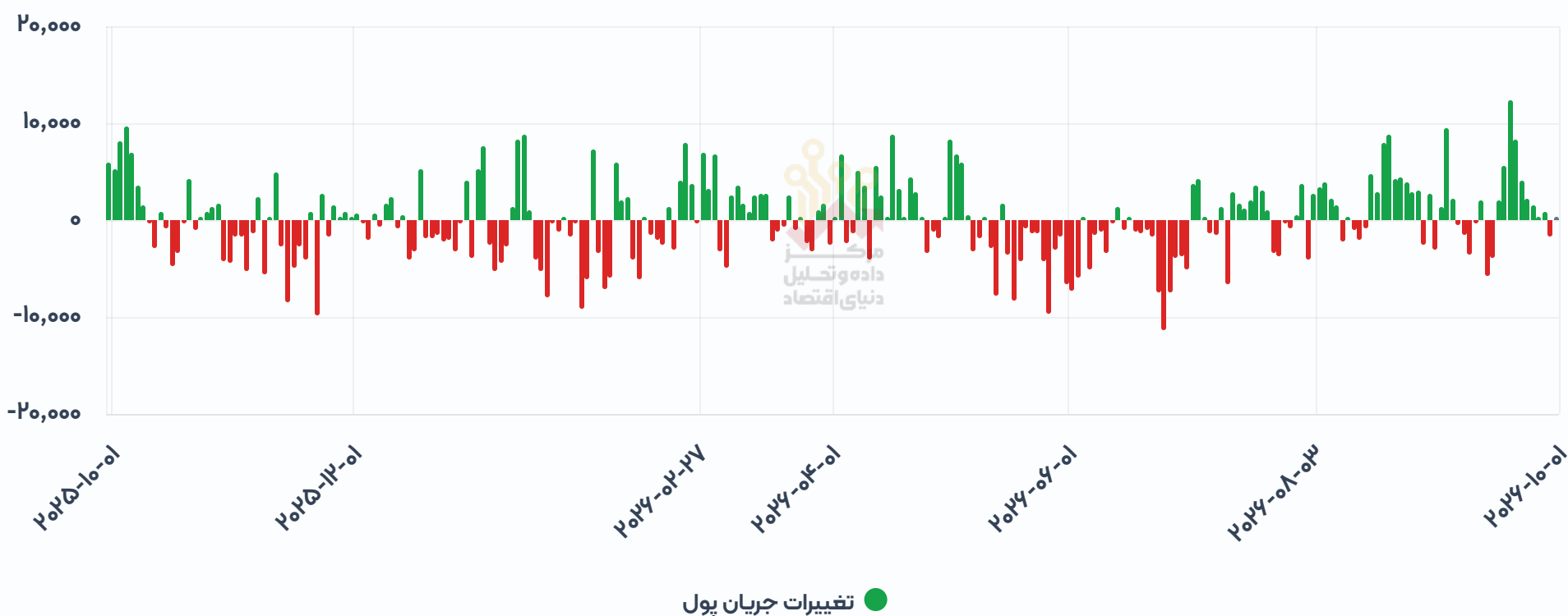
نسبت سود خروجی خرج شده (SOPR) نیز همین تصویر را تأیید می‌کند. این شاخص با مقایسه ارزش بیت‌کوین در زمان خرج شدن با ارزش همان بیت‌کوین در آخرین جابه‌جایی آن محاسبه می‌شود. برای مثال، اگر یک بیت‌کوین زمانی در قیمت ۷۰ هزار دلار خریداری شده و اکنون در قیمت ۸۴ هزار دلار جابه‌جا شود، مقدار این شاخص برابر با ۱.۲ خواهد بود؛ یعنی آن بیت‌کوین با حدود ۲۰ درصد سود جابه‌جا شده است. مقدار بالاتر از یک نشان‌دهنده تحقق سود و مقدار کمتر از یک نشان‌دهنده تحقق زیان است. برای هولدرهای بلندمدت، مقدار این شاخص در پایان سپتامبر حدود ۱.۱ بود؛ یعنی بیت‌کوین‌هایی که توسط این گروه جابه‌جا شده‌اند، به‌طور متوسط با حدود ۱۰ درصد سود نسبت به قیمت آخرین جابه‌جایی خود منتقل شده‌اند. بنابراین هولدرهای قدیمی همچنان در حال شناسایی سود هستند، اما این رقم به‌تنهایی نشانه‌ای از فروش گسترده نیست.

شاخص SOPR دارندگان بلندمدت بیت‌کوین (LTH-SOPR)



در سمت دیگر بازار، تقاضای جدید در هفته پایانی همچنان وجود داشت. صندوق‌های قابل معامله در بورس بیت‌کوین (ETF) در بخش بزرگی از نیمه دوم سپتامبر ورود سرمایه داشتند، هرچند قدرت این جریان در روزهای پایانی کاهش یافت. بنابراین مسئله اصلی دیگر صرفاً وجود خریدار نیست، بلکه توان تقاضای جدید برای جذب عرضه هولدرهای قدیمی است.

خالص ورود و خروج پول به صندوق‌های قابل معامله (ETF) اسپات بیت‌کوین



## اقتصاد جهان | رمزارزها

این موضوع در محدوده قیمتی فعلی اهمیت بیشتری پیدا کرده است. بیت‌کوین در روزهای اخیر دوباره به محدوده ۸۴ تا ۸۵ هزار دلار نزدیک شده؛ محدوده‌ای که طبق داده‌های گلس‌نود، تمرکز قابل‌توجهی از عرضه هولدرهای بلندمدت در آن قرار دارد. در این نقطه، رفتار صاحبان این بیت‌کوین‌ها می‌تواند مسیر عرضه را تغییر دهد؛ اگر آنها همچنان از فروش گسترده خودداری کنند، عرضه قابل‌دسترس بازار محدود می‌ماند و تقاضای جدید با حجم کمتری از فروشندگان مواجه می‌شود. در مقابل، اگر با افزایش قیمت، برداشت سود آنها سرعت بگیرد، حجم بیشتری از بیت‌کوین وارد بازار می‌شود و خریداران باید برای جذب این عرضه سرمایه بیشتری وارد کنند.

داده‌های هولدرهای کوتاه‌مدت نیز نشان می‌دهد این گروه در پایان ماه همچنان در محدوده سود قرار داشته، اما نسبت سود خروجی خرج‌شده هولدرهای کوتاه‌مدت نزدیک به یک بوده است. بنابراین هنوز نشانه‌ای از موج قدرتمند سودگیری در میان خریداران اخیر دیده نمی‌شود. اگر قیمت بالاتر برود و این شاخص به‌طور محسوسی افزایش یابد، می‌تواند به معنای افزایش عرضه از سوی خریداران اخیر باشد؛ اما اگر نزدیک یک باقی بماند، بخش بزرگی از این گروه همچنان بدون سودگیری قابل‌توجه در بازار باقی مانده است.

**در مجموع، تصویر هفته اخیر را می‌توان این‌گونه خلاصه کرد: فروش هولدرهای قدیمی متوقف نشده، اما سرعت آن محدود است؛ در مقابل، تقاضای جدید همچنان وجود دارد، هرچند قدرت آن نسبت به اوج جریان‌های ورودی در میانه ماه کاهش یافته است. بنابراین حرکت بعدی بازار به تعامل این دو نیرو بستگی دارد. اگر هولدرهای بلندمدت فروش خود را محدود نگه دارند و جریان تقاضای جدید تقویت شود، بخش بیشتری از عرضه موجود می‌تواند جذب شود. اگر هم‌زمان با کاهش تقاضا، هولدرهای قدیمی شروع به افزایش فروش کنند، فشار عرضه بیشتر خواهد شد.**

**از این منظر، دو متغیر اهمیت بیشتری پیدا می‌کنند: روند نسبت سود خروجی خرج‌شده هولدرهای بلندمدت و سرعت کاهش عرضه هولدرهای بلندمدت. افزایش هم‌زمان این دو شاخص، به معنای فعال‌تر شدن برداشت سود و ورود عرضه بیشتر به بازار خواهد بود؛ در حالی که ثبات آنها در کنار تداوم ورود تقاضای جدید، نشان می‌دهد عرضه هولدرهای قدیمی هنوز به شکل گسترده وارد بازار نشده است.**



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

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