

# اقتصادسکینج

معاونت مطالعات اقتصادی و آینده‌پژوهی اتاق تهران

## تغییر روند بهار در ماه اول تابستان



# اقتصادسنج

معاونت مطالعات اقتصادی و آینده پژوهی اتاق تهران

شماره شانزدهم

معاونت مطالعات اقتصادی و آینده پژوهی  
اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

تاریخ انتشار: تیر ۱۴۰۴

چاپ: روابط عمومی

سردبیر: دیاکو حسینی

تیم تحقیق و تحریریه: آکادمی سامان

تحریریه: فاطمه اسماعیلی، بهزاد بهمن نژاد، آیسان تنها، عاطفه حسینی،

فاطمه رجبی، شهرام شریف، غزاله طایفه، سعید عباسیان، آرمان علایی

نماینده نظارتی اتاق تهران: عاطفه قاسمیان

ناظران علمی: داود سوری، دیاکو حسینی، علی میرزاخانی

این محتوا به سفارش اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران در آکادمی سامان تهیه شده است



معاونت مطالعات اقتصادی و آینده پژوهی

اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

TEHRAN CHAMBER OF COMMERCE,  
INDUSTRIES, MINES AND AGRICULTURE



آکادمی سامان

Saman Academy

## تغییر روند بهار در ماه اول تابستان

### روندهای مهم اقتصاد کلان ایران

- ۴ ..... خبر خوب از اعتماد مصرف‌کننده
- ۴ ..... تغییر کانال تورم
- ۵ ..... سرکوب ارزی تکرار می‌شود؟
- ۶ ..... آمریکا چگونه ذینفع تحریم شد؟
- ۶ ..... سناریوهای کسری بودجه
- ۷ ..... تغییر سطح جدید رشد یا بازگشت به گذشته؟

### سیگنال‌های جدید از صنعت و تجارت

- ۸ ..... جاماندگی از رقبا در نفوذ صادراتی
- ۸ ..... تنوع شرکای تجاری ایران یک سوم شد
- ۹ ..... فشار کمبود انرژی برای تولید
- ۹ ..... مدیران عامل دنیای جدید در کجا تربیت می‌شوند؟

### آرایش بازارهای داخلی

- ۱۰ ..... انعکاس انتظارات سیاسی در بازارها
- ۱۰ ..... سرنوشت آتش‌بس با رديابی پول صندوق‌ها
- ۱۱ ..... ارزندگی سهام در محدوده سبز
- ۱۱ ..... تصویر زیان ۲۲۰ همتی خودروسازان
- ۱۲ ..... فصل پرتلاطم «دلار آخر سال» در بورس کالا
- ۱۳ ..... سرمای سخت در مسکن پایتخت

### ریسک‌های ژئوپلیتیک و تغییر پارادایم

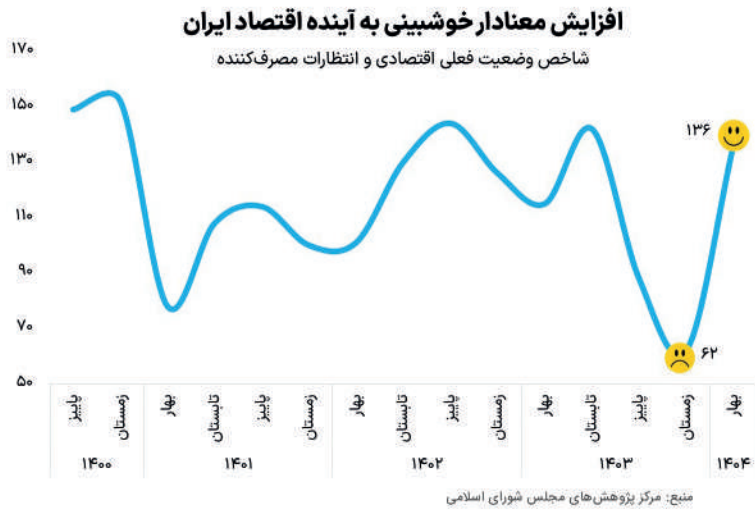
#### اقتصاد جهانی

- ۱۴ ..... کارنامه ۸ بازار در عصر ترامپ ۲
- ۱۴ ..... تعرفه‌های آمریکا در دو قرن
- ۱۵ ..... هراس بازگشت به عصر رکود تورمی
- ۱۶ ..... بحران دوقلوی آمریکا از نگاه ترامپ
- ۱۶ ..... تولد قصه «آمریکا را بفروش»
- ۱۷ ..... داستان طلای جهانی در چهار قله تاریخی
- ۱۸ ..... نقشه ریسک‌های ژئوپلیتیک

#### معرفی کتاب

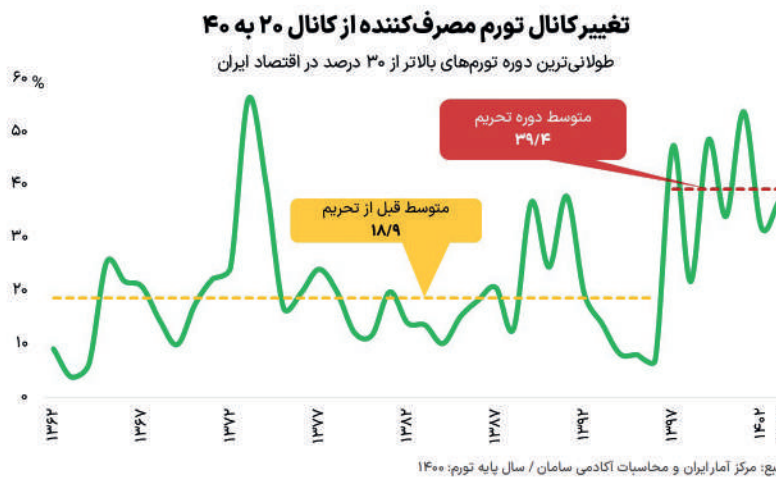
- ۱۹ ..... روایت مسعود
- ۱۹ ..... روایت پرویز

اعتماد مصرف‌کننده یک شاخص اقتصادی است که میزان خوشبینی مصرف‌کنندگان نسبت به وضعیت کلی اقتصاد و وضعیت مالی شخصی آنها را اندازه‌گیری می‌کند. این شاخص در بهار امسال ۱۳۶ واحد محاسبه شده که در مقایسه با زمستان گذشته افزایش قابل توجه یافته است. این موضوع منعکس‌کننده افزایش خوشبینی مصرف‌کنندگان نسبت به شرایط فعلی و آینده اقتصاد کلان و عمدتاً ناشی از تحولات مربوط به سیاست خارجی است. گروه سنی ۶۰-۳۶ ساله، افراد با درآمد متوسط، شاغلان بخش دولتی و عمومی و خانم‌ها بیشترین افزایش خوشبینی را به ترتیب میان گروه‌های سنی، درآمدی، شغلی و جنسیتی داشتند.



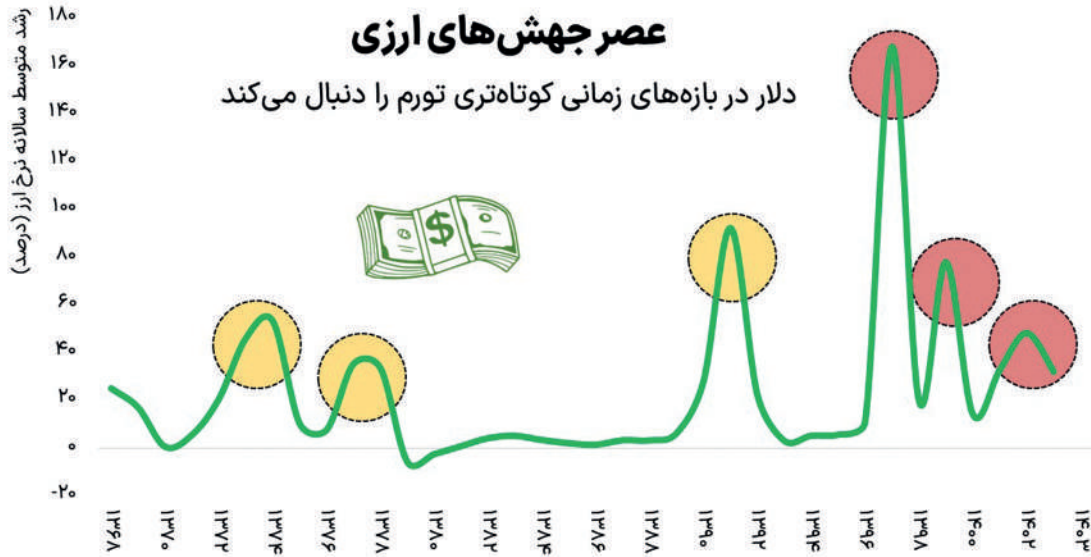
فضای تامین مالی در اقتصاد ایران نه به صورت بازارهای به هم پیوسته بلکه به صورت بخش‌های جدا از هم عمل می‌کند که بخش بانکی تا حد خوبی به صورت دستوری توسط دولت کنترل می‌شود. بنابراین برای درک بهتر محدودیت‌های قیمتی تامین مالی در اقتصاد ایران باید از بخش‌هایی نظیر بازار مبادله اوراق خزانه اسلامی (اخزا) به عنوان یک معیار رسمی و بدون ریسک از تامین مالی در اقتصاد ایران که تا حد خوبی با سازوکارهای بازاری تعیین می‌شود، استفاده کرد. نرخ بهره در این بازار از ابتدای سال ۱۴۰۳ وارد کانال ۳۰ درصدی شده است و متناسب با آن نرخ‌های تامین مالی در بازارهایی نظیر تامین مالی جمع‌سپاری به اعداد بیش از ۴۵ درصد رسیده است.

اقتصاد ایران همواره به عنوان یکی از معدود کشورهای با تورم مزمن دو رقمی شناخته می‌شد. اما در سال‌های بعد از ۱۳۹۷ و شروع دور جدید تحریم‌ها اقتصاد ایران وارد یک فاز جدید تورمی شده و به جز سال ۱۳۹۸ در همه سال‌ها تورم بالای ۳۰ درصد را تجربه کرده و متوسط تورم این دوره برابر ۳۹ درصد بوده است. این در شرایطی است که تا پیش از این میانگین بلندمدت تورم اقتصاد ایران برابر ۱۹ درصد بود. هر چند وقوع تورم‌های بالای ۳۰ و حتی ۴۰ درصد در گذشته نیز سابقه داشته، اما آنچه که دوره اخیر را متمایز می‌کند، ماندگاری این تورم‌های بالا برای چند سال متوالی است.



## عصر جهش‌های ارزی

دلار در بازه‌های زمانی کوتاه‌تری تورم را دنبال می‌کند

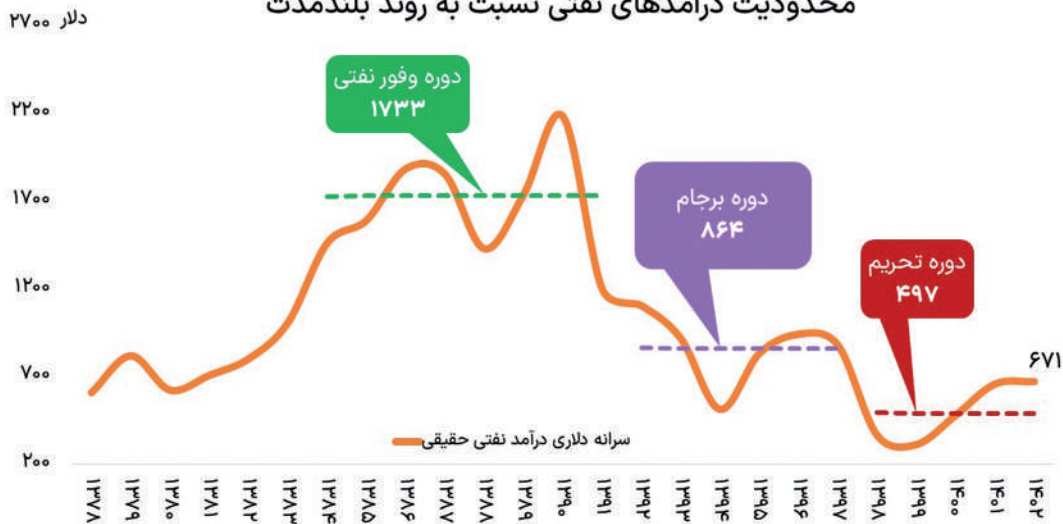


وارداتی) است که به معنای آن است که دوران تثبیت ارزی در اقتصاد ایران به سر آمده است. در چنین شرایطی متوسط نرخ ارز هر سال به اندازه تورم تعدیل شده و در صورت تداوم شرایط موجود باید منتظر افزایش مستمر نرخ ارز در سال‌های آتی باشیم.

در شرایطی که در ۳۰ سال پس از جنگ تا سال ۱۳۹۷ اقتصاد ایران سه جهش ارزی داشت، در بازه زمانی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ نیز سه جهش ارزی دیگر رخ داده است. چنین وضعیتی ناشی از محدودیت سمت عرضه درآمدهای ارزی و جهش تورمی در سمت تقاضا و کاهش مستمر رابطه مبادله اقتصاد ایران (نسبت ارزش کالاهای صادراتی به

## در صورت توافق پارادایم سرکوب ارزی برمی‌گردد؟

محدودیت درآمدهای نفتی نسبت به روند بلندمدت



منبع: بانک مرکزی / سال پایه: ۱۴۰۲

با در نظر گرفتن متوسط صادرات روزانه بیش از ۱/۵ میلیون بشکه در ماه‌های اخیر، حتی در صورت افزایش میزان صادرات نفت به بیش از ۲ میلیون بشکه در روز، با توجه به حجم گسترده ناترازی‌های اقتصاد ایران و تورم بالای ۳۰ درصد، سیاستگذار شرایط دشوارتری برای سرکوب ارز خواهد داشت.

سیاستگذار ارزی در دهه‌های اخیر به واسطه دسترسی به درآمدهای ارزی نفتی، تمایل به تثبیت قیمت دلار داشته که باعث فشرده‌شدن فنر ارزی و وقوع جهش در بازه‌های زمانی چندساله شده است. اما همانطور که در نمودار دیده می‌شود درآمد نفتی سرانه دوره تحریم ۳۰ درصد نیمه دوم دهه ۸۰ و ۶۰ درصد دوره برجام است.



### سقف کسری بودجه سال ۱۴۰۴ چقدر است؟

کسری بودجه بیش از ۱۳۰۰ همت در سناریوی فشار حداکثری

شرح	قانون ۱۴۰۳	پیش‌بینی * عملکرد ۱۴۰۳	لایحه ۱۴۰۴	قانون ۱۴۰۴	پیش‌بینی * تحقق ۱۴۰۴	پیش‌بینی * کسری ۱۴۰۴
<b>درآمدها</b>	۱۳۶۴	۱۳۲۹	۲۲۷۵	۲۴۴۴	۲۳۳۸	۱۰۸
<b>مجموع سهم دولت از نفت و گاز</b>	۵۸۲	۷۴۲	۱۰۵۰	۱۰۷۱	۳۰۴	۷۶۷
<b>نفت، میعانات و خالص صادرات گاز</b>	۵۸۲	۳۷۸	۵۰۹	۵۳۰		
<b>استقراض از صندوق توسعه ملی</b>	-	۳۶۴	۵۴۱	۵۴۱		
<b>واگذاری شرکت‌های دولتی</b>	۱۲۲	۳۶	۱۳۵	۱۳۵+۸۰	۳۵+۸۰	۱۰۰
<b>انتشار اوراق مالی اسلامی</b>	۲۵۵	۲۵۵	۵۰۰	۵۰۰	۵۰۰	-
<b>هدفمندی یارانه‌ها</b>	۷۵۹	۶۶۵	۹۲۳	۱۰۴۴	۸۳۶	۳۰۰
<b>خرید ارز ترجیحی</b>						
<b>کسری بودجه از سمت منابع</b>						<b>۱۳۳۰ (بیش از یک چهارم بودجه)</b>

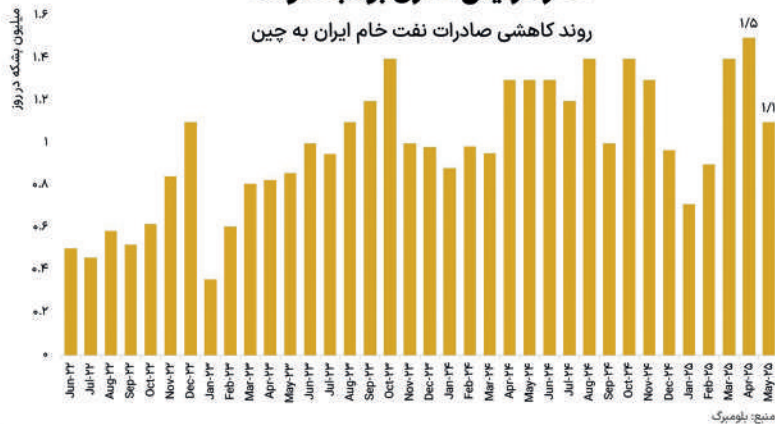
\* محاسبات آکادمی سامان

بودجه ۱۴۰۴ با فرض تداوم صادرات نفت و بدون اثرگذاری تحریم‌های دولت ترامپ طراحی و تصویب شده است. همچنین استقراض از صندوق توسعه ملی برخلاف سال‌های قبل که در میانه سال اتفاق می‌افتاد، در بودجه سال جاری از ابتدا در منابع لحاظ شده است. بنابراین، در شرایط عدم توفیق مذاکرات و افزایش فشار بر فروش نفت ایران و اثرگذاری آن، بیش از یک چهارم بودجه دولت با کسری مواجه می‌شود. در صورت توافق و حفظ صادرات نفت در اعداد بالای ۱/۵ میلیون بشکه کسری بودجه قابل توجه نخواهد بود و حداکثر ۱۰ درصد بودجه محقق نخواهد شد.

ایران در ماه مه نفت کمتری به چین صادر کرده است؛ زیرا تشدید تحریم‌ها، صادرات را مختل کرده و تقاضای پالایشگاهی در بزرگترین واردکننده سوخت فسیلی جهان کاهش یافته است. طبق تخمین‌های شرکت ورتکسا لیمیتد بر اساس داده‌های ردیابی کشتی‌ها، جریان نفت خام و میعانات گازی از ایران به چین در ماه مه کمی بیش از ۱/۱ میلیون بشکه در روز بوده است که حدود ۲۰ درصد کمتر از یک سال قبل است. این کاهش نگرانی‌ها در رابطه با بروز کسری بودجه بالا در سال جاری در صورت عدم توفیق مذاکرات هسته‌ای را افزایش می‌دهد.

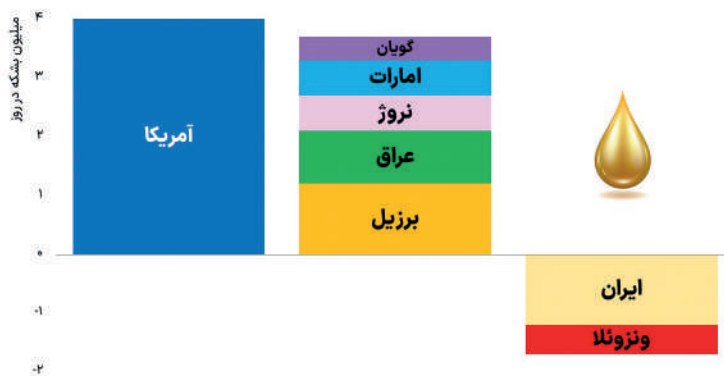
### خطر افزایش کسری بودجه دولت

روند کاهشی صادرات نفت خام ایران به چین



### آمریکا چگونه ذی نفع تحریم نفت شد؟

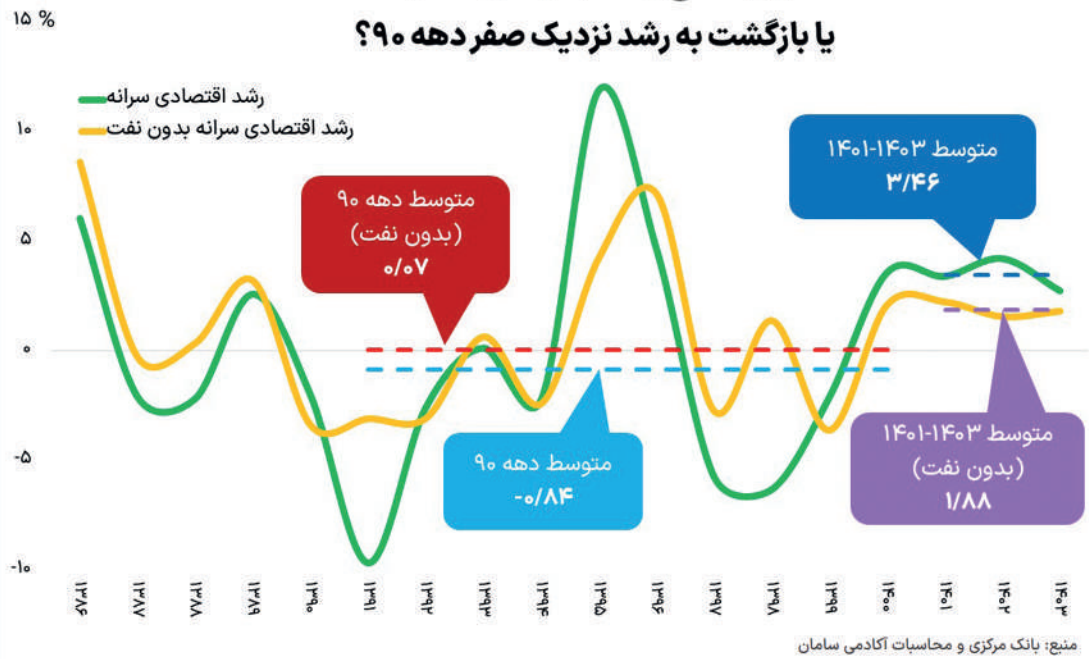
تغییرات عرضه جهانی نفت از سال ۲۰۱۸ تا ۲۰۲۴



شکل فوق نشان‌دهنده تغییرات عرضه جهانی نفت توسط برخی کشورها طی سال‌های ۲۰۱۸ تا ۲۰۲۴ است. در بازه زمانی مذکور آمریکا ۴ میلیون بشکه در روز به عرضه جهانی نفت افزوده و در مقابل عرضه نفت کشورهای تحریم‌شده ایران و ونزوئلا مجموعاً حدود ۲ میلیون بشکه در روز کاهش یافته است. موضوعی که نشان می‌دهد آمریکا چگونه به ذی‌نفع تحریم‌های نفتی تبدیل شده است. برای قیاس بهتر با حجم افزایش عرضه آمریکا باید توجه کرد که این حجم معادل مجموع افزایش تولید پنج کشور گویان، امارات متحده عربی، نروژ، عراق و برزیل در همین مدت بوده است.

## تغییر سطح رشد به بالای ۳ درصد

### یا بازگشت به رشد نزدیک صفر دهه ۹۰؟

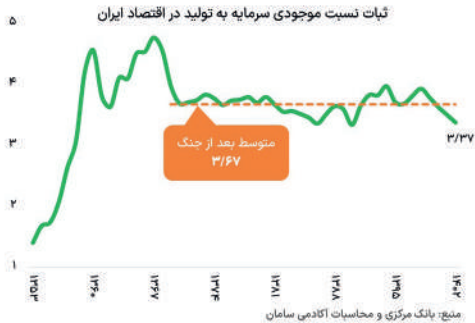


درآمدهای نفتی وجود ندارد و از سوی دیگر محدودیت‌هایی نظیر تامین انرژی، دسترسی به منابع مالی و ... مانع استفاده کامل از ظرفیت‌های بنگاه‌ها می‌شود. ارتقاء رشد اقتصادی نیازمند اصلاحات اساسی است. صندوق بین‌المللی پول (IMF) نیز رشد اقتصادی ایران برای سال‌های ۲۰۲۵ و ۲۰۲۶ را فقط ۰/۳ و ۱/۱ درصد پیش‌بینی کرده است.

میانگین رشد اقتصادی سرانه در دهه ۹۰ کمتر از صفر و در ۳ سال ابتدایی دهه جدید نیز به رغم بهبود، برابر ۳/۵ درصد بوده است. رشدهای ۳ سال اخیر نیز پایدار به نظر نمی‌رسد، چرا که عمدتاً ناشی از رشد درآمدهای نفتی بوده و متوسط رشد اقتصادی غیرنفتی سرانه برابر ۱/۹ درصد بوده است. با توجه به اینکه امکان تداوم رشدهای مبتنی بر افزایش

### سرمایه‌بری شدید رشد اقتصادی در نبود بهره‌وری

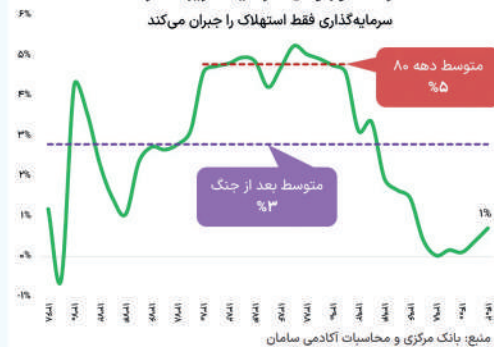
ثبات نسبت موجودی سرمایه به تولید در اقتصاد ایران



بررسی نسبت سرمایه به تولید در اقتصاد ایران حاکی از زیاد بودن آن و در نتیجه سرمایه‌بری شدید تولید در اقتصاد ایران است. بررسی روند بلندمدت اقتصاد ایران نشانگر ثبات نسبی نسبت سرمایه به تولید در محدوده ۳/۷ است؛ به این معنا که به ازای هر یک واحد تولید نیاز است ۳/۷ واحد موجودی سرمایه در اقتصاد ایران افزایش یابد. چنین وضعیتی حاکی از آن است که افزایش رشد اقتصادی مستلزم آزمون راه‌های جایگزین نظیر افزایش بهره‌وری است؛ چرا که رشد موجودی سرمایه با توجه به ظرفیت‌های سیاستگذاری کنونی اقتصاد ایران بسیار دشوار به نظر می‌رسد.

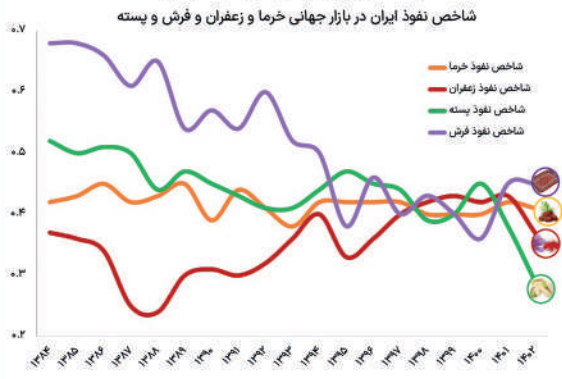
### رشد موجودی سرمایه تقریباً صفر

سرمایه‌گذاری فقط استهلاک را جبران می‌کند



مطالعه حساب‌های ملی حاکی از ثبات نسبت موجودی سرمایه به تولید ناخالص داخلی در اقتصاد ایران است. متوسط بلندمدت رشد موجودی سرمایه در سال‌های پس از جنگ تا ۱۴۰۲ برابر ۲/۸ درصد و در بازه زمانی ۹۱ - ۱۳۸۰ برابر ۴/۸ درصد بوده است که شاهد رشد اقتصادی متناسب بوده‌ایم. این متغیر از ۱۳۹۴ به بعد کمتر از متوسط بلندمدت بوده و هرچند پس از رسیدن به صفر در سال ۱۳۹۸، در سال‌های اخیر رشد اندکی داشته، اما همچنان کمتر از یک درصد است که به این معنی است که سرمایه‌گذاری‌های جدید تقریباً معادل استهلاک موجودی سرمایه است.

### جاماندگی از رقبا در نفوذ صادراتی



«شاخص نفوذ بازار» نشان می‌دهد که نفوذ ایران در صادرات سه محصول خرما، فرش و پسته از ۱۳۸۴ تا ۱۴۰۲ رو به کاهش بوده است. ایران در زمینه تولید خرما، فرش و پسته نیز دارای مزیت نسبی است. بنابراین انتظار این بود که مقدار عددی این شاخص برای ایران در سه محصول فوق نزدیک به یک باشد که در واقع نشان از حضور ایران در بیشتر بازارهای متقاضی این محصولات داشت، اما حداقل و حداکثر مقادیر عددی شاخص که بین ۰/۲۴ تا ۰/۶۸ است، بیانگر وجود برخی موانع برای صادرات این محصولات است. تنها در خصوص زعفران روند افزایشی مشاهده می‌شود که آن هم هیچ تناسبی با سهم ایران از بازار جهانی صادرات زعفران ندارد.

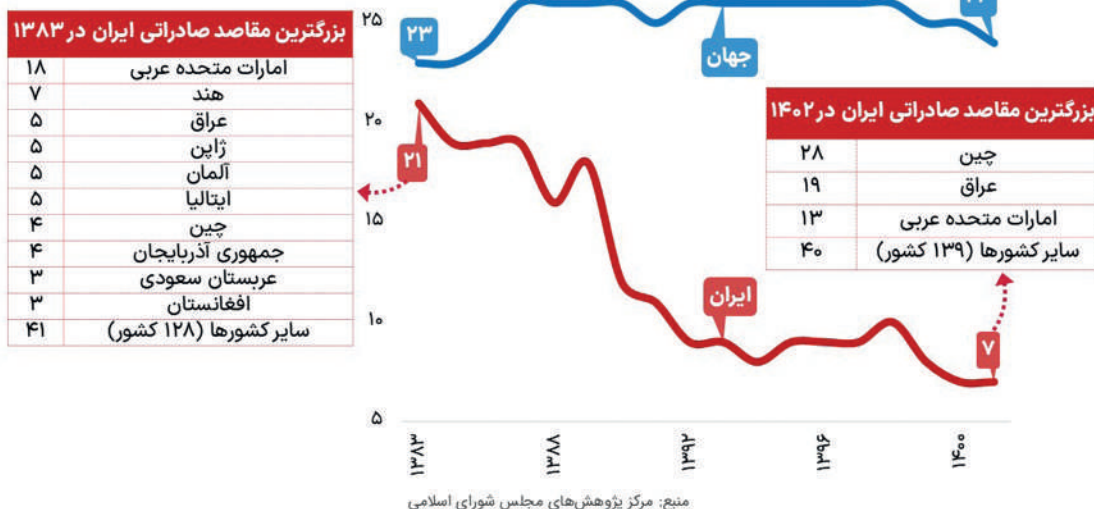
### دشوار شدن تامین نیازهای وارداتی



ارزش کالاهای صادراتی ایران در مقایسه با کالاهای وارداتی در دو دهه اخیر مستمراً کاهشی بوده و این روند کاهشی از سال ۱۴۰۰ شدت بیشتری گرفته است. در شرایطی که در سال‌های میانی دهه ۸۰ برای واردات هر تن کالا نیازمند صادرات حدود ۲/۵ تن کالا بودیم، این عدد در سال ۱۴۰۲ به حدود ۵ تن رسیده است. چنین وضعیتی نشانگر دور شدن مستمر ایران از روندهای رشد نوآوری و فناوری در اقتصاد بین‌المللی است و در شرایطی که نیازهای وارداتی کشور افزایش پیدا می‌کند، کاهش ارزش کالاهای صادراتی باعث ایجاد مشکل در تامین ارز مورد نیاز برای واردات می‌شود.

## تنوع شرکای تجاری ایران یک سوم شد

روند تعداد شرکای هدف با سهم ۸۰ درصد صادرات ایران



اما در طول زمان این تعداد در جهان به ۲۶ کشور هم در بیشترین حالت رسیده، در حالی که برای ایران روند نزولی را طی کرده است. در سال ۱۴۰۲ فقط ۷ کشور مقصد صادرات ۸۰ درصد محصولات ایران بوده که این تعداد برای متوسط دنیا ۲۴ کشور است.

تنوع شرکای تجاری ایران در دو دهه اخیر به شدت کاهش یافته است. در سال ۱۳۸۳ ایران الگویی تقریباً مشابه جهان داشته، در حالی که در این سال ۸۰ درصد از صادرات ایران به ۲۱ کشور صادر شده است، در جهان نیز ۲۳ کشور، ۸۰ درصد از واردات کل دنیا را به خود اختصاص دادند.

## فشار کمبود انرژی بر تولید

فقط ۴ صنعت با رشد مثبت تولید در بازه یکساله

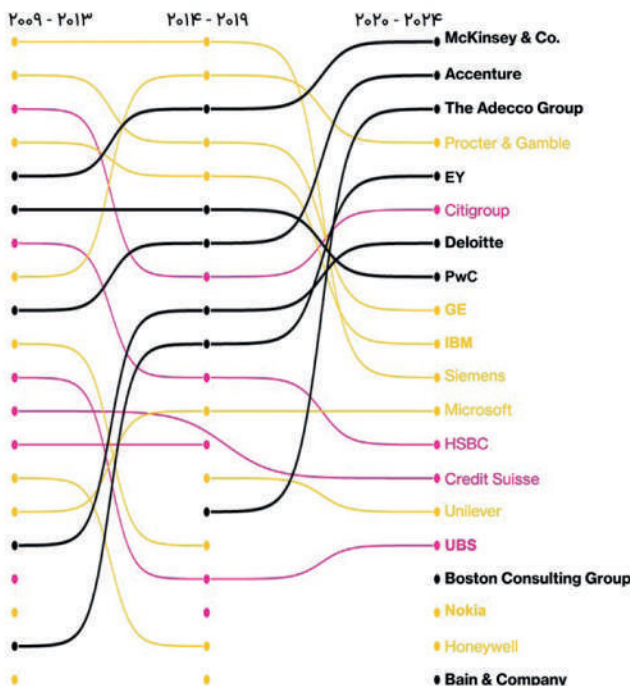
صنعت	ضریب اهمیت	نرخ رشد تولید (درصد)		
		۱۴۰۳	۱۲ ماهه منتهی به فروردین ۱۴۰۴	۳ ماهه منتهی به فروردین ۱۴۰۴
فلزات اساسی	۳۷/۴	-۱/۴	-۱/۸	-۱/۵
صنایع شیمیایی	۲۸/۵	۱/۸	۱/۹	۵/۸
صنایع غذایی	۷/۷	۲/۶	۳/۷	۶/۴
کانی‌های غیرفلزی	۵/۳	-۴/۵	-۴/۱	-۴/۹
خودرو و قطعات	۴/۷	-۸/۱	-۶/۵	۵/۲
محصولات دارویی	۳/۳	-۱۲/۹	-۱۲/۶	-۱۵/۷
دستگاه‌های برقی	۲/۸	-۱۱/۹	-۱۲/۸	-۱۶/۱
ماشین‌آلات و تجهیزات	۲/۵	۱/۵	-۵/۱	-۱۵/۶
لاستیک و پلاستیک	۲/۲	۶/۸	۵/۵	۱/۹
فراورده‌های نفتی	۱/۸	۳/۸	۲/۲	۵/۴
محصولات کاغذی	۱/۵	-۱۲/۳	-۱۱/۳	۲/۹
منسوجات	۱/۵	-۳/۸	-۴/۵	-۲/۴
محصولات فلزی	۱/۳	-۷/۹	-۷/۷	-۳/۱
شاخص کل شرکت‌ها	۱۰۰	-۱/۱	-۱/۳	-۵/۹

منبع: پژوهشکده پولی و بانکی

شرکت‌های صنعتی ثبت شده در بورس و فرابورس حدود ۴۲ درصد ارزش کارگاه‌های بزرگ صنعتی را در اختیار دارند که با توجه به انتشار منظم ماهانه تولید و فروش این شرکت‌ها و تواتر فصلی و انتشار با تاخیر داده‌های رسمی، برآورد قابل قبولی از رشد صنعت ارائه می‌دهد. در یکساله منتهی به فروردین ۱۴۰۴ صنایع شیمیایی، غذایی، لاستیک و پلاستیک و فراورده‌های نفتی تنها صنایع با رشد مثبت بودند و دستگاه‌های برقی، محصولات دارویی، محصولات کاغذی رشد‌های منفی دو رقمی ثبت کردند. شاخص کل این شرکت‌ها هم در یک سال اخیر کاهش ۱/۳ درصدی را به ثبت رساند. نکته قابل توجه در آمار پاییز و زمستان ۱۴۰۳ این است که در این دوره‌ها هم رشد تولید منفی شده و هم موجودی انبار کاهش داشته و تغییرات آنها در یک جهت بوده است که به معنی اثرگذاری محدودیت‌های سمت عرضه (برق و گاز) است.

## مدیران عامل دنیای جدید در کجا تربیت می‌شوند؟

صنعتی و فناوری • بانک‌ها • مشاوره

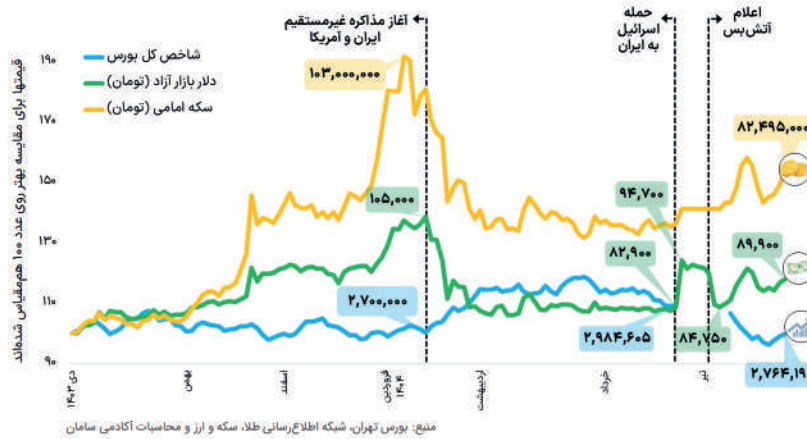


منبع: بلومبرگ

ژنرال الکتریک، آی‌بی‌ام و پی‌اند‌جی برای سال‌ها به عنوان «کارخانه‌های تولید مدیر عامل» در جهان شناخته می‌شدند؛ زیرا می‌توانستند بهترین‌ها را استخدام کنند و مهارت‌های یک مدیر باکیفیت را در مسیر کاری و دوره‌های اختصاصی تکمیل کنند. اما در یک بازه ۱۵ ساله این فضا به نفع شرکت‌های خدمات مشاوره‌ای تغییر کرده است. بررسی ۴۲۰۰ شرکت عمومی در جهان نشان می‌دهد گروه‌های مشاوره‌ای مانند مک‌کینزی، اکسنچر، دیلویت، پی‌دبلیوسی و ای‌وی اکنون بیشترین سهم را در «صدور مدیر عامل» داشته‌اند. نمودار روبه‌رو نشان می‌دهد مدیران عامل این ۴۲۰۰ بنگاه بین‌المللی پیش از ارتقا به این سمت در چه شرکتی کار می‌کردند. این شیفت از شرکت‌های تولیدی به گروه‌های مشاوره‌ای نشان‌دهنده تغییر جنس انتظارات از مدیران عامل جهان امروز است. کسب‌وکارهای امروزی خدمات و «راه‌حل‌ها» را می‌فروشند و به همین دلیل نیاز به افرادی دارند که بر ارقام و داده‌ها مسلط باشند. جهانی شدن زنجیره تامین و بازارها مباحث ژئوپلیتیک را مهم‌تر کرده است. فرهنگ سازمانی نیازمند مشارکت‌های همدلانه و معطوف به هدف کارکنان است که مدیرانی می‌خواهد با مهارت‌های اجتماعی بالا مانند همدلی موثر و دادن بینش به کارکنان. همچنین، پیشرفت‌های اخیر هوش مصنوعی، نیاز به مدیرانی را که صرفاً اختلال‌ها را پیش‌بینی می‌کردند کاهش داده است. به زودی استخدام مدیری که به AI مسلط نیست به خطرناکی مدیری است که در سال ۲۰۰۰ کار کردن با اینترنت را بلد نبود. بنابراین، بهترین گزینه‌هایی که به این مهارت‌ها مجهز هستند در شرکت‌های مشاوره‌ای پیدا می‌شوند.

### انعکاس انتظارات سیاسی در چرخش جریان سرمایه

روند دلار، سکه و بورس در ۶ ماه اخیر



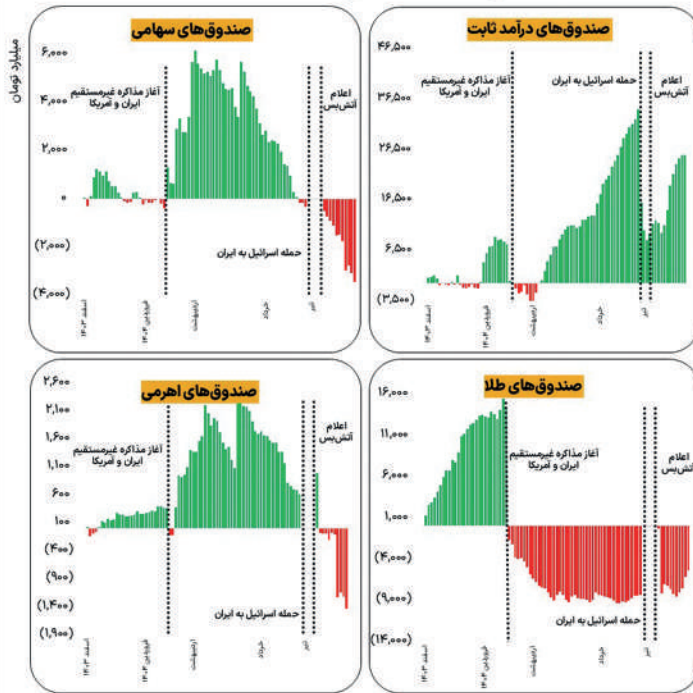
منبع: بورس تهران، شبکه اطلاع‌رسانی طلا، سکه و ارز و محاسبات آکادمی سامان

روزنه‌ای از تعامل، تغییر جهت دادند. این روند اما پس از حمله اسرائیل به ایران مجدد تغییر کرد و بار دیگر شاهد رشد پناهگاه‌ها در توقف معاملات بورس بودیم. هر چند با اعلام آتش‌بس مجدداً قیمت‌ها در بازار ارز و سکه کاهش شد، شاخص کل بورس تهران به واسطه تخلیه نشدن فشار فروش ناشی از جنگ و البته بالا ماندن ریسک‌های غیراقتصادی، روندی کاهشی در پیش گرفت و شاهد خروج سنگین سرمایه از سهام بودیم. به نظر بازارهای داخلی آتش‌بس را در کوتاه‌مدت تا حدی پایدار می‌بینند، هرچند ادامه تنش‌های نظامی محدود و کنترل‌شده را همچنان متحمل می‌دانند.

بازارهای دارایی بار دیگر انتظارات سیاسی صاحبان سرمایه را به تصویر کشیدند. بررسی روند سه بازار ارز، سکه و سهام در ماه‌های اخیر تصویری روشن از ذهنیت و انتظارات سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند. پیش از آغاز مذاکرات ایران و آمریکا، فضای عمومی بازارها آکنده از ابهام و بی‌اعتمادی بود. جایی که بازارهای سفته‌بازی به پناهگاه اصلی سرمایه تبدیل شده بود. دلار از مرز ۱۰۰ هزار تومان عبور کرد و سکه رکورد تاریخی ۱۰۰ میلیون تومان را شکست. با شروع رسمی مذاکرات در میانه فروردین اما ورق برگشت. بازارهایی که با نگرانی نسبت به آینده، داغ شده بودند، با احتمال باز شدن

### پیش‌بینی آینده آتش‌بس با ردیابی پول صندوق‌های سرمایه‌گذاری

ورود و خروج سرمایه خرد به انواع صندوق‌ها چه پیامی دارد؟

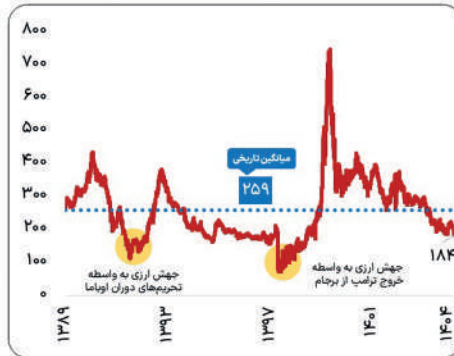


منبع: بورس تهران و محاسبات آکادمی سامان

نمودار حاضر جریان ورود و خروج سرمایه حقیقی (سرمایه‌گذار خرد) به چهار صندوق سرمایه‌گذاری را در پنج ماه اخیر نشان می‌دهد. در هفته‌های طلا تبدیل به پناهگاه اول سرمایه‌گذاران شده بودند؛ اما با آغاز مذاکرات، چرخش قابل توجهی رخ داد. سرمایه‌های خرد یکی یکی از صندوق‌های طلا خارج شدند و راهی گزینه‌های صندوق‌های سهامی، درآمد ثابت و اهرمی به عنوان گزینه‌های برنده در زمان ثابت سیاسی شدند. پس از حمله اسرائیل به ایران اما صندوق‌های سهامی و اهرمی به عنوان دارایی‌های پرریسک جذابیت خود را برای سرمایه‌گذاری از دست دادند. حالا تنها صندوق‌های درآمد ثابت بالاترین نقدشوندگی که حتی در دوران جنگ نیز متوقف نشدند به عنوان استراحتگاه سرمایه‌های خرد پذیرفته شدند. این جابه‌جایی، تنها یک رفتار مالی ساده نیست؛ بلکه بازتابی از تغییر انتظارات سیاسی بازارها است. تا دو ماه پیش بازار سهام در فضای بدبینی و تردید قرار داشت، با آغاز مذاکرات نشانه‌های خوش‌بینی جای آن را گرفت و حالا با وجود آنکه سرمایه‌گذاران در کوتاه‌مدت آتش‌بس را پایدار می‌بینند اما با درک بالا بودن احتمال تنش‌های مقطعی، نیم‌نگاهی نیز به ریسک‌های موجود دارند. آنچه به طور قطع می‌توان از بازارها برداشت کرد فضای تردید و ابهام است. مشابه عمده کسب‌وکارها، سرمایه‌گذاران نیز اکنون در فضای به شدت مبهمی به سر می‌برند که امکان تصمیم‌گیری را از آنها می‌گیرد و در نتیجه نقدشوندگی مهمترین معیار آنها برای دارایی‌ها شده تا به محض کاهش ابهامات بتوانند در جای درست قرار گیرند.

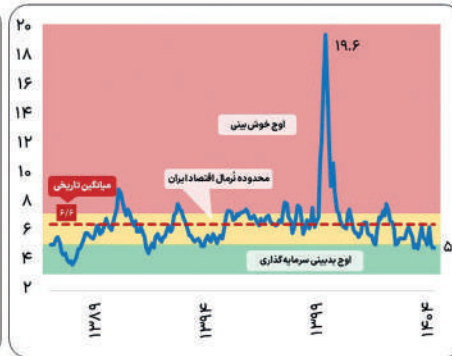
### ارزش دلاری سهام پایین تر از میانگین تاریخی

شاخص بورس بر حسب دلار نیمایی



### ارزندگی سهام در محدوده سبز

نسبت قیمت به درآمد آینده‌نگر



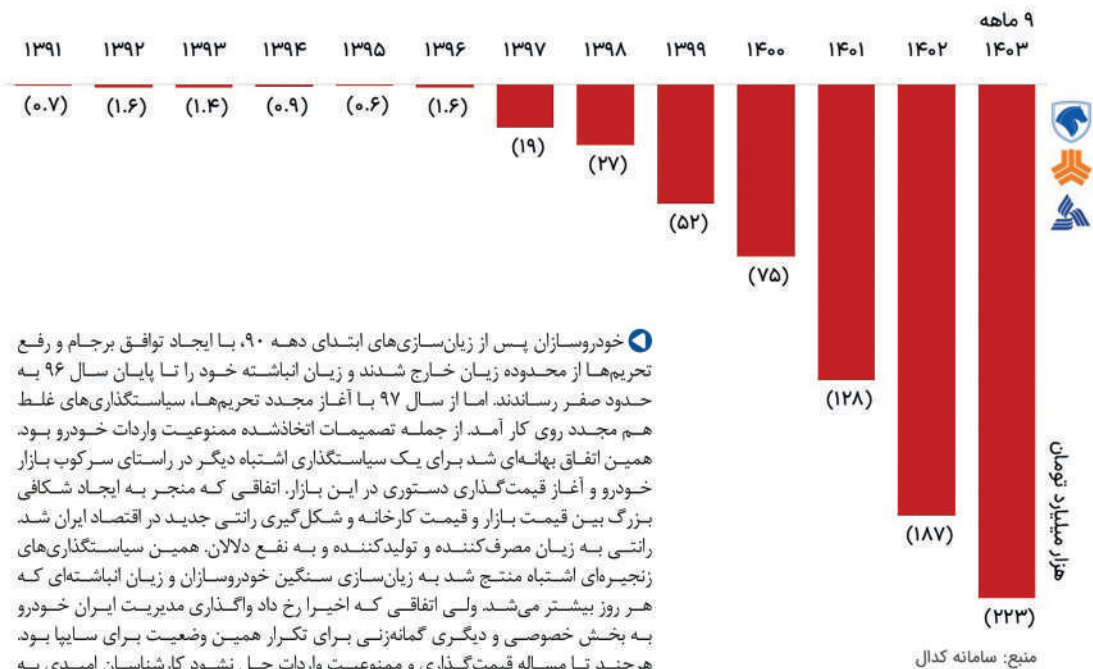
منبع: بورس تهران و محاسبات آکادمی سامان

چهار سال پس از جهش خیره‌کننده بورس در سال ۱۳۹۹، این بازار همچنان نتوانسته جایگاه از دست‌رفته خود را بازی پس بگیرد. با این حال، نشانه‌هایی از بازگشت امید به تالار شیشه‌ای دیده می‌شود؛ جایی که بسیاری از تحلیلگران، آن را مستعد رشد دوباره می‌دانند. بررسی‌ها نشان می‌دهد شاخص بورس بر حسب دلار، حدود ۳۰ درصد پایین‌تر از اوج‌های تاریخی خود قرار دارد؛ معیاری که برای بسیاری از فعالان بازار، نشانه‌ای از ارزندگی نسبی است. از سوی دیگر، نسبت قیمت به درآمد آینده‌نگر (P/E Forward) که یکی از

مهم‌ترین ابزارهای سنجش ارزندگی سهام محسوب می‌شود، به حوالی ۵ مرتبه رسیده؛ رقمی که حدود دو واحد کمتر از میانگین بلندمدت آن است. این ارقام از پتانسیل نهفته بازار برای بازگشت به مدار صعود حکایت دارد. با این حال، تحقق این پتانسیل‌ها وابسته به عواملی فراتر از ترازنامه‌ها و نمودارهاست: تغییرات در سیاست‌های پولی و ارزی و شاید مهم‌تر از آن، بهبود فضای سیاسی کشور. به نظر تا زمانی که این مؤلفه‌های کلیدی دستخوش تحول نشوند، بورس همچنان در وضعیت انتظار باقی خواهد ماند.

## زیان ۲۲۰ هزار میلیارد تومانی سه خودروساز بزرگ ملی جبران می‌شود؟

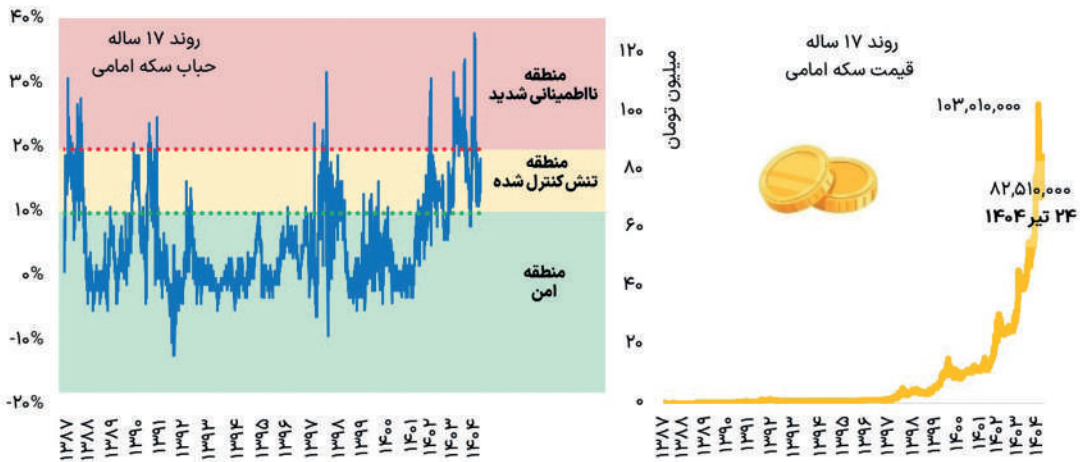
روند زیان انباشته ایران‌خودرو، سایپا و پارس‌خودرو در ۱۳ سال اخیر



خودروسازان پس از زیان‌سازی‌های ابتدای دهه ۹۰، با ایجاد توافق برجام و رفع تحریم‌ها از محدوده زیان خارج شدند و زیان انباشته خود را تا پایان سال ۹۶ به حدود صفر رساندند. اما از سال ۹۷ با آغاز مجدد تحریم‌ها، سیاست‌گذاری‌های غلط هم مجدد روی کار آمد. از جمله تصمیمات اتخاذ شده ممنوعیت واردات خودرو بود. همین اتفاق بهانه‌ای شد برای یک سیاست‌گذاری اشتباه دیگر در راستای سرکوب بازار خودرو و آغاز قیمت‌گذاری دستوری در این بازار. اتفاقی که منجر به ایجاد شکافی بزرگ بین قیمت بازار و قیمت کارخانه و شکل‌گیری رانتی جدید در اقتصاد ایران شد. رانتی به زیان مصرف‌کننده و تولیدکننده و به نفع دلالت. همین سیاست‌گذاری‌های زنجیره‌ای اشتباه منتج شد به زیان‌سازی سنگین خودروسازان و زیان انباشته‌ای که هر روز بیشتر می‌شود. ولی اتفاقی که اخیراً رخ داد واگذاری مدیریت ایران خودرو به بخش خصوصی و دیگری گمانه‌زنی برای تکرار همین وضعیت برای سایپا بود. هرچند تا مساله قیمت‌گذاری و ممنوعیت واردات حل نشود کارشناسان آمیدی به بهبود شرایط خودرو در کشور ندارند، اما برخی اقدامات اخیر را گام‌هایی در مسیر اصلاح و حذف قیمت‌گذاری دستوری ارزیابی می‌کنند.

## نشانه‌گر سیاسی بازار سکه چه می‌گوید؟

مناطق حرکتی حساب سکه در دوره‌های مختلف سیاسی-اقتصادی



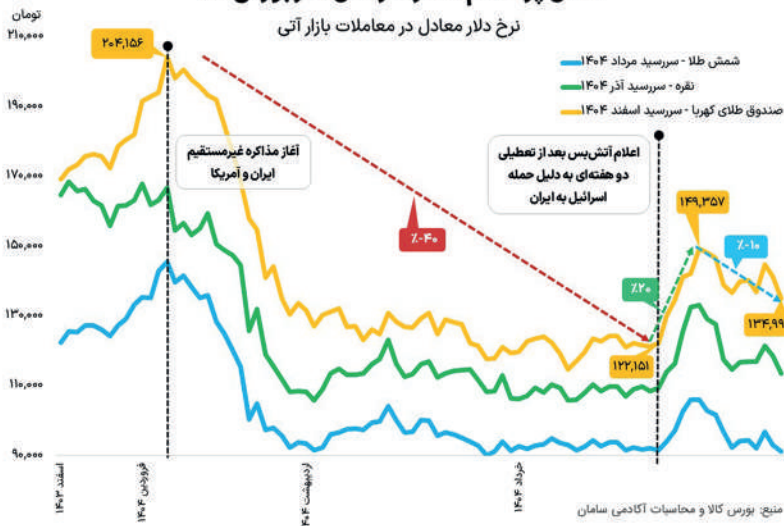
منبع: شبکه اطلاع‌رسانی طلا، سکه و ارز و محاسبات آکادمی سامان

که تنش‌های سیاسی یا اقتصادی وجود داشته اما تحت کنترل اند، حساب سکه بین ۱۰ تا ۲۰ درصد یعنی در منطقه تنش کنترل شده نوسان می‌کند. اما در دوره‌های پرتنش و ناآرامی‌های شدید، حساب سکه به بیش از ۲۰ درصد می‌رسد؛ مانند دوره قبل از شروع مذاکره غیرمستقیم ایران و آمریکا که حساب حتی تا ۴۰ درصد بالا رفت. شرایط فعلی اما نشان می‌دهد هر چند همچنان ریسک‌ها بالاست اما به نظر سرمایه‌گذاران در کوتاه‌مدت انتظار دارند آتش‌بس پایدار بماند.

حساب سکه امامی که در شروع سال جدید به رکورد کم‌سابقه ۴۰ درصدی رسیده بود، این روزها به حدود ۱۲ درصد کاهش یافته است. اما این مقدار حساب برای سکه تمام به چه معناست؟ با تحلیل تاریخی حساب سکه، روند حرکت این شاخص را می‌توان در سه منطقه متفاوت دسته‌بندی کرد. در شرایطی که فضای بازار آرام و کم‌تنش است، حساب سکه کمتر از ۱۰ درصد باقی می‌ماند و نشان‌دهنده قرار گرفتن حساب سکه در منطقه امن و تعادل نسبی در بازار است. وقتی

## فصل پرتلاطم «دلار آخر سال» در بورس کالا

نرخ دلار معادل در معاملات بازار آتی



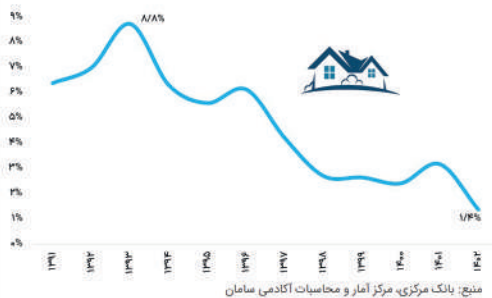
منبع: بورس کالا و محاسبات آکادمی سامان

حدود ۱۵۰ هزار تومانی بودیم. در حال حاضر اما ۱۰ درصد از این میزان افزایش تخلیه شده و نرخ ۱۳۵ هزار تومانی برای دلار در پایان سال انتظار می‌رود. معاملاتی که پیش‌بینی یا انتظار سرمایه‌گذاران از آینده قیمت کالاها و نرخ دلار را منعکس می‌کند. برخی کارشناسان معتقدند عدم بازگشت نرخ دلار به اوج‌های ابتدای سال به دلیل کاهش شدید فعالیت‌های اقتصادی و بی‌تصمیمی حتی میان سرمایه‌گذاران در شرایط ابهام شدید است؛ به نحوی که نااطمینانی‌های موجود قابل اندازه‌گیری و لحاظ کردن در قیمت‌ها نیست و گویی تغییر مثبت همانقدر محتمل است که افتادن در سرازیری بدبینی.

نرخ دلار مورد انتظار در پایان ۱۴۰۴ بر اساس معاملات بازار آتی بورس همسو با تحولات سیاسی با نوسان همراه شده است. پیش از شروع مذاکره غیرمستقیم ایران و آمریکا، برآوردی ساده‌سازی شده از آنچه در بازار آتی طلا، نقره و زعفران می‌گذشت، نرخ دلار در پایان سال را تا نزدیک ۲۰۴ هزار تومان نیز پیش‌بینی می‌کرد که ۸۰ درصد بالاتر از نرخ این ارز در آن زمان بود. با شروع دور اول مذاکرات قیمت‌ها در معاملات بازار آتی روندی کاهشی به خود گرفت و نرخ دلار حدود ۱۲۰ هزار تومان پیش‌بینی می‌شد که نشان‌دهنده کاهش بیش از ۴۰ درصدی نسبت به اوج بود. پس از تقابل ایران و اسرائیل اما شاهد رشد ۲۰ درصدی پیش‌بینی‌ها و نرخ

### سرماي سخت در مسكن پايخت

چند درصد املاك تهران در يك سال معامله مي‌شوند؟



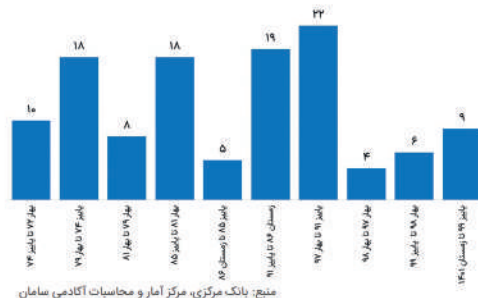
منبع: بانک مرکزی، مرکز آمار و محاسبات آکادمی سامان

روند معاملات مسکن در تهران طی یک دهه اخیر فرار و فرودهای شدیدی را تجربه کرده است. به طوری که طبق بررسی‌ها در سال ۱۳۹۳ با معامله حدود ۹ درصد از املاک پایتخت، بازار مسکن تهران رونقی مانند بازار مسکن پویایی مانند دبی داشته است. اما رفته رفته رکود بر بازار ملک تهران سایه انداخته و در سال ۱۴۰۲ تنها ۱/۴ درصد از خانه‌های تهران معامله شده است. هر چند از مرداد سال گذشته دیگر آمار معاملات ملکی منتشر نمی‌شود ولی برآوردها نشان می‌دهد که این رکود در سال گذشته اندکی بیشتر هم شده است.

از دلایل اصلی چنین رکودی در بازار مسکن می‌توان به رشد بی‌سابقه قیمت‌ها و کاهش شدید قدرت خرید مصرف‌کنندگان در کنار عقب‌نشینی سرمایه‌گذاران در پی پدیدار شدن ریسک‌های سیاسی جدید اشاره کرد.

### خاطره سودهای سریع در بازار مسکن

تعداد فصل‌های مورد نیاز برای دو برابر شدن قیمت ملک در تهران

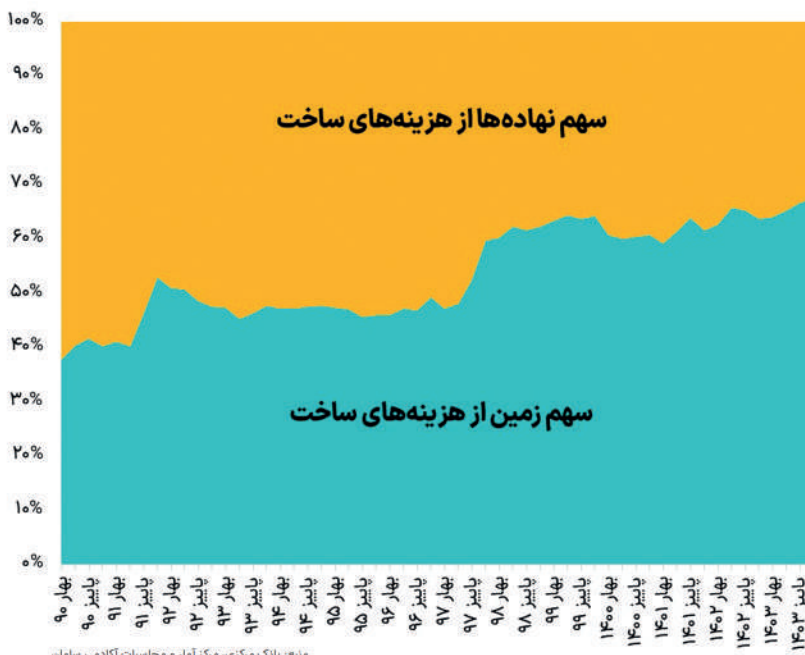


منبع: بانک مرکزی، مرکز آمار و محاسبات آکادمی سامان

از سال ۹۷ به بعد با آغاز تلاطمات شدید در اقتصاد ایران، تعداد فصل‌های مورد نیاز برای دو برابر شدن قیمت مسکن به شدت کاهش یافته است. البته بررسی‌ها نشان می‌دهد طی دو سال اخیر این روند تا حدی عوض شده و بازدهی بازار مسکن حتی به اندازه تورم عمومی هم نبوده است. از زمستان ۱۴۰۱ تاکنون با وجود گذشت ۹ فصل همچنان قیمت مسکن دو برابر نشده که نشان می‌دهد برای سومین مرتبه پیاپی دوره دو برابر شدن قیمت‌ها در حال افزایش است. با بررسی روند قیمت‌ها طی دو سال اخیر به نظر می‌رسد از یک سو نرخ‌های بهره بالا و توان‌پذیری پایین خانوار تقاضای ملک را تضعیف کرده و از سمت دیگر، با پدیدار شدن ریسک‌های سیاسی و ژئوپلیتیک جدید در سطح سیاسی کشور، میل به خرید دارایی‌های غیرمنقول از جمله مسکن کاهش یافته و دارایی‌هایی مانند طلا بوده که با اقبال بالای سرمایه‌گذاران همراه شده است.

## شیفت بار هزینه ساخت و ساز از مصالح به زمین

مقایسه سهم زمین و نهاده‌ها از هزینه ساخت و ساز ملک در پایتخت



منبع: بانک مرکزی، مرکز آمار و محاسبات آکادمی سامان

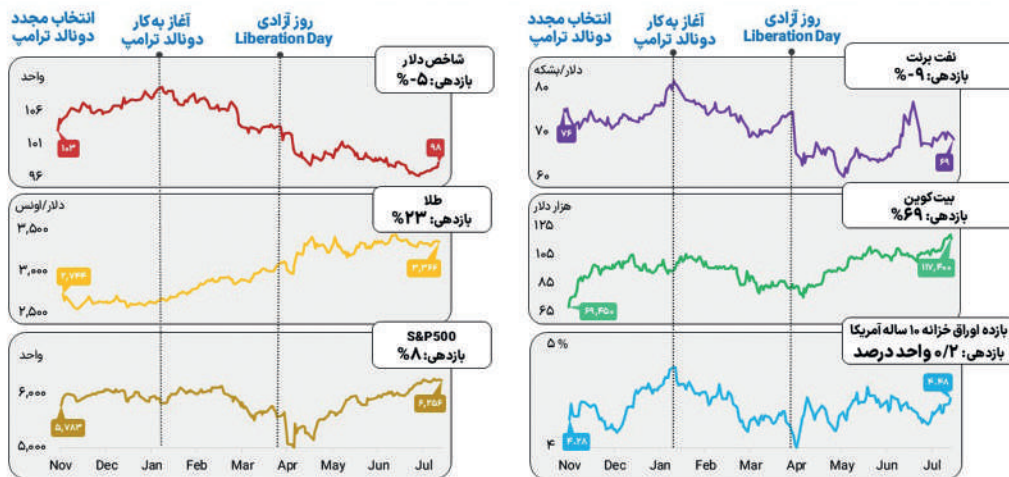
بازدهی سرمایه‌گذاری در ساخت و ساز به طور سنتی مورد توجه ایرانی‌ها بوده، اما طی چند سال گذشته رکود در بخش معاملات ملکی به حوزه ساخت نیز سرایت کرده است. به طوری که در سال ۱۴۰۳ تمامی ماه‌ها شامخ مسکن (با حذف اثر فصلی اردیبهشت) زیر ۵۰ بوده به این معنا که فعالیت‌های ساختمانی کاهش داشتند. فارغ از دلایلی مثل ریسک نقدشوندگی ملک در دوران رکود، یک علت اصلی کاهش حاشیه سود ساخت است. این نمودار نشان می‌دهد اصلی‌ترین عامل کاهش حاشیه سود افزایش پرشتاب قیمت زمین نسبت به نهاده‌های ساخت و حتی خود آپارتمان ساخته‌شده است. به طوری که اکنون در شهر تهران، سهم زمین از هزینه ساخت که اوایل دهه ۹۰ کمتر از ۴۰ درصد بوده، به ۷۰ درصد کل هزینه‌ها نزدیک شده است.

## کارنامه ۸ بازار در عصر ترامپ ۲

طلا، دلار، بورس، بیت‌کوین، نفت و اوراق بدهی چه واکنشی به انتخاب ترامپ و سیاست‌های وی نشان دادند؟

آمریکایی پس از روز آزادی نزولی شدند؛ طلا پناهگاه سرمایه‌گذاران شد و نرخ بهره اسناد خزانه دولت ایالات متحده تا سطوحی کم‌سابقه بالا رفت. به مرور اما با اعلام ناگهانی توافق تجاری با چین (که البته هنوز به نتیجه نرسیده) و عدم پاسخ تعرفه‌های سخت دیگر کشورها این حس را ایجاد کرد که ترامپ صرفاً به دنبال اهرم کردن این اقدامات برای رسیدن به توافق تجاری است و جنگ تعرفه‌ای با شدت نمایش داده‌شده دوام نخواهد داشت. بنابراین، شاخص بورس آمریکا مجدد مثبت شد. بیت‌کوین نیز با خوشبینی به تصویب لایحه‌ای حمایتی در مجلس آمریکا به اوج‌های بی‌سابقه‌ای در روزهای اخیر رسید.

ترامپ با شعار جنگ تعرفه‌ای، حمایت از بورس، رمزرها و تولیدکنندگان نفت شیل آمریکا بر سر کار آمد. همین کافی بود تا پس از پیروزی قابل انتظارش در انتخابات، شاخص اس‌اند‌پی، بیت‌کوین و نفت برنت صعودی شوند و شاخص دلار نیز با این استدلال که تعرفه بر واردات، ارزش آمریکا را تقویت می‌کند افزایش یافت. اما آغاز به کار او و به ویژه اعلام تعرفه‌های شوکه‌کننده وی در روز آزادی (Liberation Day) یک پیام مهم‌تر به بازارها داد: «آمریکا دیگر طرفدار جهانی شدن و رفتار باقاعده در عرصه تجارت نیست». بنابراین، دلار، بیت‌کوین، سهام و نفت از ترس رکود و بی‌اعتمادی به دارایی‌های



منبع: Investing و محاسبات آکادمی سامان

### دهه ۱۸۹۰

تعرفه‌ها به دلیل حمایت از صنعت داخلی آمریکا و افزایش درآمد دولت فدرال بالا بود (به‌ویژه تحت تعرفه مک‌کینلی، مشهور به پادشاه تعرفه‌ها، در سال ۱۸۹۰).  
تعرفه‌ها پس از جنگ جهانی اول کاهش یافتند، زیرا منبع درآمد دولت به مالیات بر درآمد منتقل شد و تجارت جهانی آزادتر شد.

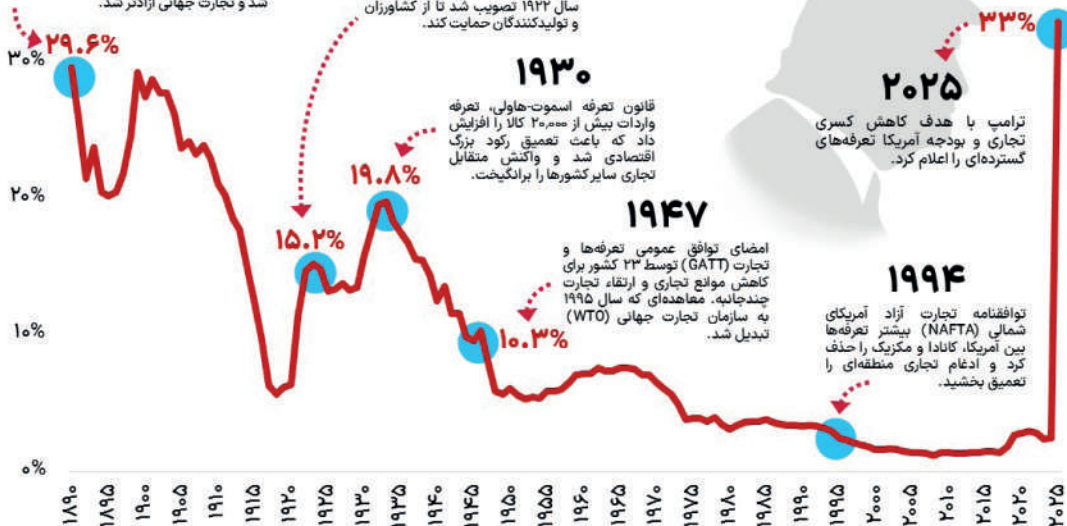
### دهه ۱۹۲۰

در پی بی‌ثباتی پس از جنگ جهانی اول، قانون تعرفه فوردنی مک‌کامبر در سال ۱۹۲۲ تصویب شد تا از کشاورزان و تولیدکنندگان حمایت کند.

### ۱۹۳۰

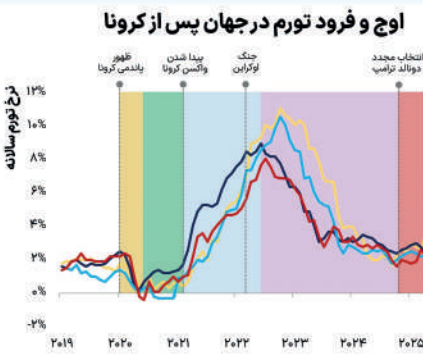
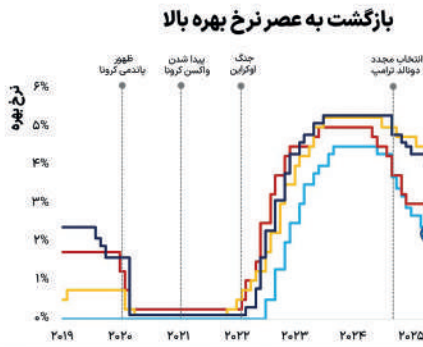
قانون تعرفه اسموت-هاولی، تعرفه واردات بیش از ۲۰۰۰ کالا را افزایش داد که باعث تعمیق رکود بزرگ اقتصادی شد و واکنش متقابل تجاری سایر کشورها برانگیخت.

## تعرفه‌های آمریکا در دو قرن از پادشاه تعرفه‌ها تا دونالد ترامپ



## هراس بازگشت به عصر رکود تورمی

غول تورم که پس از سیاست‌های پول‌پاشی دوره پاندمی کرونا در جهان بیدار شده بود، طی دو سال گذشته با افزایش نرخ بهره در اقتصادهای بزرگ دنیا دوباره مهار شد. گرچه عموماً چشم‌انتظار کاهش نرخ بهره در سال ۲۰۲۵ بودند و سناریوی فرود نرم (یعنی مهار تورم بدون رکود سنگین اقتصادی) محتمل‌ترین حالت از نگاه فعالان و کارشناسان اقتصادی بود، اما بازگشت ترامپ به کاخ سفید و شوکی که با تهدید تعرفه‌های در ماه آوریل ایجاد کرد مجدد نه تنها نگرانی از بازگشت تورم را افزایش داد، بلکه دغدغه رکود با بالا ماندن نرخ‌های بهره پررنگ‌تر شد. صندوق بین‌المللی پول (IMF) در تازه‌ترین گزارش خود شانس رکود را از ۲۷ درصد به ۴۰ درصد افزایش داده است. وقوع چنین سناریویی با فشار بر قیمت کالاها و ضعف تقاضای بازارهای صادراتی، برای درآمدهای ارزی ایران هم از نظر قیمت و هم از جهت میزان فروش اهمیت دارد.

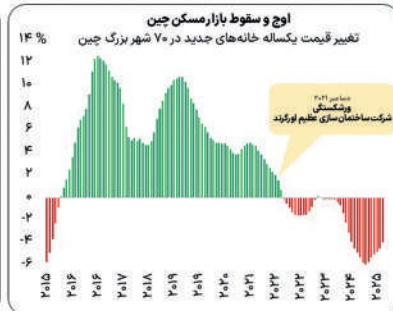
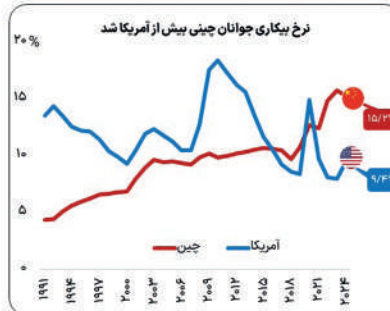
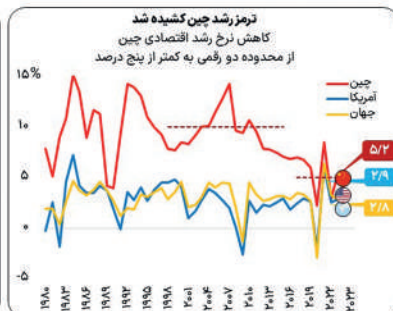
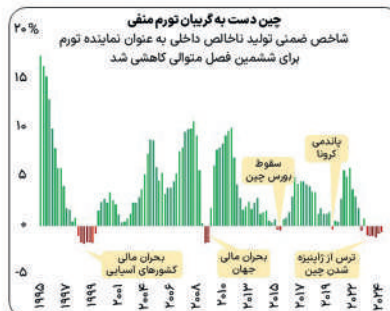


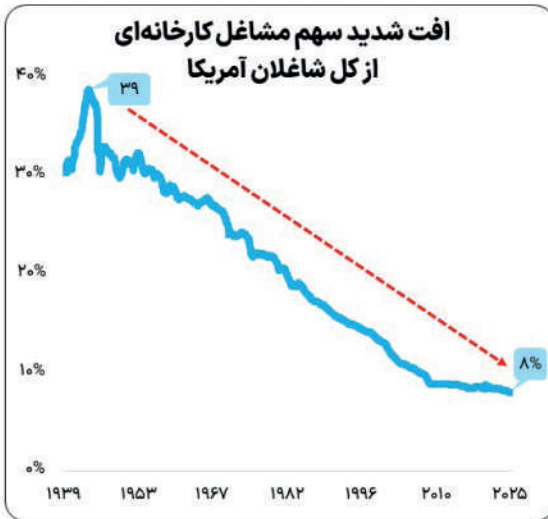
- مواجهه با پاندمی - ژانویه تا ژوئن ۲۰۲۰:** آثار اولیه کرونا و شروع بسته‌های حمایتی ضرر کرد در اقتصاد که تورم را کاهش داد.
- بازگشت از شوک - جولای ۲۰۲۰ تا ژوئیه ۲۰۲۱:** اقتصاد با کرونا تطبیق یافت و به شرایط نرمال نزدیک شد.
- اوج گیری تورم - مارس ۲۰۲۱ تا جولای ۲۰۲۲:** با کشف واکسن، تقاضا به علت بسته‌های حمایتی (پول پاشی) ناگهان به اقتصاد برگشت در حالی که عرضه به دلیل اختلالات مربوط به نیروی کار آماده نبود و هیزمان جنگ اوکراین، بحران انرژی و غلات و ریسک‌های ژئوپلیتیک به تورم تورم جدید.
- مبار یوق تورم - اکتوبر ۲۰۲۲ تا اکتبر ۲۰۲۴:** بانک‌های مرکزی در واکنش به افزایش تورم، نرخ‌های بهره را از ماه مارس ۲۰۲۲ افزایش دادند و توانستند با این ابزار مهم سیاست‌گذاری پولی از تابستان همان سال تورم را بکنند.
- بازگشت ترامپ ۲ - نوامبر ۲۰۲۴ تا کنون:** بازگشت دونالد ترامپ و ترس از جنگ تعرفه‌ای و تصمیمات ناگهانی مجدد دغدغه‌های تورمی را زنده کرد.

## چهار نشانه افول اقتصاد چین

ژاپنیزه شدن، یعنی اقتصادی با رشد پایین و درگیری با تورم‌های منفی در بلندمدت عبارتی است که طی سال‌های اخیر بارها درباره چین هشدار داده شده است. دومین اقتصاد بزرگ جهان اکنون با چهار مساله مهم مواجه است. اول، تورم منفی که برای شش فصل متوالی گریبان‌گیر اقتصاد شده که رکوردی بی‌سابقه از اواخر دهه ۹۰ میلادی محسوب می‌شود. دوم، رشد اقتصادی که از اوج‌های دورقمی به کمتر

از ۵ درصد محدود شده است. سوم، رکود سنگین در بخش مسکن به عنوان موتور پیشران اقتصادی یکن. چهارم، افزایش شدید نرخ بیکاری جوانان نسبت به اقتصادهای غربی. ضعف اقتصادی بزرگترین متقاضی کالاهای خام در جهان که حالا با جنگ تعرفه‌های ترامپ، آسیب‌پذیرتر هم شده ریسکی مهم برای جهان و به طور خاص کشورمان است که چین مهم‌ترین شریک تجاریش محسوب می‌شود.



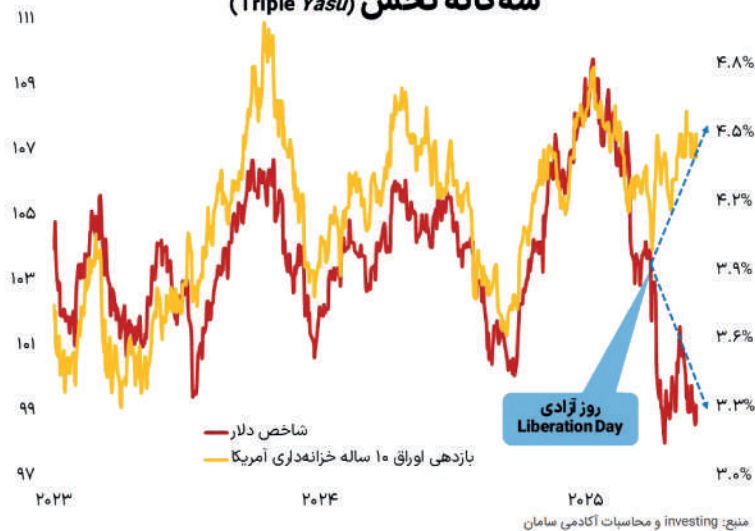


اقدامات تعرفه علیه کشورهای رهاکاری است که می‌تواند دوباره تولیدات آمریکایی را احیا کند. هم‌زمان با این اقدام نیز نیاز است سیاست ارزی به نحوی تنظیم شود که با کاهش ارزش دلار، محصولات آمریکایی رقابتی شوند. اهرم فشار برای این منظور برداشتن حمایت‌های نظامی آمریکا در قالب‌هایی مثل ناتو است که تیم ترامپ معتقد است منجر به سواستفاده دیگر کشورها شده و ایالات متحده دیگر نباید در نقش «کلاتر جهان» عمل کند. بنابراین، کاخ سفید دیگر اهمیتی به اتحادهای بلندمدت و دفاع از اصول لیبرالیستی آمریکا نمی‌دهد و مبنای خود را نوع جدیدی از بدهبستان لحظه‌ای، موسوم به «دیپلماسی تراکنشی» قرار داده است.

تیم جدید مستقر در کاخ سفید منتقد روند بلندمدت سیاستمداران در ایالات متحده است که باعث شده تولیدات کارخانه‌ای (manufacturing) به خارج مرزهای آمریکا منتقل شود. این رویکرد از نگاه ترامپ اولاً باعث شده سهم آمریکا از کل اقتصاد جهانی از حوالی ۴۰ درصد تا ۲۶ درصد کاهش یابد و ثانیاً کارگران کارخانه‌ها را بیکار کرده است. به طوری که سهم کارگران تولیدات کارخانه‌ای از حدود ۳۹ درصد کل اشتغال در سال‌های بعد از جنگ جهانی دوم، اکنون به کمتر از ۱۰ درصد کاهش یابد. حلقه اقتصاددانان اطراف ترامپ با شعار «عظمت را به آمریکا برگردان» (MAGA: Make America Great Again) معتقدند

## خطر ژاپنیزه شدن اقتصاد آمریکا

### سه‌گانه نحس (Triple Yasu)

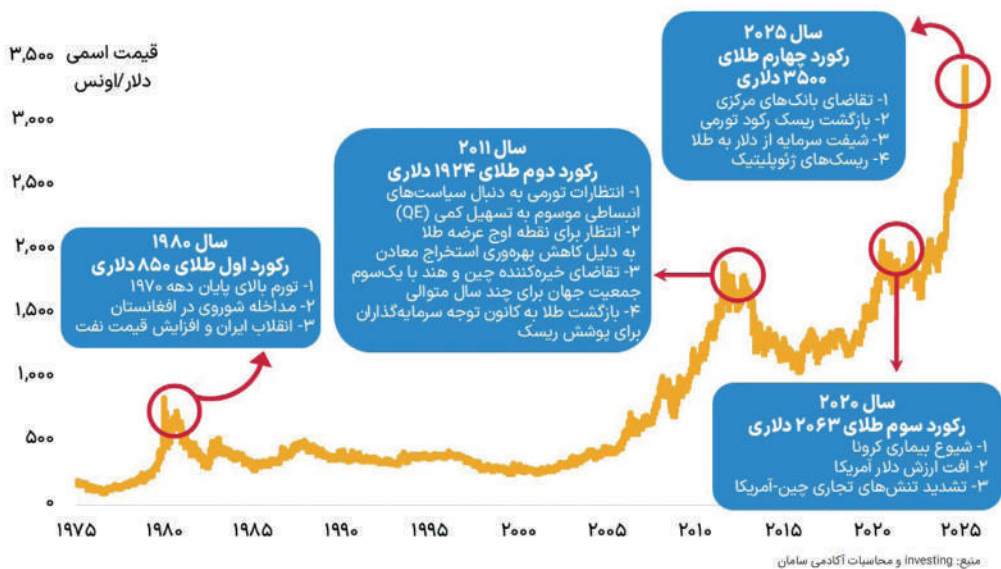


## تولد قصه «آمریکا را بفروش»

دوران نااطمینانی، دلار پناهگاه سرمایه‌گذاران می‌شد، این بار ارزش دلار نیز کاهشی شد. روایتی میان سرمایه‌گذاران شکل گرفت با نام «آمریکا را بفروش»؛ تزلزل حاکمیت قانون در ایالات متحده، داشتن هر دارایی مبتنی بر دلار را پرریسک کرد و موج فروشنده‌گان را به همراه داشت. برخی معتقدند احتمال ژاپنیزه شدن اقتصاد آمریکا در صورت تداوم سیاست‌های ترامپ دیگر دور از ذهن نیست.

سه‌گانه نحس یا به زبان ژاپنی Triple Yasu به زمانی گفته می‌شود که سه اتفاق هم‌زمان رخ می‌دهد: بورس ریزش می‌کند، نرخ ارز کاهشی می‌شود و نرخ بهره اوراق دولتی بلندمدت افزایش می‌یابد. این گرفتاری است که پس از «روز آزادی» برای اقتصاد آمریکا رخ داد. تعرفه‌های عجیب تیم ترامپ ترس از رکود را افزایش داد که افزایش نرخ بهره و ریزش بورس را به دنبال داشت. اما بر خلاف گذشته که در

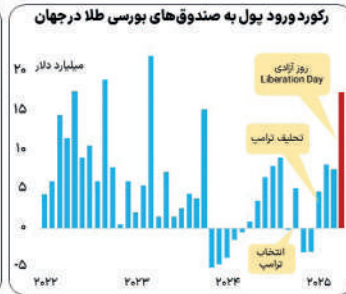
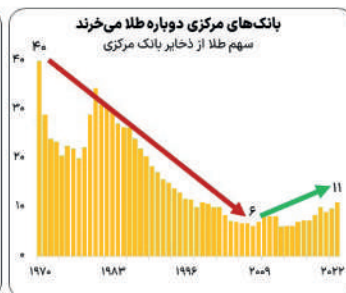
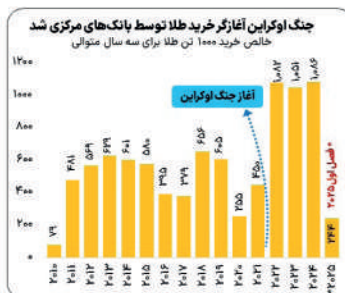
## داستان طلای جهانی در چهار قله تاریخی



تقاضا را برای طلا افزایش داده که در صورت عدم تغییر شرایط به معنای یک شیفت ساختاری در بازار طلاست؛ یکی خرید بانکهای مرکزی و دیگری شیفت سرمایه از دارایی دلاری به طلا. به طوری که برخی موسسات بین‌المللی مانند جی‌پی‌مورگان با فرض تداوم نااطمینانی‌های ژئواکونومیک موجود قیمت طلای ۴۰۰۰ دلاری برای سال ۲۰۲۶ را نیز پیش‌بینی کرده‌اند.

اونس طلا در سال ۲۰۲۵ تا اوج ۳۵۰۰ دلاری نیز افزایش یافت؛ رقمی که حتی اگر اثر تورم را از آن حذف کنیم با اختلاف قله تاریخی محسوب می‌شود. تجربه رکوردهای پیشین طلا نشان می‌دهد تورم ناشی از پول‌پاشی و ریسک‌های غیراقتصادی مثل جنگ یا پدیده‌های غیرمنتظره مثل کرونا مهم‌ترین محرک‌های افزایش قیمت طلاست. اما این بار علاوه بر همه این‌ها دو مساله

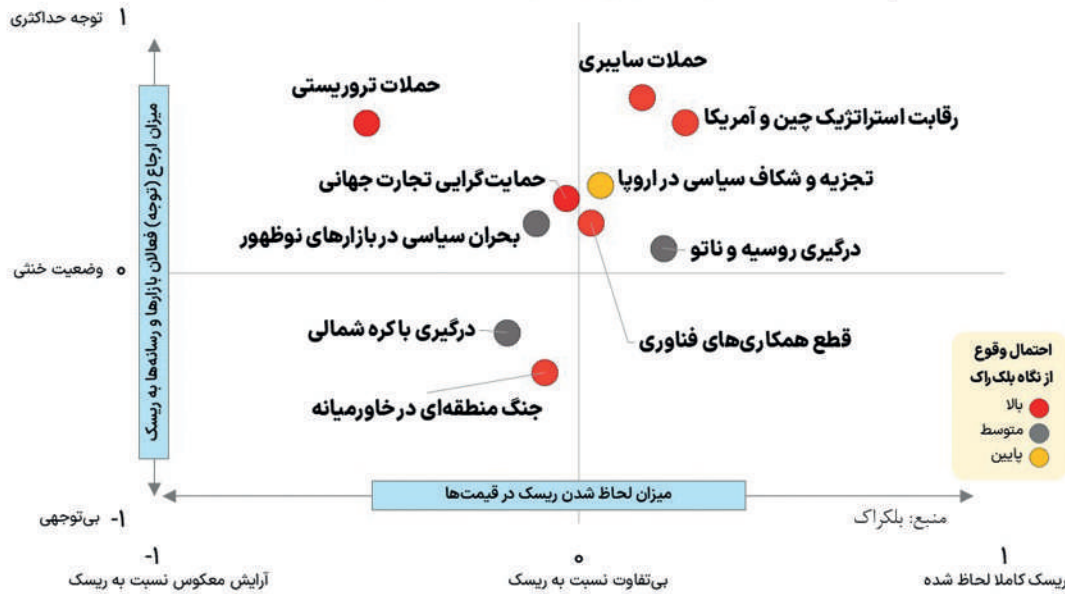
## دلایل رکوردشکنی فلز زرد



فضای تورمی و تنش‌های ژئوپلیتیک مانند جنگ اوکراین و درگیری‌های خاورمیانه به تنهایی نمی‌تواند جهش طلا به اوج تاریخی را توضیح دهد. دو تقاضای پنهان از صعود فلز زرد به نیمه کاتال ۳۰۰۰ دلاری حمایت کرده‌اند. اول، تقاضای بانک‌های مرکزی است که پس توقیف چندصد میلیارد دلار اوراق دولتی روسیه به دنبال حمله به اوکراین شکل گرفت. بی‌اعتمادی بانک‌های مرکزی به اوراق دولتی کشورها به واسطه امکان تحریم و توقیف آن باعث شد آنها به خرید مستقیم طلا برای ذخایر خارجی خود روی آورند؛ امری که باعث شد سه سال پیاپی خالص خرید طلا توسط بانک‌های مرکزی به بیش از هزار تن برسد. دومین منبع تقاضا به سیاست‌های غافلگیرانه دولت ترامپ برمی‌گردد که زمینه‌ساز روایت «آمریکا را بفروش» شد. با افزایش ریسک دارایی‌های دلاری، طلا یک پناهگاه جدید برای سرمایه‌گذاران شده است. کافی است حجم بازار ۲۹ هزار میلیارد دلاری اسناد خزانه دولت آمریکا با بازار طلا که فقط ۱۳ هزار میلیارد دلار ارزش دارد مقایسه شود؛ آنگاه این پیام واضح می‌شود که هرگونه سرریزی از دارایی‌های دلاری می‌تواند بازار مقصد، ولو طلا را با تغییر سطح قیمتی پایدار مواجه کند. هرچند عقیده ترامپ از سیاست‌های تجاری چندان دور از انتظار نیست و می‌تواند روایت «آمریکا را بفروش» را تضعیف کند، اما نااطمینانی به نظام مالی مبتنی بر دلار همچنان یک محرک جدید برای تقاضای طلا محسوب می‌شود.

## نقشه ریسک‌های ژئوپلیتیک

کدام تهدیدهای جهانی بیشترین واکنش بازارهای مالی را برانگیخته‌اند؟



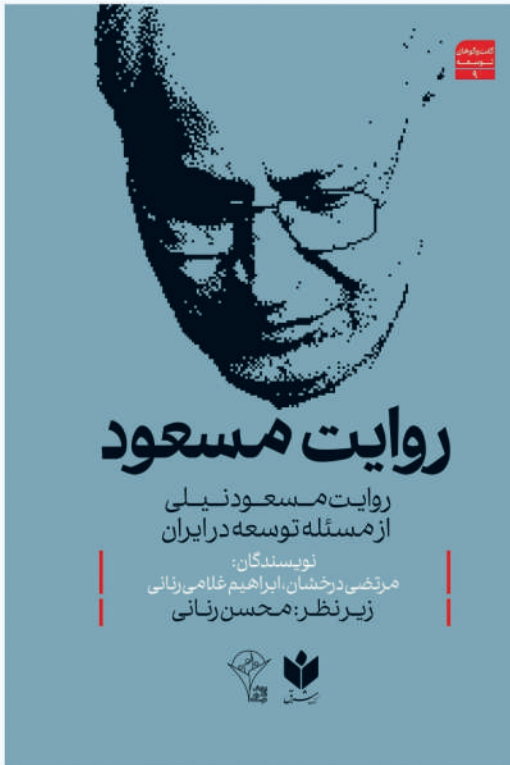
بیشتری از بازارهای مالی جلب کرده‌اند، احتمال وقوع بالاتری دارند و تأثیر بیشتری بر قیمت دارایی‌ها گذاشته‌اند. این نمودار رابطه بین میزان توجه بازار (محور عمودی) و تأثیرگذاری ریسک‌ها بر قیمت دارایی‌ها (محور افقی) را برای ۱۰ ریسک اصلی به تصویر می‌کشد. میزان توجه بازار با استفاده از تحلیل یادگیری ماشینی روی گزارش‌های کارگزاری‌ها (بورس اوراق بهادار لندن) و اخبار مالی از (اخبار داوجونز) استخراج شده است. معیار لحاظ شدن ریسک در قیمت‌ها نیز بر اساس وضعیت بازارها نسبت به سناریوی احتمالی با هر ریسک محاسبه شده؛ به طوری که اگر ریسک کاملاً در قیمت‌ها منعکس شده عدد یک و اگر نشده صفر قرار می‌گیرد.

موسسه بلک‌راک در تازه‌ترین ارزیابی خود نشان می‌دهد ریسک‌هایی مانند حملات سایبری گسترده، حمایت‌گرایی تجاری (جنگ تعرفه‌ای)، رقابت آمریکا و چین و حملات تروریستی، هم احتمال وقوع بالایی دارند و هم توجه بالای بازار را جلب کرده‌اند. نکته جالب توجه دیگر آنکه ریسک جنگ منطقه‌ای در خاورمیانه چندان مورد توجه نهادهای مالی وال استریت نیست، هرچند شاخص‌های ژئوپلیتیکی عمومی شانس آن را همچنان بالا می‌دانند. از منظر قیمتی نیز تقریباً عمده این ریسک‌ها در بازارها لحاظ نشده و همین هرگونه به حقیقت پیوستن این ریسک‌ها را بر بازار جهانی موثر نشان می‌دهد. نمودار حاضر تصویری است از آنکه کدام ریسک‌های ژئوپلیتیکی توجه

## شاخص ژئواکونومیک در اوج تاریخی



تازه‌ترین گزارش پایداری مالی جهانی از سوی صندوق بین‌المللی پول نشان می‌دهد شاخص ژئواکونومیک در اوج تاریخی خود قرار دارد. این شاخص، معیاری ترکیبی از محدودیت‌های تجاری، سرمایه‌گذاری و مبادلات مالی در مرزها، درگیری‌های نظامی، تنش‌های دیپلماسی و در نهایت سیاست‌های مهاجرتی است. علت آنکه این شاخص اقتصادی-سیاسی از زمان جنگ اوکراین، فاجعه یازده سپتامبر یا حتی جنگ خلیج فارس بالاتر قرار گرفته به مسائلی فراتر از تنش‌های نظامی برمی‌گردد و بحث جنگ تعرفه‌ای ترامپ مساله اصلی است. امری که شاخص نااطمینانی سیاست‌های تجاری را نیز به اوج تاریخی خود رسانده و گویی جهان با نوع جدیدی از ریسک‌ها که دهه‌ها تجربه نکرده بود مواجه شده است.



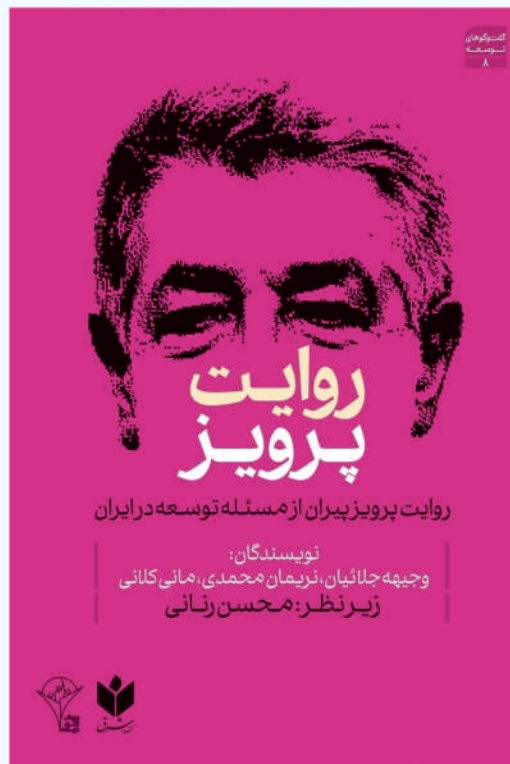
کتاب «روایت مسعود» نهمین جلد از مجموعه پژوهش «گفت‌وگوهای توسعه» است که تلاش دارد بین صاحب‌نظران ایران که در حوزه توسعه اندیشیده‌اند، گفت‌وگوهایی شکل دهد و در این مسیر، با تدوین روایت هر یک از آن‌ها از مساله توسعه، در جهت شکل‌گیری گفتمان ملی توسعه در ایران گام بردارد.

«روایت مسعود» که حاوی نظریه‌های دکتر مسعود نیلی درباره مساله توسعه در ایران است، به نویسندگی مرتضی درخشان و ابراهیم غلامی‌رنائی و زیر نظر محسن رنائی تهیه و تدوین شده است. مصاحبه و گفت‌وگو با نیلی پیرامون این کتاب از اوایل سال ۱۳۹۷ آغاز شده و به گفته نیلی پس از بررسی چندین باره و دقیق جمله به جمله این کتاب، در سال جاری منتشر شده است.

محسن رنائی در بخشی از مقدمه «روایت مسعود» نوشته: «نیلی به خودش نگاهی دوگانه دارد و انتظار دارد که دیگران نیز او را این‌گونه ببینند: نخست نیلی آکادمیک و دوم نیلی تکنوکرات و اجرایی. او می‌گوید همواره آماده است تا از نظریات نیلی آکادمیک دفاع کند؛ اما به‌صراحت نیز گفته است که دفاع از وضعیت و سیاست‌هایی که مطابق نظریات او شکل گرفته و اجرا شده است، کار مشکلی است؛ چرا که در عرصه عمل و هنگام اجرای سیاست‌ها، یا بخش قابل‌توجهی از نظریات او اجرایی نشده و یا گاهی نظریات او مصادر به‌مطلوب شده و به شکلی که دلخواه گروه‌های درون ساختار قدرت بوده، به اجرا درآمده است. براین‌اساس، او اعتقاد دارد که نتایج حاصل از آن سیاست‌ها را نباید نتایج اجرایی شدن اندیشه‌های او دانست.»

علاوه بر نظریات نیلی در خصوص «توسعه»، در این کتاب به سوالات دیگری از جمله اینکه «چه رابطه‌ای میان نیلی دانشگاهی و نیلی تکنوکرات برقرار است؟» و «آیا نگاه نیلی به اقتصاددانان نهادگرا نزدیک شده است؟» پاسخ داده می‌شود. نیلی همچنین در این کتاب به توضیح ادعای بزرگ خود مبنی بر اینکه ساختار نظام سیاسی ایران به گونه‌ای است که نهاد حکومت در آن وجود ندارد، می‌پردازد.

آنچه در این کتاب می‌خوانید، مباحثی است که با پشتوانه آکادمیک، اما از دل تجربه‌های عملی و اجرایی دکتر مسعود نیلی در سیاست‌گذاری اقتصادی ایران در طول سه دهه فعالیت او بدست آمده است.



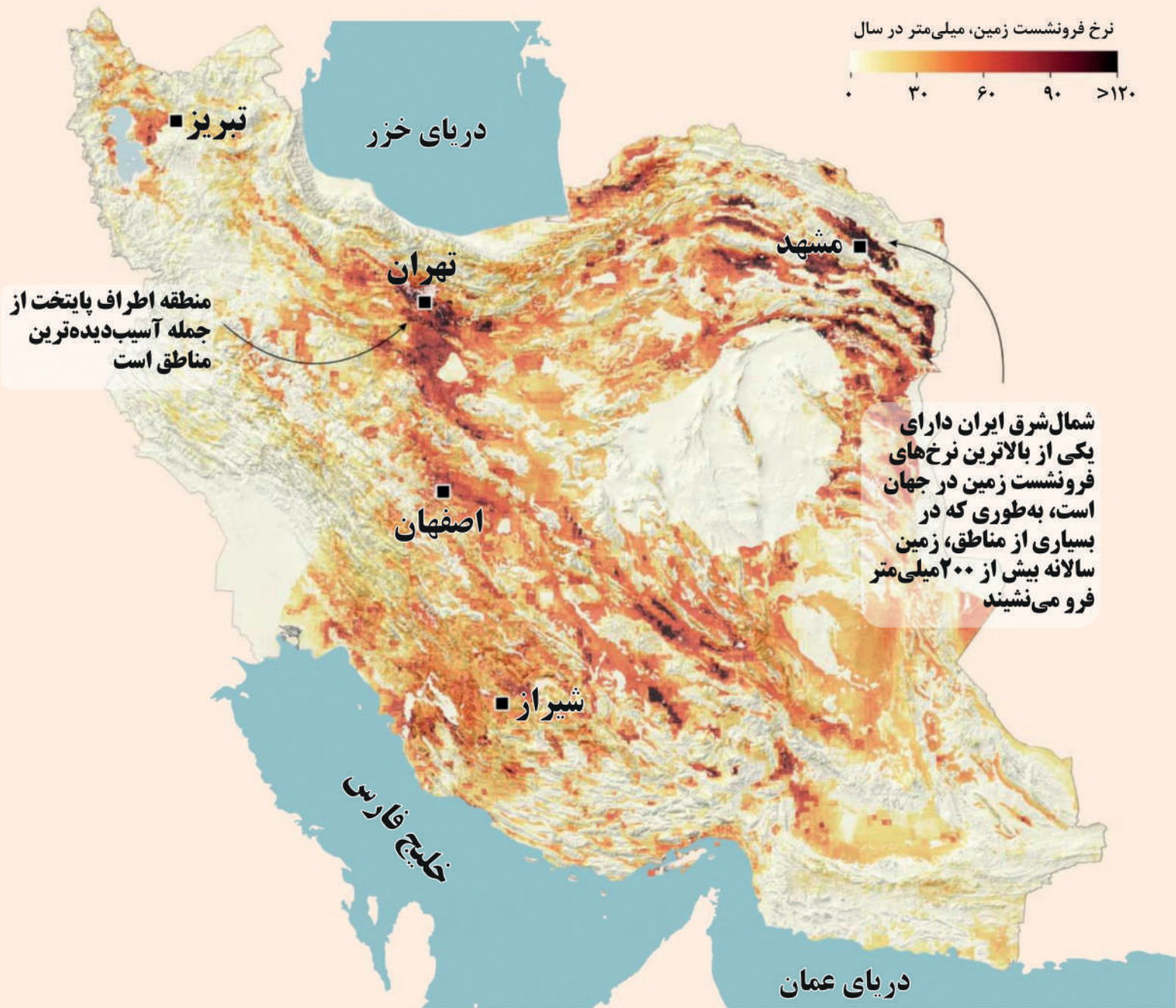
نگاه پرویز پیران به مساله توسعه ایران، یک نگاه تلفیقی است. او با یک نگاه تاریخی، به طور هم‌زمان، سه سطح را در تحلیل مساله توسعه در ایران با یکدیگر تلفیق می‌کند و از دل آن، نظریه‌ای نوین درباره توسعه جامعه ایرانی ارائه می‌دهد.

کتاب تازه منتشر شده «روایت پرویز»، دیدگاه پیران به مساله توسعه ایران است که برخلاف بسیاری از متفکران ایرانی توسعه، مشغول نظریه‌آزمایی غربی نشده است. او با اینکه بر نظریات مختلف جامعه‌شناسی و توسعه کاملاً مسلط است، اما این را عمیقاً درک کرده که نظریه‌ای که می‌خواهد مساله توسعه ایران را تبیین کند، باید از زمینه و بافت تاریخی، فرهنگی و اجتماعی ایران بیرون بیاید.

«روایت پرویز» هشتمین جلد از مجموعه گفت‌وگوهای توسعه به نویسندگی وجیهه جلائیان، نریمان محمدی و مانی کلانی است که زیر نظر محسن رنائی گردآوری و تهیه شده است.

محسن رنائی در بخشی از مقدمه «روایت پرویز» نوشته: «به باور پیران تا زمانی که در ایران، دیالکتیک عام و خاص شکل نگیرد، علوم اجتماعی بو‌نهاد نیز متولد نخواهد شد؛ چراکه در حال حاضر، با شرح آراء متفکران غربی علوم اجتماعی، صرفاً بازتولید این علوم در ایران رخ می‌دهد. از نظر او، تا زمانی که نظریه‌های علوم اجتماعی در ظرف خاص ایران قرار نگرفته و مثلاً مشخص نشده است که فلان نظریه از چه منظری و چقدر و چگونه باید تغییر کند یا اصلاح و تکمیل شود تا بتواند مسئله اجتماعی مورد نظر را در بستر جامعه ایرانی پوشش دهد و تبیین کند، علوم اجتماعی، بو‌نهاد نشده‌اند.» آنچه در این کتاب می‌خوانید، روایت پرویز پیران از مساله توسعه در ایران است؛ مردی که معتقد است «در طول تاریخ ایران، هرگز زمینه پیشرف در این کشور به اندازه امروز مهیا نبوده است.»

# نقشه شدت فرونشست زمین در ایران



خشکسالی، تغییرات اقلیمی و ضعف در مدیریت منابع آبی، ایران را با یک چالش بلندمدت مهم مواجه کرده: زمین زیر پای مردم در حال فرو رفتن است. مطابق یک پژوهش، ایران بین پنج کشور اول جهان از نظر وسعت و نرخ فرونشست زمین است. پدیده‌ای که می‌تواند آسیب‌های جدی به زیرساخت‌ها بزند و امنیت عمومی را به خطر بیندازد. تخلیه دهها مدرسه به دلیل همین مساله در سال‌های اخیر نشانه‌ای کوچک از تبعات فرونشست زمین است. شرایط به ویژه در مناطق شهری بزرگ مثل تهران، مشهد، تبریز و حتی شیراز پیچیده‌تر و بغرنج‌تر است. مرکز نقشه‌برداری ملی ایران گزارش داده میزان فرونشست زمین در حریم جنوب غربی تهران به سالانه ۳۱ سانتی‌متر رسیده است. این در حالی است که حتی فرونشست ۵ میلی‌متر در سال طبق استانداردهای بین‌المللی نگران‌کننده است.