

نمای بازار

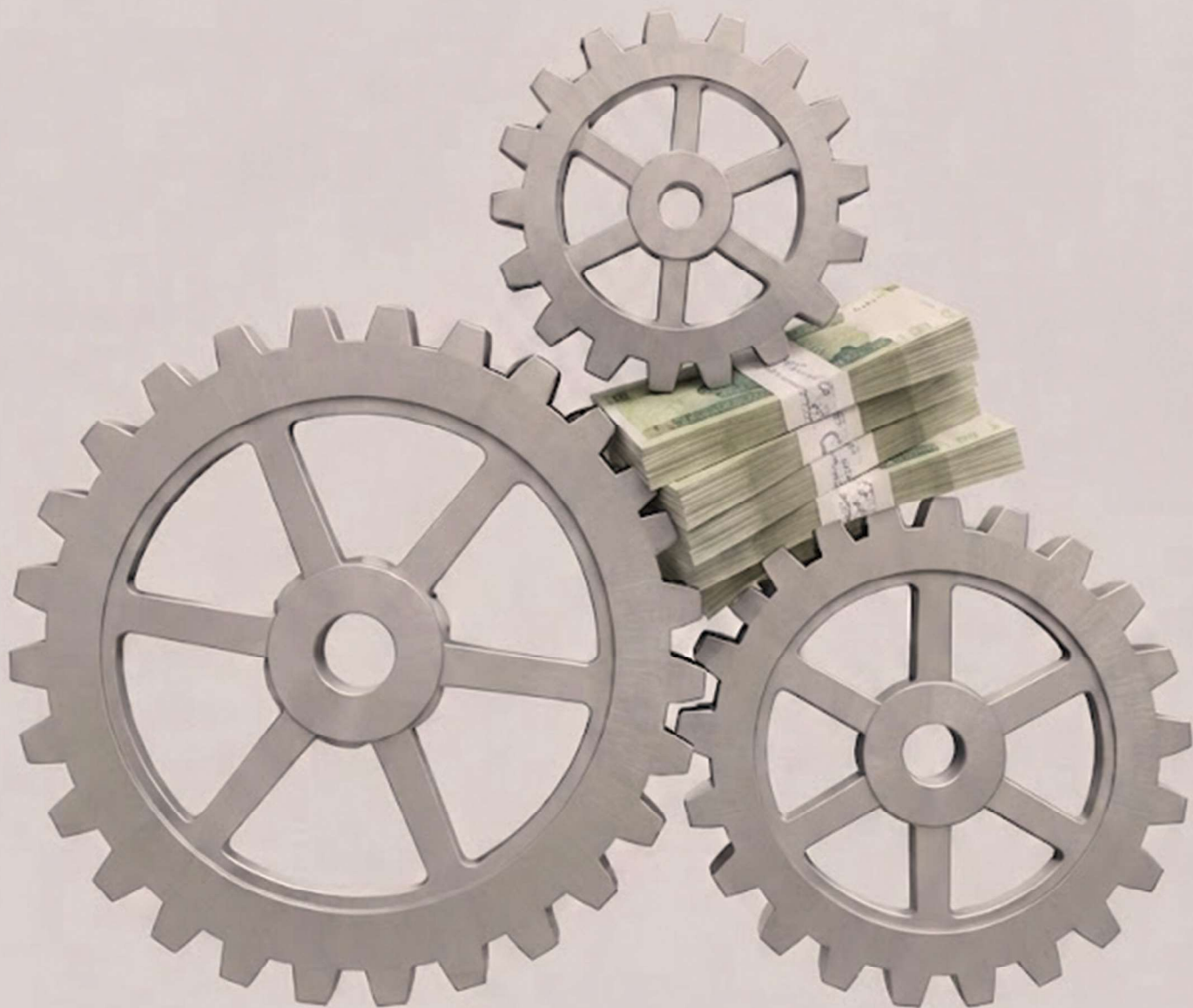
شماره ۱ | مرداد ۱۴۰۵

معاونت مطالعات اقتصادی و آینده‌پژوهی اتاق بازرگانی تهران

پول لای چرخ

بهره در اوج؛ پول گران چه پیامدهایی

برای کسب و کارها دارد؟



نمایار

شماره ۱ | مرداد ۱۴۰۵



ناشر: معاونت مطالعات اقتصادی و آینده‌پژوهی
اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران
دبیر تحریریه: مریم السادات علم‌الهدی
ناظر: علی سرزعی
چاپ: روابط عمومی اتاق بازرگانی، صنایع،
معادن و کشاورزی تهران



برای دریافت فایل، کد بالا را اسکن کنید.



۰۲۱ - ۸۸۷۰۷۸۷۰



economy.tccim.ir



economic_research@tccim.ir



تهران، خیابان مطهری، رو به روی سنایی، پلاک ۲۷۵

مطالب این شماره

بازار پول

- ۱ سرعت غیر مجاز
- ۲ تسخیر ارزی پایه پولی
- ۳ بهره در اوج

بازار کالا و خدمات

- ۴ حلقه تورمی زنجیره تولید
- ۵ تورم مصرف‌کننده در ایستگاه استراحت

بازار ارز

- ۷ تشدید شکاف

بازار طلا

- ۸ مسیر وارونه

بازار سرمایه

- ۹ رکوردشکنی شاخص
- ۱۰ معمای ارزندگی
- ۱۱ دست بالای دولت در بازار بدهی
- ۱۲ دست رد به حراج دولتی

دورنما

- ۱۳ تورم تجارت با انسداد هرمز
آنکتاد
- ۱۳ سرکوب جنگی ظرفیت صادرات
اداره اطلاعات انرژی ایالات متحده
- ۱۴ رشد در سایه عدم قطعیت
صندوق بین‌المللی پول
- ۱۴ دوربرگردان صادرات
آژانس بین‌المللی انرژی

دسترسی به تحلیل‌های داده‌محور و رصد سیگنال‌های بازار، یکی از پیش‌نیازهای مهم تصمیم‌گیری فعالان اقتصادی است. فعالان اقتصادی با پیگیری روند بازارها می‌توانند چشم انداز روشن‌تری از آینده اقتصاد داشته باشند. به همین منظور، معاونت مطالعات اقتصادی و آینده‌پژوهی اتاق بازرگانی تهران، انتشار ماهنامه «نما بازار» را با هدف ارائه تحلیل‌های داده‌محور بازارها آغاز کرده است.

در هر شماره «نما بازار»، تحولات بازارهایی از جمله بازار پول، کالا و خدمات، ارز، طلا و سرمایه بررسی می‌شود تا روند متغیرها و اثرات آنها بر فعالیت بنگاه‌های اقتصادی، به تصویر کشیده شود.

علاوه بر این، بخشی با عنوان «دورنما» در نظر گرفته شده است تا در آن، گزارش‌های نهادهای معتبر بین‌المللی و نیز مقالات کاربردی دانشگاهی با تمرکز بر اقتصاد ایران، پوشش داده شود.

بررسی بازارها تا نیمه مرداد ۱۴۰۵ نشان می‌دهد اوج‌گیری نرخ بهره و چالش‌های بازار بدهی، هزینه تمام‌شده پول را در کل اقتصاد بالا برده است به طوری که پول به جای آنکه به مثابه سوخت ماشین اقتصاد عمل کند، به چوبی لای چرخ آن تبدیل شده است. انتشار اوراق با بازدهی‌های نزدیک به ۴۰ درصد و بالا رفتن بازده بدون ریسک، هزینه تأمین مالی را افزایش داده است. علاوه بر این، کاهش تقاضا در حراج‌های اوراق دولتی نیز نشانه‌ای از عدم تمایل اقتصاد به نرخ‌های بهره بالاتر است.

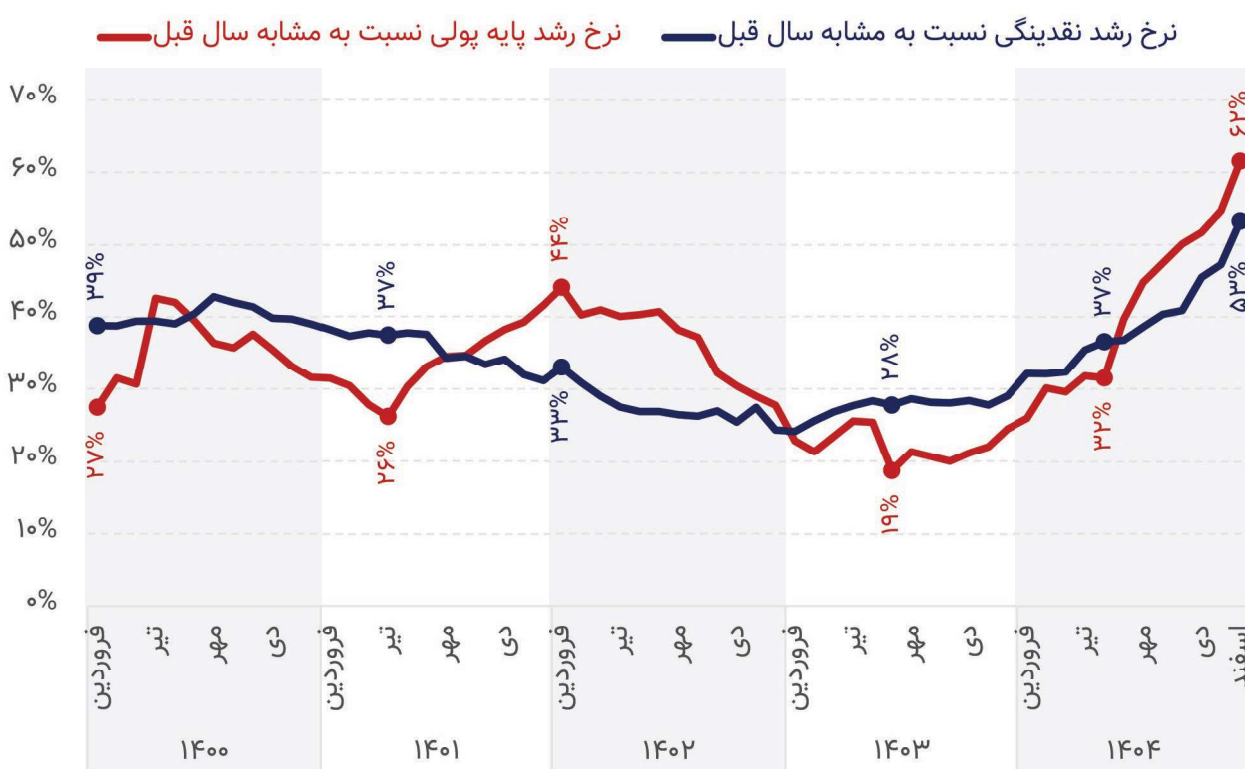
سرعت غیر مجاز

ایجاد کرد که آثار تورمی آن نیز در سال جاری قابل مشاهده است.

بیشتر بودن رشد پایه پولی از نقدینگی را می‌توان اینگونه تعبیر کرد که منشأ اصلی خلق پول، تزریق پول پرقدرت بانک مرکزی بوده و از توان خلق پول درونزای شبکه بانکی کاسته شده است.

آمار کل‌های پولی تا پایان اسفند ۱۴۰۴ توسط بانک مرکزی منتشر شده است. تا پایان سال گذشته، لزوم حمایت از تداوم فعالیت‌های اقتصادی به دلیل جنگ، رشد کل‌های پولی را افزایش داد. رشد هم‌زمان حجم نقدینگی و پایه پولی، نگرانی‌هایی را در خصوص پایداری تورم

نرخ رشد نقطه به نقطه نقدینگی و پایه پولی



منبع: بانک مرکزی

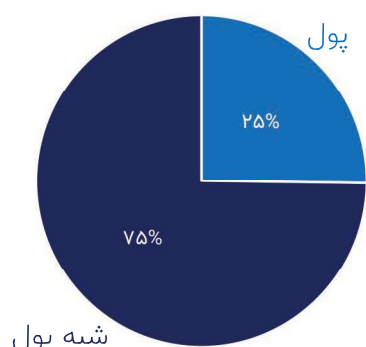
این تغییرات در مقایسه با تغییرات اسفند ۱۴۰۳ نسبت به اسفند ۱۴۰۲ یعنی رشد ۲۹/۱ درصد نقدینگی و ۲۴/۵ درصد پایه پولی، نشان می‌دهد طی یک سال، نرخ رشد نقدینگی بیش از ۲ برابر و نرخ رشد پایه پولی تقریباً ۲ برابر شده است.

در سال ۱۴۰۴، حجم نقدینگی به بیش از ۱۵،۵۸۱ هزار میلیارد تومان و پایه پولی به حدود ۲،۱۹۶ هزار میلیارد تومان رسید. نرخ رشد نقدینگی در پایان سال گذشته در مقایسه با اسفند ۱۴۰۳ برابر با ۵۳/۳ و نرخ رشد پایه پولی در همین بازه زمانی، برابر با ۶۱/۵ درصد بوده است.

با ادامه این روند انتظار می‌رود با وجود انبساط اسمی کل‌های پولی، به دلیل بیشتر بودن رشد پایه پولی از نقدینگی و ادامه کنترل ترازنامه‌ای بانک‌ها، شبکه بانکی با تنگنای اعتباری مواجه و بنگاه‌های اقتصادی برای تأمین سرمایه در گردش، با چالش در شبکه بانکی روبه‌رو باشند.

تسخیر ارزی پایه پولی

ترکیب نقدینگی اسفند ۱۴۰۴



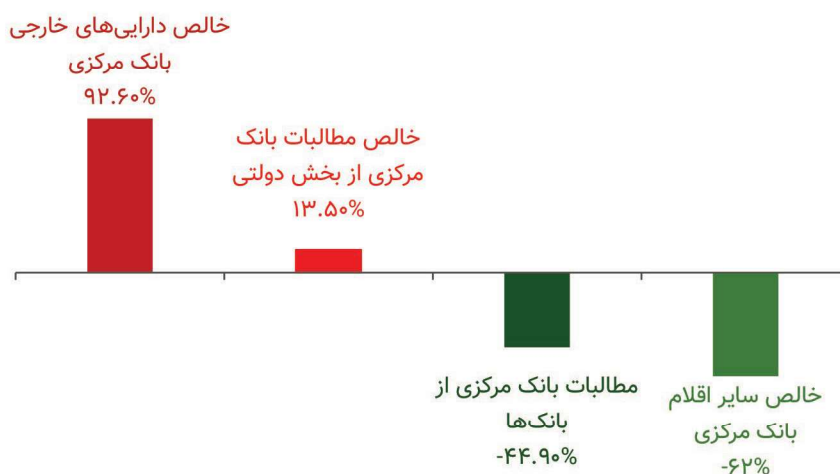
شبه پول

منبع: بانک مرکزی

نقدینگی از «پول» و «شبه پول» تشکیل می‌شود. پول شامل اسکناس و مسکوک دست اشخاص و سپرده‌های دیداری است که در مجموع، ۲۵ درصد نقدینگی را در پایان سال ۱۴۰۴ به خود اختصاص داده‌اند. سه‌چهارم نقدینگی نیز مربوط به شبه پول بوده است که شامل انواع پس‌انداز قرض‌الحسنه، کوتاه‌مدت و بلندمدت و دیگر انواع سپرده‌ها می‌شود. این ترکیب در طول سال ۱۴۰۴ و در مقایسه با سال ۱۴۰۳، تغییر چندانی نداشته است. تغییر ترکیب نقدینگی از آنجایی اهمیت دارد که افزایش اجزای سیال یعنی «پول» در برابر غیر سیال یعنی «شبه‌پول»، از نشانه‌های افزایش انتظارات تورمی است.

بخش عمده رشد پایه پولی در سال ۱۴۰۴ ناشی از رشد خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی به دلیل افزایش نرخ تسعیر ارز است. خالص مطالبات از بخش دولتی نیز سهم مثبت داشته است، اما مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها و خالص سایر اقلام، نسبت به اسفند ۱۴۰۳ کاهش یافته‌اند. علت کاهش سایر اقلام، افزایش سپرده‌های ارزی بانک مرکزی نزد صندوق توسعه ملی است.

رشد نقطه به نقطه منابع پایه پولی در اسفند ۱۴۰۴



منبع: بانک مرکزی

تکیه فعالان اقتصادی بر منابع بانکی برای تأمین مالی، با ریسک تأخیر یا عدم تخصیص همراه است. در نتیجه لازم است بنگاه‌های اقتصادی علاوه بر مدیریت بهینه موجودی و کاهش دوره وصول مطالبات، به ابزارهای غیر بانکی و نوین تأمین مالی توجه داشته باشند.

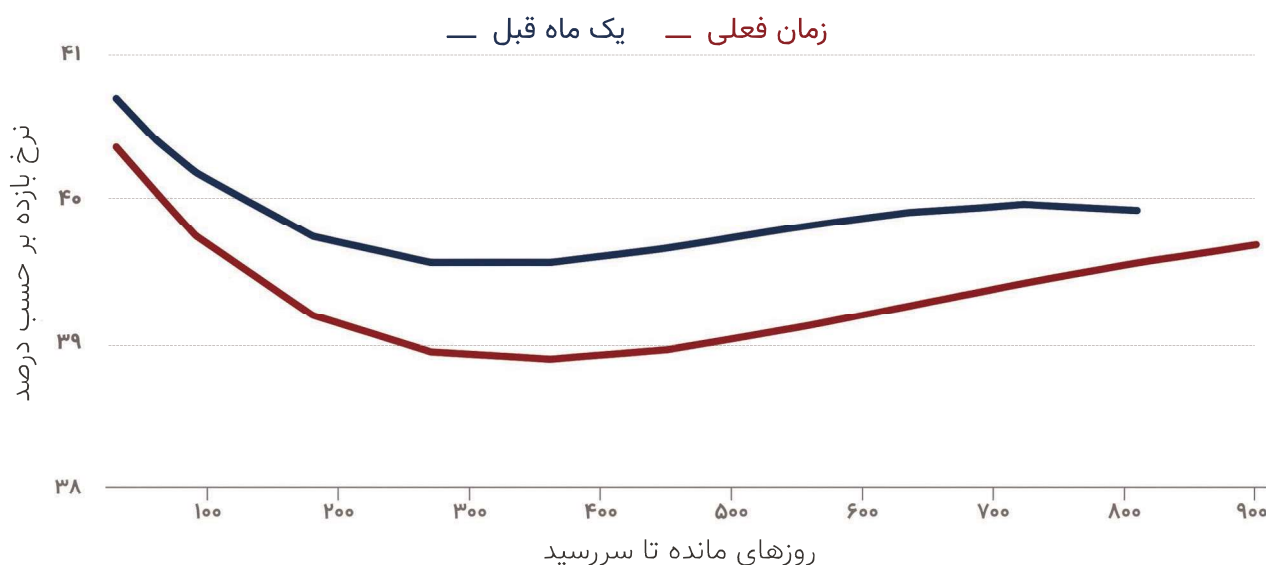
با وجود رشد نقدینگی در سطح کلان، فعالان اقتصادی در سطح خرد با کمبود اعتبار مواجه هستند. ساختار پولی نشان می‌دهد سهم ۲۵ درصدی اجزای سیال نقدینگی، با اینکه نسبت به دوره قبل تغییری نداشته اما ظرفیت بالایی برای ورود به بازارهای کالا و دارایی دارد. در واقع هر عاملی که بر انتظارات تورمی اثرگذار باشد، آغازی برای این حرکت خواهد بود. همچنین از آنجایی که رشد پایه پولی نیز ریشه در تسعیر دارایی‌های ارزی و همچنین تأمین مالی بخش دولتی داشته، به خلق منابع قابل وام‌دهی در شبکه بانکی منجر نشده است.

بهره در اوج

هزینه تأمین مالی سایر ابزارها، مانند هزینه تأمین مانند انواع اوراق شرکتی کاربرد دارد و علاوه بر این می‌تواند نشان‌دهنده جهت‌گیری انتظارات تورمی نیز باشد.

اسناد خزانه اسلامی یا اخزا یکی از انواع اوراقی است که دولت برای تسویه بدهی‌های خود به پیمانکاران منتشر می‌کند. نرخ بازده این اوراق از آنجایی اهمیت دارد که به عنوان نرخ بهره بدون ریسک در نظر گرفته می‌شود. این نرخ برای تعیین

منحنی بازده اسناد خزانه اسلامی



منبع: فرابورس

این افزایش نرخ، در خصوص اوراقی که ۳۶۰ روز یعنی حدود یک سال تا سررسید آنها باقیمانده به خوبی مشخص است. در این اوراق، نرخ بازده تا سررسید، در ماه گذشته ۳۸/۸۷٪ بود اما هم‌اکنون به ۳۹/۵۴٪ رسیده است. نرخ بازده اوراق با سررسید یک‌ماهه نیز به ۴۰/۶۸٪ رسیده است.

میانگین نرخ سود انواع اوراق اخزا از اواخر تیر تا اواخر مرداد، در مقایسه با اواخر خرداد تا اواخر تیر، افزایش پیدا کرده است. این افزایش یعنی بازدهی اوراق در همه سررسیدها طی یک ماه اخیر روند صعودی را تجربه کرده است. بنابراین می‌توان گفت هزینه تأمین مالی نیز رو به افزایش بوده است.

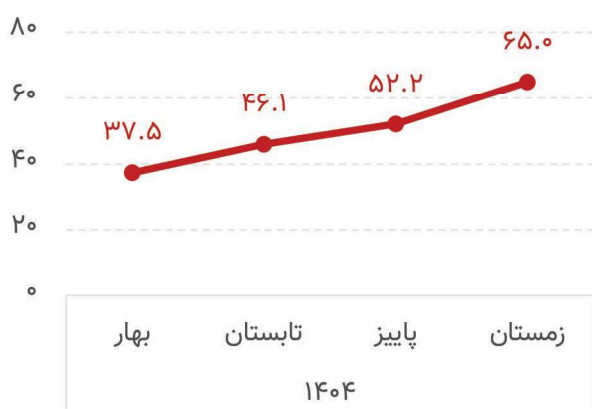
روند صعودی نرخ اخزا و انتقال نمودار بازده به بالا، به معنای افزایش نرخ بهره بدون ریسک است که مهم‌ترین پیامد آن برای فعالان اقتصادی، افزایش هزینه تأمین مالی است. در واقع با افزایش این نرخ، بنگاه‌های اقتصادی برای جذب سرمایه یا انتشار ابزارهای بدهی، باید نرخ‌های بالاتری را به سرمایه‌گذاران پیشنهاد دهند. بنابراین تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌ها نیز با چالش مواجه می‌شود. بهای تمام‌شده پول با قرارگیری نرخ بهره بدون ریسک در محدوده ۴۰ درصد، حاشیه سود عملیاتی آن دسته از بنگاه‌های اقتصادی که متکی به استقراض هستند، کاهش می‌دهد.

حلقه تورمی زنجیره تولید

افزایش علاوه بر اینکه سایر بخش‌های تولید را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد، موجب افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده نیز می‌شود.

تورم نقطه به نقطه شاخص کل

قیمت تولیدکننده بر حسب درصد



منبع: مرکز آمار ایران

تورم نقطه به نقطه کل تولیدکننده در زمستان ۱۴۰۴ برابر با ۶۵ درصد بوده است. تغییرات شاخص قیمت تولیدکننده در بهار، نشان‌می‌دهد هزینه‌های پایه در نخستین فصل سال ۱۴۰۵، افزایش پیدا کرده‌اند.

تورم نقطه به نقطه تولید برق از ۳۳ درصد در زمستان ۱۴۰۴ به ۸۴/۹ درصد در بهار ۱۴۰۵ رسیده است. تورم نقطه به نقطه بخش معدن و خدمات نیز به ترتیب ۷۷/۴ و ۵۸ درصد بوده است.

آمارهای مربوط به بخش‌های کشاورزی و صنعت تا زمان تدوین این شماره منتشر نشده است. با این حال، بررسی زیربخش‌های برق، معدن و خدمات، نشان‌دهنده افزایش سطح قیمت‌های تولیدکننده در این بخش‌هاست. این

تورم نقطه به نقطه تولیدکننده در برخی بخش‌های اصلی بهار ۱۴۰۵

در بخش برق، تورم نقطه به نقطه ساعات میان‌بار در بهار ۱۴۰۵ بیشترین تورم در بین زیرگروه‌ها را داشته که برابر با ۹۱/۱٪ بوده است.

برق
%۸۴.۹

در بخش معدن، کانه‌های فلزی بیشترین تورم نقطه به نقطه بهار ۱۴۰۵ را با ۸۲/۶٪ داشته است. انتظار می‌رود تغییرات قیمتی به دیگر بخش‌های زنجیره منتقل شود.

معدن
%۷۷.۴

در بخش خدمات، فعالیت‌های خدماتی مربوط به تأمین جا و غذا با ۹۱/۶٪، بیشترین تورم نقطه به نقطه بهار ۱۴۰۵ را داشته که آثار آن در شاخص تورم مصرف‌کننده نیز بازتاب داشته است.

خدمات
%۵۸

افزایش هم‌زمان نرخ تورم در نهاده‌های پایه مانند انرژی، مواد اولیه، زنجیره تولید را در معرض تورم فشار هزینه قرار داده است. با توجه به ضعف تقاضای مؤثر، انتقال کامل این بار مالی به مصرف‌کننده نهایی دشوار است.

بنابراین، احتمال کاهش حاشیه سود عملیاتی و کمبود سرمایه در گردش برای بنگاه‌های اقتصادی و کسب و کارها در ادامه سال وجود خواهد بود. در نتیجه فعالان اقتصادی لازم است منابع خود را به خطوط تولید با حاشیه سود بالاتر منتقل و هزینه‌های سربار کسب و کار را مدیریت کنند.

تورم مصرف‌کننده در ایستگاه استراحت

خرداد ۱۴۰۵ نشان می‌دهد. این اولین بار پس از اردیبهشت ۱۴۰۴ است که نرخ تورم نقطه نقطه کاهش پیدا کرده است. تغییرات شاخص قیمت‌ها در تیر ۱۴۰۵ در مقایسه با خرداد ۱۴۰۵ برابر با ۳/۱٪ بوده که کاهش ۲/۸ واحد درصدی را نسبت به ماه قبل نشان می‌دهد.

نرخ تورم سالانه کل کشور با افزایش ۴ واحد درصدی در تیر ۱۴۰۵ به ۶۶٪ رسید. با این حال تورم نقطه به نقطه و تورم ماهانه هر دو کاهشی بودند. شاخص قیمت مصرف‌کننده کل کشور در تیر ۱۴۰۵ نسبت به ماه مشابه سال قبل، ۸۷/۹٪ رشد داشته که کاهش ۰/۷ درصدی را نسبت به

نرخ تورم مصرف‌کننده خانوارهای کل کشور بر حسب درصد



منبع: مرکز آمار ایران

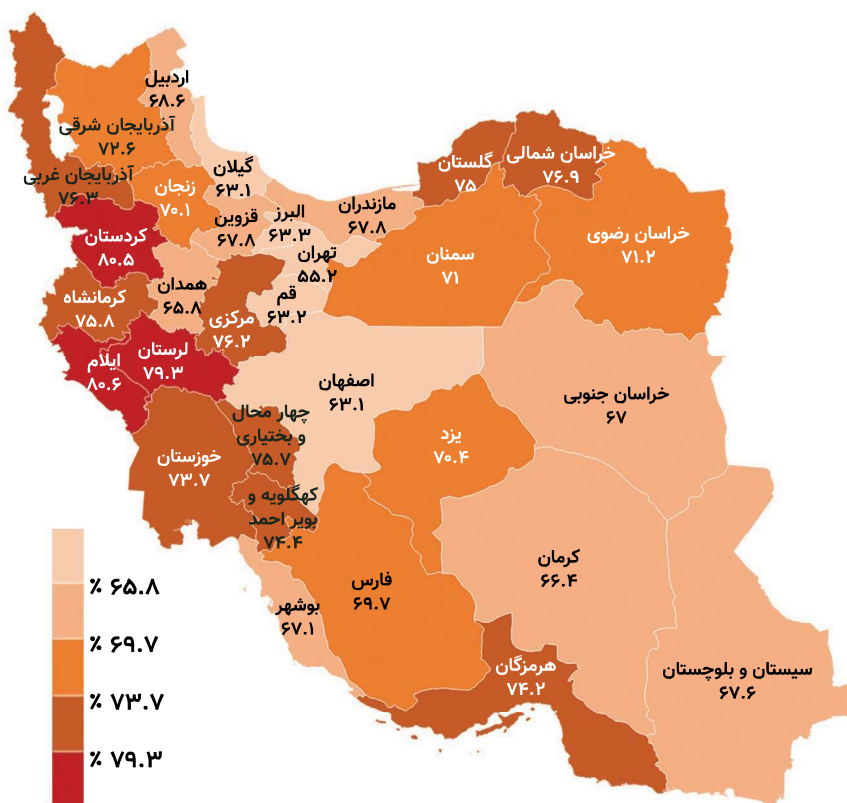
کالاهای غیر خوراکی و خدمات

تورم نقطه به نقطه: ۶۶٪ تورم ماهانه: ۳/۶٪
در بین زیربخش‌های این گروه، بیشترین تورم نقطه به نقطه تیر ۱۴۰۵ مربوط به «خرید وسایل نقلیه» با ۱۱۷/۸٪ است. با این حال، بررسی تورم ماهانه نشان می‌دهد همین گروه با منفی ۰/۷٪ کمترین افت اندکی را در مقایسه با خرداد ۱۴۰۵ نشان می‌دهد.

گروه خوراکی‌ها، آشامیدنی‌ها و دخانیات

تورم نقطه به نقطه: ۱۲۸/۷٪ تورم ماهانه: ۲/۵٪
در این گروه زیربخش «روغن‌ها و چربی‌ها» با تورم نقطه به نقطه ۲۶۱/۵٪ بیشترین رشد را در تیر ۱۴۰۵ تجربه کرده است. در تورم ماهانه، شاهد کاهش قیمت در «گوشت قرمز و گوشت ماکیان» بودیم که نرخ تورم آن، منفی ۵/۲٪ است.

تورم سالانه خانوارهای کل کشور در تیر ۱۴۰۵ بر حسب درصد



بررسی نرخ تورم سالانه استانی نشان می‌دهد استان تهران با تورم ۵۵/۲ درصدی، کمترین نرخ تورم را داشته است. تهران از ابتدای سال ۱۴۰۴ تاکنون، تورمی کمتر از تورم کل کشور داشته و برای ۶ ماه متوالی یعنی از بهمن ۱۴۰۴ تا تیر ۱۴۰۵، کمترین نرخ تورم سالانه را در مقایسه با دیگر استان‌های کشور تجربه کرده است.

یکی از مهم‌ترین دلایل تفاوت تورم استانی را می‌توان تفاوت در الگوی مصرف و سبد خانوار در استان‌های مختلف دانست. با توجه به بیشتر بودن تورم خوارکی در مقایسه با غیر خوارکی، استان‌هایی که وزن خوراک در سبد مصرف آنها بالاتر است، تورم بیشتری را تجربه کرده‌اند.

منبع: مرکز آمار ایران

شهری بوده و با ۱۰۶/۹٪ برای سومین ماه متوالی، سه رقمی شده است.

در دهک‌های هزینه‌ای نیز چنین تفاوتی وجود دارد. تورم سالانه دهک دوم با ۷۳/۵٪ بیشترین تورم بین دهک‌ها بوده است. تورم سالانه دهک اول نیز ۷۲/۶٪ بوده این در حالی است که خانوارهای دهک دهم کمترین نرخ تورم یعنی ۶۳/۹٪ را تجربه کرده‌اند.

علاوه بر تفاوت استانی، تفاوت نرخ تورم در مناطق شهری و روستایی و نیز بین دهک‌های درآمدی، قابل توجه است.

نرخ تورم سالانه خانوارهای روستایی در تیر ۱۴۰۵ به ۷۷/۹۶٪ رسیده در حالی که برای خانوارهای شهری ۶۴٪ است و از این نظر، شکاف ۱۴ واحد درصدی بین روستا و شهر وجود دارد. تورم نقطه به نقطه روستایی نیز در تیر ۱۴۰۵ بیش از مناطق

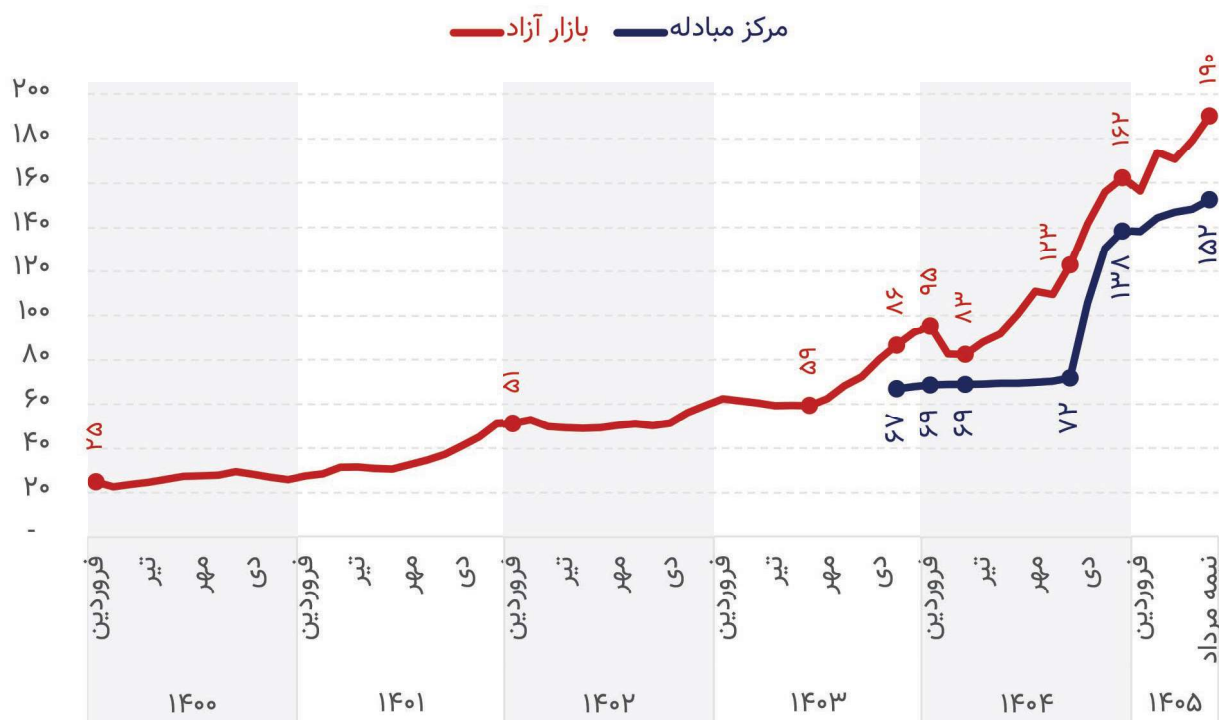
با توجه به اینکه گروه «خوراکی‌ها، آشامیدنی‌ها و دخانیات» نرخ تورم بالایی داشته است و سهم این گروه در سبد مصرفی خانوارهای دهک‌هایی پایین‌تر که تورم بالاتری را تجربه کرده‌اند نیز بیشتر است، احتمال تحت تأثیر قرار گرفتن فعالیت بنگاه‌های تولیدی و تأمین‌کنندگان کالاهای مصرفی ضروری وجود دارد. تداوم این روند، خانوارها را به استفاده از جایگزین‌های ارزان‌تر متمایل می‌کند و ممکن است حجم فروش کل این زنجیره را کاهش دهد. به نظر می‌رسد در این شرایط، بنگاه‌های که بتوانند با ارائه محصولات اقتصادی و برای مثال، عرضه بسته‌بندی‌های کوچک‌تر در بازار فعالیت کنند، خواهند توانست حجم فروش و سهم بازار خود را حفظ خواهند کرد.

تشدید شکاف

دلار در مرکز مبادله ارز نیز به طور میانگین به قیمت ۱۵۲ هزار تومان معامله شده که رشد ۱۰ درصدی را نسبت به ابتدای سال نشان می‌دهد. بر این اساس، شکاف نرخ آزاد و مبادله‌ای در نیمه مرداد ۱۴۰۵ به طور متوسط حدود ۳۸ هزار تومان بوده است.

بررسی نرخ ارز در بازار آزاد و مرکز مبادله نشان‌دهنده ادامه مسیر صعودی دلار است. بر این اساس، تا نیمه مرداد سال ۱۴۰۵ هر دلار در بازار آزاد به طور متوسط در حدود ۱۹۰ هزار تومان معامله می‌شد که نسبت به شروع سال جاری، رشد ۲۲ درصدی را

میانگین ماهانه نرخ دلار بازار آزاد و مرکز مبادله بر حسب هزار تومان



منابع: «مرکز مبادله ارز و طلای ایران» و «شبکه اطلاع‌رسانی طلا و سکه و ارز»

دانست که با کاهش بازده مورد انتظار دارایی‌های ریالی، تقاضا برای دلار را افزایش داد و از سوی دیگر، با کاهش درآمدهای ارزی ناشی از افت صادرات، موجب افزایش نرخ‌ها در بازار شد.

روند کاهشی اختلاف متوسط قیمت دلار آزاد و مبادله‌ای که از آذر ۱۴۰۴ آغاز شده بود در فروردین سال ۱۴۰۵ متوقف شد و از خرداد، بار دیگر این اختلاف شدت گرفت. یکی از دلایل فاصله گرفتن این دو نرخ از یکدیگر را می‌توان شوک جنگ ۴۰ روزه

در دوره‌هایی که شکاف نرخ ارز رسمی و آزاد افزایش پیدا می‌کند، تولیدکنندگان و تجار به دلیل مواجهه با این دو نرخ، در پیش‌بینی قیمت مواد اولیه و هزینه‌های تولید و برآورد قیمت فروش کالاهای خود دچار چالش می‌شوند. برای مدیریت این ریسک‌ها کسب‌وکارها می‌توانند تناسب بین تعهدات ارزی و درآمد صادراتی خود را در نظر بگیرند و نیز موجودی مواد اولیه و نهادهای تولید را به‌گونه‌ای مدیریت کنند که پیامدهای منفی افزایش هزینه‌های جایگزینی به حداقل برسد.

مسیر وارونه

حجم خرید طلای بانک‌های مرکزی در دنیا (۲۰۲۶Q۲)
۲۸۸/۹ تن

رشد نسبت به فصل مشابه سال قبل
۶۲.۴٪

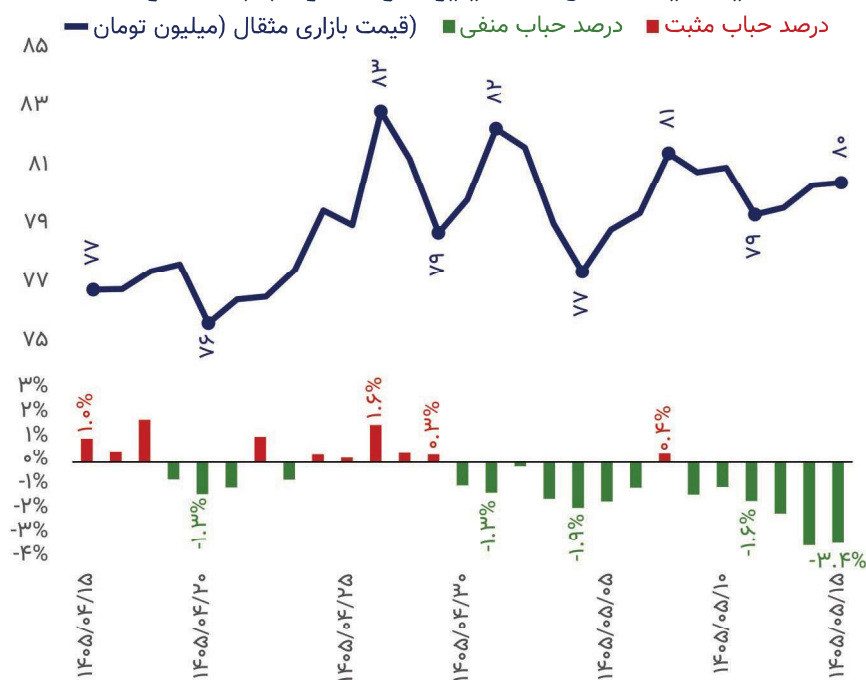
خرید طلا توسط بانک‌های مرکزی که در سه‌ماهه نخست ۲۰۲۶ به ۵۶/۵ تن رسیده بود در فصل بعد، با رشد ۴۰۰ درصدی به بیش از ۲۸۸ تن رسید. افزایش ذخایر طلای بانک‌های مرکزی را می‌توان ناشی از نگرانی در خصوص تورم و تنش‌های ژئوپلیتیک و عاملی برای افزایش قیمت جهانی طلا دانست.

میانگین قیمت اونس جهانی (۲۰۲۶M۰۷)
۴,۰۷۴ دلار

رشد نسبت به میانگین ماه مشابه سال قبل
۲۲٪

میانگین قیمت جهانی اونس طلا در ماه میلادی گذشته نسبت به ماه مشابه سال قبل ۲۲٪ رشد داشته اما در مقایسه با ماه قبل ۴٪ افت کرده است. قیمت فعلی نسبت به سقف تاریخی یعنی ۵,۰۱۹ دلار در فوریه ۲۰۲۶ حدود ۱۹ درصد کاهش را نشان می‌دهد.

قیمت یک مثقال طلا (میلیون تومان) و حباب آن (درصد)



منبع: شبکه اطلاع‌رسانی طلا و سکه و ارز

در بازار داخلی طی بازه ۱۵ تیر تا ۱۵ مرداد ۱۴۰۵، هر مثقال طلا در محدوده ۷۷ تا ۸۳ میلیون تومان معامله شد که در بیشتر روزها، حباب منفی داشت یعنی ارزش بازاری آن، کمتر از ارزش ذاتی بود تا جایی که در نیمه مرداد، این حباب به ۳/۴٪ رسید که در آن ارزش ذاتی هر مثقال، حدود ۸۳ میلیون و ۲۸۵ هزار تومان بود اما در بازار، با قیمتی حدود ۸۰ میلیون و ۴۸۰ هزار تومان مورد معامله قرار گرفت.

در دوره‌هایی که نااطمینانی‌های سیاسی و مالی افزایش پیدا می‌کند، بانک‌های مرکزی برای حفظ ارزش ذخایر بین‌المللی خود و کاهش ریسک دارایی‌ها، ذخایر طلا را افزایش می‌دهند و این یکی از عوامل مؤثر بر افزایش قیمت طلاست. با این حال در بازار داخلی طلا در یک ماه گذشته، در بیشتر روزها با قیمتی کمتر از ارزش ذاتی خود معامله شد که این موضوع می‌تواند به دلیل کاهش تقاضا یا کاهش ارزش‌گذاری دلار باشد. بر این اساس می‌توان گفت با اینکه حباب منفی، ممکن است فرصتی برای تبدیل دارایی نقد به طلا تلقی شود اما لازم است در خصوص تشدید حباب منفی، محتاط بود.

رکوردشکنی شاخص

بازار	شاخص	مقدار در پایان تیر ۱۴۰۵	تغییر نسبت به ماه قبل	تغییر نسبت به ابتدای سال
بورس	شاخص کل	۴,۸۸۴,۰۰۱	-۴.۷۲٪	+۳۱.۵٪
	هموزن	۱,۳۵۶,۰۶۴	+۱.۰۵٪	+۴۲.۳۴٪
فرا بورس	شاخص کل	۳۸,۸۵۳	+۰.۲٪	+۳۶.۸۴٪
	هموزن	۲۳۹,۳۴۵	+۴.۲۷٪	+۴۸.۸۳٪

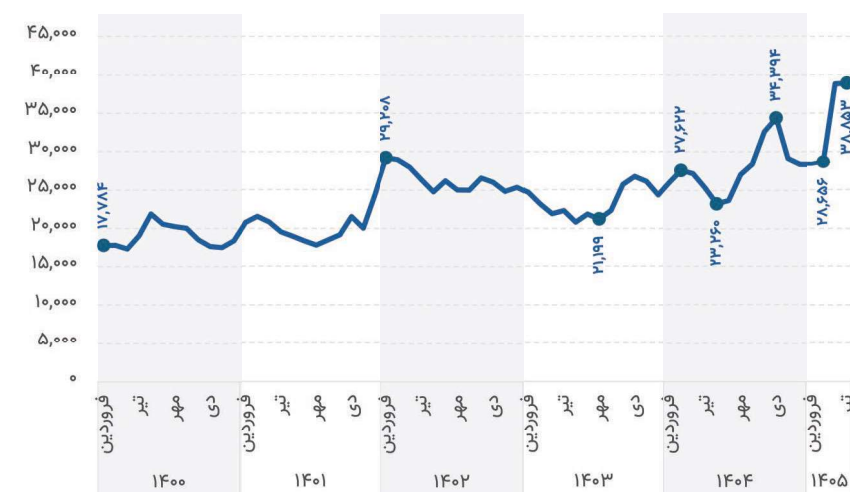
شاخص کل بورس تهران که بیانگر روند سطح قیمت کل شرکت‌های پذیرفته‌شده است، در تیر ۱۴۰۵ با افت ۴/۷۲ درصدی نسبت به خرداد، به ۴,۸۸۴,۰۰۱ واحد رسید. شاخص در مقایسه با ابتدای سال با رشد ۳۱/۵ درصدی همراه بود. شاخص هموزن بورس تهران که میزان تغییر قیمت‌ها را با وزن برابر برای همه شرکت‌ها نشان می‌دهد در تیر ۱۴۰۵ نسبت به خرداد ۱/۰۵٪ رشد داشت و به ۱,۳۵۶,۰۶۴ واحد رسید. این رقم، رشد ۴۲/۳۴ درصدی را در مقایسه با ابتدای سال نشان می‌دهد. ارزش معاملات بورس تهران در تیر ۱۴۰۵ به بیش از ۷۹۴ هزار میلیارد تومان رسید که در مقایسه با ماه قبل با افت ۰/۹۸ درصدی همراه بود.

شاخص کل بورس تهران



منبع: سازمان بورس

شاخص کل فرابورس ایران



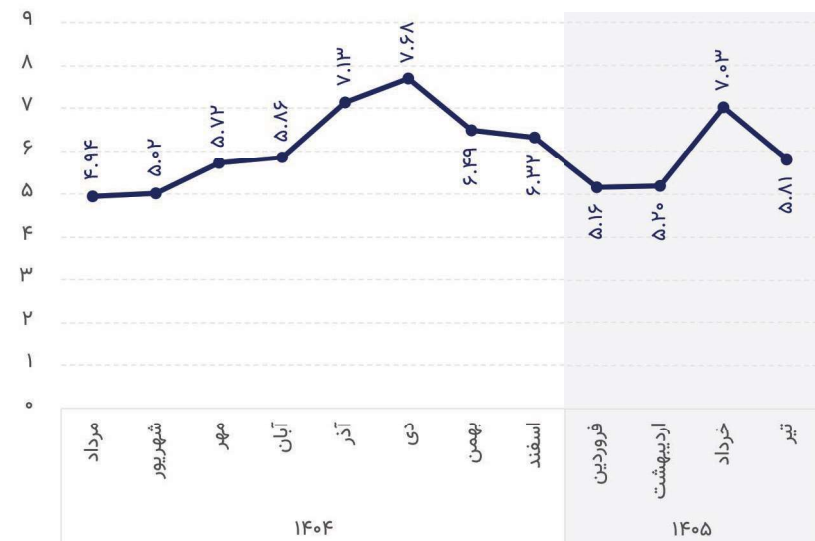
منبع: سازمان بورس

شاخص کل فرابورس ایران در تیر ۱۴۰۵ با رشد ۰/۲ درصدی نسبت به خرداد، به ۳۸,۸۵۳ واحد رسید. شاخص در مقایسه با ابتدای سال رشد ۳۶/۴۸ درصدی داشت. شاخص هموزن فرابورس در تیر ۱۴۰۵ نسبت به خرداد با رشد ۴/۲۷٪ به ۲۳۹,۳۴۵ واحد رسید که رشد ۴۸/۸۳ درصدی را در مقایسه با ابتدای سال نشان می‌دهد. ارزش معاملات فرابورس در تیر ۱۴۰۵ به حدود ۴,۶۷۵ هزار میلیارد تومان رسید که در مقایسه با خرداد ۱۴۰۵ ۱۱/۵٪ افت را نشان می‌دهد.

معمای ارزندگی

نسبت قیمت به درآمد (P/E) کل بازار سهام برای سنجش ارزش گذاری بازار بر مبنای مقایسه قیمت جاری سهام با سودآوری سالانه بنگاه ها است و انتظارات رشد آتی و هزینه واقعی سرمایه را نشان می دهد در پایان تیر ۱۴۰۵ با کاهش نسبت به خرداد به ۵/۸۱ رسید. این نسبت در مقایسه با انتهای سال گذشته یعنی ۶/۳۲ نیز کاهش یافته است.

نسبت قیمت به درآمد (P/E) کل بازار سهام



منبع: سازمان بورس

صنایع زیرساختی در تیر ۱۴۰۵ کمترین نسبت قیمت به درآمد را داشتند که می توان آن را به عنوان نشانه ای از ریسک بالا و افزایش نرخ های بازده مورد انتظار سرمایه گذاران برای ورود به این صنایع در نظر گرفت.

در مقابل با توجه به نسبت قیمت به درآمد پایین تر خصوص صنایع کوچک، می توان گفت در خصوص این صنایع، خوش بینی نسبت به رشد آتی وجود دارد.

صنایع با کمترین نسبت قیمت به درآمد (P/E) در تیر ۱۴۰۵

استخراج نفت، گاز و خدمات جنبی جز اکتشاف: ۲/۲۳

بانک ها و موسسات اعتباری: ۳

خدمات فنی مهندسی: ۳/۰۵

صنایع با بیشترین نسبت قیمت به درآمد (P/E) در تیر ۱۴۰۵

ساخت دستگاه ها و وسایل ارتباطی: ۱۲/۴۶

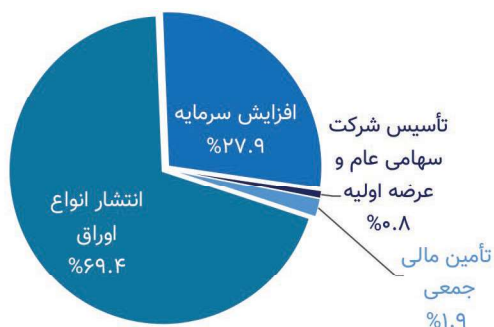
انبوه سازی: ۱۵/۲۰

دباغی، پرداخت چرم و ساخت انواع پاپوش: ۶۰/۶۸

کاهش P/E در صنایع زیرساختی را می توان نشان دهنده افزایش هزینه واقعی پول در اقتصاد دانست. این موضوع بر محاسبات مالی طرح های توسعه اثرگذار است به طوری که انتظار می رود هزینه تأمین مالی بنگاه ها حتی در صنایع دارای بازدهی بالا، افزایش یابد. بنابراین لازم است نرخ بازده مورد انتظار پروژه های جدید نیز به تناسب افزایش یابد و ارزیابی برای ورود به طرح هایی که سودآوری آنها در بلندمدت حاصل می شود، با دقت بیشتری صورت پذیرد.

دست بالای دولت در بازار بدهی

ترکیب تأمین مالی ۴ ماهه ۱۴۰۵

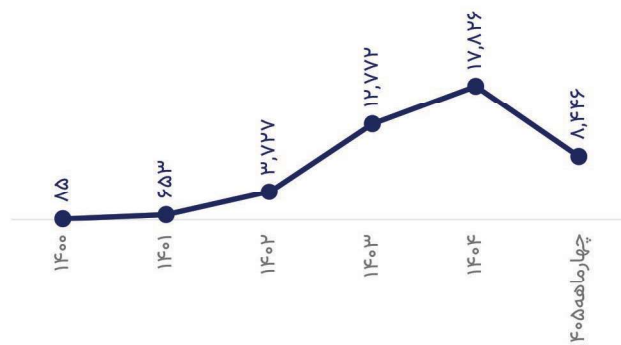


منبع: سازمان بورس

بررسی روند تأمین مالی نشان می‌دهد در سال‌های اخیر، انتشار انواع اوراق مالی اسلامی، اصلی‌ترین روش تأمین مالی بوده است.

در چهار ماهه ۱۴۰۵ نیز مطابق همین روند، اوراق سهم عمده تأمین مالی را بر عهده داشتند به طوری که از ۴۴۳ هزار میلیارد تومان تأمین مالی انجام شده در بازار، ۳۰۸ هزار میلیارد تومان آن یعنی تقریباً ۷۰٪ از طریق انتشار انواع اوراق مالی اسلامی در بازار بدهی بوده است.

ارزش تأمین مالی جمع (میلیارد تومان)



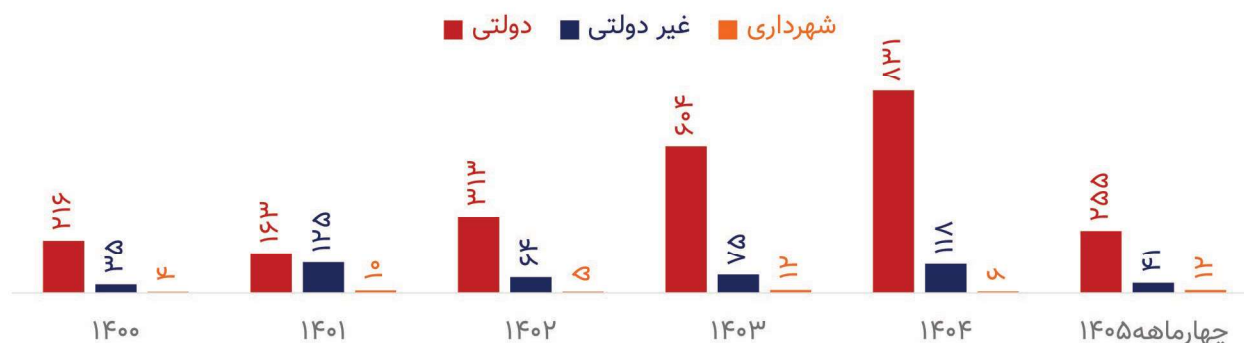
منبع: سازمان بورس

یک مسیر رو به رشد در حوزه تأمین مالی، تأمین مالی جمع است. با اینکه تأمین مالی جمع، سهم اندکی از کل بازار تأمین مالی دارد اما مسیر رو به رشدی را طی کرده است به طوری که از ۸۵/۴ میلیارد تومان در سال ۱۴۰۰ به ۱۷/۸ هزار میلیارد تومان در سال ۱۴۰۴ رسیده است. این رقم در چهارماهه ۱۴۰۵ به حدود ۸/۵ هزار میلیارد تومان رسیده است.

انتشار ۸۳۱ هزار میلیارد تومان اوراق، ۸۷٪ از کل بازار بدهی را به خود اختصاص داد. سهم بخش خصوصی نیز ۱۲٪ یعنی حدود ۱۱۸ هزار میلیارد تومان بوده است.

نکته قابل توجه درباره بخش اصلی تأمین مالی یعنی اوراق این است که سهم اوراق دولتی در آن بیشتر است. در سال ۱۴۰۴ از مجموع ۹۵۵ هزار میلیارد تومان تأمین مالی اوراق بدهی، دولت با

ارزش انتشار اوراق بدهی به تفکیک ماهیت بر حسب هزار میلیارد تومان



منبع: سازمان بورس

دست رد به حراج دولتی

۴۷۰ هزار میلیارد تومان و اوراق فروش رفته حدود ۱۴۷ هزار میلیارد تومان بوده است.

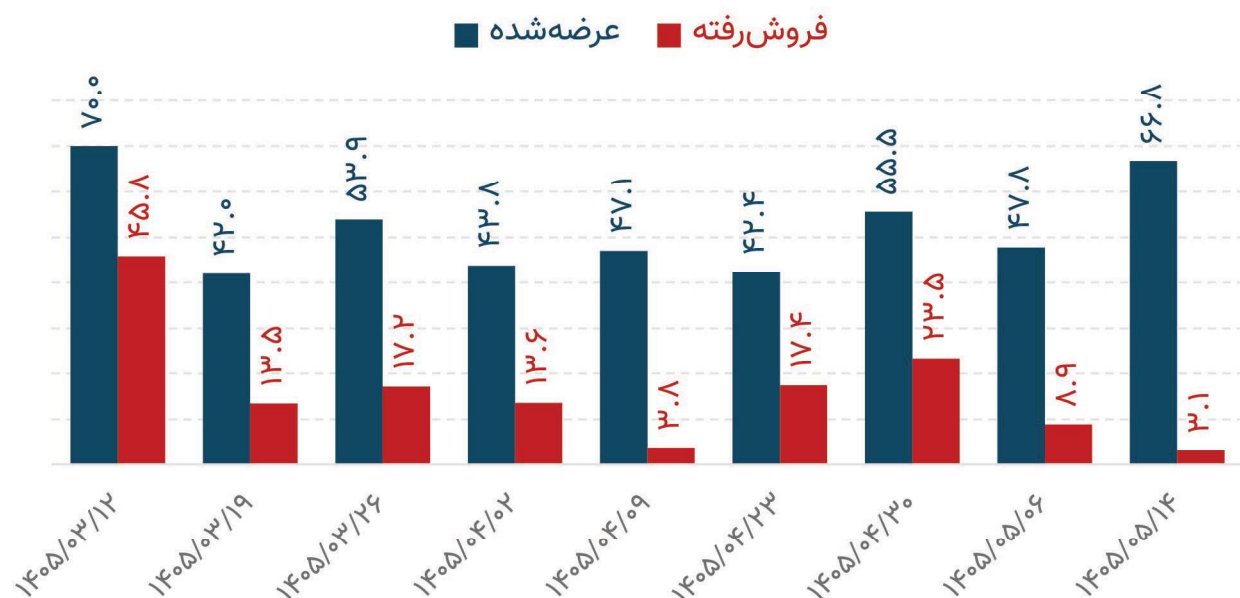
حدود ۹ هزار میلیارد تومان از اوراق فروش رفته در مجموع این حراج‌ها را بانک‌ها خریداری کردند و حدود ۱۳۸ هزار میلیارد تومان از آنها توسط سایر خریداران حقیقی و حقوقی در بازار سرمایه خریداری شده است.

نرخ بازده تا سررسید در این ۹ مرحله حراج، بین ۳۸ تا ۴۰ درصد بوده است.

اوراق مرابحه عام دولت نوعی ابزار بدهی بدون ریسک است که دولت برای تأمین مالی کسری بودجه و هزینه‌های خود می‌فروشد و در سررسیدهای مشخص، سود و اصل پول را به خریداران پرداخت می‌کند. در حراج، این اوراق به بانک‌ها و خریداران غیر بانکی عرضه می‌شود تا نرخ سود کشف شود.

تا نیمه مرداد ۱۴۰۵، ۹ مرحله حراج انجام شده که مجموع ارزش اوراق عرضه شده در آنها حدود

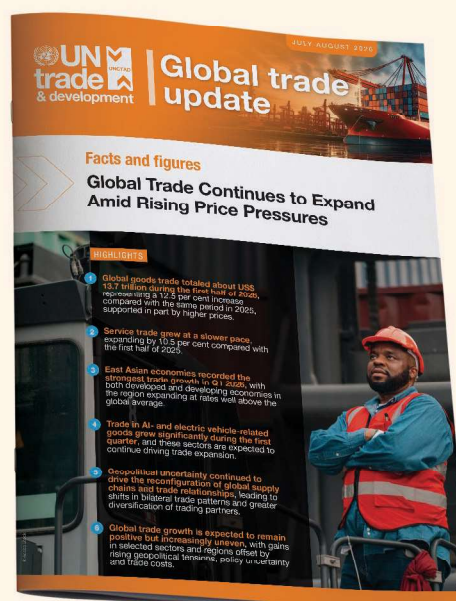
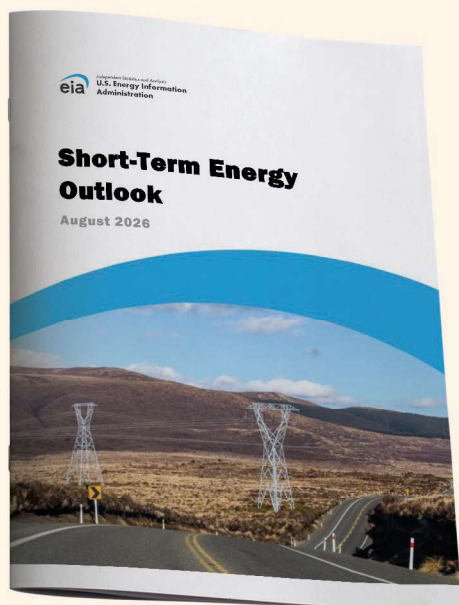
ارزش اوراق عرضه شده و فروش رفته مرابحه عام دولت در حراج‌های سال ۱۴۰۵ (هزار میلیارد تومان)



منبع: بانک مرکزی

نرخ این اوراق به عنوان نرخ بازده بدون ریسک در نظر گرفته می‌شود و رسیدن آن به ۴۰ درصد، بخش خصوصی را ناچار می‌کند برای انتشار انواع اوراق بدهی با هدف تأمین مالی، نرخ‌های حداقل مساوی و بالاتر را پیشنهاد دهد و این به معنای گران شدن هزینه تأمین مالی در اقتصاد است. علاوه بر این، با در نظر گرفتن سهم دولت در بازار بدهی می‌توان گفت فرصت‌های بخش خصوصی برای تأمین مالی از این بازار، محدود است. از همین رو لازم است فعالان بخش خصوصی علاوه بر انواع اوراق بدهی، روش‌های تأمین مالی زنجیره تأمین را به عنوان دیگر ابزارهای تأمین مالی مورد توجه قرار دهند و نیز از فرصت ابزارهای نوینی از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی برای پروژه‌های خود استفاده کنند.

تورم تجارت با انسداد هرمز سرکوب جنگی ظرفیت صادرات



بر اساس گزارش اداره اطلاعات انرژی ایالات متحده، میانگین تولید نفت خام ایران در سال ۲۰۲۵ حدود ۳/۳۸ میلیون بشکه در روز و تولید کل مایعات نفتی کشور در روز ۴/۷۷ میلیون بشکه بوده است.

با شروع جنگ ۴۰ روزه، تولید نفت خام ایران در فصل دوم سال ۲۰۲۶ به میانگین ۲/۸۶ میلیون بشکه در روز کاهش پیدا کرد. اختلالات تنگه هرمز در مارس تا می ۲۰۲۶ به طور میانگین موجب توقف روزانه ۱۱۰ هزار بشکه از تولید کشورمان شد. این توقف تولید در پایان بهار یعنی ژوئن ۲۰۲۶ به اوج خود یعنی ۵۸۰ هزار بشکه در روز رسید اما با آغاز تابستان در جولای ۲۰۲۶ به ۱۰۰ هزار بشکه در روز کاهش پیدا کرد.

تولید کل مایعات نفتی ایران در ژوئن و جولای ۲۰۲۶ به ترتیب ۳/۶ و ۳/۹ میلیون بشکه در روز و مصرف داخلی آن در این ماهها ۱/۷ میلیون بشکه در روز برآورد شده که نشان‌دهنده ظرفیت صادرات روزانه بین ۱/۹ تا ۲/۲ میلیون بشکه است اما این فرصت به دلیل پیامدهای جنگ و اختلال در حمل‌ونقل دریایی تنگه هرمز، به طور کامل قابل بهره‌برداری نبود.

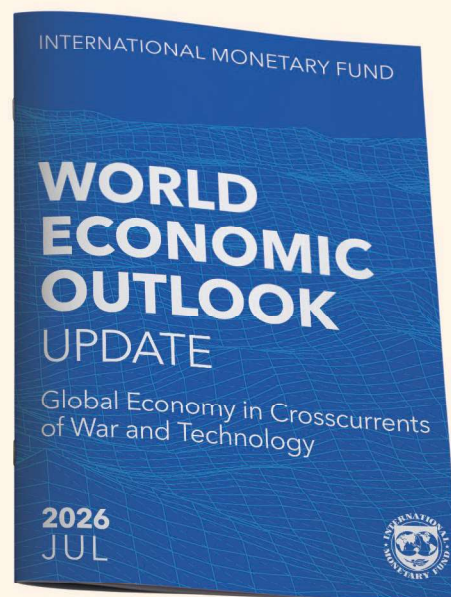
بر اساس گزارش آنکتاد، تجارت جهانی کالا در نیمه اول سال ۲۰۲۶ به حدود ۱۳/۷ تریلیون دلار رسیده که نشان‌دهنده رشد ۱۲/۵ درصدی نسبت به مدت مشابه سال ۲۰۲۵ است. پیش‌بینی می‌شود این روند صعودی در سه‌ماهه دوم سال نیز ادامه پیدا کند. تقاضای بالا در صنایع مرتبط با هوش مصنوعی، خودروهای برقی و نیمه‌هادی‌ها عامل اصلی این چشم‌انداز هستند.

با این حال، تنش‌های ژئوپلیتیک خاورمیانه و اختلال در تنگه هرمز، با تشدید نگرانی‌ها درباره تأمین انرژی موجب شده هزینه‌های حمل‌ونقل، لجستیک و تولید افزایش پیدا کند. این هزینه‌ها باعث افزایش تورم کالاهای تجاری به ۳/۶ درصد در سه‌ماهه اول ۲۰۲۶ شده و پیش‌بینی می‌شود این نرخ در سه‌ماهه دوم سال جاری میلادی به ۵/۱ درصد برسد.

در منطقه خاورمیانه نیز پیامدهای جنگ در سه ماهه نخست ۲۰۲۶، واردات را ۶ درصد و صادرات را ۵ درصد در مقایسه با سه‌ماهه چهارم ۲۰۲۵ کاهش داده است.

رشد در سایه عدم قطعیت

دوربرگردان صادرات نفت



بر اساس گزارش آژانس بین‌المللی انرژی، شکنندگی توافق آتش‌بس ایران و آمریکا در اواسط ژوئن ۲۰۲۶، روند بهبود عرضه نفت خلیج فارس را معکوس کرد. با انسداد مجدد تنگه هرمز در اوایل جولای، صادرات نفت منطقه با کاهش ۲/۱ میلیون بشکه‌ای به ۱۵ میلیون بشکه در روز رسید. با وجود این تنش‌ها، عرضه نفت کشورمان از ۲/۳ میلیون بشکه در روز در ژوئن ۲۰۲۶ به ۲/۶۳ میلیون بشکه در روز در جولای افزایش پیدا کرد.

همچنین پیش‌بینی می‌شود تقاضای جهانی نفت در سال ۲۰۲۶ روزانه ۱/۶ میلیون بشکه کاهش پیدا کند. این کاهش، ۵۱۰ هزار بشکه بیشتر از برآوردهای ماه گذشته آژانس و به معنای تشدید کاهش تقاضاست.

بر اساس به‌روزرسانی چشم‌انداز اقتصاد جهانی صندوق بین‌المللی پول در جولای ۲۰۲۶، پیش‌بینی می‌شود رشد تولید ناخالص داخلی ایران در سال ۲۰۲۶، منفی ۵/۴ درصد باشد. این پیش‌بینی نسبت به پیش‌بینی قبلی که در آپریل انجام شده بود، ۰/۷ واحد درصد بهبود یافته است. این بازنگری، نشان‌دهنده بهبود وضعیت صادرات نفت و همچنین کاهش برخی محدودیت‌های صادرات کشور است.

در مقابل، رشد اقتصادی ایران برای سال ۲۰۲۷ با کاهش ۰/۳ درصدی نسبت به برآورد قبلی، ۲/۹ درصد پیش‌بینی شده است. همچنین، رشد اقتصادی کشورمان در سال‌های ۲۰۲۴ و ۲۰۲۵ به ترتیب ۳/۷ درصد و ۰/۸- درصد تخمین زده شده است.

صندوق بین‌المللی پول عنوان کرده است پیش‌بینی رشد اقتصادی ایران به دلیل تحولات ژئوپلیتیک و تحریم‌ها، عدم قطعیت بسیار بالایی دارد.



اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

TEHRAN CHAMBER OF COMMERCE,
INDUSTRIES, MINES AND AGRICULTURE

معاونت مطالعات اقتصادی و آینده پژوهی

www.economy.tccim.ir