

# دیدبان

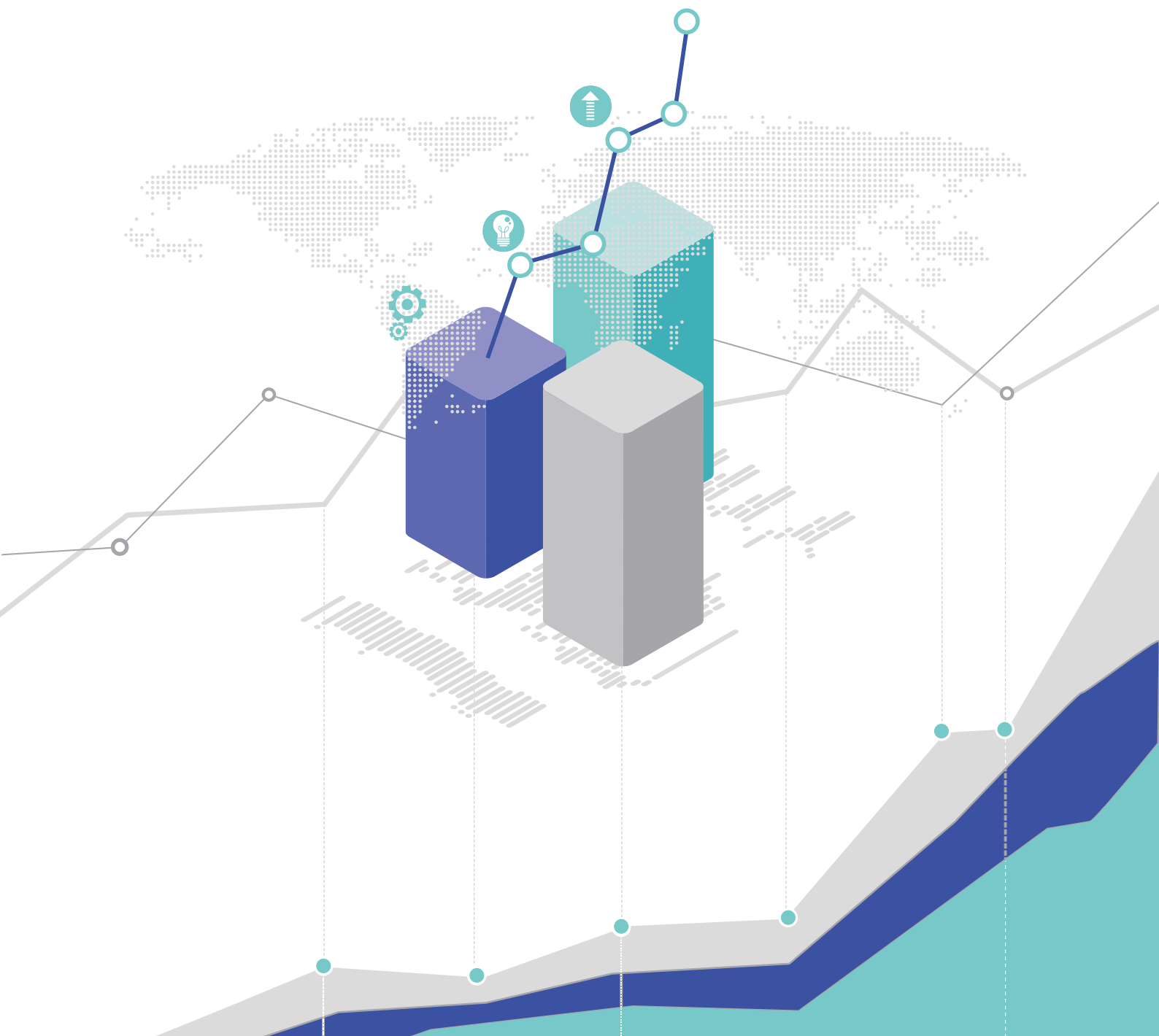
دستنامه تحلیلی اقتصاد و سرمایه گذاری

Dideban

سال اول | شماره ۴

شرکت سرمایه‌گذاری سامان مجید

SAMAN MAJD INVESTMENT CO.





اطلاعات این گزارش دارای "ارزش پیش‌بینی‌کنندگی" و "ارزش تایید‌کنندگی" است. آمار و اطلاعات مالی و اقتصادی بایستی بر تصمیمات اقتصادی استفاده‌کنندگان در ارزیابی رویدادهای گذشته، حال یا آینده، تایید و یا تصحیح ارزیابی‌های گذشته آن‌ها موثر واقع شود. به بیان دیگر اطلاعات برای تصمیم‌گیرنده‌ای که قبلاً آن اطلاعات را نداشته، "تفاوت" ایجاد می‌کند. از این رو اطلاعات مالی و اقتصادی باید دارای "ارزش پیش‌بینی‌کنندگی" و یا حائز "ارزش تایید‌کنندگی" باشد. اطلاعات می‌تواند از طریق ارتقای توانایی تصمیم‌گیرنده در پیش‌بینی نتایج رویدادهای گذشته یا حال، بر تصمیم اثر داشته باشد که در این صورت اطلاعات دارای ارزش پیش‌بینی‌کنندگی است. همچنین اطلاعات می‌تواند از طریق تایید یا اصلاح انتظارات قبلی تصمیم‌گیرنده، بر یک تصمیم اثرگذار باشد که در این صورت خواهیم گفت اطلاعات دارای ارزش تایید‌کنندگی است. این گزارش با هدف افزایش قدرت پیش‌بینی رویدادهای آتی تهیه شده است تا مدیران، فعالان اقتصادی و کارشناسان بازار سرمایه بتوانند بازخورد مناسبی نسبت به رویدادها و روندهای اقتصادی داشته باشند.

شرکت سرمایه‌گذاری سامان مجد



## فهرست

۴	خلاصه مدیریتی
۶	تصویر کلی بازارها
۷	اقتصاد جهانی
۱۱	بازارهای کالایی جهانی
۱۴	اقتصاد ایران
۱۴	تجارت خارجی: تغییر شرایط منطقه‌ای
۲۰	تجارت الکترونیک
۲۱	شامخ: کاهش قیمت و میزان تولید
۲۳	نرخ تورم نرخ تورم: چشم‌انداز تداوم روند نزولی
۲۴	سود مورد اجماع تحلیلگران
۲۵	مسکن: تداوم و تعمیق رکود معاملات
۲۶	بازار ارز: کاهش مداخلات و تداوم ثبات
۲۷	سپرده بانکی: عدم جذابیت نرخ سود و خروج به سمت بازارهای موازی
۲۹	اوراق تامین مالی: ثبات عرضه و افزایش تقاضا
۳۱	بازار سهام: افزایش ریسک در گروه‌های کوچک و احتمال ریزش
۳۴	طلا: صفر شدن حباب قیمت پس از ۳۶ ماه

## خلاصه مدیریتی

و تقاضای احتیاطی و سفته‌بازی تبدیل شده بود، اکنون به عرضه و تقاضای مصرفی و تجارت خارجی نیز متصل شده است. با توجه به آنکه مازاد تجاری غیرنفتی کشور در ماه‌های اخیر به تدریج در حال کاهش بوده و انتظار منفی شدن آن وجود دارد (افزایش واردات و تقاضای ارز) و همچنین با در نظر گرفتن دشوار بودن شرایط فروش نفت برای دولت (کاهش عرضه ارز) انتظار افزایش محدود نرخ ارز در نیمه دوم سال وجود دارد.

آغاز تجارت ترجیحی با اعضا اتحادیه اوراسیا و توسعه تجارت خدمات از ناحیه فعالیت‌های مرتبط با گردشگری، از مهمترین تحولاتی است که می‌تواند افزایش نسبی عرضه ارز را به دنبال داشته باشد. کالاهای کشاورزی در سمت صادرات و کالاهای دامپروری و کشاورزی در سمت واردات، اصلی‌ترین اقلامی هستند که در توافقنامه تجارت ترجیحی با اتحادیه اوراسیا رشد تجارت را تجربه خواهند نمود. همچنین باید توجه داشت کاهش نرخ برابری ریال در برابر سایر ارزها سبب شده تا قیمت‌های نسبی داخل کشور از جذابیت بالایی برخوردار شوند و به همین دلیل، در سال جاری رشد محسوس ورود گردشگران به کشور رخ داده است به شکلی که در فصل بهار تعداد گردشگران ورودی بیش از گردشگران خروجی بوده است.

تغییر قابل ملاحظه نرخ سود سپرده بانکی در شهریور ۹۶ سبب شده تا بنا به دلایلی از جمله تجدید سپرده‌های یکساله در آن تاریخ، میزان سپرده‌های یکساله که در شهر یورماه هر سال سررسید می‌شوند، بیش از سایر ماه‌ها باشد. بررسی رفتار سپرده‌های یکساله سررسید شده در شهر یورماه سال جاری نشان می‌دهد برخلاف رفتار سپرده‌گذاران در اسفندماه سال گذشته (که با سررسید شدن اوراق گواهی سپرده یکساله اقدام به ورود به بازارهایی نظیر ارز و طلا نموده و نوساناتی در آن‌ها ایجاد نمودند)، بخشی از سپرده‌ها وارد بازار اوراق تامین مالی شده و بخشی از آن نیز وارد صندوق‌های با درآمد ثابت شده است. این تغییر رفتار، تا حد زیادی ناشی از ایجاد آرامش در بازارهای ارز و طلا طی ماه‌های اخیر بوده که جذابیت نسبی آن‌ها را برای معاملات سفته‌بازانه کاهش داده است.

البته باید توجه داشت که بخشی از این سپرده‌های سررسید شده نیز تبدیل به سپرده‌های جاری شده و به این ترتیب سهم سپرده‌های جاری از مجموع سپرده‌ها به رقم قابل ملاحظه ۱۴.۵ درصد رسیده است. تداوم ورود پول به سپرده‌های جاری می‌تواند خطرات زیادی را از ناحیه افزایش سرعت گردش پول و افزایش دوباره نرخ تورم ایجاد نماید.

در بازار مسکن شهر تهران، قیمت برای دومین ماه متوالی کاهش یافته است و رکود معاملاتی نیز همچنان پابرجاست به شکلی که شهر یورماه سال جاری، رکورد کم‌معامله‌ترین ماه در دهه ۱۳۹۰ را به خود اختصاص داده است و با توجه به آنکه الگوی معاملاتی به شکلی است که مهر و آبان نیز غالباً ماه‌های کم‌معامله محسوب می‌شوند، انتظار تغییر جهت در فصل پاییز بعید به نظر می‌رسد.

در اقتصاد جهانی شاهد چرخش مواضع امریکا و چین در تنش‌های بین این دو کشور بودیم. این دو کشور با در نظر گرفتن معافیت‌هایی در مورد تعرفه‌هایی که علیه یکدیگر اعمال کرده بودند و برنامه ریزی جهت ادامه مذاکرات، تاحدودی نگرانی‌های بوجود آمده از چشم انداز اقتصادی را کاهش دادند. علت اصلی این امر می‌تواند نزدیک بودن انتخابات ریاست جمهوری امریکا و همچنین خروج مشاور امنیت ملی امریکا که مواضع سرسختانه‌ای در قبال سایر کشورها داشت؛ باشد. از سوی دیگر حمله با تاسیسات نفتی ارامکو عربستان موجب افزایش قیمت نفت شد که می‌تواند در کوتاه مدت و تا زمان بازگشت ظرفیت‌های از دست رفته این کشور به مدار تولید ادامه داشته باشد. مجموع این عوامل موجب شد که طلا با وجود کاهش قیمت؛ اما همچنان بالای ۱۵۰۰ دلار باقی بماند. کاهش بیشتر نرخ بهره امریکا و اتفاقات رخ داده برای عربستان از جمله عواملی بود که مانع کاهش بیشتر قیمت طلا شد. چشم انداز آینده اقتصاد جهانی به مذاکرات تجاری امریکا و چین بعد از خروج مشاور امنیت ملی امریکا بستگی دارد و احتمال دارد تا زمان برگزاری انتخابات ریاست جمهوری امریکا، رئیس‌جمهور این کشور از اقداماتی که موجب نگرانی اقتصادی شود خودداری نماید. در تداوم روند نزولی تورم طی چهارماه اخیر، نرخ تورم شهر یورماه برای دومین ماه متوالی کمتر از یک درصد بوده است و به این ترتیب نرخ تورم نقطه به نقطه شهر یورماه به ۳۵ درصد رسیده است. کاهش نرخ تورم که تا حد زیادی ناشی از کاهش نرخ ارز در نیمه نخست سال ۹۸ بوده، سبب شده تا با ایجاد ثبات نسبی در شرایط اقتصاد کلان، انتظارات تورمی نزد آحاد مردم تعدیل شود. انتظار می‌رود نرخ تورم پایان سال ۱۳۹۸ در محدوده ۲۴ درصد تا ۳۲ درصد قرار گیرد.

با وجود کاهش محسوس نرخ تورم در نیمه اول سال، این تغییرات نتوانسته با افزایش میزان فروش بنگاه‌ها همراه شود و شاخص مدیران خرید برای مرداد ماه به محدوده کمتر از ۵۰ درصد رسیده است. کاهش میزان سفارشات جدید و افزایش پیوسته میزان موجودی انبار (با وجود کاهش قیمت)، گویای آن است که بخشی از افت تولید و فروش ناشی از کمبود تقاضا در بازار کالاها و خدمات است. تداوم این شرایط، می‌تواند به معنای ایجاد رکود طرف تقاضا در اقتصاد ایران باشد.

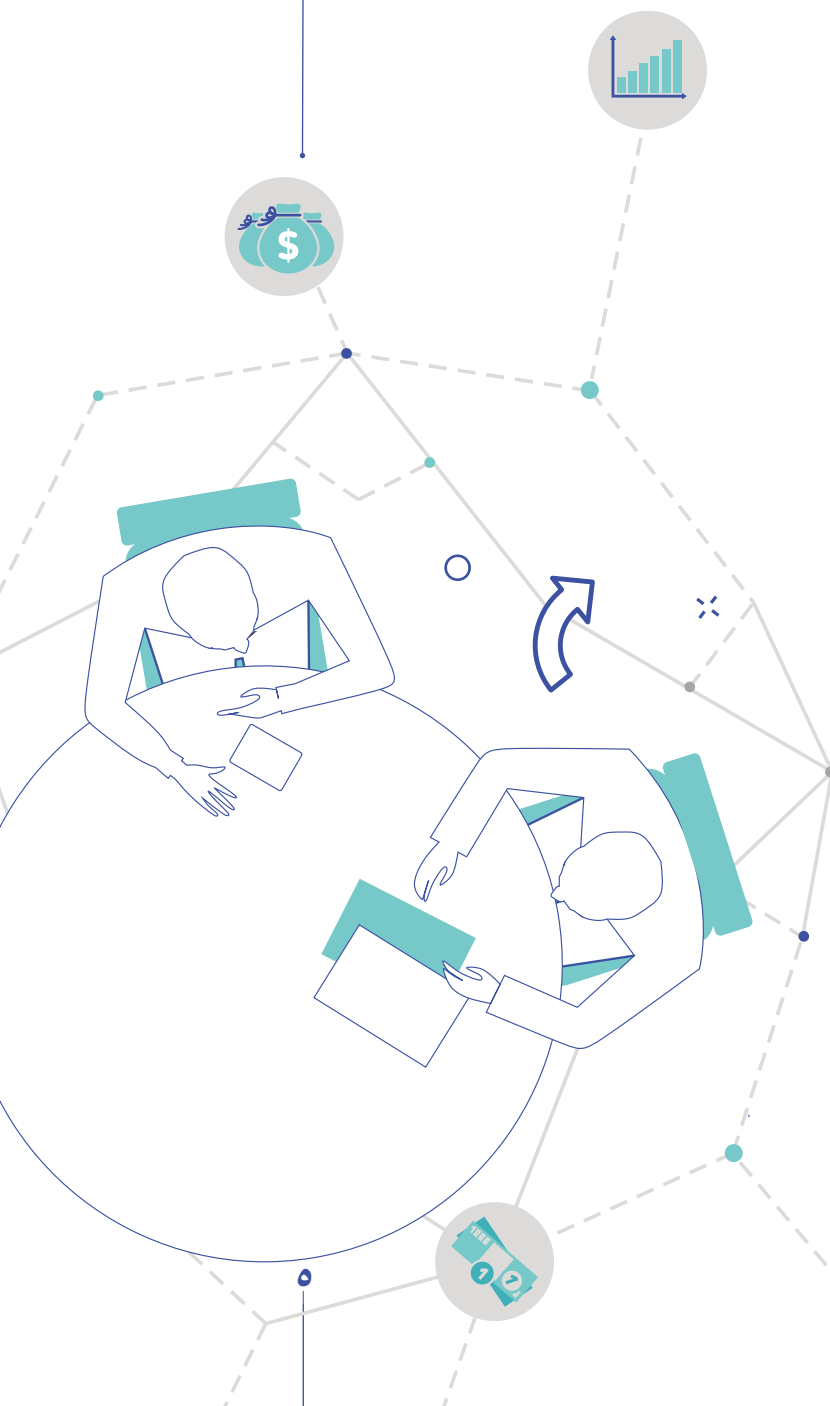
کاهش نرخ ارز برای چهارمین ماه متوالی سبب شده که بازدهی منفی ۱۳ درصد برای این دارایی مالی در نیمه اول سال ۹۸ ثبت شود. روند نزولی نرخ ارز در حالی رخ داده که تحولات تجارت خارجی نشان می‌دهد تقاضای مصرفی ارز تغییر چندانی نداشته است. همچنین با توجه به آنکه شرایط سیاست خارجی کشور نسبت به سال گذشته تغییر چندانی نداشته، نمی‌توان عامل کاهش ریسک را در این مساله موثر دانست. در مقابل به نظر می‌رسد اقدامات اخیر بانک مرکزی و دستورالعمل جدید عرضه ارز حاصل از صادرات، سبب شده تا عملکرد بازار آزاد به درستی صورت گیرد و این بازار که تا پیش از این تنها به محل تلاقی عرضه

با توجه به افزایش قابل ملاحظه قیمت مسکن طی فصول اخیر به نظر می‌رسد توانایی بسیاری از خانوارها (به ویژه در شهر تهران) برای خرید این کالا از بین رفته است و با در نظر گرفتن عدم تغییر میزان تسهیلات مسکن در سه سال گذشته، رونق این بازار تنها در گرو افزایش میزان تسهیلات خواهد بود. لازم به ذکر است که سهم معاملات خانه‌های کمتر از پنج سال (گروه موسوم به نوساز) نیز در سه سال گذشته به طور پیوسته کاهش یافته و این موضوع می‌تواند موید افت قدرت خرید خانوار باشد.

بازار اوراق تامین مالی که طی نیمه اول سال بنا به دلایلی نظیر عدم ورود اوراق مربوط به بودجه سال ۹۸ به بازار، تغییر محسوسی در سمت عرضه نداشته است، در شهریورماه و متأثر از تحولات سپرده‌های بانکی با افزایش تقاضا مواجه شده است. به این ترتیب میانگین نرخ بازدهی اوراق تامین مالی با کاهش مواجه شده و به کمترین میزان از ابتدای سال ۹۷ رسیده است. در مورد چشم‌انداز تحولات این بازار در نیمه دوم سال به نظر می‌رسد که افزایش عرضه اوراق دولتی می‌تواند پدیده غالب بازار باشد. در سمت تقاضا نیز با توجه به کاهش محسوس نرخ تورم در ماه‌های اخیر و بازگشت بازدهی حقیقی اوراق تامین مالی از مقادیر منفی قابل ملاحظه، به نظر می‌رسد که میتوان افزایش نسبی تقاضا را انتظار داشت. برآیند این تحولات (در صورت ثبات سایر شرایط) می‌تواند به افزایش آرام نرخ بازده منجر شود.

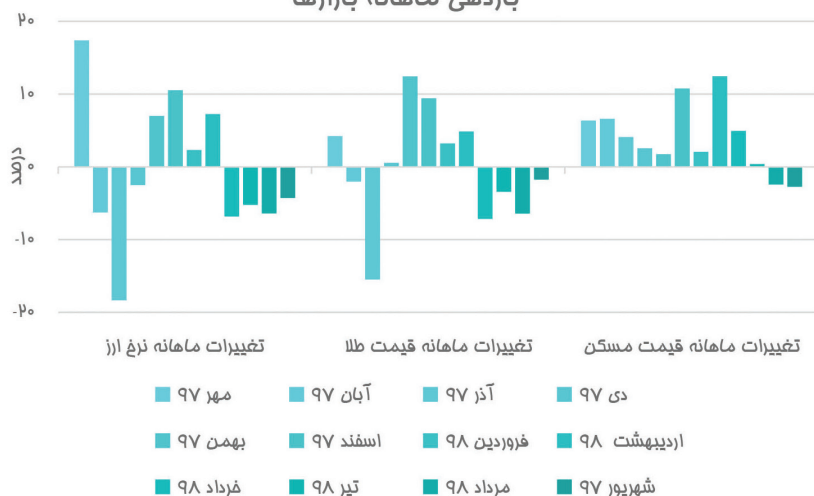
بازار سهام نیز که در نیمه اول سال ۹۸ در بین بازارها پیش‌تاز بوده و بیشترین بازدهی را با فاصله زیاد نصیب خود نموده است، با اقبال گسترده سرمایه‌گذاران مواجه شده است. ورود گسترده سهامداران جدید که غالباً دانش معاملاتی پایینی دارند و با هدف کسب سودهای کوتاه‌مدت وارد بازار شده‌اند، سبب افزایش قابل ملاحظه میزان معاملات افراد حقیقی شده و غالباً این معاملات نیز در سمت خرید بوده است. این تغییرات سبب شده تا خالص خرید (خرید منهای فروش) افراد حقیقی در شهریورماه حدوداً دو برابر شود و دارایی افراد حقیقی به بالاترین سطح تاریخی برسد. با توجه به آنکه شاخص‌هایی نظیر ارزش دلاری بازار و نسبت ارزش بازار به نقدینگی، به محدوده بالاتر از میانگین‌های بلندمدت خود رسیده‌اند، به نظر می‌رسد که ریسک بازار افزایش یافته و حداقل در برخی گروه‌ها شاهد تشکیل حباب قیمتی هستیم.

محاسبه نسبت قیمت به درآمد گویای آن است که در گروه‌های کوچک، برخلاف گروه‌های بزرگ، این نسبت افزایش محسوسی یافته و انتظار می‌رود طی ماه‌های آتی از ناحیه افزایش سودآوری و یا کاهش قیمت تعدیل شود که البته احتمال گزاره دوم بالاتر است. به این ترتیب، ریزش قیمت سهام به ویژه در گروه‌ها و شرکت‌های کوچک بازار طی نیمه دوم سال محتمل است. تغییرات احتمالی سیاست‌های دولت در مواردی نظیر قیمت بنزین، حذف ارز ۴۲۰۰ تومانی و دیگر موارد مرتبط با قیمت‌گذاری و تعرفه‌ها که می‌تواند گروه‌های خاص را متأثر سازد، از دیگر تحولات بازار سهام در ماه‌های آینده خواهد بود.

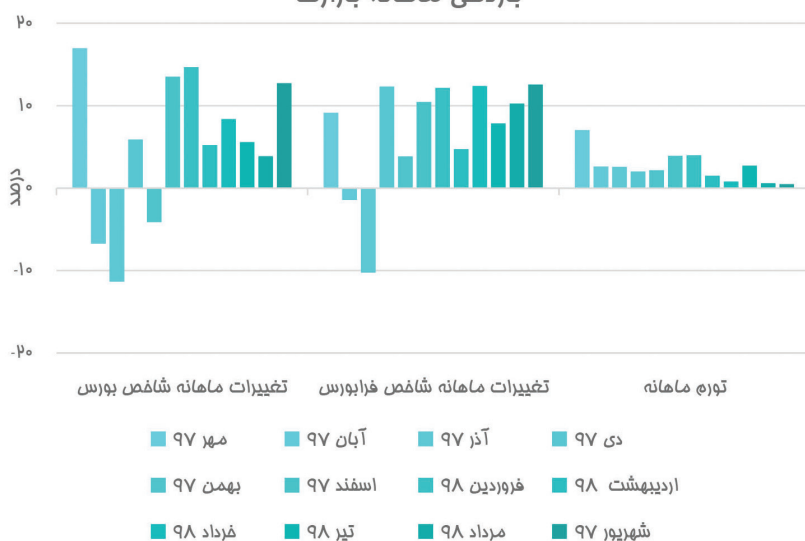


## تصویر کلی بازارها

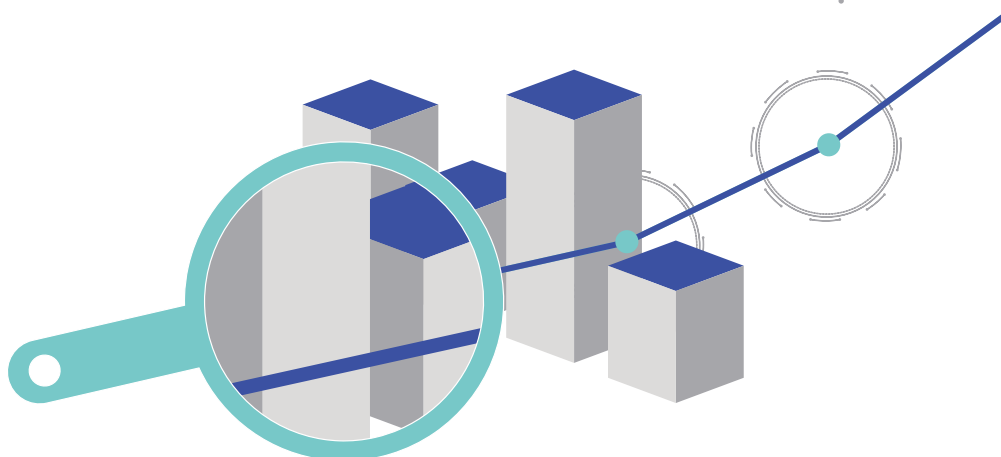
### بازدهی ماهانه بازارها



### بازدهی ماهانه بازارها



روند تغییرات بازار سرمایه در کنار بازارهای جایگزین سرمایه گذاری به شرح زیر می باشد. نیمه اول سال ۱۳۹۸ با ثبات نسبی بازارهای ارز و طلا همراه بوده به شکلی که در شهریورماه این بازارها برای چهارمین ماه متوالی بازدهی منفی را ثبت نموده اند. بازار مسکن نیز برای دومین ماه متوالی بازدهی منفی را تجربه نموده و در مقابل بورس در تمامی ماه های نیمه اول سال با رشد مثبت مواجه بوده است. نرخ تورم ماهانه نیز در شهریورماه برای دومین ماه متوالی در محدوده کمتر از ۱ درصد قرار گرفته است و به این ترتیب نرخ تورم نقطه به نقطه شهر یورماه به رقم ۳۵ درصد رسیده است که این رقم، کمترین نرخ تورم طی دوازده ماه گذشته است. مجموع این تغییرات نشانگر ایجاد نوعی ثبات نسبی در بازارهای مالی اقتصاد ایران است که البته بنا به دلایلی از جمله پابرجا ماندن تحریم های بین المللی به ویژه عدم امکان فروش نفت، تداوم این شرایط با ثبات در نیمه دوم سال، با چالش های جدی روبرو است.



## اقتصاد جهانی



اقتصاد جهانی در سپتامبر ۲۰۱۹ شاهد رویدادهای بسیاری بود که هر یک اثر متفاوتی بر بازار داشتند. در ابتدای ماه اخبار منفی سیاسی و اقتصادی همچنان منتشر می شد اما سپس تعلیق برخی تعرفه های متقابل از سوی چین و امریکا موجب شد کمی فضای اقتصاد جهانی بهبود پیدا کند و امیدها به توافق بین چین و امریکا تا قبل از انتخابات ۲۰۲۰ ریاست جمهوری امریکا افزایش یابد. از سوی دیگر مطرح شدن استیضاح رئیس جمهور امریکا موجب افزایش فضای نااطمینانی در بازارها شده است.

پس از افشای اطلاعات مربوط به تماس تلفنی میان رئیس جمهور ایالات متحده با رئیس جمهور اوکراین مبنی بر تلاش جهت یافتن اطلاعات در رابطه با عملکرد رقیب انتخاباتی وی جو بایدن، این موضوع تبدیل به مساله شماره یک سیاست داخلی ایالات متحده شده است. مخالفان وی به ویژه رئیس مجلس نمایندگان (کنگره)، به دنبال اعلام اتهام سواستفاده از قدرت قانونی جهت تحت تاثیر قراردادن نتایج انتخابات با همکاری دولت های خارجی هستند و در صورت اقناع کنگره، می توانند طرح استیضاح را آغاز نمایند. به نظر می رسد که این مساله و حواشی آن در ماه های آتی همچنان در فضای سیاسی این کشور تداوم یابد.

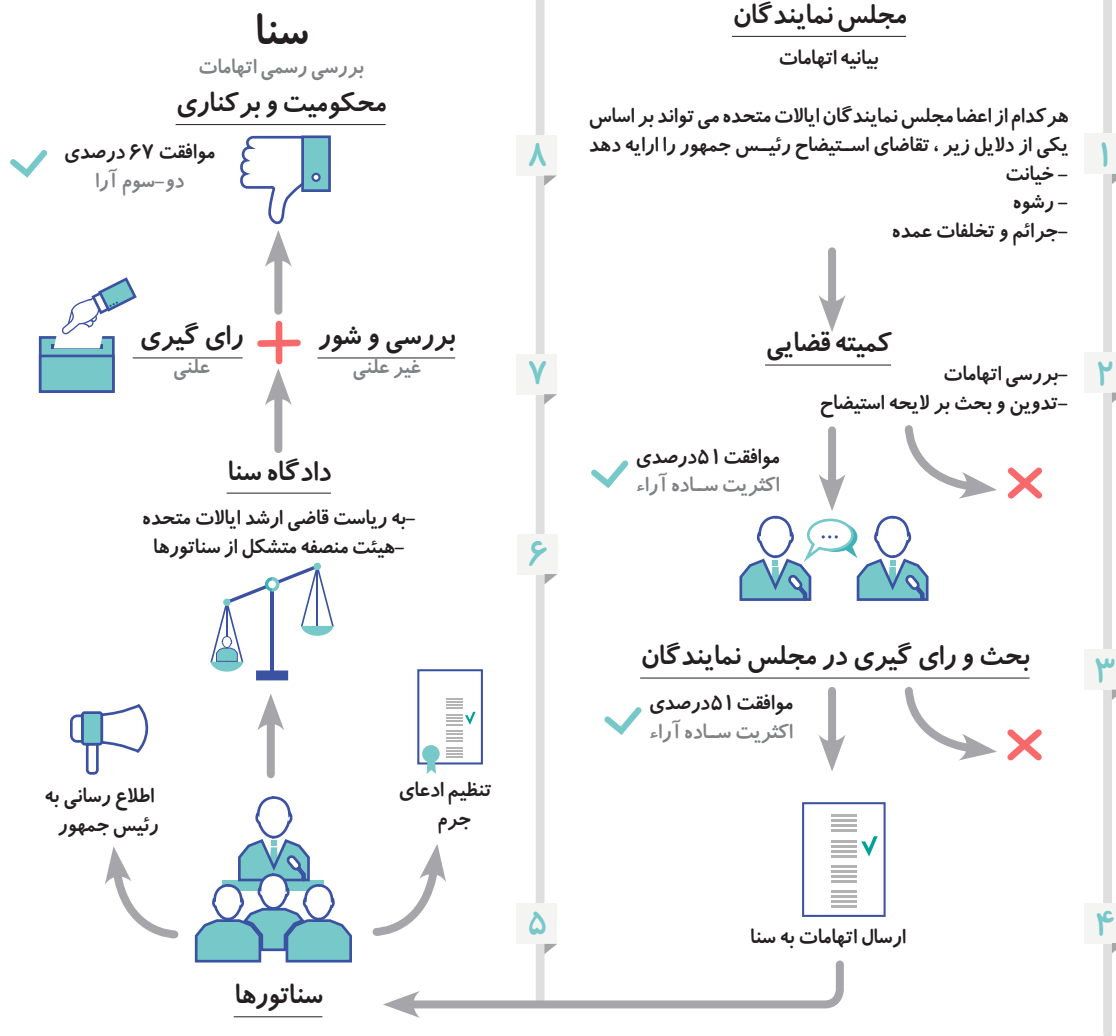
ترامپ چهارمین رئیس جمهور ایالات متحده است که با احتمال استیضاح روبرو می شود. در طول تاریخ این کشور تنها دو رئیس جمهور در سنا استیضاح شده اند؛ اندرو جانسون (هفدهمین رئیس جمهور) و بیل کلینتون (چهل و دومین رئیس جمهور) که البته هر دو نیز با اختلاف کم، موفق به رهایی از آن شدند. مورد دیگر استیضاح مربوط به ریچارد نیکسون (سی و هفتمین رئیس جمهور) بوده است که پس از رسوایی مشهور واترگیت (شنود مکالمات تلفنی حزب رقیب جهت برتری در انتخابات) رخ داد و وی پیش از برگزاری استیضاح، اقدام به کناره گیری از قدرت نمود. لازم به ذکر است که موافقت افکار عمومی با استیضاح در آن زمان تنها ۲۴ درصد بوده اما در حال حاضر میزان موافقت ۳۵ درصد است.

با توجه به مسیر پرفراز و نشیب استیضاح، عدم همراهی جمهوری خواهان کنگره و در نهایت عدم اجماع افکار عمومی، در نهایت به نظر نمی رسد که این استیضاح به طرح در مجلس سنا و یا حداقل برکناری ترامپ بیانجامد اما انتظار می رود که دموکرات ها با مانور بر روی استیضاح و کشاندن به ماه های منتهی به انتخابات ۲۰۲۰، از آن به عنوان اهرم فشار استفاده نمایند.



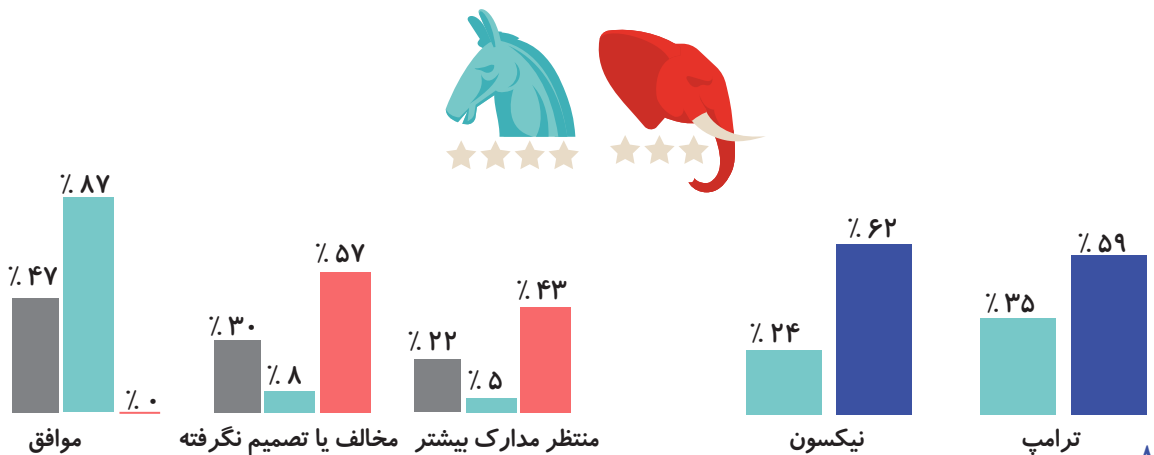


## قانون اساسی ایالات متحده در مورد استیضاح چه می گوید؟



افکار عمومی در مورد استیضاح ترامپ/نیکسون چه می گوید؟

مجلس نمایندگان در مورد استیضاح چه می گوید؟





نمودار نشان می دهد که موضوع رکود اقتصادی براساس اخبار منتشره چقدر مورد توجه مردم قرار گرفته و سپس چگونه با رفع مقداری از نگرانی ها از توجه به آن کاسته شده است. در نمودار زیر عدد ۱۰۰ شاخص نشان دهنده اوج محبوبیت یک موضوع در جستجوهای گوگل بوده است که این امر در مورد رکود اقتصادی در سال ۲۰۰۸ رخ داده است. میزان جستجو در مورد رکود در یک ماهه اخیر به بیشترین میزان خود در ۱۰ ساله اخیر رسیده و پس از آن با انتشار اخبار تعلیق برخی تعرفه های دوجانبه بین امریکا و چین مجددا کاهش پیدا کرده است.

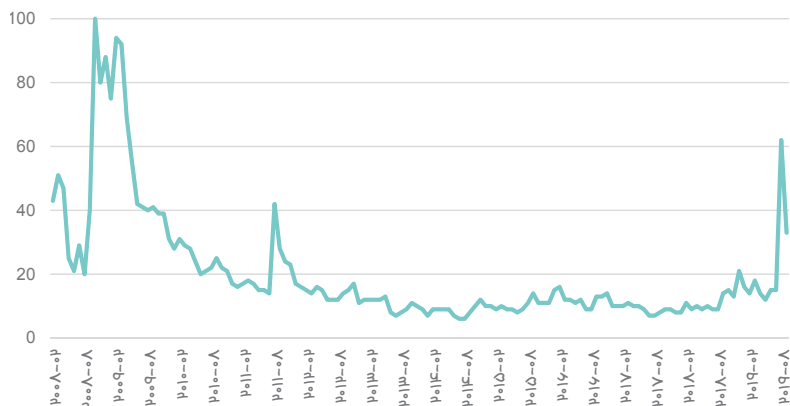


از سوی دیگر، فدرال رزرو امریکا در ماه سپتامبر ۲۰۱۹ یک بار دیگر اقدام به کاهش نرخ بهره کرد به گونه ای که حد پایین نرخ بهره هدف فدرال رزرو به ۱.۷۵٪ رسید. با این حال این کاهش نرخ نیز همچنان از نظر رئیس جمهور امریکا کافی نبود و وی حتی پیشنهاد نرخ بهره صفر و منفی را مطرح کرد که البته با توجه به وضعیت اقتصادی امریکا چنین اقدامی بعید بنظر می رسد.

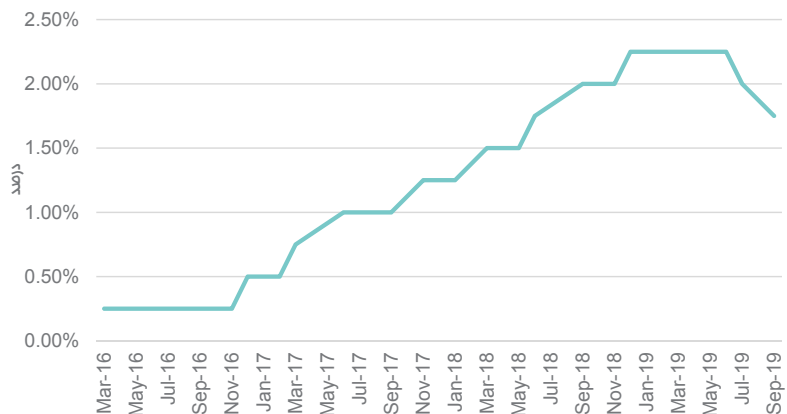


با اینحال بانک های مرکزی چین، اروپا و ژاپن در مقایسه با فدرال رزرو امریکا سیاست های انبساطی تری را اعمال کردند در نتیجه شاخص دلار پس از کاهش نرخ بهره امریکا با کاهش مواجه نشد و دلار همچنان به عنوان یک ارز گران در دنیا باقی ماند.

Google search: Recession



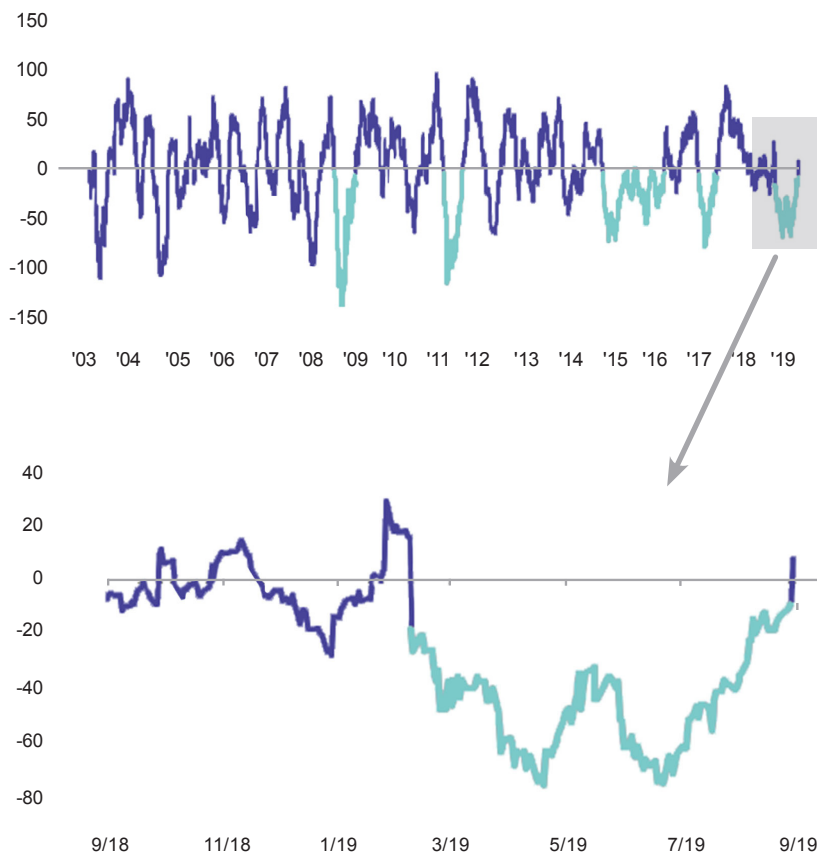
Target Federal Funds Rate Lower Limit



US Dollar Index

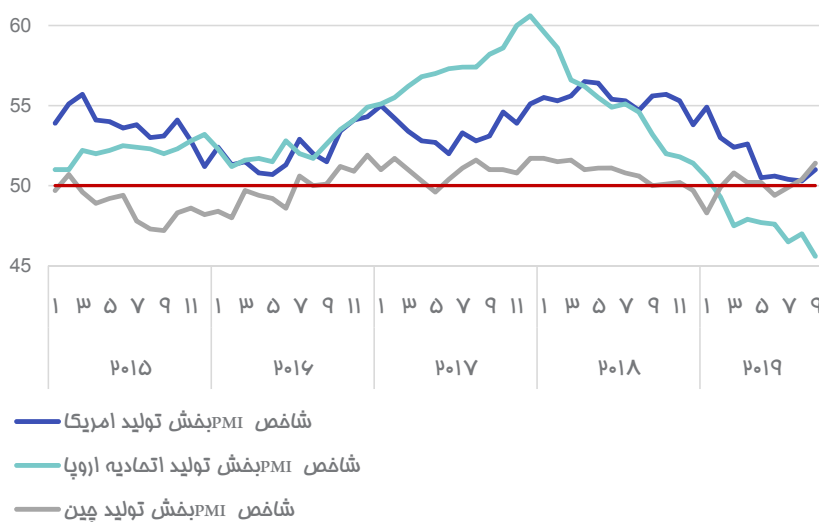


Citi Economic Surprise Index:2003-2019



برایند سیاست های بانک های مرکزی و رویدادهایی نظیر کاهش تنش های اقتصادی امریکا و چین را می توان در شاخص سورپرایز اقتصادی موسسه سی تی دید. شاخص سورپرایز اقتصادی موسسه سی تی نشان می دهد آمارهای منتشر شده تا چه حد عملکرد بهتر یا بدتری نسبت به پیش بینی ها داشته اند. منفی بودن این شاخص به این معناست که اکثریت آمارهای منتشر شده نسبت به پیش بینی ها نامطلوب عمل کرده اند. مثبت بودن این شاخص نیز بدین معنا است که اثر آمارهای منتشر شده بهتر از پیش بینی ها بوده اند. وضعیت کنونی این شاخص همانطور که در نمودار زیر نشان داده شده است از منفی به سمت مثبت تغییر کرده است. این امر نشان می دهد که انتظارات تحلیلگران نسبت به چشم انداز اقتصادی انقدر پایین آمده است تا مجددا با آمار واقعی منتشر شده هماهنگ شده است و حتی کمی بیش واکنشی نیز در کاهش انتظارات وجود داشته است. در یک ساله اخیر مقدار این شاخص عمدتاً منفی بوده است.

شاخص های PMI بخش تولید

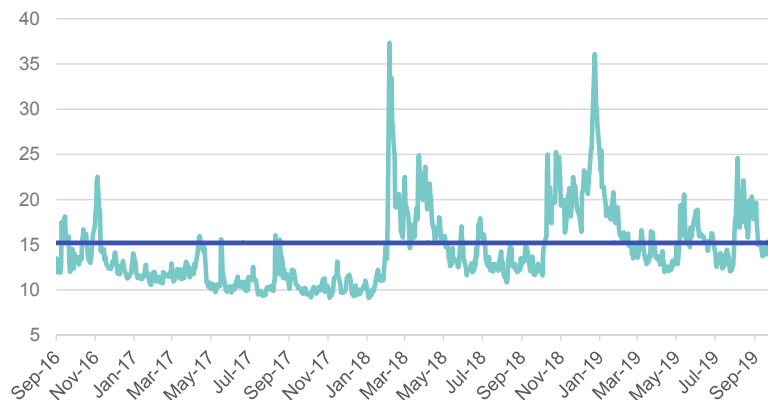


تغییرات وضعیت شاخص PMI اقتصادهای بزرگ جهان نشان می دهد که مقدار نهایی شاخص در اگوست که برای امریکا زیر ۵۰ اعلام شده نهایتاً ۵۰.۳ اعلام شد که خبر مثبتی بود و همچنین مقدار اولیه آن در سپتامبر ۲۰۱۹ نیز نسبت به ماه قبل افزایش نشان می دهد. در مورد چین نیز شاخص مجدداً به محدوده بالای ۵۰ بازگشت. لذا در مجموع این دو شاخص خبر مثبتی برای بازار بود و خود یکی از عوامل کاهش نگرانی ها از رکود اقتصادی در جهان بود. اما از سوی دیگر چشم انداز اروپا همچنان به سمت بدتر شدن پیش می رود، شاخص PMI آن زیر ۵۰ باقی مانده و همچنین به ماه قبل کاهش داشته است.



شاخص VIX به عنوان یکی از شاخص‌های استرس بازار سرمایه است که انتظارات سهامداران از نوسانات سهام موجود در S&P۵۰۰ طی ۳۰ روز آینده را نشان می‌دهد، تغییرات این شاخص در ماه سپتامبر ۲۰۱۹ نشان می‌دهد که پس از افزایش در ماه‌های قبل، در ماه سپتامبر نسبت به ماه قبل مقداری کاهش داشته است و به سمت متوسط چهار ساله خود میل کرده است. این امر نشان می‌دهد نگرانی سرمایه‌گذاران نسبت به وضعیت اقتصاد جهانی کمتر شده است که عمده دلایل آن کاهش تنش‌ها بین آمریکا و چین بوده است.

CBOE Volatility Index (VIX)



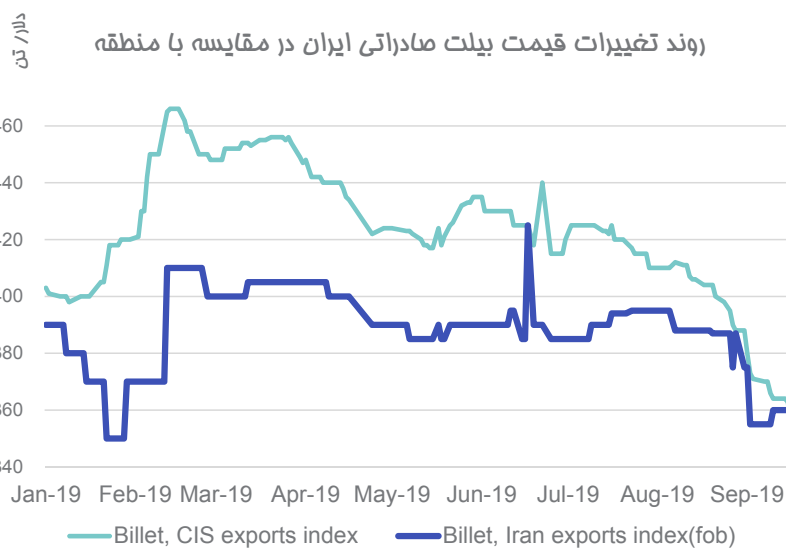
## بازارهای کالایی جهانی



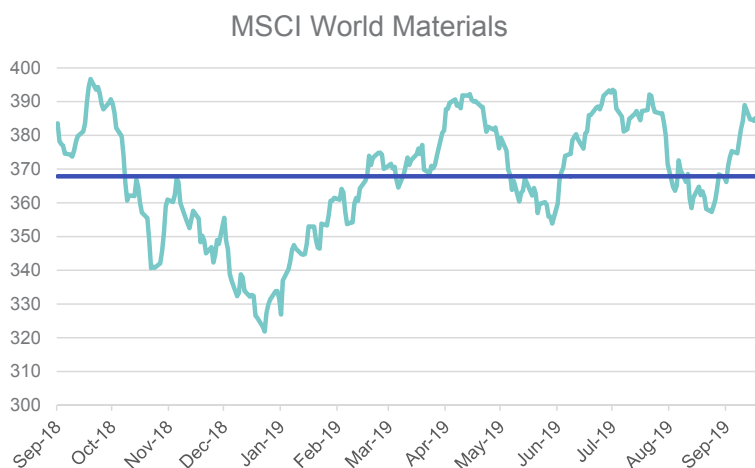
رنگ سبز در جدول نشانه بهبود قیمت‌ها و رنگ قرمز به معنی کاهش قیمت‌ها در دوره مورد بررسی می‌باشد. روند قیمت‌ها می‌تواند از سبز به زرد، نارنجی و سپس قرمز کاهش یابد یا بالعکس. همانگونه که جدول قیمت کامادیتی‌ها نشان می‌دهد همچنان در مورد تمام کامادیتی‌های ارائه شده در مقایسه با ابتدای سال ۱۳۹۸ با کاهش قیمت مواجه بوده ایم. البته به دلیل از بین رفتن بخشی از ظرفیت تولید نفت عربستان به دلیل حملات انجام شده، قیمت نفت و محصولات پتروشیمی که با آن همبستگی بالایی دارند، مدتی افزایشی بوده است.

روند تغییرات قیمت کامادیتی‌های مهم در بازارهای جهانی به شرح جدول زیر می‌باشد:

سال میلادی	ماه	روز	بیلت سی‌اف‌آر جبل علی	متانول سی‌اف‌آر چین	اتیلن سی‌اف‌آر جنوب شرق آسیا	اوره	مس	روی	نفت برنت	روز	ماه	سال شمسی
۲۰۱۹	۱	۱۸	۴۵۵	۲۸۰	۸۵۶	۲۸۱	۶۰۰۲۲	۲۰۵۷۷	۶۳	۲۸	۱۰	۱۳۹۷
	۲	۱	۴۵۰	۲۹۳	۹۸۶	۲۶۶	۶۰۰۹۸	۲۰۷۳۳	۶۳	۱۲	۱۱	۱۳۹۷
	۳	۱۵	۵۱۰	۲۸۶	۱۰۰۷۶	۲۵۳	۶۰۱۹۰	۲۰۶۴۱	۶۲	۲۶	۱۲	۱۳۹۷
	۵	۱۱	۴۹۵	۳۰۵	۹۳۱	۲۴۴	۶۰۴۳۵	۲۰۷۷۴	۶۷	۱۳	۱۲	۱۳۹۷
	۷	۳	۴۸۵	۲۸۰	۸۸۱	۲۷۶	۶۰۱۸۰	۲۰۸۶۷	۷۱	۱۳	۲	۱۳۹۷
	۶	۷	۴۷۰	۲۶۲	۷۲۱	۲۶۹	۵۰۷۷۰	۲۰۶۲۱	۶۳	۱۷	۳	۱۳۹۷
	۷	۲۸	۴۶۵	۲۶۱	۶۸۱	۲۷۵	۵۰۹۷۲	۲۰۵۸۱	۶۷	۷	۴	۱۳۹۷
	۸	۵	۴۶۰	۲۶۳	۷۰۱	۲۷۱	۵۰۸۵۷	۲۰۴۰۴	۶۴	۱۴	۴	۱۳۹۷
	۹	۱۲	۴۷۰	۲۶۱	۷۱۱	۲۷۲	۵۰۹۵۰	۲۰۴۲۷	۶۷	۲۱	۴	۱۳۹۷
	۱۰	۱۹	۴۷۰	۲۴۸	۷۵۱	۲۷۲	۶۰۰۶۶	۲۰۴۲۷	۶۳	۲۸	۴	۱۳۹۷
۲۰۱۹	۲۶	۲۶	۴۶۵	۲۳۳	۷۵۱	۲۷۴	۵۰۹۴۵	۲۰۴۲۳	۶۳	۲۶	۴	۱۳۹۸
	۲	۲	۴۶۰	۲۴۰	۸۰۱	۲۷۵	۵۰۷۶۹	۲۰۳۵۲	۶۱	۱۱	۵	۱۳۹۸
	۹	۹	۴۶۰	۲۳۴	۸۲۱	۲۶۹	۵۰۷۴۴	۲۰۲۶۳	۵۸	۱۲	۵	۱۳۹۸
	۱۶	۱۶	۴۶۰	۲۳۳	۸۵۶	۲۶۲	۵۰۷۱۰	۲۰۲۶۵	۵۹	۲۵	۵	۱۳۹۸
	۲۳	۲۳	۴۶۰	۲۲۷	۸۲۱	۲۵۸	۵۰۶۷۵	۲۰۲۶۱	۵۹	۱	۶	۱۳۹۸
	۳۰	۳۰	۴۴۰	۲۲۳	۸۱۱	۲۶۰	۵۰۶۷۸	۲۰۲۴۶	۶۰	۸	۶	۱۳۹۸
	۶	۶	۴۲۵	۲۲۷	۸۰۱	۲۵۸	۵۰۷۸۸	۲۰۳۱۲	۶۲	۱۵	۶	۱۳۹۸
	۹	۱۳	۴۲۰	۲۳۲	۷۹۱	۲۶۱	۵۰۸۷۰	۲۰۳۸۲	۶۰	۲۲	۶	۱۳۹۸
	۲۰	۲۰	۴۱۰	۲۳۹	۸۳۱	۲۵۹	۵۰۷۷۸	۲۰۳۱۰	۶۵	۲۹	۶	۱۳۹۸
	در صد آخرین تغییر											
۲.۴%												
۳.۰%												
۵.۱%												
۰.۷%												
۳.۰%												
۷.۵%												



همانطور که نمودار رو به رو نشان می دهد قیمت فولاد در ۹ ماهه اخیر اغلب روند کاهشی داشته است و فشار قیمت تاجایی بوده است که قیمت بیلت صادراتی کشورهای CIS به نزدیک قیمت بیلت صادراتی ایران رسیده است که در ماه های اخیر قیمت های پایینی را تجربه کرده بود. این امر موجب شده است که مزیت قیمتی بیلت ایران در مقایسه با سایر کشورهای صادر کننده تا حدی کم شود. البته از سوی دیگر این امر نشان می دهد که قیمت ها احتمالاً به کف خود رسیده است و ظرفیت کاهش بیشتر را ندارد.



روند تغییرات شاخص جهانی MSCI World Materials که دربرگیرنده شرکت های فعال در حوزه مواد شیمیایی، کانه های فلزی و غیرفلزی، فلزات اساسی، محصولات کشاورزی، و بسته بندی می شود؛ نشان می دهد که در سپتامبر ۲۰۱۹ روند مجدداً افزایشی شده است و به بالای متوسط یکساله صعود کرده است که این نشان می دهد که برخی از کاهش قیمت های چند ماهه اخیر اصلاح شده است.





در زمینه قیمت نفت به عنوان یکی از مهمترین کامادیتی‌ها که بر قیمت بسیاری از محصولات پالایشی و پتروشیمی اثر گذار است، وضعیت تعداد دکل‌های نفتی امریکا در ماه سپتامبر ۲۰۱۹ نیز روند کاهشی خود را حفظ کرده است و در حال نزدیک شدن به میانگین سه ساله خود است. تعداد دکل‌ها چشم انداز میزان تولید نفت امریکا را ترسیم می‌کند. این امر نشان می‌دهد که شرکت‌های تولید کننده نفت امریکا همچنان انتظار افزایش قیمت نفت را ضعیف می‌دانند و قصد افزایش تولید ندارند.

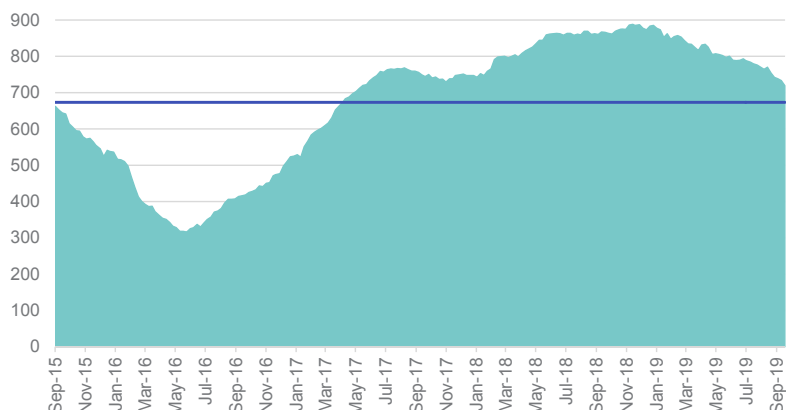


اروند تغییرات شاخص جهانی شرکت‌های بخش انرژی MSCI World Energy که دربرگیرنده شرکت‌هایی نظیر آگزون موبیل، شورون، رویال داج، بریتیش پترولیوم و توتال می‌باشد نشان می‌دهد که پس از اتفاقاتی که برای آرامکو عربستان رخ داد و قیمت نفت را با افزایش شدیدی مواجه کرد این شاخص نیز با افزایش همراه شده است، البته مقدار آن هنوز به متوسط یک ساله اخیر خود نرسیده است.



مجموعاً بهبود آمارها از اقتصاد جهانی و کاهش تنش‌ها بین چین و امریکا موجب شد که روند افزایشی طلا متوقف شود و با کمی کاهش نیز مواجه شود با این حال کاهش نرخ بهره امریکا موجب شد که میزان کاهش محدود باشد و قیمت جهانی طلا بالای ۱۵۰۰ دلار/اونس باقی بماند. تحلیلگران معتقدند که کاهش بیشتر نرخ بهره امریکا و کاهش نرخ برابری دلار در برابر سایر ارزها که رئیس جمهور این کشور خواهان آن است مانع از کاهش قیمت طلا خواهد شد.

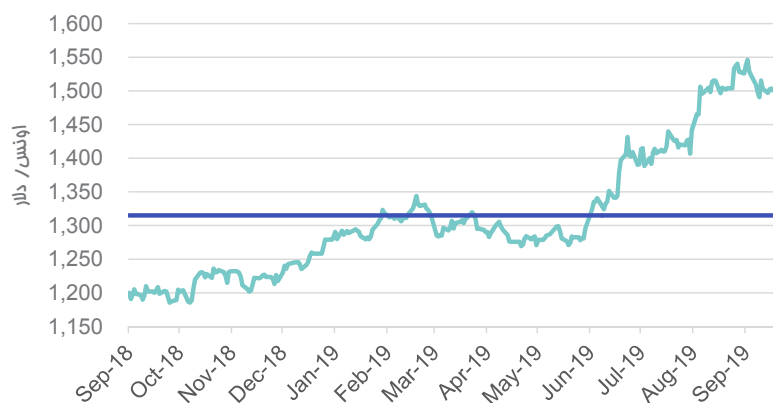
تعداد دکل های نفت امریکا

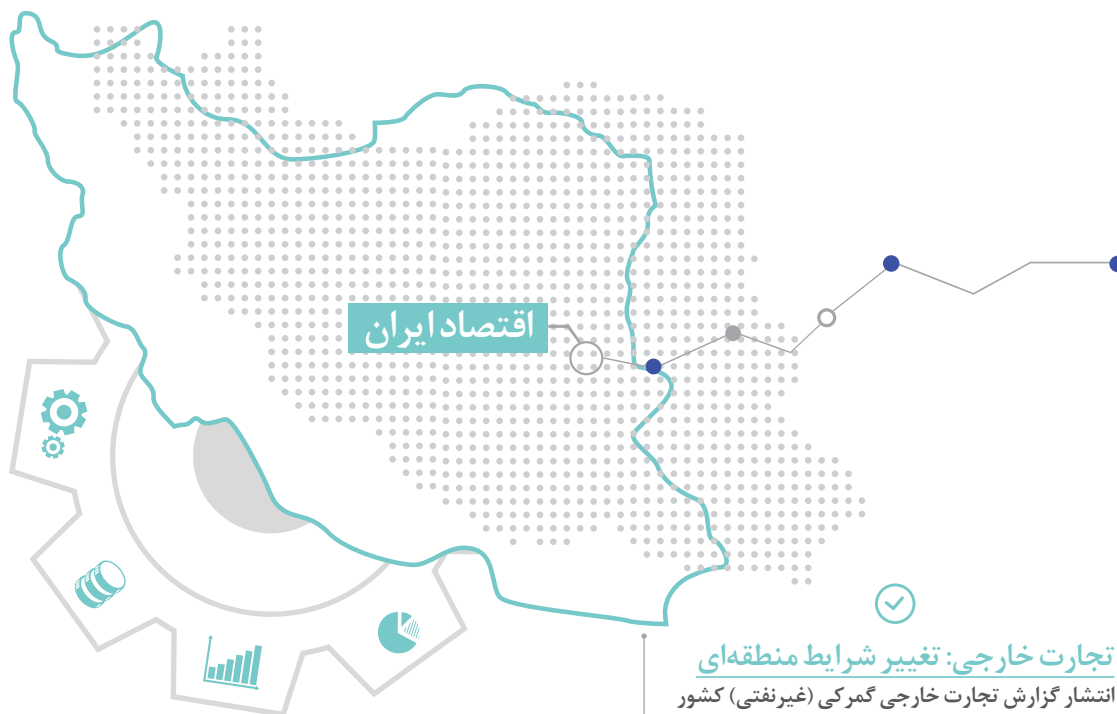


MSCI World Energy



روند قیمت جهانی طلا





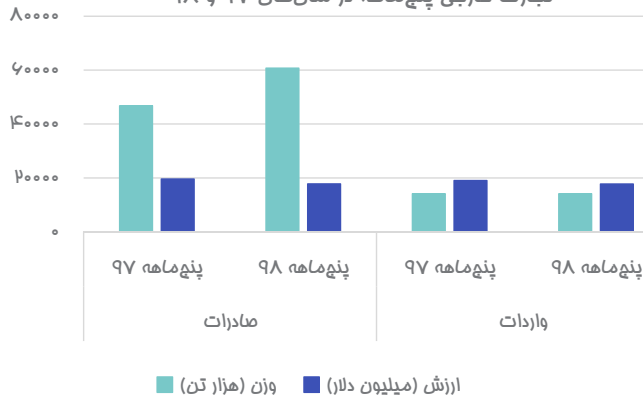
### تجارت خارجی: تغییر شرایط منطقه‌ای

انتشار گزارش تجارت خارجی گمرکی (غیرنفتی) کشور برای پنج‌ماهه منتهی به مرداد نشان می‌دهد که در سال ۹۸ ارزش دلاری واردات معادل ۶.۸ درصد و ارزش دلاری صادرات معادل ۹.۱ درصد نسبت به سال قبل کاهش یافته است. در این دوره کشورهای چین (۲۴.۹ درصد)، عراق (۲۲ درصد) و ترکیه (۱۳.۹ درصد) اصلی‌ترین مقاصد صادراتی و کشورهای چین (۲۴.۲ درصد)، آمارات (۱۷.۱ درصد) و ترکیه (۱۲.۵ درصد) اصلی‌ترین مبادی واردات کشور بوده‌اند. با توجه به محرمانه شدن جزئیات آمار تجارت خارجی در ماه‌های اخیر، در مورد علل کاهش میزان صادرات و واردات نمی‌توان به دقت اظهار نظر نمود اما با توجه به تشدید انواع تحریم‌های بین‌المللی، کاهش حدود ۱۰ درصدی در تجارت خارجی چندان غیرطبیعی به نظر نمی‌رسد. نکته مهم در این زمینه آنکه با وجود تشدید تحریم‌های بین‌المللی که تجارت خارجی و مبادلات مالی کشور را مستقیماً تحت تأثیر قرار داده، به نظر می‌رسد با توجه به افزایش نرخ ارز و تغییر قیمت‌های نسبی، صرفه صادراتی بسیاری از کالاها افزایش یافته و همین موضوع از دلایل عدم افت محسوس صادرات بوده است.

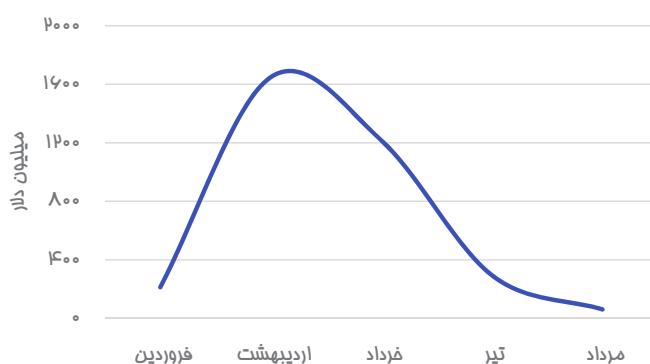


با توجه به آنکه در ماه‌های اخیر میزان کاهش صادرات بیش از کاهش واردات بوده است، تراز تجارت خارجی (غیرنفتی) کشور در پایان مردادماه به رقم ۶۱ میلیون دلار رسیده است که کمترین میزان در سال جاری است. هرچند که هنوز تراز تجاری مثبت بوده و این مساله به معنای بالاتر بودن صادرات نسبت به واردات است اما تداوم این روند و منفی شدن تراز تجاری در ماه‌های آتی می‌تواند منجر به افزایش تقاضا در بازار ارز شده و اثرات افزایشی بر آن داشته باشد.

تجارت فارمی پنج‌ماهه در سال‌های ۹۷ و ۹۸



تراز تجاری (غیرنفتی) تجمعی در سال ۱۳۹۸







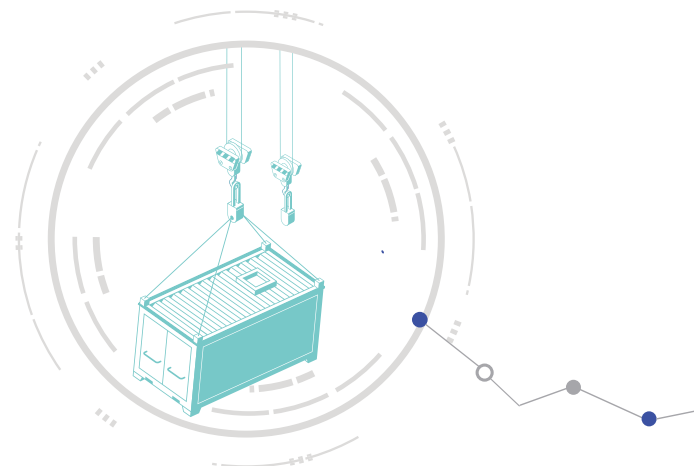
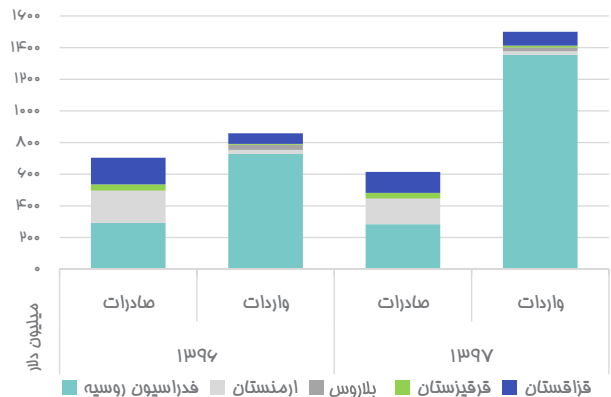
براساس اعلام رئیس سازمان توسعه تجارت ایران (۲۰ شهریورماه)، فرایند قانونی تصویب "موافقتنامه موقت تشکیل منطقه آزاد تجاری بین ایران و اتحادیه اقتصادی اوراسیا و کشورهای عضو" در داخل کشور به پایان رسیده است و حدود یک ماه دیگر یعنی پنجم آبان ماه این توافقنامه اجرایی خواهد شد. توسعه روابط و مناسبات تجاری از این دست، می تواند تأثیر مستقیمی بر حفظ سطوح فعلی تجارت خارجی کشور در دوره تحریم ها داشته باشد.

اتحادیه اقتصادی اوراسیا که یک سازمان منطقه ای نوین متشکل از پنج کشور روسیه، قزاقستان، قرقیزستان، ارمنستان و بلاروس است، در سال ۲۰۱۵ تشکیل شده و این اتحادیه اقدام به برقراری تجارت آزاد کالا و خدمات، جریان آزاد سرمایه و نیروی کار بین کشورهای عضو نموده است. در کنار این موارد، اعضای اتحادیه با کشورهای دیگری نظیر ایران، ترکیه، ویتنام، صربستان و سنگاپور نیز توافقنامه تجارت ترجیحی امضا نموده اند. مجموع مساحت کشورهای عضو این اتحادیه بیش از ۲۰ میلیون کیلومتر مربع، جمعیت آن بیش از ۱۸۰ میلیون نفر و تولید ناخالص داخلی آن در سال ۲۰۱۷ میلادی حدود ۱۸۰۰ میلیارد دلار (در مقایسه با ۴۴۰ میلیارد دلار برای ایران) بوده است.

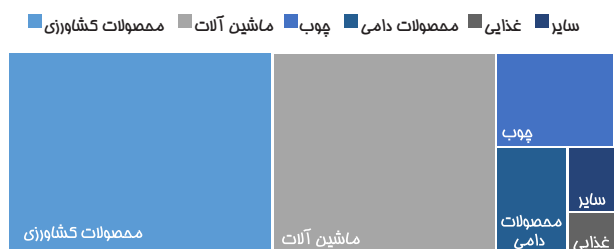
بر اساس توافقنامه امضا شده، ایران اقدام به کاهش نرخ تعرفه واردات از کشورهای عضو اتحادیه برای ۳۶۰ قلم کالا نموده و در مقابل کشورهای عضو نیز تعرفه واردات از ایران را برای ۵۰۲ قلم کالا کاهش داده اند. البته تعرفه واردات ۱۷۵ ردیف کالا از ایران شامل انواع فرش دستباف و ماشینی، پسته، انواع میگو، میوه هایی مانند پرتقال و لیمو، سبزیجات، خرما، بیسکویت و شیرینی، برخی محصولات از پلیمرهای پروپیلن، ورق های پلاستیکی، محصولات بهداشتی و موارد دیگر معادل صفر تعیین شده است.

در سمت مقابل نیز گوشت، ماهی، غلات و حبوبات، روغن، اقلام بهداشتی و دارویی، کاغذ و برخی مصنوعات فلزی نیز اقلامی هستند که طرف ایرانی بیشترین میزان کاهش در تعرفه آن ها را اعمال نموده است. با توجه به آنکه تسویه مالی معاملات با اتحادیه اوراسیا با استفاده از ریال و روبل صورت می گیرد و از طرف دیگر به دلیل وجود زیرساخت های ارتباطات زمینی، ریلی و دریایی میان ایران و برخی کشورهای عضو، انتظار می رود که توافقنامه مذکور نقش پررنگی در توسعه تجارت خارجی ایران به ویژه در شرایط تحریم ایفا نماید.

تجارت خارجی ایران با اعضا توافقنامه اوراسیا



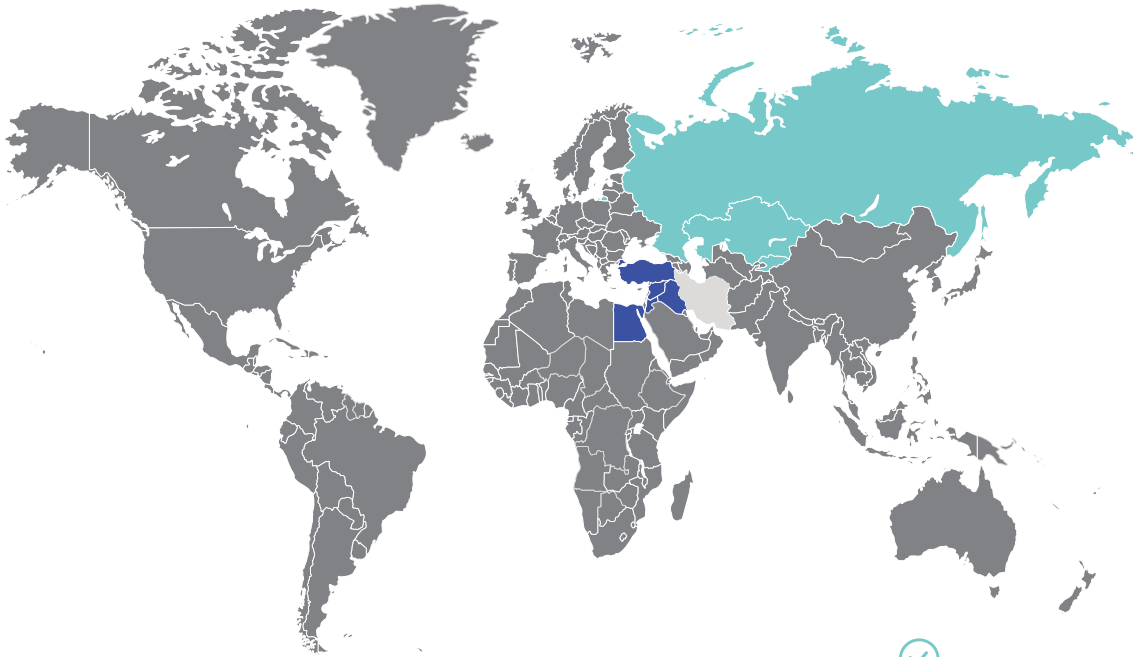
ترکیب کالاهای وارداتی از روسیه در سال ۱۳۹۷



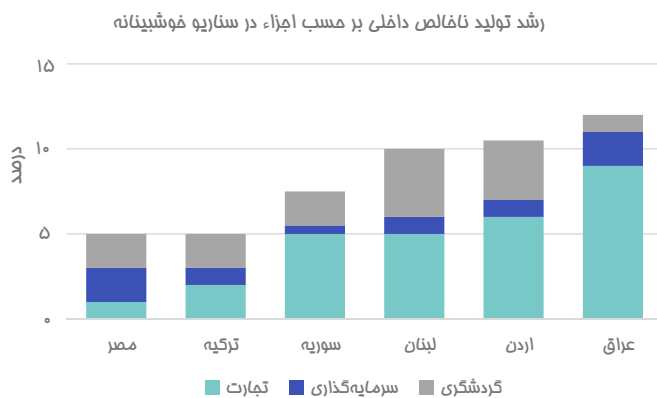
ترکیب کالاهای صادراتی به روسیه در سال ۱۳۹۷







## نقشه جغرافیایی کشورهای عضو اتحادیه اوراسیا و اتحادیه شامات



مؤسسه مطالعاتی رند<sup>۱</sup> (RAND) نیز در گزارشی با عنوان مزایای اقتصادی اتحادیه تجاری شامات یا شامگن<sup>۲</sup> که در سپتامبر ۲۰۱۹ منتشر شده به بررسی آثار و پیامدهای احتمالی تشکیل اتحادیه مذکور بین شش کشور ترکیه، عراق، سوریه، اردن، لبنان و مصر پرداخته است. لازم به ذکر است که آغاز مذاکرات مربوط به تشکیل این اتحادیه مربوط به سال ۲۰۱۰ بوده و تشکیل آن تا حد زیادی به دلیل ناآرامی‌های سوریه و سپس عراق به تأخیر افتاده است. مجموع جمعیت کشورهای مذکور ۲۵۰ میلیون نفر و مجموع تولید ناخالص داخلی آن‌ها ۱۴۰۰ میلیارد دلار است و بهینه جغرافیایی ۲.۵ میلیون کیلومتر مربعی آن، حوزه مدیترانه و بخشی از منطقه منارا در بر می‌گیرد.

با توجه به آغاز مذاکرات تشکیل اتحادیه مذکور و شروع تدریجی روند اجرای آن بین برخی کشورها (مانند توافق تجارت آزاد میان اردن و عراق در فوریه ۲۰۱۹) انتظار تشکیل اتحادیه مذکور در سال‌های آتی وجود دارد و انتظار می‌رود که برقراری توافقنامه تجارت آزاد و ترجیحی میان کشورهای عضو، طی ۱۰ سال مجموع تولید ناخالص داخلی آن‌ها را بین ۳ تا ۷ درصد افزایش دهد. این افزایش از سه مسیر تجارت آزاد کالاها و خدمات، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه سفر و گردشگری (به دلیل حذف ویزا) خواهد بود و عراق، اردن و لبنان، به ترتیب بیشترین مزیت حاصل از این اتحادیه را از آن خود خواهند نمود. به عنوان نمونه، در سناریو خوشبینانه (رشد ۷ درصدی تولید ناخالص داخلی مجموع کشورها) انتظار می‌رود که تولید ناخالص داخلی عراق تنها از ناحیه تجارت خارجی حدود ۹ درصد افزایش یابد.

۱۰ ریسک اصلی کسب‌وکارها در منطقه منارا (خاورمیانه و شمال آفریقا)

۱ - شوک قیمت انرژی	۶ - حملات سایبری
۲ - بیکاری	۷ - تورم غیرقابل مدیریت
۳ - حملات تروریستی	۸ - بحران آب
۴ - سقوط دولت‌های منطقه‌ای	۹ - قاچاق
۵ - بحران‌های مالی	۱۰ - ناکارایی سیاست‌های مالی

۱ - اندیشکده سیاستگذاری جهانی که به صورت غیرانتفاعی در ایالات متحده فعالیت کرده و از پیشگامان آینده‌پژوهی در دنیا قلمداد می‌شود.  
۲ - به نظر می‌رسد این عبارت از ترکیب دو کلمه شام و شینگن ایجاد شده است.



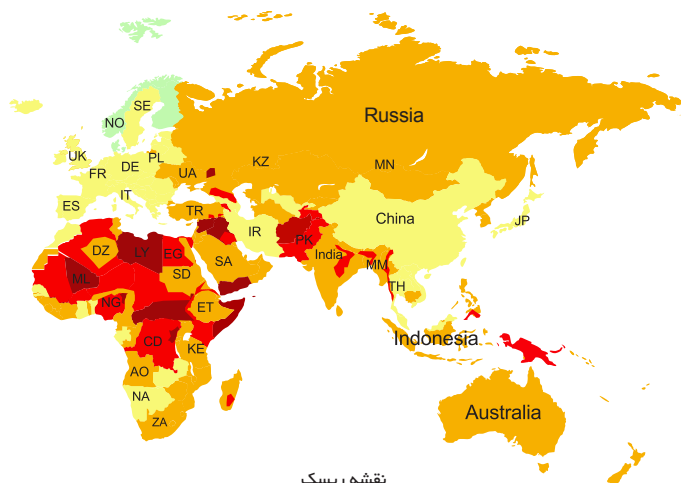
با این وجود باید توجه داشت به دلیل انتظار عدم افزایش محسوس رشد تجارت خارجی بر اشتغال (انتظار افزایش ۰.۷ میلیون تا ۱.۷ میلیون شغل جدید) و همچنین میزان نابرابری اقتصادی کشورهای شش گانه عضو اتحادیه، نرخ بیکاری جوانان در این منطقه طی یک دهه آتی همچنان بالا خواهد بود. ترکیب این مساله با توسعه شبکه‌های ارتباطی مجازی نزد جمعیت جوان و باقی ماندن ریشه‌های فکری داعش در منطقه، پتانسیل جذب جمعیت جوان در گروه‌های تندروی جهادی را افزایش خواهد داد. به این ترتیب ریسک تداوم تنش‌های فعلی منطقه، بزرگترین مانعی است که می‌تواند تجارت خارجی و رشد اقتصادی را برای کشورهای مختلف تهدید نماید. در مجموع به نظر می‌رسد تشکیل اتحادیه مذکور با ایجاد یک بازار مصرفی بزرگ، یکپارچه و همگن (با مشابهت فرهنگی زیاد) که فاصله جغرافیایی کمی نیز با ایران دارد، می‌تواند فرصت مناسبی را جهت توسعه همکاری‌های منطقه‌ای و تجارت خارجی ایران با اعضاء عضو اتحادیه در قالب مواردی نظیر تجارت با تعرفه ترجیحی، ایجاد نماید. در کنار توسعه روابط تجاری، به نظر می‌رسد به دلیل ضعف‌های زیرساخت‌های حمل‌ونقل و ارتباطات در بسیاری از این کشورها، ارائه خدمات فنی مهندسی در این کشورها نیز می‌تواند توسط شرکت‌های ایرانی مورد نظر قرار گیرد.



با وجود تمام موارد ذکر شده باید توجه داشت که شرایط منطقه همچنان پرریسک ارزیابی می‌شود و به همین دلیل، اتخاذ سیاست‌های احتیاطی نظیر شناخت کامل محیط سیاسی و اقتصادی کشورها و استفاده از پوشش انواع بیمه‌ها ضروری به نظر می‌رسد. بررسی گزارش ریسک منطقه‌ای کسب‌وکارها در سال ۲۰۱۹ که توسط مجمع جهانی اقتصاد (World Economic Forum) تدوین شده نشان می‌دهد که منطقه منا (پس از جنوب صحرای آفریقا) دومین منطقه پرریسک دنیا برای کسب‌وکار ارزیابی می‌شود و در سال ۲۰۱۹ نیز همچنان ریسک حملات تروریستی و فروپاشی دولت‌های مرکزی در منطقه به شکل جدی وجود دارد. قرار گرفتن بیکاری در بالای این فهرست نیز موید وجود خطرات احتمالی جذب جوانان به سمت گروه‌های مذهبی تندرو است.



کمترین ریسک در میان کشورهای شش گانه اتحادیه شامات، مربوط به کشور ترکیه است که برحسب اتفاق، در پنج‌ماهه ابتدای سال ۱۳۹۸ سومین شریک صادراتی و وارداتی ایران نیز بوده است. با توجه به ثبات نسبی ساختار سیاسی این کشور، برقراری معاهده تجارت ترجیحی با ایران در سال‌های اخیر، افزایش شمار ایرانیان ساکن در این کشور و در نهایت روابط مناسب تجاری آن با ایران به ویژه در زمان تحریم‌ها، به نظر می‌رسد که چشم‌انداز روابط تجاری با این کشور حداقل در چهار سال آینده (تا سال ۲۰۲۳) مثبت و صعودی بوده و انتظار افزایش میزان صادرات و واردات وجود دارد. البته اقدامات اخیر نظامی این کشور می‌تواند مناسبات اقتصادی را دستخوش تغییر کند.

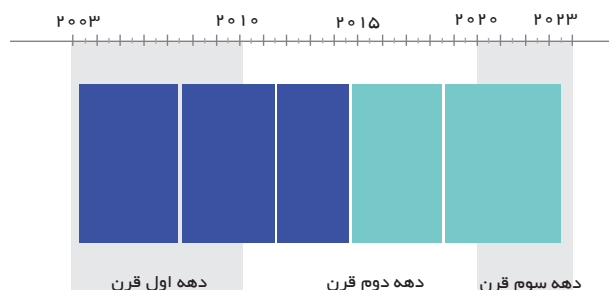


نقشه ریسک

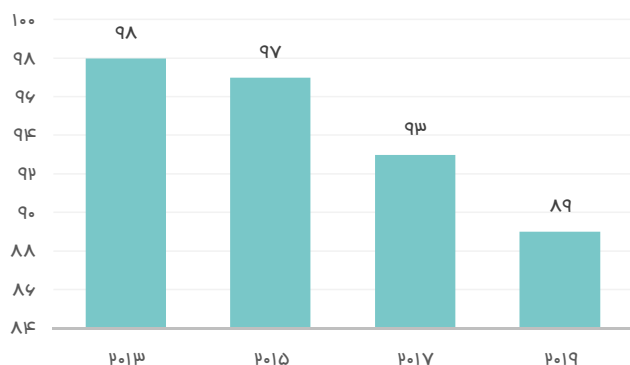
- ناچیز
- کم
- متوسط
- زیاد
- بسیار زیاد

جایگاه اردوغان در سافت‌وار سیاسی ترکیه

رئیس جمهور    نخست وزیر



رتبه ایران در شاخص رقابت پذیری سفر و گردشگری از بین ۱۴۰ کشور



در مجموع به نظر می‌رسد که در یک سال و نیم گذشته، آزاد شدن نرخ ارز (ولو به صورت اجباری) شرایط مناسبی را برای شرکت‌ها جهت توسعه صادرات مهیا نموده است و همراه شدن این تغییر با ایجاد شرایط جدید در منطقه آسیای مرکزی و منا می‌تواند زمینه‌ساز رشد تجارت خارجی کشور شود. براین اساس انتظار می‌رود که در سال‌های آتی حجم تجارت منطقه‌ای کشور توسعه یافته و شرکت‌ها بتوانند صادرات قابل ملاحظه‌ای را به کشورهای منطقه داشته باشند. در کنار کالاهای پایه، شامل مواد معدنی، فلزات اساسی و محصولات شیمیایی (که غالباً به دلیل برخورداری از منابع ارزان قیمت، مزیت نسبی در صادرات آن‌ها وجود دارد)، انتظار می‌رود که بخش خدمات و همچنین بخش‌های مبتنی بر دانش (نظیر دارو و تجهیزات پزشکی) نیز بتوانند در سال‌های آتی از فرصت ایجاد شده به صورت مناسبی بهره‌برداری نمایند. در مقابل با توجه به وفور نیروی کار ارزان در کشورهای منطقه، فرصت‌های صادراتی صنایع کاربر نمی‌تواند رشد چندانی داشته باشد.

انتشار گزارش دوسالانه رقابت‌پذیری سفر و گردشگری برای سال ۲۰۱۹ (در ماه سپتامبر) توسط مجمع جهانی اقتصاد نیز نشان می‌دهد که روند جهانی سفر و گردشگری به سرعت در حال رشد است و انتظار می‌رود تا سال ۲۰۳۰، سهم این بخش از اقتصاد کشورها دو برابر شود. تجارت خدمات در قالب توسعه سفر و گردشگری، از مهمترین جهت‌های سیاست‌گذاری در بسیاری از کشورهاست که می‌تواند فرصت‌های زیادی را برای بخش‌های مختلف نظیر حمل‌ونقل و رستوران و هتلداری ایجاد نماید. توسعه حمل‌ونقل هوایی، رشد ارتباطات دیجیتال و بهبود باز بودن (گشودگی) بین‌المللی مهمترین ویژگی‌های محیط سفر و گردشگری در سال ۲۰۱۹ بوده‌اند. نکته مهم آنکه بهبود مولفه گشودگی بین‌المللی غالباً به دلیل بهبودهای ایجاد شده در مواردی مانند لغو ویزا و معاهدات هوایی متقابل، که غالباً بدون هزینه مالی صورت می‌گیرند، از مهمترین دلایل رشد سفر و گردشگری در دو سال اخیر بوده است.



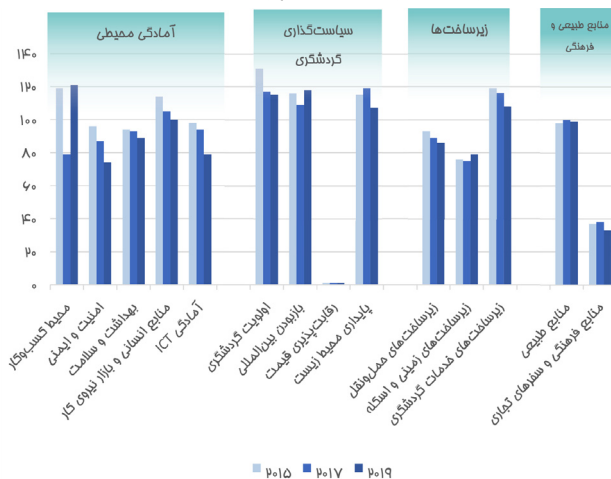
شاخص رقابت پذیری سفر و گردشگری که پتانسیل کشورها در صادرات خدمات گردشگری را نشان می‌دهد، راهنمای مناسبی جهت مقایسه کشورها از منظر امکان جذب گردشگران خارجی به صورت بالقوه است. براساس شاخص سال ۲۰۱۹، کشور ایران از بین ۱۴۰ کشور جایگاه ۸۹ را در اختیار دارد و در منطقه منای از میان پانزده کشور، ایران در جایگاه یازدهم قرار دارد. لازم به ذکر است که از میان کشورهای منطقه، فقط امارات در یک-چهارم بالایی رده بندی (رتبه ۳۳) قرار دارد.

شاخص مذکور از چهار بعد آمادگی یا توانایی محیطی، سیاست گذاری گردشگری، زیرساخت ها و منابع طبیعی و فرهنگی تشکیل شده است که هر کدام دارای ارکان (Pillar) مربوط به خود است و یازده رکن برای شاخص تعریف شده است. این ارکان نیز در مجموع از ترکیب ۹۲ متغیر ایجاد شده اند. با توجه به گستردگی دامنه متغیرها، ترکیب نهایی آن ها با عنوان شاخص رقابت پذیری سفر و گردشگری می تواند بازتاب دقیق و جامعی از بخش توریسم یک کشور ارائه دهد.

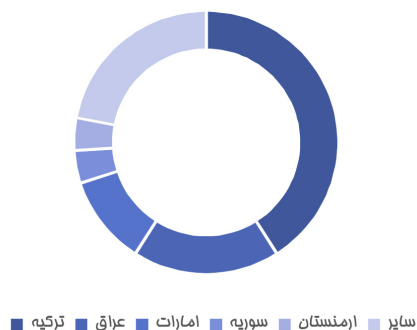


در مورد شرایط ایران به نظر می رسد بهترین پتانسیل مربوط به منابع طبیعی و فرهنگی است و در مقابل بعد مربوط به سیاست گذاری گردشگری، نامطلوب ترین شرایط را دارد. در میان ارکان یازده گانه نیز رقابت پذیری قیمت، نقطه قوت اصلی کشور است و رتبه اول را در سطح جهان برای ایران به همراه داشته است. این مساله که تا حد زیادی ناشی از جهش ارزی در سال گذشته و همچنین پرداخت یارانه گسترده در اقتصاد ایران است، می تواند به عنوان فرصت مناسب جهت جذب گسترده گردشگران خارجی مورد استفاده قرار گیرد. لازم به ذکر است که در بهار سال جاری، تعداد گردشگران ورودی به کشور به بیش از دو میلیون نفر رسیده است که رشدی ۴۰.۶ درصدی را نسبت به دوره مشابه سال ۱۳۹۷ ثبت نموده است. همچنین باید توجه داشت که تعداد گردشگران خروجی کشور در همین دوره با کاهش ۶.۵ درصدی نسبت به سال قبل، به ۱.۷ میلیون نفر رسیده است و برای نخستین بار در سال های اخیر، گردشگران ورودی به کشور بیش از گردشگران خروجی بوده است. روندی که انتظار می رود در فصل تابستان نیز تداوم یافته باشد و انتظار می رود تا پایان سال بیش از ۸ میلیون نفر گردشگر خارجی وارد کشور شود.

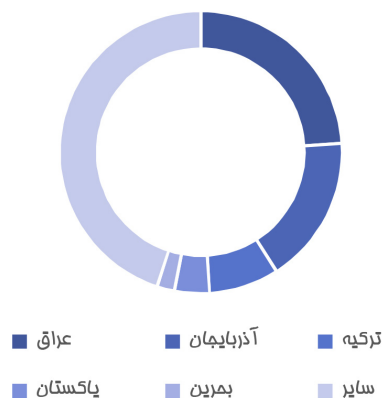
رتبه ایران در ارکان شاخص رقابت پذیری سفر و گردشگری



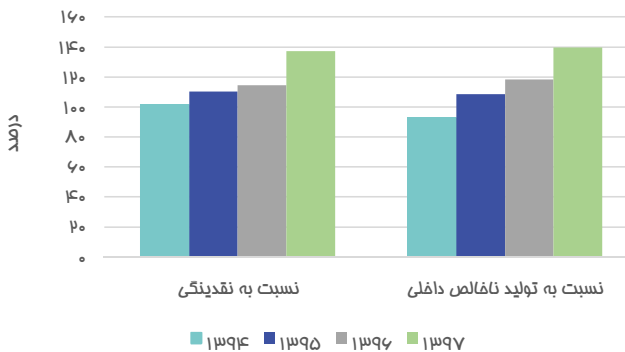
مقاصد اصلی گردشگران خارجی



مبادی اصلی گردشگران ورودی



ارزش نسبی تراکنش‌های تجارت الکترونیک کشور



در مقابل، بررسی ارکان یازده‌گانه نشان می‌دهد که بدترین وضعیت ایران مربوط به محیط کسب‌وکار (رتبه ۱۲۱ از ۱۴۰ کشور) است که عملکرد بنگاه‌های فعال در زمینه سفر و گردشگری را با چالش مواجه نموده است. محیط کسب‌وکار مناسب از مهمترین مولفه‌هایی است که عملکرد نهایی یک اقتصاد و میزان کارایی و بهره‌وری آن را مشخص می‌کند. براین اساس، بخش‌های اقتصادی نظیر خدمات گردشگری و هتلداری نیز از این قاعده مستثنا نبوده و به این ترتیب فضای نامساعد کسب‌وکار برای بخش گردشگری نیز نامطلوب تلقی شده و امکان ارائه خدمات مناسب را کاهش خواهد داد. گشودگی بین‌المللی (رتبه ۱۱۸) و اولویت گردشگری در برنامه‌های کلان (رتبه ۱۱۵) نیز دیگر ارکان نامناسب ایران در رقابت‌پذیری سفر و گردشگری هستند.

در نهایت لازم به ذکر است که بهترین تغییر ایران در سال‌های اخیر مربوط به بهبود رکن آمادگی ICT بوده است که از جایگاه ۹۸ در سال ۲۰۱۵ به ۷۹ در سال ۲۰۱۹ رسیده است. توسعه خدمات الکترونیک در زمینه‌هایی نظیر رزرو آنلاین بلیط و هتل، توسعه کسب‌وکارهای دیجیتال، افزایش ضریب نفوذ ابزارهای دیجیتال نظیر گوشی‌های هوشمند و افزایش پهنای باند اینترنت از مهمترین دلایل این بهبود بوده است.

## تجارت الکترونیک

انتشار گزارش تجارت الکترونیک سال ۱۳۹۷ توسط مرکز توسعه تجارت الکترونیکی ایران (در شهریورماه) نشان می‌دهد که توسعه زیرساخت‌های تجارت الکترونیک نظیر اینترنت و تلفن‌های هوشمند با سرعت مناسبی در حال رشد است. در پایان سال ۱۳۹۷ بیش از ۹۳ میلیون سیم‌کارت فعال در کشور وجود داشته و بیش از ۶۴ میلیون مشترک به اینترنت پهن‌بند (Broadband) دسترسی داشته‌اند. ضریب نفوذ اینترنت در خانوارها از ۷۲.۸ درصد در سال ۱۳۹۶ به ۷۹.۵ درصد در سال ۱۳۹۷ رسیده است. به این ترتیب وجود بیش از ۶۴ میلیون نفر کاربر اینترنت در کشور سبب شده تا از نظر تعداد کاربران اینترنتی، رتبه ۱۱۶م دنیا در اختیار ایران قرار گیرد (از نظر جمعیت نیز ایران در رتبه ۱۱۸م دنیا قرار دارد). مجموع این موارد گویای بهبود شرایط و زیرساخت‌های تجارت الکترونیک در کشور است. از منظر آمارها، مجموع تراکنش‌های صورت گرفته از طریق سه ابزار پایانه‌های فروشگاهی، درگاه‌های پرداخت اینترنتی و ابزارهای موبایلی در سال ۱۳۹۷ حدود ۲۶۰۰ هزار میلیارد ریال بوده است که این رقم حدود ۱۴۰ درصد میزان تولید ناخالص داخلی است. محاسبه نسبت ارزش تراکنش‌های تجارت الکترونیک به تولید ناخالص داخلی و نقدینگی و مقایسه آن با ارقام سال‌های گذشته نشانگر رشد سریع روند تجارت الکترونیک در کشور به ویژه در سال ۱۳۹۷ است.



ترکیب تراکنش‌ها نیز به شکلی است که حدود ۹۰ درصد مربوط به کارخوان‌های فروشگاهی، ۹ درصد مربوط به پایانه‌های اینترنتی و ۱ درصد نیز مربوط به ابزار پذیرش موبایلی بوده است. لازم به ذکر است که تراکنش‌های اینترنتی به سرعت در حال رشد است به شکلی که سهم این ابزار از ۷ درصد در سال ۱۳۹۵ به ۹ درصد در سال ۱۳۹۷ رسیده است. با توجه به رشد سایت‌های خرید اینترنتی و اپلیکیشن‌هایی نظیر تاکسی‌های اینترنتی، انتظار رشد بیشتر سهم این ابزار در سال‌های آتی وجود دارد.



بررسی شرکت‌های پرداخت نیز نشان می‌دهد که در حال حاضر ۱۲ شرکت در کشور فعال هستند و شرکت به پرداخت ملت (نماد پرداخت) با سهمی حدود ۲۵ درصد و ارزش بازاری معادل ۳۰۰۰ میلیارد تومان، بیشترین سهم از بازار را در اختیار دارد. پرداخت الکترونیک سامان کیش (نماد سب) نیز با سهمی حدود ۱۵ درصد و ارزش بازاری معادل ۴۱۰۰ میلیارد تومان در جایگاه بعد قرار دارد. با این وجود باید توجه داشت سهم شرکت به پرداخت ملت طی سال‌های اخیر به سرعت کاهش یافته به شکلی که این شرکت طی ۴ سال اخیر حدود یک-سوم از سهم خود را به رقبا واگذار کرده است. در این بین به نظر می‌رسد که شرکت پرداخت الکترونیک سامان کیش به سرعت در حال افزایش سهم خود از بازار تراکنش‌های تجارت الکترونیک است.



### شامخ: کاهش قیمت و افزایش انتظار تولید ماه آتی

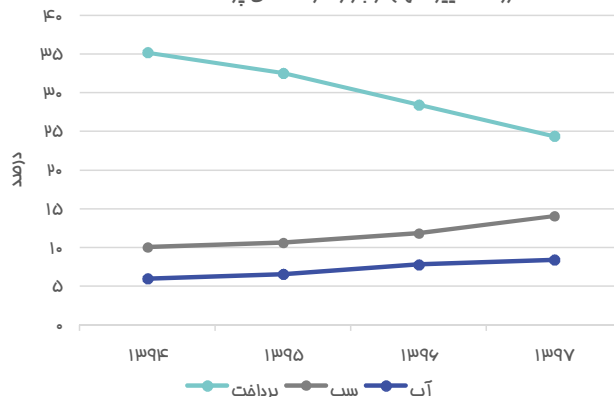
انتشار گزارش شاخص مدیران خرید مردادماه (در شهریور) نشان می‌دهد که ارقام کمتر از حد آستانه ۵۰ واحد برای این شاخص ثبت شده و این مساله از تشدید انقباض در فعالیت‌های اقتصادی و بازگشت انتظارات رکودی به فعالیت‌های اقتصادی حکایت دارد. با وجود آنکه در ماه‌های اردیبهشت، خرداد و تیرماه، مقادیر ثبت شده برای شاخص همواره بالاتر از ۵۰ واحد بود اما با توجه به روند نزولی مقادیر مطلق شاخص در این سه ماه، کاهش آن به محدوده کمتر از ۵۰ واحد در مردادماه چندان دور از انتظار نبود. البته باید توجه داشت که تعطیلات تابستانی برخی واحدهای تولیدی در مردادماه نیز در کاهش مقدار شامخ بی تاثیر نبوده است.

### سهم شرکت‌های پرداخت از مجموع تراکنش‌های تجارت الکترونیک

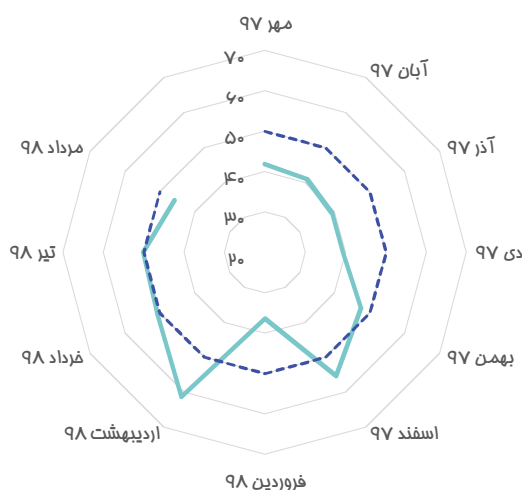


پرداخت سب ایران کیش سداد  
پارسیان آپ فن آوا سایر

### روند تغییر سهم از بازار شرکت‌های پرداخت

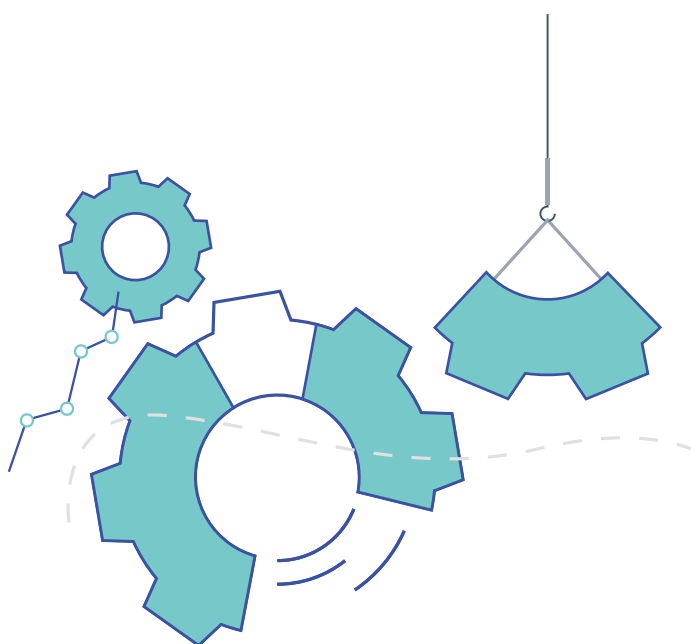
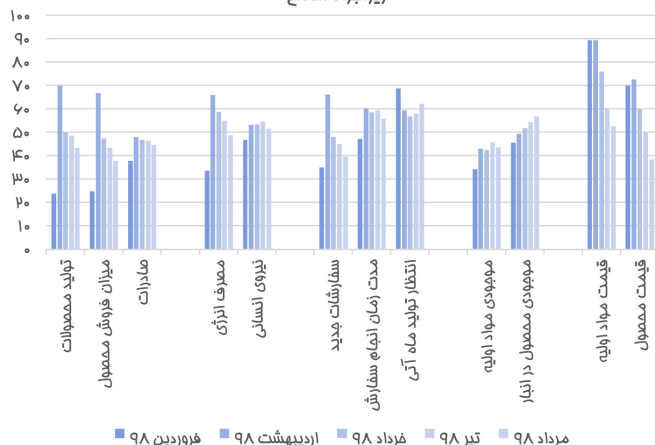


### شامخ مدیران فرید





زیراجزاء شامخ



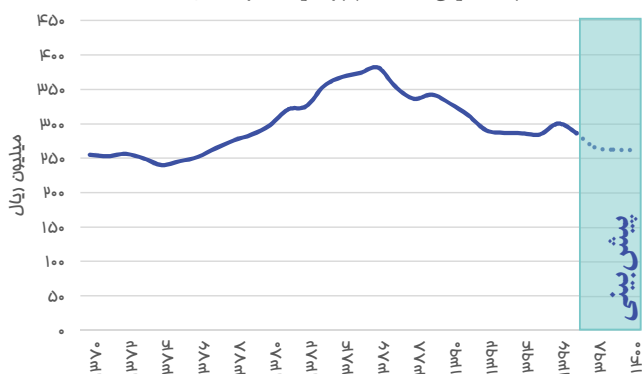
بررسی زیراجزاء شامخ نشان می‌دهد که مولفه‌های مرتبط با کمیت تولید یعنی میزان تولید، میزان فروش و میزان صادرات برای سومین ماه متوالی کاهش یافته است. مولفه‌های مرتبط با مصرف نهاده‌های تولید (انرژی و نیروی انسانی) نیز با توجه به کاهش تولید، در مردادماه با کاهش مواجه شده است. در زمینه مولفه‌های مرتبط با تولید آتی نیز با وجود کاهش برای سومین ماه متوالی انتظار تولید ماه آتی افزایش یافته است. کاهش مدت انجام سفارشات نیز می‌تواند بر افزایش تولید آتی موثر باشد.

در زمینه موجودی انبار نیز موجودی محصولات نهایی برای پنجمین ماه در انبار تولیدکنندگان افزایش یافته و در مقابل موجودی مواد اولیه، کاهش یافته است. به نظر می‌رسد این تغییر تا حدی می‌تواند ناشی از اشباع انبارها از محصولات جدید و تصمیم تولیدکنندگان برای کاهش سطوح تولید جهت خالی نمودن انبارها باشد. در نهایت ایجاد ثبات در بازار ارز و سایر بازارها عاملی بوده که سبب شده قیمت مواد اولیه و محصول برای چهارمین ماه متوالی کاهش یابد و این کاهش، همراستا با تغییرات مربوط به شاخص‌های قیمت در ماه‌های اخیر است.

به عنوان جمع‌بندی می‌توان گفت که با وجود برقراری ثبات نسبی در فضای اقتصاد کلان کشور نسبت به سال گذشته، در مجموع شرایط تولید در مردادماه نیز چندان مناسب نبوده و به نظر می‌رسد که تداوم این شرایط می‌تواند مشکلات جدی را برای بنگاه‌ها ایجاد نماید. هرچند که انتظار بهبود تولید ماه آتی نزد بنگاه‌ها وجود دارد اما با توجه به اقدام بنگاه‌ها در کاهش خرید مواد اولیه (به رغم کاهش قیمت‌ها)، به نظر می‌رسد تحقق این موضوع در کوتاه‌مدت چندان محتمل نیست.

کاهش همزمان میزان تولید، سطح عمومی قیمت‌ها و در مقابل افزایش میزان محصول تولیدشده در انبارها، می‌تواند نشانه‌های اولیه ایجاد رکود در سمت تقاضا را هشدار دهد. رکودی که تا حد زیادی معلول افت قدرت خرید خانوار در سال‌های اخیر است و با توجه به اثر منفی شوک‌های اقتصادی ابتدای دهه ۱۳۹۰ بر قدرت خرید خانوار، انتظار می‌رود که افت قدرت خرید خانوار حداقل در یک یا دو سال آینده نیز تداوم یابد.

درآمد مقیقی سالانه خانوار به قیمت ثابت سال ۱۳۹۵



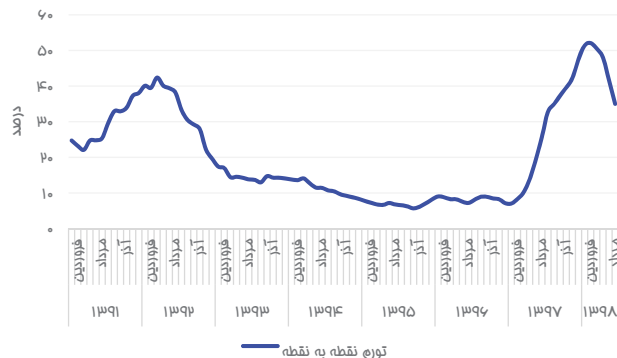
## نرخ تورم: چشم انداز تداوم روند نزولی

انتشار گزارش تورم شهر یورماه توسط مرکز آمار ایران نشان می‌دهد که نرخ تورم شهر یورماه معادل نیم درصد بوده است و به این ترتیب، نرخ تورم نقطه به نقطه برای چهارمین ماه متوالی کاهش یافته است. نرخ تورم نقطه به نقطه شهر یورماه معادل ۳۵ درصد بوده که در مقایسه با نرخ ۵۲.۱ درصد در اردیبهشت ماه، کاهش محسوسی را نشان می‌دهد. لازم به ذکر است که نرخ تورم ۳۵ درصدی شهر یورماه، کمترین نرخ در یک سال اخیر بوده است. تداوم این روند می‌تواند به تثبیت بیشتر فضای اقتصاد کلان منجر شده و با کاهش نااطمینانی، خروج از رکود را تسریع نماید. بیشترین نرخ تورم ماهانه کالاها در شهر یورماه مربوط به گروه چای، قهوه و آبمیوه (۵.۱ درصد) بوده که به نظر می‌رسد علت اصلی آن حذف نرخ ارز ۴۲۰۰ تومانی برای واردات چای بوده است. در مقابل کمترین نرخ تورم ماهانه نیز متعلق به گروه میوه و خشکبار بوده که با توجه به فصل برداشت بسیاری از محصولات، منطقی به نظر می‌رسد.

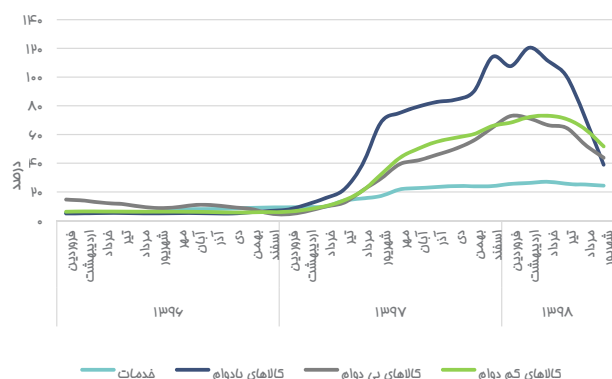
بررسی اجزاء شاخص قیمت کالاها و خدمات مصرف کننده نشان می‌دهد که طی شهر یورماه (مشابه ماه‌های اخیر)، نرخ تورم ماهانه کالاها منفی بوده و در مقابل تورم خدمات مثبت بوده است. همین مساله سبب شده تا نرخ تورم نقطه به نقطه در تمامی گروه‌های کالایی (شامل بادوام، کم‌دوام و بی‌دوام) روند نزولی خود را ادامه دهد و در شهر یورماه نوعی همگرایی بین هر سه گروه در محدوده ۴۰ تا ۵۰ درصد ایجاد شود. نکته قابل ذکر در این بین، کاهش شدید نرخ تورم کالاهای بادوام از محدوده ۱۲۰ درصد در اردیبهشت ماه به حدود ۴۰ درصد در شهر یورماه است. به نظر می‌رسد ایجاد ثبات در بازار ارز و کاهش حدود ۲۰ درصدی نرخ ارز در نیمه اول سال، از اصلی‌ترین علل این امر بوده است. با توجه به این موارد و با در نظر گرفتن ثبات نسبی ایجاد شده در بازار ارز، انتظار کاهش تورم نقطه به نقطه (با روند آرام‌تر) در ماه‌های آینده وجود دارد اما باید توجه داشت که نوسانات دوباره بازار ارز می‌تواند مجدداً شرایط تورم را نیز معکوس گرداند.

از دیگر نکات قابل ملاحظه در مورد اجزاء شاخص قیمت، رشد پیوسته شاخص اجاره در شش ماه اخیر است. محاسبه نسبت شاخص اجاره به شاخص کل کالاها و خدمات نشان می‌دهد که روند افزایش قیمت اجاره در ماه‌های اخیر سریع‌تر از مجموع قیمت‌ها بوده است. با توجه به آنکه این مولفه سهمی حدود یک-سوم در سبد کالاها و خدمات مصرفی خانوار دارد و با توجه به آنکه قراردادهای اجاره غالباً دوازده ماهه هستند، انتظار می‌رود اجاره‌بها، سهم زیاد در کند نمودن آهنگ نزولی تورم در ماه‌های آتی ایفا نماید.

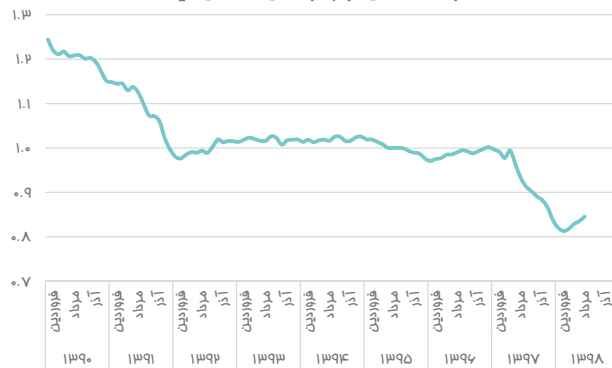
نرخ تورم نقطه به نقطه



نرخ تورم نقطه به نقطه گروه‌های عمده

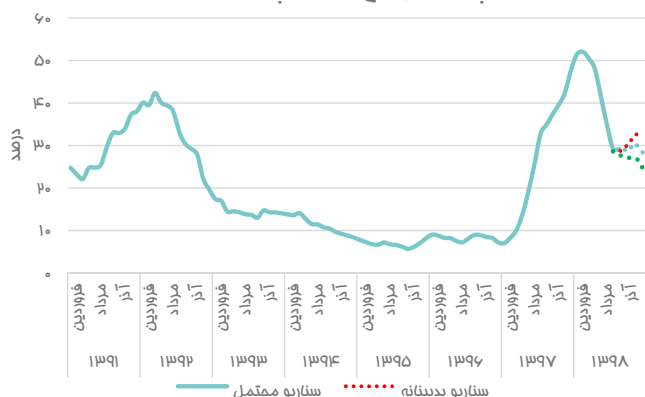


نسبت شاخص اجاره به کل شاخص قیمت





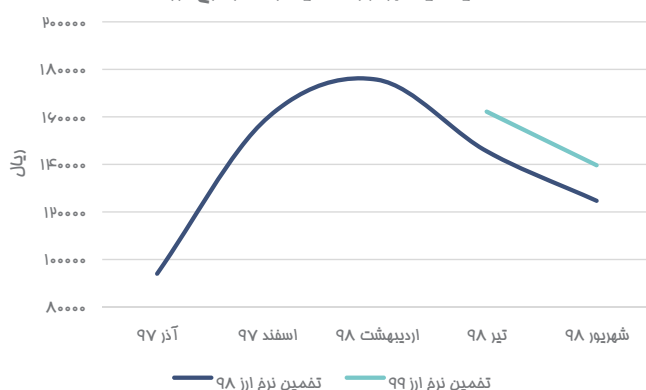
### پیش‌بینی نرخ تورم تا پایان سال



در مورد نرخ تورم نیمه دوم سال ۱۳۹۸ نیز می‌توان براساس سناریوی خوشبینانه (میانگین نرخ تورم شش ماه گذشته)، سناریوی محتمل (میانگین نرخ تورم دوازده ماه گذشته) و سناریوی بدبینانه (میانگین نرخ تورم سال ۹۷) به ترتیب انتظار ثبت ارقام ۲۴ درصد، ۲۸ درصد و ۳۲ درصد را برای نرخ تورم نقطه به نقطه در پایان اسفندماه انتظار داشت.

### سود مورد اجماع تحلیلگران

#### میانگین برآورد تملیگران از نرخ ارز



انتشار گزارش اجماع تحلیلگران در پایان شهریورماه نشان می‌دهد که از نظر تحلیلگران، بازدهی بازار سهام در نیمه دوم سال همچنان مثبت و بیشتر از برآورد قبلی (در تیرماه) خواهد بود. برای سال ۱۳۹۹ نیز انتظارات کمی بهبود یافته و میانگین بازدهی شاخص حدود ۲۶ درصد برآورد می‌گردد. در مقابل، انتظارات نسبت به بازدهی مسکن و ارز تا پایان سال نسبت به گزارش قبل کاهش یافته است. برای سال آینده نیز نرخ ارز به طور میانگین در محدوده ۱۴ هزار تومان مورد انتظار است. پیش‌بینی تحلیلگران از سودآوری شرکت‌ها نیز در این دوره نسبت به دوره قبل تا حدودی بهبود یافته و با وجود روند کاهشی در بازار کالاهای پایه، در برخی گروه‌های بزرگ بازار نظیر پالایشی، متانول، اوره و مس، تمامی نمادها با رشد تخمین سود مواجه شده‌اند. در مجموع، انتظار افزایش سودآوری بنگاه‌ها در سال ۹۸ و ۹۹ نزد تحلیلگران وجود دارد.

نکته قابل ذکر در مورد تخمین نرخ ارز توسط تحلیلگران آنکه نرخ ارز برآوردی برای سال ۱۳۹۹ در دو نظرسنجی اخیر، فاصله یکسانی با نرخ ارز برآوردی برای سال ۱۳۹۸ دارد و توسط تحلیلگران معادل ۱۱.۵ درصد بالاتر برآورد گردیده است. با توجه به شرایط فعلی اقتصاد ایران و وجود نااطمینانی‌های قابل ملاحظه در سال جاری و سال آینده، به نظر می‌رسد که می‌توان این شکاف مختصر یازده درصدی، که حتی کمتر از نرخ تورم سالانه است، را نوعی کم‌برآوردی توسط تحلیلگران در نظر گرفت.



### مسکن: تداوم و تعمیق رکود معاملات

انتشار گزارش تحولات بازار مسکن شهر تهران برای ماه منتهی به شهریور نشان می‌دهد که در این ماه نیز رکود معاملات تداوم یافته است. تعداد معاملات مسکن شهر تهران طی شهریورماه معادل ۲۸۷۸ مورد بوده که این رقم، کمترین میزان معاملات از ابتدای سال ۱۳۹۲ است. نکته قابل ذکر آنکه روند نزولی تعداد معاملات مختص به ماه‌های اخیر نبوده بلکه از ابتدای سال ۱۳۹۷ آغاز شده و در سال جاری تشدید شده است. میانگین معاملات در ۱۸ ماه گذشته حدود ۵۵۰۰ واحد بوده که در مقایسه با میانگین ۱۳۵۰۰ واحدی معاملات طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶، بسیار کمتر بوده است. تداوم این روند طولانی برای سطوح معاملاتی در این سطوح، می‌تواند به معنای ایجاد محدوده تعادلی جدید برای میانگین معاملات مسکن شهر تهران باشد.

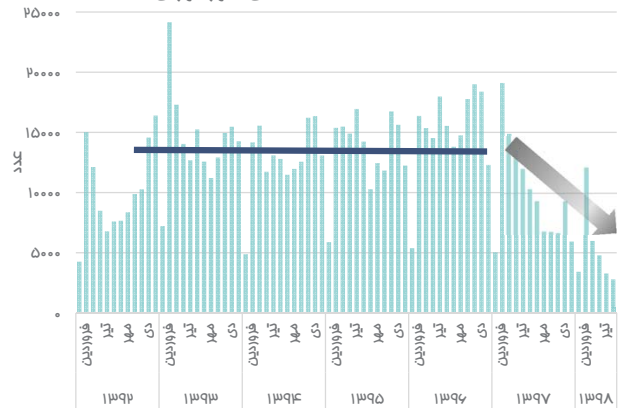


میانگین قیمت یک متر مربع در شهر تهران نیز در شهریورماه برای دومین ماه متوالی کاهش یافته است و این مساله (کاهش قیمت در دو ماه متوالی) نیز از ابتدای سال ۱۳۹۲ بی سابقه بوده است. با توجه به رشد سریع قیمت مسکن از ابتدای سال ۱۳۹۷ به نظر می‌رسد که افزایش قابل ملاحظه قیمت مسکن سبب شده که تقاضای مصرفی و سرمایه‌گذاری برای آن کاهش یابد و این مساله در رکود معاملات نمود یافته است. با توجه به کاهش شدید تقاضا در بازار مسکن از یکسو و با در نظر گرفتن کاهش نرخ تورم در چهارماه گذشته و اثر آن بر کاهش انتظارات تورمی از سوی دیگر، به نظر می‌رسد که رکود معاملات مسکن در ماه‌های آتی نیز تداوم یابد.

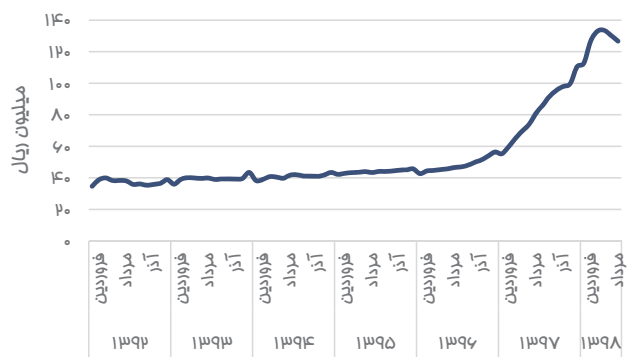


همچنین با توجه به آنکه بررسی الگوی معاملات مسکن شهر تهران در هفت سال گذشته نشان می‌دهد که ماه‌های مهر و آبان، غالباً کمترین معاملات سال را به خود اختصاص می‌دهند لذا انتظار تداوم این روند در سال جاری نیز وجود دارد و لذا می‌توان گفت که رکود بیشتر معاملات در فصل پاییز دور از انتظار نخواهد بود.

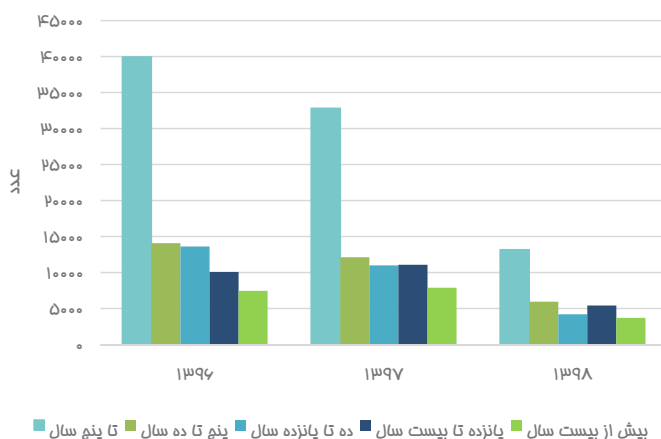
تعداد معاملات مسکن شهر تهران



میانگین قیمت یک متر مربع مسکن در شهر تهران

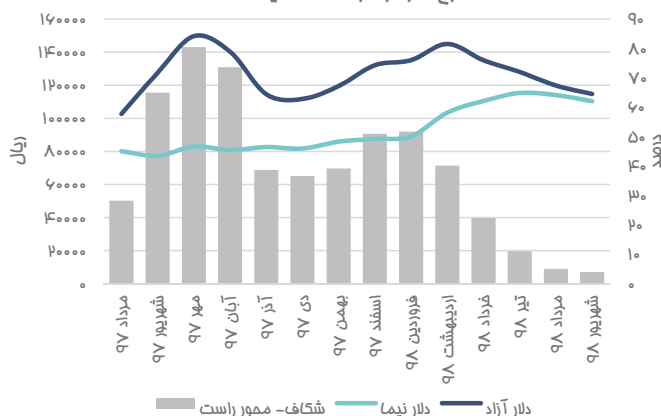


تعداد معاملات به تفکیک سن بنا در نیمه اول هر سال



از دیگر نکات قابل ملاحظه در مورد ترکیب معاملات، افزایش تمایل نسبت به ساختمان‌های با سن بالاتر در سال ۱۳۹۸ است. بررسی تعداد معاملات به تفکیک سن بنا در شش ماهه ابتدای سال نشان می‌دهد که سهم معاملات مربوط به ساختمان‌های کمتر از پنج سال (که اصطلاحاً رده نوساز تلقی می‌شوند) از ۴۷ درصد در سال ۱۳۹۶ به ۴۴ درصد در سال ۱۳۹۷ و ۴۱ درصد در سال ۱۳۹۸ رسیده است. به نظر می‌رسد علت اصلی این امر، کاهش قدرت خرید خانوار و جایگزینی مسکن با سن بالاتر به جای مسکن نوساز (به دلیل قیمت ارزاتر) است. تداوم این روند و عدم افزایش محسوس قدرت خرید خانوار در فصول آتی بدان معنا خواهد بود که تولیدکنندگان مسکن در فروش واحدهای جدید با مشکل مواجه خواهند بود و احتمالاً مجبور به اعمال تخفیف‌های قیمتی خواهند شد.

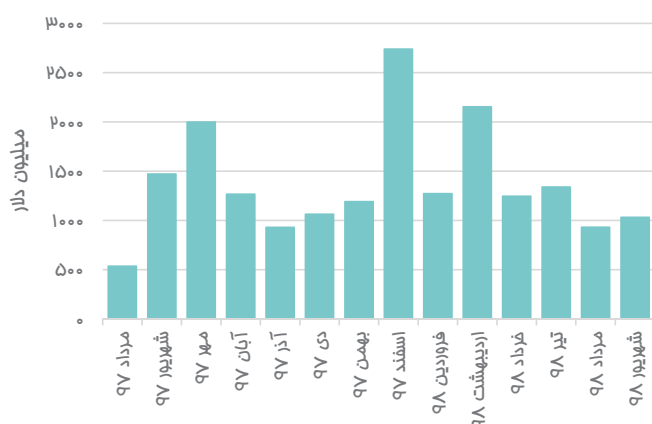
نرخ دلار آزاد و سامانه نیما



## بازار ارز: کاهش مداخلات و تداوم ثبات

نرخ ارز در تداوم روند نزولی خود که از خردادماه آغاز شده، در شهریورماه نیز با کاهش مواجه شده و بازدهی این دارایی مالی در نیمه اول سال ۱۳۹۸ منفی بوده است. میزان کاهش نرخ ارز در نیمه اول سال معادل منفی ۱۳.۲ درصد بوده است. روند نزولی نرخ ارز آزاد در ماه‌های اخیر سبب شده تا شکاف میان قیمت دلار در بازار و سامانه نیما در شهریورماه به کمترین سطح طی یک سال عمر این سامانه برسد. شکاف میان نرخ ارز بازار و سامانه نیما در حال حاضر کمتر از ۴ درصد است.

میزان ارز فروخته شده در سامانه نیما



در مورد دلایل کاهش نرخ ارز در ماه‌های اخیر، بررسی شرایط عرضه نشان می‌دهد که در نیمه اول سال میزان عرضه ارز در سامانه نیما تغییر محسوسی نداشته و به غیر از اردیبهشت‌ماه (زمان تغییر دستورالعمل بانک مرکزی در مورد نحوه عرضه ارز حاصل از صادرات در سامانه نیما)، میزان عرضه در سایر ماه‌ها نرمال بوده است. مجموع عرضه ارز طی نیمه اول سال در سامانه نیما حدود ۸ میلیارد دلار بوده (که این رقم تقریباً معادل ۴۰ درصد از مجموع نیاز وارداتی کشور در همین دوره بوده) است. با توجه به ثبات نسبی میزان واردات، به نظر می‌رسد که افت تقاضای معاملاتی نیز علت کاهش نرخ ارز طی نیمه اول سال نبوده است.



از سوی دیگر باید توجه داشت که شرایط سیاست خارجی کشور در سال ۹۸ نسبت به سال ۹۷ چندان آرام تر نبوده لذا سناریو کاهش نرخ ارز از این ناحیه نیز چندان محتمل به نظر نمی‌رسد. با این تفاسیر، به نظر می‌رسد که تغییر دستورالعمل بانک مرکزی جهت عرضه ارز حاصل از صادرات در سامانه نیما تنها فرضیه‌ای است که می‌تواند در مورد علل کاهش نرخ ارز مورد بررسی قرار گیرد؛ تسهیل شرایط عرضه ارز در سامانه نیما (از طریق کاهش میزان تکلیف عرضه در سامانه از ۹۰ درصد به ۶۰ درصد برای پتروشیمی‌ها و ۵۰ درصد برای سایرین) و اجازه نزدیک شدن نرخ سامانه نیما به نرخ بازار، دو تغییر اساسی بوده که در اردیبهشت‌ماه روی داده است. این تغییرات از یکسو سبب شده تا انگیزه عدم بازگشت ارز به کشور به حداقل برسد و عرضه ارز در بازار افزایش یابد و از سوی دیگر باعث شده تا شرایط سفته‌بازی در بازار ارز (ناشی از شکاف میان قیمت‌ها) به حداقل برسد. در واقع ارتباط میان بازار ارز و تجارت خارجی که تا پیش از این تقریباً به طور کامل قطع شده بود (به دلیل تعیین نرخ ۴۲۰۰ تومانی برای تجارت کالاهای اساسی، نرخ ۸۰۰۰ تومانی سامانه نیما برای سایر کالاهای و عدم به رسمیت شناختن بازار آزاد) و بازار ارز به عنوان محل هجوم تقاضاهای احتیاطی (جهت حفظ ارزش پس‌انداز ریالی افراد) و سفته‌بازانه تبدیل شده بود، با اقدامات جدید مجدداً به کارکرد اصلی خود بازگشته و تبدیل به محل تلاقی عرضه و تقاضای مصرفی ارز (تجارت خارجی) شده است. به این ترتیب، انتظار می‌رود که تداوم این شرایط و تسهیل بیشتر معاملات بازار آزاد ارز منجر به نقش بیشتر عرضه و تقاضای مصرفی ارز (ناشی از تجارت) در تعیین قیمت شود و در مقابل تأثیر تقاضاهای احتیاطی و سفته‌بازی در تعیین نرخ ارز کاهش خواهد یافت.

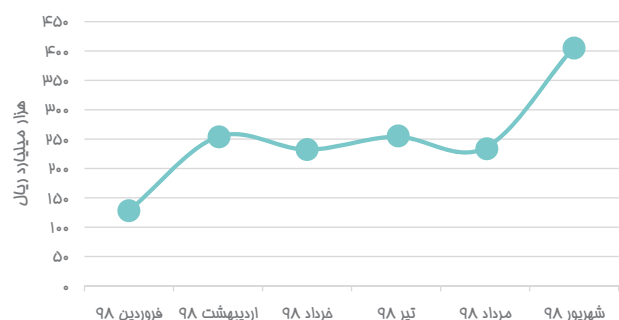


### سپرده بانکی: عدم جذابیت نرخ سود و خروج به سمت بازارهای موازی

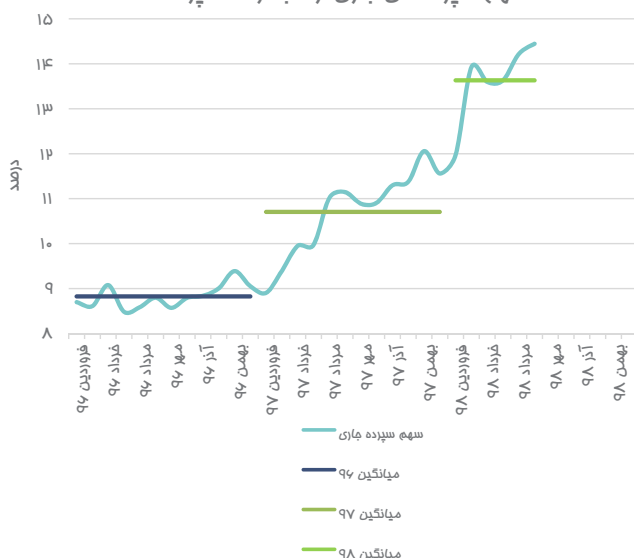
بررسی اطلاعات سپرده‌های بانکی در نمونه منتخب بانک‌ها<sup>۲</sup> نشان می‌دهد که مهمترین تغییر رخ داده در شهر یورماه، سررسید شدن مقدار قابل ملاحظه‌ای از سپرده‌های یکساله است. با توجه به آنکه آخرین تغییر ایجاد شده در نرخ سپرده بانکی مربوط به شهر یورماه ۱۳۹۶ (کاهش نرخ سود سپرده یکساله از ۱۸ درصد به ۱۵ درصد) بوده و در آن تاریخ بخشی از سپرده‌ها برای مصون ماندن از تغییر نرخ توسط سپرده‌گذاران تجدید شده‌اند، میزان سپرده‌هایی که هر ساله در شهر یورماه سررسید می‌شوند بیش از سایر ماه‌هاست. میزان سپرده‌های یکساله سررسید شده در شهر یورماه سال جاری حدود ۴۰ هزار میلیارد تومان بوده که نسبت به ماه قبل از آن تقریباً دو برابر شده است. تصمیم سپرده‌گذاران بر تمدید سپرده یا خروج پول از بانک، مسأله مهمی است که می‌تواند بر دیگر متغیرهای اقتصادی اثر بگذارد.



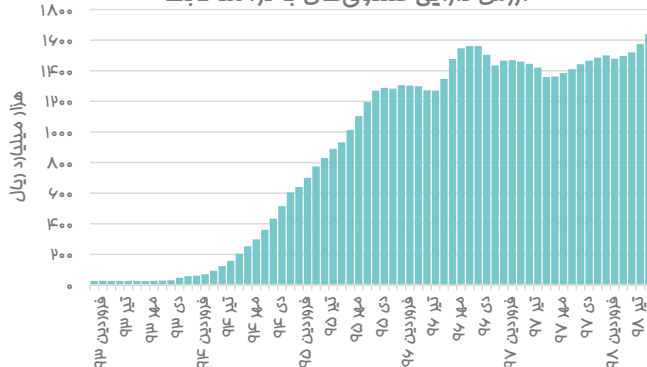
میزان سپرده‌های یکساله تسویه شده (فارغ شده از بانک‌ها) در نمونه منتخب



سهم سپرده‌های جاری از مجموعه سپرده‌ها



ارزش دارایی صندوق‌های با درآمد ثابت



بررسی ترکیب سپرده‌های بانکی نشان می‌دهد که بخشی از سپرده‌های یکساله که در شهریورماه سررسید شده‌اند، وارد سپرده‌های جاری شده‌اند و سهم این نوع از سپرده‌ها در شهریورماه به رقم تاریخی ۱۴.۵ درصد رسیده است. طی شش ماهه ابتدای سال ۱۳۹۸ میزان سپرده‌های جاری مجموعاً معادل ۳۶۵ هزار میلیارد ریال افزایش یافته است حال آنکه طی دوره دوازده‌ماهه ۱۳۹۷ رشد این سپرده‌ها تنها ۳۲۰ هزار میلیارد ریال بوده است. افزایش ورود پول به سپرده‌های جاری و تداوم رشد سهم سپرده‌های جاری پتانسیل افزایش سرعت گردش پول و تحریک نقدینگی را افزایش داده و می‌تواند اثرات نامطلوبی بر نرخ تورم داشته باشد.



از سوی دیگر با توجه به آنکه نرخ سود صندوق‌های درآمد ثابت در حال حاضر بالاتر از نرخ سود سپرده بانکی و در محدوده ۲۱-۲۲ درصد قرار دارد، به نظر می‌رسد بخش دیگری از سپرده‌های سررسید شده در شهریورماه وارد این صندوق‌ها شده‌اند. ارزش دارایی این صندوق‌ها در شهریورماه بیش از ۶۰ هزار میلیارد ریال افزایش یافته و به بیشترین سطح تاریخی خود رسیده است. نرخ رشد دارایی صندوق‌ها نیز در شهریورماه بالاترین مقدار طی دو سال گذشته بوده است. مجموع این موارد، تقویت جریان ورودی این صندوق‌ها را در شهریورماه نشان می‌دهد.



و در نهایت به نظر می‌رسد که با توجه به افزایش بازدهی بازار سهام و جذابیت نسبی نرخ بازار اوراق تأمین مالی نسبت به نرخ سود بانکی، بخشی از سپرده‌های یکساله سررسید شده نیز به بازار سرمایه وارد شده‌اند. میزان معاملات در بازار سهام و اوراق طی شهریورماه، رشد قابل ملاحظه‌ای داشته و افزایش تقاضا در آن به خوبی مشهود است. تفصیل بیشتر، در بخش‌های مربوطه ذکر خواهد شد.

در مجموع بررسی رفتار سپرده‌های یکساله سررسید شده در شهریورماه سال جاری نشان می‌دهد برخلاف رفتار سپرده‌گذاران در اسفندماه سال گذشته (که با سررسید شدن اوراق گواهی سپرده یکساله اقدام به ورود به بازارهایی نظیر ارز و طلا نموده و نوساناتی در آن‌ها ایجاد نمودند)، بخشی از سپرده‌ها وارد بازار اوراق تأمین مالی شده و بخشی از آن نیز وارد صندوق‌های با درآمد ثابت شده است. این تغییر رفتار، تا حد زیادی ناشی از ایجاد آرامش در بازارهای ارز و طلا طی ماه‌های اخیر بوده که جذابیت نسبی آن‌ها را برای معاملات سفته‌بازانه کاهش داده است.





### اوراق تامین مالی: ثبات عرضه و افزایش تقاضا

بازار اوراق تامین مالی در نیمه اول سال ۱۳۹۸ تغییر چندانی نداشته و با ثبات نسبی روبرو بوده است. ارزش بازار اوراق تامین مالی در پایان شهریور سال ۱۳۹۸ به ۸۶۰ هزار میلیارد ریال رسیده که این رقم نسبت به پایان سال قبل تنها ۱.۱ درصد افزایش یافته است. علت اصلی عدم رشد ارزش بازار اوراق تامین مالی و ثبات نسبی شرایط سمت عرضه این بازار تا پایان ششمین ماه سال، عدم ورود اوراق تامین مالی دولتی مربوط به قانون بودجه سال ۱۳۹۸ به بازار سرمایه بوده است.

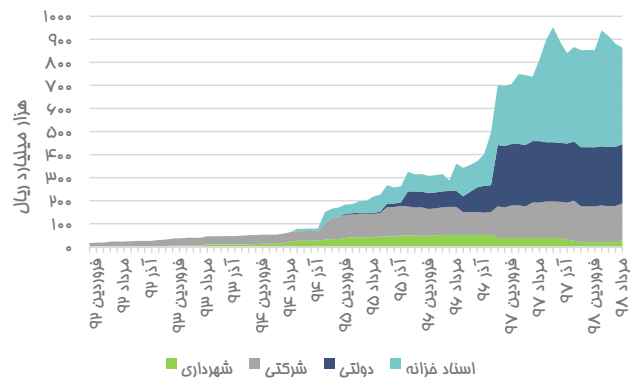


با توجه به عدم تغییر محسوس ارزش بازار اوراق تامین مالی در فصول اخیر و عدم رشد آن به تناسب سایر متغیرهای اقتصاد ایران، نسبت اندازه بازار تامین مالی به تولید ناخالص داخلی، میزان نقدینگی و ارزش بازار سهام، از ابتدای سال ۱۳۹۷ تاکنون روند نزولی داشته است. در حال حاضر نسبت اندازه بازار اوراق تامین مالی به نقدینگی حدود ۴ درصد است که این رقم، کمترین میزان از زمستان ۱۳۹۶ است. مقایسه تطبیقی نیز نشان می‌دهد که این نسبت بسیار پایین‌تر از استانداردهای جهانی (میانگین ۴۰ درصد برای کشورهای عضو OECD) است و حتی برای کشورهای در حال توسعه (نظیر ترکیه و عربستان) نیز این رقم به ندرت کمتر از ۲۰ درصد است. به نظر می‌رسد که با توجه به تحولات اقتصاد ایران در سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸، توسعه بازار اوراق تامین مالی باوقفه مواجه شده است.

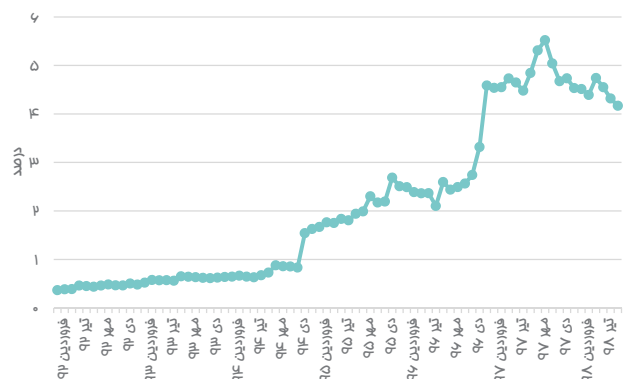


لازم به ذکر است که انتشار شاخص مراکز مالی جهان (GFCI) برای نیمه دوم سال ۲۰۱۹ نیز نشان می‌دهد که وضعیت بازار سرمایه ایران طی یک سال گذشته تغییر چندانی نداشته و شاخص آن تقریباً ثابت مانده است. شاخص مذکور برای ۱۱۴ بورس مختلف در دنیا محاسبه و گزارش می‌شود و از ترکیب ۱۳۴ متغیر در ابعاد مختلف نظیر زیرساخت‌ها، اعتبار منطقه‌ای، توسعه ابزارهای نوین و سرمایه انسانی حاصل می‌شود.

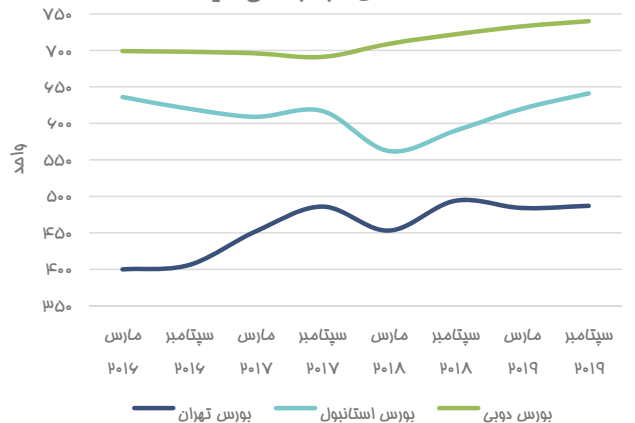
### ارزش بازار اوراق تامین مالی



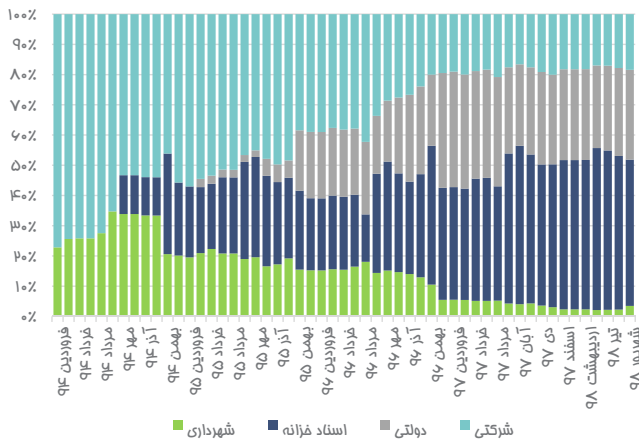
### نسبت ارزش بازار اوراق تامین مالی به نقدینگی



### شاخص مراکز مالی دنیا

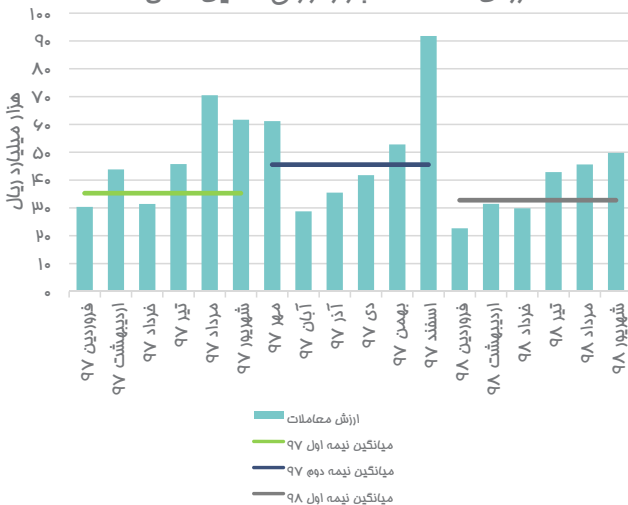


### سهم انواع اوراق تامین مالی به تفکیک ناشر



با توجه به عدم انتشار قابل ملاحظه اوراق (دولتی و شرکتی) طی شش ماه اخیر، ترکیب اوراق نیز تغییر چندانی نداشته و همچنان سهم اصلی بازار در اختیار انواع اوراق دولتی است. سهم اوراق شرکتی از بازار اوراق تامین مالی از بهمن ماه ۱۳۹۶ تاکنون همواره کمتر از ۲۰ درصد بوده است.

### ارزش معاملات بازار اوراق تامین مالی



بر خلاف سمت عرضه، سمت تقاضای اوراق تامین مالی در نیمه اول سال دارای روند افزایشی بوده است. هرچند که با توجه به دلایلی نظیر سودآوری مناسب بازار سهام و اقبال سرمایه گذاران به آن، مجموع معاملات اوراق تامین مالی در نیمه اول سال نسبت به سال گذشته کمتر بوده اما روند صعودی آن (با وجود عدم عرضه اوراق جدید) کاملاً مشهود است. میزان معاملات اوراق تامین مالی در شهریورماه، بیشترین میزان در شش ماه گذشته بوده است.

### میانگین موزون نرخ بازده اوراق تامین مالی



بررسی میانگین نرخ بازده تا سررسید (YTM) اوراق تامین مالی موجود در بازار سرمایه طی ماههای اخیر نشان می دهد که این نرخ در شهریورماه روند کاهشی داشته و از محدوده ۲۲.۹ درصد به ۲۲.۳ درصد رسیده است. با توجه به آنچه که در باب عدم تغییر شرایط طرف عرضه اوراق در شش ماه گذشته، ثبات نسبی شرایط بازارهای مالی، تعدیل انتظارات تورمی و تقویت طرف تقاضا به دلیل جذابیت نرخ بازدهی اوراق تامین مالی گفته شد، به نظر می رسد کاهش ایجاد شده در نرخ بازدهی این بازار ناشی از تعامل نیروهای عرضه و تقاضا بوده است. به این ترتیب، تداوم شرایط موجود در فضای اقتصاد به معنای وجود پتانسیل برای کاهش بیشتر نرخ بازده اوراق تامین مالی در ماههای آتی است. البته باید توجه داشت که عرضه اوراق دولتی (که از ابتدای سال تاکنون صورت نگرفته است) به معنای تقویت طرف عرضه خواهد بود و نتیجه احتمالی آن، عدم کاهش و یا حتی افزایش نرخ بازده خواهد بود.





با توجه به کاهش نرخ تورم در ماه‌های اخیر، بازدهی حقیقی بازار اوراق تامین مالی نیز به سرعت در حال بازگشت از مقادیر منفی است و در حال حاضر به بیشترین میزان طی یک سال اخیر رسیده است. با توجه به آنکه نرخ تورم ماهانه در دو ماه اخیر کمتر از ۱ درصد بوده و این مساله نقش مهمی در تعدیل انتظارات تورمی داشته است، انتظار می‌رود که جذابیت نسبی این بازار به تدریج برای سرمایه‌گذاران افزایش یابد. در نهایت باید توجه داشت ضمن آنکه اصلی‌ترین بازیگران سمت تقاضای اوراق تامین مالی صندوق‌های با درآمد ثابت هستند، بررسی پورتفوی این صندوق‌ها نشان می‌دهد که میزان اوراق خریداری شده توسط آن‌ها نیز در شهریورماه افزایش یافته است. مجموع این موارد، گویای افزایش احتمالی تقاضا در این بازار طی نیمه دوم سال است.



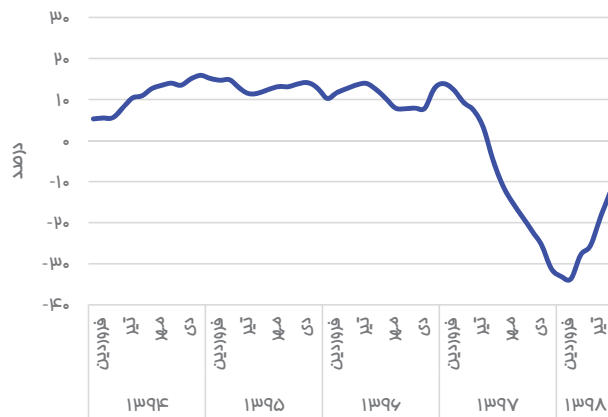
### بازار سهام: افزایش ریسک در گروه‌های کوچک و احتمال ریزش

بازار سهام در نیمه اول سال ۱۳۹۸ رشد کم‌نظیری داشته است. ارزش بازار بورس در شش ماه گذشته معادل ۶۱.۷ درصد و ارزش بازار فرابورس معادل ۷۶.۸ درصد افزایش یافته است. این موضوع در حالی رخ داده که مجموع عملکرد شش ماهه بازارهای ارز و طلا منفی و برای بازار مسکن نیز رشد ۱۵ درصدی ثبت شده است. این رشد قابل ملاحظه در بازار سهام، که تا حد زیادی تعدیل با شرایط تورمی و جبران عقب ماندگی از رشد سریع سال گذشته سایر بازارها بوده است، سبب شده تا عملکرد ۲۴ ماهه چهار کلاس اصلی دارایی‌های مالی ایرانیان در شهریورماه به یکدیگر همگرا شود؛ پس از اتخاذ سیاست پولی انبساطی (کاهش ۳ درصدی نرخ سپرده بانکی) در شهریورماه ۱۳۹۶، واگرایی مشهودی در بازدهی دارایی‌های مالی در اقتصاد ایران ایجاد شده بود و اکنون با گذشت دو سال، این واگرایی تبدیل به همگرایی شده است. لازم به ذکر است که در این دوره دوساله، بازدهی بازار سهام نسبت به سایرین پیشی گرفته است و بازدهی بازار مسکن، کمترین میزان بوده است. به نظر می‌رسد که بنا به دلایلی نظیر تضعیف قابل ملاحظه طرف تقاضا (افت پایدار درآمد خانوار در یک دهه اخیر و کاهش تدریجی نیاز به مسکن جدید به دلیل تحولات جمعیتی) و عرضه بیش از حد مسکن در دهه ۱۳۸۰، این بازار در سال‌های آتی نیز بازدهی مناسبی را نصیب سرمایه‌گذاران ننماید.<sup>۴</sup>

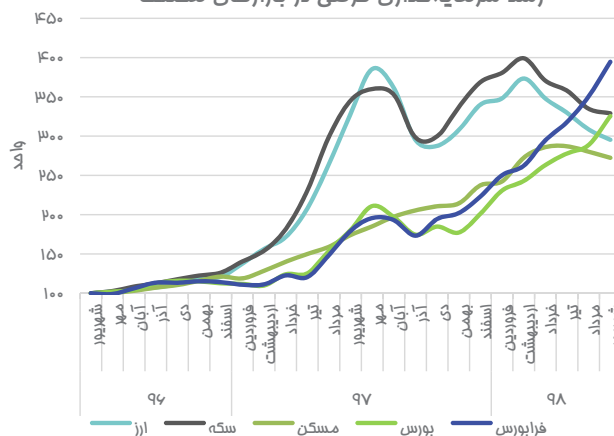


ترکیب رشد بورس تهران در نیمه اول سال به شکلی بوده که صنایع بزرگ چهارگانه (فلزات اساسی، محصولات شیمیایی، فراورده‌های نفتی و کانه‌های فلزی) سهمی حدود ۲۷.۲ واحد درصد از مجموع رشد ۶۱.۷ درصدی بازار را در اختیار داشته‌اند. با توجه به آنکه از نظر ارزش، سهم این صنایع در بورس حدود ۶۰ درصد است، می‌توان گفت که رشد بورس در نیمه اول سال به صورت نامتقارن و با محوریت صنایع کوچکتر صورت گرفته است.

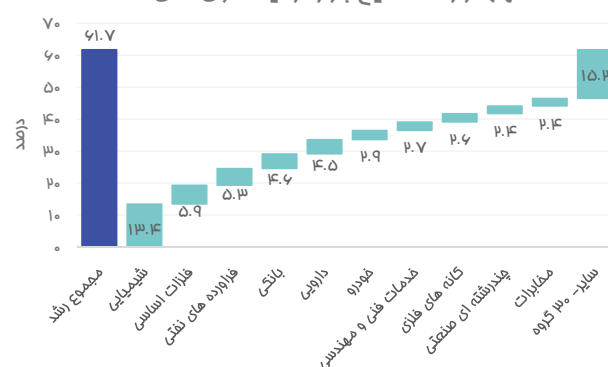
نرخ بازده حقیقی اوراق تامین مالی



رشد سرمایه‌گذاری فرضی در بازارهای مختلف

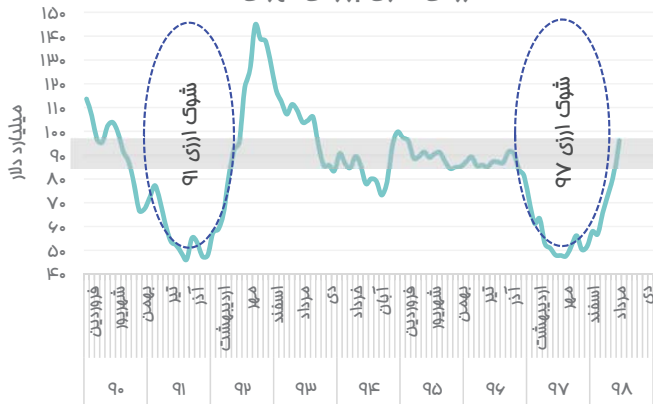


سهم در رشد صنایع بازار در نیمه اول سال ۹۸



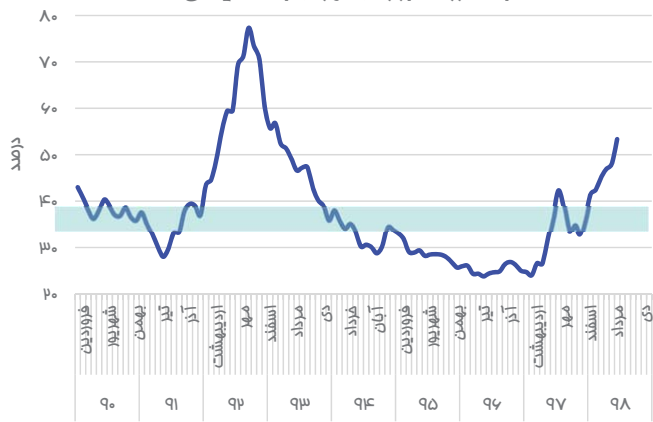


### ارزش دلاری بورس تهران



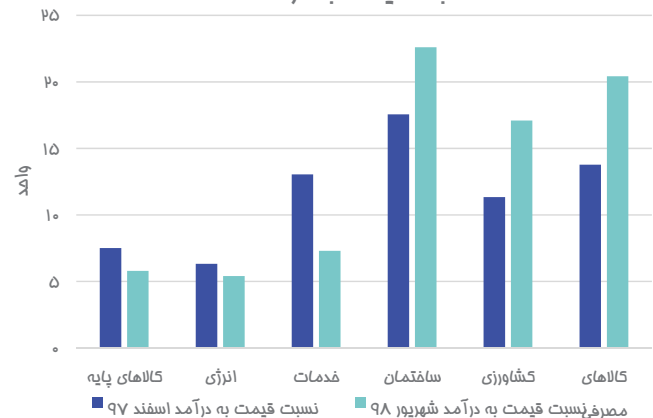
محاسبه ارزش دلار بورس تهران (نسبت ساده ارزش ریالی بازار به قیمت دلار در هر ماه) نشان می‌دهد که در دهه ۹۰ بازار سهام در مواجهه با شوک‌های ارزی طی حدود شش فصل، بخش اصلی شوک را جذب کرده و با ارقام جدید ارز و تورم تعدیل شده است. با توجه به آنکه ارزش دلار بورس تهران در پایان شهریورماه حدود ۹۶ میلیارد دلار و در محدوده مقادیر بلندمدت (۸۵ تا ۹۵ میلیارد دلار) قرار گرفته است، رشد بیشتر بازار چندان منطقی به نظر نمی‌رسد و می‌تواند خطراتی از ناحیه ریزش‌های بعدی ایجاد نماید.

### نسبت ارزش بورس تهران به نقدینگی



محاسبه ارزش بورس تهران نسبت به نقدینگی نیز گویای آن است که ارزش بازار طی ماه‌های اخیر رشد محسوسی داشته و در حال حاضر از میانگین‌های بلندمدت (۴۵ درصد) فراتر رفته است. به این ترتیب می‌توان گفت که با در نظر گرفتن مقادیر بلندمدت نرخ ارز و نقدینگی، در حال حاضر در مجموع بازار سهام ریسک افزایش یافته است.

### نسبت قیمت به درآمد TTM



با وجود آنکه به نظر می‌رسد رشد ماه‌های اخیر بازار تا حدی ریسک بازار را افزایش داده اما محاسبه مقادیر قیمت به درآمد برای گروه‌های عمده بازار نشان می‌دهد که در حال حاضر بازار به دو بخش تفکیک شده است؛ از یکسو گروه‌های بزرگ نظیر کالاهای پایه، دارای مقادیر قیمت به درآمد معقول و مناسبی هستند و طی نیمه نخست سال نیز با کاهش قیمت به درآمد مواجه شده‌اند که این مساله به معنای عدم وجود ریسک قابل ملاحظه در این گروه‌هاست. در سمت مقابل گروه‌های کوچک بازار نظیر کالاهای مصرفی در حال حاضر دارای مقادیر قیمت به درآمد بالایی هستند و البته با توجه به رشد قابل ملاحظه ارزش سهام اینگونه شرکت‌ها در نیمه اول سال، این نسبت افزایش یافته است. به نظر می‌رسد که رشد ارزش بازار شرکت‌ها و صنایع کوچک در ماه‌های اخیر، ریسک این شرکت‌ها را افزایش داده و این نسبت طی ماه‌های آتی باید از ناحیه افزایش سودآوری و یا کاهش قیمت تعدیل شود که البته احتمال گزاره دوم بالاتر است. به این ترتیب، ریزش قیمت سهام در گروه‌های کوچک بازار، محتمل‌ترین تغییر بازار سهام در نیمه دوم سال ۱۳۹۸ خواهد بود و در مقابل انتظار می‌رود که در دو گروه بزرگ بازار یعنی کالاهای پایه (شامل صنایع شیمیایی، فلزات اساسی و کانه‌های فلزی) و انرژی (فرآورده‌های نفتی و عرضه برق و گاز) رشد آرام قیمت سهام تجربه شود. در کنار این مسائل، تغییرات احتمالی سیاست‌های دولت در مواردی نظیر قیمت بنزین، حذف ارز ۴۲۰۰ تومانی و دیگر موارد مرتبط با قیمت‌گذاری و تعرفه‌ها می‌تواند گروه‌های خاص را متاثر سازد.



واکاوای علل رشد سریع بازار سهام به ویژه در گروه‌های کوچک در ماه‌های اخیر نشان می‌دهد بازدهی مناسب بازار سهام و عدم وجود فرصت‌های مناسب در سایر بازارها، سبب افزایش حضور سهامداران خرد در بازار سرمایه شده است به شکلی که بخش عمده‌ای از معاملات ماه‌های اخیر مربوط به سهامداران حقیقی بوده است. نسبت معاملات افراد حقیقی در شهریورماه، ۱۳۷ درصد بیش از افراد حقوقی بوده است و نکته قابل ملاحظه آنکه میزان خرید در مقابل فروش، برای افراد حقیقی بسیار بیش از افراد حقوقی بوده و همین موضوع سبب رشد سریع دارایی آن‌ها در بورس شده است.

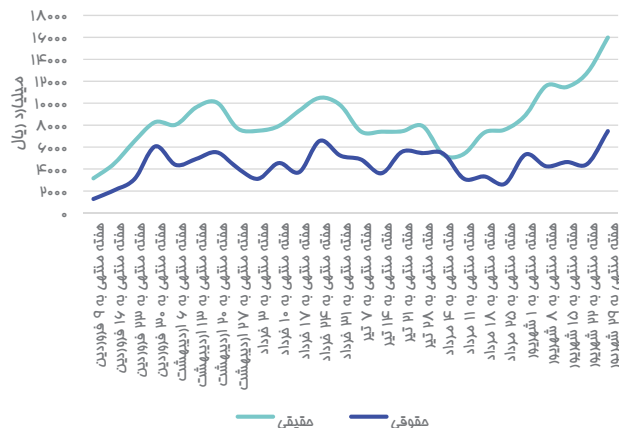


خالص خرید سهام (خرید منهای فروش) توسط افراد حقیقی در بورس تهران طی نیمه اول سال حدود ۴۵۰۰ میلیارد تومان بوده است که بخش اصلی آن نیز مربوط به شهریورماه بوده و در این ماه خریداران حقیقی تقریباً معادل ۵ ماه پیش از آن، اقدام به خرید سهام نموده‌اند. با توجه به آنکه این افراد غالباً از دانش معاملاتی پایینی برخوردار هستند و با اطلاع از عملکرد مثبت بورس اقدام به ورود سریع بخشی از سرمایه خود به بازار سهام نموده‌اند، لذا از یکسو به نظر می‌رسد که بخشی از رشد ایجاد شده در صنایع و شرکت‌های کوچک ناشی از ورود این افراد بوده و از سوی دیگر انتظار می‌رود که این افراد در مواجهه با نوسانات منفی بازار به سرعت اقدام به خروج سرمایه خود از بازار نمایند و لذا منجر به تشدید نوسانات منفی در ماه‌های آتی شوند.

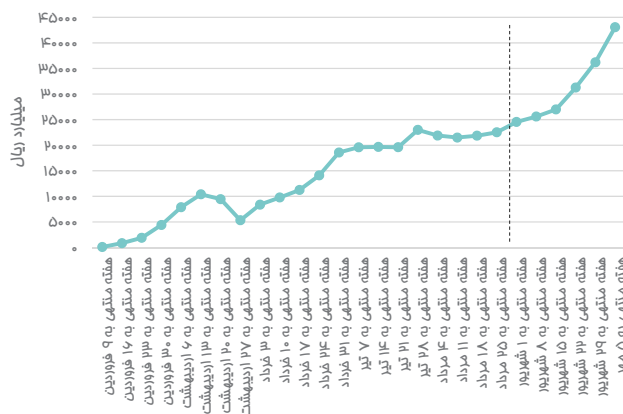


و در نهایت در مورد چشم‌انداز سال آینده بازار سرمایه باید گفت با توجه به کاهش نسبی بهای جهانی کالاهای پایه، چشم‌انداز نامناسب برای شرایط تولید و تجارت بین‌الملل، کاهش نسبی قیمت دلار در بازار داخل (که درآمد ریالی بنگاه‌ها را متاثر می‌سازد) و مشکلات ناشی از تحریم که احتمالاً بر فروش خارجی و عملکرد داخلی بنگاه‌ها اثرگذار خواهد بود، انتظار رشد قابل ملاحظه در سودآوری بنگاه‌ها وجود ندارد. پیش‌بینی میزان سودآوری بنگاه‌ها برای سال ۱۳۹۹ در حال حاضر حدود ۱۳۵۰ هزار میلیارد ریال است.

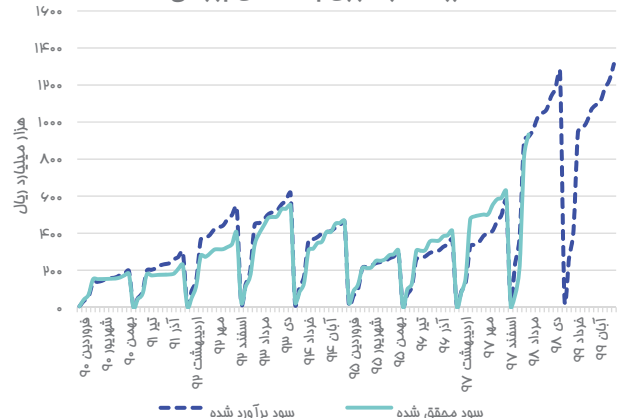
### میانگین ارزش معاملات روزانه

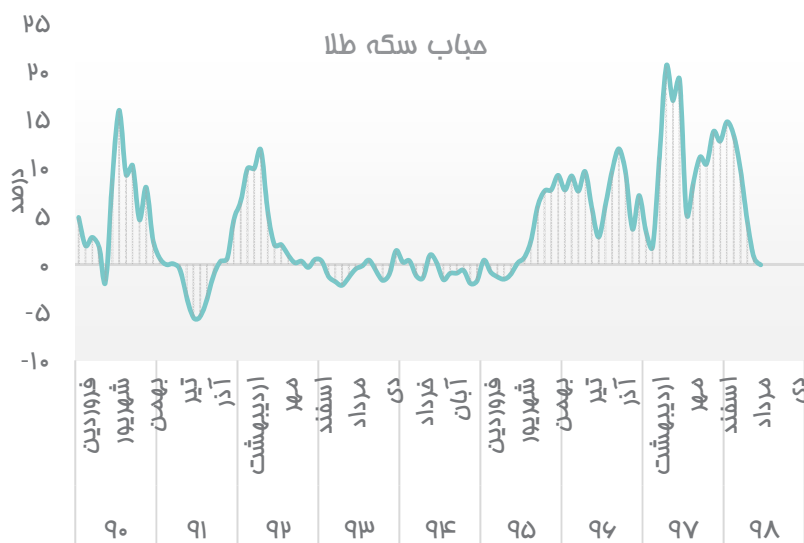


### خالص خرید افراد حقیقی در بورس



### رشد سودآوری بنگاه‌های بورسی





### ✓ طلا: صفر شدن حساب قیمت پس از ۳۶ ماه

بررسی بازار طلا نشان می‌دهد که در شهریورماه و بنا به دلایلی نظیر کاهش نرخ ارز و تعدیل انتظارات تورمی، حساب قیمتی سکه طلا که ابتدای سال در محدوده ۱۵ درصد قرار داشت، به طور کامل تخلیه شده است. به این ترتیب، قیمت بازاری سکه طلا در شهریورماه ۱۳۹۸ برابر با ارزش ذاتی آن شده است. به این ترتیب، می‌توان گفت که طولانی‌ترین حساب قیمتی طلا در دهه ۹۰ شمسی پس از ۳۶ ماه به پایان رسیده است. به نظر می‌رسد که تعدیل انتظارات تورمی می‌تواند منجر به تشکیل حساب منفی قیمت سکه طلا در ماه‌های آتی شود.

✓ بررسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا نشان می‌دهد که در شهریورماه خالص دارایی مجموع صندوق‌ها پس از ۸ ماه کاهش یافته است. بررسی تفکیکی صندوق‌ها نیز نشان می‌دهد که در هر چهار صندوق کاهش میزان دارایی‌ها اتفاق افتاده است. به نظر می‌رسد که از یکسو با توجه به رسیدن قیمت طلا به بالاترین سطوح هفت سال گذشته احتمال رشد بیشتر قیمت جهانی چندان بالا نیست و از سوی دیگر تعدیل انتظارات تورمی در داخل کشور که می‌تواند مانع از جذابیت بیشتر این دارایی مالی در کوتاه‌مدت شود، باعث کاهش تقاضا برای طلا شده است. با وجود تمامی این موارد باید توجه داشت که چشم‌انداز میان‌مدت طلا بنا به دلایلی نظیر احتمال افزایش نرخ ارز در نیمه دوم سال یا سال آینده، می‌تواند مثبت باشد.

● s a m a n i n c o . c o m

SAMAN MAJD INVESTMENT CO.

