



جنگ، تحریم و تورم
۳ ضلع بحران در بازار سرمایه



ژئسانس طلا
و آینده مبهم



نقشه راه بورس
در نیمه دوم ۱۴۰۵



طلا در عصر
جنگ‌های تعرفه‌ای



نیمه دوم بورس صعود زیر سایه ریسک

کارشناسان بازار سرمایه از مسیر شاخص، نرخ ارز و بهره، صنایع برنده و تهدیدهای پیش روی بورس می‌گویند

نیمه دوم ۱۴۰۵ برای بورس، دوره‌ای متفاوت از نیمه نخست خواهد بود؛ دوره‌ای که در آن رشد شاخص دیگر به‌تنهایی معیار نیست و نرخ ارز، نرخ بهره، سیاست‌های دولت، ریسک‌های ژئوپلیتیک و توان شرکت‌ها در تبدیل تورم به سودآوری، مسیر بازار را تعیین می‌کنند. در پرونده ویژه این شماره، دیدگاه‌های کارشناسان بازار سرمایه را درباره سناریوهای پیش روی بورس، محدوده احتمالی شاخص، صنایع مستعد رشد، ریسک‌های بزرگ بازار و رقابت بورس با طلا و ارز مرور کرده‌ایم.





هدف،

مسیر را مشخص می‌کند

مدیریت ثروت و تامین مالی با
مشاور سرمایه‌گذاری هدف حافظ



نوبیتکس

از طلا تا بیت کوین

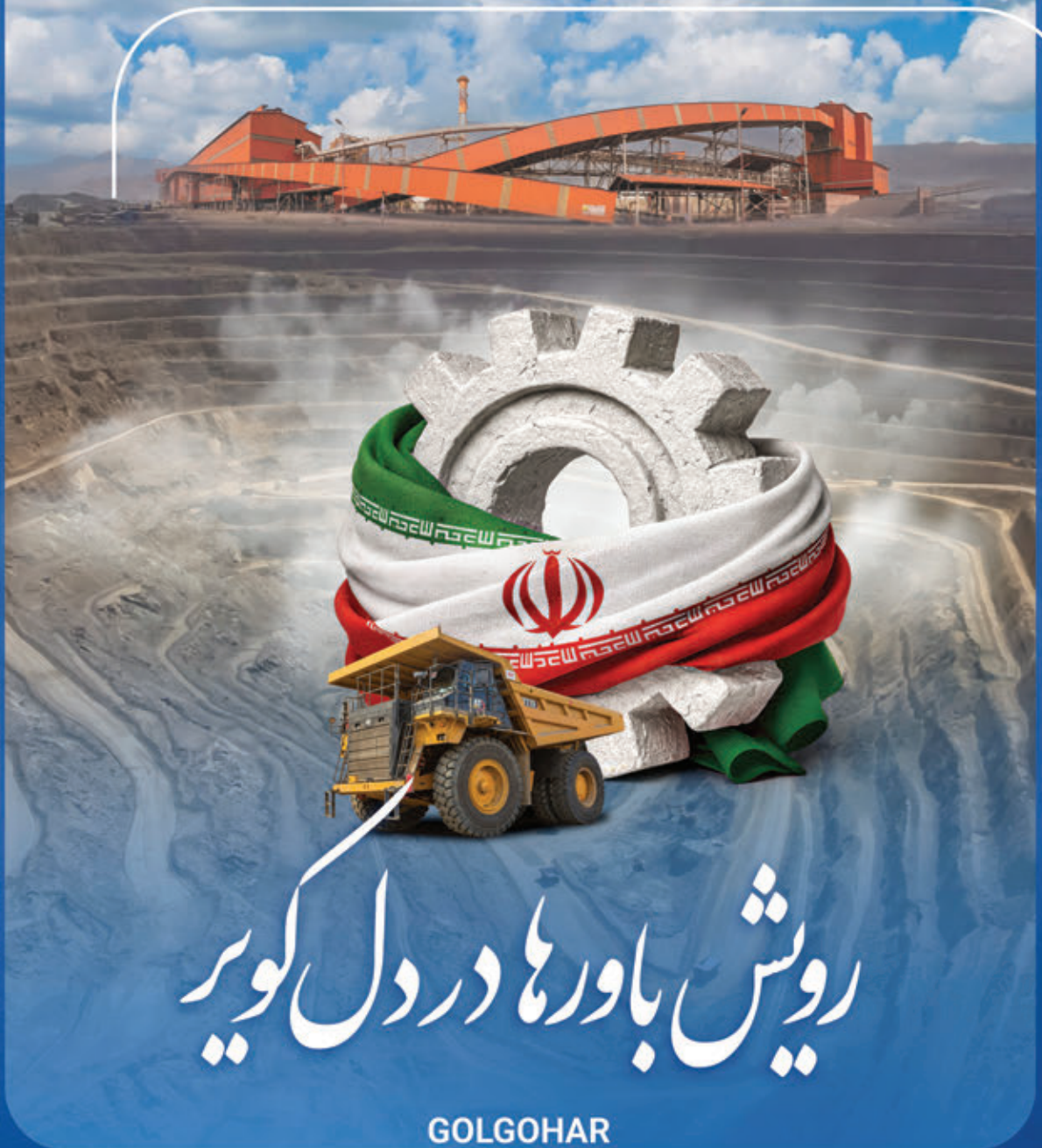
با نوبیتکس سرمایه‌گذاری کن

nobitex.ir

WWW.GEG.IR



شرکت معدنی و صنعتی گلگهر
GOLGOHAR MINING & INDUSTRIAL COMPANY
روابط عمومی و امور بین الملل



رویش باور ما در دل کویر

GOLGOHAR
MINING & INDUSTRIAL COMPANY

انتخابی کارآمد برای سرمایه‌گذاری

صندوق طلای کارآمد با نماد زرگر

زرگر



با امین لند ساده، آنلاین و هوشمندانه سرمایه‌گذاری کنید.

صندوق طلای نور امین

- ✓ بدون حباب
- ✓ نقدشوندگی بالا
- ✓ مدیریت حرفه‌ای دارایی
- ✓ صدور و ابطال ۲۴ ساعته از طریق امین لند



اسکن کنید

برای آشنایی
و سرمایه‌گذاری
www.aminland.ir
www.aminib.com

صندوق‌های تحت مدیریت
تأمین سرمایه امین


صندوق سرمایه‌گذاری طلای نور امین
صدور و ابطالی


صندوق امین معادن رشد
درآمد ثابت
مبتنی بر صدور و ابطال


صندوق سرمایه‌گذاری امین رشد
درآمد ثابت
مبتنی بر صدور و ابطال


صندوق ETF
درآمد ثابت


صندوق امین آوید
صندوق سرمایه‌گذاری
صندوق ETF
سهامی


گنجینه یکم آوید
صندوق سرمایه‌گذاری
صندوق ETF
جمع‌شونده



"طلوع"

آرامش یک سرمایه‌گذاری مطمئن

صندوق با درآمد ثابت ETF

تحت مدیریت سبدگردان نوین نگر آسیا



www.toloufund.ir

۰۲۱-۴۵۲۸۳۱۸۰

آغاز فصل نو در شرکت فولاد خوزستان



دوباره برخواستیم،

پایان بازسازی کامل فولادسازی فولاد خوزستان



دوباره ساختیم،

افتتاح فولادسازی فولادشادگان



دوباره نفس کشیدیم،

افتتاح پروژه زیست محیطی ویند فنیسینگ



اعتبار ملی

۷۰۰ میلیون تومان

تسهیلات ۷۰۰ میلیونی



جهت کسب اطلاعات بیشتر
کد روبه‌رو را اسکن کنید

www.bmi.ir • ۲۱-۶۴۱۴۰

bankmelli۱۳۰۷



بانک ملی ایران

سبدگردان انتخاب اول

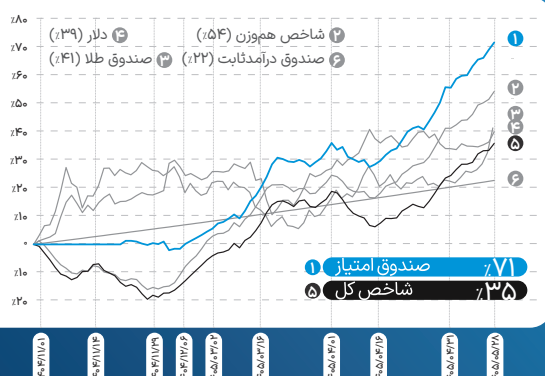
انتخاب اول شما در سرمایه گذاری



انتخاب اول

بازدهی صندوق امتیاز اول
از زمان پذیره نویسی

۷۱٪



چرا شرکت سبدگردان انتخاب اول؟



زیر مجموعه شرکت همراه اول

اصالت

بهره‌مندی از تیم مجرب در حوزه سرمایه‌گذاری به پشتوانه شرکت سرمایه‌گذاری توسعه نور دنا با ۱۵ سال سابقه فعالیت در بورس و همچنین امکان بهره‌مندی از مشاوره‌های تخصصی

تخصص

استفاده از ابزارهای نوین سرمایه‌گذاری

تنوع

امکان اخذ اعتبار از کارگزاری برای مشتری

ظرفیت

کسب بازدهی ۱۰۸ درصدی سبدهای سهامی انتخاب اول (بازدهی شاخص کل بورس ۶۳ درصد) از ابتدای سال ۱۴۰۵ تا ۳۱ مرداد ۱۴۰۵

عملکرد



سبد برنزی

سطح ریسک

پایین

زمینه سرمایه‌گذاری

عمده در صندوق‌های درآمد ثابت

کارمزد ثابت

۱ درصد

بازده برآوردی سالیانه

بالا تر از ۳۵ درصد



سبد نقره‌ای

سطح ریسک

متوسط

زمینه سرمایه‌گذاری

در سهام و اوراق اختیار معامله

کارمزد ثابت

۱ درصد

بازده برآوردی سالیانه

بالا تر از شاخص کل



سبد طلایی

سطح ریسک

متوسط

زمینه سرمایه‌گذاری

عمده در صندوق‌های طلا

کارمزد ثابت

۱ درصد

بازده برآوردی سالیانه

بالا تر از طلا



سبد الماس

سطح ریسک

بالا

زمینه سرمایه‌گذاری

در سهام و اوراق اختیار معامله

کارمزد ثابت

۱ درصد

بازده برآوردی سالیانه

متناسب با سطح ریسک

پذیره‌نویسی صندوق درآمد ثابت اندوخته ممتاز اول به زودی آغاز می‌شود. در این فرصت سرمایه‌گذاری همراه ما باشید.

صندوق درآمد ثابت اندوخته ممتاز اول



جهت دریافت مشاوره
رایگان اسکن کنید

سبدگردان انتخاب اول، با توجه به پشتوانه و عملکرد درخشان تیم تحلیل خود می‌تواند، انتخاب اول شما در سرمایه‌گذاری باشد.

تهران - میدان ونک - خیابان ملاصدرا - پلاک ۱۷ - طبقه اول

@EntekhabeAvalAM

۰۲۱- ۸۸۶۷۶۴۰۸

entekhabeaval_

www.entekhabe1.ir



هوشمندی در کنار شما دیما، شعبه دیجیتال بانک ملت



دیما
Dime



اعتباری که برازنده شماست!

خرید اعتباری و وام نقدی به پشتوانه دارایی



کاریزما

charisma.ir - ۰۲۱-۴۱۰۰۰

کیان تریدر، همه مسیر در یک نگاه

معاملات سریع، تحلیل دقیق

ارسال سفارشات هوشمند و معاملات شرطی



سامانه تخصیص اعتبار آنی



باشگاه مشتریان



برداشت وجه آنی



مدیریت حساب فرزندان



ابزار تکنیکال ره‌آورد



کیان تریدر

کیان | کارگزاری توسعه معاملات



کرمان موتور



- موتور بنزینی 1499 سی سی تنفس طبیعی
- گیربکس اتوماتیک از نوع CVT
- مجهز به سیستم فرمان برقی (EPS)
- سیستم کنترل کشش (TCS)
- سیستم کنترل ایستایی در سربالایی (HAC)
- سیستم کنترل سرعت در سرازیری (HDC)
- ترمز پارک برقی (EPB) + اتوهلد (Auto Hold)
- سانروف
- سیستم ورود بدون کلید + استارت دکمه‌ای
- چراغ‌های جلو و عقب LED
- چراغ روشنایی در روز
- آینه‌های جانبی تاشونده برقی مجهز به گرمکن
- کروز کنترل
- پشت آمپر دیجیتال
- شارژر وایرلس
- تنظیم برقی مسدلی راننده در 6 جهت
- تنظیم برقی مسدلی سرنشین در 4 جهت
- گرمکن مسدلی‌های ردیف جلو
- قابلیت تاشوندگی مسدلی‌های ردیف عقب
- روکش مسدلی چرمی و پارچه‌ای
- اهرم تعویض دنده با عملکرد الکترونیکی
- قابلیت تنظیم حالت رانندگی : STANDARD – SPORT – SNOW
- نمایشگر مرکزی 10 اینچی مجهز به سیستم مسیریاب
- قابلیت اتصال تلفن همراه Android Auto و Apple CarPlay

© KERMAN MOTOR

KMC SHADOW
کی‌ام‌سی شَدو

۱۴	پیش‌بینی بورس در سایه متغیرهای ژئوپلیتیک
۱۶	نقشه‌راه بورس در نیمه دوم ۱۴۰۵
۱۸	مگاترند صعودی در گروی رفع ریسک سیستماتیک
۱۹	جنگ، دوقطبی‌سازی و نرخ بهره ریسک‌های بزرگ تالار شیشه‌ای در نیمه دوم ۱۴۰۵
۲۲	آزمون سودآوری پس از عبور از مرز ۶ میلیون واحد
۲۵	نیمه دوم بورس زیر سایه نرخ بهره و سیاست ارزی
۲۷	بازار سهام در دوگانگی دلار و نرخ بهره
۳۰	عیار بورس در نیمه دوم سال
۳۳	ریسک‌ها کدامند و فرصت‌ها کجاست؟

۳۴	بازگشت پادشاه
۳۵	آغاز دوباره عصر طلا
۳۷	چشم‌انداز طلایی
۳۹	هتتریک طلایی بانک‌های مرکزی
۴۱	تب سفید
۴۴	رُئسانس طلا
۴۶	تغییر پارادایم در تقاضای طلا
۴۹	گذار بزرگ در نظام ذخایر ارزی جهان
۵۱	تکرار تاریخ در نیم‌قرن
۵۴	طلا؛ پناهگاه جهان بی‌قرار
۵۵	خیز اونس برای قله ۵۰۰۰ دلاری
۵۶	طلا در عصر جنگ‌های تعرفه‌ای

۵۸	شکار بازده در بورس
۵۹	شکاف سنگین اهرمی‌ها
۶۰	سایه سنگین نقدشوندگی بر بازده
۶۲	برتری ملموس شمش کاغذی
۶۳	نگاهی به ارزش پنهان گول‌های دارویی بورس

۶۵	چرخش بزرگ رمز ارز
۶۷	سیطره انضباط بر کریپتو
۶۸	زلزله در عرصه مشتقات

۷۰	تصمیم‌گیری مالی در دنیای عدم قطعیت
۷۱	معمای تصمیمات سخت
۷۳	پارادوکس ناپ
۷۴	رقص در میه
۷۶	پایان ابهام؟

پیشنهادهای سردبیر



مرتضی افقه اقتصاددان: سرمایه‌گذاران خرد و کلان نیاز به چشم‌انداز کوتاه‌مدت و بلندمدت مثبت دارند

جنگ، تحریم و تورم؛ ۳ ضلع بحران در بازار سرمایه

آیا بورس تهران در نیمه دوم سال جان می‌گیرد یا کماکان در باتلاق اتهامات سیاسی دست‌وپا می‌زند؟ مرتضی افقه، اقتصاددان، پاسخ روشنی به این سؤال دارد: متغیر سیاسی امروز بر متغیر اقتصادی چیره شده و تا وقتی تکلیف جنگ و تحریم‌ها روشن نشود، بازار سهام تنها نوسانات زیگزاگی کوتاه‌مدت را تجربه خواهد کرد. او در این مصاحبه، از ناتوانی تولید در رقابت با تورم می‌گوید، صنایع غذایی و بهداشتی را تنها بازندگان واقعی این بحران معرفی می‌کند و بر این باور است که دولت فعلاً توانی برای حمایت از بازار ندارد.

• مشروح این گفت‌وگو در صفحه ۲۸ آمده است



ISSN: 2252 - 0198

سال هفدهم - شماره ۱۴۳
شهریور ۱۴۰۵ - ۱۰۰ صفحه

ماهنامه تخصصی بازار و سرمایه
کاری از: نیکان رسانه بازار سرمایه

صاحب امتیاز: شرکت نیکان رسانه بازار سرمایه

مدیر مسئول: معراج نادری فصیح

قائم مقام مدیر مسئول: امیر آشتیانی عراقی

سردبیر: بهزاد رنجیر

رئیس شورای سیاست‌گذاری: دکتر مهدی کرباسیان

شورای سیاست‌گذاری: دکتر علی سنگینیان، دکتر علی رحمانی، غلامحسین دوانی، دکتر سعید جمشیدی‌فرد، دکتر ولی نادی قمی، دکتر آلبرت بغزبان، دکتر سعید اسلامی‌بیدگلی، دکتر مصطفی امید قائمی، حسین خزلی خرازی، دکتر محمد ابراهیم پورزرنندی، دکتر بهروز خدارحمی، دکتر حسین زارعی

همکاران این شماره تحریریه: حبیب علیزاده، آدینه اسفندیاری، هدیه لطفی، پیام عابدی، فرخنده رفائی

مدیر هنری: سید مهدی لنکرانی

ویراستار: نسرین اسلامی

عکس: مهدی زرقانی

بازرگانی: فاطمه اسکندری، زینب همتیار، سحر کاشفی، زهرا خانی

مالی و اداری: مهتا حمیدی‌پناه

ناظر چاپ: هادی میرزایی

نشانی: تهران، بزرگراه شهید گمنام، خیابان جهان‌آرا، کوچه ۱۳۲/۲ (پلاک)، پلاک ۱۶، طبقه دوم

تلفن: ۸۸۰۴۷۳۷۸ - ۸۸۰۳۸۷۱ - ۸۸۰۳۸۷۱ - ۴۱۶۷۴۰۰۰ (۰۲۱)

دورنگار: ۸۹۷۷۵۷۶۵ (۰۲۱)

چاپ: انتشارات جنگل

■ ماهنامه بازار و سرمایه آماده دریافت مطالب و مقالات کارشناسان محترم برای انتشار در ماهنامه است.

■ مسئولیت آرا و عقاید ابراز شده در مقالات به عهده نویسندگان است و نشریه در گزینش، ویرایش و اصلاح مطالب پذیرفته شده آزاد است.

مطالب ماهنامه بازار و سرمایه را در بانک اطلاعات نشریات کشور بخوانید

www.magiran.com
bazarosarmaye@gmail.com

پیش‌بینی بورس

در سایه متغیرهای ژئوپلیتیک



فردین آفازرگی

کارشناس بازار سرمایه

روندی را تجربه کرده‌اند؛ یعنی پیش از آنکه آثار ملموس تحولات مثبت در اقتصاد ظاهر شود، این انتظارات بوده‌اند که به رشد بازار کمک کرده‌اند. به عبارت دیگر، بازار سرمایه الزاماً منتظر نمی‌ماند تا همه آثار مثبت یک تحول سیاسی و اقتصادی به صورت واقعی در صورت‌های مالی شرکت‌ها ظاهر شود. همین که اذهان عمومی متوجه تغییر مسیر، کاهش ریسک‌ها و پتانسیل‌های جدید شود، می‌تواند یک پیش‌واکنش مثبت در بازار سرمایه ایجاد کند. بنابراین، اگر تنش‌ها فروکش کند و ارتباط اقتصاد ایران با جهان تسهیل شود، رشد بورس می‌تواند از مسیر ورود سرمایه، افزایش تولید و سودآوری شرکت‌ها و کاهش ریسک‌های سیاسی شکل بگیرد.

متغیر سیاسی؛ مهم‌ترین محرک بورس

با وجود همه متغیرهای اقتصادی، به نظر من مهم‌ترین عاملی که می‌تواند در هر دو سناریوی مثبت و منفی، بازار را به عنوان یک محرک قوی تحت تأثیر قرار دهد، متغیرهای غیراقتصادی و به خصوص مسائل سیاسی است. اخبار سیاسی، تصمیمات داخلی برای خنثی کردن آثار منفی مسائل سیاسی و اقتصادی، از جمله تعطیلی بورس، وقوع حوادث غیرمترقبه در عرصه سیاسی و تغییرات بنیادی در ساختار سیاسی، می‌توانند شوک‌های قابل توجهی به بازار وارد کنند. با این حال، تجربه ماه‌های گذشته نشان داده است که همه این شوک‌ها الزاماً ماندگار نیستند.

در چهار، پنج ماه و به خصوص شش ماه ابتدایی سال ۱۴۰۵ مشاهده کردیم که یک شوک ممکن است بسیار عمیق و قابل توجه باشد، اما در ادامه خنثی شود. در جریان تحولات مربوط به جنگ، توافق و سایر مسائل سیاسی نیز بارها این اتفاق را دیده‌ایم. برای مثال، در هفته منتهی به ۱۱ شهریور، بازار ابتدا با نشیب زیادی مواجه شد و سپس یک‌باره در یک روز با شدت مثبت شد. به نظر من آنچه میان ایران و آمریکا در جریان است را فعلاً باید یک «زد و خورد» دانست، نه جنگ به معنای واقعی کلمه.

جنگ باید یکپارچه و فراگیر باشد، مانند جنگ‌های اول و دوم. آنچه اکنون شاهد آن هستیم، نوعی زد و خورد است که طبیعی است هر از گاهی اتفاقاتی در آن رخ دهد، اما در ذات خود عمیق نیست. ضمن اینکه هر دو طرف تمایل زیادی دارند تنش‌ها فروکش کند. به همین دلیل، محرک‌های اصلی بازار را باید در همین متغیرهای سیاسی و ژئوپلیتیک جست‌وجو کرد.

دو سناریو، یک برآیند؛

بهبود موقعیت بورس

بر این اساس، می‌توان به یک نتیجه مهم رسید: چه تنش‌ها تشدید شوند و چه فروکش کنند، بورس می‌تواند مسیر مثبتی را طی کند؛ اما سازوکار این رشد در هر سناریو متفاوت است. در سناریوی تشدید تنش،

افزایش ارزش جایگزینی

در فرض نخست، دسترسی به منابع ارزی دشوارتر می‌شود. با تداوم تورم، ناترازی دولت افزایش خواهد یافت و رشد اقتصادی منفی نیز می‌تواند ادامه پیدا کند. در چنین شرایطی، بخشی از نقدینگی به سمت بازارهایی حرکت خواهد کرد که از دید سرمایه‌گذاران قابلیت حفظ ارزش پول و سرمایه را دارند. بورس یکی از همین بازارهاست. همزمان با افزایش نرخ ارز و کاهش ارزش پول ملی، ارزش جایگزینی شرکت‌ها نیز افزایش پیدا می‌کند. اگر تقاضا در بازار ثابت فرض شود، قیمت محصولات نیز در راستای تورم افزایش خواهد یافت. بنابراین، حتی در شرایطی که اقتصاد با فشارهای بیشتری مواجه است، بازار سرمایه می‌تواند از افزایش ارزش اسمی دارایی‌ها، رشد قیمت‌ها و حرکت نقدینگی برای حفظ ارزش سرمایه منتفع شود.

بر این اساس، در این سناریو نیز بازار حتماً می‌تواند به سمت مثبت حرکت کند. شاید اکنون نتوان اندازه این حرکت را با عدد و رقم دقیق مشخص کرد، اما به اعتقاد من مرز ۷ میلیون واحد در شش ماه دوم سال، همراه با افزایش حجم معاملات و مشارکت عمومی سرمایه‌گذاران، قابل دستیابی است.

■ سناریوی دوم؛ کاهش تنش‌ها، توافق و بازگشت ارتباط با اقتصاد جهانی

در حالت خوش‌بینانه، توافق، کاهش تنش‌ها و یا برطرف شدن موانع ارتباطی ایران با اقتصاد جهانی را خواهیم داشت. در چنین شرایطی، محتمل‌ترین حالت این است که نرخ ارز کاهش پیدا کند و انتظارات تورمی نیز تا حدودی خنثی و کاهش شود. اما اتفاق مهم‌تری که می‌تواند رخ دهد، فراهم شدن امکان ورود سرمایه از خارج از کشور به اقتصاد ایران است. ورود سرمایه خارجی، به‌ویژه در کنار امکان تأمین مواد اولیه و ماشین‌آلات و برطرف کردن نواقص خطوط تولید شرکت‌ها و صنایع، می‌تواند توان تولید و تیراژ فروش را افزایش دهد. در چنین فضایی، ظرفیت‌های بالقوه اقتصاد ایران بهتر فعال می‌شوند و همان انتظاری که سرمایه‌گذار خارجی نسبت به اقتصاد کشور دارد، در داخل نیز شکل خواهد گرفت.

انتظارات؛ موتور پیش‌نگر بازار

بازارها در برخی کشورهای خاورمیانه نیز چنین

پیش‌بینی مسیر بازار سرمایه در شرایطی که متغیرهای ژئوپلیتیک و عوامل غیراقتصادی بر اقتصاد ایران سایه انداخته‌اند، کار ساده‌ای نیست. در چنین وضعیتی، دیگر نمی‌توان صرفاً با اتکا به نرخ ارز، تورم، سودآوری شرکت‌ها یا متغیرهای سنتی بازار، درباره آینده ارزندگی بازارهای مختلف را با یکدیگر مقایسه کنیم. بورس همچنان از منظر ارزش‌گذاری در موقعیتی متفاوت قرار دارد. برای مثال، در بازار مسکن یا خودرو با نوعی بیش‌ارزش‌گذاری مواجهیم. در مورد خودرو، قیمت‌ها حداقل سه تا پنج برابر نسبت به کیفیت محصول داخلی و به طور متوسط نیز سه تا پنج برابر قیمت جهانی است. در مقابل، سطح ارزندگی بورس فاصله معناداری با سایر بازارها دارد. از این منظر، اگر پیش از این پیش‌بینی می‌کردم شاخص بورس تا پایان سال به ۷ میلیون واحد برسد، همچنان معتقدم این هدف در نیمه دوم سال قابل دستیابی است؛ حتی اگر افزایش تنش‌ها میان ایران و آمریکا را در بدترین حالت ممکن در نظر بگیریم.

نکته مهم این است که در صورت تشدید تنش‌ها، از یک‌سو افزایش قیمت ارز و کاهش ارزش پول ملی را خواهیم داشت و از سوی دیگر، محدودیت در دسترسی به مواد اولیه و ماشین‌آلات می‌تواند به مرور زمان تولید را کاهش دهد. در چنین شرایطی، با فرض ثابت ماندن تقاضا، قیمت‌ها در راستای تورم افزایش پیدا خواهند کرد و ارزش جایگزینی شرکت‌ها نیز بالا خواهد رفت. بنابراین، بورس از یک ویژگی مهم برخوردار است. در سناریوی تشدید تنش‌ها نیز الزاماً از معادله اقتصاد خارج نمی‌شود.

دو سناریو؛ دو مسیر متفاوت

برای بازار سرمایه

برای بررسی آینده بورس، باید دو سناریوی اصلی را در نظر گرفت؛ کاهش یا فروکش کردن تنش‌های سیاسی و ژئوپلیتیک از یک‌سو و تداوم یا تشدید این تنش‌ها از سوی دیگر. در هر دو حالت، به دلایل متفاوتی می‌توان برای بازار سرمایه چشم‌انداز مثبتی متصور بود. تفاوت اصلی در این است که موتور رشد بورس در هر یک از این دو سناریو متفاوت خواهد بود.

■ سناریوی اول؛ تشدید تنش‌ها، تورم و



مثال، می‌توان ۱۵ درصد از منابع پرتفوی را به نوسان‌گیری و ۸۵ درصد آن را به سرمایه‌گذاری بلندمدت اختصاص داد. به این ترتیب، سرمایه‌گذار خود را از فرصت‌های ناشی از نوسانات بازار محروم نمی‌کند. نوسان‌های کوتاه‌مدت بخشی از ذات بازار هستند و می‌توان از آنها بهره‌برداری کرد.

در عین حال، بخش اصلی پرتفوی می‌تواند شامل بیش از ۶۰ درصد سهام باشد؛ سهامی که در کنار ابزارهایی مانند آپشن، شرکت‌های صادرات‌محور، شرکت‌های ریال‌محور و در مجموع شرکت‌های بنیادی و دیویدنت‌محور را دربرگیرد. این مجموعه، یک باکس سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار را تشکیل می‌دهد. در کنار این بخش، نگهداری بخشی از کل منابع سرمایه‌گذار در گواهی‌های سپرده کالایی، اوراق با درآمد ثابت و صندوق‌های با درآمد ثابت نیز می‌تواند مکمل پرتفوی سهامی باشد. در این ترکیب، پرتفوی سهامی ۶۰ درصدی می‌تواند در کنار اختیار معامله، شرکت‌های صادرات‌محور و شرکت‌های ریال‌محور قرار گیرد و ابزارهای درآمد ثابت و کالایی نیز نقش مکمل را ایفا کنند. به این ترتیب، ریسک نوسان قیمت در حوزه اوراق بهادار تا حدودی کنترل می‌شود.

همچنین می‌توان حدود ۱۰ تا ۱۵ درصد از منابع را به گواهی‌های سپرده کالایی، صندوق‌های درآمد ثابت و در نهایت وجه نقد اختصاص داد تا در صورت ایجاد فرصت یا بروز شرایطی که نیاز فوری به منابع ایجاد می‌کند، سرمایه‌گذار مجبور نباشد صرفاً از محل فروش دارایی‌های خود منابع مورد نیاز را تأمین کند. بخشی از این منابع نقد نیز می‌تواند به ارز اختصاص یابد.

طلا و ارز؛ مکمل سبد سرمایه‌گذاری

در کنار این ترکیب، نگهداری طلا، به‌ویژه سکه و ترجیحاً گواهی سپرده سکه، نیز می‌تواند مورد توجه قرار گیرد. گواهی سپرده سکه ریسک نگهداری ندارد و ریسک استانداردسازی محصول را نیز کاهش می‌دهد. سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار غیرمستقل یا فیزیکی معمولاً با چالش‌هایی همراه است؛ از جمله افت کیفیت در طلای آب‌شده یا حتی سکه و همچنین مسائل مربوط به غیراستاندارد بودن اسکناس‌های فیزیکی، مانند دلار و یورو.

در نهایت، به اعتقاد من، پرتفویی که بتواند میان سهام، ابزارهای درآمد ثابت، گواهی‌های سپرده کالایی، وجه نقد، طلا و ارز تعادل ایجاد کند، در برابر دو سناریوی متفاوت پیش‌رو، انعطاف بیشتری خواهد داشت.

بازار سرمایه در ماه‌های پیش‌رو تحت تأثیر متغیرهای ژئوپلیتیک، همچنان با نوسان مواجه خواهد بود؛ اما مسئله اصلی برای سرمایه‌گذار نه اجتناب از این نوسان‌ها، بلکه طراحی پرتفویی است که بتواند از فرصت‌های هر دو سناریو استفاده کند و در برابر ریسک‌های آنها نیز مقاوم باشد.

کاسته شود.

در شرایط تشدید تنش، برای برخی از این شرکت‌ها به دلیل وابستگی کمتر به خارج و نیاز بالای بازار داخلی به محصولاتشان، نوعی انحصار در چرخه تولید و فروش شکل می‌گیرد. بنابراین، تغییر در شرایط سیاسی می‌تواند به یک چرخش قابل‌توجه میان صنایع مختلف منجر شود.

شرکت‌های دارویی به دلیل افزایش سطح عمومی قیمت‌ها و نیاز مبرم جامعه به دارو، در کنار صنایع غذایی، کشاورزی و زراعتی قرار می‌گیرند. P/E این شرکت‌ها به‌طور متوسط نسبت به گروه‌هایی مانند پتروشیمی، فولاد و پالایشی بالاتر است و همین موضوع می‌تواند زمینه‌ساز جابه‌جایی در اقبال بازار به صنایع مختلف شود.

“

چه تنش‌ها تشدید شوند و چه فروکش کنند، بورس می‌تواند مسیر مثبتی را طی کند؛ اما سازوکار این رشد در هر سناریو متفاوت است. در سناریوی تشدید تنش، افزایش نرخ ارز، تورم، رشد ارزش جایگزینی شرکت‌ها و حرکت نقدینگی برای حفظ ارزش دارایی‌ها می‌تواند به کمک بازار سرمایه بیاید. در سناریوی کاهش تنش نیز، کاهش ریسک سیاسی، بهبود انتظارات، ورود سرمایه خارجی، تأمین مواد اولیه و ماشین‌آلات و افزایش ظرفیت تولید می‌تواند زمینه رشد بازار را فراهم کند.

سرمایه‌گذار در برابر دو سناریو چه کند؟

شناخت این سناریوها فقط برای پیش‌بینی شاخص اهمیت ندارد؛ بلکه مستقیماً به نحوه مدیریت سرمایه و طراحی پرتفوی نیز مربوط می‌شود. در بازار سرمایه، اگر کسی بخواهد به‌طور موفق سرمایه‌گذاری کند، هیچ ابزاری به‌تنهایی نمی‌تواند این خواسته را تأمین کند. کسی که اعتقاد دارد باید فقط سهام خریداری کند و گواهی‌های سپرده کالایی، صندوق‌های درآمد ثابت، طلا و ارز را به‌طور کامل از سبد خود حذف کند یا حتی رمزارزها را کنار بگذارد، در نهایت به یک استراتژی و پرتفوی مناسب دست پیدا نخواهد کرد. حتی سرمایه‌گذاری که تصمیم بگیرد به‌صورت کاملاً بلندمدت و بدون هیچ خرید و فروشی حرکت کند نیز الزاماً یک پرتفوی استراتژیک و کامل در اختیار نخواهد داشت.

آن سیاست سرمایه‌گذاری یا IPS بهتر جواب خواهد داد که از قبل سیاست و استراتژی مشخصی برای آن تعیین شده باشد. برای

افزایش نرخ ارز، تورم، رشد ارزش جایگزینی شرکت‌ها و حرکت نقدینگی برای حفظ ارزش دارایی‌ها می‌تواند به کمک بازار سرمایه بیاید. در سناریوی کاهش تنش نیز، کاهش ریسک سیاسی، بهبود انتظارات، ورود سرمایه خارجی، تأمین مواد اولیه و ماشین‌آلات و افزایش ظرفیت تولید می‌تواند زمینه رشد بازار را فراهم کند.

به این ترتیب، در هر دو حالت می‌توان انتظار داشت شاخص‌های بورس و فرابورس و همچنین حجم معاملات در مسیر بهبود قرار گیرند. البته باید به یک نکته مهم دیگر نیز توجه داشت. وضعیت اقتصادی کشور و نحوه مدیریت منابع و اداره اقتصاد، طی سال‌های گذشته با ایرادات و چالش‌هایی همراه بوده است. به نظر می‌رسد در کوتاه‌مدت، حتی با تعیین تکلیف وضعیت سیاسی و ژئوپلیتیک، تغییر محسوس‌ی در نحوه حکمرانی اقتصادی کشور رخ ندهد.

با این حال، در هر دو حالت، یعنی چه در صورت فروکش کردن تنش‌ها و چه در صورت تشدید آنها، می‌توان انتظار داشت که اقتصاد از مسیرهای متفاوتی به سمت بهبود حرکت کند؛ در یک حالت به واسطه کاهش انتظارات تورمی و در حالت دیگر به واسطه شکل‌گیری نگاه مثبت نسبت به آینده، ورود احتمالی سرمایه خارجی و شاید ایجاد اجبار برای اصلاح حکمرانی اقتصادی در داخل کشور. از این منظر، می‌توان به‌صورت ماهوی و بنیادی استنتاج کرد که ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. این افزایش ثروت صرفاً شکلی یا صوری و ناشی از افزایش ارزش اسمی دارایی‌ها نخواهد بود؛ بلکه می‌تواند به‌صورت فراگیر و بنیادی، ثروت سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه را افزایش دهد.

چرخش صنایع؛

تغییر برندگان با تغییر سناریو

این دو سناریو البته آثار یکسانی بر صنایع و شرکت‌های مختلف ندارند و یکی از مهم‌ترین پیامدهای آنها، جابه‌جایی در موقعیت صنایع مختلف بازار است.

در صورت توافق و برطرف شدن تنش‌ها، شرکت‌هایی که تاکنون بیشترین اثر را از ریسک‌های سیاسی و ژئوپلیتیک پذیرفته‌اند، می‌توانند در موقعیت متفاوتی قرار گیرند؛ شرکت‌هایی که در نقاط مرزی یا حوزه خلیج فارس قرار دارند یا آثار این شرایط را در قیمت سهام خود پذیرفته‌اند. برای مثال، در مورد برخی شرکت‌های پالایشی می‌بینیم که P/E آنها به‌شدت نسبت به متوسط P/E بازار کاهش پیدا کرده و حتی P/E فوروارد بعضی از این شرکت‌ها در مرز ۳ قرار گرفته است.

با توافق یا فروکش کردن تنش‌ها، این صنایع می‌توانند مورد توجه بیشتری قرار گیرند و در مقابل، از جذابیت نسبی برخی شرکت‌هایی که در شرایط تشدید تنش به دلیل دسترسی به منابع و مواد اولیه داخلی، تعیین قیمت فروش توسط شرکت‌ها و وجود تقاضای داخلی از وضعیت متفاوتی برخوردارند،

در گفت‌وگو با فرهنگ حسینی کارشناس بازار سرمایه صنایع پیش‌تاز در نیمه دوم سال بررسی شدند

نقشه‌راه بورس در نیمه دوم ۱۴۰۵



در گفت‌وگو با سید فرهنگ حسینی، کارشناس بازار سرمایه، چشم‌انداز بورس در نیمه دوم سال ۱۴۰۵، مهم‌ترین ریسک‌ها و فرصت‌های پیش روی بازار، اثر تحولات سیاسی و سیاست ارزی بر معاملات و همچنین وضعیت سودآوری شرکت‌ها را بررسی کردیم. حسینی معتقد است که سناریوی محتمل، تداوم روند صعودی بورس با شبیهی متفاوت از نیمه نخست سال است؛ هرچند بازار در این مسیر با نوسان و اصلاح همراه خواهد بود. در این گفت‌وگو همچنین صنایع صادرات‌محور، بانک‌ها و شرکت‌های مالی، نیروگاهی، غذایی، دارویی و زراعی به‌عنوان گروه‌های قابل توجه بررسی شده‌اند. به اعتقاد این کارشناس بازار سرمایه، «اعتماد» مهم‌ترین حلقه مفقوده برای بازگشت پایدار پول حقیقی به بورس است.

و به سمت حفظ فاصله نرخ ارز آزاد و توافقی در محدوده ۲۰ تا ۳۰ درصد است. از سوی دیگر، اصلاح سازوکار رفع تعهد ارزی صادرکنندگان خرد و حرکت به سمت نرخ توافقی مطرح است.

■ مهم‌ترین ریسک و مهم‌ترین فرصت بازار سرمایه در نیمه دوم سال چیست؟

مهم‌ترین ریسک بازار را باید ریسک سیاسی و تصمیمات ناگهانی سیاست‌گذار دانست. در مقابل، مهم‌ترین فرصت بازار، کاهش ریسک‌های سیاسی و رشد سودآوری شرکت‌ها دانست. اگر چه رشد نرخ ارز، هزینه‌های تولید را افزایش می‌دهد، اما انتظار می‌رود رشد سودآوری به دلیل اثر موجودی و اهرم عملیاتی و مالی، بیشتر از رشد دلار باشد. لذا در این شرایط ارزش شرکت‌ها متناسب با سودآوری رشد خواهد کرد که می‌تواند بازده معقولی برای سرمایه گذاران باشد.

■ رشد بورس در ماه‌های اخیر از چه عواملی ناشی شده است و نسبت قیمت به درآمد بازار در چه محدوده‌ای قرار دارد؟

رشد سریع بورس در ماه‌های اخیر ناشی از اصلاح شدید در اواخر دی ماه و بهمن و اوایل اسفند ۱۴۰۴ بوده است، در عین حال شاهد رشد نرخ دلار در این دوره بوده ایم که محرک رشد سودآوری بوده است. در نتیجه پی به ای بازار به محدوده ۳ نیز رسید. حالا پی به ای ttm در محدوده ۷ و پی به ای فوروارد در محدوده ۵ است. رشد دلار سبب کاهش پی به ای فوروارد و آغاز یک رشد قوی دیگر در بازار می‌شود. با این حال وضعیت گروه‌ها و صنایع مختلف به شدت متفاوت است و نباید انتظار رشد یکسان برای کل بازار داشت.

■ برای نیمه دوم سال چه مراحلی را برای روند حرکتی بازار متصور هستید؟

در نیمه دوم سال، احتمالاً شاهد دو مرحله متفاوت در بازار

■ اگر قرار باشد برای نیمه دوم سال ۱۴۰۵ تنها یک سناریوی اصلی برای بازار سرمایه انتخاب کنیم، این سناریو چه خواهد بود؟

اگر قرار باشد با فرض عدم تغییرات شرایط سیاسی و رفع محاصره، برای نیمه دوم سال ۱۴۰۵ تنها یک سناریوی اصلی برای بازار سرمایه انتخاب کنیم، سناریوی محتمل، ادامه روند صعودی بورس با شیب و شدت متفاوت نسبت به نیمه نخست سال است؛ البته این روند صعودی احتمالاً با نوسانات و اصلاحاتی در اوایل پاییز و اواخر زمستان نیز همراه خواهد بود. در حال حاضر بازار به محدوده معقول ارزش خود رسیده است، اما رشد دلار و مومنتوم ورود پول جدید، محرک مهمی برای نیمه دوم سال است. لذا پس از رشد قابل توجه قیمت‌ها پس از بازگشایی جنگ، وزن متغیرهای بنیادی و سودآوری شرکت‌ها مهم است. این سناریو از یک پشتوانه مهم برخوردار است، بورس پس از جنگ عملکردی کم‌سابقه داشت. شاخص کل در آستانه بازده صد درصدی است و ورود پول حقیقی نیز به حدود ۱۰۰ همت رسید.

■ در شرایط فعلی، مهم‌ترین متغیرهای اثرگذار بر بازار سرمایه کدام‌اند و چه نسبتی میان عوامل اقتصادی و سیاسی وجود دارد؟

در شرایط فعلی، تفکیک اثر متغیرهای اقتصادی از سیاست و تحولات سیاسی غیرممکن است. بورس ایران بازاری است که نرخ ارز و نرخ بهره در کنار سیاست‌های قیمت‌گذاری دولت، مهم‌ترین عوامل به شمار می‌روند. با این حال، در نیمه دوم سال به نظر می‌رسد سیاست‌گذاری و ریسک سیاسی همچنان مهم‌ترین متغیر کوتاه‌مدت بازار باشد، اما در صورت ثبات نسبی، اقتصاد و سود شرکت‌ها دوباره رشد خواهد کرد و محرک رشد بازار است. یکی از نشانه‌های مهم، تغییرات سیاست ارزی در سال جاری است. دولت از سیاست میخکوب کردن نرخ دلار دست برداشته است



سناریوی اصلی برای نیمه دوم ۱۴۰۵ را می‌توان ادامه روند صعودی همراه با افزایش پراکندگی بازدهی میان صنایع و شرکت‌ها دانست. بازار احتمالاً دیگر مانند یک موج یکپارچه حرکت نخواهد کرد؛ بلکه کیفیت سود، سیاست ارزی، نرخ بهره، قیمت‌های جهانی و ریسک سیاسی تعیین خواهند کرد کدام شرکت‌ها از این موج منتفع می‌شوند.

جدی گرفت. شرکت‌هایی که شاهد رشد تولید، افزایش صادرات یا تحول در سمت تقاضا هستند. این نمادها می‌توانند موج نقدینگی را به سرعت جذب کنند. در نیمه دوم سال همچنین شاهد چرخش بین نمادهای بزرگ و کوچک خواهیم بود. در شرکت‌های بزرگ، نقدشوندگی و عمق بازار بیشتر است و در شرکت‌های کوچک و متوسط، در صورت وجود وضعیت بنیادی مناسب، امکان بازده بیشتر خواهد بود.

■ در شرایط فعلی، چه عاملی می‌تواند برای بازگشت پایدار سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه تعیین‌کننده باشد؟

اعتماد، مهمترین فاکتور موجود است. در حالی که بازار قیمت جهانی فلزات گرانبها ضعیف و کم رونق است، تقاضا در بازار داخل برای طلا و صندوق‌های طلا کاهش داشته و بخشی از این پول به سمت سهام در حال حرکت است. بازار سرمایه برای بازگشت پایدار پول حقیقی فقط به رشد شاخص نیاز ندارد. سرمایه‌گذار باید احساس کند بازار قابل پیش بینی است. تجربه سال‌های گذشته نشان داده است که حتی ارزندگی بالای سهام نیز به تنهایی برای جذب سرمایه کافی نیست. سرمایه‌گذار زمانی دوباره بورس را به عنوان مقصد اصلی سرمایه‌گذاری انتخاب می‌کند که سه عامل همزمان شکل بگیرد: ثبات نسبی سیاست‌گذاری، امکان پیش‌بینی سود شرکت‌ها و اطمینان از نقدشوندگی بازار.

■ رقابت بورس با بازار طلا و ارز را در نیمه دوم سال چگونه ارزیابی می‌کنید؟

در چنین شرایطی، رقابت بورس با طلا و ارز نیز شکل متفاوتی پیدا خواهد کرد. طلا و ارز برای سرمایه‌گذار بیش از آنکه صرفاً ابزار کسب بازده باشند، ابزار پوشش ریسک تورم و نااطمینانی هستند. بورس زمانی می‌تواند با آنها رقابت کند که علاوه بر حفظ ارزش پول، بازده پایداری نیز برای سهامداران به همراه داشته باشد.

■ در مجموع، سناریوی اصلی شما برای بازار سرمایه در نیمه دوم سال ۱۴۰۵ چیست و چه عواملی تعیین می‌کنند کدام شرکت‌ها از این روند منتفع شوند؟

در مجموع، سناریوی اصلی برای نیمه دوم ۱۴۰۵ را می‌توان ادامه روند صعودی همراه با افزایش پراکندگی بازدهی میان صنایع و شرکت‌ها دانست. بازار احتمالاً دیگر مانند یک موج یکپارچه حرکت نخواهد کرد؛ بلکه کیفیت سود، سیاست ارزی، نرخ بهره، قیمت‌های جهانی و ریسک سیاسی تعیین خواهند کرد کدام شرکت‌ها از این موج منتفع می‌شوند.

ریسک اصلی، بازگشت ریسک سیاسی یا مداخلات غیرقابل پیش‌بینی سیاست‌گذار است و فرصت اصلی، رشد سودآوری تحت تاثیر رشد قیمت دلار و رشد قیمت‌های جهانی است. بنابراین حتی پس از رشد قابل توجه نیمه نخست سال، بورس هنوز می‌تواند یکی از مهم‌ترین مقاصد سرمایه‌گذاری باشد. اما اگر سیاست‌گذاری بی‌ثبات و ریسک سیاسی بر متغیرهای بنیادی غلبه کند، ارزندگی سهام می‌تواند ضامن تداوم ورود نقدینگی و رشد باشد.

خواهیم بود. بازار در آبان ماه و همزمان با پرداخت سودهای نقدی و تثبیت شرایط سیاسی ناشی از انتخابات ایالات متحده و خاتمه ریسک سیاسی، می‌تواند شاهد ورود نقدینگی و همچنین بهبود انتظارات ناشی از رشد قیمت ارز باشد. سپس بازار به گزارش‌های ۶ ماهه و ۹ ماهه واکنش نشان می‌دهد و پس از یک بیش واکنشی در دی ماه، احتمالاً بازار وارد فاز رکود خواهد شد. به بیان دیگر، در نیمه نخست سال انتظار صعود داریم و در نیمه دوم پس از تحقق سودها منتظر سرخوشی بازار و سپس تعادل نسبی در پایان سال خواهیم بود.

■ در میان صنایع مختلف، کدام گروه‌ها را باید در نیمه دوم سال جدی‌تر زیر نظر داشت؟

در میان صنایع مختلف، چند گروه را باید جدی‌تر زیر نظر داشت. نخست، صنایع صادرات‌محور و شرکت‌هایی است که درآمد آنها ارتباط مستقیمی با نرخ ارز و قیمت‌های جهانی دارد. این صنایع در دوره رشد اخیر جاماندگی قابل توجهی داشتند. چرا که دلار رشد خاصی در بهار و تابستان نداشت و حتی نسبت به زمستان کاهش هم داشت. در عین حال تمرکز بازار بر گروه‌های ریالی ناشی از آزادسازی نرخ ارز صنایع دارویی، زراعی و غذایی بوده است. در صورت افزایش نرخ ارز به مانند سال‌های قبل و نبود مداخلات شدید در نرخ‌گذاری، این گروه می‌تواند مورد توجه باشد. در این گروه، نرخ‌های جهانی اهمیت بالایی دارند و محصولاتی که نرخ جهانی آن‌ها صعودی است، گزینه‌های جذاب‌تری به شمار می‌روند.

دوم، بانک‌ها و شرکت‌های مالی هستند. این گروه با اصلاح ساختار درآمدی، اصلاح ساختار ترازنامه، بهبود درآمدهای عملیاتی و افزایش درآمدهای کارمزدها و شناسایی سود فروش دارایی‌های مازاد، در کنار کاهش برخی محدودیت‌های سیاست‌گذاری، می‌تواند یکی از پیش‌رسان‌های بازار باشد؛ به خصوص اینکه وزن بالای آنها در شاخص باعث می‌شود تحولات این صنعت اثر قابل توجهی بر کلیت بازار داشته باشد.

سوم، گروه نیروگاهی است. این گروه به لطف تغییر فرمول فروش و یورو شدن نرخ‌های فروش، شاهد رشد قابل توجه درآمد همزمان با افزایش تولید و تقاضا بوده است. نیروگاه‌ها ده تا بیست درصد ارزش جایگزینی معامله می‌شوند که با توجه به ناترازی برق و بهبود نقدینگی این شرکت‌ها، می‌توان شاهد اقبال بازار به این گروه بود. چهارم، صنایع مصرفی، غذایی و زراعی هستند. این صنایع در ماه‌های اخیر نشان داده‌اند که در برخی موارد توان انتقال افزایش هزینه‌ها به نرخ فروش را دارند. بررسی عملکرد سه ماهه سال نیز نشان می‌دهد صنایع غذایی، دارویی، کشاورزی و لبنیات در بهار ۱۴۰۵ رشد قابل توجهی در سودآوری دلاری داشته‌اند. رشد قیمت جهانی غلات از عوامل مهم در جهش سودآوری این شرکت‌ها خواهد بود.

■ آیا در کنار صنایع بزرگ، شرکت‌های کوچک و متوسط نیز می‌توانند مورد توجه بازار قرار گیرند؟

در کنار این گروه‌ها، باید شرکت‌های کوچک و متوسط را نیز

گفت‌وگو با امیرمحمد گلوانی، کارشناس بازارهای مالی

مگاترند صعودی در گروهی رفع ریسک سیستماتیک

بازار سرمایه پس از رشد قابل‌توجه ماه‌های اخیر، در شرایطی وارد مرحله‌ای تازه شده که ادامه مسیر آن بیش از گذشته به تحولات سیاسی، سیاست‌های ارزی و تصمیمات اقتصادی دولت وابسته است. ریسک‌های ژئوپلیتیک، احتمال افزایش نرخ ارز، سیاست دولت در انتشار بدهی و چشم‌انداز نرخ بهره، از متغیرهایی هستند که می‌توانند رفتار سرمایه‌گذاران و روند بازار را در ماه‌های آینده تحت تأثیر قرار دهند. در این میان، وضعیت صنایع مختلف و چشم‌انداز صندوق‌های طلا و نقره نیز اهمیت بیشتری پیدا کرده است. در گفت‌وگو با امیرمحمد گلوانی، کارشناس بازارهای مالی، مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر بورس و چشم‌انداز بازار سرمایه را بررسی کرده‌ایم.



می‌دانید؟ می‌توان انتظار داشت برخی گروه‌هایی که از رشد بازار عقب مانده‌اند، در ماه‌های آینده مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار گیرند؟

از نظر صنایع و گروه‌ها، فکر می‌کنم صنایعی که مقداری از رشد بازار جا مانده‌اند، مانند پتروشیمی‌ها، در صورت رفع محاصره و نبود مشکل در صادرات، می‌توانند تا حدودی اقبال بیشتری پیدا کنند. با این حال، همچنان صنایعی در بازار داریم که با وجود رشد خوب، می‌توانند رشدهای بهتری نیز تجربه کنند؛ مانند صنعت دارو که به نظر من، همچنان با وجود رشدهای غیرقابل‌تصور، می‌تواند جزو صنایعی باشد که نسبت بازدهی به سودآوری و قیمت خوبی دارد و در واقع مورد توجه بازار قرار بگیرد.

■ از نظر شما چه عواملی می‌تواند اعتماد از دست‌رفته را به بورس بازگرداند و زمینه را برای شکل‌گیری یک روند صعودی پایدار در بازار فراهم کند؟

آن چیزی که اعتماد سرمایه‌گذاران را به بورس برگرداند، رفع ریسک‌های سیستماتیک است. فکر می‌کنم این موضوع در حال حاضر مانع جدی برای بازگشت اعتماد به بازار است. دولت در خصوص اینکه نگاهش دست‌اندازی به سود شرکت‌ها نیست، در دادن افزایش نرخ و تعدیل قیمت خست ندارد و سیاست خوبی در جهت نرخ ارز به کار برده است. این مسئله بسیار به بورس کمک کرده و این را بی‌تعارف باید بگوییم. همین موضوع باعث شده است که اعتماد بسیاری از سرمایه‌گذاران به بازار برگردد.

اما ریسک‌های سیستماتیک دیگر صرفاً در اختیار دولت نیست و به یک مسئله منطقه‌ای و بین‌المللی تبدیل شده است. این موضوع فعلاً به نظر من مانع جدی بر سر راه این است که بورس بتواند یک مگاترند صعودی داشته باشد. البته عجیب هم نیست که کشور در شرایطی نیست که بتوان در بازه‌های زمانی دورتر از چند ماه و چند فصل، درباره آن پیش‌بینی‌های مشخصی ارائه کرد. این مسئله در بازار سهام ما نیز تأثیر خواهد گذاشت.

فکر می‌کنم یکی دیگر از ویژگی‌های بازار، تحت تأثیر قرار گرفتن صندوق‌های کالایی، طلا و نقره خواهد بود. در واقع، ما جریان ورود پول زیادی به این صندوق‌ها خواهیم داشت و بازدهی صندوق‌های طلا نیز نسبت به چند ماه گذشته، در ماه‌های پیش‌رو، بسیار بهتر خواهد بود.

برای انتشار بدهی با هدف تأمین کسری بودجه دولت با چه شدتی دنبال خواهد شد. این مسئله می‌تواند بر نرخ بهره اثر بگذارد. البته به نظر می‌رسد بر نرخ سپرده بانکی اثر چندانی نداشته باشد؛ چراکه نرخ سپرده بانکی سال‌هاست سرکوب شده و مشخص نیست چرا حتی در شرایطی که تورم در حال ثبت رکورد است، این نرخ تغییری نکرده است. اگر قرار باشد نرخ سپرده بانکی واقعاً تغییر قابل‌توجهی، در حد ۱۰ واحد درصد، داشته باشد، می‌تواند یکی از عوامل بسیار مؤثر بر بازار سهام باشد. من فکر می‌کنم بازار در ادامه سال نمی‌تواند شدت رشدی را که در سه ماه اخیر داشته، حفظ کند؛ اما همچنان سقف‌های بالاتری را خواهد زد. البته این موضوع با رعایت نکاتی که در ابتدای صحبت درباره عوامل مؤثر بر بازار عرض کردم و با این فرض است که اتفاق غیرعادی، یعنی چیزی غیرعادی‌تر و شدیدتر از جنگ ۴۰ روزه و جنگ ۱۲ روزه، در کشور رخ ندهد و محاصره اقتصادی نیز برای ماه‌های پیش‌رو ادامه‌دار نباشد. در غیر این صورت، واقعاً احتمال دارد بازار با چالش‌هایی مواجه شود.

■ کدام صنایع و گروه‌های بورسی را در ادامه سال دارای ظرفیت بیشتری برای جذب نقدینگی و ثبت بازدهی

■ با توجه به شرایط اقتصادی و سیاسی کشور و تحولات بازارهای ارز و سرمایه، متغیرهایی که می‌توانند مسیر بازار سهام را در ادامه سال تعیین کنند، کدام‌اند و ارزیابی شما از اثرگذاری این عوامل چیست؟

در خصوص بازار سهام، به نظرم مهم‌ترین عاملی که مسیر بازار را تعیین می‌کند، ریسک‌های ژئوپلیتیک است و در وهله دوم، سیاست ارزی دولت اهمیت دارد. باید ببینیم آیا سیاست ارزی دولت همچنان در همان مسیری که تصویب شده ادامه پیدا می‌کند یا خیر؛ به این معنا که اجازه ندهد فاصله نرخ نیما و دلار، از حوالی نرخ مرکز مبادله و بازار آزاد، بیش از ۲۰ تا ۲۵ درصد شود. با توجه به اینکه احتمالاً در دوره‌ای قرار داریم که در ماه‌های پیش‌رو شاهد جهش‌های ارزی خواهیم بود، نسبت به بهار و تابستان، ثبات ارزی چندانی را پیش‌بینی نمی‌کنیم. بنابراین، باید دید در ماه‌هایی که نرخ ارز در بازار آزاد شتاب بیشتری می‌گیرد، سیاست‌گذار همچنان بر حفظ فاصله ۲۰ تا ۲۵ درصدی میان نرخ ارز در مرکز مبادله و بازار آزاد اهتمام خواهد داشت یا خیر. به نظرم این، بزرگ‌ترین متغیر مؤثر بر بازار سهام ایران در ادامه خواهد بود. در ادامه باید ببینیم تلاش وزارت اقتصاد

شاهین چراغی: ارزش جایگزینی سهام نسبت به دلار هنوز به سال ۹۹ نرسیده؛ صبر سهامداران جواب می‌دهد

جنگ، دوقطبی‌سازی و نرخ بهره ریسک‌های بزرگ تالار شیشه‌ای در نیمه دوم ۱۴۰۵



شاهین چراغی، کارشناس بازار سرمایه، با وجود ریسک‌های فزاینده سیاسی و اقتصادی، چشم‌انداز بورس در نیمه دوم سال ۱۴۰۵ را خوش‌بینانه ارزیابی می‌کند و معتقد است با توجه به ارزش جایگزینی شرکت‌ها و افزایش نرخ ارز، شاخص ظرفیت صعود دارد. با این حال، او در گفت‌وگو با ماهنامه بازار و سرمایه بر «دوگانه خطرناک» پیش‌روی بازار تأکید می‌کند: از یک سو، سیاست‌های ارزی دولت و اجبار صنایع به عرضه در بازار مبادله، حاشیه سود را نشانه رفته و از سوی دیگر، کسری بودجه، دولت را به سمت انتشار اوراق با نرخ بهره بالا سوق می‌دهد که تهدیدی جدی برای خروج نقدینگی از سهام به سوی درآمد ثابت است. چراغی همچنین با اشاره به تبعات محاصره دریایی و تشدید تحریم‌ها، راه‌حل را مدیریت هوشمندانه دامنه نوسان ارز به جای کنترل دستوری می‌داند و نسبت به تنش‌های اجتماعی ناشی از فشار تورمی به دولت هشدار می‌دهد.

آدینه اسفندیاری

خبرنگار

■ چشم‌انداز بورس در نیمه دوم سال ۱۴۰۵ را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

ما در نیمه دوم امسال نیز پیش‌بینی می‌کنیم با توجه به وضعیتی که بر اقتصاد ایران حاکم است، نرخ تورم و افزایش نقدینگی، بورس هم همچنان به روند صعودی خود ادامه دهد. به هر حال، مستحضر هستید که متغیرهایی که همیشه در بازار مورد توجه قرار می‌گیرند، ارزش جایگزینی هستند. اگر دقت بفرمایید، با بالا رفتن قیمت دلار، بعضاً سهامداران می‌آیند و سهام را مورد کارشناسی قرار می‌دهند و ارزش جایگزینی شرکت‌ها را بررسی می‌کنند.

■ سناریوی شما برای شاخص بورس و عوامل اثرگذار بر آن چیست؟

به نظر من بیش از هر چیز به وضعیت سیاسی کشور بستگی دارد. از لحاظ وضعیت تمام متغیرهای اقتصادی، کارشناسی کاملاً مشخص است؛ یعنی به هر حال دامنه وضعیت نقدینگی یا دامنه‌ای که قیمت ارز در آن نوسان می‌کند، اهمیت دارد. اگر دولت احیاناً این تفاوت را مجدداً افزایش دهد؛ یعنی تفاوت قیمت بازار ارز و قیمتی که ارز در بازار مبادلات با آن معامله می‌شود، زیاد شود، این موضوع می‌تواند بازار را تحت تأثیر قرار دهد و شرکت‌ها را باز هم مجبور کند ارز خود را با قیمتی که، حالا نمی‌گویم پایین، بلکه با قیمت بازار مبادله، در اختیار دولت قرار دهند.

از طرف دیگر، هزینه‌های تولید و قیمت تمام شده نیز براساس ارز آزاد است. در چند سال گذشته که بورس وارد رکود شده بود، یکی از مشکلات این بود که شرکت‌ها قیمت تمام‌شده‌شان عمدتاً متأثر

از ارز آزاد بود؛ تعمیرات، نگهداری و هزینه‌های سربار نیز تحت تأثیر همین موضوع قرار داشت، اما از طرف دیگر، قیمت فروش کنترل می‌شد؛ هم به جهت اینکه صادراتی نبود و هم به جهت قیمت داخلی که دولت آن را کنترل می‌کرد.

اگر بخواهم سناریوی مشخصی برای عدد شاخص ارائه کنم، واقعیت این است که نمی‌توانیم عدد مشخصی بگوییم، چون شرایط بسیار متفاوت است؛ به خصوص بحث سیاسی. یعنی بحث جنگ خیلی تأثیرگذار است. اگر جنگ به سمتی نرود که به هر حال به شرکت‌های تولیدی ما آسیب وارد کند، مانند اتفاقاتی که در جنگ ۴۰ روزه رخ داده است، و اگر اتفاقات بدی برای شرکت‌های ما رخ ندهد، فکر می‌کنم شاخص به هر حال از اعدادی که الان به آن رسیده، بالاتر خواهد رفت. احتمال اینکه شاخص افزایش داشته باشد، بیشتر از این است که شاخص نسبت به وضعیت فعلی کاهش داشته باشد. البته تأکید می‌کنم که جنگ بسیار، بسیار مؤثر است و اینکه ان‌شاءالله آسیبی به صنایع کشور وارد نشود، اهمیت زیادی دارد. من نسبت به افزایش شاخص خوشبین هستم؛ چون بعضاً، دقت بکنید، ارزش بازاری نسبت به قیمت دلار هنوز به سال‌های ۱۳۹۹ نرسیده است. از این بابت، خوشبین هستم که شاخص افزایش پیدا کند تا سرمایه‌گذاران حداقل به آن ارزش ذاتی که سهام دارند و به همان ارزش برسند.

سرمایه‌گذاران سال‌ها تحمل کرده‌اند، سال‌ها در رکود بوده‌اند و فرصت‌های مختلفی را برای سرمایه‌گذاری از دست داده‌اند، ولی امید است این صبر و بردباری آنها جواب بگیرد و از این صبری که داشته‌اند، بتوانند منافع خوبی هم نصیبشان شود.

■ در سناریوی سیاسی، علاوه بر جنگ، چه ریسک‌هایی را برای بازار سرمایه متصور هستید؟

در رابطه با بحث سناریوی سیاسی عرض کردم که معضل فقط جنگ نیست، تنش‌های داخلی را هم می‌بینم. متأسفانه این دوقطبی شدن جامعه می‌تواند بر وضعیت اقتصاد داخلی تأثیر بگذارد. نگرانی من فضای بسیار شدید دوقطبی در کشور است؛ این فضا، فضای خوبی نیست. فارغ از اینکه اصلاً چه کسی درست می‌گوید، این گروه یا آن گروه، این وضعیت می‌تواند عملاً ما را دچار یک خطای استراتژیک کند؛ به گونه‌ای که حتی تصمیمات خوب هم در کفه ترازوی سیاسی قرار بگیرند.

متأسفانه هر حرف درستی که توسط هر جناحی گفته شود، به دلیل دوقطبی بودن جامعه می‌تواند رد شود. برای مثال، بحث افزایش قیمت بنزین را در نظر بگیرید که می‌تواند به وضعیت اقتصادی کمک کند؛ به فرض، کسری دولت وجود دارد و این موضوع یکی از بزرگ‌ترین ریسک‌های سیاسی ماست و می‌تواند واقعاً به تنش‌های اجتماعی منجر شود. اگر شرایط سیاسی خارجی ما مشخص شود و مشکلات به هر حال حل‌وفصل شود و تفاهمی صورت بگیرد، بعد از آن بتوانیم تنش‌های داخلی را هم کنترل کنیم و نگذاریم کشور به سمت تنش‌های داخلی پیش برود.

■ ارزیابی شما از روند تحریم‌ها و شرایط اقتصادی کشور در نیمه دوم سال چیست؟

فکر می‌کنم در رابطه با اینکه تحریم‌ها افزایش پیدا خواهد کرد، اگر شرایط به همین شکل ادامه پیدا کند، آمریکایی‌ها در گام نخست همین بستن تنگه را ادامه خواهند داد و ما را به سمتی خواهند برد که فقط کالاهای اساسی مانند گندم و شکر و ... وارد کشور شود و تمام راه‌های ارتباطی کشور با همسایگان را نیز خواهند بست. ما اکنون بیش از کل حمل‌ونقلی که در ایران انجام می‌شود، از مسیر جاده یا از مسیر کشورهای شمالی، کالاهایی را که از چین می‌آید، مانند کالاهایی که از قزاقستان و ازبکستان وارد می‌شود، یا از طریق پاکستان، ترکیه و عراق دریافت می‌کنیم. یعنی بیشترین مسیرهای ارتباطی ما در حال حاضر از این چهار کشور است که ترکیه و عراق و پاکستان در این زمینه بسیار فعال خواهند بود.

در مقابل، محاصره دریایی متأسفانه آمریکایی‌ها تشدید خواهند کرد و من اعتقادم این است که کشورهای منطقه با آمریکا همراهی خواهند کرد و منافع آنها ایجاب می‌کند که به هر حال بیشتر در تعامل با آمریکا باشند؛ با مزیت‌ها و بحث‌های مزیتی که این کشورها قائل می‌شوند، مانند ارتباطاتی که با ترکیه دارند، فروش هواپیماهای پیشرفته یا جدیداً نیز دیدیم که در مجلس عراق بحثی را مطرح کردند که به هر حال اینها چراغ‌سبزهایی از آمریکا دارند. من دور از ذهن نمی‌بینم که کم‌کم فشارهای تحریم به کشورهای مختلف منطقه ما هم منتقل شود.

البته چیزی که در این شرایط نسبت به آن خوش‌بین هستم، ظرفیت‌های خود کشور است. عمده کالاهایی هم که مدنظر ماست، در کشور تولید می‌شود. اگر بتوانیم در داخل کشور رونق ایجاد کنیم، مانند اتفاقی که بعد از بحران سال ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ در دنیا اتفاق افتاد، می‌توان از این ظرفیت استفاده کرد. تقریباً به خاطر اینکه چین خودش را از بحران جهانی ایزوله کند، در همان مقطع افزایش تولید فولاد و افزایش تولید بسیاری از کالاهای اتفاق افتاد. کالاهایی که صادر نمی‌شدند و تقاضا برای آنها وجود نداشت، بخشی از رونق چین در همان سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ از آنجا آغاز شد و تمامی این مواد و متریالی که تولید می‌شد، در توسعه خود کشور، راه‌ها و جاده‌ها و بازسازی مورد استفاده قرار گرفت.

کشور ما کشور بزرگی است. اگر بتوانیم کشور و مردم را تحت تأثیر قرار دهیم، اما اگر مدیریت درستی انجام شود، به جهت جامعه جوانی که داریم و جامعه مصرفی که داریم، شرکت‌های خوبی داریم

که تقریباً تمام کالاهای مورد نیاز را می‌توانیم تولید کنیم. کشور مجبور است خارج از گندم یا سویا و یک‌سری نهاده‌های دامی مانند ذرت و اینها، بسیاری از کالاهای داخل کشور تولید کند.

■ اگر در نیمه دوم سال توافق صورت بگیرد، چه اتفاقی برای صنایع و بازار سرمایه خواهد افتاد؟

اگر در نیمه دوم سال بفهمیم که توافق صورت گرفته، به نظر من قطعاً شرایط تغییر خواهد کرد. البته این را هم خدمتان بگویم که بسیاری از صنایع ما قیمت تمام‌شده بالایی دارند. یعنی متأسفانه اگر با دنیا مقایسه کنیم و کالاهای اکنون از چین وارد شوند، حتی اگر برای آنها تعرفه‌های گمرکی هم در نظر بگیریم، باز هم زیر قیمت تمام‌شده ما درمی‌آیند. متأسفانه این واقعیت وجود دارد. مثلاً در رابطه با فولاد، من مطمئنم که خیلی از محصولات قابلیت صادرات ندارند؛ به خصوص در بحث ورق و مواردی از این دست.

اگر احیاناً امکان واردات وجود داشته باشد و مشکلی از بابت حمل و نقل نباشد، در ایران قیمت تمام‌شده در بسیاری از صنایع بالاست. البته در جاهایی که مزیت داریم، این مزیت مربوط به آن کامودیتی‌ها و کالاهایی است که مواد خام، منابع یا معادن آنها متعلق به خودمان است. اما بعد از اینکه پروسه تولید انجام می‌شود، قیمت تمام‌شده بسیاری از محصولات ما بالاتر از قیمت‌های جهانی است. یکی از دلایل این است که ماشین‌آلات به روز نیستند و حجم تولیدمان نیز حجم خوبی نیست. در نتیجه، هزینه‌های ما نسبت به بسیاری از کشورها بسیار بالاست. به همین جهت، در همین صنایع ما قطعاً مزیت نخواهیم داشت. با این حال، در یک‌سری صنایع واقعاً مزیت داریم؛ مزیتی که البته مزیت مطلق یا حتی وضعیت نسبی نیست و بیشتر در محصولاتی است که به محصولات نفتی و صنایع پتروشیمی و معادن متصل می‌شوند.

اگر دقت بکنید، هرچه در زنجیره تولید از معدن یا مواد اولیه جلوتر می‌رویم، وضعیت متفاوت می‌شود و متأسفانه به جهت هزینه‌های تولید بالا که کشور ایجاد می‌کند، قیمت بالا می‌رود. حاشیه سود در ابتدای حلقه، بیشتر از انتهای زنجیره است.

البته اگر سیاست درست اعمال شود، همیشه این مدل وجود داشته است؛ مگر اینکه دولت با تغییر بخشنامه و جابه‌جایی سود، در سنگ‌آهنی‌ها، کنسانتره، آهن اسفنجی یا انتهای خط که می‌شود نوردی‌ها، ورود کند. عمده‌تاً این موضوع به خاطر سیاست‌های دولت است که بیشترین حجم سود در زنجیره اول تولید باشد.

■ نرخ ارز را در نیمه دوم سال چگونه ارزیابی می‌کنید و چه عواملی بر آن اثرگذار خواهد بود؟

نرخ ارز خیلی به سیاست دولت بستگی دارد. به نظر من، از بابت بحث نقدینگی، وقتی ارز قیمتی را تاج می‌کند و به یک قیمت، مثلاً از لحاظ روانی به ۲۰۰ هزار تومان، خودش را می‌رساند و در آن دامنه حرکت می‌کند و خود را تثبیت می‌کند و باز مجدداً خود را برای جهش بعدی آماده می‌کند. دقت بفرمایید، ما تقریباً در سال‌های قبل، با توجه به حجم نقدینگی، افزایش قیمت ارز و افزایش قیمت‌ها را می‌توانستیم مانند یک منحنی سینوسی در نظر بگیریم. هر طول موج‌ها خیلی طولانی بود؛ یعنی افزایش قیمت ارز و همچنین نوسان‌های بالا و پایین رفتن‌ها بسیار محدود بود. اما اکنون نوسان‌ها بسیار زیاد شده و این توالی و سیکوئنس‌هایی که افزایش قیمت ارز اتفاق می‌افتد، بیشتر شده است و در سال چند بار این اتفاق می‌افتد. این موضوع به دلیل شرایط سیاسی و نقدینگی و کسری بودجه دولت است و من فکر می‌کنم هرچه به سال‌های بعد می‌رسیم، این مسئله خیلی تشدید می‌شود.

پیش‌بینی من این است که قیمت ارز باز هم بالا خواهد رفت؛ مگر اینکه شرایط سیاسی کشور باعث شود به منابع دسترسی پیدا کنیم؛ منابعی که خارج از کشور داریم. البته حتی اگر آن منابع هم

در این صورت، نرخ‌ها نیز قطعاً به شدت افزایش پیدا خواهد کرد؛ چون دولت مجبور است هر نرخی را بپذیرد. شاید یکی از معضلات ما در یک دوره ریاست جمهوری حسن روحانی این بود که انگیزه‌ای برای تولید وجود نداشت و مردم پول‌ها را در سیستم بانکی می‌گذاشتند و فکر می‌کردند سود بانکی که به آنها می‌رسد، مناسب است. متأسفانه بانک‌ها هم دچار مشکل شدند و بعداً چیزی از آنها باقی نماند با اگر هم باقی ماند، مردم به منابع ریالی خود با تأخیر رسیدند. یکی از نگرانی‌های من این است که واقعاً دولت مجبور شود اوراق منتشر کند؛ به جهت اینکه هزینه جاری دارد و هزینه عمرانی که در بودجه چند سال گذشته خیلی پایین بوده، اما به هر حال دولت مجبور باشد به سمت استقراض برود و این بازار را فقط از آن بگیرد و این نقدینگی را جمع‌آوری کند و نرخ‌ها بالا برود. از طرف دیگر، محدودیت‌ها و مشکلاتی هم در بازار ایجاد شود. از آن طرف، مردم صورت‌های مالی شرکت‌ها را نگاه می‌کنند و می‌بینند حاشیه سود مناسبی ندارد، پس به سمت خرید اوراق دولتی می‌روند؛ چون در آنجا حاشیه سود مناسب‌تری دارند. یکی از نگرانی‌ها این است که این اتفاق در چند مقطع در بورس افتاده و انگیزه سرمایه‌گذاری را کاهش داده است. یعنی بیشتر مردم به سمت معاملات اوراق می‌روند یا در مقطعی به سمت سیستم بانکی می‌رفتند، ولی به جهت وضعیت بانک‌ها، من فکر می‌کنم این بار به سمت اوراق حرکت خواهند کرد.

اگر این اتفاق بیفتد، یعنی قیمت‌ها و فروش شرکت‌ها به جهت کنترل تورم و قیمت ارز سرکوب شود و از آن طرف، نرخ بهره نیز در اوراق دولتی به جهت کسری بودجه افزایش پیدا کند، این دو تعارض باعث می‌شود که قطعاً رونق بازار معاملات پایین‌تر بیاید و مردم و سرمایه‌گذاران نهادی به سمت اوراق حرکت کنند.

■ دولت برای حمایت از بازار و کاهش ریسک‌ها چه کاری می‌تواند انجام دهد؟
اینکه دولت چه کمکی می‌تواند بکند، به نظر من یکی بحث نرخ اوراق است که واقعیت این است که دست دولت هم نیست و بازار نرخ را کشف می‌کند. یکی هم بحث سیاست‌هاست. این سیاست‌هایی که

روی بحث بازار مبادله و قیمت ارز در بازار مبادله وجود دارد، خیلی تعیین‌کننده است. به نظر من، همان‌طور که عرض کردم، نمی‌توانیم فقط یک‌جانبه به این موضوع نگاه کنیم. مردم بسیار آسیب‌پذیرند و افزایش قیمت ارز، مانند بحثی که در رابطه با سوخت شد، می‌تواند تنش‌های اجتماعی ایجاد کند. دولت خیلی باید حواسش جمع باشد که جامعه، جامعه‌ای است که اکنون آمادگی دارد فشار و تنش اجتماعی را به شورش یا اعتراضات خیابانی بکشانند؛ به جهت اینکه فشار تورمی در یکی دو سال گذشته بسیار شدید بوده است. البته این موضوع ناشی از عملکرد فقط دولت فعلی، دولت آقای پزشکیان، نیست؛ بلکه یک فرآیند است که از دولت آقای احمدی‌نژاد شروع شد و این ساختار از آنجا شکل گرفت؛ کسری بودجه، همه وضعیت بودجه‌ای و بعد هم مسئله نفت که بعد از آن اتفاقات افتاد و کاهش قیمت اتفاق افتاد و افزایش نقدینگی در جامعه شکل گرفت. این روند به دولت‌های روحانی و بعد دولت شهید رئیسی و سپس به دولت آقای پزشکیان منتقل شده است. اکنون چیزی که می‌بینیم، تقریباً ماه‌عسل چند دولت گذشته است که برآیند آن را در شرایط فعلی اقتصاد کشور می‌بینیم. نمی‌شود بگوییم فقط یک رئیس‌جمهور یا یک دولت مقصر بوده است. این انحراف از دولت آقای احمدی‌نژاد، واقعیتی در ساختار اقتصاد کشور است.

وارد کشور شود و در ریال جمع‌آوری شود، به جهت نوع ساختاری که اکنون در اقتصاد وجود دارد، فکر می‌کنم تأثیر آن کوتاه‌مدت خواهد بود و متأسفانه روند افزایشی ادامه خواهد داشت.

■ سیاست ارزی دولت و نحوه عرضه ارز شرکت‌ها چه اثری بر حاشیه سود صنایع خواهد داشت؟

اگر صناعی که دولت اجبار کند در بازار مبادله، ارز را به قیمت بازار مبادله بفروشند، حاشیه سود شرکت‌ها به شدت کاهش پیدا می‌کند. اگر دولت آنها را مجبور کند، بسیاری از هزینه‌های این شرکت‌ها با دلار و ارز آزاد اتفاق می‌افتد. در صورت‌های مالی شرکت‌ها، شرکت تعاملات مختلفی دارد، ولی از آن طرف اگر احياناً بخواهد محصولش را با ارز ۱۵۷ هزار تومانی صادر کند، در صورت‌های مالی، حاشیه سودها پایین خواهد آمد. معتقدم این اتفاق در سال‌های ۱۴۰۲ و ۱۴۰۳ هم افتاده است؛ یعنی بسیاری از صنایع تحت فشار قرار خواهند گرفت. در چنین شرایطی، بازار اقبالش به سمت شرکت‌هایی خواهد رفت که دولت اجازه می‌دهد ارز آنها به صورت توافقی و با قیمت توافقی فروخته شود؛ قیمتی که بین ارز آزاد و ارز بازار مبادله قرار دارد. صنایع اکنون درصدی از صادرات خود را در بازار توافقی می‌فروشند و بخشی را در بازار مبادله عرضه می‌کنند. اما اگر بسیاری از صنایع بتوانند ۱۰۰ درصد صادرات خود را در بازار توافقی بفروشند، اقبال

به شرکت‌ها بیشتر خواهد شد. سهام شرکت‌هایی که بیشترین سهم را بتوانند به صورت ارز خود در بازار توافقی بفروشند، نه در بازار مبادله که ارز برای واردات اساسی مورد استفاده قرار می‌گیرد و قیمت آن در یک دامنه مشخص نوسان می‌کند، بیشتر مورد توجه بازار قرار خواهد گرفت.

■ با توجه به مجموعه شرایط اقتصادی، سیاست دولت در قبال نرخ ارز و بازار سرمایه چگونه باید باشد؟

به جهت اینکه در بازار آزاد و بازار مبادله، قیمت ارز به‌طور مداوم تغییر می‌کند و هرچه این اختلاف بیشتر شود، متأسفانه می‌تواند اثرگذار باشد و به بازار آسیب بزند. معتقدم همیشه باید کنترل کنیم؛ واقعاً من

همیشه مخالف کنترل قیمت ارز توسط دولت بوده‌ام، اما معتقدم قیمت ارز باید در یک دامنه نوسانی مدیریت شود. به هر حال، وضعیتی که از جانب دولت ایجاد می‌شود بابت قیمت واقعی، باید به دهک‌هایی که آسیب‌پذیر هستند کمک شود؛ چون واقعاً از یک طرف اگر بازار اقتصاد آزاد باشد، نمی‌توانیم آن را ببندیم تا هر دامنه‌ای برای معامله قرار بگیرد و از طرف دیگر، باید به افشار آسیب‌پذیر کشور، به خصوص افرادی که کارمند و حقوق‌بگیر هستند و کارگران، توجه کنیم. نمی‌توانیم از یک طرف حقوق متوسط به آنها پرداخت نکنیم. اعتقاد من این است که نباید دولت می‌آمد و رانت ارزی ایجاد می‌کرد؛ یعنی در آن مقطع باید مابه‌التفاوت را می‌گرفت و در قالب کمک‌های مختلف، از جهت درمانی و معیشتی، به افشار آسیب‌پذیر و دهک‌های پایین جامعه کمک می‌کرد تا بتوانند سطح زندگی مناسب‌تری داشته باشند. به همین دلیل معتقدم قیمت ارز بسیار مهم است و یکی از فاکتورهای بسیار مهم در نیمه دوم امسال و حتی سال آینده خواهد بود. دولت نیز هرچقدر بتواند دسترسی داشته باشد به صادرات، اهمیت زیادی دارد. واقعاً نگرانی من این است که به هر حال این بحثی که تحریم ایجاد می‌کند، دولت را از دسترسی به منابع بابت بودجه محدود کند و دولت به سمت استقراض و به سمت صدور اوراق بیاید.



نسبت به افزایش شاخص خوشبین هستم؛ چون بعضاً ارزش بازار نسبت به قیمت دلار هنوز به سال‌های ۱۳۹۹ نرسیده است. از این بابت، خوشبین هستم که شاخص افزایش پیدا کند تا سرمایه‌گذاران حداقل به آن ارزش ذاتی که سهام دارند و به همان ارزش برسند.

آزمون سودآوری پس از عبور از مرز ۶ میلیون واحد



علیرضا خان محمدی

کارشناس بازارهای مالی

بورس تهران پس از ثبت رشد قابل توجه در نیمه نخست سال ۱۴۰۵، اکنون در نقطه‌ای قرار گرفته است که ادامه مسیر آن بیش از گذشته به متغیرهای بنیادی وابسته خواهد بود. عبور شاخص کل از مرز شش میلیون واحد، افزایش ارزش معاملات و ورود پول حقیقی، نشانه‌هایی از بازگشت جدی تقاضا به بازار سهام هستند؛ با این حال، تداوم این روند به توان شرکت‌ها برای تبدیل تورم و رشد نرخ ارز به سودآوری پایدار بستگی دارد. نیمه دوم سال می‌تواند دوره‌ای متفاوت برای بورس باشد؛ دوره‌ای که در آن انتخاب سهم و کیفیت سود، اهمیت بیشتری از رشد صرف شاخص خواهد داشت.

بورس تهران نیمه نخست سال ۱۴۰۵ را در شرایطی پشت سر گذاشته که تصویر بازار نسبت به ابتدای سال به‌طور محسوسی تغییر کرده است. شاخص کل در پایان مرداد برای نخستین بار از مرز ۶ میلیون واحد عبور کرد. شاخص کل در مرداد ۲۴ درصد و از ابتدای سال تا امروز ۷۵ درصد رشد کرده است. در همین دوره، شاخص هموزن عملکرد بهتری داشته و با رشد ۲۷ درصدی در مرداد، بازدهی خود از ابتدای سال تا امروز را به حدود ۹۲ درصد رسانده است.

در کنار رشد شاخص‌ها، رفتار نقدینگی نیز تغییر کرده است. میانگین ارزش معاملات خرد در مرداد به حدود ۳۱ هزار میلیارد تومان رسید و در هجدهم مرداد ارزش معاملات روزانه از ۶۵ هزار میلیارد تومان عبور کرد. ورود حدود ۳۳.۷ هزار میلیارد تومان پول

حقیقی در مرداد نیز نشان می‌دهد رشد بازار صرفاً حاصل افزایش قیمت چند نماد بزرگ نبوده و دامنه مشارکت سرمایه‌گذاران افزایش یافته است.

با این حال، همین ارقام یک پرسش مهم ایجاد می‌کنند: آیا بازار سهام وارد یک دوره صعودی پایدار شده یا بخشی از رشد اخیر صرفاً جبران عقب‌ماندگی بورس از تورم، ارز و سایر دارایی‌هاست؟

پاسخ به این پرسش، مسیر بازار در نیمه دوم سال را مشخص خواهد کرد.

نیمه دوم سال و ادامه صعود اما با کیفیت متفاوت

برآورد من این است که روند کلی بورس در نیمه دوم سال همچنان صعودی خواهد بود اما انتظار ندارم بازار بتواند با سرعت نیمه نخست حرکت کند. دلیل آن نیز روشن است. بخشی از تخلیه فاصله تاریخی میان قیمت سهام، نرخ ارز و سطح عمومی قیمت‌ها در ماه‌های گذشته انجام شده و از اینجا به بعد، رشد بازار بیش از گذشته به رشد سود شرکت‌ها وابسته خواهد بود. به بیان دیگر، نیمه نخست سال را می‌توان دوره بازگشت تقاضا و بازقیمت‌گذاری دارایی‌ها دانست و نیمه دوم را دوره آزمون سودآوری و ارزش‌گذاری.

این تفاوت اهمیت زیادی دارد. در مرحله اول، کافی است سرمایه‌گذار به این نتیجه برسد که سهام نسبت به سایر دارایی‌ها ارزان است. در مرحله دوم، سرمایه‌گذار باید برای قیمت فعلی سهم، پشتوانه‌ای در صورت‌های مالی پیدا کند.

از این منظر، انتظار داریم در نیمه دوم سال رشد ارزش معاملات و چرخش نقدینگی میان صنایع اهمیت بیشتری از رشد خطی شاخص داشته باشد. ممکن است شاخص کل در مسیر صعودی باقی بماند، اما هم‌زمان بخش‌هایی از بازار وارد اصلاح یا استراحت شوند و نقدینگی به گروه‌های دیگری منتقل شود.

بنابراین احتمالاً با بازاری مواجه خواهیم بود که شاخص صعودی است، اما همه سهم‌ها الزاماً صعودی نیستند.

متغیر تعیین‌کننده:

نرخ ارز یا نحوه انتقال آن به سود؟

مهم‌ترین متغیر اثرگذار بر بورس در نیمه دوم سال را صرفاً «نرخ دلار» نمی‌دانم. متغیر مهم‌تر، نحوه انتقال تغییرات نرخ ارز به درآمد و سود شرکت‌ها است. دلار در مردادماه تا ۱۵۱ هزار و ۳۶۸ تومان نیز پیش رفت و امروز در محدوده ۱۵۹ هزار تومان قرار دارد و دلار بازار آزاد ۲۰۳ هزار تومان که فاصله محسوسی با بازار توافقی دارد. اما افزایش نرخ ارز زمانی برای بازار سهام اهمیت بنیادی پیدا می‌کند که شرکت‌ها بتوانند این افزایش را به نرخ فروش محصولات منتقل کنند.

برای مثال، افزایش نرخ ارز برای یک شرکت صادراتی در صورتی مثبت است که نرخ تسعیر درآمدهای صادراتی افزایش یابد و هم‌زمان هزینه‌های ریالی شرکت با سرعت بیشتری رشد نکند. در مقابل، اگر دولت اجازه تعدیل نرخ فروش را ندهد، افزایش نرخ ارز می‌تواند به افزایش هزینه‌ها بدون رشد متناسب درآمد منجر شود.

بنابراین رابطه ساده «دلار بالاتر، بورس بالاتر» دیگر برای تحلیل بازار کافی نیست.

شاخص کل و سه سناریو برای پایان سال

با توجه به سطح فعلی شاخص، شرایط تورمی، نرخ ارز، نرخ بهره و وضعیت سودآوری شرکت‌ها، سه سناریو برای شاخص کل در نظر می‌گیرم. (جدول زیر) سناریوی پایه من برای پایان سال محدوده ۷.۸ تا ۸.۸ میلیون واحد است. این برآورد به معنای انتظار برای یک رشد خطی نیست. اصلاح‌های ۱۰ تا ۱۵ درصدی در مسیر چنین حرکتی کاملاً محتمل است و حتی می‌تواند بخشی از فرآیند سلامت بازار باشد.

در سناریوی خوش‌بینانه، کاهش ریسک سیاسی، ثبات نسبی نرخ ارز، کاهش نرخ بهره و استمرار رشد سودآوری شرکت‌ها می‌تواند شاخص را به محدوده ۱۰ میلیون واحد نزدیک کند.

در سناریوی بدبینانه، تشدید ریسک سیاسی، جهش نرخ بهره، محدودیت در فروش و صادرات شرکت‌ها یا افزایش

سه سناریو برای شاخص کل

سناریو	پایان شهریور	پایان آذر	پایان اسفند
بدبینانه	۵.۷ تا ۶.۰ میلیون	۵.۴ تا ۶.۰ میلیون	۵.۵ تا ۶.۳ میلیون
محتمل	۶.۲ تا ۶.۶ میلیون	۶.۸ تا ۷.۵ میلیون	۷.۸ تا ۸.۸ میلیون
خوش‌بینانه	۶.۵ تا ۶.۹ میلیون	۷.۶ تا ۸.۵ میلیون	۹.۵ تا ۱۰.۵ میلیون



مداخلات قیمتی می‌تواند بخش قابل‌توجهی از رشد اخیر را پس بگیرد.

عبور از سقف تاریخی، آیا شاخص بالاتر الزاماً به معنای ثروت بیشتر است؟

این نکته در شرایط تورمی اقتصاد ایران اهمیت ویژه‌ای دارد.

شاخص کل می‌تواند به سطوح جدید تاریخی برسد، اما این موضوع به‌تنهایی به معنای افزایش ثروت واقعی سهامداران نیست. در مرداد، تورم سالانه بر اساس آمار رسمی به ۶۹.۹ درصد رسیده بود و نرخ تورم ماهانه نیز ۳.۴ درصد گزارش شد. وقتی سطح عمومی قیمت‌ها با چنین سرعتی افزایش می‌یابد، بخشی از رشد اسمی قیمت سهام صرفاً انعکاس کاهش ارزش پول ملی است.

بنابراین باید میان سه مفهوم تفاوت گذاشت: رشد اسمی شاخص، رشد واقعی ارزش سهام و رشد سود شرکت‌ها. اگر شاخص ۴۰ درصد رشد کند اما تورم سالانه بسیار بالاتر باشد، نمی‌توان این عملکرد را الزاماً یک بازده واقعی موفق دانست. از سوی دیگر، اگر سود شرکت‌ها نیز رشد کند و بازده سهام از تورم عبور کند، آنگاه می‌توان از ایجاد ثروت واقعی سخن گفت. به همین دلیل، برای سال ۱۴۰۵ صرفاً دنبال شاخص بالاتر نیستیم و رشد سودآوری شرکت‌ها نسبت به تورم معیار مهم‌تری است.

تورم؛ فرصت یا تهدید؟

تورم بالا در اقتصاد ایران یک اثر دوگانه بر بورس دارد.

از یک طرف، افزایش سطح قیمت‌ها موجب رشد ارزش اسمی درآمد شرکت‌ها و دارایی‌های آنها می‌شود. از طرف دیگر، افزایش هزینه مواد اولیه، دستمزد، انرژی و تأمین مالی می‌تواند حاشیه سود شرکت‌ها را تحت فشار قرار دهد. بنابراین نمی‌توان گفت تورم بالا برای بورس مثبت است.

تورم زمانی به محرک بورس تبدیل می‌شود که شرکت قدرت انتقال افزایش هزینه‌ها به قیمت فروش را داشته باشد.

این موضوع در صنایع مختلف تفاوت زیادی دارد. شرکت‌هایی که قدرت قیمت‌گذاری بالاتری دارند، در چنین محیطی وضعیت متفاوتی با شرکت‌هایی خواهند داشت که قیمت محصولاتشان تحت کنترل دولت است از همین رو، در نیمه دوم سال باید بیش از گذشته به

حاشیه سود توجه کرد و نه صرفاً رشد مبلغ فروش.

نرخ بهره مهم‌ترین رقیب بورس

در کنار نرخ ارز، نرخ بهره مهم‌ترین متغیر ارزش‌گذاری بازار سهام است.

نرخ سود بین‌بانکی در هفته منتهی به ۲۸ مرداد به ۲۳.۹۹ درصد رسید و عملاً در نزدیکی سقف ۲۴ درصدی کریدور نرخ سود قرار گرفت. این نرخ در ابتدای سال به شکل محسوسی پایین‌تر بود و از ابتدای مرداد نیز عمدتاً در محدوده ۲۳.۸ تا ۲۴ درصد نوسان کرده است. تداوم نرخ‌های بالای بهره دو اثر مستقیم بر بورس دارد. نخست، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار از سهام افزایش می‌یابد و دوم، ارزش فعلی جریان‌های نقدی آینده شرکت‌ها کاهش پیدا می‌کند.

از این منظر نرخ بهره بالا مستقیماً با P/E بازار در ارتباط است. هرچه نرخ بدون ریسک و هزینه سرمایه افزایش پیدا کند، توجیه پرداخت P/E بالاتر برای سهام دشوارتر می‌شود. به همین دلیل، اگر در نیمه دوم سال شاهد کاهش معنادار نرخ‌های بدون ریسک باشیم، این متغیر می‌تواند حتی بدون جهش شدید نرخ ارز، محرک قدرتمندی برای بازار سهام باشد. در مقابل، تداوم سیاست پولی انقباضی در شرایطی که نرخ تورم بسیار بالاست، می‌تواند مانع افزایش چندباره نسبت‌های ارزش‌گذاری شود.

آیا P/E بازار قابل دفاع است؟

پاسخ به این سؤال بدون توجه به کیفیت سود شرکت‌ها امکان‌پذیر نیست. P/E پایین در ظاهر جذاب است، اما اگر سود شرکت مقطعی یا غیرتکرارشونده باشد، این نسبت نمی‌تواند مبنای مناسبی برای تصمیم‌گیری باشد. در شرایط فعلی، به جای تمرکز صرف بر P/E بازار باید به P/E تعدیل‌شده با رشد سود و کیفیت سود توجه کرد.

اگر شرکت بتواند سود خود را در اثر افزایش عواملی چون نرخ ارز، تورم، نرخ مواد اولیه و ... با رشد قیمت محصولات یا افزایش حجم فروش به شکل پایدار افزایش دهد، P/E فعلی می‌تواند حتی پس از رشد قیمت سهم نیز قابل دفاع باقی بماند. اما اگر قیمت سهام سریع‌تر از سود شرکت رشد کند، بازار به تدریج وارد منطقه‌ای می‌شود که ادامه رشد نیازمند افزایش بیشتر نسبت‌های

ارزش‌گذاری خواهد بود. این همان نقطه‌ای است که ریسک بازار افزایش پیدا می‌کند.

کدام صنایع برنده خواهند بود؟

در نیمه دوم سال، انتخاب صنایع را نمی‌توان صرفاً با تقسیم‌بندی دلاری و ریالی انجام داد.

■ **فلزات و معدنی‌ها:** فلزات اساسی و معدنی‌ها همچنان از گزینه‌های اصلی بازار هستند. به خصوص شرکت‌هایی که درآمد ارزی قابل‌توجه، هزینه ریالی بالا و ظرفیت مناسب برای انتقال نرخ ارز به درآمد دارند. اما در این گروه باید سه متغیر همزمان بررسی شود. قیمت جهانی کالا، نرخ ارز و هزینه انرژی. افزایش نرخ ارز در صورت افت شدید قیمت جهانی یا افزایش سنگین هزینه انرژی الزاماً به افزایش سودآوری منجر نمی‌شود.

■ **پتروشیمی‌ها:** پتروشیمی‌ها نیز همچنان از مهم‌ترین گزینه‌های بازار هستند، اما تحلیل آنها باید بر مبنای نوع محصول، نرخ خوراک، قیمت جهانی، نرخ ارز و محدودیت‌های انرژی انجام شود. در این گروه، صرفاً صادرات‌محور بودن کافی نیست. شرکت جذاب شرکتی است که قدرت انتقال رشد نرخ ارز به سود خالص داشته باشد.

■ **بانک‌ها:** برای این صنعت، نرخ بهره، کیفیت ترانزاکشن، درآمد کارمزدی، وضعیت مطالبات، ارزش دارایی‌ها و سیاست‌های پولی اهمیت بیشتری دارد. به همین دلیل، اگر در نیمه دوم سال شاهد کاهش ریسک سیاسی و کاهش نرخ بهره باشیم، بانک‌ها می‌توانند یکی از مهم‌ترین گروه‌های مستعد چرخش نقدینگی باشند.

■ **پالایشی‌ها:** پالایشی‌ها همچنان از منظر سودآوری جذاب هستند، اما حساسیت آنها به قیمت نفت، کرک اسپرد، نرخ فرآورده‌ها و سازوکار قیمت‌گذاری بالاست. بنابراین سود تاریخی آنها را نباید بدون تعدیل به آینده تعمیم داد.

■ **سیمانی‌ها، دارویی‌ها و غذایی‌ها:** این گروه‌ها از یک منظر مهم قابل توجه‌اند: قدرت افزایش نرخ فروش.

در اقتصاد تورمی، شرکتی که بتواند نرخ فروش را افزایش دهد و همزمان حجم فروش و حاشیه سود خود را حفظ کند، حتی اگر صادرات مستقیم نداشته باشد، می‌تواند عملکرد قابل‌توجهی داشته باشد. از این منظر، تقسیم‌بندی بازار به دلاری و ریالی بیش از حد ساده است. طبقه‌بندی دقیق‌تر باید بر اساس قدرت

قیمت‌گذاری، حساسیت به نرخ ارز، ساختار هزینه و حاشیه سود انجام شود.

کدام صنایع

نیازمند احتیاط بیشتری هستند؟

در نیمه دوم سال، بیشترین احتیاط را نسبت به صنایعی دارم که قیمت محصولات آنها تحت کنترل دولت است، اما هزینه‌هایشان با تورم و نرخ ارز افزایش می‌یابد. در این گروه‌ها ممکن است رشد درآمد اسمی اتفاق بیفتد، اما رشد سودآوری با تاخیر همراه شود. خودرو نیز همچنان با مسئله ساختار هزینه، زبان انباشته، قیمت‌گذاری و نیاز سرمایه‌ای مواجه است. بنابراین صرفا رشد قیمت سهام یا انتظار برای اصلاح ساختار صنعت نمی‌تواند مبنای کافی برای ارزش‌گذاری باشد در چنین صنایعی باید ابتدا شواهد اصلاح بنیادی در صورت‌های مالی مشاهده شود و سپس رشد قیمت را دنبال کرد.

سیاست و ریسک ژئوپلیتیک را بازار چه مقدار ریسک قیمت‌گذاری کرده است؟

بازار سرمایه ایران به دلیل تجربه سال‌های اخیر، بخشی از ریسک سیاسی را در قیمت‌ها لحاظ کرده است. اما قیمت‌گذاری کامل ریسک سیاسی عملا امکان‌پذیر نیست، زیرا واکنش بازار به نوع شوک بستگی دارد کاهش تنش نظامی اما تشدید تحریم اقتصادی، یک سناریو است و تشدید هم‌زمان تنش نظامی و تحریم، سناریوی دیگری است از طرفی هم توافق سیاسی و کاهش تحریم نیز سناریوی کاملا متفاوتی ایجاد می‌کند از این میان، برای بورس جنگ در کوتاه‌مدت خطرناک‌تر و تحریم در بلندمدت فرساینده‌تر است.

جنگ می‌تواند تولید، حمل‌ونقل، صادرات و انتظارات سرمایه‌گذاران را به‌صورت ناگهانی مختل کند. تحریم اما از مسیر افزایش هزینه مبادلات، کاهش دسترسی به بازارهای خارجی، محدودیت انتقال پول و کاهش سرمایه‌گذاری، سودآوری را به‌صورت فرسایشی تحت فشار قرار می‌دهد بنابراین مهم‌ترین ریسک برای بازار، ترکیب این دو عامل است.

اگر توافق سیاسی رخ دهد

چه گروه‌هایی برنده‌اند؟

واکنش بازار به توافق سیاسی یک‌دست نخواهد بود. کاهش ریسک کشور و

بهبود روابط خارجی می‌تواند در وهله نخست برای بانک‌ها، خودرو، حمل‌ونقل، شرکت‌های واردات‌محور و صنایعی که از کاهش هزینه مبادلات و دسترسی بهتر به منابع خارجی منتفع می‌شوند، مثبت باشد اما همین اتفاق می‌تواند در کوتاه‌مدت برای شرکت‌های صادراتی یک اثر منفی داشته باشد اگر کاهش ریسک سیاسی به افت نرخ ارز منجر شود بنابراین توافق سیاسی الزاما به معنی رشد همه صنایع نیست اثر توافق باید از مسیر سودآوری هر صنعت تحلیل شود، نه صرفا از مسیر جهت شاخص کل.

دولت؛ بزرگ‌ترین ریسک سیاست‌گذاری

به نظر من بزرگ‌ترین خطای دولت در نیمه دوم سال می‌تواند تلاش برای کنترل هم‌زمان نرخ ارز، قیمت محصولات، نرخ انرژی، نرخ بهره و قیمت کالاها باشد. بازار سرمایه بیش از حمایت مقطعی، به قابلیت پیش‌بینی سیاست‌ها نیاز دارد سرمایه‌گذار زمانی حاضر است برای یک شرکت P/E بالاتری پرداخت کند که بتواند درباره سود آینده آن با اطمینان بیشتری تصمیم بگیرد و اگر نرخ خوراک، عوارض صادراتی، نرخ انرژی، نرخ ارز یا قیمت‌گذاری محصولات به‌صورت مکرر تغییر کند، نرخ تنزیل سرمایه‌گذار افزایش می‌یابد و ارزش‌گذاری سهام تحت فشار قرار می‌گیرد از این منظر، مهم‌ترین حمایت دولت از بورس، تزریق نقدینگی نیست کاهش نااطمینانی سیاست‌گذاری است.

بازار بدهی و کسری بودجه

کسری بودجه دولت می‌تواند در نیمه دوم سال فشار بیشتری بر بازار بدهی وارد کند. انتشار اوراق دولتی به خودی خود برای بازار سرمایه منفی نیست مشکل زمانی ایجاد می‌شود که دولت برای جذب منابع، نرخ‌های بدون ریسک را به سطوحی برساند که نسبت ریسک و بازده سهام جذابیت خود را از دست بدهد در چنین شرایطی، صندوق‌های درآمد ثابت و اوراق دولتی می‌توانند بخش بیشتری از نقدینگی را جذب کنند بنابراین میان حجم انتشار اوراق و نرخ بازده اوراق باید تفاوت گذاشت برای بورس، نرخ بالا خطرناک‌تر از صرفا حجم انتشار است.

پول حقیقی و بازگشت پایدار

یا رفتار کوتاه‌مدت؟

ورود ۳۳.۷ هزار میلیارد تومان پول

حقیقی در مرداد، یکی از مهم‌ترین نشانه‌های تغییر رفتار سرمایه‌گذاران است اما برای اینکه این جریان را بازگشت پایدار سرمایه بدانیم، باید چند ماه استمرار آن را مشاهده کنیم. سرمایه‌گذاری پایدار زمانی شکل می‌گیرد که سرمایه‌گذار به این جمع‌بندی برسد که رشد بازار حاصل یک موج کوتاه‌مدت نیست و سود شرکت‌ها نیز توان حمایت از قیمت‌ها را دارد در غیر این صورت بخشی از پول حقیقی ممکن است ماهیت کوتاه‌مدت و سفته‌بازانه داشته باشد. در این میان صندوق‌های طلا رقیب جدی بورس باقی خواهند ماند زیرا طلا برای سرمایه‌گذار ایرانی یک ابزار مستقیم پوشش ریسک تورم و کاهش ارزش پول ملی محسوب می‌شود بنابراین بورس برای جذب نقدینگی جدید باید مزیتی فراتر از تورم ارائه کند آن هم رشد سودآوری شرکت‌ها.

آیا بورس از طلا و ارز جلو می‌زند؟

پاسخ من مشروط است. اگر افزایش نرخ ارز صرفا موجب رشد اسمی قیمت سهام شود اما سود شرکت‌ها با همان سرعت افزایش پیدا نکند، طلا و ارز همچنان رقیب قدرتمندی خواهند بود. اما اگر افزایش نرخ ارز به رشد سود شرکت‌ها منتقل شود و هم‌زمان نرخ بهره کاهش پیدا کند بورس می‌تواند از بازارهای موازی عملکرد بهتری داشته باشد به همین دلیل در نیمه دوم سال مهم‌ترین رابطه برای سرمایه‌گذار این نیست که بورس یا طلا؟ بلکه این است که: بازده واقعی کدام دارایی، پس از تعدیل با تورم و ریسک، بالاتر خواهد بود؟

در این مقایسه بورس یک مزیت ساختاری دارد شرکت‌ها می‌توانند سود تولید کنند و ارزش ذاتی خود را افزایش دهند ولی طلا چنین ویژگی‌ای ندارد و عمدتا از افزایش قیمت خود دارایی و تغییرات نرخ ارز منتفع می‌شود. اگر رشد سود شرکت‌ها از رشد قیمت دارایی‌های موازی عقب بماند، مزیت بورس از بین می‌رود.

جمع‌بندی:

نیمه دوم سال، دوره تفکیک بازار است

بورس تهران پس از رشد ۷۵ درصدی شاخص کل در شش ماه نخست سال، دیگر در نقطه‌ای قرار ندارد که بتوان تمام بازار را صرفا بر مبنای ارزندگی تاریخی خرید در این سطح، بازار به مرحله‌ای وارد شده که رشد سودآوری باید به اندازه کافی از



مهدی دلبری در گفت‌وگو با ماهنامه بازار و سرمایه:
بورس در نیمه دوم سال متعادل‌تر می‌شود

نیمه دوم بورس زیر سایه نرخ بهره و سیاست ارزی

در گفت‌وگو با مهدی دلبری، کارشناس بازار سرمایه، عملکرد بورس در مقایسه با بازارهای موازی، وضعیت سودآوری و فروش شرکت‌های تولیدی، صنایع پیشرو در فصل بهار و چشم‌انداز بازار در شش‌ماهه دوم سال را بررسی کردیم. در این گفت‌وگو همچنین نقش نرخ بهره، سیاست ارزی دولت، فاصله نرخ ارز نیما و آزاد، گزارش‌های فصل تابستان و ریسک‌های سیاسی و ژئوپلیتیک مورد بررسی قرار گرفت.

دلبری معتقد است: «در مقاطع کوتاه‌مدت و در برش‌های زمانی کمتر از یک سال، بازار سرمایه جزو بازارهای برنده بوده است»، اما در بلندمدت این رقابت را به ابزارهای دلاری واگذار کرده است. او همچنین تأکید دارد که «هم نرخ بهره و هم نرخ ارز در شش‌ماهه دوم بسیار تعیین‌کننده خواهند بود» و درباره نیمه دوم سال می‌گوید: «در شش‌ماهه دوم انتظار بازار سرمایه متعادل‌تری را داریم و به نظر می‌رسد وزن اخبار سیاسی پررنگ‌تر خواهد بود.»

■ ارزیابی شما از عملکرد بازار سرمایه در مقایسه با سایر بازارهای موازی در بازه‌های زمانی مختلف چیست؟

در مقاطع کوتاه‌مدت و در برش‌های زمانی کمتر از یک سال، بازار سرمایه جزو بازارهای برنده بوده است و در مقاطع ماهانه، سه‌ماهه، شش‌ماهه و یک‌ساله، نسبت به سایر بازارهای موازی، به‌خصوص ارز، طلا و ابزارهای درآمد ثابت، عملکرد بهتری داشته است؛ اما در مقاطع بلندمدت، یعنی بالای سه سال، این رقابت را به ابزارهای دلاری مانند دلار و سکه طلا واگذار کرده است.

رشد قیمت سهام پشتیبانی کند. تورم بالا، نرخ ارز و رشد نقدینگی همچنان ظرفیت افزایش اسمی ارزش بازار را ایجاد می‌کنند. اما نرخ بهره بالا، سیاست‌گذاری دستوری و ریسک سیاسی می‌توانند بخشی از این ظرفیت را خنثی کنند. از این منظر، سه سناریو برای نیمه دوم سال وجود دارد.

■ در سناریوی بدبینانه، تشدید ریسک سیاسی، تداوم نرخ‌های بالای بهره و افزایش مداخلات قیمتی می‌تواند بازار را به سمت اصلاح و کاهش ارزش‌گذاری هدایت کند.

■ در سناریوی محتمل، نرخ ارز به‌صورت تدریجی افزایش می‌یابد، سود شرکت‌ها رشد می‌کند، نرخ بهره در محدوده فعلی تثبیت می‌شود و نقدینگی میان صنایع مختلف گردش می‌کند. در این وضعیت، شاخص کل می‌تواند تا محدوده ۷۰۸ تا ۸۰۸ میلیون واحد در پایان سال حرکت کند.

■ در سناریوی خوش‌بینانه، کاهش ریسک سیاسی، کاهش نرخ بهره، ثبات سیاست ارزی و استمرار رشد سودآوری می‌تواند شاخص را به محدوده ۹۰۵ تا ۱۰۵۵ میلیون واحد برساند.

اما حتی در سناریوی صعودی نیز نباید یک اشتباه بنیادی را مرتکب شد. رشد شاخص کل را با افزایش ثروت واقعی سهامداران یکی ندانیم در اقتصاد با تورم بسیار بالا، شاخص باید از تورم جلو بزند تا بتوان از بازده واقعی سخن گفت. از همین رو، مهم‌ترین متغیر نیمه دوم سال برای بازار سهام نه شاخص کل، نه دلار و نه حتی ورود پول حقیقی است؛ بلکه رشد سودآوری واقعی و پایدار شرکت‌ها است. اگر شرکت‌ها بتوانند افزایش نرخ ارز و تورم را به درآمد و سود منتقل کنند، بازار حتی در سطوح بالاتر شاخص نیز می‌تواند از منظر بنیادی قابل دفاع باقی بماند و اگر قیمت سهام از سودآوری فاصله بگیرد، حتی شاخص‌های بالاتر نیز الزاماً نشانه ارزندگی بازار نخواهند بود.

بنابراین نیمه دوم سال ۱۴۰۵ را باید نقطه عبور بورس از مرحله جبران عقب‌ماندگی به مرحله انتخاب بر مبنای سودآوری دانست. بازار در این مرحله دیگر به همه شرکت‌ها پاداش نخواهد داد بلکه پاداش اصلی به شرکت‌هایی تعلق خواهد گرفت که بتوانند تورم، نرخ ارز و رشد هزینه‌ها را به رشد پایدار سود تبدیل کنند.

■ با توجه به عملکرد شرکت‌ها در یک سال گذشته، چه عواملی بیشترین تأثیر را بر رشد فروش و سودآوری آنها داشته‌اند و وضعیت بنیادی شرکت‌ها را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

نکته مهم در این یک سال، به نظر می‌رسد یکسان‌سازی نرخ ارز بوده است که کمک کرد شرکت‌ها بتوانند با رشد فروش، انتظارات سهامداران را برآورده کنند. در شرکت‌های تولیدی، فروش در فصل بهار امسال نسبت به بهار سال گذشته ۶۰ درصد رشد کرده و سود خالص نیز ۱۱۰ درصد افزایش یافته است. حاشیه سود تولیدی‌های مهم نیز از ۱۲ درصد به ۱۵.۳ درصد رسیده است که نشان می‌دهد وضعیت شرکت‌ها، حتی با در نظر گرفتن اینکه شرایط جنگی را تجربه کردیم و صنایع پایه و مهم نیز مورد اصابت موشک قرار گرفتند و به‌صورت مستقیم شاهد آسیب فیزیکی بودیم، باز هم در صورت‌های مالی نسبتاً مناسب است.



رشد ۶۰ درصدی فروش و ۱۱۰ درصدی سود خالص شرکت‌های تولیدی در فصل بهار، در کنار افزایش نرخ بهره و فاصله ارز نیمه و آزاد، چشم‌انداز بورس در نیمه دوم سال را با متغیرهای تازه‌ای مواجه کرده است.

■ عملکرد صنایع مختلف در فصل بهار چه تصویری از وضعیت سودآوری شرکت‌ها ارائه می‌دهد و کدام صنایع توانسته‌اند عملکرد بهتری نسبت به سال گذشته داشته باشند؟

اگر به بخش تولیدی نگاه کنیم، ۱۶ صنعت هستند که رشد دوبرابری سود را در فصل بهار امسال نسبت به بهار سال گذشته تجربه کرده‌اند. این صنایع شامل مس، پالایشی، دارویی، خرده‌فروشی، شوینده‌ها، تأمین سرمایه‌ها، غذایی‌ها، قطعه‌سازی، لاستیک، کشاورزی، لوازم خانگی، شیرینی، شکر، لبنیات، کانی فلزی و ماشین‌آلات الکتریکی هستند.

نکته مهم این است که از این ۱۶ صنعت، فقط هشت صنعت توانسته‌اند حاشیه سود خود را ۵۰ درصد نسبت به فصل بهار سال قبل افزایش دهند؛ یعنی هم رشد دوبرابری سود داشته‌اند و هم توانسته‌اند حاشیه سود خود را بهبود دهند. صنعت دارو، شوینده، غذایی، قطعه‌سازی، کشاورزی، لوازم خانگی، شیرینی و کانی غیرفلزی، این هشت صنعت هستند که هم رشد دوبرابری سود را داشته‌اند و هم حاشیه سود خود را ۵۰ درصد بهبود داده‌اند.

■ با توجه به عملکرد فصل بهار، چشم‌انداز شما برای شش‌ماه دوم سال چیست؟

برای اینکه بدانیم در شش‌ماه دوم چه اتفاقی خواهد افتاد، مهم است که ابتدا ببینیم در سه‌ماه تابستان چه اتفاقی می‌افتد. تا اینجا، گزارش‌های تیرماه و مردادماه نشان داده است که تقریباً ۱۰ درصد نسبت به فصل اردیبهشت و خرداد، افزایش فروش داشته‌ایم. برآورد این است که بتوانیم فصل تابستان را نیز با اعداد قابل قبول طی کنیم.

■ مهم‌ترین متغیرهایی که می‌توانند در شش‌ماه دوم سال مسیر بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار دهند، کدام‌اند؟

نکته اصلی این است که متغیر بسیار مهمی مانند نرخ بهره برای ما اهمیت دارد. میانگین نرخ بدون ریسک اوراق دولتی از ابتدای سال که ۴۰ درصد بوده، همچنان در ۴۰ درصد تثبیت شده است و نرخ

فروش و بازده اوراق دوساله و سه‌ساله نشان می‌دهد که احتمالاً با رشد چهار تا پنج درصدی در نرخ تأمین مالی مواجه خواهیم بود. برآورد می‌شود که در پایان سال، نرخ بازده بدون ریسک ۴۵ درصد باشد. به نظر می‌رسد این نرخ بسیار تعیین‌کننده است.

نکته بعدی، بحث سیاست دولت در خصوص ارز است. نرخ ارز آزاد از ۱۵۰ هزار تومان در ابتدای سال به ۲۱۰ هزار تومان در مقطع فعلی رسیده و ۴۰ درصد رشد کرده است و دلار نیمه نیز فقط ۱۴ درصد رشد کرده و از ۱۴۰ هزار تومان به محدوده ۱۶۰ هزار تومان رسیده است.

به همین دلیل، فاصله ارز نیمه و آزاد از ۱۵ درصد در ابتدای سال به ۳۲ درصد رسیده است؛ رقمی که تقریباً با میانگین یک‌ونیم سال گذشته، حدود ۳۳ درصد، نیز برابر است. یعنی میانگین فاصله نرخ ارز آزاد و نیمه به میانگین تاریخی خود رسیده است.

البته می‌دانیم که بازار، فاصله ۱۵ تا ۲۰ درصدی را نرخ مطلوب می‌بیند و به نظر می‌رسد از این به بعد، اگر نرخ نیمه همپای نرخ آزاد رشد نکند، به هر حال این فاصله افزایش خواهد یافت و شاهد یک سرکوب قیمتی خواهیم بود که سیاست شکست‌خورده‌ای هم هست. این موضوع نشان می‌دهد که به هر حال، هم نرخ بهره و هم نرخ ارز در شش‌ماه دوم بسیار تعیین‌کننده خواهند بود.

■ می‌توان انتظار داشت روندی که بازار سرمایه در شش‌ماه نخست سال تجربه کرده است، در نیمه دوم سال نیز ادامه پیدا کند یا باید منتظر تغییر شرایط بازار باشیم؟

اینکه تصور کنیم رفتار بازار در شش‌ماه اول دوباره تکرار می‌شود، به نظر بسیار خوش‌بینانه خواهد بود؛ چرا که P/E TTM بازار به عدد ۸.۱ رسیده است و معمولاً در این مقطع، بازار منتظر گزارش‌ها خواهد بود. احتمال اینکه ما تا پایان مهرماه منتظر گزارش‌ها و بررسی مسائل ژئوپلیتیک و سیاسی باشیم، بسیار زیاد است و واکنش بازار به اخبار سیاسی منفی نیز بسیار شدیدتر خواهد بود.

به همین دلیل، به نظر می‌رسد باید تا پایان مهرماه، که گزارش فصلی منتشر می‌شود، منتظر بمانیم. هم‌زمان، اخبار سیاسی و سیاست‌های دولت در خصوص نرخ ارز و به‌خصوص نرخ بهره نیز تعیین‌کننده خواهد بود.

■ آیا عوامل دیگری نیز می‌توانند بر روند بازار در نیمه دوم سال اثرگذار باشند؟

البته در کنار این موارد، شایعات مربوط به نرخ‌گذاری محصولات و مواد اولیه صنعت پالایشگاهی و همچنین نرخ انرژی نیز تعیین‌کننده خواهد بود و مشخص خواهد کرد که آیا بازار می‌تواند افزایش نرخ انرژی را در کل تحمل کند.

■ با توجه به مجموع شرایط اقتصادی، سیاسی و عملکرد شرکت‌ها، جمع‌بندی شما از چشم‌انداز بازار سرمایه در شش‌ماه دوم سال چیست؟

در کل، به نظر می‌رسد در شش‌ماه دوم انتظار بازار سرمایه متعادل‌تری را داریم و وزن اخبار سیاسی پررنگ‌تر خواهد بود.



در نتیجه، در نیمه دوم سال، بحث دلار می‌تواند به بازار سهام کمک کند، اما دولتی که دستش به جیب صنایع می‌رسد، می‌تواند اثر بسیار بدی بر بازار سهام داشته باشد.

مداخله دولت؛ تهدیدی برای سودآوری صنایع

صنایعی که دولت در آنها عملکرد کمتری دارد با دخالت‌های کمتری در آنها انجام می‌دهد، قاعده‌تاً می‌تواند وضعیت بهتری داشته باشند. سودآوری این شرکت‌ها به این بستگی دارد که دولت دخالت کمتری داشته باشد.

تورم نیز باعث می‌شود ارزش محصولات شرکت‌ها افزایش پیدا کند و رشد و سودآوری شرکت‌ها در بالاتر رفتن ارزش محصولاتشان به صورت قیمت‌های اسمی شکل بگیرد. این مسئله باعث خواهد شد این گروه‌ها افزایش بهتری پیدا کنند.

با این حال، برخی از صنایعی که حتی ارتباط مستقیمی با دولت ندارند، به دلیل دخالت دولت در قیمت‌گذاری می‌توانند با شرایط متفاوتی مواجه شوند. به نظر می‌رسد بحث محاصره دریایی نیز باعث شود دولت در حوزه نظارت بخواهد قوی‌تر عمل کند.

تشدید نظارت می‌تواند مانع افزایش قیمت‌ها شود و این عدم افزایش قیمت بر صنایع اثر بگذارد؛ حتی بر صنایعی که امروز می‌توان آنها را صنایع سودآور محسوب کرد و عملکرد فوق‌العاده‌ای داشته باشند. بنابراین، سیاست‌های دولت و تصمیمات اقتصادی باید در یک تحلیل کلان مورد بررسی قرار گیرند و نباید صرفاً به یک تحلیل خرد نگاه کرد.

ممکن است دولت واقعاً تمایلی نداشته باشد بازار سهام را با مشکلاتی مواجه کند یا باعث شود بازار سهام رشد آنچنانی نداشته باشد، اما دخالتی که دولت به خاطر مسائل نظارتی یا بحث تأمین مالی از بازار سهام، نه حتی بازار اولیه، خواهد داشت، اجتناب‌ناپذیر است.

این دخالت می‌تواند در قالب نرخ بهره، افزایش برخی نرخ‌ها که برای بازار سهام منفی است، نظارت، کنترل گری، بهره‌های مالکانه، مالیات‌هایی که شرکت‌ها باید بپردازند و مسائل مختلف دیگر خود را نشان دهد.

نقدشوندگی؛ مهم‌ترین مطالبه بازار

امروز یکی از مهم‌ترین ریسک‌هایی که می‌توان برای بازار سهام در نظر گرفت، همین مسئله است. در این شرایط، شاید مهم‌ترین مطالبه این باشد که یک دستورالعمل مشخص در رابطه با بازار سهام و جنگ‌ها و همچنین بازار سهام و تنش‌ها وجود داشته باشد تا مشخص باشد بازار سهام در چه شرایطی تعطیل می‌شود. این موضوع بسیار مهم است، زیرا در حال حاضر بازار توجه زیادی به نقدشوندگی دارد و کلیت بازارها نیز به نقدشوندگی نگاه می‌کنند. حتی بازار مسکن نیز به دلیل عدم نقدشوندگی، مقداری با ایستایی مواجه شده است.

پس از جنگ ۱۲ روزه و جنگ ۴ روزه، این نگرانی بیشتر شده است که اگر دوباره درگیری رخ دهد، آیا دارایی‌ها قفل می‌شوند یا خیر. این مسئله اهمیت بسیار زیادی دارد.

در این میان، تنها رشد صندوق‌های طلا مطرح نیست؛ رشد نرخ‌ها در درآمد ثابت، رشد بازار ارز، رشد بازار مسکن، رشد بازار خودرو، رشد طلای فیزیکی، صندوق‌های طلا و حتی پلتفرم‌های آنلاین نیز همواره خطری برای بازار سهام بوده‌اند. این یک موضوع طبیعی و در عین حال اجتناب‌ناپذیر است و می‌تواند نقدینگی‌ای را که قرار بوده به سمت بازار سهام بیاید، با مشکلاتی روبه‌رو کند.

بازار سهام در دوگانگی دلار و نرخ بهره



پیام‌الپاس کردی

کارشناس بازار سرمایه

ارزیابی چشم‌انداز نیمه دوم سال ۱۴۰۵ قدری متفاوت با نیمه اول سال است. همواره پیش‌بینی من این است که در شهریورماه ۱۴۰۵ قاعده‌تاً شاهد یک جهش باشیم؛ جهشی که همزمان با آغاز نیمه دوم سال در حال اتفاق افتادن است.

بازارهای موازی با بازار سهام نیز معمولاً در نیمه دوم سال بازدهی بهتری نسبت به نیمه اول سال دارند. تقریباً از شهریورماه و همزمان با آغاز نیمه دوم سال، روند رشد بازارها شروع می‌شود و احتمالاً تا یک ماه پایانی سال ادامه پیدا می‌کند. در بهمن‌ماه و اوایل اسفندماه نیز بازارها به نقطه‌ای می‌رسند و پس از آن تا فروردین‌ماه، مقداری موج اصلاحی در بازارها شکل می‌گیرد. در این میان، بازار سهام نیز مانند سایر دارایی‌ها و بازارهای موازی می‌تواند رشد کند.

دلار و نرخ بهره؛ دو نیروی اثرگذار بر بورس

در بررسی مهم‌ترین عوامل اقتصادی و سیاسی اثرگذار بر روند بورس، ابتدا باید به عواملی پرداخت که می‌توانند زمینه رشد بازار را فراهم کنند. به نظر می‌رسد رشد دلار در بازار آزاد در هر حال باعث رشد دلار حواله نیز خواهد شد. اکنون اختلاف میان این دو حدود ۳۳ درصد است و اگر این اختلاف به ۵۰ تا ۶۰ درصد برسد، یعنی دلار بازار آزاد رشد کند، دلار حواله یا اصطلاحاً دلار دولتی نیز رشد خواهد کرد و این موضوع باعث رشد بازار سهام خواهد شد. در کنار این موضوع، اتفاقاتی مانند تنش و درگیری و به‌خصوص شرایط دولتی که اکنون با مشکلات مالی مواجه است نیز اهمیت دارد. با توجه به مدل اقتصاد کشور که حدود ۷۰ درصد آن دولتی است، احتمالاً دولت به سمت صنایع خواهد رفت و ابتدا تعهدات مالی خود را از این محل تأمین خواهد کرد و ممکن است مقداری نرخ‌ها را نیز تغییر دهد.

این مسئله یکی از عوامل خطرناک برای بازار سهام به نظر می‌رسد. هرچقدر تورم رشد کند، نرخ ارز قاعده‌تاً رشد خواهد کرد و پایه پولی نیز با توجه به کسری موجود، احتمالاً با رشد همراه خواهد بود. در چنین شرایطی، دولت نیز اجتناب‌ناپذیر به سمت افزایش نرخ بهره خواهد رفت.

جذابیت بازار سهام از یک طرف می‌تواند با افزایش قیمت دلار حواله رشد کند و از طرف دیگر، با نرخ بهره سرکوب شود. همین حالا که بحث می‌کنیم، نرخ‌ها به‌طور میانگین به حدود ۴۰ درصد رسیده‌اند و این موضوع می‌تواند از جذابیت بازار سهام بکاهد.

مرتضی افقه اقتصاددان: سرمایه‌گذاران خرد و کلان نیاز به چشم‌انداز کوتاه‌مدت و بلندمدت مثبت دارند

جنگ، تحریم و تورم ۳ ضلع بحران در بازار سرمایه



آیا بورس تهران در نیمه دوم سال جان می‌گیرد یا کماکان در باتلاق ابهامات سیاسی دست‌وپا می‌زند؟ مرتضی افقه، اقتصاددان، پاسخ روشنی به این سؤال دارد: متغیر سیاسی امروز بر متغیر اقتصادی چیره شده و تا وقتی تکلیف جنگ و تحریم‌ها روشن نشود، بازار سهام تنها نوسانات زیگزاگی کوتاه‌مدت را تجربه خواهد کرد. او در این مصاحبه، از ناتوانی تولید در رقابت با تورم می‌گوید، صنایع غذایی و بهداشتی را تنها بازندگان واقعی این بحران معرفی می‌کند و بر این باور است که دولت فعلاً توانی برای حمایت از بازار ندارد.

این نهادها اثرگذار است، این آثار عمدتاً کوتاه‌مدت و با دامنه کم هستند.

بنابراین، در مقطع کنونی، متغیر سیاسی را باید متغیر غالب در اقتصاد کشور دانست. منظور از متغیر سیاسی نیز عمدتاً روابط ایران با آمریکا و همچنین روابط برخی کشورهای همسایه است. تا زمانی که وضعیت این روابط و تنش‌های موجود مشخص نشود، بعید است متغیرهای اقتصادی بتوانند روندی پایدار و مثبت در پیش بگیرند.

بازار سرمایه نیز از این قاعده مستثنی نیست و تا زمانی که تکلیف متغیرهای سیاسی و روابط خارجی روشن نشود، نمی‌توان انتظار داشت بورس روندی مثبت و پایدار را تجربه کند.

■ با توجه به شرایط اقتصادی کشور، رقابت بازار سرمایه با بازارهایی مانند مسکن، ارز و طلا برای جذب سرمایه و نقدینگی را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

زمانی که شرایط برای تولید مناسب نباشد و پیش‌نیازهای لازم برای فعالیت‌های تولیدی فراهم نباشد، میان بازارهای مختلف برای جذب سرمایه و نقدینگی رقابت شکل می‌گیرد. طبیعی است افرادی که صاحب سرمایه یا نقدینگی هستند، به دنبال بازاری باشند که بالاترین بازدهی را برای آنها ایجاد کند. از این منظر، میان بازار سهام و سایر

تأمین هزینه‌های دفاعی کشور نیز مستلزم اختصاص منابع قابل توجه است.

مجموع این عوامل باعث می‌شود در مقطع فعلی نتوان تصویر روشنی از رشد تولید و به تبع آن، عملکرد بازار بورس و سرمایه ارائه کرد. ممکن است در کوتاه‌مدت، بازار تحت تأثیر اظهارنظرهای مثبت یا منفی مقامات ایرانی و آمریکایی دچار نوسانات و حرکت‌های زیگزاگی شود، اما در مجموع، بر مبنای شرایط فعلی، روند بازار را نمی‌توان مثبت ارزیابی کرد.

■ مهم‌ترین عوامل اقتصادی و سیاسی که می‌توانند بر روند بورس در نیمه دوم سال تأثیر بگذارند، کدام‌اند؟

همان‌طور که در بخش نخست نیز توضیح دادم، در شرایط کنونی، متغیر اصلی و اساسی تأثیرگذار بر متغیرهای اقتصادی کشور، بیش از آنکه اقتصادی باشد، سیاسی است. در واقع، متغیرهای سیاسی و روابط خارجی در حال حاضر نقش تعیین‌کننده‌تری در اقتصاد و بازار سرمایه دارند.

در مقابل، سیاست‌گذاران اقتصادی کشور، از جمله بانک مرکزی، وزارت امور اقتصادی و دارایی و سازمان برنامه و بودجه، در شرایط فعلی بیشتر در موقعیتی منفعل قرار دارند و نقش تعیین‌کننده‌ای در جهت‌دهی به متغیرهای اقتصادی ایفا نمی‌کنند. حتی در مواردی که سیاست‌های

■ با توجه به شرایط اقتصادی و سیاسی کشور، چشم‌انداز بازار سرمایه و بورس در میان‌مدت و بلندمدت را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

در شرایط کنونی، پیش‌بینی چشم‌انداز میان‌مدت و بلندمدت اقتصاد و بازار سرمایه بسیار دشوار است. تا زمانی که تکلیف جنگ، تحریم‌ها و تنش‌های منطقه‌ای مرتبط با ایران مشخص نشود، نمی‌توان برآورد دقیقی از آینده ارائه کرد. بر اساس اطلاعات و شرایط موجود، چشم‌انداز فعلی چندان مثبت نیست.

از سوی دیگر، هم برخی کارشناسان نظامی داخلی و هم کارشناسان بین‌المللی و سیاسی، چه ایرانی و چه آمریکایی، احتمال تداوم یا تشدید تنش‌های نظامی را مطرح می‌کنند. بنابراین، مادامی که وضعیت «نه جنگ و نه صلح» بر کشور حاکم باشد و تحریم‌ها نیز ادامه داشته باشند، پیش‌بینی روندهای اقتصادی با ابهام جدی مواجه خواهد بود.

ایران طی هشت سال گذشته، به‌ویژه از زمان تشدید تحریم‌ها در سال ۱۳۹۷، با فشارهای اقتصادی قابل توجهی مواجه بوده است. در همین مدت، منابع مالی دولت به‌شدت محدود شده و پس از دو یا سه جنگ ویرانگر اخیر نیز بخش قابل توجهی از زیرساخت‌های کشور آسیب دیده است. در چنین شرایطی، دولت برای بازسازی و ترمیم این زیرساخت‌ها به منابع مالی گسترده‌ای نیاز دارد و هم‌زمان،



داشته باشند. با این حال، این اثرگذاری به‌تنهایی نمی‌تواند مسیر کلی بازار سرمایه را تغییر دهد. نقش سیاست‌گذار اقتصادی نیز در شرایط فعلی محدود است و حتی تصمیمات مؤثر، عمدتاً آثاری کوتاه‌مدت و کم‌دامنه بر بازار خواهند داشت.

■ با توجه به شرایط موجود، آیا می‌توان انتظار داشت به‌صورت مستمر نقدینگی وارد بازار سرمایه شود و چه عواملی در کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت بر این روند اثرگذار هستند؟

این موضوع را در ارتباط با کل متغیرها و شاخص‌های کلان اقتصاد بارها توضیح داده‌ام. سرمایه‌گذاران، چه سرمایه‌گذاران خرد که از طریق بازار سهام و بورس وارد سرمایه‌گذاری می‌شوند و چه سرمایه‌گذاران کلان داخلی یا خارجی، برای اینکه زمینه مشارکت پیدا کنند، باید دو چشم‌انداز کوتاه‌مدت و بلندمدت مثبت داشته باشند.

در کوتاه‌مدت، همان سه عاملی که در ابتدای این مصاحبه نیز توضیح دادم، تعیین‌کننده هستند. در کوتاه‌مدت، تا زمانی که جنگ به‌صورت کامل، نه به‌صورت آتش‌بس‌های موقت، تمام نشده باشد، اتمام جنگ، برداشتن همه تحریم‌ها، رفع موانع مراودات مالی و پولی و رفع تنش‌های منطقه‌ای، در صورت برطرف نشدن، رونقی در کل اقتصاد ایجاد نخواهد شد. ممکن است به‌صورت زیگزآگی، کم و زیادایی ایجاد شود، اما رونقی ایجاد نخواهد شد.

اما معتقدم اشکالات داخلی است و تا زمانی که تحولات عمیق ساختاری در بخش‌های غیراقتصادی، در ساختارهای سیاسی، در ساختار نگرشی و بینشی و ارزشی که منجر به یک ساختار ناکارآمد بوروکراسی و مدیریتی شده است، اصلاح نشود، تولید و اقتصاد کلاً جذبه‌ای برای سرمایه‌گذار نخواهد داشت.

این اصلاحات نیز در میان‌مدت و بلندمدت انجام می‌شوند. مگر سرمایه‌گذاران داخلی که مطمئن باشند از رانته‌های بالایی بهره‌مند می‌شوند. در غیر این صورت، سودآوری بلندمدت بسیاری از صنایع ضروری، در میان‌مدت و بلندمدت، در شرایط بی‌ثبات فعلی، بالا نخواهد بود. بنابراین، اصل قضیه در ایران همان ساختارهای ناکارآمدی است که کشور را از مسیر توسعه خارج کرده است.

که تولیدکننده کالاهای اساسی و ضروری هستند؛ کالاهایی که مردم در هر شرایط اقتصادی و حتی در دوره جنگ ناچار به تهیه آنها هستند. بنابراین، این گروه از صنایع می‌توانند همچنان مشتری داشته باشند و حتی با افزایش تقاضا و رونق نسبی مواجه شوند.

در مقابل، کالاهای لوکس و محصولاتی که در گروه نیازهای غیرضروری قرار می‌گیرند، در دوره جنگ و تشدید بی‌ثباتی اقتصادی معمولاً با کاهش تقاضا و رکود مواجه خواهند شد. به همین دلیل، صنایعی که کالاهای ضروری و مورد نیاز مردم را تولید می‌کنند، از منظر اقتصادی نیز شرایط متفاوتی دارند. این صنایع معمولاً از کشتش قیمتی و کشتش درآمدی پایین‌تری برخوردارند؛ به این معنا که حتی با افزایش قیمت یا کاهش درآمد خانوارها، تقاضا برای محصولات آنها به میزان زیادی کاهش پیدا نمی‌کند. در نتیجه، این صنایع می‌توانند در مقایسه با سایر بخش‌ها، سودآوری و ثبات بیشتری داشته باشند و زمینه مناسب‌تری برای جذب سرمایه‌گذاران فراهم کنند. البته اگر این شرکت‌ها سهم قابل توجهی از بازار سرمایه داشته باشند، عملکرد آنها می‌تواند تأثیر بیشتری بر وضعیت کلی بورس داشته باشد و جذابیت این بخش‌ها را برای سرمایه‌گذاران افزایش دهد.

■ سیاست‌ها و تصمیمات اقتصادی دولت چه نقشی در تقویت یا تضعیف بورس دارند؟

سیاست‌گذار اقتصادی، اعم از دولت یا بخش‌های غیردولتی، الان نقش فعال ندارند و نمی‌توانند داشته باشند. دولت، به اندازه کافی، بعد از آن هشت سال تحریم و این جنگ ویرانگر و هزینه‌هایی که به دولت تحمیل شده، دیگر قدرت حمایت خیلی بالایی نخواهد داشت. بنابراین، متغیر فعال همچنان متغیر سیاست خارجی است و سیاست‌گذار داخلی، در بهترین حالت، شاید بتواند وضع موجود را حفظ کند.

افزایش نرخ ارز، هرچند سیاستی بحث‌برانگیز و نادرست تلقی می‌شود، در کوتاه‌مدت می‌تواند برای برخی شرکت‌های صادرات‌محور مزیت ایجاد کند. شرکت‌هایی مانند پتروشیمی‌ها و فولادی‌ها، در صورت تداوم صادرات، از نرخ بالای ارز منتفع می‌شوند و می‌توانند همچنان برای سرمایه‌گذاران جذابیت

بازارهای دارایی، از جمله مسکن، ارز و طلا، رقابت جدی برای جذب سرمایه وجود دارد. با توجه به بی‌ثباتی شرایط اقتصادی، احتمالاً نقدینگی به سمت بازارها و دارایی‌هایی حرکت خواهد کرد که علاوه بر برخورداری از بازدهی مناسب، از نقدشوندگی بالایی نیز برخوردار باشند.

در شرایطی که نرخ تورم بالا است و سودآوری بخش تولید، که بازار سرمایه نیز به آن وابسته است، پایین‌تر از سطح مورد انتظار سرمایه‌گذاران قرار دارد، بازار سرمایه جذابیت چندانی برای جذب نقدینگی نخواهد داشت. البته ممکن است به‌صورت موقتی، برخی بنگاه‌ها و واحدهای اقتصادی که از ظرفیت سودآوری بالایی برخوردارند، بتوانند سرمایه‌گذاران را به سمت خود جذب کنند؛ به‌ویژه اگر توان ایجاد بازدهی متناسب یا بالاتر از نرخ تورم را داشته باشند.

با این حال، در شرایط فعلی و با توجه به نرخ تورم موجود، به نظر می‌رسد بخش تولید به‌طور کلی توان رقابت با این سطح از تورم را ندارد و بسیاری از تولیدکنندگان نمی‌توانند سودی بالاتر از نرخ تورم ایجاد کنند. بنابراین، سرمایه‌گذار در انتخاب میان بازارهای مختلف ممکن است بیش از آنکه صرفاً به میزان سود اسمی توجه کند، به این مسئله بیندیشد که کدام بازار یا دارایی، زیان کمتری در برابر تورم به او تحمیل می‌کند و ارزش واقعی سرمایه او را بهتر حفظ خواهد کرد.

■ در شرایط جنگ، کدام صنایع می‌توانند همچنان سودآوری و جذابیت خود را برای سرمایه‌گذاران حفظ کنند؟

در شرایط جنگ، اگرچه بسیاری از واحدهای اقتصادی با کاهش فعالیت، افت تولید یا حتی توقف مواجه می‌شوند، اما در مقابل، برخی واحدها نیز به دلیل ماهیت فعالیت خود می‌توانند فعال‌تر شوند و حتی رونق بیشتری پیدا کنند. از جمله این صنایع می‌توان به تولیدکنندگان مواد غذایی، محصولات بهداشتی و کالاهای مرتبط با سلامت اشاره کرد که محصولات آنها در چنین شرایطی همچنان مورد نیاز مردم است و تقاضای خود را حفظ می‌کند. البته در شرایط فعلی، اغلب شرکت‌ها از سودآوری بالایی برخوردار نیستند و نمی‌توان انتظار داشت که همه صنایع عملکرد مطلوبی داشته باشند. استثنا عمدتاً مربوط به شرکت‌ها و صنایعی است

مریم محبی از سناریوهای نیمه دوم ۱۴۰۵ می‌گوید

عیار بورس در نیمه دوم سال

در گفت‌وگویی با مریم محبی، کارشناس اقتصادی، چشم‌انداز بورس در نیمه دوم سال ۱۴۰۵، تأثیر ریسک‌های سیاسی و جنگ بر بازار سرمایه، مسیر احتمالی نرخ دلار، تورم و نرخ بهره و همچنین وضعیت صنایع مختلف را بررسی کردیم. محبی معتقد است «بورس در نیمه دوم سال پرهیجان و آماده واکنش به اتفاقات سیاسی در دو سطح بین‌الملل و داخلی خواهد بود».



کل تا پایان سال می‌باشد. شیب این مسیر بستگی به کاهش تنش‌های سیاسی و مرتفع شدن وضعیت نظامی و جنگی فعلی دارد. همان‌گونه که عنوان شد، لحاظ یک عدد خاص برای شاخص کل، بسیار دشوار است. لیکن وضعیت غالب با در نظر گرفتن سناریوهای محتمل می‌تواند منجر به دستیابی به اعداد ذیل به عنوان پیش‌بینی‌های احتمالی عدد شاخص کل باشد.

پیش‌بینی شاخص کل با سه سناریوی محتمل
(ارقام به میلیون واحد)

بازه زمانی	بدبینانه	محتمل	خوش‌بینانه
پایان اسفند ۱۴۰۵	۵,۳ هزار	۷ هزار	۷,۸ هزار

■ مهم‌ترین سناریوی سیاسی اثرگذار بر بورس در نیمه دوم سال چیست؟

در حال حاضر، کشور ایران همچنان در شرایط جنگی به سر می‌برد. تهدیدهای نظامی و ریسک‌های ژئوپلیتیک همچنان به عنوان وضعیت غالب لحاظ می‌شود. بنابراین آغاز دور جدید جنگ نرم یا نظامی علیه ایران یا حصول دستیابی به توافق نهایی و مرتفع شدن کامل حجم‌های جامعه جهانی علیه ایران می‌تواند دو مسیر کاملاً متفاوت برای مسیر آینده بورس ترسیم کند. هر دو مسیر ذکرشده، محتمل و غیرقابل چشم‌پوشی است.

■ اگر تنش‌های نظامی کاهش اما فشار تحریمی و اقتصادی افزایش پیدا کند، بورس چه واکنشی نشان خواهد داد؟

شیب مطلوب روند صعودی فعلی، تعدیل خواهد شد. در صورت تداوم وضعیت تحمیلی برای بیشتر از ۲ ماه، احتمال تغییر روند نیز دور از ذهن نیست. با توجه به اظهارات کشورهای متخاصم مبنی بر ادامه فشارها از مسیر دشوارتر نمودن وضعیت اقتصادی کشور، به نظر می‌رسد فشار اقتصادی و افزایش تحریم‌های بین‌الملل علیه ایران با هدف دشوارتر نمودن شرایط حاکم بر کشور ایران، می‌تواند اثری منفی بر بازار بورس داشته باشد.

■ اگر در نیمه دوم سال یک توافق سیاسی مهم رخ دهد، اولین گروه‌هایی که از آن منتفع می‌شوند کدام‌اند؟

در صورت شکل‌گیری یک توافق سیاسی مهم و کاهش محدودیت‌های بین‌المللی، به نظر می‌رسد گروه بانک و سرمایه‌گذاری، سهام صادرات‌محور و گروه نفت و پتروپالایشی،

■ اگر بخواهید در یک جمله وضعیت بورس در نیمه دوم سال ۱۴۰۵ را توصیف کنید، چه می‌گویید؟

«پرهیجان و آماده برای واکنش نشان دادن به اتفاقات سیاسی در دو سطح بین‌الملل و داخلی». بورس ایران به شدت سیاسی شده است و در برابر تمامی اتفاقات سیاسی، مثبت یا منفی واکنش می‌دهد. این بازار، هوشمندانه به این بلوغ رسیده است که انزوای سیاسی، اثر مستقیم بر عملکرد شرکت‌ها دارد و عدم دسترسی ایران به بازارهای بین‌الملل می‌تواند عامل تعیین‌کننده در خصوص نحوه ادامه فعالیت‌های عملیاتی شرکت‌ها و متعاقباً رشد درآمدها و حاشیه سود عملیاتی‌شان داشته باشد.

■ مهم‌ترین تغییری که می‌تواند مسیر بورس را در نیمه دوم سال تغییر دهد چیست؟

«تغییرات جدی در وضعیت سیاسی کشور، مشخص شدن شرایط مذاکره‌ها و اعلام نتیجه نهایی مذاکره‌های سیاسی». ساختار دولتی اقتصاد ایران که بر بازار بورس نیز حاکم است، در صورت دستیابی به بازارهای بین‌الملل، هم از منظر سهولت دسترسی به تأمین مواد اولیه و هم از منظر توانایی در یافتن بازارهای فروش بزرگ‌تر، با چالش‌های کمتری در مسیر فعالیت‌های تجاری خود مواجه خواهد شد. این امر می‌تواند نمودی مشخص و قابل اندازه‌گیری بر تراز مالی شرکت‌های بورسی و نهایتاً ارزش سهامشان داشته باشد.

■ آیا می‌توان انتظار داشت بازده بورس در نیمه دوم سال از تورم و بازارهایی مانند طلا و ارز جلو بزنند؟

«بدون مرتفع شدن ابهام‌های سیاسی و دستیابی به صلح پایدار، چنین دستاوردی دور از ذهن است». با در نظر گرفتن اهمیت شرایط سیاسی حاکم بر اقتصاد کشور، بازارهای داخلی مثل بازار بورس و بازارهای مصرفی - سرمایه‌ای مانند ملک و خودرو، وضعیتی مهم‌تر و ناپایدارتر در مقایسه با بازارهای کم‌ریسک‌تر مانند طلا یا دلار خواهند داشت.

■ پیش‌بینی شما از شاخص کل بورس در نیمه دوم سال ۱۴۰۵ چیست؟

مشخص کردن عددی دقیق برای بازاری که به شدت وابسته به عوامل نامشخص و مبهم است، بسیار سخت و حتی غیرممکن است. لیکن پیش‌بینی از وضعیت کلی سناریوها بر اساس ادامه وضعیت فعلی، بیانگر احتمال ادامه‌دار بودن رشد شاخص



کنند. اگر افزایش هزینه‌ها با افزایش متناسب درآمد همراه نباشد، رشد نرخ ارز می‌تواند حتی به یک عامل فشار بر سودآوری شرکت‌ها تبدیل شود. در چنین شرایطی، ممکن است در ظاهر ارزش ریالی فروش برخی شرکت‌ها افزایش پیدا کند، اما رشد هزینه‌ها با سرعت بیشتری اتفاق بیفتد و حاشیه سود کاهش پیدا کند. بنابراین برای تحلیل اثر نرخ ارز بر بورس، صرفاً بررسی قیمت دلار کافی نیست و باید نحوه انتقال این افزایش به صورت‌های مالی شرکت‌ها نیز مورد توجه قرار گیرد.

■ آیا باید بین شرکت‌های صادرات‌محور و شرکت‌های ریالی در نیمه دوم سال تفکیک جدی‌تری قائل شد؟

بله. بازار هدف شرکت‌های صادرات‌محور، عملاً کشورهایی غیر از ایران هستند که دستیابی به آنها برای شرکت‌ها سخت‌تر خواهد شد. به دلیل احتمال کاهش فعالیت‌های عملیاتی شرکت‌های صادرات‌محور، این تفکیک می‌تواند با اهمیت باشد. زیرا شرکت‌ها، دسترسی به بازار هدف خود را از دست خواهند داد و پیدا کردن بازار جایگزین می‌تواند سخت و هزینه‌بر باشد. البته تفاوت میان شرکت‌های صادرات‌محور و ریالی صرفاً به نرخ ارز محدود نمی‌شود. در شرایطی که محدودیت‌های سیاسی و تجاری افزایش پیدا کند، شرکت صادرات‌محور ممکن است با مشکلاتی مانند دشواری دسترسی به بازارهای هدف، افزایش هزینه حمل‌ونقل، مشکلات نقل‌وانتقال مالی و افزایش هزینه‌های مبادلاتی مواجه شود. بنابراین ممکن است حتی افزایش نرخ ارز نیز نتواند به‌طور کامل اثر کاهش احتمالی حجم صادرات یا افزایش هزینه‌های عملیاتی را جبران کند. از این منظر، در نیمه دوم سال باید وضعیت هر شرکت به‌صورت جداگانه و بر اساس ساختار درآمد، بازار هدف و هزینه‌های آن بررسی شود.

■ آیا تورم بالا می‌تواند موتور محرک بورس باشد یا افزایش نرخ بهره اثر آن را خنثی می‌کند؟

خیر. اثر مطلوب تورم روی بورس، بعد از گذشت زمان و تجدید ارزش دارایی‌ها نمایان خواهد شد. در کوتاه‌مدت، اثر تورم به دلیل اثر لحظه‌ای روی P/E کلی بازار، اثر مطلوبی خواهد بود. با این حال، تورم بالا را نمی‌توان به‌تنهایی به‌عنوان یک محرک پایدار برای بازار سهام در نظر گرفت. تورم از یک سو می‌تواند باعث افزایش ارزش اسمی دارایی‌ها و درآمد شرکت‌ها شود، اما از سوی دیگر هزینه‌های تولید، مواد اولیه، دستمزد، انرژی و تأمین مالی را نیز افزایش می‌دهد. بنابراین اثر نهایی تورم بر هر شرکت، به ساختار هزینه و توانایی آن شرکت برای انتقال افزایش هزینه‌ها به قیمت فروش بستگی خواهد داشت. به همین دلیل، در تحلیل بازار سهام باید میان رشد اسمی درآمد و رشد واقعی سودآوری تفاوت قائل شد.

■ نرخ بهره را مهم‌ترین رقیب بورس در نیمه دوم سال می‌دانید یا طلا و ارز را؟

نرخ بهره مهم‌ترین رقیب بورس در نیمه دوم سال ۱۴۰۵ است. دلیل اهمیت نرخ بهره این است که نرخ بازدهی بدون ریسک، مستقیماً بر تصمیم سرمایه‌گذار برای ورود به بازار سهام اثر می‌گذارد. هرچه نرخ‌های بدون ریسک بالاتر باشد، سرمایه‌گذار برای پذیرش ریسک بازار سهام انتظار بازده بیشتری خواهد داشت و این موضوع می‌تواند ظرفیت ارزش‌گذاری سهام را محدود کند. از سوی دیگر، نرخ بهره بالا می‌تواند بخشی از نقدینگی موجود در اقتصاد را به سمت ابزارهای درآمد ثابت هدایت کند و در نتیجه از شدت ورود نقدینگی به بازار سهام بکاهد. بنابراین حتی در شرایطی که

جزو نخستین گروه‌هایی باشند که از این اتفاق منتفع می‌شوند. گروه بانک و سرمایه‌گذاری به دلیل وابستگی بیشتر به روابط مالی و بانکی بین‌المللی، می‌تواند از کاهش محدودیت‌های نقل‌وانتقال پول، افزایش ارتباطات بانکی و تسهیل روابط مالی با خارج از کشور بهره‌مند شود. از سوی دیگر، سهام صادرات‌محور نیز در صورت بهبود شرایط تجارت خارجی، می‌تواند با کاهش هزینه‌های مبادلات، دسترسی آسان‌تر به بازارهای خارجی و تسهیل فرآیند صادرات، شرایط عملیاتی بهتری پیدا کند. در مورد گروه نفت و پتروپالایشی نیز کاهش محدودیت‌های صادراتی و بهبود دسترسی به بازارهای بین‌المللی می‌تواند اهمیت زیادی داشته باشد. افزایش امکان فروش محصولات، کاهش هزینه‌های ناشی از تحریم و تسهیل فرآیندهای تجاری می‌تواند مستقیماً بر درآمد و سودآوری این شرکت‌ها اثرگذار باشد. البته میزان اثرگذاری توافق سیاسی بر هر یک از این گروه‌ها به جزئیات توافق، نحوه کاهش تحریم‌ها، شرایط نرخ ارز و سیاست‌های اقتصادی داخلی بستگی خواهد داشت. بنابراین نمی‌توان انتظار داشت که توافق سیاسی به یک اندازه بر تمام شرکت‌های این صنایع اثر بگذارد.

■ با توجه به آثار جنگ و شرایط اقتصادی کشور، پیش‌بینی شما از نرخ دلار در نیمه دوم سال ۱۴۰۵ چیست؟

اثرات مخرب جنگ رمضان بر اقتصاد ایران غیرقابل کتمان است. همچنین بازسازی آسیب‌های وارده به برخی زیرساخت‌های کشور نیز باعث شده است تا احتمال افزایش کسری بودجه در نیمه دوم سال افزایش یابد. بر همین اساس احتمال کاهش قیمت دلار، نه به‌عنوان یک کالا، بلکه به‌عنوان یک شاخص اندازه‌گیری قدرت پول ملی بسیار دور از ذهن است و حتی خوش‌بینانه‌ترین سناریوها نیز نشان از افزایش قیمت دلار، در مقایسه با قیمت‌های امروز است. با لحاظ این موارد، اعداد احتمالی برای دلار می‌تواند اینگونه باشد:

■ خوش‌بینانه: میانگین ۲۳۰ هزار تومان

■ محتمل: میانگین ۲۴۰ هزار تومان

■ بدبینانه: محدوده ۳۰۰ هزار تومان

در واقع، در این برآورد، نرخ دلار صرفاً به‌عنوان قیمت یک دارایی یا کالای قابل معامله در نظر گرفته نمی‌شود، بلکه تغییرات آن به‌عنوان یکی از مهم‌ترین نماگرهای قدرت پول ملی و شرایط عمومی اقتصاد مورد توجه قرار می‌گیرد. افزایش کسری بودجه، هزینه‌های ناشی از بازسازی و آثار ناشی از جنگ می‌تواند فشار بیشتری بر منابع مالی دولت وارد کند و در صورت نبود منابع پایدار، این فشار در نهایت می‌تواند خود را در بازار ارز نشان دهد.

از این منظر، حتی در سناریوی خوش‌بینانه نیز انتظار کاهش معنادار نرخ دلار دشوار است و سناریوی غالب، حرکت تدریجی نرخ ارز به سمت سطوح بالاتر را نشان می‌دهد. اولین اثر افزایش قیمت دلار، بر هزینه‌های عملیاتی و عمومی شرکت‌هاست. چنانچه دولت اجازه انتقال این افزایش به نرخ فروش شرکت‌ها را ندهد، شرکت‌ها در بعد هزینه شاهد افزایش قیمت‌ها و در بعد درآمدها، شامل انجماد خواهند بود بنابراین هزینه‌های شرکت‌ها افزایش و درآمدها، ثابت خواهند ماند. عدم توازن بین درآمدها و هزینه‌ها، توجیه‌پذیری ادامه فعالیت‌ها را در بعد کلان، مبهم می‌نماید.

در چنین شرایطی، احتمال کند شدن روند صعودی فعلی، کاهش حاشیه سود شرکت‌ها و حتی احتمال شناسایی زبان توسط برخی شرکت‌ها دور از ذهن نیست. به بیان دیگر، افزایش نرخ ارز زمانی برای بازار سرمایه یک متغیر مثبت محسوب می‌شود که شرکت‌ها بتوانند اثر آن را در نرخ فروش محصولات و خدمات خود منعکس

نرخ ارز و تورم صعودی باشند، بالا ماندن نرخ بهره می‌تواند مانعی جدی در مسیر رشد بورس باشد.



در صورت شکل‌گیری یک توافق سیاسی مهم و کاهش محدودیت‌های بین‌المللی، به نظر می‌رسد گروه بانک و سرمایه‌گذاری، سهام صادرات‌محور و گروه نفت و پتروپالایشی، جزو نخستین گروه‌هایی باشند که از این اتفاق منتفع می‌شوند.

الزاماً به معنای رشد واقعی سودآوری نیست. بخشی از رشد سود حسابداری می‌تواند ناشی از افزایش عمومی سطح قیمت‌ها و کاهش ارزش پول ملی باشد. به همین دلیل، در بررسی عملکرد شرکت‌ها باید علاوه بر میزان رشد سود اسمی، به کیفیت سود، حاشیه سود و میزان رشد واقعی سودآوری نیز توجه کرد. شرکتی که بتواند در کنار رشد سود اسمی، حاشیه سود خود را حفظ یا تقویت کند، وضعیت بنیادی متفاوتی با شرکتی خواهد داشت که صرفاً به دلیل تورم با افزایش مبلغ فروش مواجه شده است.

■ اگر دولت برای کنترل تورم، سیاست پولی انقباضی را ادامه دهد، بورس چقدر آسیب می‌بیند؟

تداوم سیاست‌های انقباضی به دلیل تأثیر بر نرخ بازدهی بازارهای بدون ریسک، اثر مطلوب بر بازار بورس خواهد داشت. در چنین شرایطی، افزایش جذابیت بازارهای بدون ریسک می‌تواند موجب شود بخشی از سرمایه‌گذاران ترجیح دهند منابع خود را به جای بازار سهام در ابزارهایی قرار دهند که بازدهی مشخص‌تر و ریسک پایین‌تری دارند. از سوی دیگر، سیاست پولی انقباضی می‌تواند هزینه تأمین مالی شرکت‌ها را نیز افزایش دهد و در نتیجه فشار بیشتری بر سودآوری بنگاه‌ها وارد کند. بنابراین ادامه این سیاست، به‌ویژه در صورت تداوم نرخ‌های بالای بهره، می‌تواند یکی از عوامل محدودکننده رشد بازار سهام در نیمه دوم سال باشد.

■ کدام صنایع برنده و کدام بازنده‌اند؟

در نیمه دوم سال، وضعیت صنایع مختلف تا حد زیادی به میزان وابستگی آنها به نرخ ارز، توان انتقال افزایش هزینه‌ها به نرخ فروش، دسترسی به بازارهای خارجی و ساختار هزینه‌هایشان بستگی خواهد داشت. شرکت‌هایی که بتوانند افزایش هزینه‌ها را به قیمت فروش منتقل کنند و همزمان از رشد درآمد خود محافظت کنند، در شرایط تورمی شانس بیشتری برای حفظ سودآوری خواهند داشت. در مقابل، شرکت‌هایی که قیمت محصولاتشان تحت کنترل قرار دارد اما هزینه‌های تولید آنها افزایش می‌یابد، با فشار بیشتری بر حاشیه سود مواجه خواهند شد. از این منظر، نمی‌توان صرفاً با عنوان «دلاری» یا «ریالی» درباره آینده یک صنعت قضاوت کرد و لازم است صورت‌های مالی، ساختار درآمدی و هزینه‌ای و همچنین شرایط عملیاتی هر شرکت مورد بررسی قرار گیرد.

■ مهم‌ترین متغیر بنیادی شرکت‌ها در نیمه دوم سال چیست: فروش، نرخ ارز، حاشیه سود، هزینه انرژی یا نرخ بهره؟

هر یک از این متغیرها می‌تواند به شکل مستقیم یا غیرمستقیم بر سودآوری شرکت‌ها اثرگذار باشد. فروش، سمت درآمد شرکت را تعیین می‌کند؛ نرخ ارز بر درآمد شرکت‌های صادرات‌محور و همچنین هزینه برخی شرکت‌ها اثر دارد؛ حاشیه سود نشان می‌دهد رشد فروش تا چه اندازه به سود واقعی تبدیل شده است؛ هزینه انرژی یکی از اجزای مهم هزینه‌ای بسیاری از صنایع است و نرخ بهره نیز هزینه تأمین مالی و ارزش‌گذاری سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین در نیمه دوم سال نمی‌توان تنها یک متغیر را به‌عنوان عامل تعیین‌کننده سودآوری شرکت‌ها در نظر گرفت و باید مجموعه این عوامل در کنار یکدیگر بررسی شوند.

■ پیش‌بینی شما از سودآوری شرکت‌های بورسی در نیمه دوم سال چیست؟

افزایش سود حسابداری به دلیل کاهش قدرت پول ملی و افزایش عمومی قیمت‌ها دور از ذهن نیست. در شرایط تورمی، ممکن است درآمد و سود اسمی شرکت‌ها افزایش پیدا کند، اما این افزایش

■ آیا P/E فعلی بازار از نظر بنیادی قابل دفاع است؟

خیر. در شرایط فعلی، صرفاً پایین بودن یا قابل قبول بودن P/E نمی‌تواند به‌تنهایی مبنای مناسبی برای ارزنده دانستن بازار باشد. کیفیت سود شرکت‌ها، پایداری سودآوری، نرخ بهره، چشم‌انداز تورم، نرخ ارز و ریسک‌های سیاسی همگی در ارزیابی این نسبت اهمیت دارند. اگر سود شرکت‌ها پایدار نباشد یا رشد سود نتواند با رشد قیمت سهام همراه شود، حتی P/E پایین نیز الزاماً به معنای ارزندگی نیست. بنابراین برای ارزیابی وضعیت فعلی بازار، باید P/E را در کنار چشم‌انداز سودآوری و سایر متغیرهای بنیادی مورد بررسی قرار داد.

■ بزرگ‌ترین اشتباه دولت که می‌تواند بورس را در نیمه دوم سال با مشکل مواجه کند چیست؟

ادامه‌دار بودن رویکرد اقتصاد دستوری و مداخله‌های دولتی، حاکمیتی و نظارتی بر روند کلی بازار. تداوم این رویکرد می‌تواند پیش‌بینی‌پذیری فعالیت شرکت‌ها را کاهش دهد. زمانی که شرکت‌ها نتوانند درباره نرخ فروش محصولات، هزینه انرژی، نرخ خوراک، عوارض، مقررات صادراتی و سایر متغیرهای مؤثر بر فعالیت خود چشم‌انداز مشخصی داشته باشند، ارزیابی سودآوری آینده آنها نیز دشوارتر خواهد شد. از سوی دیگر، مداخلات مکرر می‌تواند باعث افزایش ریسک سرمایه‌گذاری شود و در نهایت سرمایه‌گذار برای ورود به بازار سهام، بازده بیشتری مطالبه کند. به همین دلیل، ثبات مقررات و کاهش نااطمینانی سیاست‌گذاری می‌تواند به اندازه حمایت‌های مستقیم مالی برای بازار سرمایه اهمیت داشته باشد.

■ دولت برای حمایت از بورس باید چه کاری انجام دهد؟

جلوگیری از مداخله‌های دولتی و حرکت به سوی اقتصاد آزاد و بازار آزاد. حمایت پایدار از بورس الزاماً به معنای تزریق منابع یا حمایت مصنوعی از قیمت سهام نیست. مهم‌ترین اقدام دولت می‌تواند ایجاد یک فضای اقتصادی قابل پیش‌بینی و کاهش مداخلات مستقیم در سازوکار بازار باشد. در شرایطی که فعالان اقتصادی بتوانند بر اساس عرضه و تقاضا، شرایط واقعی بازار و چشم‌انداز سودآوری تصمیم‌گیری کنند، اعتماد سرمایه‌گذاران نیز افزایش خواهد یافت. حرکت به سمت اقتصاد آزاد و بازار آزاد می‌تواند به شرکت‌ها اجازه دهد متناسب با تغییرات هزینه‌ها و شرایط بازار، درباره قیمت‌گذاری و فعالیت‌های عملیاتی خود تصمیم‌گیری کنند. در نهایت، دولت برای حمایت از بورس باید بیش از آنکه بر حمایت‌های مقطعی تمرکز کند، بر کاهش نااطمینانی، ثبات مقررات و جلوگیری از مداخله‌های مستقیم در روند فعالیت بازار تمرکز داشته باشد.



و می‌تواند از سودشان برداشت کند، هم جزو خطرهای و ریسک‌های احتمالی بازار هستند. تجربه نشان داده است هرچا که مارچین سود بالا رفته، دولت وارد شده و با تغییر تعرفه‌ها و نرخ‌ها، بخشی از سود این شرکت‌ها را به دلیل نامناسب بودن وضعیت اقتصادی خود دولت و کسری بودجه برداشت کرده است. این موضوع نیز می‌تواند جزو ریسک‌های آتی یک‌سری صنایع باشد

ثبات مقررات؛ مسیر اعتمادسازی در بازار

تصمیماتی که دولت می‌تواند در جهت اعتمادسازی فعالان بازار انجام دهد، بخشی از آن کنترل همین موارد و نگرانی‌هاست؛ یعنی این نگرانی‌ها کنترل و برطرف شوند. دولت بیا باید یک رویه ثابت را برای شرکت‌ها تا سه سال تعریف کند، تا دو سال تعریف کند؛ بگوید من تا دو سال با این فرمول از شرکت پول می‌گیرم، با این فرمول برای این شرکت تعرفه می‌گذارم؛ تا آن سرمایه‌گذار بداند دو سال ریسک‌هایی از جنس ریسک‌هایی که درباره آنها صحبت کردم، برای آن شرکت ایجاد نمی‌شود و این ریسک‌ها را دیگر ندارد.

ثبات سیاسی؛ نخستین دغدغه بازار سرمایه

برای نیمه دوم سال، اگر به توافق پایدار یا به یک ثبات سیاسی خارجی برسیم که این تهدیدهای نظامی و تحریمی و این موارد از بین بروند یا در همین سطح باقی بمانند، یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های بازار در شش ماه دوم سال برطرف خواهد شد. اما چنانچه، تنش‌های سیاسی یا اعمال تحریم‌ها و تداوم تحریم‌ها بخواهد اتفاق بیفتد، در آن قسمت از شرکت‌ها که گفتیم وابستگی دارند به بحث واردات، ریسک‌های بزرگی مترتب بشود و وضعیت آن شرکت‌ها می‌تواند به هم بریزد و خراب بشود. این‌ها می‌توانند ریسک‌های شش‌ماهه دوم سال باشند که تحت تأثیر شرایط سیاسی کشور است، ولی یک ریسک دیگر هم داریم؛ ریسک نرخ بهره است.

نرخ بهره؛ ریسک مهم دیگر پیش‌روی بورس

اگر بانک مرکزی تغییری در سیاست‌های نرخ بهره نخواهد بدهد و به همین وضعیت بماند، بازار تا حد زیادی نرخ‌های فعلی را پذیرفته و حذف کرده است. اما اگر دولت مجبور بشود نرخ‌های بهره را تغییر و افزایش بدهد، و این موضوع بر پی به ای فوروارد بازار اثر خودش را می‌گذارد و این هم یک ریسک می‌شود.

اما اگر دولت به هر دلیلی گشایش داشته باشد و نرخ بهره را پایین بیاورد که بخواهد تولید را محرک بکند و تحت تأثیر قرار بدهد و تحریکش کند و آن را بتواند بهتر بکند و استقبال بشود از تولید، برای بازار سرمایه شرایط خیلی بهتر از وضعیت فعلی هم حتی می‌تواند اتفاق بیفتد. پس سیاست نرخ بهره بانک مرکزی اگر به همین وضعیت باشد، بازار پذیرفته؛ اگر نرخ بهره را کاهش بدهد، آمار تولید و فروش شرکت‌ها بهتر و رونق بیشتری اتفاق خواهد افتاد که برای بورس مثبت‌تر است.

ولی اگر دولت بخواهد نرخ بهره را بالا ببرد تا نقدینگی را توی جامعه جمع بکند در بانک‌ها و فریز بکند، قطعاً روی آمار تولید و فروش شرکت‌ها اثر منفی می‌گذارد و این برای بازار سرمایه می‌تواند یک تهدید و ریسک باشد.

در جمع‌بندی می‌توان گفت چشم‌انداز بورس در نیمه دوم سال به دو متغیر اصلی، یعنی ثبات سیاسی و سیاست نرخ بهره، وابسته است. توافق پایدار و کاهش تهدیدهای نظامی و تحریمی می‌تواند بخشی از ریسک‌های بازار را کاهش دهد و به بهبود عملکرد شرکت‌ها کمک کند.

در مقابل، تداوم تحریم‌ها، به‌ویژه برای شرکت‌های وابسته به واردات، ریسک قابل‌توجهی ایجاد خواهد کرد. از سوی دیگر، ثبات نرخ بهره تا حد زیادی در بازار پذیرفته شده، اما افزایش آن می‌تواند نقدینگی را از بورس خارج کند و بر تولید و فروش شرکت‌ها اثر منفی بگذارد. کاهش نرخ بهره نیز می‌تواند محرک رونق تولید و بازار سرمایه باشد.

ریسک‌ها کدامند و فرصت‌ها کجاست؟



هومن عمیدی

کارشناس بازار سرمایه

به نظر می‌رسد برای نیمه دوم سال ۱۴۰۵ هم تداوم رویه سال ۱۴۰۴ را به خاطر بحث انتظارات تورمی، تغییر نرخ ارز و بهبود وضعیت تولید و فروش شرکت‌ها شاهد باشیم؛ موضوعی که در گزارشاتی که شرکت‌ها به‌صورت ماهانه ارسال می‌کنند، می‌توانیم آن را ببینیم. اکثر مجموعه‌ها با افزایش نرخ حتی در شش ماه دوم روبه‌رو خواهند شد. ورود نقدینگی شارپ به بازار سرمایه که در مقایسه با سایر بازارهای موازی پایین‌ترین ارزش را داشت، باعث شده که بازار سرمایه مقداری مورد توجه قرار بگیرد. یکی از مسیرهای ضدتورمی پیشنهادی به دولت هم حمایت از بازار سرمایه است که امیدوار هستیم دولت بتواند این مسیر را دنبال کند.

ریسک‌های سیاسی؛ مهم‌ترین نگرانی بازار

بزرگ‌ترین ریسکی که می‌توانیم برآورد کنیم، ریسک‌های سیاسی داخلی و خارجی هستند. این ریسک‌ها پیش از این یک‌بار در بازار لحاظ شده‌اند، اما امروز بازار از شدت اثرگذاری آنها کاسته است؛ چراکه اثر جنگ را پیش از این دیده و این اثر دیگر تازگی و شدت گذشته را ندارد. با این حال، اثر تحریم‌ها و محاصره دریایی می‌تواند یک اثر جدید باشد که در آمار و عملکرد برخی شرکت‌ها مشکلاتی ایجاد کند.

شرکت‌هایی که مواد اولیه خود را از خارج تأمین می‌کنند، می‌توانند با چالش مواجه شوند؛ اما شرکت‌هایی که در تأمین مواد اولیه داخلی مشکلی ندارند، مواد اولیه خود را بدون وابستگی به واردات تهیه می‌کنند و مستقل از بحث واردات هستند، می‌توانند ریسک‌های کمتری داشته باشند و بیشتر مورد توجه بازار قرار بگیرند. در نتیجه، شرکت‌هایی که تا حدود زیادی وابستگی‌شان به داخل است و وابستگی قابل‌توجهی به خارج ندارند، می‌توانند از وضعیت بهتری برخوردار باشند.

در بحث فروش نیز همین موضوع مطرح است. شرکت‌هایی که بیشتر صادرات‌محور بوده‌اند، شاید نتوانند به همان میزان گذشته فروش داشته باشند، اما شرکت‌هایی که داخلی‌فروش هستند و می‌توانند محصولات خود را بهتر و بدون مشکل به فروش برسانند، می‌توانند از مزیت نسبی بهتری برخوردار باشند.

این عوامل می‌تواند بر ریسک و بازده شرکت‌ها اثرگذار باشند و برای سرمایه‌گذاران، پارامترهای مهمی در انتخاب صنعت و شرکت محسوب می‌شوند. بنابراین، این معیارها، معیارهای مهمی هستند که می‌تواند ریسک و بازده را به‌طور کامل مورد بررسی قرار دهند و بهترین گزینه‌ها را برای ما انتخاب کنند.

کسری بودجه و ریسک مداخله دولت

مهم‌ترین چالش شرکت‌های بورسی در نیمه دوم سال می‌تواند یکی همین موضوع باشد. دوم، بحث کسری احتمالی بودجه دولت است که دیگر به بحث‌های بودجه عمرانی این‌ها نخواهد رسید و احتمالاً شرکت‌هایی که پیمانکارهای بزرگ دولت هستند، در گرفتن کار از دولت و تسویه مالی با دولت دچار مشکلات بزرگی بشوند. از طرف دیگر، شرکت‌هایی که دولت بر آنها حاکمیت و مدیریت دارد

صعود تاریخی قیمت طلا در سال ۲۰۲۵ و عبور آن از مرز ۴۵۰۰ دلار، فراتر از یک نوسان فصلی یا اوج‌گیری چرخه‌ای بود. این جهش قیمتی در واقع نشان‌دهنده تغییر سطح پایه در ارزش‌گذاری این فلز گرانبهاست. طلا در سال ۲۰۲۶ نیز مسیر پرنوسانی را پشت سر گذاشت؛ قیمت آن در ابتدای سال از ۵۳۰۰ دلار عبور کرد و پس از یک اصلاح قابل توجه، در مردادماه بار دیگر به محدوده ۴۶۰۰ تا ۴۷۰۰ دلار بازگشت.

به تعبیر تحلیلگران جی‌پی مورگان، این رالی قدرتمند نه یک حباب سوداگرانه، بلکه پاسخی منطقی به تحولات ساختاری در اقتصاد جهانی است. طلا بار دیگر به عنوان لنگر ثبات در یک سیستم مالی در حال گذار، بازتعریف شده است.

معماری نوین ذخایر جهانی

تغییر راهبردی در مدیریت ذخایر بانک‌های مرکزی، یکی از قدرتمندترین نیروهای محرک بازار طلا در سال‌های اخیر بوده است. انجماد ذخایر ارزی روسیه در سال ۲۰۲۲، هشداری جدی برای اقتصادهای جهان بود و پتانسیل سلاح‌سازی از دلار را آشکار کرد.

طبق داده‌های صندوق بین‌المللی پول، سهم دلار در ذخایر رسمی جهان طی سال‌های اخیر روند نزولی داشته است. در مقابل، طلا با پیشی گرفتن از یورو، جایگاه خود را به عنوان یکی از مهم‌ترین دارایی‌های ذخیره‌ای جهان تثبیت کرده است.

با این حال، یک عدد مهم در این بخش نیاز به اصلاح دارد. خرید خالص بانک‌های مرکزی در سال ۲۰۲۵، برخلاف سه سال قبل که از مرز ۱۰۰۰ تن عبور کرده بود، به ۸۶۳ تن رسید. این رقم اگرچه پایین‌تر از رکورد سال‌های ۲۰۲۲ تا ۲۰۲۴ است، همچنان به‌طور محسوسی بالاتر از میانگین سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۱ قرار دارد.

روند خرید در سال ۲۰۲۶ نیز ادامه یافته است. بانک‌های مرکزی در سه‌ماهه نخست سال حدود ۲۴۴ تن طلا خریدند و این رقم در سه‌ماهه دوم به حدود ۲۸۹ تن رسید؛ یعنی خرید در فصل دوم نسبت به فصل نخست شتاب قابل توجهی گرفت.

این حجم از تقاضا نشان‌دهنده تداوم نقش طلا به عنوان یک رکن استراتژیک در مدیریت ذخایر رسمی است.

ترک در بنیان پول‌های کاغذی

بحران ساختاری در پایداری بدهی‌های ایالات متحده، اعتماد به ارزهای بدون پشتوانه را کمتر کرده است. آغاز کاهش نرخ بهره توسط فدرال رزرو در سپتامبر ۲۰۲۴، هزینه فرصت نگهداری طلا را کاهش داد و جذابیت این دارایی بدون بازده را دوچندان کرد.

مسیر مالی آمریکا همچنان با کسری بودجه، بدهی فزاینده و رشد هزینه‌های بهره با چالش جدی مواجه است. بدهی ملی آمریکا در مرداد ۱۴۰۵ برای نخستین بار از ۴۰ تریلیون دلار عبور کرد و هزینه بهره بدهی به یکی از بزرگ‌ترین اقلام هزینه‌ای دولت تبدیل شده است. این وضعیت، بحث درباره پایداری مالی آمریکا و آینده دلار را به یکی از عوامل ساختاری مؤثر بر بازار طلا تبدیل کرده است.

جهان در تلاطم

طلا ذاتاً «کالای بحران» است. در عصری که با رقابت‌های ژئوپلیتیکی و چندپارگی تجاری تعریف می‌شود، ارزش طلا به عنوان یک دارایی بی‌طرف و غیرهمسو که خارج از سیستم مالی سنتی قرار دارد، به اوج خود رسیده است. این چندپارگی ژئوپلیتیکی، فرسایش نظام مالی دلارمبنی را تسریع کرده و کشورهایی که خارج از بلوک غرب قرار دارند، را وادار می‌کند تا به دنبال دارایی‌های خنثی و غیرقابل تحریمی مانند طلا به عنوان یک ذخیره ارزش ضروری باشند.

بازگشت پادشاه

طلا در آستانه عصری نوین؛
لنگر ثبات در دنیای چندپاره



بهزاد رنجبر
سردبیر

“

در سیستم مالی چندقطبی آینده،
طلا دیگر تنها یک کالای زینتی
نیست؛ بلکه معیاری برای سنجش
میزان بی‌اعتمادی به سیستم
ارزهای فیات است.



آغاز دوباره عصر طلا

چرا طلا می‌تازد و آیا جهان در آستانه بازگشت به استاندارد طلاست؟

گروه گزارش: در حالی که بازارهای جهانی با موجی از نااطمینانی سیاسی و مالی دست‌وپنجه نرم می‌کنند، قیمت طلا در چند ماه گذشته در حال رشد است. بهای هر اونس طلا در سپتامبر ۲۰۲۵ از مرز ۴۶۰۰ دلار عبور کرد و تحلیلگران مؤسسات بزرگ مالی از جمله جی.پی. مورگان، بانک آو آمریکا و یو.بی. اس پیش‌بینی می‌کنند که این روند صعودی می‌تواند در افق ۲۰۲۶ تا ۲۰۲۷ به ۵۰۰۰ دلار نیز برسد. اما پشت این رشد چشمگیر چه منطق اقتصادی نهفته است؟ آیا صرفاً واکنشی به سیاست‌های پولی فدرال رزرو است یا نشانه‌ای از بازگشت به دورانی است که طلا پشته‌پول‌های ملی (استاندارد طلا) در جهان بود؟

موتور اصلی رشد:

بانک‌های مرکزی در نقش سکوی پرتاب

در قلب این رالی تاریخی، تحولی ساختاری نهفته است. و این تحول ساختار چیزی جز انباشت بی‌سابقه طلا توسط بانک‌های مرکزی جهان نیست.

از سال ۲۰۲۲ تاکنون، بانک‌های مرکزی هر سال بیش از ۱۰۰۰ تن طلا خریداری کرده‌اند. رقمی که بیش از دو برابر میانگین دهه قبل است. این انباشت به‌ویژه از سوی اقتصادهای نوظهور مانند چین، ترکیه، لهستان و قزاقستان انجام گرفته و بخشی از استراتژی گسترده‌تر «دلارزدایی» است. این دلار زدایی مبتنی بر کاهش وابستگی به دارایی‌های دلاری و ایجاد ذخایر مقاوم در برابر تحریم‌ها و بحران‌های مالی غرب‌محور است. این روند، کف قیمتی جدیدی برای طلا ایجاد کرده است. زیرا برخلاف سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت، بانک‌های مرکزی نسبت به قیمت حساس نیستند و هدف آنها موقعیت‌گیری بلندمدت است. در نتیجه، خریدهای مستمر آنها مانع از سقوط قیمت و تثبیت سطح حمایتی جدیدی برای این فلز گرانبها می‌شود.

جنگ اوکراین، تنش‌های خاورمیانه، رقابت‌های فزاینده آمریکا و چین و بازگشت سیاست‌های حمایت‌گرایانه، همگی یک حق امتیاز ریسک پایدار را در قیمت طلا نهادینه کرده‌اند. پژوهش‌های بانک مرکزی اروپا نیز نشان می‌دهد کشورهای که از نظر ژئوپلیتیکی به چین و روسیه نزدیک‌تر هستند، از اواخر ۲۰۲۱ سهم طلا را در ذخایر رسمی خود با شتاب بیشتری افزایش داده‌اند.

این روند تنها محدود به دولت‌ها نیست؛ سرمایه‌گذاران خصوصی نیز، در مواجهه با این سطح از عدم قطعیت، همان مسیر را دنبال می‌کنند.

بازگشت جریان نقدینگی

پس از یک دوره خروج سرمایه، شاهد بازگشت همزمان سرمایه‌گذاران نهادی و خرد به بازار طلا هستیم. شواهد واقعی بازار در سال ۲۰۲۵ این روند را تأیید می‌کند: موجودی صندوق‌های قابل معامله با پشته‌پول ۸۰۱ تن افزایش یافت که دومین رشد سالانه قدرتمند ثبت‌شده برای این بازار بود. در همین سال، خرید شمش و سکه نیز به بالاترین سطح ۱۲ سال گذشته رسید.

این موج فزاینده تقاضا از سوی بازیگران دولتی و خصوصی، با محدودیت‌های ساختاری فزاینده در سمت عرضه تلاقی می‌کند و یک ناترازی بنیادین ایجاد می‌کند که چشم‌انداز قیمت‌گذاری در سال‌های آینده را تحت تأثیر قرار خواهد داد.

چشم‌انداز آینده

امروز دیگر نمی‌توان یک سطح قیمتی مشخص را به عنوان «کف قطعی» برای طلا معرفی کرد. بازار در سال ۲۰۲۶ نشان داده است که می‌تواند همزمان با ثبت رکوردهای جدید، اصلاح‌های سنگین نیز تجربه کند. قیمت طلا در ژانویه به بالای ۵۳۰۰ دلار رسید، سپس در مقطعی تا محدوده ۴۰۰۰ دلار عقب نشست و در مردادماه دوباره به بالای ۴۶۰۰ دلار بازگشت.

با این حال، اجماع بخش قابل توجهی از مؤسسات مالی همچنان بر تداوم حمایت عوامل ساختاری از طلا استوار است. جی‌پی مورگان در مقطعی از سال ۲۰۲۶ هدف ۶۳۰۰ دلار برای پایان سال را مطرح کرده بود، در حالی که در ادامه، برآوردهای کوتاه‌مدت خود را کاهش داد. گلدمن ساکس نیز در تابستان هدف پایان سال خود را به ۴۹۰۰ دلار کاهش داد. این اختلاف پیش‌بینی‌ها نشان می‌دهد که مسیر طلا صعودی بالقوه، اما به‌شدت وابسته به نرخ بهره، دلار و شرایط ژئوپلیتیک است.

این تحلیلگران همچنین مدلی را ارائه داده‌اند که بر اساس آن، هر ۱۰۰ تن تقاضای خالص فصلی بالاتر از سطح ۳۵۰ تن، به افزایش ۲ درصدی قیمت منجر می‌شود. پیش‌بینی آنها برای سال ۲۰۲۶، میانگین تقاضای فصلی ۵۸۵ تن است که نشان از تداوم فشار صعودی بر قیمت‌ها دارد. البته این مسیر بدون چالش نیست. سیاست‌های انقباضی غیرمنتظره از سوی فدرال رزرو، تحقق سناریوی فرود نرم برای اقتصاد جهانی و یا حل ناگهانی تنش‌های بزرگ ژئوپلیتیکی می‌توانند منجر به سودگیری معامله‌گران و اصلاح موقت قیمت طلا شوند.

در چنین شرایطی می‌توان گفت صعود طلا لزوماً یک حباب نیست، بلکه می‌تواند نشانه قیمت‌گذاری مجدد این فلز در واکنش به تغییرات ساختاری در نظم مالی جهانی باشد.

در سیستم مالی چندقطبی آینده، طلا دیگر تنها یک کالای زینتی نیست؛ بلکه معیاری برای سنجش میزان بی‌اعتمادی به سیستم ارزی فیات است. در دهه آینده، طلا نه تنها به عنوان یک دارایی، بلکه به عنوان یک استراتژی بقا در سبد دارایی‌های جهانی عمل خواهد کرد.

ورود دوباره سرمایه‌گذاران نهادی: طلا از حاشیه به هسته پرتفوی

در گام دوم، جریان سرمایه‌گذاری از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله (ETF) با پشتوانه طلا دوباره جان گرفته است.

در سه‌ماهه سوم ۲۰۲۵، ورودی خالص به ای تی اف‌های طلا ۱۳۴ درصد رشد فصلی داشت و صندوق‌های آمریکایی ۱۳۷ تن طلا جذب کردند. این جریان سرمایه‌گذاران می‌دهد که نگاه وال‌استریت به طلا تغییر کرده است.

طلا دیگر صرفاً «پناهگاهی در بحران» نیست، بلکه به یک دارایی هسته‌ای (Core Allocation) در سبد‌های سرمایه‌گذاری تبدیل شده است.

در حال حاضر، میانگین تخصیص طلا در پرتفوی سرمایه‌گذاران نهادی کمتر از ۵ درصد است. افزایش تدریجی این سهم به ۷ یا ۱۰ درصد، با توجه به حجم عظیم دارایی‌های تحت مدیریت مؤسسات مالی، می‌تواند به‌تنهایی موجی از تقاضای تازه ایجاد کند و قیمت‌ها را به مدارهای بالاتری بفرستد.

سیاست‌های پولی انبساطی و کاهش بازده: سوخت باکیفیت موشک طلا

طلا دارایی بدون بازده است؛ بنابراین هنگامی که نرخ بهره واقعی کاهش می‌یابد، نگهداری آن جذاب‌تر می‌شود. با کاهش بازده واقعی اوراق خزانه‌داری آمریکا (به‌ویژه اوراق محافظت‌شده در برابر تورم یا TIPS) و افزایش احتمال کاهش نرخ بهره از سوی فدرال رزرو در فصول بعدی، هزینه فرصت نگهداری طلا به‌طور محسوسی کاهش یافته است.

هم‌زمان، تضعیف ارزش دلار به‌دلیل سیاست‌های تسهیل پولی، خرید طلا را برای خریداران غیرآمریکایی ارزان‌تر کرده و به رشد تقاضای جهانی دامن زده است. در مجموع، کاهش نرخ بهره واقعی و افت دلار، همان سوخت پرانرژی است که موتور طلایی بانک‌های مرکزی و صندوق‌های ای تی اف را به حرکت درآورده است.

جهان در تلاطم: نقش عوامل ژئوپلیتیک در «حق بیمه طلا»

اگر موتورهای پولی و مالی، رشد طلا را توضیح می‌دهند، عامل ژئوپلیتیک نقشی احساسی و ساختاری در آن دارد. از جنگ روسیه و اوکراین گرفته تا تنش‌های خاورمیانه و رقابت فزاینده

آمریکا و چین، همه این رخدادها موجب افزایش «حق بیمه ریسک» در بازارهای مالی شده‌اند.

پس از توقیف ذخایر ارزی روسیه در سال ۲۰۲۲، بسیاری از بانک‌های مرکزی به‌ویژه در آسیا به این نتیجه رسیدند که تنها ذخیره‌ای که «قابل تحریم» نیست، طلاست. بنابراین، خریدهای اخیر نه فقط مالی، بلکه سیاسی و اقدامی برای استقلال پولی در جهانی چندقطبی هستند.

در کنار این تحولات، بدهی‌های دولتی بی‌سابقه در آمریکا (نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی بیش از ۱۲۳ درصد) و ژاپن (۲۶۰ درصد) باعث تضعیف اعتماد به ارزهای فیات و افزایش جذابیت دارایی‌های سخت مانند طلا شده است.

به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران جهانی به این نتیجه رسیده‌اند که پول کاغذی دیگر به‌تنهایی نمی‌تواند معیار اعتماد باشد.

محدودیت عرضه:

گلوگاه صنعت استخراج

برخلاف تصور عمومی، رشد قیمت طلا الزاماً به تولید بیشتر منجر نمی‌شود. کاهش عیار سنگ، افزایش هزینه‌های انرژی و محدودیت‌های زیست‌محیطی باعث شده است که عرضه جهانی طلا کُشش‌پذیری بسیار پایینی داشته باشد. توسعه یک معدن جدید ممکن است ۷ تا ۱۰ سال زمان برد، در حالی که تقاضا در حال جهش است. این شکاف میان عرضه و تقاضا، همان نیروی فشاری است که هر موج سرمایه‌گذاری را به افزایش سریع قیمت ترجمه می‌کند.

آینده آشوب‌زده جهان:

سرمایه‌گذاران به طلا پناه برده‌اند

بسیاری از تحلیلگران بر این باورند که رشد کنونی طلا بازتاب نگرانی عمیق‌تر از نظم جهانی آینده است.

پیش‌بینی‌ها از افزایش نوسانات سیاسی، تشدید درگیری‌های منطقه‌ای و بحران‌های مالی احتمالی باعث شده است سرمایه‌گذاران جهانی خود را برای «آینده‌ای پرتنش و پرریسک» آماده کنند. در چنین شرایطی، طلا نه‌تنها به عنوان بیمه‌نامه‌ای در برابر بحران مالی، بلکه به عنوان نماینده ثبات در جهانی متزلزل عمل می‌کند. به تعبیر برخی کارشناسان، ما در حال ورود به عصری هستیم که در آن اعتماد به دولت‌ها و ارزشیانشان کاهش یافته و دارایی‌های فیزیکی با ارزش ذاتی

دوباره به مرکز سیستم مالی بازمی‌گردند. این می‌تواند آغاز دوباره عصر طلا باشد.

ریسک‌های پیش‌رو: اگر فدرال رزرو غافلگیر کند

با وجود این خوش‌بینی ساختاری، مسیر طلا بدون ریسک نیست.

۳ ریسک اصلی عبارتند از:

۱. **چرخش نهجی فدرال رزرو:** اگر به‌دلیل پایداری تورم، نرخ‌های بهره واقعی افزایش یابد، طلا با فشار نزولی روبه‌رو می‌شود.

۲. **قدرت‌گیری غیرمنتظره دلار:** بازگشت رشد قوی اقتصادی در آمریکا می‌تواند جذابیت دارایی‌های پرریسک را افزایش دهد.

۳. **تخریب تقاضا در قیمت‌های بالا:** در صورت عبور از مرز روانی ۵۰۰۰ دلار، احتمال اصلاح‌های موقتی یا خروج سرمایه‌های سفته‌بازانه وجود دارد.

با این حال، حتی در سناریوی بدبینانه، مؤسساتی مانند استیت استریت Street معتقدند قیمت طلا احتمالاً بالای ۴۷۰۰ دلار باقی می‌ماند، زیرا تقاضای ساختاری بانک‌های مرکزی از سقوط جلوگیری می‌کند.

جمع‌بندی: همگرایی بی‌سابقه سه نیرو

به‌طور خلاصه، صعود طلا حاصل هم‌افزایی سه نیروی کلیدی است:

۱. تقاضای پایدار و بلندمدت بانک‌های مرکزی (کف قیمتی جدید)
۲. بازگشت سرمایه‌گذاران نهادی و ای تی اف‌ها (شتاب چرخه‌ای)
۳. کاهش بازده واقعی و ضعف دلار (سوخت پولی)

در کنار این‌ها، ریسک‌های ژئوپلیتیک و بحران اعتماد به ارزهای فیات به عنوان عوامل ساختاری، طلا را از «پناهگاه بحران» به «ستون استراتژیک ثروت جهانی» تبدیل کرده‌اند.

به نظر می‌رسد، اگر روندهای فعلی تداوم یابند، آستانه ۶۰۰۰ دلار نه یک رؤیا، بلکه نتیجه‌ی منطقی بازتنظیم نظم پولی جهانی خواهد بود.

منابع:

صندوق بین‌المللی پول
 بانک جهانی و WGC
 جی پی مورگان
 بانک آو آمریکا
 یو اس بی گروپ
 استیت استریت



رسمی در سه‌ماهه دوم ۲۰۲۶ حدود ۲۸۹ تن طلا خریداری کردند؛ رقمی که نسبت به سه‌ماهه نخست، جهش قابل توجهی نشان می‌دهد و بالاترین میزان خرید در یک فصل دوم بوده است.

با وجود کاهش خرید در سه‌ماهه نخست، مجموع خرید خالص بانک‌های مرکزی در نیمه نخست سال به ۳۴۵ تن رسید. لهستان با ۸۲ تن خرید در نیمه نخست سال بزرگ‌ترین خریدار بود و پس از آن ازبکستان با ۴۱ تن، چین با ۴۰ تن و قزاقستان با ۲۷ تن قرار گرفتند.

اهمیت این ارقام فقط در حجم خرید نیست. نتایج آخرین نظرسنجی شورای جهانی طلا نشان می‌دهد ۸۹ درصد بانک‌های مرکزی انتظار دارند ذخایر طلای بانک‌های مرکزی جهان طی ۱۲ ماه آینده افزایش یابد و ۴۵ درصد نیز گفته‌اند که قصد دارند ذخایر طلای خود را افزایش دهند. این آمار نشان می‌دهد تغییر رفتار بانک‌های مرکزی بیش از آنکه یک واکنش کوتاه‌مدت به قیمت باشد، بخشی از روند تنوع‌بخشی ذخایر ارزی است.

ایبی‌تی‌اف‌ها، حلقه مفقوده رالی جدید

در نیمه نخست سال، رفتار سرمایه‌گذاران خصوصی و صندوق‌های قابل معامله با رفتار بانک‌های مرکزی یکسان نبود. بر اساس گزارش شورای جهانی طلا، سرمایه‌گذاری خارج از بازار OTC در سه‌ماهه دوم کاهش یافت و ایبی‌تی‌اف‌های طلا در این دوره حدود ۴۵ تن خروج سرمایه ثبت کردند. با این حال، مجموع دارایی ایبی‌تی‌اف‌های طلا در نیمه نخست سال همچنان حدود ۱۸ تن افزایش داشت. در همین دوره، خرید شمش و سکه با ۳۰۷ تن تقریباً در سطح سه‌ماهه دوم سال قبل باقی ماند.

چشم‌انداز طلائی

پیش‌بینی مؤسسات مالی جهان از آینده طلا در ۲۰۲۶ و ۲۰۲۷

گروه گزارش: بازار جهانی طلا در فاصله

چند ماه، دو چهره متفاوت از خود نشان داده است؛ فلز زرد در ابتدای سال ۲۰۲۶ رکوردهای تاریخی جدیدی ثبت کرد، سپس با افزایش نرخ‌های بهره واقعی، تقویت مقطعی دلار و کاهش تقاضای سرمایه‌گذاری وارد یک دوره اصلاح شد و در تابستان بار دیگر به مدار صعود بازگشت.

در ۲۴ اوت ۲۰۲۶، قیمت نقدی طلا به حدود ۴۶۴۴ دلار در هر اونس رسید و به بالاترین سطح بیش از سه ماه گذشته صعود کرد. طلا در هفته پیش از آن نیز بیش از ۵ درصد رشد کرده بود. کاهش ارزش دلار، نگرانی درباره وضعیت مالی دولت آمریکا، تحولات ژئوپلیتیک و افزایش حساسیت بازار نسبت به مسیر سیاست پولی فدرال رزرو از مهم‌ترین عوامل موج جدید صعودی بوده‌اند.

اما پرسش مهم برای سرمایه‌گذاران این است که آیا این موج می‌تواند طلا را دوباره به بالای ۵ هزار دلار برساند؟ بررسی آخرین برآوردهای بانک‌های بزرگ نشان می‌دهد پاسخ بسیاری از مؤسسات همچنان مثبت است؛ با این تفاوت که دیگر نمی‌توان از یک «اجماع مطلق» سخن گفت. بخشی از مؤسسات، هدف‌های ۴۵۰۰ تا ۵۰۰۰ دلاری را مطرح کرده‌اند و برخی دیگر سناریوهای بسیار صعودی‌تری برای سال ۲۰۲۶ و ۲۰۲۷ دارند.

جی‌پی مورگان در آخرین چشم‌انداز رسمی خود، میانگین قیمت طلا در سال ۲۰۲۶ را حدود ۴۷۵۳ دلار برآورد کرده و انتظار دارد قیمت در سه‌ماهه چهارم سال به ۵۰۰۰ دلار در هر اونس برسد. این بانک همچنان بر نقش خرید بانک‌های مرکزی، تقاضای سرمایه‌گذاران و نگرانی درباره پایداری مالی آمریکا تأکید دارد.

یو‌بی‌اس نیز در تازه‌ترین برآورد خود که در اوت منتشر شده، هدف ۵۰۰۰ دلار برای نیمه نخست ۲۰۲۷ را مطرح کرده است. این بانک پیش‌تر نیز تأکید کرده بود که تقاضای بانک‌های مرکزی می‌تواند سالانه در محدوده ۷۵۰ تا ۱۰۰۰ تن باقی بماند. در سوی دیگر، سیتی‌گروپ همچنان سناریوی رسیدن طلا به ۵۰۰۰ دلار در اقیانوس ۶ تا ۱۲ ماهه را دنبال می‌کند، هرچند در کوتاه‌مدت نسبت به رشد سریع قیمت محتاط است. سیتی‌گروپ معتقد است کاهش نرخ‌های کوتاه‌مدت آمریکا و بهبود جریان سرمایه به صندوق‌های طلا می‌تواند زمینه را برای مرحله بعدی رشد فراهم کند.

بانک‌های مرکزی؛ ستون اصلی بازار طلا

اگر یک متغیر در میان تمام تحلیل‌های جدید بیش از سایر عوامل برجسته باشد، آن تقاضای بانک‌های مرکزی است. بر اساس تازه‌ترین گزارش شورای جهانی طلا، بانک‌های مرکزی و سایر مؤسسات

پیش‌بینی مؤسسات جهانی در یک نگاه

مؤسسه مالی	چشم‌انداز ۲۰۲۶	چشم‌انداز ۲۰۲۷	محرک اصلی
جی‌پی مورگان	میانگین حدود ۴۷۵۳ دلار؛ هدف ۵۰۰۰ دلار در سه‌ماهه چهارم	صعود بیشتر در صورت تداوم تقاضای سرمایه‌گذاری	خرید بانک‌های مرکزی، تقاضای سرمایه‌گذاری و ریسک‌های مالی
بانک آو آمریکا	هدف ۵۰۰۰ دلار	چشم‌انداز صعودی	تنوع‌بخشی ذخایر، تقاضای سرمایه‌گذاری و سیاست پولی
یو‌بی‌اس	در مسیر ۴۶۰۰ دلار در پایان ۲۰۲۶	حدود ۵۰۰۰ دلار در نیمه نخست ۲۰۲۷	خرید بانک‌های مرکزی، ضعف دلار و نگرانی‌های مالی
سیتی‌گروپ	حدود ۴۵۰۰ دلار در اقیانوس کوتاه‌مدت؛ ۵۰۰۰ دلار در اقیانوس ۶ تا ۱۲ ماه	حدود ۵۰۰۰ دلار و بالاتر در سناریوهای صعودی	تنوع‌بخشی، کاهش نرخ‌های کوتاه‌مدت و تقاضای صندوق‌های سرمایه‌گذاری
کامرتس‌بانک	حدود ۵۰۰۰ دلار در پایان سال	حدود ۵۲۰۰ دلار	ادامه روند صعودی و تقاضای سرمایه‌گذاری
گلدمن ساکس	سناریوهای صعودی همچنان معتبر	وابسته به تداوم خرید بانک‌های مرکزی و ETFها	خرید ساختاری بانک‌های مرکزی و بازگشت سرمایه‌گذاران



سمت ۵۰۰۰ دلار لزوماً یک مسیر مستقیم و بدون اصلاح نخواهد بود.

جمع بندی

تصویر بازار طلا در تابستان ۱۴۰۵ نسبت به چند ماه قبل پیچیده تر شده است. قیمت از رکوردهای ابتدای سال فاصله گرفته، اما بنیادهای بلندمدت بازار همچنان قدرتمندند.

بانکهای مرکزی همچنان خریدارند، عرضه واکنش محدودی به قیمت نشان می دهد و در صورت بازگشت سرمایه گذاران به ایی تی افها موتور تقاضای طلا می تواند دوباره شتاب بگیرد.

بنابراین، مهم ترین تغییر در چشم انداز طلا این نیست که آیا فلز زرد می تواند یک بار دیگر ۵۰۰۰ دلار را لمس کند؛ بلکه این است که آیا ۵۰۰۰ دلار می تواند از یک سقف روانی به یک کف جدید در بازار طلا تبدیل شود؟

پاسخ این پرسش تا حد زیادی به رفتار دلار، نرخ های واقعی آمریکا و تداوم روند تنوع بخشی ذخایر بانک های مرکزی در ماه های آینده بستگی خواهد داشت.

آیا ۵۰۰۰ دلار پایان راه است؟

رسیدن طلا به ۵۰۰۰ دلار دیگر یک سناریوی دور از ذهن نیست. حتی در میان پیش بینی های محافظه کارانه تر، این سطح به عنوان یک هدف قابل دستیابی مطرح شده است.

اما عبور پایدار از ۵۰۰۰ دلار به عوامل دیگری نیز وابسته است: مسیر نرخ بهره واقعی آمریکا، رفتار دلار، سرعت خرید بانک های مرکزی، ورود یا خروج سرمایه از ایی تی افها و مهم تر از همه، وضعیت بدهی و کسری بودجه آمریکا.

در شرایط فعلی، طلا علاوه بر نقش سنتی خود به عنوان پناهگاه امن در بحران ها، به ابزاری برای پوشش ریسک های مرتبط با بدهی دولت ها، تنش های ژئوپلیتیک و کاهش اعتماد به ارزهای فیات تبدیل شده است.

با این حال، ریسک اصلاح همچنان جدی است. رشد سریع قیمت، کاهش موقعیت های فروش در بازار آتی و احتمال تغییر مسیر سیاست پولی آمریکا می تواند در مقاطع کوتاه مدت موجی از شناسایی سود ایجاد کند. بنابراین، مسیر طلا به

این موضوع برای آینده بازار اهمیت زیادی دارد. اگر جریان سرمایه به ایی تی افها هم زمان با تداوم خرید بانک های مرکزی تقویت شود، می تواند یکی از مهم ترین موتورهای مرحله بعدی صعود طلا باشد.

عرضه طلا؛ رشد محدود

در برابر تقاضای ساختاری

در طرف عرضه نیز نشانه های از جهش قابل توجه مشاهده نمی شود.

تولید معدنی طلا در سه ماهه دوم ۲۰۲۶ حدود ۹۶۶ تن بود که نسبت به مدت مشابه سال قبل ۲ درصد افزایش داشت و یک رکورد برای سه ماهه دوم محسوب می شود. با این حال، بازیافت طلا در همین دوره ۶ درصد کاهش یافت؛ زیرا افت قیمت در سه ماهه دوم انگیزه فروش طلای قدیمی را کاهش داد.

به همین دلیل، یکی از ویژگی های بازار فعلی، کشش نسبتاً پایین عرضه در برابر افزایش قیمت است؛ عاملی که می تواند در صورت رشد دوباره تقاضای سرمایه گذاری، فشار صعودی بر قیمت ایجاد کند.



بانک های مرکزی
خریداران اصلی

۲۸۹ تن

خرید در سه ماهه دوم ۲۰۲۶

۳۴۵ تن

خرید خالص در نیمه نخست ۲۰۲۶

۸۹ درصد

از بانک های مرکزی انتظار دارند
ذخایر طلای بانک های مرکزی
جهان افزایش یابد.

۴۵ درصد

از بانک های مرکزی قصد افزایش
ذخایر طلای خود را دارند.

۱ ادامه خرید طلا توسط بانک های مرکزی

۲ تنوع بخشی ذخایر ارزی کشورها

۳ احتمال کاهش نرخ های بهره واقعی آمریکا

۴ ضعف یا بی ثباتی دلار

۵ نگرانی درباره بدهی و کسری بودجه آمریکا

۶ احتمال بازگشت جریان سرمایه به صندوق های طلا

۷ تداوم ریسک های ژئوپلیتیک



موتورهای اصلی
صعود



ترمزهای احتمالی

طلا؛ در مسیر ششمین دهه

طلا دیگر فقط پناهگاه بحران نیست؛

در حال تبدیل شدن به یکی از ابزارهای اصلی تنوع بخشی ذخایر جهانی است.



هتريک طلايي بانک‌های مرکزی

چرا بانک‌های مرکزی جهان
بی‌وقفه در حال خرید طلا هستند؟

گروه گزارش: در حالی که قیمت طلا طی دو سال اخیر بارها رکوردهای تاریخی جدیدی ثبت کرده، بانک‌های مرکزی جهان در حال بازنویسی قواعد بازی بازار این فلز گرانبها هستند. داده‌های شورای جهانی طلا نشان می‌دهد خرید خالص بانک‌های مرکزی از سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۱ به‌طور متوسط سالانه حدود ۴۷۳ تن بوده، اما در سه سال ۲۰۲۲ تا ۲۰۲۴ این رقم هر سال از مرز هزار تن عبور کرده است. در سال ۲۰۲۵ نیز با وجود کاهش خرید نسبت به سه سال قبل، بانک‌های مرکزی ۸۶۳ تن طلا به ذخایر خود افزودند؛ رقمی که همچنان به‌مراتب بالاتر از میانگین تاریخی است. این روند نشان می‌دهد خرید طلا توسط بانک‌های مرکزی صرفاً واکنشی کوتاه‌مدت به افزایش قیمت نیست، بلکه به یک تغییر ساختاری در مدیریت ذخایر ارزی تبدیل شده است. نگرانی‌های ژئوپلیتیک، تحریم‌های مالی، تنوع‌بخشی ذخایر و تلاش برای کاهش ریسک وابستگی به یک ارز یا ناشر خاص، مهم‌ترین عوامل این تغییر رفتار هستند. در واقع، اگر دهه‌های ۱۹۹۰ و ۲۰۰۰ دوران فروش یا کاهش نقش طلا در ذخایر بسیاری از بانک‌های مرکزی بود، از اواخر دهه ۲۰۰۰ ورق برگشت و بانک‌های مرکزی به خریدار خالص تبدیل شدند. اهمیت این تغییر زمانی بیشتر آشکار می‌شود که بدانیم در سال‌های ۲۰۲۲ تا ۲۰۲۴ خرید بانک‌های مرکزی از مرز هزار تن در سال عبور کرد و حتی در سال ۲۰۲۵، با وجود قیمت‌های بی‌سابقه طلا، خرید همچنان به ۸۶۳ تن رسید. شورای جهانی طلا تأکید می‌کند این رقم هنوز به شکل محسوسی بالاتر از میانگین ۴۷۳ تنی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۱ است. برای اقتصاد جهانی، این یعنی طلا نه فقط یک کالای سرمایه‌گذاری، بلکه به یک دارایی استراتژیک در سیاست ذخایر و مدیریت ریسک کشورها تبدیل شده است.

سه سال طلايي بانک‌های مرکزی

سال‌های ۲۰۲۲، ۲۰۲۳ و ۲۰۲۴ را می‌توان یک دوره استثنایی در تاریخ بازار طلا دانست. خرید بانک‌های مرکزی در این سه سال به‌ترتیب حدود ۱۰۸۲، ۱۰۳۷ و ۱۰۹۲ تن بود. در سال ۲۰۲۵ این روند اندکی آرام گرفت و خرید به ۸۶۳ تن رسید. دلیل اصلی این کاهش، به گفته شورای جهانی طلا، قیمت بسیار بالای طلا بود که برخی بانک‌های مرکزی را در خرید محتاط‌تر کرد. با این حال، سطح خرید همچنان از میانگین تاریخی فاصله زیادی داشت. نکته مهم‌تر اینکه این روند در سال ۲۰۲۶ نیز متوقف نشده است. در سه‌ماهه دوم ۲۰۲۶، بانک‌های مرکزی در مجموع ۲۸۹ تن طلا خریدند؛ پنج برابر برآورد اصلاح‌شده سه‌ماهه نخست و بالاترین میزان خرید در یک سه‌ماهه دوم. مجموع خرید نیمه نخست سال نیز به ۳۴۵ تن رسید. بنابراین، اگرچه شدت خرید نسبت به اوج سه سال ۲۰۲۲ تا ۲۰۲۴ کاهش یافته، اما اصل داستان همچنان پابرجاست: بانک‌های مرکزی هنوز خریدار ساختاری طلا هستند.

ترس از ۴ ریسک بزرگ

دلیل اصلی خرید طلا از سوی بانک‌های مرکزی جهان را می‌توان در چهار ریسک بزرگ جست‌وجو کرد.

۱. ریسک ژئوپلیتیک و تحریم‌های اقتصادی

در دنیایی که تنش‌های ژئوپلیتیک و تحریم‌های اقتصادی افزایش یافته، طلا به‌عنوان یک دارایی امن، بدون ریسک اعتباری و وابستگی به یک ناشر خاص، اهمیت بیشتری پیدا کرده است. برخلاف اوراق قرضه دولتی یا ذخایر ارزی، طلا بدهی یک دولت یا شرکت نیست و در معرض ریسک نکول ناشر قرار ندارد. تحریم ذخایر ارزی روسیه پس از آغاز جنگ اوکراین نیز برای بسیاری از بانک‌های مرکزی اهمیت ریسک نگهداری ذخایر خارجی را برجسته کرد. همین مسئله باعث شده موضوع محل نگهداری طلا نیز اهمیت بیشتری پیدا کند و برخی کشورها به بازگرداندن بخشی از ذخایر طلای خود به داخل مرزهایشان توجه نشان دهند.

۲. کاهش وابستگی به دلار

سهم دلار آمریکا در ذخایر رسمی ارزی جهان طی دو دهه گذشته کاهش یافته است. این کاهش به معنای کنار گذاشتن دلار نیست؛ دلار همچنان مهم‌ترین ارز ذخیره جهان است، اما بانک‌های مرکزی در حال افزایش تنوع ذخایر خود هستند. طلا در این فرآیند یک مزیت مهم دارد. برخلاف ارزهای خارجی، بدهی یک دولت دیگر محسوب نمی‌شود. به همین دلیل، افزایش سهم طلا در ذخایر می‌تواند به‌عنوان بخشی از سیاست کاهش تمرکز ریسک ارزی در نظر گرفته شود.

۳. تورم و تضعیف ارزهای محلی

تورم، کاهش ارزش پول ملی و بی‌ثباتی ارزی از دیگر عواملی هستند که جذابیت طلا را افزایش می‌دهند. برای کشورهایی که بخش قابل‌توجهی از ذخایر خود را به ارزهای خارجی نگهداری می‌کنند، طلا می‌تواند نقش یک دارایی متنوع‌کننده را ایفا کند؛ به‌ویژه زمانی که ارزش ارزهای اصلی یا چشم‌انداز تورمی اقتصاد جهانی با عدم قطعیت مواجه است.

۴. بی‌ثباتی بازار و پوشش ریسک

طلا در سال‌های اخیر بیش از گذشته به ابزاری برای پوشش ریسک‌های کلان تبدیل شده است. نظرسنجی‌های شورای جهانی طلا نیز نشان می‌دهد نگاه بانک‌های مرکزی به طلا همچنان مثبت است. در آخرین نظرسنجی این شورا، ۸۹ درصد بانک‌های مرکزی انتظار داشتند ذخایر طلای بانک‌های مرکزی جهان در ۱۲ ماه آینده افزایش یابد و ۴۵ درصد نیز اعلام کردند که قصد دارند ذخایر طلای خود را افزایش دهند. این آمار نشان می‌دهد حتی در قیمت‌های بالا، نگاه بلندمدت بانک‌های مرکزی به طلا همچنان صعودی و استراتژیک است.

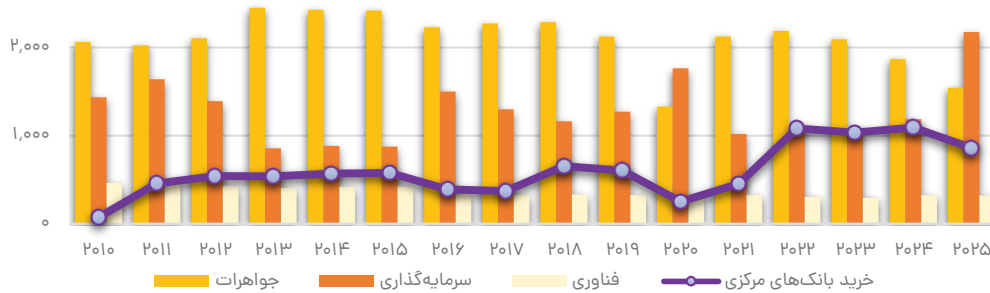
۲۰۲۵؛ خرید کمتر، اما همچنان تاریخی

پیش‌بینی‌های سال گذشته درباره ادامه خرید بانک‌های مرکزی تا حد زیادی محقق شد. بانک‌های مرکزی در سال ۲۰۲۵ در مجموع ۸۶۳ تن طلا خریدند. این رقم نسبت به ۱۰۹۲ تن در سال ۲۰۲۴ حدود ۲۱ درصد کاهش داشت، اما همچنان بسیار بالاتر از میانگین سالانه ۴۷۳ تن در فاصله ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۱ بود. بنابراین، اتفاق سال ۲۰۲۵ را نباید عقب‌نشینی بانک‌های مرکزی از طلا دانست. آنچه رخ داد بیشتر کاهش سرعت خرید در واکنش به افزایش شدید قیمت‌ها بود.

در واقع، شورای جهانی طلا گزارش کرده که خرید بانک‌های مرکزی در سه‌ماهه چهارم ۲۰۲۵ به ۲۳۰ تن رسید؛ یعنی ۶ درصد بیشتر از سه‌ماهه سوم. این موضوع نشان می‌دهد حتی قیمت‌های تاریخی نیز نتوانستند تقاضای رسمی برای طلا را متوقف کنند.



حجم تقاضا برای خرید طلا در جهان به تفکیک نوع تقاضا- تن



۲۰۲۶؛ بازگشت شتاب خرید

داده‌های نیمه نخست ۲۰۲۶ تصویر جالب‌تری ارائه می‌کنند.

در سه‌ماهه نخست، خرید خالص بانک‌های مرکزی تنها حدود ۵۷ تن برآورد شد؛ اما در سه‌ماهه دوم خرید به ۲۸۹ تن افزایش یافت. به این ترتیب، مجموع خرید نیمه نخست سال به ۳۴۵ تن رسید. شورای جهانی طلا معتقد است افزایش نااطمینانی ژئوپلیتیک و کاهش قیمت طلا نسبت به برخی مقاطع، در افزایش خرید سه‌ماهه دوم نقش داشته است.

این داده یک نکته مهم را نشان می‌دهد. بانک‌های مرکزی همچنان طلا می‌خواهند، اما قیمت نیز در زمان‌بندی خرید آنها مؤثر است. به بیان ساده‌تر، بانک‌های مرکزی از بازار طلا خارج نشده‌اند؛ آنها فقط در قیمت‌های بالا با احتیاط بیشتری خرید می‌کنند.

خریداران بزرگ کجا هستند؟

در سال ۲۰۲۵، بانک مرکزی لهستان برای دومین سال متوالی بزرگ‌ترین خریدار رسمی طلا بود و ۱۰۲ تن به ذخایر خود اضافه کرد. در سال‌های اخیر نیز کشورهایمانند چین، هند، ترکیه، ازبکستان و قزاقستان در زمره خریداران مهم یا مستمر بازار قرار داشته‌اند. این پراکندگی جغرافیایی اهمیت زیادی دارد؛ زیرا نشان می‌دهد روند افزایش ذخایر طلا محدود به یک منطقه یا یک گروه سیاسی نیست و در میان طیفی از اقتصادهای نوظهور و حتی کشورهای اروپایی دنبال می‌شود.

تقاضای جهانی طلا؛ بانک‌های مرکزی تنها خریدار نیستند

اگرچه محور این گزارش بانک‌های مرکزی هستند، اما ساختار تقاضای طلا در سال ۲۰۲۵ نیز تغییر قابل توجهی کرد. بر اساس گزارش شورای جهانی طلا، تقاضای کل طلا در سال ۲۰۲۵

برای نخستین‌بار از ۵۰۰۰ تن عبور کرد و به حدود ۵۰۰۲ تن رسید. ارزش این تقاضا نیز به حدود ۵۵۵ میلیارد دلار افزایش یافت. موتور اصلی این رشد، سرمایه‌گذاری بود. تقاضای سرمایه‌گذاری در سال ۲۰۲۵ به ۲۱۷۵ تن رسید؛ در حالی که این رقم در سال ۲۰۲۴ حدود ۱۱۸۵ تن بود. همچنین صندوق‌های قابل معامله طلا (ETF) در سال ۲۰۲۵ حدود ۸۰۱ تن افزایش موجودی داشتند. در مقابل، تقاضای جواهرات به دلیل افزایش شدید قیمت کاهش یافت و به ۱۵۴۲ تن رسید؛ که پایین‌ترین سطح پنج سال اخیر است. این تغییر ترکیب تقاضا نکته مهمی را نشان می‌دهد. طلا در حال حرکت از مصرف سنتی به سمت سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک است.

طلا؛ خریدار نهایی هنوز در بازار است

بانک‌های مرکزی در سال ۲۰۲۵ سرعت خرید خود را کاهش دادند، اما از بازار خارج نشدند. در نیمه نخست ۲۰۲۶ نیز با وجود قیمت‌های بالا، خرید ادامه یافته و در سه‌ماهه دوم با قدرت بیشتری بازگشته است. این رفتار یک پیام روشن برای بازار دارد. طلا دیگر صرفاً یک دارایی برای روزهای بحران نیست؛ بخشی از استراتژی بلندمدت مدیریت ذخایر کشورها شده است. تا زمانی که ریسک‌های ژئوپلیتیک، نگرانی درباره ساختار مالی اقتصادهای بزرگ، تنوع‌بخشی ذخایر و نااطمینانی درباره آینده نظام پولی جهانی پابرجا باشد، احتمالاً بانک‌های مرکزی همچنان یکی از مهم‌ترین خریداران بازار طلا باقی خواهند ماند. به همین دلیل، شاید مهم‌ترین پرسش بازار دیگر این نباشد که «آیا بانک‌های مرکزی طلا می‌خرند؟»؛ بلکه این باشد که با چه قیمتی و با چه سرعتی به خرید ادامه خواهند داد؟

روند تقاضای طلای جهانی از سال ۲۰۱۰ تاکنون تن

سال	جواهرات	سرمایه‌گذاری	فناوری	خرید بانک‌های مرکزی	تقاضای کل
۲۰۱۰	۲,۰۶۰	۱,۴۳۳	۴۶۵	۷۷	۴,۰۶۸
۲۰۱۱	۲,۰۲۳	۱,۶۳۹	۴۷۱	۴۵۸	۴,۵۵۱
۲۰۱۲	۲,۱۰۵	۱,۳۹۱	۴۳۳	۵۴۴	۴,۴۷۱
۲۰۱۳	۲,۴۴۶	۸۵۶	۴۰۹	۵۴۱	۴,۲۴۳
۲۰۱۴	۲,۴۲۴	۸۸۶	۴۲۲	۵۷۱	۴,۲۲۱
۲۰۱۵	۲,۴۱۵	۸۷۸	۴۲۲	۵۷۷	۴,۲۲۸
۲۰۱۶	۲,۲۲۹	۱,۵۰۱	۳۳۳	۳۹۴	۴,۳۳۱
۲۰۱۷	۲,۲۷۰	۱,۲۹۷	۳۳۲	۳۷۴	۴,۱۵۷
۲۰۱۸	۲,۲۸۶	۱,۱۶۴	۳۳۵	۶۵۶	۴,۴۵۱
۲۰۱۹	۲,۱۲۴	۱,۲۷۱	۳۲۶	۶۰۵	۴,۴۷۶
۲۰۲۰	۱,۳۳۱	۱,۷۶۳	۳۰۲	۲۵۵	۳,۷۵۹
۲۰۲۱	۲,۱۲۲	۱,۰۱۸	۳۳۰	۴۵۶	۴,۰۲۱
۲۰۲۲	۲,۱۸۶	۱,۱۰۷	۳۰۹	۱,۰۸۲	۴,۷۴۱
۲۰۲۳	۲,۰۹۳	۱,۰۴۳	۲۹۸	۱,۰۳۷	۴,۴۷۱
۲۰۲۴	۱,۸۶۷	۱,۱۸۵	۳۲۶	۱,۰۹۲	-
۲۰۲۵	۱,۵۴۲	۲,۱۷۵	۳۲۳	۸۶۳	۵,۰۰۲ *

* تقاضای کل ۲۰۲۵ شامل بخش OTC نیز می‌شود، بنابراین جمع ساده چهار ستون جدول با رقم کل یکسان نیست. داده‌های ۲۰۲۴ و ۲۰۲۵ بر اساس آخرین گزارش سالانه شورای جهانی طلا به‌روزرسانی شده‌اند.



تب سفید

**نقره؛ فلز استراتژیک
عصر هوش مصنوعی و انرژی**

“

اگر طلا همچنان آینه
نگرانی‌های مالی جهان باشد،
نقره را می‌توان آینه همزمان
نگرانی‌های مالی و امیدهای
صنعتی جهان دانست؛ فلزی
که هم از بحران پولی سود
می‌برد و هم از رشد فناوری.

متوالی کسری بازار بود و برآوردهای اولیه برای سال ۲۰۲۶ نیز از ادامه این کسری حکایت دارد. بنابراین، داستان نقره دیگر فقط داستان یک فلز گرانبها نیست؛ این فلز در نقطه تلاقی انرژی پاک، خودرو، الکترونیک، هوش مصنوعی و سرمایه‌گذاری قرار گرفته است.

تقاضای صنعتی؛ موتور اصلی بازار نقره

برخلاف طلا که بخش مهمی از تقاضای آن ماهیت سرمایه‌گذاری دارد، حدود ۶۰ درصد مصرف نقره در کاربردهای صنعتی است.

در سال ۲۰۲۵ تقاضای صنعتی نقره حدود ۶۵۷.۴ میلیون اونس بود؛ رقمی که اگرچه نسبت به رکورد سال قبل کاهش داشت، همچنان یکی از بالاترین سطوح تاریخی محسوب می‌شود. افت سال ۲۰۲۵ عمدتاً به دلیل کاهش مصرف نقره در صنعت فتوولتائیک بود؛ زیرا تولیدکنندگان پنل‌های خورشیدی در واکنش به افزایش قیمت نقره، استفاده از این فلز در هر سلول را کاهش دادند.

در مقابل، تقاضا از سوی دیتاسنترها، هوش مصنوعی، خودروها، شبکه برق و

در دهه اخیر، نقره از یک فلز گرانبهای سنتی به یکی از اجزای حیاتی زیرساخت انرژی و فناوری تبدیل شده است. اگرچه در گذشته ارزش آن بیشتر در جنبه‌های سرمایه‌گذاری و زینتی خلاصه می‌شد، امروز این فلز به دلیل نقش مهم خود در فناوری‌های نوین - از پنل‌های خورشیدی و خودروهای برقی تا تجهیزات الکترونیکی، دیتاسنترها و زیرساخت‌های هوش مصنوعی - جایگاهی استراتژیک در زنجیره تأمین جهانی یافته است.

بازار نقره در دو سال گذشته یکی از پرنوسان‌ترین دوره‌های تاریخ خود را پشت سر گذاشته است. قیمت این فلز در سال ۲۰۲۵ حدود ۴۲ درصد افزایش یافت و در پایان سال به محدوده ۸۴ دلار رسید. در ژانویه ۲۰۲۶ نیز قیمت نقره برای نخستین بار به بالای ۱۱۵ دلار در هر اونس رسید و رکورد تاریخی جدیدی ثبت کرد؛ هرچند پس از آن بازار وارد اصلاح شد و قیمت در تابستان ۲۰۲۶ به محدوده ۶۸ تا ۷۰ دلار بازگشت.

این نوسان شدید در شرایطی رخ داده که بازار نقره همچنان با کسری ساختاری مواجه است. سال ۲۰۲۵ پنجمین سال

تجهیزات الکترونیکی همچنان در حال افزایش است.

۱. انرژی خورشیدی: بزرگ‌ترین مصرف‌کننده، اما با یک چالش جدید

نقره به دلیل رسانایی الکتریکی بسیار بالا، همچنان یکی از مواد مهم در سلول‌های خورشیدی است.

رشد ظرفیت نصب نیروگاه‌های خورشیدی طی سال‌های گذشته باعث افزایش شدید مصرف نقره در این صنعت شده است. اما یک تغییر مهم در حال رخ دادن است: افزایش قیمت نقره تولیدکنندگان پنل را به سمت کاهش مصرف فلز در هر سلول و جایگزینی آن با مواد دیگر سوق داده است. به همین دلیل، برخلاف برآوردهای چند سال قبل که رشد مصرف نقره در فتوولتائیک را تقریباً بدون محدودیت تصور می‌کردند، اکنون باید بین «رشد ظرفیت خورشیدی» و «میزان نقره مصرف‌شده در هر واحد ظرفیت» تفاوت قائل شد.

این روند به معنای حذف نقره از صنعت خورشیدی نیست؛ بلکه نشان می‌دهد رشد قیمت می‌تواند بخشی از تقاضای صنعتی را با افزایش بهره‌وری و صرفه‌جویی تعدیل کند. در نتیجه، صنعت خورشیدی همچنان یکی از ستون‌های اصلی تقاضای نقره است، اما دیگر نمی‌توان تمام داستان رشد تقاضا را به این بخش نسبت داد.

۲. خودروهای الکتریکی

نقره در خودروهای مدرن، از سیستم‌های الکتریکی و اتصالات گرفته تا تجهیزات الکترونیکی و سامانه‌های مدیریت انرژی، کاربردهای متعددی دارد. خودروهای برقی به دلیل برخورداری از تجهیزات الکترونیکی بیشتر نسبت به خودروهای سنتی، به نقره بیشتری نیاز دارند. علاوه بر خودروهای برقی، توسعه خودروهای هیبریدی و افزایش سطح تجهیزات الکترونیکی خودروهای جدید نیز تقاضا برای این فلز را تقویت می‌کند. رشد جهانی خودروهای برقی بنابراین یکی از محرک‌های بلندمدت تقاضای نقره محسوب می‌شود؛ محرکی که برخلاف برخی کاربردهای سنتی، هنوز ظرفیت بالایی برای رشد دارد.

۳. الکترونیک، هوش مصنوعی و دیتاسترها

یکی از تغییرات مهم در بازار نقره، افزایش اهمیت زیرساخت‌های دیجیتال است. نقره در طیف وسیعی از تجهیزات الکترونیکی و کاربردهای صنعتی مورد استفاده قرار می‌گیرد. رشد تولید تراشه،

تجهیزات ارتباطی، سرورها، دیتاسترها و زیرساخت‌های هوش مصنوعی می‌تواند تقاضای جدیدی برای این فلز ایجاد کند.

گسترش سریع هوش مصنوعی فقط به افزایش تقاضا برای تراشه محدود نیست؛ توسعه این فناوری به دیتاسترهای بزرگ، سیستم‌های خنک‌کننده، تجهیزات انتقال برق و شبکه‌های قدرتمند نیاز دارد. همه این زیرساخت‌ها به تجهیزات الکتریکی و الکترونیکی وابسته‌اند و از همین مسیر، تقاضای نقره را تحت تأثیر قرار می‌دهند. در سال ۲۰۲۴ تقاضای صنعتی نقره با ثبت رکورد ۶۸۰.۵ میلیون اونس به بالاترین سطح تاریخی خود رسید. در سال ۲۰۲۵ این رقم به دلیل کاهش مصرف در فتوولتائیک کاهش یافت، اما همچنان در سطح بسیار بالایی قرار داشت.

کسری مزمن و خطر فشردگی نقره

اگرچه تقاضای صنعتی در حال تغییر است، مشکل اصلی بازار نقره همچنان در سمت عرضه قرار دارد.

حدود سه چهارم نقره استخراج‌شده جهان به‌عنوان محصول جانبی معادن فلزاتی مانند مس، سرب، روی و طلا تولید می‌شود. بنابراین افزایش قیمت نقره الزاماً به معنای افزایش سریع تولید آن نیست.

وقتی نقره محصول جانبی یک معدن مس یا سرب باشد، تصمیم برای استخراج بیشتر عمدتاً بر اساس اقتصاد معدن اصلی گرفته می‌شود، نه قیمت نقره.

همین ویژگی باعث شده بازار نقره در سال‌های اخیر بارها با کسری مواجه شود. سال ۲۰۲۵ پنجمین سال متوالی کسری بازار نقره بود و برآورد اولیه Silver Institute نشان می‌دهد این کسری در سال ۲۰۲۶ نیز ادامه خواهد داشت. کسری بازار در سال ۲۰۲۵ حدود ۴۰.۳ میلیون اونس برآورد شد و برای سال ۲۰۲۶ حدود ۴۶.۳ میلیون اونس پیش‌بینی شده است. این ارقام در کنار کاهش موجودی‌های قابل دسترس، آسیب‌پذیری بازار فیزیکی نقره را افزایش داده‌اند.

وقتی بازار فیزیکی کم می‌آورد

یکی از مهم‌ترین اتفاقات بازار نقره در سال ۲۰۲۵، تشدید فشار در بازار فیزیکی بود. افزایش تقاضای سرمایه‌گذاری، انتقال فلز به مراکز مهم معاملاتی و کاهش موجودی‌های قابل دسترس باعث افزایش شدید هزینه تأمین نقره و نرخ‌های اجاره

شد. این اتفاق نشان داد که در بازار نقره، حتی افزایش نسبتاً محدود تقاضای سرمایه‌گذاری می‌تواند در شرایط کسری ساختاری، فشار زیادی بر بازار فیزیکی وارد کند. به عبارت دیگر، مشکل نقره فقط «کمبود تولید» نیست؛ بلکه میزان فلز قابل دسترس برای تحویل فوری نیز اهمیت زیادی دارد.

این همان نقطه‌ای است که مفهوم Silver Squeeze اهمیت پیدا می‌کند؛ وضعیتی که در آن تقاضای ناگهانی با عرضه فیزیکی محدود مواجه شده و قیمت می‌تواند با سرعت زیادی افزایش پیدا کند.

پیوند نقره با سیاست پولی و ژئوپلیتیک

نوسانات قیمت نقره فقط حاصل عوامل صنعتی نیست. سیاست پولی، تورم، دلار و تحولات ژئوپلیتیک نیز تأثیر قابل توجهی بر این فلز دارند.

کاهش نرخ بهره در آمریکا

نقره مانند طلا سود دوره‌ای ایجاد نمی‌کند و بنابراین نرخ بهره واقعی بر جذابیت آن تأثیر دارد. هرچه بازده واقعی دارایی‌های بدون ریسک کاهش یابد، هزینه فرصت نگهداری فلزات گرانبها نیز کمتر می‌شود. از سوی دیگر، کاهش نرخ بهره می‌تواند فعالیت اقتصادی و سرمایه‌گذاری صنعتی را تقویت کند و از این مسیر تقاضای نقره را افزایش دهد.

رابطه با دلار

نقره مانند سایر فلزات گرانبها معمولاً با دلار رابطه معکوس دارد. تضعیف دلار باعث می‌شود خرید نقره برای سرمایه‌گذاران خارج از آمریکا ارزان‌تر شود و می‌تواند تقاضای سرمایه‌گذاری را تقویت کند. البته این رابطه در کوتاه‌مدت قطعی نیست و عوامل صنعتی و نقدینگی بازار می‌توانند بر اثر دلار غلبه کنند.

پناهگاه امن در بحران‌ها

نقره از نظر تاریخی همزمان دو ویژگی دارد: فلز گرانبها و فلز صنعتی.

همین ویژگی باعث می‌شود در دوره‌های بحران مالی و ژئوپلیتیک از یک سو تقاضای سرمایه‌گذاری آن افزایش یابد، اما از سوی دیگر اگر بحران به رکود اقتصادی منجر شود، تقاضای صنعتی می‌تواند کاهش پیدا کند. به همین دلیل، رفتار نقره در بحران‌ها الزاماً مشابه طلا نیست.



در بازار داخلی ایران، نقره برخلاف طلا هنوز جایگاه متناسبی با ظرفیت جهانی خود پیدا نکرده است.

بازار نقره در ایران عمدتاً در بخش مصنوعات، زیورآلات و معاملات فیزیکی متمرکز است، در حالی که در بازار جهانی این فلز به سرعت به یک ماده استراتژیک صنعتی تبدیل شده است.

توسعه ابزارهای مالی مبتنی بر نقره در بورس کالا می‌تواند این وضعیت را تغییر دهد. ایجاد و توسعه ابزارهایی مانند گواهی سپرده، قراردادهای آتی و سایر ابزارهای مالی می‌تواند نقره را از یک کالای صرفاً فیزیکی به یک دارایی قابل معامله برای سرمایه‌گذاران تبدیل کند.

در اقتصادی که سرمایه‌گذاران به طور سنتی به طلا برای پوشش ریسک تورم و کاهش ارزش پول ملی توجه دارند، نقره می‌تواند گزینه‌ای ارزان‌تر و البته پرنوسان‌تر برای تنوع‌بخشی به سبد دارایی باشد.

فلز آینده در تقاطع انرژی، فناوری و سرمایه

بازار نقره در حال تجربه یکی از عمیق‌ترین دگرگونی‌های بنیادی چند دهه اخیر است. ترکیب تقاضای صنعتی بالا، کسری ساختاری، محدودیت عرضه و افزایش تقاضای سرمایه‌گذاری همچنان از قیمت نقره حمایت می‌کند.

اما در عین حال، افزایش شدید قیمت نشان داده که بازار می‌تواند به سرعت به سمت جایگزینی و کاهش مصرف حرکت کند. تجربه صنعت خورشیدی نمونه روشنی از این واکنش است.

بنابراین، داستان نقره دیگر فقط داستان «کمبود عرضه در برابر تقاضای رو به رشد» نیست. داستان اصلی، رقابت میان دو نیروست. از یک سو، انقلاب صنعتی جدید به نقره بیشتری نیاز دارد؛ از سوی دیگر، قیمت‌های بالا صنعت را مجبور می‌کند نقره کمتری مصرف کند.

در این میان، رشد هوش مصنوعی، دیتاسنترها، خودروهای برقی، شبکه‌های برق و فناوری‌های انرژی پاک می‌تواند تقاضای بلندمدت را تقویت کند.

اگر طلا همچنان آینه نگرانی‌های مالی جهان باشد، نقره را می‌توان آینه همزمان نگرانی‌های مالی و امیدهای صنعتی جهان دانست؛ فلزی که هم از بحران پولی سود می‌برد و هم از رشد فناوری.

پیش‌بینی قیمت نقره توسط مؤسسات جهانی در یک نگاه

مؤسسه / منبع	پیش‌بینی قیمت نقره	افق زمانی	محور تحلیل
جی‌پی مورگان	حدود ۷۰ دلار	میانگین ۲۰۲۶	کاهش قیمت نسبت به برآورد اولیه به دلیل افت تقاضا و اصلاح بازار
بانک آو آمریکا	حدود ۸۵.۹۳ دلار	میانگین ۲۰۲۶	کسری عرضه و تداوم تقاضای سرمایه‌گذاری
سیتی‌گروپ	تا ۹۵ دلار	۲۰۲۷	بهبود تقاضای سرمایه‌گذاری، کاهش فشارهای ژئوپلیتیک و سیاست پولی ملایم‌تر
یوبی‌اس	حدود ۸۰ دلار	پایان ۲۰۲۶	تداوم کسری بازار، اما با نوسان بالا
کامربانک	حدود ۹۰ دلار	پایان ۲۰۲۶	تداوم کسری و رشد تقاضای صنعتی
اجماع تحلیلگران روبترز	حدود ۷۲ دلار	میانگین ۲۰۲۶	تعدیل پیش‌بینی به دلیل ضعف فعالیت صنعتی و بخش خورشیدی
سناریوی سعودی	۱۰۰ دلار و بیشتر	۲۰۲۶ - ۲۰۲۷	تشدید کسری فیزیکی و بازگشت موج سرمایه‌گذاری

پیش‌بینی مؤسسات مالی درباره قیمت نقره در سال ۲۰۲۶ بیش از هر زمان دیگری پراکنده شده است. از میانگین حدود ۷۰ تا ۷۲ دلار در برآوردهای محتاطانه تا محدوده ۸۵ تا ۹۵ دلار در سناریوهای صعودی، فاصله قابل توجهی وجود دارد.

این اختلاف از یک ویژگی مهم بازار نقره ناشی می‌شود. نقره همزمان یک فلز گرانبها و یک ماده صنعتی است. از یک سو، کسری ساختاری بازار، محدودیت رشد تولید و تقاضای سرمایه‌گذاری از قیمت حمایت می‌کند؛ از سوی دیگر، کاهش فعالیت صنعتی و تلاش صنعت خورشیدی برای کاهش مصرف نقره می‌تواند رشد قیمت را محدود کند.

به همین دلیل، پیش‌بینی قیمت نقره بیش از طلا به وضعیت اقتصاد جهانی و چرخه صنعتی حساس است.

نسبت طلا به نقره؛

فاصله‌ای که کوچک‌تر شد

در نیمه نخست ۲۰۲۵ نسبت طلا به نقره در محدوده ۹۰ تا ۹۱ قرار داشت. اما جهش شدید نقره در نیمه دوم سال و اوایل ۲۰۲۶ این فاصله را به شدت کاهش داد. در ژانویه ۲۰۲۶، نسبت طلا به نقره برای مدتی به زیر ۵۰ سقوط کرد؛ پایین‌ترین سطح این نسبت از سال ۲۰۱۲.

با اصلاح قیمت نقره در ماه‌های بعد، این نسبت دوباره افزایش یافت و در تابستان ۲۰۲۶ به محدوده حدود ۶۵ تا ۷۰ بازگشت. این تغییر نشان می‌دهد نقره در مقایسه با طلا بخش بزرگی از عقب‌ماندگی خود را جبران کرده است، هرچند همچنان نوسان آن به مراتب بیشتر از طلاست.

پیش‌بینی قیمت؛

آیا نقره دوباره ۱۰۰ دلار را می‌بیند؟

در حال حاضر، تحلیل مؤسسات بزرگ بیشتر بر این موضوع متمرکز است که آیا قیمت نقره می‌تواند پس از اصلاح شدید سال ۲۰۲۶ دوباره به محدوده ۱۰۰ دلار

بازگردد یا خیر.

جی‌پی مورگان در برآوردهای جدید خود میانگین قیمت نقره را در سال ۲۰۲۶ در محدوده ۶۰ تا ۶۵ دلار ارزیابی کرده است؛ رقمی که نشان‌دهنده نگاه محتاطانه‌تر این بانک پس از جهش تاریخی ابتدای سال است.

در مقابل، سناریوهای صعودی همچنان بر سه عامل تکیه دارند:

- تداوم کسری ساختاری بازار
 - افزایش تقاضای سرمایه‌گذاری
 - رشد بلندمدت مصرف صنعتی در حوزه‌هایی مانند هوش مصنوعی، دیتاسنترها، خودرو و شبکه برق.
- بنابراین، دستیابی دوباره به قیمت‌های سه‌رقمی غیرممکن نیست، اما دیگر نمی‌توان آن را نتیجه قطعی یک «اجماع بازار» دانست. در واقع، آینده نقره به یک کشمکش میان رشد تقاضا و افزایش بهره‌وری مصرف وابسته است.

نقره در ایران؛

بازار آرام با فرصت‌های پنهان



رئسانس طلا



حبیب علیزاده

روزنامه نگار

سیستم، قوانین ناظر بر روابط مالی و تجاری بین ۴۴ کشور از جمله ایالات متحده آمریکا، کانادا، استرالیا و کشورهای اروپای غربی را مشخص کرد. جلوگیری از رقابت ناسالم بین کشورها برای کاهش ارزش ارز داخلی از دیگر اهداف این سیستم پولی جدید بود. در آن زمان، آمریکا که بیش از ۶۰ درصد طلای جهان را در کنترل داشت، کشورها را قانع کرد تا این سیستم هم بر طلا و هم بر دلار تکیه داشته باشد. نهایتاً در سال ۱۹۴۵ تعداد زیادی از کشورها با این ایده موافقت کردند و قرار شد، دولت‌ها و بانک‌های مرکزی خارجی قادر به تبدیل طلا به دلار (با نرخ هر اونس معادل ۳۵ دلار) باشند. اما در سال ۱۹۷۱، آمریکا این قابلیت را به طور یکجانبه لغو کرد و سیستم برتون وودز عملاً فروپاشید. پس از آن، دلار آمریکا به ارز اندوخته اصلی بسیاری از کشورها تبدیل شد. از آن زمان تاکنون، اقتصاد جهان با بحران‌های مالی و پولی متعددی روبه‌رو شده که یکی از عوامل اصلی آن، دلار بی‌پشتوانه بوده است. در واقع آمریکا موفق شد با تبدیل دلار به ارز اندوخته جهانی، بخشی از تورم خود را به اقتصاد جهان منتقل و تحمیل کند.

تحول بنیادین

چشم‌انداز مالی جهان شاهد دگرگونی عمیقی است، چرا که استفاده از طلا به‌عنوان جایگزینی برای نظام‌های مبتنی بر دلار آمریکا، با سرعتی بی‌سابقه در حال گسترش است. این تغییر فراتر از گمانه‌زنی‌های صرف بازار است و بازتاب‌دهنده تحولاتی بنیادی در نگرش کشورها، نهادها و افراد نسبت به ثبات پولی است. برخلاف ارزش‌های فیات (پول فیزیکی) که در معرض دست‌کاری‌های سیاسی و چاپ بی‌پایان پول قرار دارند، طلا دارای ارزش ذاتی و مستقل از سیاست‌های دولت‌ها یا تصمیمات بانک‌های مرکزی است. رنسانس (حیات دوباره) این فلز گرانبها ناشی از این واقعیت است که درک فزاینده‌ای درباره مشکلات ریاضیاتی حل‌ناپذیر در نظام‌های پولی سنتی شکل گرفته است. با عبور بدهی عمومی آمریکا، در صورت احتساب تعهدات بدون پشتوانه، از مرز ۴۰ تریلیون دلار، فدرال‌رزرو با انتخاب‌هایی ناممکن میان پولی‌سازی بدهی و سقوط اقتصادی روبه‌رو است. این واقعیت باعث شده است که میان سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، پذیرش طلا به‌عنوان جایگزینی برای نظام‌های وابسته به دلار آمریکا رو به افزایش باشد. تلاش کشورهای مختلف اروپایی و آسیایی (به ویژه چین) در همین راستا قابل ارزیابی است.

پول به‌طور سنتی سه کارکرد اساسی دارد: وسیله مبادله، واحد سنجش ارزش، و ذخیره ارزش. در حالی که دلار آمریکا همچنان در دو کارکرد نخست غالب است، عملکرد آن به‌عنوان ذخیره ارزش به دلیل کاهش ارزش سیستماتیک، رو به وخامت گذاشته است. در طول سده گذشته، دلار نزدیک به ۹۹ درصد از قدرت خرید خود را از دست داده است. این روند، دلار را برای حفظ ثروت در بلندمدت به‌طور فزاینده‌ای غیرقابل‌اعتماد می‌سازد.

دلار آمریکا با چالش‌های بی‌سابقه‌ای در زمینه تداوم کارآمدی خود به‌عنوان یک ذخیره ارزش قابل‌اعتماد روبه‌رو است؛ چالش‌هایی که ناشی از نبود توازن مالی ساختاری و ناکارآمدی‌های سیاسی هستند که امکان انجام اصلاحات مؤثر را از بین می‌برند. این مشکلات از ویژگی‌های بنیادی نظام‌های دموکراتیک سرچشمه می‌گیرند؛ ویژگی‌هایی که حفظ سیاست‌های پولی درست و پایدار را از نظر سیاسی ناممکن می‌کنند.

در مقابل، طلا به‌ویژه در نقش ذخیره ارزش عملکرد بسیار بهتری از خود نشان داده و در طول هزاران سال قدرت خرید خود را حفظ کرده است. در حالی که ارزش‌های فیات همواره از طریق تورم ارزش خود را از دست می‌دهند. این تفاوت بنیادین باعث شده است که راهبردهای

ابزار مبادله، نماد قدرت، پشتوانه مالی، عامل جنگ‌ها و... بخشی از کارکردهای طلا در طول تاریخ پر فراز و نشیب بشر بوده‌اند. در دوران معاصر، این فلز درخشان وظایف جدیدی همچون حفظ ارزش پول در سطح ملی و تبدیل شدن به ابزار سرمایه‌گذاری مستقیم در سطح بازار را نیز به عهده گرفته است. پس از جنگ جهانی دوم و شکل‌گیری سیستم پولی برتون وودز، دلار آمریکا به رقیب بزرگی برای طلا تبدیل شد. از دهه ۱۹۱۰ تا دهه ۱۹۷۰ میلادی، قیمت طلا در محدوده پایین‌تر از ۲۰۰ دلار قرار داشت اما پس از آن، با فروپاشی سیستم برتون وودز شروع به اوجگیری کرد و رکوردهای پیاپی از خود بر جا گذاشت. از آن زمان، دلار جای طلا را به عنوان ابزار ذخیره ارزش گرفت و به پرتغوی بانک‌های مرکزی راه یافت. این روزها، بحث کنار گذاشتن دلار آمریکا و احیای جایگاه طلا دوباره داغ شده است. واقعیت این است که حتی با تورم‌های پایین هم ارزش واقعی پول هر سال کمتر می‌شود. به بیان ساده‌تر، با گذشت زمان ارزش دلار هر روز کمتر می‌شود. این افت ارزش موجب شده تا بسیاری از پس‌اندازکنندگان حقیقی و بانک‌های مرکزی جهان برای حفظ ارزش دارایی‌های خود به طلا روی آورند. با همه فراز و فرودها، دلار آمریکا همچنان مهم‌ترین ارز ذخیره جهان است اما در حال حاضر این پرسش مهم مطرح است: آیا طلا می‌تواند جایگزین دلار شود؟

داستان کوتاه

در سال ۱۹۴۴ و اواخر جنگ جهانی دوم، نمایندگان ۴۴ کشور در آمریکا گردهم آمدند تا نظام نوینی برای مدیریت پولی جهان پایه‌گذاری کنند. سیستم پولی برتون وودز، تاسیس صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی نتیجه این گردهمایی بود. این



در چارچوب راهبردهای تنوع‌بخشی ذخایر رخ داده است. در سال‌های اخیر، چین در خط مقدم این روند قرار داشته و برای ماه‌های پیاپی به ذخایر طلای خود افزوده است. روسیه، ترکیه و هند نیز به‌طور مشابه ذخایر طلای خود را افزایش و در بسیاری موارد هم‌زمان ذخایر دلاری خود را کاهش داده‌اند. این تصمیم‌های راهبردی نشان‌دهنده افزایش نگرانی‌ها درباره وابستگی به دلار و تلاش برای دستیابی به حاکمیت پولی است. حتی بانک‌های مرکزی غربی که برای دهه‌ها فروشندگان خالص طلا بودند، مسیر خود را تغییر داده‌اند. به عنوان نمونه، بانک مرکزی اروپا و بسیاری از کشورهای عضو آن فروش طلا را متوقف کرده و در برخی موارد دوباره به جمع خریداران پیوسته‌اند. این انباشت جهانی نشان می‌دهد که نقش طلا از یک دارایی سنتی میراثی به یک دارایی راهبردی فعال در نظام مالی مدرن تکامل یافته است. در حال حاضر، بانک‌های مرکزی جهان به‌طور متوسط حدود ۱۰ درصد از ذخایر خود را به طلا اختصاص داده‌اند، اما پیش‌بینی‌ها نشان می‌دهد که این رقم طی سال‌های آینده می‌تواند به بیش از ۳۰ درصد افزایش یابد. چنین تغییری می‌تواند حمایت پایداری برای قیمت طلا فراهم کند.

بحران بدهی

گسترش بی‌سابقه بدهی دولت‌ها در سراسر جهان، یکی از عوامل اصلی افزایش جذابیت طلا به شمار می‌رود. تنها در ایالات متحده آمریکا، بدهی ملی در سال ۲۰۲۴ از ۳۴ تریلیون دلار فراتر رفت و کسری بودجه سالانه نیز به‌طور مداوم بیش از یک تریلیون دلار بوده است. این بار سنگین و افزایشی بدهی، پرسش‌های بنیادینی درباره ثبات بلندمدت ارزهای fiat ایجاد می‌کند. آنچه وضعیت کنونی بدهی را به‌طور ویژه به نفع طلا (به‌عنوان جایگزینی برای دلار) می‌کند، نبود اراده سیاسی برای رسیدگی به این ناهمگنی‌ها و نبود توازن است. با توجه به تلاش‌های محدود و غیرقابل اعتماد برای کاهش بار بدهی، سرمایه‌گذاران بیش از پیش این سؤال را مطرح می‌کنند که آیا دولت‌ها برای حل بخشی از مشکل به کاهش ارزش ارز متوسل خواهند شد یا خیر. در چنین محیطی، نبود ریسک اعتباری یا ریسک طرف مقابل در طلا، جذابیت آن را به‌طور چشمگیری افزایش می‌دهد.

آینده مبهم

با وجود آنچه گفته شد، نباید در نتیجه‌گیری عجله کرد. به بیان دیگر، آینده جایگزینی طلا با دلار آمریکا هنوز مبهم است. درست است که طلا بهترین گزینه برای دلار به شمار می‌رود و بسیاری از کشورها به دنبال اجرا کردن این برنامه هستند، اما تحقق این پروژه نیازمند موفقیت عوامل بسیاری است. در واقع، با وجود انباشت چشمگیر ذخایر طلا در سراسر جهان، هنوز زود است که ادعا کنیم طلا به‌طور کامل در حال گرفتن جایگاه دلار است. این تغییر ظریف‌تر از آن است که یک جایگزینی مستقیم تلقی شود؛ بیشتر نشان‌دهنده کاهش موقتی جذابیت دلار است تا حذف شدن آن. یکی از عوامل اصلی در این تغییر، سیاست‌های پولی فدرال رزرو خواهد بود.

وقتی فدرال رزرو نرخ‌های بهره را کاهش می‌دهد، جذابیت دلار آمریکا نیز کمتر می‌شود. نرخ‌های بهره بالاتر معمولاً با جذب سرمایه خارجی از ارزش دلار حمایت می‌کنند، در حالی که نرخ‌های پایین‌تر اثر معکوس دارند و ممکن است سرمایه‌گذاران را به سوی دارایی‌های جایگزین مانند طلا سوق دهند. به علاوه، روند حرکت و دینامیسم تجارت جهانی در حال تغییر است. در حال حاضر تعداد زیادی از کشورها معاملات تجاری خود را با ارزهای جایگزینی مانند

سرمایه‌گذاری در طلا، برای حفظ ثروت، به‌ویژه نزد نهادهای مالی و سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، به‌طور فزاینده‌ای جذاب‌تر شود.

تحولات اخیر بازار نشان‌دهنده سطح بی‌سابقه‌ای از اعتماد نهادی به نقش پولی طلا است. بانک‌های مرکزی در سراسر جهان برای نخستین بار در دهه‌های گذشته به خریداران خالص طلا تبدیل شده‌اند؛ این روند نشان‌دهنده یک تغییر ساختاری و دور شدن از ذخایر مبتنی بر دلار به سوی دارایی‌های سخت با پایداری اثبات‌شده است. افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران نهادی به طلا فراتر از پوشش ریسک در دوران بحران است؛ در واقع، این روند بیانگر بازآرایی راهبردی برای شکل‌گیری نظام پولی چندقطبی در آینده است.

رشد بازار طلا در سال‌های اخیر بسیار قابل‌توجه بوده است، به طوری که فلزات گرانبها به بالاترین قیمت‌های تاریخی خود رسیده‌اند. این جهش بیانگر آن است که نهادهای مالی دریافته‌اند طلا نه فقط ابزاری برای پوشش ریسک در بحران‌ها، بلکه یک دارایی ذخیره‌ای اصلی است؛ این ویژگی، نقش طلا را در نظام مالی جهانی به‌طور بنیادین دگرگون کرده است.

آنچه روشن است، طلا جایگاه خود را به‌عنوان اصلی‌ترین جایگزین دلار آمریکا در نظام مالی جهانی تثبیت کرده و رقبایی همچون یورو یا یوان چین را پشت سر گذاشته است. در طول تاریخ، طلا جذابیتی بی‌همتا، فراتر از مرزها، فرهنگ‌ها و نظام‌های اقتصادی داشته است. برخلاف ارزهای fiat، ارزش طلا وابسته به هیچ‌یک از وعده‌های دولتی نیست؛ از این رو در دوره‌های بی‌ثباتی و نبود قطعیت، به‌معنای واقعی کلمه یک ذخیره ارزش جهانی و قابل‌اعتماد محسوب می‌شود.

آنچه طلا را به‌ویژه به گزینه‌ای مؤثر به‌عنوان جایگزین دلار تبدیل می‌کند، محدود بودن عرضه آن است. در حالی که بانک‌های مرکزی می‌توانند مقادیر نامحدودی پول چاپ کنند، عرضه جهانی طلا سالانه تنها حدود ۱.۵ تا ۲ درصد از طریق عملیات استخراج افزایش می‌یابد. این محدودیت طبیعی باعث می‌شود طلا نقش قدرتمندی در حفاظت در برابر تورم و کاهش ارزش ارزها ایفا کند.

استراتژی بانک‌های مرکزی

مقام‌های پولی بین‌المللی و بانک‌های مرکزی به‌طور بنیادین در حال بازسازی ترکیب ذخایر ارزی خود هستند و از پرتفوی‌های سنتی سنگین مبتنی بر دلار فاصله می‌گیرند و به سوی سبدهای متنوع‌تری می‌روند که شامل سهم قابل‌توجهی از طلا نیز می‌شود. این تغییر نشان‌دهنده افزایش نگرانی‌ها درباره ثبات دلار و بازتابی از آمادگی عملی برای دگرگونی‌های احتمالی در نظام پولی جهانی است. آمارها نشان می‌دهند که بانک‌های مرکزی در سراسر جهان طی سال‌های اخیر به‌طور چشمگیری ذخایر طلای خود را افزایش داده‌اند، به‌طوری که میزان طلای رسمی جهانی اکنون از ۳۵ هزار تن فراتر رفته است. تنها میزان ذخایر طلای ۷ کشور آمریکا، روسیه، ایتالیا، هند، آلمان، فرانسه و چین در سال جاری به بیش از ۲۱ هزار و ۸۰۰ تن رسیده است. کشورهای دیگر نیز به‌طور مداوم در حال خرید طلا هستند. به عنوان مثال، در سال ۲۰۲۵ کشور لهستان بزرگ‌ترین خریدار طلا در جهان بوده است. در سه ماه نخست امسال این کشور اروپای شرقی نزدیک به ۵۰ تن طلا خریداری کرد که بیشتر از کل خرید کشور چین در سال ۲۰۲۴ بود. اما دلایل این اقدام چه بود؟ تورم در این کشور کاهش نمی‌یابد، وضعیت اوکراین همچنان متشنج است و لهستان نیاز به حمایت از اقتصاد خود دارد. خریداران دیگر نیز به دلایل کمابیش مشابهی اقدام به خرید طلا در سطح گسترده کرده‌اند. آمارهای موجود نشان می‌دهند که این روند خرید بدون توجه به نوسان قیمت‌ها ادامه دارد و نشان می‌دهد که تغییری بنیادین در نگرش مقام‌های پولی نسبت به طلا



تغییر پارادایم در تقاضای طلا

جنگ تعرفه‌ای آمریکا علاقه جهانی به دلار را کاهش داده است



فرخنده رفائی
روزنامه‌نگار

بازار جهانی طلا امروز شاهد حرکتی فراتر از یک رونق مقطعی است. افزایش بی‌سابقه تقاضا در یک سال اخیر، ناشی از ترکیبی از عوامل پولی، ژئوپلیتیکی و ساختاری است که برخی از تحلیلگران آن را «تغییر پارادایم» در بازار طلا تعبیر می‌کنند. به گزارش شورای جهانی طلا، تقاضای طلای سرمایه‌گذاری در ۲۰۲۵ به بالاترین سطح چندسال اخیر رسید و بانک‌های مرکزی با فشار بیشتر در حال خرید این فلز ارزشمند خود هستند. در عین حال، جریان ورودی به صندوق‌های قابل معامله طلا (ETF) هم به‌طور چشمگیری تقویت شده است. در بازار داخلی ایران طلا و سکه در ماه‌های اخیر افزایش قیمت قابل‌توجهی را تجربه کرده‌اند که مجموعه‌ای از فاکتورهای رشد از جمله جهش نرخ دلار را پشت سر داشته است. «میرسجاد مسجد موسوی»، تحلیلگر و کارشناس بازار دارایی‌ها در گفت‌وگو با ماهنامه بازار و سرمایه به تحلیل عوامل افزایش قیمت طلا در جهان و ایران و روند آینده این بازار پرداخته است.

■ مهم‌ترین عامل رشد قیمت طلای جهانی در سال جاری را چه می‌دانید؟

به صورت کلی ۳ عامل بسیار مهم بر افزایش قیمت اونس جهانی تأثیرگذار بود؛ یکی سیاست‌های پولی بود که فدرال رزرو در خصوص تغییر نرخ بهره اتخاذ کرد، مورد بعدی خریدهای بانک‌های

یوان چین و روپیه هند انجام می‌دهند. این دسته کشورها تلاش می‌کنند تا از این طریق وابستگی خود به دلار آمریکا را کاهش دهند. به گفته شورای جهانی طلا، برخی کشورها از جمله چین و هند به‌طور فعال در حال افزایش ذخایر طلای خود هستند تا وابستگی‌شان به سلطه دلار را کاهش دهند. با این حال، گرچه روندها نشان‌دهنده حرکت به‌سوی تنوع‌بخشی و فاصله گرفتن از دلار هستند، اما ارز آمریکا همچنان نیروی غالب در سپهر تجاری و مالی جهان است. بر این اساس، جایگزینی کامل دلار با طلا در آینده قابل پیش‌بینی بسیار بعید به نظر می‌رسد.

آینده قیمت طلا

شاید برای بانک‌های مرکزی که خریداران عمده طلا هستند، افزایش قیمت این فلز گرانبها تأثیر چندانی بر روند خرید نداشته باشد اما برای سرمایه‌گذاران خرد و حتی نهادی، هرگونه نوسان قیمت طلا اهمیت دارد و بر تصمیم آنها برای سرمایه‌گذاری یا خروج از آن موثر است. بررسی روند قیمت طلا از دهه ۱۹۱۰ میلادی تاکنون (نمودار) نشان می‌دهد که تا زمان فروپاشی سیستم برتون وودز، قیمت طلا نوسان محدودی داشته است. در میانه دهه ۱۹۷۰ برای نخستین بار قیمت طلا به مرز ۲۰۰ دلار در هر اونس رسید و پس از آن، در اوایل دهه ۱۹۸۰ قیمت ۸۰۰ دلار را نیز تجربه کرد. امروز قیمت ۴ هزار دلار برای هر اونس طلا بسیار عادی جلوه می‌کند. در دو سال گذشته، قیمت طلا به شکل انفجاری افزایش داشته است. تحلیلگران بازار طلا معتقدند، در صورت افزایش حجم بدهی‌های دولتی در جهان، ادامه خرید طلا از سوی بانک‌های مرکزی، رشد تورم جهانی، کاهش جذابیت سرمایه‌گذاری در بازارهای سهام و ادامه تلاش جهانی برای کاهش وابستگی به دلار آمریکا، قیمت این فلز گرانبها تا پایان دهه ۲۰۲۰ رکوردهای تازه‌ای ثبت خواهد کرد. بر این اساس، تحلیلگران coincodeX در گزارشی قیمت طلا در ۴ ماه پایانی سال ۲۰۲۶ و ۱۲ ماه سال ۲۰۲۷ را به شرح جداول زیر پیش‌بینی کرده‌اند. لازم به ذکر است که این اعداد صرفاً پیش‌بینی هستند و نباید مبنای تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری قرار گیرند.

پیش‌بینی قیمت طلا (دلار در هر اونس)

تاریخ	کمترین قیمت	بیشترین قیمت	میانگین قیمت
سپتامبر ۲۰۲۶	۴۳۷۰	۴۸۵۷	۴۶۳۸
اکتبر ۲۰۲۶	۴۶۵۳	۵۰۳۱	۴۸۵۱
نوامبر ۲۰۲۶	۴۹۸۲	۵۸۹۹	۵۵۳۲
دسامبر ۲۰۲۶	۵۶۴۷	۶۱۶۴	۵۸۴۴

پیش‌بینی قیمت طلا (دلار در هر اونس)

تاریخ	کمترین قیمت	بیشترین قیمت	میانگین قیمت
ژانویه ۲۰۲۷	۵۹۶۵	۶۲۱۴	۶۰۹۳
فوریه ۲۰۲۷	۶۰۸۴	۶۹۸۹	۶۶۴۴
مارس ۲۰۲۷	۵۵۲۹	۶۷۶۴	۶۲۹۱
آوریل ۲۰۲۷	۵۸۹۶	۶۳۰۳	۶۱۳۳
می ۲۰۲۷	۵۶۹۶	۶۱۴۷	۵۹۵۱
ژوئن ۲۰۲۷	۵۱۶۳	۵۸۷۹	۵۴۸۲
جولای ۲۰۲۷	۵۱۶۳	۵۴۲۳	۵۲۹۱
آگوست ۲۰۲۷	۵۲۴۱	۶۰۴۹	۵۷۰۶
سپتامبر ۲۰۲۷	۵۵۹۲	۵۹۳۳	۵۸۱۴
اکتبر ۲۰۲۷	۵۴۹۵	۵۷۸۶	۵۵۷۶
نوامبر ۲۰۲۷	۵۱۴۴	۵۷۶۲	۵۴۲۸
دسامبر ۲۰۲۷	۴۹۶۰	۵۱۷۴	۵۰۵۸



دلار را نداشته باشد. این کشورها تلاش می‌کنند واحدهای پولی ملی خود را تقویت کنند و طلا هم یک گزینه استراتژیک است که می‌توانند از آن استفاده کنند ولی آیا این مقابله با دلار است؟ می‌توانیم بگوییم بخشی از این انگیزه می‌تواند جنبه کاهش وابستگی به دلار داشته باشد ولی به اعتقاد من ترکیبی از این دلایل اقتصادی و سیاسی است و فقط موضوع تقابل مطرح نیست.

■ در ایران چقدر سرمایه‌گذاران با موج افزایش قیمت جهانی همراه شده‌اند؟

در ایران هم تقاضای بالایی به سمت طلا وجود داشت؛ چه در پلنفرم‌هایی که به صورت آنلاین سرمایه‌گذاری می‌شد و چه صندوق‌های طلا که محل بهتری برای سرمایه‌گذاری هستند. دارایی کل صندوق‌های طلا رشد بسیار زیادی را نسبت به اول امسال نشان می‌دهد. این موضوع نشان‌دهنده این است که مردم دارند نقدینگی خود در سمت طلا سرمایه‌گذاری می‌کنند و این باعث شده که این ابزارهای مالی هم با افزایش تقاضا و رشد دارایی تحت مدیریت خود مواجه شوند. طلا در ایران دو بال دارد؛ یکی دلار و دیگری اونس که در این میان وزنه دلار همواره سنگین‌تر بوده و انتظارات تورمی و انتظارات ژئوپلیتیک، اقتصادی و سیاسی که خود را در قالب رشد قیمت دلار نشان می‌دهند، نقش مهم‌تری در افزایش قیمت طلا ایفا کرده‌اند. این نکته را هم نباید از نظر دور داشت که طلا از دیرباز در همه جای دنیا محل ذخیره ثروت بوده و اگر دقت کنید در چند وقت اخیر تقاضای سرمایه‌گذاری برای طلا بالا رفته و تقاضا برای زیورآلات و جواهرات رشد نداشته و این موضوع در ایران بیشتر دیده می‌شود. به این معنا که به دلیل رشد شدید قیمت‌ها، طلا نقش خود را به عنوان زیور از دست داده و تبدیل شده به مامنی برای ذخیره ثروت و مردم به دید سرمایه‌گذاری به آن نگاه می‌کنند. رشد ابزارهای مالی به ویژه صندوق‌های طلا که شما می‌توانید با سرمایه‌های خرد حدود ۵۰۰ هزار تومان هم در آنها طلا بخرید، کمک کرده که افراد بتوانند طلا را به عنوان محل ذخیره ارزش در نظر بگیرند.

■ پیش‌بینی شما از قیمت جهانی طلا در بلندمدت چیست؟ تا چه حد با این گزاره موافق هستید که تغییرات جهانی منجر به رشد قیمت طلا در یک روند بلند مدت خواهد شد؟

عاملی که در رشد یا نزول همه دارایی‌ها نقش ایفا می‌کند عرضه و تقاضاست و آنچه باید بررسی شود این است که چه عواملی

سرمایه‌گذاری کنند. وقتی شما ابزاری مثل صندوق‌های طلا دارید که افراد می‌توانند با یک کلیک خرید خود را انجام دهند به صورت گسترده‌ای سرمایه‌گذاران را جذب می‌کنید. سرمایه‌گذار ترجیح می‌دهد که به راحتی به این طلا دسترسی داشته باشد و خرید و فروش خود را انجام دهد؛ هم برای سرمایه‌گذاری و هم اینکه حالت نوسان‌گیری پیدا می‌کند. به این معنا که سرمایه‌گذاران از افزایش و کاهش قیمت طلا هم می‌توانند کسب سود کنند. در نتیجه این صندوق‌ها نقش بسیار زیادی مخصوصاً در زمینه اقبال عمومی به سمت طلا دارند.

در ایران هم همین داستان وجود دارد؛ تعداد صندوق‌های طلا طی این مدت افزایش یافته و چند صندوق دیگر نیز به بازار اضافه شده‌اند. افزایش سقف‌هایی که صندوق‌های طلا می‌گیرند و همچنین راحتی و نقدشوندگی بالایی که دارند باعث شده که سرمایه‌گذار حتی نیازی نداشته باشد که طلای فیزیکی برای خود داشته باشد. هرچه این ابزارها بیشتر باشند و سرمایه‌گذاری در انواع دارایی‌های ارزشمند را سهل‌الوصول‌تر کنند، باعث می‌شود اقبال به این نوع سرمایه‌گذاری بیشتر شود و تقاضا رشد کند.

■ چرا بانک‌های مرکزی دنیا به خریداران بزرگ طلا تبدیل شده‌اند؟ آیا خرید گسترده طلا توسط چین و روسیه را نوعی مقابله با سلطه دلار می‌بینید؟

چین عملاً در بخش زیادی از تجارت‌های جهانی از واحد پول خودش استفاده می‌کند. کما اینکه چند وقت پیش اعلام شد که سهم یوآن در تجارت جهانی بسیار زیاد شده است. چین و روسیه هم در تبادلات خود از واحدهای پولی خودشان استفاده می‌کنند. ساختارهایی مثل بریکس هم به نظر می‌رسد بتوانند تهدید برای دلار باشند. مقامات آمریکا هم به این موارد اشاره کرده‌اند و سعی در مقابله با این تحرکات را نیز دارند. ولی به صورت کلی بانک‌های مرکزی برای اینکه ذخایر خود را متنوع کنند و دیگر متکی به دلار نباشند، به ویژه با توجه به کاهش دلار در مقابل طلا که همین چند وقت اخیر اتفاق افتاد، ارزهای بین‌المللی خود را استفاده می‌کنند و طبعاً طلا می‌تواند کمک بسیار زیادی بکند برای اینکه این پول ملی‌شان پشتوانه‌ای داشته باشد. عوامل ژئوپلیتیک هم در دنیا بسیار افزایش پیدا کرده‌اند و تحریم‌هایی که آمریکا انجام می‌دهد باعث شده که استفاده از واحد پولی دلار در برخی کشورها از جمله روسیه و چین سخت‌تر باشد و این کشورها علاقه‌مندند به واحد پولی وابسته باشند که محدودیت‌های

مرکزی دنیا از جمله بانک مرکزی چین بود که به شدت به خرید طلا روی آوردند و مورد دیگری که در این زمینه موثر بود خریدهای صندوق‌های ETF یا صندوق‌های جهانی طلا بود که در سطح جهانی حجم‌های خوبی از طلا را در چند وقت اخیر توانستند جذب کنند. مجموع این ۳ عامل تقاضا برای طلا و اونس را بالاتر برد و از طرفی انتظارات بازار نیز با توجه به این سه عامل تغییر یافت و حالت هم‌افزایی پیدا کرد که موجب شدند رشد اونس اتفاق بیفتد.

■ چقدر از این رشد ناشی از سیاست‌های پولی فدرال رزرو است و چقدر از عوامل ژئوپلیتیک؟

واقعیت این است که نمی‌توان گفت هر کدام چند درصد نقش دارند چون این عوامل همپوشانی دارند. سیاست‌های پولی که فدرال رزرو تعیین می‌کند بیشتر بحث هزینه نگهداری طلاست که طبیعتاً با افزایش و کاهش نرخ بهره ارزش دلار کمتر یا بیشتر می‌شود که این هزینه نگهداری طلا را بالاتر یا پایین‌تر می‌برد. این سیاست‌ها نقش بسیار مهمی در اقتصاد دنیا دارند و باعث می‌شوند قیمت طلا یا اونس هم به تبع این سیاست‌ها تغییرات زیادی داشته باشد. همانطور که در یک سال گذشته و مخصوصاً در چند ماه اخیر رشدهای بسیار زیادی در طلا اتفاق افتاد. از دید ژئوپلیتیک، واقعیت این است که تنش‌های حل نشده‌ای که بعضاً یک دوره سکوت را می‌گذرانند هر لحظه می‌توانند شعله‌ور شوند. از طرف دیگر، کشورهای زیادی از جمله روسیه و چین در حال خرید طلا هستند و از دید پوشش ریسک این کار را انجام می‌دهند. خود ایران هم در طول یکی‌دو سال گذشته طلای زیادی را خریده و وارد کشور کرده که به سیاست‌هایی که مد نظر بانک مرکزی است کمک زیادی کرده است. در مجموع اگر نرخ دلار را در ایران سعودی ببینیم، بالطبع افزایش قیمت طلا و فراورده‌های طلا اتفاق خواهد افتاد. عوامل ژئوپلیتیک هم نقش دارند مخصوصاً در صورتی که مردم از شرایط تحریم ترس داشته باشند یا دارایی‌های دلاری خود را نتوانند پیدا کنند، ترجیح می‌دهند که به عنوان سیستم مستقلی خارج از بانک‌های مرکزی، طلا بخرند. طبیعتاً وقتی مشکلات ژئوپلیتیک در دنیا افزایش پیدا می‌کند ذخیره مطمئن هم طلا خواهد بود.

■ نقش صندوق‌های قابل معامله طلا (ETF) ها در این رشد چیست؟

این صندوق‌ها باعث شده‌اند که مردم در سطح جهانی راحت‌تر بتوانند در طلا

باعث افزایش تقاضا می‌شود یا چه عواملی عرضه را افزایش می‌دهد. به صورت کلی اگر تقاضای بانک‌های مرکزی افزایش پیدا کند، صندوق‌های قابل معامله یا ETFها رشد کنند و ریسک‌های ژئوپلیتیک بیشتر شوند، می‌تواند قیمت طلا را بالاتر ببرد. از سوی دیگر محدودیت‌های نزولی هم وجود دارد؛ وقتی اقتصاد قوی‌تر باشد و دلار را تقویت کند، طبیعتاً می‌تواند فشار نزولی روی طلا اتفاق بیفتد. سرمایه‌گذاران زیادی روی طلا در حال سود هستند و در حال حاضر سود زیادی هم دارند. می‌توانند این سود را شناسایی کنند و این هم می‌تواند به طلا فشار وارد کند. در هر صورت اگر با دیدی محتاطانه به موضوع نگاه کنیم، بله، شانس تداوم افزایش قیمت طلا در بلندمدت وجود دارد ولی باز هم به سیاست‌های پولی جهانی، روند قیمت دلار و سیاست‌های داخلی ارز و مالی بستگی دارد. به طور کلی دارایی‌های ارزشمند در بلندمدت روند صعودی خواهند داشت، حال این روند صعودی می‌تواند در مقطعی متوقف شود، در مقطعی با اصلاح روبه‌رو شود و در مقطعی دیگر هم به رشد خود ادامه دهد. در نتیجه این‌که ما بگوییم در درازمدت رشد ادامه پیدا خواهد کرد، ممکن است پیش‌بینی درستی نباشد، بهتر است به صورت گام به گام پیش برویم و مواردی که عرض کردم را مورد رصد قرار دهیم تا بتوانیم تصمیم‌های بهتری بگیریم. ضمن این‌که وقتی بازاری حالت «ساید» (خنثی) داشته باشد و در شرایط نه‌صعود و نه نزول قرار گرفته باشد، عملاً با توجه به هزینه پولی که مصرف می‌شود مثل این است که سرمایه شما در حال کاهش باشد و فرقی با حالت نزولی نخواهد داشت. به بیان دیگر بازاری که ثابت دارد به ضرر سرمایه‌گذار است و در چنین شرایطی ممکن است سرمایه‌گذار تصمیم بگیرد دارایی خود را به فروش برساند تا از دیگر دارایی‌ها بتواند استفاده کند. بهتر این است که منتظر بمانیم و مسیر را دنبال کنیم ولی به صورت کلی طلا یک گزینه استراتژیک است که باید در همه پرتفوی‌ها، سهمی را به خود اختصاص دهد.

■ آیا طلا در ماه‌های آینده رکورد تاریخی جدیدی ثبت خواهد کرد؟

ممکن هست ولی قطعی نیست. باید دید عوامل تاثیرگذار بر قیمت طلا به کدام سو خواهند رفت. در چند وقت اخیر نوسان‌های طلا بسیار بالا رفته و این نوسان‌ها می‌تواند نقش اصلی طلا را مقداری کم‌رنگ‌تر کند. در نتیجه باید منتظر باشیم و ببینیم. اما اگر گزینه‌های ژئوپلیتیک و سیاسی دنیا به نحوی باشد که باعث افزایش ریسک‌ها شود طلا

می‌تواند رکوردهای جدیدی را هم ثبت کند.

■ وضعیت تقاضای داخلی برای طلا را در بلندمدت چگونه می‌بینید؟

در ایران تقاضا برای طلا و سکه همیشه وجود داشته، قبلاً تقاضا برای سکه بیشتر بود و امروز با توجه به افزایش پلتفرم‌ها و صندوق‌های طلا، تقاضا برای طلا بیشتر شده است. پیش‌بینی من این است که با توجه به مشکلاتی که در کشور وجود دارد مثل کسری بودجه و ریسک‌های دیگر، تقاضا برای طلا به منظور ذخیره ارزش، سرمایه‌گذاری و حفاظت از ثروت خانواده‌ها، کماکان رو به رشد خواهد بود. ضمن این‌که جایگزین دیگری هم وجود ندارد و دارایی دیگری هم برای سرمایه‌گذاری وجود ندارد و این باعث می‌شود اقبال به طلا بیشتر شود. با توجه به افزایش تعداد صندوق‌های طلا و افزایش سقف‌هایی که در حال اتفاق افتادن است به نظر می‌رسد تقاضای داخلی خوبی در حال شکل گرفتن است. بورس کالا هم نوآوری‌هایی در زمینه تبدیل طلا داشت انجام می‌داد که اگر این هم اتفاق بیفتد، بالطبع این تقاضا را افزایش خواهد داد. به طور کلی تقاضا برای طلا در بلندمدت همیشه صعودی بوده و به نظر می‌رسد این روند ادامه داشته باشد.

■ در صورت تثبیت قیمت دلار در بازار داخلی و اجرای سیاست‌های کنترلی از سوی بانک مرکزی، چه تغییراتی را در بازار طلای داخلی شاهد خواهیم بود؟

پژوهش‌ها نشان داده نقش دلار در رشد قیمت طلا نقش بسیار پررنگی است. تقریباً سه‌چهارم یا ۷۵ درصد قیمت طلای داخلی تحت تاثیر رشد قیمت دلار است و نه اونس جهانی. به همین خاطر می‌بینیم که اگر قیمت دلار ثابت باشد، با رشد یا کاهش اونس تغییری در قیمت طلای داخل کشور اتفاق نمی‌افتد. اما اگر دلار جهشی پیدا می‌کند و صعود یا نزولی را تجربه می‌کند، به سرعت خود را در قیمت طلای داخلی نشان می‌دهد و تاثیر آن همواره بسیار پر قدرت‌تر از اثر اونس است. به همین خاطر اگر دلار تثبیت شود طبعاً ریسک نگهداری طلا را کاهش می‌دهد، تقاضای سفته‌بازی کمتر می‌شود و کسانی طلا می‌خرند که تقاضای حفظ ارزش و سرمایه‌گذاری بلندمدت دارند. به اضافه این‌که باعث می‌شود هزینه نگهداری طلا افزایش پیدا کند. در نتیجه تثبیت قیمت دلار می‌تواند باعث تثبیت قیمت طلا در بازار داخل شود. ولی این موضوع بستگی به این دارد که این سیاست کنترلی، یک سیاست کنترلی واقعی باشد و بتواند اطمینان مردم را به این‌که دلار در یک کانال ثابت قرار گرفته، جلب کند.

■ سرمایه‌گذاران خرد چگونه باید در برابر نوسانات پیش‌رو رفتار کنند؟

بهتر این است که همیشه طلا در سبد باشد. مقدار و درصد آن بستگی به افق تحمل ریسک افراد دارد، اما توصیه من این است که همیشه درصدی از طلا در سبد سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد. حال اگر هدف شما سرمایه‌گذاری بلندمدت باشد نوسانات پیش‌رو نباید تاثیر خاصی بر سرمایه‌گذاری شما داشته باشد، مگر این‌که هدف شما سفته‌بازی باشد. توصیه دیگر من این است که حتماً از اهرم‌های بالا دوری کنید و با اهرم طلا خریداری نکنند. حتی اگر رشدهای بالا را هم می‌بینید باز اهرم بالای بی‌مهابایی که ریسکی را در آن لحاظ نکردید می‌تواند مشکل‌ساز باشد و باید مراقب آن باشید.

خیلی افراد هستند که بدهی یا قرض‌های بالا ایجاد می‌کنند و اقدام به خرید طلا می‌کنند. ممکن است طلا برای مدتی ثابت باشد یا حتی با نزول مواجه شود و در نتیجه این اهرم بالا می‌تواند ضربه بزرگی به خریدار بزند. من خریدهای پله‌ای را توصیه می‌کنم. اگر قصد خرید دارند به صورت پله‌ای این کار را انجام دهند و اگر قصد فروش هم دارند باز به صورت پله‌ای این کار را انجام دهند. حتماً از صندوق‌های طلا که نقدشونده‌تر هستند و به قیمت معامله می‌کنند، استفاده کنند و اگر قصد خرید مستقیم طلا دارند هزینه‌های جانبی مثل کارمزد، مالیات و اجرت ساخت را در نظر بگیرند.

■ صندوق‌های طلا می‌توانند ابزار پوشش ریسک برای سرمایه‌گذاران باشند؟

حتماً می‌توانند؛ نقدشوندگی بسیار بالایی دارند، ریسک‌های نگهداری و هزینه‌های نگهداری را ندارند و به راحتی شما می‌توانید از انواع صندوق‌هایی که در بازار وجود دارد استفاده کنید و الان هم چون اکثر ترکیب دارایی‌های صندوق‌های طلا شمش‌محور است، باعث شده که حباب ذاتی‌ای که در صندوق‌های طلا وجود دارد کاهش پیدا کند. به اضافه این‌که افزایش ابزارها باعث شده حباب خود سکه هم کاهش پیدا کند. حتماً در زمان خرید به حباب قیمتی و نقدشوندگی صندوق‌ها دقت داشته باشید. این صندوق‌ها تحت نظارت هستند و طلایی که می‌خرید طلایی است که واقعاً وجود دارد، گواهی سپرده‌ای است که بر مبنای طلای واقعی صادر شده و خالی‌فروشی اتفاق نمی‌افتد. یعنی اول طلا وجود دارد و بعد خرید و فروش گواهی سپرده اتفاق می‌افتد و این برعکس برخی پلتفرم‌هاست که اول از شما پول می‌گیرند و بعد طلا خریداری می‌کنند.

گذار بزرگ در نظام ذخایر ارزی جهان

بازخوانی تغییر ساختار ذخایر ارزی جهان از سال ۲۰۰۰
تا امروز؛ طلا چگونه پناهگاه امن سال ۲۰۲۲ شد؟



امیر صلح جو

مدیر صندوق آتش سبیدگران فیروزه

رشد کم‌سابقه قیمت جهانی طلا در سال‌های اخیر بیش از هر چیز نتیجه تغییرات بنیادین در رفتار بانک‌های مرکزی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. ساختار ذخایر جهانی در حال تغییر است و کشورهایی مانند چین و روسیه، که اکنون بخش قابل‌توجهی از تولید و تجارت جهانی را در چارچوب بریکس در اختیار دارند، تلاش کرده‌اند برای مقابله با ریسک‌های ناشی از سیاست‌های ایالات متحده، ترکیب دارایی‌های خود را به گونه‌ای بازتنظیم کنند که وابستگی به دلار کاهش یابد و سهم طلا به عنوان یک دارایی راهبردی و تا حدی مصون از ریسک تحریم افزایش پیدا کند.

بانک‌های مرکزی؛ موتور اصلی رشد تقاضا برای طلا

در سال‌های گذشته، بانک‌های مرکزی جهان به‌طور مداوم و در سطوح مختلف قیمتی به خرید طلا ادامه داده‌اند. سرعت این خریدها به‌ویژه پس از جنگ روسیه و اوکراین و مسدود شدن بخشی از دارایی‌های خارجی روسیه افزایش یافت. این تجربه نشان داد که دارایی‌های ارزی می‌توانند در معرض تحریم و محدودیت‌های مالی قرار گیرند، در حالی که طلا به عنوان دارایی بدون ناشر و بدون ریسک اعتباری، ویژگی متفاوتی دارد. شورای جهانی طلا می‌گوید بانک‌های مرکزی در چهار سال اخیر به‌طور متوسط سالانه حدود ۱۰۰۰ تن طلا به ذخایر خود افزوده‌اند؛ رقمی که تقریباً دو برابر میانگین ۱۰ ساله قبل از آن، یعنی حدود ۵۰۰ تن در سال، است. چین نیز همچنان در مسیر افزایش ذخایر طلا قرار دارد. بانک مرکزی چین در آوریل ۲۰۲۲، برای هجدهمین ماه متوالی خرید طلا را ثبت کرد و ذخایر رسمی این کشور به ۲۲۲۲ تن رسید؛ به این ترتیب سهم طلا از کل ذخایر رسمی چین به حدود ۹ درصد افزایش یافت.

در سطح جهانی نیز داده‌های جدید نشان می‌دهد روند کاهش وزن دلار در ذخایر ارزی، هرچند دیگر با سرعت یکسانی در همه دوره‌ها ادامه ندارد، همچنان موضوعی مهم در مدیریت ذخایر است. بر اساس آخرین داده‌های صندوق بین‌المللی پول، سهم دلار از ذخایر ارزی تخصیص‌یافته جهان در سه ماهه نخست ۲۰۲۲ به ۵۷.۱۳ درصد رسید؛ این رقم در سه ماهه چهارم ۲۰۲۵ حدود ۵۶.۷۷ درصد بود. بنابراین برخلاف برخی برآوردهای قدیمی، نمی‌توان از سقوط سریع سهم دلار به ۵۰ درصد سخن گفت؛ بلکه روند اصلی را باید در قالب تنوع‌بخشی تدریجی ذخایر تحلیل کرد.

در همین حال، در پایان سال ۲۰۲۵ ارزش طلای موجود در ذخایر رسمی جهان از ارزش اوراق خزانه‌داری آمریکا عبور کرد و طلا به بزرگ‌ترین دارایی ذخیره‌ای جهان از نظر ارزش بازار تبدیل شد. البته بخش مهمی

از این تغییر ناشی از رشد شدید قیمت طلا و اثر ارزش‌گذاری بوده است، نه صرفاً خرید فیزیکی جدید.

نقش سیاست پولی آمریکا و موج جدید بی‌اعتمادی

اختلاف نظر میان دولت آمریکا و فدرال رزرو درباره نرخ بهره، سیاست‌های تجاری و نحوه مواجهه با تورم همچنان یکی از عوامل مؤثر بر رفتار بازارهای جهانی است. در سال‌های اخیر، افزایش تعرفه‌های تجاری و تغییرات مکرر در سیاست اقتصادی آمریکا، سطح عدم اطمینان را بالا برده و این موضوع به افزایش جذابیت دارایی‌های امن، از جمله طلا، کمک کرده است. شاخص عدم اطمینان سیاست اقتصادی نیز در سال ۲۰۲۵ به سطوح بسیار بالایی رسید و منابع پژوهشی این شاخص از ثبت رکورد در این سال خبر داده‌اند. با این حال، در سال ۲۰۲۲ شدت این شاخص نسبت به برخی قله‌های سال ۲۰۲۵ کاهش یافته است. این سطح از بی‌ثباتی باعث شده طلا همچنان نقش سنتی خود به عنوان «پناهگاه امن در دوره‌های عدم اطمینان» را ایفا کند؛ چه در مواجهه با تورم، چه در دوره‌های جنگ و چه در زمان‌هایی که سیاست‌های اقتصادی و مالی دولت‌های بزرگ غیرقابل پیش‌بینی می‌شود.

صندوق‌های طلا؛ بازیگران جدید بازار

در کنار بانک‌های مرکزی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا نیز طی سال‌های اخیر به یکی از موتورهای مهم تقاضا تبدیل شده‌اند. جریان سرمایه به صندوق‌های طلا در سال ۲۰۲۲ با وجود نوسانات ماهانه همچنان قابل‌توجه بوده است. بر اساس آخرین داده‌های شورای جهانی طلا، در ژوئیه ۲۰۲۲ سرمایه‌گذاران جهانی حدود ۳ میلیارد دلار سرمایه جدید وارد صندوق‌های سرمایه‌گذاری فیزیکی طلا کردند. ارزش دارایی‌های تحت مدیریت این صندوق‌ها به حدود ۵۳۰ میلیارد دلار رسید و مجموع موجودی طلای آنها نیز با ۲۳ تن افزایش به ۴۰۶۸ تن رسید. این ارقام نشان می‌دهد که برخلاف دوره‌هایی که رشد قیمت طلا عمدتاً با خرید بانک‌های مرکزی توضیح داده می‌شد، در سال ۲۰۲۲ سرمایه‌گذاران مالی نیز همچنان نقش مهمی در تقاضای طلا دارند.

طلای جهانی، تورم آینده و بی‌اعتمادی به نظام مالی

طلا امروز بازتابی از بخشی از نگرانی‌ها درباره آینده اقتصاد جهانی است. انتظارات تورمی، جنگ‌های تجاری، تحریم‌ها، افزایش بدهی دولت‌ها و تغییرات ساختاری در نظم مالی جهان، تقاضا برای این فلز را تقویت کرده‌اند. در چنین فضایی، طلا نه فقط یک کالای سرمایه‌ای، بلکه برای برخی کشورها ابزاری برای تنوع‌بخشی ذخایر، کاهش ریسک ژئوپلیتیکی و کاهش وابستگی به دارایی‌های دلاری محسوب می‌شود؛ نقشی که به نظر می‌رسد در سال‌های پیش‌رو نیز پررنگ باقی بماند.

تقاضای پایدار طلا و چشم‌انداز آینده

تحولات ژئوپلیتیکی سال‌های اخیر ساختار ذخایر ارزی بانک‌های مرکزی را به گونه‌ای تغییر داده که امروز می‌توان از تقاضایی پایدار و قابل‌توجه برای طلا سخن گفت؛ تقاضایی که تنها به یک یا دو کشور محدود نیست و در میان طیفی از اقتصادهای نوظهور و حتی برخی اقتصادهای پیشرفته دیده می‌شود. در سه ماهه نخست ۲۰۲۲، بانک‌های مرکزی جهان ۲۴۳۰۷ تن طلای خالص خریداری کردند که ۳ درصد بیشتر از مدت مشابه سال قبل بود. در سه ماهه دوم نیز خرید خالص بانک‌های مرکزی به حدود ۲۸۹ تن رسید. به این ترتیب، خرید رسمی طلا در نیمه نخست ۲۰۲۲ همچنان در سطح بالایی قرار داشته است. البته سرعت خرید در سال ۲۰۲۲ در مقاطعی کاهش یافته و الگوی خرید میان کشورها یکسان نبوده است.



پایداری تقاضا در بلوک بریکس و نقش ایران

کشورهای عضو بریکس، به‌ویژه چین و هند، در کنار کشورهایی مانند لهستان و برخی اقتصادهای نوظهور، همچنان از بازیگران مهم بازار طلای بانک‌های مرکزی هستند. چین در سال ۲۰۲۶ خریدهای خود را ادامه داده و لهستان نیز در سه‌ماهه نخست سال یکی از بزرگ‌ترین خریداران رسمی طلا بوده است. در این میان، اهمیت طلا برای کشورهایی که در معرض تحریم یا ریسک‌های ژئوپلیتیکی قرار دارند، بیش از گذشته مورد توجه قرار گرفته است.

از این منظر، طلا برای این کشورها علاوه بر نقش ذخیره ارزش، می‌تواند ابزاری برای کاهش بخشی از ریسک‌های ناشی از تمرکز ذخایر در دارایی‌های تحت کنترل نظام مالی غرب باشد. با این حال، ترکیب خریداران جهانی طلا در حال تغییر است و نمی‌توان تمام تقاضای بانک‌های مرکزی را به کشورهای عضو بریکس یا کشورهایی که در تقابل با آمریکا قرار دارند نسبت داد. روند خرید طلا اکنون گسترده‌تر از این بلوک است. تا زمانی که نگرانی‌های ژئوپلیتیکی، بحث تنوع‌بخشی ذخایر و تلاش برای کاهش ریسک تمرکز دارایی‌ها ادامه داشته باشد، انتظار می‌رود تقاضای رسمی برای طلا همچنان یکی از پایه‌های اصلی بازار باقی بماند.

چه عواملی می‌تواند روند را متوقف کند؟

در پاسخ به این پرسش که چه سناریویی می‌تواند روند صعودی طلا را متوقف کند، کاهش تنش‌های ژئوپلیتیکی یکی از مهم‌ترین عوامل است؛ اما تنها عامل نیست. سناریوی کاهش قیمت طلا می‌تواند در صورت تحقق مجموعه‌ای از شرایط تقویت شود:

- پایان یا کاهش پایدار جنگ‌های بزرگ و تنش‌های ژئوپلیتیکی؛
 - کاهش تقابل تجاری میان چین و آمریکا؛
 - کاهش ریسک‌های مرتبط با تحریم‌ها و امنیت ذخایر ارزی؛
 - تقویت پایدار دلار آمریکا؛
 - افزایش نرخ‌های بهره واقعی و جذاب‌تر شدن اوراق خزانه‌داری آمریکا؛
 - کاهش خرید بانک‌های مرکزی و خروج سرمایه از ETFهای طلا.
- بنابراین، حتی اگر بخشی از تنش‌های سیاسی جهان کاهش یابد، مسیر قیمت طلا همچنان به سیاست پولی آمریکا، دلار، نرخ بهره واقعی و رفتار سرمایه‌گذاران نیز وابسته خواهد بود.

چگونه با نوسانات طلا مواجه شویم؟

از منظر سرمایه‌گذاری، طلا همچنان یک سپر تورمی و ابزار متنوع‌سازی پرتفوی به شمار می‌آید. رفتار قیمتی اونس جهانی نشان می‌دهد که این فلز توانسته در سال‌های اخیر سقف‌های تاریخی جدیدی ثبت کند و ارزش واقعی خود را حفظ و تقویت کند. برای سرمایه‌گذاران، راهبرد مناسب در برابر نوسانات آینده، نگاه بلندمدت و استفاده از طلا در ترکیب پرتفوی است. نگهداری این دارایی می‌تواند افراد را در برابر بخشی از نوسانات کوتاه‌مدت و شوک‌های اقتصادی و تورمی محافظت کند. با این حال، رشد شدید قیمت طلا به این معنا نیست که این فلز بدون ریسک است. اصلاح قیمت، افزایش نرخ بهره واقعی، تقویت دلار یا کاهش تقاضای سرمایه‌گذاری می‌تواند در مقاطعی افت‌های قابل‌توجهی در بازار ایجاد کند.

تحلیل ساختار قیمت طلا در ایران؛

نقش اونس، دلار و تورم در رفتار سکه و شمش

بازار طلا در ایران بر پایه سه متغیر اصلی یعنی انتظارات تورمی، قیمت جهانی اونس و نرخ دلار حرکت می‌کند. سکه و شمش با وجود تفاوت‌های ساختاری، هر دو به شکل مستقیم از همین سه عامل تأثیر

می‌پذیرند و رفتار قیمتی آنها بدون در نظر گرفتن این متغیرها قابل تحلیل نیست. افزایش قیمت اونس جهانی نخستین اثر خود را در رشد ارزش ذاتی شمش و سکه نشان می‌دهد. افزایش قیمت اونس جهانی موجب رشد ارزش ذاتی طلا در بازار داخلی می‌شود و در صورت ثبات یا رشد دلار، اثر آن بر قیمت داخلی می‌تواند بیشتر شود.

در مورد سکه نیز افزایش ارزش ذاتی می‌تواند در صورت ثابت ماندن قیمت بازار، به کاهش حباب منجر شود؛ زیرا حباب زمانی شکل می‌گیرد که قیمت بازار سکه بالاتر از ارزش ذاتی آن قرار گیرد.

اگر اونس رشد کند اما قیمت سکه با همان سرعت افزایش نیابد، فاصله میان قیمت بازار و ارزش ذاتی کاهش یافته و حباب کوچک‌تر می‌شود.

چرا سکه گران‌تر از شمش معامله می‌شود؟

در بازار داخلی، چند عامل ساختاری قیمت سکه را تحت تأثیر قرار می‌دهد:

- هزینه ضرب و فرآیند تولید؛
 - سهولت حمل‌ونقل و نقدشوندگی بیشتر؛
 - محدودیت عرضه نسبت به برخی اشکال طلای خام؛
 - ترجیح خریداران برای یک دارایی کوچک و شناخته‌شده؛
 - سطح بالای انتظارات تورمی در اقتصاد ایران.
- به همین دلیل، برای بسیاری از افراد نقطه ورود به بازار طلا «سکه» است؛ کالایی که هم در دسترس‌تر است و هم در ذهنیت عمومی به عنوان ابزار مقابله با تورم شناخته می‌شود.

رشد تقاضا برای صندوق‌های طلا

تحولات اقتصادی سال‌های اخیر موجب شده تقاضا برای ابزارهای مالی مبتنی بر طلا در ایران به شکل چشمگیری افزایش یابد. صندوق‌های طلا اکنون یکی از مهم‌ترین ابزارهای مالی بازار سرمایه برای سرمایه‌گذارانی هستند که می‌خواهند بدون خرید و نگهداری طلای فیزیکی در معرض نوسانات این فلز قرار گیرند.

افزایش تعداد صندوق‌ها، رشد ارزش دارایی‌های تحت مدیریت و توسعه ابزارهای مبتنی بر طلا نشان می‌دهد این بازار از یک ابزار فرعی در بازار سرمایه ایران به یکی از مهم‌ترین مسیرهای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مبتنی بر طلا تبدیل شده است.

نقش دلار و تورم در آینده بازار طلا

قیمت طلا در ایران تنها تابع دلار نیست؛ بلکه اونس جهانی و انتظارات تورمی نیز نقش تعیین‌کننده‌ای دارند. حتی اگر نرخ دلار در مقطعی تثبیت شود، بازار طلا همچنان می‌تواند از مسیر اونس جهانی و فشارهای تورمی داخلی حرکت کند. کنترل نرخ ارز می‌تواند دامنه نوسان کوتاه‌مدت بازار طلا را محدود کند، اما اثر تورم داخلی و روند جهانی قیمت طلا همچنان بر بازار داخلی سایه خواهد انداخت.

در نهایت، آنچه در سال‌های اخیر بیش از هر چیز در بازار طلا قابل مشاهده بوده، تغییر جایگاه این فلز در نظام ذخایر جهانی است. افزایش خرید بانک‌های مرکزی، رشد ETFها و تلاش کشورها برای تنوع‌بخشی به ذخایر، طلا را از یک دارایی سنتی به یکی از عناصر مهم معماری جدید نظام مالی جهان تبدیل کرده است. در سال ۲۰۲۶ نیز شواهد موجود نشان می‌دهد این روند هنوز به پایان نرسیده است؛ در نظرسنجی جدید شورای جهانی طلا، ۸۹ درصد بانک‌های مرکزی انتظار دارند ذخایر طلای بانک‌های مرکزی جهان طی ۱۲ ماه آینده افزایش یابد و ۴۵ درصد نیز انتظار دارند ذخایر طلای خودشان را افزایش دهند.



است. آمریکا با بدهی و کسری بودجه سنگین مواجه است و بخشی از کشورها تلاش می‌کنند وابستگی خود به دلار را کاهش و تنوع ذخایر خود را افزایش دهند. در مقابل، بانک‌های مرکزی حجم قابل‌توجهی طلا خریده‌اند و طلا دوباره جایگاه مهمی در ساختار ذخایر رسمی پیدا کرده است.

پس از بلوکه شدن ذخایر ارزی روسیه در سال ۲۰۲۲، بسیاری از کشورها بیش از گذشته به ریسک نگهداری دارایی‌های خارجی توجه کردند. نتیجه این تحول، افزایش تقاضای رسمی برای طلا بود.

با این حال، این تغییر به معنای کنار گذاشته شدن کامل دلار نیست. داده‌های صندوق بین‌المللی پول نشان می‌دهد سهم دلار از ذخایر ارزی تخصیص‌یافته جهان در سه‌ماهه نخست ۲۰۲۶ حدود ۵۷.۱ درصد بوده است. بنابراین آنچه در حال وقوع است را بهتر است «تنوع‌بخشی و کاهش تمرکز» دانست، نه حذف دلار از نظام ذخایر جهانی.

طلا تا چه حد از بی‌اعتمادی

به پول‌های کاغذی سود می‌برد؟

در سال‌های اخیر، طلا به دلیل فرسایش بخشی از اعتماد به ارزهای فیات وارد یک چرخه تقاضای ساختاری شده است؛ چرخه‌ای که نه از یک رویداد منفرد، بلکه از مجموعه‌ای از عوامل شامل تورم، کسری بودجه، رشد بدهی دولت‌ها، نااطمینانی نسبت به سیاست‌های اقتصادی و ریسک‌های ژئوپلیتیکی نشأت گرفته است. سرمایه‌گذاران خرد در آسیا و اروپا نیز در این روند نقش داشته‌اند و سرمایه‌گذاری در شمش و سکه در کنار جریان سرمایه به ETFهای طلا افزایش یافته است.

اما در سال ۲۰۲۶ یک نکته مهم به این تصویر اضافه شده است: تقاضای سرمایه‌گذاری همچنان قوی است، اما رفتار سرمایه‌گذاران یکدست نیست.

بر اساس آخرین گزارش شورای جهانی طلا، در سه‌ماهه دوم ۲۰۲۶ ETFهای طلا با ۴۵ تن خروج سرمایه مواجه شدند، در حالی که سرمایه‌گذاری در شمش و سکه با ۳۰۷ تن نسبت به مدت مشابه سال قبل تنها ۳ درصد کاهش داشت. در مجموع، سرمایه‌گذاری در شمش و سکه در نیمه نخست سال همچنان ۲۱ درصد بالاتر از نیمه نخست ۲۰۲۵ بود.

در همین حال، قیمت طلا در سال ۲۰۲۶ وارد سطوحی بسیار بالاتر از محدوده‌های

البته داده‌های جدید نشان می‌دهد این روند در سال ۲۰۲۶ کاملاً پکنواخت نبوده است. خرید خالص بانک‌های مرکزی در سه‌ماهه نخست سال پس از بازبینی به حدود ۵۷ تن کاهش یافت، اما در سه‌ماهه دوم با جهشی قابل‌توجه به ۲۸۹ تن رسید. مجموع خرید خالص در نیمه نخست سال حدود ۳۴۵ تن بود. بنابراین اگرچه سرعت خرید در نیمه نخست ۲۰۲۶ از برخی سال‌های رکوردی کمتر بوده، اما اشتباهی بانک‌های مرکزی برای طلا همچنان قابل‌توجه است.

عوامل ژئوپلیتیکی مؤثر بر رشد طلا

در سال ۲۰۲۵، بخش مهمی از رشد هر اونس طلا در بازارهای جهانی ناشی از افزایش ریسک و نااطمینانی، جنگ تعرفه‌ای آمریکا با چین و سایر کشورها و نگرانی درباره آینده تجارت جهانی بود. بازار نسبت به اخبار تجاری بسیار حساس عمل می‌کرد.

در سال ۲۰۲۶ نیز ریسک‌های ژئوپلیتیکی همچنان یکی از عوامل مهم بازار طلا هستند، اما محرک‌های بازار گسترده‌تر شده‌اند. نگرانی درباره وضعیت مالی دولت آمریکا، بدهی و کسری بودجه، نرخ‌های بهره واقعی، مسیر دلار و سیاست‌های پولی نیز در کنار تحولات ژئوپلیتیکی بر قیمت طلا اثر می‌گذارند.

در ماه‌های اخیر، حتی سیاست‌های مربوط به بازار اوراق خزانه آمریکا نیز بر بازار طلا اثر گذاشته است. برنامه بازخرید اوراق بلندمدت خزانه‌داری آمریکا در ماه اوت، نگرانی‌هایی درباره پایداری مالی و احتمال تضعیف ارزش دلار ایجاد کرد و در مقطعی موجب تقویت تقاضا برای طلا شد.

از سوی دیگر، تنش‌های منطقه‌ای و نظامی همچنان می‌توانند جهش‌های لحظه‌ای و ناگهانی در قیمت طلا ایجاد کنند؛ هرچند ماندگاری این اثر به تداوم بحران و همزمانی آن با عوامل بنیادی بازار بستگی دارد.

دهه ۱۹۷۰ زمانی بود که با قطع پشتوانه طلای دلار و وقوع شوک‌های نفتی و جنگ‌های منطقه‌ای، اعتماد جهانی به سیاست پولی آمریکا فرو ریخت و تورم و بی‌ثباتی اقتصادی اوج گرفت؛ همین شرایط باعث شد طلا طی چند سال رشد چشمگیری را تجربه کند و به یکی از اصلی‌ترین پناهگاه‌های ارزش تبدیل شود. امروز نیز جهان با مجموعه‌ای از عوامل مشابه، البته در ساختاری متفاوت، مواجه

تکرار تاریخ در نیم‌قرن

تکرار تاریخ دهه ۱۹۷۰ با شوک‌های تورمی، بدهی عظیم آمریکا و افول اعتماد جهانی



نمین عبدالقاسمی

مدیر صندوق گوهر کیان

مهم‌ترین عامل رشد طلا این است که بانک‌های مرکزی به دلار اعتماد سابق را ندارند و به‌صورت ساختاری در حال متنوع‌سازی ذخایر خود هستند؛ بنابراین ترجیح آنها نگهداری طلاست.

این بی‌اعتمادی به دلار به دلایل زیر شکل گرفته است: مسدود شدن ذخایر ارزی روسیه و ترس کشورها از اینکه دارایی‌های دلاری آنها نیز در آینده بلوکه شود، نگرانی درباره بدهی سنگین آمریکا و سیاست‌های مالی و پولی آن و همچنین تنش‌های ژئوپلیتیکی و تحریم‌های مالی که باعث شده طلا به یکی از مهم‌ترین دارایی‌های بدون ریسک اعتباری و سیاسی در ذخایر کشورها تبدیل شود.

در نتیجه، بانک‌های مرکزی در سال‌های اخیر در سطوحی بی‌سابقه در چند دهه گذشته طلا خریده‌اند و این خرید یکی از اصلی‌ترین محرک‌های ساختاری رشد قیمت طلاست.

سال ۲۰۲۵ شده است. میانگین قیمت LBMA در سه ماهه دوم ۲۰۲۶ حدود ۴۵۰۶ دلار بود و در اواخر اوت قیمت لحظه‌ای بازار به محدوده ۴۶۰۰ تا ۴۷۰۰ دلار رسید.

بنابراین، روند فعلی را نمی‌توان صرفاً نتیجه بی‌اعتمادی به پول‌های فیات دانست؛ بلکه ترکیبی از تقاضای بانک‌های مرکزی، سرمایه‌گذاری، نگرانی‌های مالی و ژئوپلیتیکی و انتظارات مربوط به نرخ بهره در حال شکل دادن به بازار است.

طلای جهانی در مسیر رشد بلندمدت

دهه ۱۹۷۰ با قطع پشتوانه طلای دلار و وقوع شوک‌های نفتی و جنگ‌های منطقه‌ای، اعتماد جهانی به سیاست پولی آمریکا فرو ریخت و تورم و بی‌ثباتی اقتصادی افزایش یافت. در آن زمان، طلا به اصلی‌ترین پناهگاه ارزش و دارایی امن تبدیل شد.

حالا در سال ۲۰۲۶ نیز جهان با مجموعه‌ای از ریسک‌های مشابه اما در قالبی متفاوت مواجه است. آمریکا با بدهی عظیم و کسری بودجه بالا روبه‌روست و بسیاری از کشورها دیگر تمایل ندارند تمام ذخایر خود را در دارایی‌های دلاری متمرکز کنند. در چنین شرایطی، طلا بار دیگر به یکی از مهم‌ترین دارایی‌های ذخیره‌ای جهان تبدیل شده است.

بازگشت طلا به ذخایر بانک‌های مرکزی

پس از بلوکه شدن ذخایر ارزی روسیه در سال ۲۰۲۲، اهمیت ریسک ژئوپلیتیکی ذخایر خارجی بیش از گذشته مورد توجه قرار گرفت.

بانک‌های مرکزی در سال‌های اخیر در مقیاس تاریخی بالایی طلا خریداری کرده‌اند. در سال ۲۰۲۵ نیز خرید بانک‌های مرکزی همچنان در سطح بالایی قرار داشت و در سال ۲۰۲۶، با وجود کاهش سرعت خرید در فصل نخست، تقاضا در فصل دوم دوباره به شدت افزایش یافت.

در نیمه نخست ۲۰۲۶، لهستان با ۸۲ تن، ازبکستان با ۴۱ تن و چین با ۴۰ تن از بزرگ‌ترین خریداران رسمی طلا بودند. در مقابل، ترکیه و روسیه در همین دوره فروشنده خالص بودند.

این داده‌ها یک نکته مهم را نشان می‌دهد: خرید طلا دیگر به چند کشور خاص محدود نیست و در میان طیف گسترده‌ای از اقتصادهای نوظهور و بانک‌های مرکزی دیده می‌شود.

بی‌اعتمادی به پول‌های کاغذی و چرخه تقاضای ساختاری

ضعف نظام پولی، تورم، کسری بودجه‌ها و نااطمینانی نسبت به دلار و سایر ارزهای اصلی باعث شده طلا بار دیگر به نقطه اتکای بخشی از سرمایه‌گذاران و بانک‌های مرکزی تبدیل شود.

اما داده‌های ۲۰۲۶ نشان می‌دهد که باید میان انواع تقاضا تفاوت قائل شد. در سه ماهه دوم، خروج سرمایه از ETFها رخ داد، در حالی که خرید شمش و سکه همچنان در سطح قابل‌توجهی باقی ماند و خرید بانک‌های مرکزی نیز به ۲۸۹ تن رسید. بنابراین موتور تقاضای طلا در حال حاضر چندگانه است و تنها به ETFها یا بانک‌های مرکزی وابسته نیست.

صندوق‌های طلا؛ محرک صعود قیمت

جهش قیمت طلا در سال‌های اخیر نتیجه هم‌افزایی دو نیرو یعنی شرایط مساعد اقتصاد کلان و تقاضای مالی بوده است. کاهش یا انتظار کاهش نرخ‌های بهره واقعی، نگرانی از تورم، ریسک‌های ژئوپلیتیکی و نگرانی درباره وضعیت مالی دولت‌های بزرگ، طلا را به یکی از جذاب‌ترین دارایی‌های امن تبدیل کرده است.

ورود سرمایه به ETFهای طلا نیز در مقاطع مختلف فشار صعودی قابل‌توجهی بر قیمت وارد کرده است، هرچند در سه ماهه دوم ۲۰۲۶ شاهد خروج ۴۵ تن از این صندوق‌ها بودیم. بنابراین بهتر است به جای عبارت «ورود سرمایه بی‌سابقه و مداوم»، از «نقش مهم ETFها در تقاضای سرمایه‌گذاری» استفاده کنیم.

ژئوپلیتیک و ریسک‌های منطقه‌ای

تنش‌های میان روسیه و اوکراین، چین و تایوان، خاورمیانه و دیگر نقاط جهان همچنان نقش مؤثری در افزایش تقاضای طلا دارند و می‌توانند جهش‌های ناگهانی در قیمت ایجاد کنند.

با این حال، تجربه بازار نشان می‌دهد اثر اولیه یک بحران ژئوپلیتیکی می‌تواند کوتاه‌مدت باشد؛ آنچه اهمیت بیشتری دارد، تداوم بحران و اثر آن بر تورم، نرخ بهره، دلار، تجارت جهانی و رفتار بانک‌های مرکزی است.

پیش‌بینی قیمت طلا و سناریوهای آینده

روند صعودی طلا در سال ۲۰۲۶ ادامه

یافته و قیمت در ماه‌های اخیر بار دیگر به محدوده‌های تاریخی بالا نزدیک شده است. در ۲۵ اوت، قیمت طلا در معاملات جهانی تا حدود ۴۶۹۶ دلار افزایش یافت و در ۲۶ اوت در محدوده ۴۶۲۷ دلار قرار گرفت.

ادامه کاهش نرخ‌های بهره واقعی، تضعیف دلار، نگرانی درباره وضعیت مالی دولت آمریکا، خرید بانک‌های مرکزی و تشدید ریسک‌های ژئوپلیتیکی می‌تواند زمینه رشد بیشتر قیمت را فراهم کند.

در مقابل، تقویت پایدار دلار، افزایش نرخ‌های بهره واقعی، کاهش تورم، کاهش خرید بانک‌های مرکزی و خروج سرمایه از ETFها می‌تواند فشار نزولی بر طلا ایجاد کند.

بنابراین در شرایط فعلی، اگرچه عوامل بنیادی همچنان از قیمت‌های بالای طلا حمایت می‌کنند، اما عبور از سطوح تاریخی بالاتر دیگر یک روند خطی و تضمین‌شده نیست و بازار می‌تواند دوره‌های اصلاح و نوسان شدید را تجربه کند.

نتیجه‌گیری:

طلا دوباره در مرکز توجه جهانی

سال‌های ۲۰۲۵ و ۲۰۲۶ نقطه‌ای تعیین‌کننده برای بازگشت طلا به جایگاه اصلی خود در نظام مالی جهان بوده‌اند. ترکیب عوامل اقتصادی، نگرانی درباره ارزش پول‌های فیات، خرید بانک‌های مرکزی، تقاضای سرمایه‌گذاری، ورود سرمایه به ETFها و افزایش ریسک‌های ژئوپلیتیکی، طلا را به یکی از مهم‌ترین دارایی‌های ذخیره‌ای و سرمایه‌گذاری جهان تبدیل کرده است.

با این حال، داده‌های جدید نشان می‌دهد این روند پیچیده‌تر از یک حرکت یک‌طرفه است. بانک‌های مرکزی همچنان خریدار مهم طلا هستند، اما سرعت خرید آنها در فصل‌های مختلف تغییر می‌کند؛ ETFها نیز همزمان با رشد قیمت می‌توانند با ورود یا خروج سرمایه مواجه شوند. در نتیجه، آینده طلا به برآیند چند متغیر از جمله سیاست پولی، نرخ‌های بهره واقعی، دلار، وضعیت مالی اقتصادهای بزرگ، رفتار بانک‌های مرکزی و ریسک‌های ژئوپلیتیکی بستگی خواهد داشت.

در چنین شرایطی، طلا همچنان می‌تواند به‌عنوان پناهگاه ارزش و دارایی پایه، نقش محوری خود را در نظام مالی جهانی حفظ کند.



بانک‌های مرکزی‌شان با هدف متنوع‌سازی ذخایر و کاهش اتکا به دلار، به دنبال محافظت از دارایی‌ها در برابر تحریم‌ها یا استفاده سیاسی از دلار هستند. چین در سال‌های اخیر به‌طور مستمر ذخایر خود را افزایش داده و روسیه پیش از اعمال تحریم‌ها حجم عظیمی طلا انباشت کرده بود. در سال ۲۰۲۵، بانک مرکزی چین ۲۷ تن به ذخایر طلای خود افزود و مجموع ذخایر رسمی طلای این کشور به ۲۳۰۶ تن رسید.

قدرت این روند ساختاری به حدی است که طلا در سال‌های اخیر از نظر ارزش بازار در جایگاه بسیار بالاتری در میان دارایی‌های ذخیره‌ای جهان قرار گرفته و در ارزیابی بانک‌های مرکزی به یکی از مهم‌ترین دارایی‌های ذخیره‌ای تبدیل شده است. این موضوع نشان‌دهنده تغییر تدریجی اما قدرتمند در ارزیابی ریسک ذخایر توسط بانک‌های مرکزی جهان است.

کاهش اعتماد به ارزش‌های فیات و بازتاب آن در طلا

کاهش اعتماد به ارزش‌های ملی یکی از محرک‌های اصلی افزایش تقاضای طلاست. بدهی‌های رو به رشد دولت‌ها، کسری بودجه و احتمال ادامه سیاست‌های پولی انبساطی، ارزش خرید پول‌های ملی را کاهش داده و سرمایه‌گذاران را به سمت دارایی‌های امن مانند طلا سوق داده است. این وضعیت بازتاب بی‌اعتمادی بازارها به نظم مالی جهانی پس از جنگ جهانی دوم است که بر پایه سلطه دلار شکل گرفته بود. با این حال، بازگشت به سیستم پشتوانه‌ای طلا در کوتاه‌مدت محتمل نیست، چرا که چنین سیستمی انعطاف لازم برای مقابله با رکودهای اقتصادی را از بین می‌برد و هیچ کشوری به‌طور کامل از آن پیروی نمی‌کند.

بازتاب شباهت به دهه ۱۹۷۰ و قدرت رالی ساختاری

وضعیت امروز اقتصاد جهان شباهت‌های زیادی با دهه ۱۹۷۰ دارد؛ هر دو دوره با تورم بالا، بی‌ثباتی پولی و شوک‌های ژئوپلیتیکی همراه بودند. با این حال، تفاوت‌های ساختاری فعلی، رالی کنونی طلا را پایدارتر و قوی‌تر کرده است. برخلاف رالی دهه ۱۹۷۰ که با سیاست‌های رادیکال پولی مهار شد، رشد امروز بیشتر یک انقلاب ساختاری است که توسط بازیگران نهادی هدایت می‌شود و انتظار می‌رود اصلاحات قیمتی کوتاه و ملایم باشد، نه کاهش‌های سنگین و هیجانی.

طلا و بیت‌کوین؛ رقابت و مکمل بودن در سبد سرمایه‌گذاران

رابطه طلا و بیت‌کوین در سال‌های اخیر از رقابت صرف به سمت مکمل بودن در سبد سرمایه‌گذاران تغییر کرده است. هر دو دارایی ابزارهای پوشش ریسک در برابر تضعیف پول‌های فیات و عدم قطعیت‌های کلان اقتصادی هستند، اما در بحران‌های شدید مانند جنگ‌ها، بیت‌کوین با کاهش شدید قیمت مواجه می‌شود. در سال‌های ۲۰۲۵ و ۲۰۲۶ نیز تفاوت رفتار این دو دارایی در مقاطع مختلف ادامه داشته است و نشان می‌دهد ورود سرمایه‌گذاران به هرکدام با شرایط متفاوت و پارامترهای اقتصادی متفاوت صورت می‌گیرد. با وجود رشد چشمگیر طلا، سرمایه‌گذاران خرد باید آماده سناریوهای نزولی نیز باشند. عواملی مانند افزایش مجدد یا ثبات طولانی‌مدت نرخ بهره، کاهش تنش‌های جهانی، کنترل تورم و رشد اقتصادی بالاتر از انتظار می‌توانند ارزش طلا را کاهش دهند. در چنین شرایطی، رویکرد بلندمدت، تنوع‌بخشی سبد سرمایه‌گذاری و استفاده از اصلاحات قیمتی به‌عنوان فرصت خرید اهمیت ویژه‌ای دارد.

۲ محرک پر قدرت طلا

طلای جهانی در مسیر سقف تاریخی؛ ریسک‌های ژئوپلیتیک و سیاست پولی آمریکا محرک اصلی طلا



سینا کلانتریور

مدیر صندوق طلای قیراط تأمین سرمایه دماوند

رشد قیمت طلای جهانی در یک‌ونیم سال گذشته تحت تأثیر دو عامل قدرتمند یعنی انتظارات پولی در آمریکا و ریسک‌های ساختاری ژئوپلیتیکی شکل گرفته است. سیاست‌های پولی فدرال رزرو نقش تعیین‌کننده‌ای در حرکت‌های قیمتی طلا ایفا می‌کنند؛ افزایش نرخ بهره معمولاً جذابیت طلا را کاهش می‌دهد، اما آغاز چرخه کاهش نرخ بهره، محرکی قوی برای صعود قیمت محسوب می‌شود. با کاهش نرخ بهره، دلار آمریکا تضعیف می‌شود و هزینه نگهداری طلا برای سرمایه‌گذاران در سطح جهان کاهش می‌یابد. همچنین نگرانی‌ها درباره استقلال فدرال رزرو، به‌ویژه اختلافات دولت ترامپ با جروم پاول، و رشد فزاینده بدهی‌های دولتی آمریکا، فضای بی‌اعتمادی به دلار را گسترش داده است. حتی پیش از کاهش قطعی نرخ بهره، تقاضا برای طلا به‌عنوان یک دارایی امن بالاست و همین امر نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران به‌طور فعال به دنبال پوشش ریسک‌های سیستمیک هستند.

عملکرد قوی طلا در سال ۲۰۲۵، حتی در مقاطعی که نرخ بهره هنوز کاهش نیافته بود، گواهی است بر اینکه اثر عوامل ژئوپلیتیکی فراتر از ملاحظات پولی کوتاه‌مدت بوده است. تنش‌های منطقه‌ای و جنگ‌های مداوم، تقاضای شدیدی برای طلا ایجاد کرده‌اند و در کنار ریسک‌های تجاری و اقتصادی آمریکا، مانند تهدیدات تعرفه‌ای ترامپ، طلا به دارایی تبدیل شده که نه‌تنها پوشش ریسک تورمی است، بلکه شاخصی کلیدی برای سنجش ریسک‌های سیستمی نیز محسوب می‌شود.

کاهش احتمالی نرخ بهره به‌عنوان محرکی کوتاه‌مدت برای رشد قیمت طلا مطرح است، اما ریسک‌های ژئوپلیتیک و روند دلارزدایی ساختاری، قیمت طلا را در سطوح تاریخی بالا تثبیت کرده و کف قیمتی آن را به میزان قابل توجهی ارتقا داده‌اند.

یکی از ویژگی‌های متمایز رالی کنونی طلا، نقش پررنگ بانک‌های مرکزی به‌عنوان خریداران استراتژیک است. در سال ۲۰۲۵، بانک‌های مرکزی در مجموع ۸۶۳ تن طلا خریداری کردند. این رقم اگرچه کمتر از خرید بیش از هزار تن در هر یک از سه سال ۲۰۲۲ تا ۲۰۲۴ بود، همچنان به‌طور محسوسی بالاتر از میانگین سالانه ۴۷۳ تن در فاصله ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۱ قرار دارد.

خریدهای بزرگ طلا توسط چین و روسیه با انگیزه‌های استراتژیک همراه است. این دو کشور در مسیر دلارزدایی گام برداشته‌اند و

طلا؛ پناهگاه جهان بی‌قرار

رابطه پیچیده دارایی‌های امن و پرریسک در عصر تنش‌های ژئوپلیتیک و رکود اقتصادی



پارنا آحیمی

مدیر صندوق طلای گلدپس تأمین سرمایه نوین

رشد قیمت طلای جهانی در سال‌های اخیر نتیجه هم‌زمان چند عامل ساختاری و کوتاه‌مدت است. تنش‌های ژئوپلیتیک در سطح جهان و منطقه، مهم‌ترین محرک این افزایش قیمت هستند. جنگ‌ها، مناقشات بین کشورهای بحرانی‌های سیاسی، به‌ویژه در خاورمیانه و شرق آسیا، موجب شده‌اند اونس جهانی طلا با نوسانات قابل توجهی مواجه شود.

در کنار این، عملکرد اقتصادی اقتصادهای بزرگ دنیا، از جمله آمریکا و چین، نیز نقش مهمی داشته است. نگرانی درباره چشم‌انداز رشد اقتصادی، سیاست‌های پولی و ریسک‌های سیاسی و تجاری در سطح بین‌المللی، همگی دست به دست هم داده‌اند تا طلا به عنوان دارایی امن و مطمئن، تقاضای بالایی پیدا کند.

اگرچه سیاست‌های پولی فدرال رزرو و تغییرات نرخ بهره اهمیت دارند، اما اثر آن‌ها برای عموم مردم کمتر ملموس است و درک دقیق آن نیازمند دانش تخصصی است. در مقابل، تنش‌های ژئوپلیتیک مانند جنگ چین و تایوان، مناقشات هند و پاکستان و اختلافات تجاری ایالات متحده با چین، به صورت مستقیم و قابل لمس بر بازار طلا اثر می‌گذارند و واکنش

سرمایه‌گذاران را سریع‌تر برمی‌انگیزند.

هم‌زمان، بانک‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سطح جهان در حال جایگزینی بخشی از دلار با طلا در ذخایر خود هستند. این روند به معنای جایگزینی کامل دلار نیست، بلکه نشان‌دهنده نقش طلا به‌عنوان یک ذخیره مطمئن و ضدتحریم است. داده‌های شورای جهانی طلا نیز نشان می‌دهد بانک‌های مرکزی در سال ۲۰۲۶ همچنان خریداران مهم بازار باقی مانده‌اند؛ خرید خالص آن‌ها در نیمه نخست سال به ۳۴۵ تن رسید و در سه‌ماهه دوم با جهش قابل توجهی به ۲۸۹ تن افزایش یافت.

صندوق‌های طلا نیز با ایجاد نقدشوندگی و دسترسی آسان، تقاضای بازار را افزایش داده و قیمت طلا را همسو با این جریان‌ها بالا برده‌اند.

بی‌اعتمادی به نظام مالی جهانی نیز یکی دیگر از محرک‌های اصلی قیمت طلا است. در شرایط رکود سراسری، اقتصادها به سمت سیاست‌های انبساطی روی می‌آورند تا اثرات رکود را کاهش دهند و این مسئله باعث می‌شود سرمایه‌گذاران به طلا به‌عنوان یک پناهگاه امن روی بیاورند.

در نتیجه، ترکیب تنش‌های ژئوپلیتیک، نگرانی درباره رشد اقتصادی و بی‌اعتمادی به سیاست‌های مالی جهانی، رشد طلا را تقویت کرده و نقش آن را به عنوان دارایی امن در بازارهای جهانی و داخلی پررنگ‌تر کرده است.

چشم‌انداز آینده قیمت طلای جهانی و رفتار سرمایه‌گذاران

پیش‌بینی قیمت طلای جهانی در کوتاه‌مدت و بلندمدت، همان‌طور که در بخش قبل اشاره شد، تحت تأثیر تنش‌های ژئوپلیتیک، چشم‌انداز رشد اقتصادی و بی‌اعتمادی به نظام مالی جهانی است.

طلا در سال ۲۰۲۵ رکوردهای تاریخی متعددی ثبت کرد و در سال ۲۰۲۶ نیز روند صعودی خود را ادامه داد. میانگین قیمت طلای جهانی در سه‌ماهه دوم ۲۰۲۶ حدود ۴۵۰۶ دلار به ازای هر اونس بود و در اواخر اوت نیز قیمت در محدوده ۴۶۰۰ تا ۴۷۰۰ دلار نوسان کرده است.

بنابراین، به جای پیش‌بینی قطعی درباره افزایش قیمت، می‌توان گفت که در شرایط فعلی عوامل بنیادی همچنان از سطوح بالای قیمت طلا حمایت می‌کنند،

هرچند نوسان و اصلاح قیمت نیز بخشی از روند بازار است.

نسبت طلا و بیت‌کوین؛ سه‌ضلعی دلار

ارتباط بین قیمت طلا، بیت‌کوین و دلار را می‌توان به صورت یک مثلث سه‌ضلعی در نظر گرفت. همگرایی یا واگرایی بین طلا و بیت‌کوین به شدت به حرکت دلار وابسته است. در برخی دوره‌ها، طلا و بیت‌کوین همسو حرکت کرده‌اند و در مقاطع دیگر خلاف جهت یکدیگر بوده‌اند.

به طور کلی، بیت‌کوین یک دارایی پرریسک است و تحت تأثیر ریسک‌های بین‌المللی و واکنش‌های شدیدی نشان می‌دهد. زمانی که خطرات سیاسی و اقتصادی افزایش یابد، بیت‌کوین می‌تواند کاهش شدیدی را تجربه کند و طلا افزایش پیدا کند. با این حال، وضعیت دلار همچنان تعیین‌کننده اصلی است و نمی‌توان یک رابطه قطعی همبستگی مثبت یا منفی بین طلا و بیت‌کوین قائل شد.

چه سناریویی می‌تواند قیمت طلا را کاهش دهد؟

سناریوی کاهش قیمت طلا به وضوح با کاهش تنش‌های نظامی و تجاری در سطح بین‌المللی مرتبط است. تنها در صورتی که تنش‌های جهانی کاهش یابند و بی‌ثباتی‌ها فروکش کنند، ممکن است طلا نوسان نزولی کوتاه‌مدت را تجربه کند. با این حال، تحولات سال ۲۰۲۶ نشان داده است که حتی در مقاطعی که برخی ریسک‌های ژئوپلیتیک کاهش یافته‌اند، عوامل دیگری مانند سیاست پولی، نرخ‌های بهره، وضعیت دلار و نگرانی‌های مالی همچنان می‌توانند بر قیمت طلا اثرگذار باشند. بنابراین، کاهش تنش‌های سیاسی به‌تنهایی الزاماً به معنای آغاز یک روند نزولی پایدار نیست.

راهبرد سرمایه‌گذاران خرد در برابر نوسانات

طلا ماهیتاً یک دارایی ذخیره‌ای و بلندمدت است. سرمایه‌گذاران خرد بهتر است خود را در برابر تورم و نوسانات اقتصادی با خرید طلا و نگهداری بلندمدت محافظت کنند. افرادی که به دنبال نوسان‌گیری کوتاه‌مدت هستند، می‌توانند این کار را به اختیار خود انجام دهند، اما ماهیت اصلی طلا به عنوان سپری در برابر بی‌ثباتی اقتصادی برای سرمایه‌گذاری بلندمدت تعریف شده است.

خیز اونس برای قله ۵۰۰۰ دلاری



هومن زنگنه

کارشناس بازار طلا

قیمت جهانی طلا نشان می‌دهد که بخش عمده‌ای از رشد اخیر ناشی از تقاضای واقعی بوده است. در سال‌های اخیر، سرمایه‌گذاری در بورس و سایر بازارها با نوسانات شدید و ریسک بالا همراه بوده و بسیاری از سرمایه‌گذاران به دنبال گزینه‌ای امن بوده‌اند. در این میان، طلا به عنوان سرمایه‌گذاری امن‌تر عمل کرده و بازده بهتری برای سرمایه‌گذاران فراهم کرده است، به‌ویژه در کشورهایی مانند چین.

نقش سرمایه‌های کوتاه‌مدت و سفته‌بازی

تحلیل‌ها نشان می‌دهد بخشی از رشد قیمت طلا ناشی از ورود سرمایه‌های کوتاه‌مدت و اصطلاحاً "داغ" بوده است. در چین، تقاضای عمده فروشی طلا به ۱۲۴ تن رسیده و صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا (ETF) حدود ۴.۵ میلیارد دلار را به خود اختصاص داده‌اند، با دارایی‌هایی که تا امروز ۲۴ درصد رشد داشته است. بانک مرکزی چین نیز برای دوازدهمین ماه متوالی خرید طلا داشته و ذخایر خود را به ۲۳۰۴ تن رسانده است. همزمان، معاملات آتی در شانگهای با جهش ۶۴ درصدی همراه بوده است. این موارد نشان‌دهنده وجود فضای سفته‌بازی و ورود سرمایه‌های موقتی است که برخی آن را تعبیر به حباب می‌کنند.

تأثیر اخبار سیاسی و اقتصادی

قیمت طلا تحت تأثیر اخبار سیاسی و اقتصادی از جمله تحریم‌ها، گزارش‌های آژانس اتمی، تغییرات نرخ دلار، مالیات‌های اعمال‌شده توسط دولت ترامپ و بانک فدرال روی چین نیز قرار دارد. این مسائل همگی نکاتی کلیدی هستند که سرمایه‌گذاران باید در تصمیم‌گیری‌های خود مدنظر قرار دهند.

نکات مهم برای سرمایه‌گذاری امن

به سرمایه‌گذاران توصیه می‌کنم از خرید طلای آب‌شده یا طلاهای کهنه خودداری کنند. بهترین گزینه، خرید طلای دارای کد استاندارد و عیار مشخص (۷۵۰، عیار ۱۸) است که از نظر قانونی و امنیت سرمایه‌گذاری مطمئن است. به زودی سکه‌هایی ضرب خواهند شد که دیگر شامل حباب سکه بانک مرکزی نخواهند بود و به سرمایه‌گذاری امن کمک می‌کنند. متأسفانه قیمت برخی سکه‌ها ۱۰ تا ۱۵ میلیون تومان بالاتر از ارزش واقعی طلا در بازار عرضه می‌شود که یکی از چالش‌های فعلی بازار است.

چشم‌انداز قیمت طلا

به نظر من زمانی که طلا به عنوان پشتوانه بانک‌ها در دنیا مطرح است و جایگزین امنی برای سرمایه‌گذاران وجود ندارد، کاهش قیمت قابل توجهی در بازار جهانی نخواهیم دید. ممکن است معادن جدید کشف شود یا طلای بازیافتی وارد بازار شود، اما این موضوع اثر محدود خواهد داشت. با توجه به شرایط موجود، چشم‌انداز صعودی طلا ادامه خواهد داشت و احتمالاً قیمت آن حتی تا مرز ۵۰۰۰ دلار هم پیش خواهد رفت.

چرا طلا در بلندمدت ارزان نخواهد شد؟



برزو حق شناس

کارشناس بازارهای مالی

روند بلندمدت بازار طلا در سال‌های آینده همچنان صعودی خواهد بود و این نظر من بر چند دلیل استوار است. نخست اینکه طلا یک فلز بسیار محدود است و ذخایر آن نیز محدودیت دارد. تا امروز حدود ۶۵ هزار تن ذخایر شناخته‌شده طلا شناسایی شده که از نظر اقتصادی قابل استخراج هستند. با روند فعلی استخراج که حدود ۴ هزار تن در سال است، حتی برای ۲۰ سال آینده نیز کمبود عرضه وجود خواهد داشت. اگر نیاز بشر در سطح فعلی باقی بماند، افزایش تقاضا به‌طور طبیعی موجب رشد قیمت طلا خواهد شد. عامل دیگر تحولات جهانی است؛ امروزه طلا به‌عنوان جایگزینی برای ذخایر بانک‌های مرکزی به جای دلار مطرح شده است. این موضوع تقاضای اصلی طلا از سوی بانک‌های مرکزی را افزایش داده و در بلندمدت به صعودی بودن بازار کمک می‌کند. پیش‌بینی قیمت طلا دشوار است اما انتظار می‌رود در سال ۲۰۲۶، با توجه به روند تحولات جهانی، طلا سقف‌های جدیدی را تجربه کند.

بازار طلا و بازار ارزهای دیجیتال، از جمله بیت‌کوین، مکمل یکدیگر نیستند و در واقع رقیب یکدیگر محسوب می‌شوند. یکی از دلایل محدودیت رشد قیمت طلا پس از سال ۲۰۲۰، ایجاد بازار رمزارزها بود. بخشی از نقدینگی که امروز در بازار رمزارزها جریان دارد، در صورت نبود این بازار، به سمت طلا هدایت می‌شد و قیمت طلا بالاتر می‌رفت. بنابراین نمی‌توان این دو بازار را مکمل دانست، بلکه رقیب یکدیگر هستند.

سناریوهایی که ممکن است قیمت طلا را کاهش دهند

مهم‌ترین عاملی که می‌تواند قیمت طلا را کاهش دهد، کاهش تنش‌های تجاری بین چین و آمریکا است. هر گونه توافق جامع بین این دو کشور، بانک‌های مرکزی را از تبدیل ذخایر دلاری به طلا کمتر تشویق خواهد کرد. چین به عنوان بزرگ‌ترین خریدار طلا و دیگر بانک‌های مرکزی، در صورت حل شدن این تنش‌ها، تقاضای خود را تعدیل می‌کنند و این می‌تواند مانع افزایش شدید قیمت طلا شود. سایر عوامل مؤثر شامل کاهش تنش‌ها بین روسیه و اوکراین و حل مسائل خاورمیانه است. البته اثر این عوامل به اندازه تنش‌های تجاری بین چین و آمریکا نخواهد بود. طلا به عنوان یک سرمایه‌گذاری مطمئن، گزینه مناسبی برای گنجاندن در پرتفوی سرمایه‌گذاران است. بهترین رویکرد، خرید پله‌ای و تقسیم سرمایه در فواصل مختلف است تا در برابر نوسانات بازار، ریسک کنترل شود و سرمایه‌گذار بتواند از تغییرات قیمت بهره‌بردار.

وضعیت تقاضای داخلی

در ایران، طلا به‌عنوان یک سرمایه‌گذاری امن جا افتاده است. سیاست‌های کلان اقتصادی باعث شده سرمایه‌گذاران طلا را گزینه‌ای بدانند که به سرمایه خود خیانت نمی‌کند. این موضوع موجب شده که تقاضای داخلی در بلندمدت همچنان بالا باشد. تنها عاملی که می‌تواند این روند را تغییر دهد، بهبود توافقات سیاست خارجی است، اما با شرایط فعلی اقتصادی و سیاسی، تقاضای داخلی برای طلا همچنان قوی خواهد ماند.

طلا در عصر جنگ‌های تعرفه‌ای

از تغییر رفتار بانک‌های مرکزی تا ریسک‌های ژئوپلیتیک؛ چرا نااطمینانی تجاری هنوز بازار طلا را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟



فرخنده رفائی
روزنامه‌نگار

قیمت هر اونس طلای جهانی در سال میلادی جاری روندی افزایشی را تجربه کرده و حتی به رکورد ۴۴۰۰ دلار هم دست یافت؛ سطحی که بالاترین قیمت ماه‌های اخیر محسوب می‌شود. رشد پیوسته ارزش طلا، چشم‌انداز سرمایه‌گذاری و سید دارایی‌ها را در دنیا تحت تأثیر قرار داده و این پرسش را مطرح کرده که چه روندی برای بازار جهانی و همچنین بازار طلای ایران در ماه‌ها و فصل‌های پیش‌رو محتمل است. ماهنامه بازار و سرمایه در گفت و گو با «میثم‌هاشم‌خانی»، پژوهشگر اقتصاد اجتماعی، دلایل افزایش قیمت جهانی طلا، سناریوهای احتمالی و تأثیر روند تحولات جهانی بر بازار طلای ایران را بررسی کرده است.

باید به این نکته اشاره کنم که چین، کانادا، اتحادیه اروپا، هند و دیگر کشورهایی که ترامپ با آنها وارد جنگ تعرفه‌ای و تجاری شد، همچنان مقدار زیادی دلار و اوراق قرضه دلاری در ذخایر ارزی خود دارند و فقط مقداری از آن را به طلا تبدیل کرده‌اند. قاعدتا اگر این جنگ تجاری ادامه پیدا کند یا شدیدتر شود، دست این کشورها باز است که مقدار بیشتری از دلار کم کنند و به طلا در ذخایر خود اضافه کنند. این یعنی طلا می‌تواند قیمت‌های بالاتری را ببیند. از طرف دیگر اگر به هر حال توافقاتی شکل بگیرد و به‌طور خاص آمریکا با چین و اتحادیه اروپا بتوانند به توافق تجاری باثباتی برسند، قاعدتا بخشی از توافق این خواهد بود که این کشورها طلای کمتری بخرند و دلار و اوراق قرضه بیشتری را نگه‌دارند که طبیعتا در این صورت، روند کنونی معکوس خواهد شد.

■ خرید گسترده طلا توسط بانک‌های مرکزی چین و روسیه را می‌توان نوعی مقابله با سلطه دلار ارزیابی کرد؟

خیر، این ذهنیت که این کشورها می‌خواهند با سلطه دلار مقابله کنند، بسیار غلط است. قطعاً اگر می‌خواستند با دلار مقابله کنند، دلار را می‌فروختند و یورو یا پوند یا دلار کانادا یا ین می‌خریدند، اما اصلاً چنین اتفاقی نیفتاده، آنها دلار را فروختند و طلا خریدند و در حال حاضر دارایی‌ای را در اختیار دارند که در اقصی‌نقاط دنیا با دلار قیمت‌گذاری و معامله می‌شود. شما هرچه در اینترنت جستجو کنید جایی را پیدا نمی‌کنید که قیمت طلا را به یورو اعلام کند، یا به یوآن و دیگر ارزها. این کشورها چیزی خریدند که اساساً در همه جای دنیا به دلار مرتبط است و با دلار قیمت‌گذاری می‌شود. هدف آنها صرفاً اعمال فشار بر ترامپ است تا از تعرفه‌ها کوتاه بیايد. به محض این‌که ترامپ بپذیرد که تعرفه‌ها را منطقی کند و به دوره قبل از خودش برگرداند، خواهید دید که این کشورها طلا را می‌دهند و دلار می‌گیرند.

■ نقش صندوق‌های سرمایه‌گذاری در طلا (ETF) را در رشد قیمت جهانی طلا چگونه می‌بینید؟

بخشی از اینکه صندوق‌های سرمایه‌گذاری (ETF) به دنبال خرید

■ مهم‌ترین عامل رشد قیمت جهانی طلا در سال جاری چه بود؟

دو موضوع مهم باعث رشد قیمت جهانی طلا شد؛ موضوع اول که از نظر من مهم‌تر بود، برمی‌گردد به موضع‌گیری‌های متعدد ترامپ در مورد جنگ تجاری؛ اینکه واردات یک‌سری کالاها را ممنوع می‌کند یا تعرفه و مالیات خیلی سنگین بر واردات اعمال می‌کند که طبیعتاً باعث شد کشورهای دیگر هم در صدد تلافی بربایند. در عین حال ترامپ به‌طور غیررسمی و پشت صحنه وارد مسیر دیگری هم شد و از برخی کشورها خواست علیه کشور ثالث تعرفه ببندند. برای مثال از برخی کشورها خواست بر واردات کالا از چین، کانادا و اتحادیه اروپا تعرفه ببندند و کشورهایی که پذیرفتند، از جنگ تجاری و افزایش تعرفه روی کالاهایشان کوتاه آمد و آنهایی که نپذیرفتند هم تعرفه‌های سنگین‌تری برایشان وضع کرد. این موضوع باعث شد که کشورها به دو شیوه به دنبال تلافی باشند؛ یکی تعرفه گمرکی بستن روی واردات کالاهای آمریکایی، که البته این کار خیلی هم کارآمد نبود. چون بسیاری از صادرات آمریکا محصولات با تکنولوژی بسیار بالا هستند مثل قطعات مختلف در صنایع یا گوشی موبایل اپل و دیگر کالاهایی که ممنوعیت واردات آنها شاید خیلی تصمیم منطقی‌ای نباشد. مسیر دومی که خیلی از کشورها به دنبال آن رفتند این بود که بخشی از ذخایر ارزی‌شان را که به صورت دلار یا اوراق قرضه آمریکا بود، برای تلافی اقدامات ترامپ، به طلا تبدیل کنند. به طور خاص چین و اتحادیه اروپا خیلی این کار را انجام دادند که دلار و اوراق قرضه آمریکا را کمتر نگه‌دارند و آنچه که هست را بفروشند و به جای آن طلا بخرند. کشورهای دیگر نیز تا حدودی وارد این فرآیند شدند. به هر حال آنچه که باعث شد قیمت جهانی طلا در یک‌سال اخیر افزایش پیدا کند در درجه اول این بود که دولت‌های مختلف به‌ویژه دولت‌های کشورهایی که آمریکا با آنها وارد جنگ تجاری شده بود، شروع کردند به خریدن طلا و مقدار قابل توجهی هم خریدند.

■ اگر جنگ تجاری ادامه پیدا کند یا تشدید شود، چه اتفاقی برای طلا می‌افتد؟



■ آیا باور دارید طلا در روند بلندمدت برای سال‌ها رشد مستمر خواهد داشت؟

خیر، اینکه قیمت طلا به طور مستمر بالا برود، به اعتقاد من خیلی واقع‌بینانه نیست. پیش‌بینی من این است که جنگ تجاری که ترامپ آغاز کرده، احتمالا در یک چشم‌انداز یک تا یک‌و‌نیم ساله به تدریج با مذاکرات بین اقتصادهای توسعه‌یافته حل می‌شود. چون اقتصادهای توسعه‌یافته اساسا یاد گرفته‌اند که حتی در شرایط جنگ نظامی هم به طور رسمی یا غیررسمی، مدام سر میز مذاکره باشند، اختلافاتشان را حل کنند و سعی کنند به توافقات برنده-برنده برسند. طبیعتا در جنگ تجاری خیلی ساده‌تر می‌توانند به فرمول حل اختلافاتشان برسند. در عین حال، ترامپ در حزب جمهوری‌خواه، مخالفین جدی دارد که قاعدتا در نیمه دوم ریاست جمهوری، فشارها را بر ترامپ بیشتر خواهند کرد. کافی است به این نکته توجه داشته باشیم که رؤسای جمهور قبلی جمهوری‌خواه یعنی ریگان، جرج بوش پدر و جرج بوش پسر، هر سه به شدت دنبال توافق با کشورهای مختلف و کاهش تعرفه‌های گمرکی بودند. این افراد عقبه و ریشه عمیق در حزب جمهوری‌خواه دارند و این ایده ترامپ به نظر من شاید خیلی نتواند پایدار بماند.

ضمنا توجه کنیم که ترامپ در زمان رقابت‌های انتخاباتی اساسا چنین موضوعی را مطرح نکرده بود و به وضوح می‌دانست که اگر این جنگ تجاری را حتی در حزب جمهوری‌خواه مطرح کند شاید به رای او لطمه بخورد. فکر می‌کنم به تدریج این فشارها زیاد می‌شود و اگر این جنگ تجاری فروکش کند روند رشد طلا هم متوقف می‌شود.

■ غیر از تغییر سیاست‌های ترامپ در خصوص جنگ تجاری، در چه سناریویی ممکن است قیمت طلا کاهش پیدا کند؟

به نظر من سناریویی وجود ندارد. اگر سرمایه‌گذاری ادعا کند که ترامپ این جنگ تجاری را به طور مستمر ادامه می‌دهد یا رئیس‌جمهور آینده ایالات متحده هم همین سیاست را پیش خواهد گرفت، اساسا طلا به طور مستمر در حال رشد خواهد بود. به معنای دیگر، تا زمانی که جنگ تجاری ادامه داشته باشد، من چشم‌اندازی برای کاهش قیمت طلا نمی‌بینم.

■ تاثیر این شرایط بر ایران چیست؟

ما در ایران در یک فضای ایزوله از دنیا قرار داریم. در نتیجه تمام تحلیل‌ها درباره رفتار جهانی طلا و دلار و سهام، در ایران زیر سایه سنگین چشم‌انداز تحریم‌ها قرار می‌گیرد. قطعاً اگر همین فردا ایران با ایالات متحده به یک توافق می‌رسید و تحریم‌ها از بین می‌رفت، طلا در ایران -برعکس تمام دنیا- سقوط آزاد می‌کرد. عکس این فرض هم صادق است؛ یعنی اگر همین فردا آمریکا با چین به توافقی برسد که یکی از مفاد آن این باشد که چین نفت ایران را نبرد، صرف‌نظر از هرآنچه در دنیا اتفاق می‌افتد، طلا در ایران جهش زیادی خواهد کرد. ایران شرایط خاص خودش را دارد و تاثیر رویدادها در ایران و سطح بین‌المللی می‌تواند بسیار متفاوت باشد.

طلا هستند، به این برمی‌گردد که از دولت‌ها دنباله‌روی می‌کنند. وقتی می‌بینند بانک‌های مرکزی چین، ژاپن و اتحادیه اروپا با اعداد و ارقام بالایی طلا می‌خرند، طبیعتاً آنها هم از دولت‌ها پیروی کنند و طلا می‌خرند.

در عین حال باید توجه داشته باشید که طلا چیز دور انداختنی نیست؛ یعنی اساسا طلاهایی که طی صد سال اخیر تولید و استخراج شده تقریباً به تمامی موجود است. در نتیجه وقتی مجموعه‌ای مثلاً بانک مرکزی چین تصمیم می‌گیرد طلا بخرد، هرچقدر هم معادن طلا بیشتر استخراج کنند و بفروشند باز هم نمی‌توانند مازاد تقاضای چین را پاسخ دهند. چون اساسا طلای تولیدی در حد ۱ تا ۲ درصد کل طلای موجود دنیاست. کل طلایی که پیش‌بینی می‌شود سال بعد در دنیا تولید شود، یک الی ۲ درصد کل طلای موجود در دنیاست. در نتیجه، طلا با سایر کالاها متفاوت است. در کالاهای دیگر وقتی خرید زیاد می‌شود ممکن است عرضه‌کننده‌ها و استخراج‌کننده‌ها تولید را بالا ببرند و تعادل ایجاد کنند، اما درباره طلا چنین چیزی امکان‌پذیر نیست. به عبارت ساده‌تر، فقط دولت‌ها و بانک مرکزی چین، ژاپن و اتحادیه اروپا، همین امروز هرکدام به تنهایی، بسیار بیشتر از کل طلایی که می‌تواند در سال آینده از کل معادن دنیا استخراج شود، طلا دارند و صندوق‌ها هم همانطور که گفتیم دنباله‌رو دولت‌ها هستند.

■ آیا بدبینی نسبت به آینده اقتصاد جهانی در رشد طلا مؤثر بوده؟

بله، چشم‌انداز منفی در بورس‌های بین‌المللی باعث شده بعضی از سرمایه‌گذاران بزرگ، صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ (ETF)، و صندوق‌های بازنشستگی، چشم‌انداز سهام را مثبت نبینند. این موضوع باعث شده که تاحدی سهام کمتری نگه دارند و طلای بیشتری بخرند. اما به اعتقاد من دلیل این همان سیاست‌های ترامپ است، وقتی ترامپ تعرفه‌ها را افزایش می‌دهد و کشورهای دیگر هم متقابلاً تعرفه‌ها را بالا می‌برند کمپانی‌های بزرگ فرامی‌بخشند. مثلاً سامسونگ در چهار مشکل می‌شوند. مثلاً سامسونگ در کشورهای مختلف خط تولید دارد، مواد اولیه از کشورهای مختلف می‌خرد و به کشورهای مختلف محصول صادر می‌کند.

اگر سرمایه‌گذارها و سهامداران حس کنند که جنگ تعرفه‌ای قرار است در دنیا فراگیر شود، فکر می‌کنند که سامسونگ قرار است برای خرید ماده اولیه از کشور A و انتقال آن به خط تولید در کشور B تعرفه گمرکی بدهد و وقتی می‌خواهد محصول را از کشور B به کشور C صادر کند و بفروشد آنجا یک تعرفه گمرکی دیگر باید بپردازد و... وضعیت پیچیده می‌شود به ویژه آنکه یکی از همین کشورها خود آمریکا باشد که وضعیت به مراتب پیچیده‌تر می‌شود. اینجا ریسک کمپانی‌های صنعتی فرامی‌بخشد و وقتی می‌گوییم بدبینی به بازار سهام، اساساً منظور ما بازار سهام این شرکت‌هاست و گزینه شرکت‌هایی که در حوزه IT، اینترنت و هوش مصنوعی کار می‌کنند چون کالای زیادی صادر یا وارد نمی‌کنند ریسک تعرفه‌ای ندارند و ما می‌بینیم که ارزش سهام این شرکت‌ها در ماه‌های اخیر خیلی هم رشد کرده است. ولی چشم انداز شرکت‌های صنعتی فرامی‌بخشند و طبیعتاً است که تعدادی از سرمایه‌گذاران تا زمانی که این ریسک برقرار است تصمیم بگیرند ریسک شان را کاهش دهند و به سمت خرید طلا حرکت کنند.

66

اینکه قیمت طلا به طور مستمر بالا برود، خیلی واقع‌بینانه نیست. پیش‌بینی من این است که جنگ تجاری که ترامپ آغاز کرده، احتمالا در یک چشم‌انداز یک تا یک‌و‌نیم ساله به تدریج با مذاکرات بین اقتصادهای توسعه‌یافته حل می‌شود. چون اقتصادهای توسعه‌یافته اساساً یاد گرفته‌اند که حتی در شرایط جنگ نظامی هم به طور رسمی یا غیررسمی، مدام سر میز مذاکره باشند.

شکار بازده در بورس

افت دارایی‌های جهانی و رونق دوباره بازار سرمایه

گذاشت. این واگرایی شفاف نشان می‌دهد که جریان پول نه تنها شرکت‌های بزرگ و شاخص‌ساز، بلکه تمام سطوح بازار و نمادهای کوچک و متوسط را هدف قرار داده است. پدیده مذکور از تمایل جدی معامله‌گران به سمت دارایی‌های جامانده از رشد و بهره‌گیری از اهرم عملیاتی شرکت‌های کوچک در شرایط تورمی حکایت دارد.

ارزهای پایه

در جاده شتاب انتظارات تورمی

بازار ارز به عنوان موتور محرک قیمت‌ها در سراسر اقتصاد، طی دوره چهار ماهه فروردین تا مرداد، رشدی همگن و پرشتاب را تجربه کرد. دلار آمریکا با ثبت بازده ۲۷.۴ درصدی، خط کش جدیدی برای ارزش‌گذاری سایر دارایی‌ها ترسیم کرد. این مقطع، دوره انتقال ریسک‌های ژئوپلیتیک به متغیرهای بنیادی بازار ارز و تعمیق کسر بودجه ساختاری بود. سایر ارزهای معتبر بین‌المللی نیز رفتاری کاملاً همسو با دلار از خود نشان دادند، به‌طوری که یورو با بازده ۲۶.۳ درصدی و درهم امارات با رشد ۲۷.۴ درصدی، هماهنگی کامل سبد ارزهای خارجی را به نمایش گذاشتند. ثبت این بازدهی‌ها ثبات نسبی نرخ‌های ضربدری ارزها در بازار جهانی را تایید می‌کند و اثبات می‌کند که تمام فشار وارد شده بر بازار داخلی، ناشی از تضعیف ارزش پول ملی بوده است.

پارادوکس طلای داخلی

و سقوط اونس جهانی

بررسی بازار طلای خام در این مقطع، منطقی‌ترین نمود واگرایی متغیرهای داخلی و بین‌المللی را پیش‌روی تحلیلگران قرار می‌دهد. در حالی که قیمت جهانی اونس طلا با افت ۴.۳ درصدی از ۴۸۱۶ دلار به ۴۶۰۷ دلار تنزل یافت، طلای ۱۸ عیار در بازار داخل بازدهی ۲۳.۳ درصدی را ثبت کرد. این تضاد آشکار اثبات می‌کند که اهرم جهش دلار کاملاً اثر کاهشی اونس را خنثی کرده و تعیین‌کننده مطلق نرخ‌ها در بازار داخل بوده است.

در همین چارچوب، طلای ۲۴ عیار با رشد ۲۲.۶ درصدی و طلای دست دوم با بازدهی ۲۳.۳ درصدی، دقیقاً نوسانات طلای پایه را دنبال کردند. متغال طلا نیز با بازدهی ۲۳.۳ درصدی، انطباق کامل کل زنجیره طلای خام را با نرخ دلار به تصویر کشید. ناپدید شدن اثر اونس جهانی در معادل‌سازی داخلی طلا، شدت بالابودن ریسک‌های سیاسی و تورمی در اقتصاد کشور را آشکار می‌کند.

ریسک در تصمیم‌گیری معامله‌گران است. جابه‌جایی شدید نقدینگی از بازارهای سنتی به سمت بازار سرمایه پس از یک دوره توقف اضطرابی، شاخص‌ترین واقعه مالی این دوره به شمار می‌رود که توازن سنتی بازارها را کاملاً برهم زده است.

انفجار بازدهی در بازگشایی بورس

و واگرایی شاخص‌ها

بازار سرمایه پس از وقفه اجباری ناشی از شرایط ویژه، در سی‌ام اردیبهشت‌ماه وارد مدار معامله شد و عملکردی بی‌سابقه از خود به ثبت رساند. رشد شگفت‌انگیز ۶۱.۱ درصدی شاخص کل طی حدود سه ماه، نشان‌دهنده ورود پرفشار جریان نقدینگی و پر کردن شکاف عقب‌ماندگی بازار نسبت به تورم انتظاری بود. این جهش عظیم، بازار سهام را در صدر بازدهی‌های ثبت شده در تمام بخش‌های سرمایه‌گذاری کشور قرار داد. در سوی دیگر، شاخص کل هم‌وزن با بازدهی چشمگیر ۷۷.۳ درصدی، عملکردی به مراتب قدرتمندتر از شاخص کل برجای

بازارهای دارایی در چارچوب اقتصاد کلان همواره بازتابی از انتظارات تورمی، ریسک‌های سیستمی و جابه‌جایی جریان نقدینگی میان پناهگاه‌های امن و دارایی‌های ریسکی هستند. بررسی مقایسه‌ای عملکرد بازارهای ارز، طلا، سکه و بورس در بازه فروردین تا مرداد سال جاری، تصویری روشن از نحوه مواجهه سرمایه‌گذاران با تلاطم‌های سیاسی و فاز بازگشایی بازارها پس از شوک‌های حاد ارائه می‌دهد. این گزارش با تمرکز بر بازدهی در دو مقطع زمانی فروردین تا مرداد برای دارایی‌های پایه و اردیبهشت تا مرداد برای شاخص‌های بورسی، سازوکار حرکت بازارها را کالبدشکافی می‌کند.

تحلیل عمیق مناسبات قیمتی نشان می‌دهد که متغیر اصلی پیشران در اقتصاد داخلی، جهش ارزهای پایه و به تبع آن شکل‌گیری حباب انتظاراتی در کلیه بازارها بوده است. با این حال، رفتارهای ناهمنام و ناهمگن در بازدهی میان‌مدت و کوتاه‌مدت، گویای تغییر وزن پارامترهای

بازده بازارها در ۵ ماهه سال جاری

نام دارایی / شاخص	بازه زمانی مبنا	بازده (درصد)
شاخص کل هم‌وزن	۳۰ اردیبهشت تا ۳۱ مرداد	٪۷۷.۳
شاخص کل بورس	۳۰ اردیبهشت تا ۳۱ مرداد	٪۶۱.۱
دلار آمریکا	۳۱ فروردین تا ۳۱ مرداد	٪۲۷.۴
درهم امارات	۳۱ فروردین تا ۳۱ مرداد	٪۲۷.۴
یورو	۳۱ فروردین تا ۳۱ مرداد	٪۲۶.۳
طلای ۱۸ عیار	۳۱ فروردین تا ۳۱ مرداد	٪۲۳.۳
طلای دست دوم	۳۱ فروردین تا ۳۱ مرداد	٪۲۳.۳
متغال طلا	۳۱ فروردین تا ۳۱ مرداد	٪۲۳.۳
طلای ۲۴ عیار	۳۱ فروردین تا ۳۱ مرداد	٪۲۲.۶
سکه گرمی	۳۱ فروردین تا ۳۱ مرداد	٪۲۲.۰
سکه بهار آزادی	۳۱ فروردین تا ۳۱ مرداد	٪۲۱.۹
سکه امامی	۳۱ فروردین تا ۳۱ مرداد	٪۲۱.۱
نقره ۹۹.۹	۳۱ فروردین تا ۳۱ مرداد	٪۱۲.۹
ربع سکه	۳۱ فروردین تا ۳۱ مرداد	٪۱۰.۴
اونس جهانی طلا	۳۱ فروردین تا ۳۱ مرداد	-٪۴.۳



شکاف سنگین اهرمی‌ها

سبقت صندوق‌های پیشتاز از شاخص کل و همتایان جامانده

بازار سرمایه در فاصله ۱۰ مرداد تا ۱۰ شهریور ۱۴۰۵ یکی از پرنوسان‌ترین و در عین حال جذاب‌ترین دوره‌های بازدهی خود را به ثبت رساند. در این بازه زمانی یک‌ماهه، معامله‌گران شاهد تقابل آشکار میان سنجه ساختاری بازار یعنی شاخص کل و ابزارهای پرریسک‌تر نظیر صندوق‌های اهرمی بودند. صندوق‌های اهرمی که به عنوان نمادهای شتاب‌دهنده سود و زیان شناخته می‌شوند، بار دیگر نشان دادند که در هنگام چرخش‌های مثبت نماگرهای اصلی، توانایی بالایی برای عبور از بازده میانگین بازار دارند. تحلیل رفتار خریداران و جریان وجوه نقد در این یک ماه گویای آن است که معامله‌گران ریسک‌پذیرتر به سمت این ابزارها هجوم برده‌اند. وجود اعتبار و ساختار اهرمی در ارزش خالص دارایی‌های این صندوق‌ها موجب شد تا تکانه‌های مثبت بازار با ضریب بیشتری در قیمت پایانی آن‌ها منعکس شود. بررسی دقیق وضعیت کلی بورس نشان می‌دهد که تثبیت نسبی متغیرهای کلان در کنار ارزندگی قیمت‌ها، محرک اصلی حرکت پرشتاب بازار در این مقطع زمانی یک‌ماهه بوده است.

کالبدشکافی پرواز نمادهای شتاب‌دار

عملکرد صندوق‌های اهرمی مورد بررسی که ارزش خالص دارایی آن‌ها فراتر از ۱ هزار میلیارد تومان است، یکدست و یکنواخت نیست. صندوق سهامی اهرمی کاریزما با نماد اهرم با ثبت بازدهی ۴۴.۳ درصد در صدر جدول بازدهی این گروه قرار گرفت و توانست انتظارات دارندگان واحدهای ممتاز را به بهترین شکل پاسخ دهد. فاصله‌گیری معنادار عملکرد این صندوق از نماگر اصلی بازار، به خوبی کارایی مدیریت پرتفوی و بهره‌گیری حداکثری از اهداف نوسان‌گیری را در طول این بازه یک‌ماهه به تصویر کشید. در رتبه دوم، صندوق اهرمی شاخصی کیان با نماد دوایکس با ثبت بازدهی ۴۳.۶۳ درصد پا به پای صدرنشین حرکت کرد و توانست قدرت الگوریتم‌های شاخصی خود را نشان دهد. این عملکرد برجسته اثبات کرد که ساختار سبد دارایی این صندوق تمایل شدیدی به همبستگی مثبت با نمادهای شاخص‌ساز داشته است. موفقیت این نماد در ثبت چنین بازدهی درخشان، اقبال فزاینده اهالی بازار به ابزارهای مبتنی بر شاخص در ادوار صعودی را بیش از پیش توجیه می‌کند.

ناهمگونی در سبد اهرمی‌ها

صندوق سهامی اهرمی موج فیروزه نیز با کسب بازدهی ۳۶.۶۲ درصد عملکردی بالاتر از میانگین صنعت و شاخص کل بورس به ثبت رساند. این صندوق با بهره‌گیری هوشمندانه از تغییرات ترکیب سهام و بازچینی سریع سهام تحت مدیریت، توانست شیب صعودی پایدار و مطمئنی را در طول ماه مرداد و شهریور حفظ کند. شتاب جریانات نقدی ورودی به این نماد، نشان از اعتماد فعالان بازار به قدرت مانور مدیران آن در مدیریت نوسانات شدید دارد.

در همین حال، سهام اهرمی بیدار با بازدهی ۳۵.۵۶ درصد و اهرمی شتاب آگاه با بازدهی ۳۴.۵۵ درصد موفق شدند بالاتر از خط مبنا یعنی شاخص کل بایستند. این عملکرد مثبت و بالاتر از میانگین کلی بازار، فرضیه کارایی ساختار اهرمی را در شرایط صعودی به خوبی تأیید کرد. هرچند فاصله

سرکوب حباب در مسکوکات

و رفتار محافظه‌کارانه فلزات گرانبها

خانواده سکه طلا در دوره مورد بررسی، بازده به نسبت کمتری در مقایسه با طلای خام به ثبت رساند که گویای تخلیه بخشی از حباب قیمتی پیشین در این بازار است. سکه بهار آزادی با رشد ۲۱.۹ درصدی و سکه امامی با بازده ۲۱.۱ درصدی، هرچند بازده قابل توجهی داشتند اما عقب‌ماندگی جزئی آن‌ها از طلای ۱۸ عیار، نشان از فروکش کردن هیجان خریداران در قطعات بزرگتر دارد.

قطعات کوچک‌تر سکه نیز الگوی مشابهی را طی کردند؛ ربع سکه با ثبت ضعیف‌ترین بازده در گروه طلا و سکه، تنها ۱۰.۴ درصد رشد کرد و سکه گرمی بازدهی ۲۲ درصدی را برجای گذاشت. در نهایت، نقره با خلوص بالا با بازده ۱۲.۹ درصدی، عملکردی پایین‌تر از طلای خام ارائه داد که این امر ناشی از غلبه بعد صنعتی نقره و افت قیمت جهانی آن در بازارهای بین‌المللی همگام با اونس بود.

مقایسه جامع تمام بازدهی‌ها

مقایسه صریح و ارتقای داده‌های تمام شاخص‌ها نشان می‌دهد که بازار سرمایه چه در قامت شاخص هم‌وزن و چه در قالب شاخص کل، برنده مطلق رقابت بازدهی در طول این چند ماه بوده است. با وجود آنکه بازار بورس زمان کمتری برای معامله در اختیار داشت، توانست با کسب بازدهی‌های بالای ۶۰ و ۷۰ درصد، تمامی بازارهای رقیب شامل ارزها، طلا و سکه را با فاصله‌ای بسیار چشمگیر پشت سر بگذارد. این امر نشان می‌دهد که پس از گشایش بازارها، سرمایه‌گذاران بازار سهام را جذاب‌ترین بستر برای جبران جاماندگی از تورم تشخیص داده‌اند.

در رتبه بعدی، بازار ارزها با بازدهی در کانال ۲۷ درصد قرار گرفت که به عنوان سوخت موتور تورم، عملکردی یکنواخت و بدون واگرایی داشت. طلای خام نیز با بازدهی در محدوده ۲۳ درصد، به خوبی نقش پناهگاه امن را ایفا نمود، اما سکه‌ها به دلیل فشار تخلیه حباب و ربع سکه با ثبت بازدهی ضعیف ۱۰ درصدی، در رتبه‌های پایینی جدول بازدهی قرار گرفتند.

در نهایت اونس جهانی تنها دارایی با بازدهی منفی بود که نشان داد نیروهای کلان اقتصاد ایران کاملاً ارتباط بازار داخلی طلا را از منطق جهانی جدا کرده‌اند.

سایه سنگین نقدشوندگی بر بازده

عقب ماندگی صندوق های بزرگ
سهامی از جهش یک ماهه بورس

بازار سرمایه در فاصله ۱۰ مرداد تا ۱۰ شهریور ۱۴۰۵ یکی از پرشتاب ترین ادوار صعودی خود را تجربه کرد و نامگر اصلی بازار توانست قلعه های جدیدی را فتح کند. در این بازه زمانی یک ماهه، جریان نقدینگی قدرتمندی به سمت کلیت بازار روانه شد و ارزش معاملات خرد به سطوح چشمگیری رسید. اما بررسی دقیق رفتار بازیگران بزرگ نشان می دهد که همه بخش های بازار به یک اندازه از این موج صعودی نفع نبرده اند.

صندوق های بزرگ سهامی که حجم خالص دارایی های آن ها فراتر از ۱ هزار میلیارد تومان است، در این ماه آزمون بسیار پیچیده ای را پشت سر گذاشتند. مدیریت حجم عظیمی از منابع مالی در ادوار صعودی سریع، نیازمند انعطاف پذیری بالایی است که معمولاً ساختار سنگین این صندوق ها مانع از تحقق آن می شود. تحلیل عملکرد این نهادها در مقایسه با شاخص کل، جزئیات مهمی از نحوه مواجهه مدیران سرمایه گذاری با موج های نوسانی را برملا می کند.

شکاف ساختاری میان بازده شاخص و پرتفوی نهادی

نگاهی به بازده ۳۰.۲۵ درصد شاخص کل بورس تهران در این دوره یک ماهه گویای رونق همه جانبه در نمادهای شاخص ساز و بزرگ بازار است. با این حال، مقایسه این آمار با عملکرد صندوق های سهامی بزرگ، نوعی واگرایی عمیق را میان حرکت شاخص و سبد دارایی های تحت مدیریت نشان می دهد. هیچ یک از صندوق های بزرگ مورد بررسی نتوانستند بازدهی هم پای نامگر اصلی بازار ارائه دهند و عملکرد همگی پایین تر از خط مبنا ثبت شد. بررسی عملکرد برترین نماد این گروه یعنی ثروت آفرین تمدن با ثبت بازده ۲۲.۷۷ درصد نشان دهنده ایجاد بالاترین بازدهی در میان همتایان بزرگ است. این صندوق با اتخاذ استراتژی های تهاجمی تر و تمرکز بیشتر بر نمادهای با «بتا» بالا توانست بالاترین بازدهی را محقق کند. با این حال، حتی این کارنامه موفق نیز با شاخص کل فاصله ای ۷.۴۸ درصد دارد که نشان دهنده فرسایش

کمی میان بازدهی این دو نماد وجود داشت، اما هر دو توانستند رضایت معامله گران نوسان گیر و پرریسک را جلب کنند.

سایه سنگین مدیریت بر کارنامه عملکرد

بررسی انتهای جدول بازدهی اهرمی ها، حواشی و تفاوت های معنادار سبک های مدیریتی را روشن می کند. اهرمی پیشران پارسیان با بازدهی ۲۷.۲۶ درصد و اهرمی توان مفید با ۲۷.۱۱ درصد نتوانستند پا به پای شاخص کل حرکت کنند. با وجود بهره مندی از مکانیسم اهرم، ترکیب سبد دارایی های این صندوق ها متمایل به نمادهای کندتر بازار بود و همین مانع از جهش حداکثری بازده آن ها در طول صعود یک ماهه شد.

در پایین ترین سطح بازدهی این گروه، اهرمی جهش فارابی با بازدهی ۲۶.۵۱ درصد و سهامی اهرمی نارنج با بازدهی ۲۳.۸۷ درصد قرار گرفتند. این دو نماد نه تنها از بقیه همتایان اهرمی خود جا ماندند، بلکه در بازخوانی نسبت به شاخص کل نیز جاماندگی شدیدی را به نمایش گذاشتند. بازدهی پایین تر از شاخص کل در صندوق های اهرمی، خطرات ناشی از انتخاب نادرست سهام و مدیریت نامناسب اهرم را در ادوار صعودی به رخ می کشد.

سنجش میانگین بازدهی در برابر شاخص کل

محاسبه میانگین بازدهی مجموعه صندوق های اهرمی منتخب با ارزش خالص دارایی بیش از ۱ هزار میلیارد تومان، عدد ۳۲.۷۶ درصد را به دست می دهد. این عدد به روشنی گویای آن است که کل صنعت صندوق های اهرمی در این بازه زمانی توانسته عملکردی فراتر از شاخص کل داشته باشد. این برتری ۲.۵۱ درصدی میانگین صندوق ها نسبت به نامگر اصلی، در نگاه اول موفقیت کلی این ابزار مالی را در جلب بازدهی بیشتر تأیید می کند. با این وجود، اختلاف بازدهی میانگین ۳۲.۷۶ درصد با شاخص کل ۳۰.۲۵ درصد، نشان دهنده فرسایش های ناشی از ساختار هزینه و انتخاب سهام در برخی صندوق ها است. اگرچه صندوق های برتر نتوانستند فاصله ۱۴ درصدی ایجاد کنند، اما عملکرد ضعیف نمادهای انتهای جدول موجب شد تا میانگین کل صندوق ها تنزل یابد. این شکاف عمیق میان بهترین و ضعیف ترین اهرمی، ضرورت تحلیل دقیق فردی نمادها را برای معامله گران روشن می کند.

مقایسه بازده صندوق های اهرمی از ۱۰ مرداد تا ۱۰ شهریور

نام دارایی / صندوق	بازده (درصد)	اختلاف با شاخص کل (درصد)
اهرم	٪۴۴.۳	+٪۱۴.۰۵
دوایکس	٪۴۳.۶۳	+٪۱۳.۳۸
موج	٪۳۶.۶۲	+٪۶.۳۷
بیدار	٪۳۵.۵۶	+٪۵.۳۱
شتاب	٪۳۴.۵۵	+٪۴.۳۰
پیشران	٪۲۷.۲۶	-٪۲.۹۹
توان	٪۲۷.۱۱	-٪۳.۱۴
جهش	٪۲۶.۵۱	-٪۳.۷۴
نارنج	٪۲۳.۸۷	-٪۶.۳۸
متوسط بازدهی صندوق های اهرمی	٪۳۲.۷۶	+٪۲.۵۱
شاخص کل بورس تهران	٪۳۰.۲۵	٪۰.۰۰

درس های یک ماه نوسان در بازار سرمایه

تحلیل مقایسه ای دوره ۱۰ مرداد تا ۱۰ شهریور ۱۴۰۵ نشان می دهد که صندوق های اهرمی ابزاری دوسویه و فارغ از ضمانت مطلق برای کسب سودهای شگفت انگیز هستند. هرچند میانگین بازده این صندوق ها با ۳۲.۷۶ درصد بالاتر از ۳۰.۲۵ درصد شاخص کل قرار گرفت، اما شکاف ۲۰.۴۳ درصدی میان بازدهی بهترین صندوق یعنی کاریزما با ۴۴.۳ درصد و ضعیف ترین آنها یعنی نارنج با ۲۳.۸۷ درصد، نقش کلیدی انتخاب درست نماد را اثبات کرد. موفقیت واقعی در این بازار، نیازمند ارزیابی پیوسته ساختار سبد دارایی و سطح اهرم عملیاتی هر صندوق توسط سرمایه گذاران است.

رقابت فشرده

در میانه جدول نهادهای بزرگ

در رتبه‌های بعدی ثروت داریوش با بازده ۲۲.۴۲ درصد و جوانه کوچک گندم با ۲۱.۵۶ درصد قرار گرفتند و توانستند عملکرد نسبتاً پایداری ارائه دهند. مدیریت این صندوق‌ها با بازچینی سریع‌تر پرتفوی و کاهش وزن نقدینگی توانست تا حدی از افت بازده نسبت به کل بازار جلوگیری کند. موفقیت نسبی این نمادها در حفظ فاصله کمتر با شاخص، نشان‌دهنده مانورپذیری بالاتر مدیران آن‌ها در مقایسه با سایر رقبا در طول ماه مرداد و شهریور است.

صندوق‌های افق ملت با بازده ۲۰.۹۵ درصد و آوای سهام کیان با ۲۰.۶۲ درصد نیز در گروه صندوق‌هایی قرار گرفتند که بازدهی بالاتر از ۲۰ درصد را به ثبت رساندند. عملکرد این دو نماد گویای همبستگی نسبی پرتفوی آن‌ها با صنایع پیش‌تاز بازار در این بازه زمانی یک‌ماهه است. با این حال، نگهداری بخشی از دارایی‌ها در قالب اوراق درآمد ثابت یا وجه نقد برای مدیریت ریسک ابطال، مانع از ثبت اعداد بالاتر شد.

تراکم بازده در محدوده ۱۹ تا ۲۰ درصد

گروه دیگری از صندوق‌های بزرگ شامل ثروت آفرین ثمین با بازده ۲۰.۵۹ درصد و اندیشه خیرگان سهام با ۲۰.۴۵ درصد عملکردی بسیار نزدیک به یکدیگر به نمایش گذاشتند. این تشابه بازده نشان‌دهنده پیروی اکثر مدیران سرمایه‌گذاری از الگوهای تخصیص دارایی مشابه در شرایط صعودی بازار است. اکثر این نهادها وزنی مشابه را به صنایع اصلی مانند پتروشیمی، فلزات اساسی و فراورده‌های نفتی اختصاص داده بودند. صندوق‌های ثروت آفرین پارسیان با بازده ۱۹.۸۶ درصد، ثروت‌هامون با ۱۹.۶۹ درصد و آرمان آتیه درخشان مس با ۱۹.۳۸ درصد نیز در همین محدوده بازده متوقف شدند. این نمادها با وجود دارا بودن منابع مالی هنگفت، به دلیل وزن بالای سهم‌های بنیادین اما کم‌نوسان‌تر، نتوانستند از تمام شتاب صعودی بازار بهره‌مند شوند. افت بازده این گروه نسبت به شاخص کل به حدود ۱۰.۸۶ درصد تا ۱۰.۳۹ درصد رسید که نشان‌دهنده تأثیر منفی سهام سنگین بر میانگین بازده است.

پایین‌تر از خط میانگین؛

حاشیه کم‌تحرك بازار

در بخش دیگری از جدول، صندوق‌های آوان ژرف آگاه با ثبت بازده ۱۸.۹۶ درصد و بذر امید آفرین با ۱۷.۲۸ درصد جای

مقایسه بازده صندوق‌های سهام از ۱۰ مرداد تا ۱۰ شهریور

نام دارایی / صندوق	بازدهی (درصد)	اختلاف بازده با شاخص کل (درصد)
ثروت آفرین تمدن	۲۲.۷۷٪	-۷.۴۸٪
ثروت داریوش	۲۲.۴۲٪	-۷.۸۳٪
جوانه کوچک گندم	۲۱.۵۶٪	-۸.۶۹٪
افق ملت	۲۰.۹۵٪	-۹.۳۰٪
آوای سهام کیان	۲۰.۶۲٪	-۹.۶۳٪
ثروت آفرین ثمین	۲۰.۵۹٪	-۹.۶۶٪
اندیشه خیرگان سهام	۲۰.۴۵٪	-۹.۸۰٪
ثروت آفرین پارسیان	۱۹.۸۶٪	-۱۰.۳۹٪
ثروت‌هامون	۱۹.۶۹٪	-۱۰.۵۶٪
آرمان آتیه درخشان مس	۱۹.۳۸٪	-۱۰.۸۷٪
آوان ژرف آگاه	۱۸.۹۶٪	-۱۱.۲۹٪
بذر امید آفرین	۱۷.۲۸٪	-۱۲.۹۷٪
آسمان آرمانی سهام	۱۶.۶۱٪	-۱۳.۶۴٪
توسعه اطلس مفید	۱۶.۱۹٪	-۱۴.۰۶٪
انار نماد ارزش	۱۰.۲۴٪	-۲۰.۰۱٪
متوسط بازدهی صندوق‌های سهامی	۱۸.۷۹٪	-۱۱.۴۶٪
شاخص کل بورس تهران	۳۰.۲۵٪	۰.۰۰٪

این عدد نشان می‌دهد که کل صنعت صندوق‌های بزرگ سهامی به طور میانگین ۱۱.۴۶ درصد از شاخص کل بورس تهران عقب مانده‌اند. این واگرایی معنادار اثبات می‌کند که در صعودهای «شارپ» و سریع، شاخص کل معمولاً سرعت بیشتری نسبت به صندوق‌های بزرگ کلان دارد.

تحلیل علت‌ها و پیامدهای

جاماندگی صندوق‌ها

تحلیل کیفی داده‌های کمی نشان می‌دهد که اصلی‌ترین علت جاماندگی متوسط بازدهی ۱۸.۷۹ درصد صندوق‌ها از ۳۰.۲۵ درصد شاخص کل، الزامات نقدشوندگی و ریسک ابطال واحدهاست. مدیران صندوق‌های بزرگ برای پاسخگویی به درخواست‌های ابطال روزانه، مجبور به نگهداری درصدی از دارایی‌ها به صورت نقد یا اوراق با درآمد ثابت هستند. همین موضوع در ادوار صعودی شارپ، مانند یک وزنه سنگین عمل کرده و مانع از همراهی کامل صندوق با جهش بورس می‌شود. عامل دوم، عدم امکان تغییر سریع در ترکیب سبد دارایی صندوق‌های با ارزش بیش از ۱ هزار میلیارد تومان به دلیل محدودیت‌های هسته معاملات و حجم مبناست. فروش یک سهم سنگین و خرید سهم‌های پرتانسیل برای این صندوق‌ها روزها زمان می‌برد که در صعودهای سریع باعث جا ماندن آن‌ها می‌شود. در نهایت، تمرکز شاخص کل بر نمادهای شاخص‌ساز و عدم تسری کامل رشد به کلیت سهام موجود در سبد صندوق‌ها، این فاصله بازدهی را عمیق‌تر کرده است.

گرفتند. این صندوق‌ها به دلیل اتخاذ استراتژی‌های محافظه‌کارانه‌تر و سهم کمتر از نمادهای کوچک و پرتانسیل، سرعت رشد پایین‌تری را نسبت به کلیت بورس تجربه کردند. جاماندگی بیش از ۱۱ درصد این نمادها از شاخص کل، انتقاداتی را از سوی سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر متوجه مدیریت این مجموعه‌ها می‌کند.

صندوق‌های آسمان آرمانی سهام با بازده ۱۶.۶۱ درصد و توسعه اطلس مفید با ۱۶.۱۹ درصد در رتبه‌های انتهایی این ارزیابی مقایسه‌ای قرار گرفتند. این دو نماد نتوانستند حتی نصف بازده شاخص کل بورس را برای دارندگان واحدهای خود ارمغان آورند. عدم تغییر به موقع ترکیب دارایی‌ها و ماندگاری در نمادهای خنثی یا نزولی، عامل اصلی این عملکرد ضعیف در طول دوره یک‌ماهه مورد بررسی بوده است.

استثنای منفی در کارنامه مدیریت سهام

ضعیف‌ترین عملکرد در میان صندوق‌های سهامی بزرگ با ارزش دارایی فراتر از ۱ هزار میلیارد تومان به «انار نماد ارزش» با بازده ۱۰.۲۴ درصد اختصاص یافت. این بازده ضعیف در حالی به ثبت رسید که شاخص کل بورس در همین بازه زمانی رشد ۳۰.۲۵ درصد را تجربه کرده بود. این شکاف عمیق ۲۰.۰۱ درصد میان بازده صندوق و ناماگر اصلی، نشان‌دهنده اشتباهات محرز در چیدمان سبد دارایی و عدم همراهی با شرایط کلی بازار است. با محاسبه متوسط بازده کلیه صندوق‌های سهامی منتخب با ارزش خالص دارایی بیش از ۱ هزار میلیارد تومان، عدد ۱۸.۷۹ درصد به دست می‌آید.

برتری ملموس شمش کاغذی

سبقت ابزارهای مدرن بورسی از بازار سنتی طلا و سکه



از گواهی سپرده شمش طلا و مدیریت اهرم‌های در دسترس، مانورپذیری بسیار بالاتری دارند. این انعطاف‌پذیری عملیاتی موجب شد تا بازده تمام صندوق‌های بزرگ از طلای فیزیکی و سکه پیشی بگیرد.

پیش‌تازان بازده در عرصه شمش‌های کاغذی

در صدر جدول عملکرد، صندوق طلای زرین ملت با ثبت بازدهی ۲۰.۸۶ درصد رتبه نخست را به خود اختصاص داد و کارنامه‌ای درخشان بر جای گذاشت. این صندوق با بهره‌گیری هوشمندانه از نوسانات گواهی سپرده و تخصیص بهینه دارایی‌ها، بیشترین فاصله مثبت را با بازار سنتی ایجاد کرد. ثبت این عدد گواهی بر کارایی بالای استراتژی‌های مدیریت فعال در ابزارهای مبتنی بر کلاست. صندوق س. کالای کوروش نیز با کسب بازدهی ۲۰.۸ درصد در تعقیب صدرنشین قرار گرفت و توانست انتظارات سرمایه‌گذاران را به بهترین شکل برآورده سازد. همبستگی بالای پرتفوی این صندوق با گواهی‌های شمش طلا، امکان جذب کامل تکانه‌های مثبت بازار را فراهم ساخت. این عملکرد برجسته نشان داد که انتخاب دقیق ترکیب دارایی می‌تواند بازدهی مازاد معناداری نسبت به طلای خام ایجاد کند.

تراکم بازدهی در محدوده ۲۰ درصد

گروه دیگری از صندوق‌های بزرگ توانستند بازدهی خود را در محدوده کانال ۲۰ درصد تثبیت کنند و ثبات عملکردی بالایی را به نمایش بگذارند. صندوق‌های سیمای کاردان با ۲۰.۳۴ درصد، مبتنی بر کالای کهریا با ۲۰.۳۱ درصد و طلای آسمان آلتون با ۲۰.۳ درصد رقابتی بسیار نزدیک را ثبت کردند. این میزان از هماهنگی

بازار دارایی‌های بر پایه طلا در فاصله ۱۰ مرداد تا ۱۰ شهریور ۱۴۰۵ یکی از پرتحرک‌ترین ادوار معاملاتی خود را ثبت کرد. در این بازه زمانی یک‌ماهه، هم‌زمانی نوسانات نرخ ارز با تحرکات بازار کلان موجب شد تا موج تازه‌ای از تقاضا روانه بازار طلا شود. با این حال، تحلیل دقیق بازدهی صندوق‌های طلا نشان می‌دهد که معامله‌گران فعال در ابزارهای نوین بورس، دست بالاتر را در کسب سود داشته‌اند.

صندوق‌های طلای بزرگ که حجم خالص دارایی‌های آن‌ها فراتر از ۱ هزار میلیارد تومان است، در این ماه توانستند نقش برجسته‌ای در جذب نقدینگی ایفا کنند. ساختار شفاف، نقدشوندگی بالا و امکان مدیریت فعال حباب قیمتی موجب شد تا این ابزارها عملکردی متمایز ارائه دهند. ارزیابی مقایسه‌ای کارنامه این نهادها با طلا و سکه واقعی، ابعاد تازه‌ای از مزیت‌های استراتژیک شمش‌های کاغذی را آشکار می‌کند.

عقب‌ماندگی بازار سنتی از ابزارهای بورسی

بررسی بازده بازار سنتی نشان می‌دهد طلا ۱۸.۷۰ درصد و سکه بهار آزادی ۱۸.۲۳ درصد رشد را در این بازه یک‌ماهه تجربه کرده‌اند. این اعداد اگرچه بازدهی مثبت و جذابی محسوب می‌شوند، اما در مقایسه با عملکرد کلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در طلا در مرتبه پایین‌تری قرار می‌گیرند. عدم امکان نوسان‌گیری سریع و هزینه‌های معاملاتی بالاتر در بازار فیزیکی، مانع از تحقق بازدهی حداکثری برای معامله‌گران سنتی شد.

در سمت مقابل، صندوق‌های طلای منتخب با ارزش دارایی بالای ۱ هزار میلیارد تومان همگی بازدهی‌های بالای ۱۹ درصد را ثبت کردند. این واگرایی مثبت اثبات کرد که مدیران صندوق‌ها با بهره‌گیری

مقایسه بازده صندوق‌های طلا با طلای فیزیکی و اختلاف بازده آنها با سکه

نام دارایی / صندوق	بازده (درصد)	اختلاف با طلا (درصد)	اختلاف با سکه (درصد)
طلای زرین ملت	۲۰.۸۶٪	+۲.۱۶٪	+۲.۶۳٪
س. کالای کوروش	۲۰.۸٪	+۲.۱۰٪	+۲.۵۷٪
سیمای کاردان	۲۰.۳۴٪	+۱.۶۴٪	+۲.۱۱٪
مبتنی بر کالای کهریا	۲۰.۳۱٪	+۱.۶۱٪	+۲.۰۸٪
طلای آسمان آلتون	۲۰.۳٪	+۱.۶۰٪	+۲.۰۷٪
عیار مفید	۲۰.۲۸٪	+۱.۵۸٪	+۲.۰۵٪
پشتوانه طلای گلدیس نوین	۲۰.۲۱٪	+۱.۵۱٪	+۱.۹۸٪
س. کالای آگاه	۱۹.۹۴٪	+۱.۲۴٪	+۱.۷۱٪
مبتنی بر کالای آگاه	۱۹.۶٪	+۰.۹۰٪	+۱.۳۷٪
نگین فارس	۱۹.۴٪	+۰.۷۰٪	+۱.۱۷٪
طلای زردیس خلیج فارس	۱۹.۴٪	+۰.۷۰٪	+۱.۱۷٪
متوسط بازدهی صندوق‌ها	۲۰.۰۴٪	+۱.۳۴٪	+۱.۸۱٪
طلای ۲۴ عیار	۱۸.۷۰٪	۰.۰۰٪	+۰.۴۷٪
سکه بهار آزادی	۱۸.۲۳٪	-۰.۴۷٪	۰.۰۰٪

نگاهی به ارزش پنهان غول‌های دارویی بورس

گزارش تحلیلی و مقایسه‌ای هلدینگ‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارویی در بازار سرمایه



بهناز اکبرپور

مدیرتحلیل کارگزاری سرمایه‌گذاری ملی ایران

صنعت مواد و محصولات دارویی در ماه‌های اخیر با استقبال فعالان بازار سرمایه مواجه شده است. آزادسازی تدریجی نرخ‌گذاری محصولات و اصلاح ارز واردات مواد اولیه، از مهم‌ترین عوامل تقویت سودآوری شرکت‌های این صنعت بوده و به رشد قابل‌توجه بسیاری از نمادهای دارویی منجر شده است.

ارزش بازار این صنعت در بورس تهران به حدود ۷۹۳/۸۱۰ میلیارد تومان، معادل ۳,۹۶۹ میلیون دلار، رسیده و ۴ درصد از کل بازار سرمایه را تشکیل می‌دهد. در بازار سرمایه، شش شرکت و هلدینگ اصلی شامل تیپیکو، وپخش، شفا، والبر، دسبحا و برکت در این حوزه فعالیت می‌کنند. تیپیکو با ارزش بازار ۹۳,۳۱۲ میلیارد تومان و سهم ۱۲ درصدی از صنعت، بزرگ‌ترین شرکت این گروه است و پس از آن وپخش با ارزش ۴۰,۸۵۸ میلیارد تومان و سهم ۵ درصدی قرار دارد. ارزش بازار شفا، والبر، دسبحا و برکت نیز به‌ترتیب ۱۴,۹۲۴، ۱۲,۷۷۲، ۸,۹۷۴ و ۸,۵۳۱ میلیارد تومان است. مجموع ارزش بازار این شش نماد به ۱۷۹,۳۷۱ میلیارد تومان می‌رسد که معادل حدود ۲۳ درصد از ارزش بازار صنعت دارو است. از نظر نسبت P/E TTM، وپخش و تیپیکو با مضرب‌های ۱۲.۹ و ۱۳.۷ واحد در محدوده پایین‌تری نسبت به سایر نمادها معامله می‌شوند، در حالی که P/E نمادهای والبر، شفا، دسبحا و برکت به‌ترتیب ۲۰.۴، ۲۷.۴، ۳۳.۷ و ۱۰۷.۷ واحد است. عملکرد قیمتی این شرکت‌ها در دوره‌های مختلف نشان می‌دهد که بیشتر نمادهای گروه دارویی در کوتاه‌مدت و میان‌مدت رشد قابل‌توجهی داشته‌اند. در بازه یک‌ماهه، شفا و برکت هر دو با بازدهی ۵۸ درصدی در رتبه نخست قرار گرفتند. پس از آن، والبر با ۳۶ درصد و دسبحا با ۳۴ درصد بیشترین بازدهی را ثبت کردند.

در بازه سه‌ماهه، شفا با بازده ۲۲۶ درصدی در جایگاه اول قرار گرفت و دسبحا با ۱۱۹ درصد و تیپیکو با ۱۰۷ درصد، رتبه‌های دوم و سوم را به خود اختصاص دادند. طی شش ماه گذشته نیز شفا با رشد ۲۶۷ درصدی

در بازدهی، نشان‌دهنده الگوی مشابه مدیریت ریسک و تخصیص منابع در این نهادهاست. همچنین صندوق‌های عیار مفید با بازدهی ۲۰.۲۸ درصد و پشتوانه طلای گلدیس نوین با ۲۰.۲۱ درصد موفق شدند بازدهی بالاتر از ۲۰ درصد را برای دارندگان واحدهای خود محقق سازند. این صندوق‌ها با مدیریت به موقع حساب قیمتی و نقدشوندگی بالا، بستر مناسبی را برای خریداران خرد و کلان فراهم آوردند. برتری حدود ۱.۵ درصدی این گروه نسبت به طلا و سکه، جذابیت ابزارهای بورسی را دوچندان کرد.

پایداری عملکرد در سایر صندوق‌های بزرگ

در بخش دیگری از جدول، صندوق‌های س. کالای آگاه با بازدهی ۱۹.۹۴ درصد و مبتنی بر کالای آگاه با ۱۹.۶ درصد عملکردی باثبات ارائه دادند. اگرچه این دو نماد در مقایسه با صدرنشینان بازدهی کمتری داشتند، اما همچنان بالاتر از طلا و سکه ۱۸.۲۳ درصد قرار گرفتند. مدیریت ریسک دقیق و احتیاط در خریدهای هیجانی، عامل اصلی ثبت این بازدهی‌های مطمئن بوده است. صندوق‌های نگین فارس با بازدهی ۱۹.۴ درصد و طلای زردیس خلیج فارس نیز با ۱۹.۴ درصد در انتهای جدول صندوق‌های بزرگ جای گرفتند. حتی ضعیف‌ترین صندوق‌های این گروه منتخب نیز توانستند به ترتیب ۰.۷ درصد از طلا و ۱.۱۷ درصد از سکه بهار آزادی بازدهی بیشتری کسب کنند. این واقعیت نشان می‌دهد که جاماندگی در میان صندوق‌های طلا نیز به معنای شکست در برابر بازار سنتی نیست.

موازنه میانگین صنعت و بازار فیزیکی

با محاسبه متوسط بازدهی ۱۱ صندوق طلای منتخب با ارزش دارایی بیش از ۱ هزار میلیارد تومان، عدد ۲۰.۰۴ درصد به دست می‌آید. این عدد معیاری دقیق برای ارزیابی عملکرد کل صنعت صندوق‌های بزرگ طلا در مقایسه با بازار سنتی ارائه می‌دهد. متوسط بازدهی ۲۰.۰۴ درصد صندوق‌ها نشان‌دهنده برتری مطلق این ابزارها بر طلا با ۱۸.۷۰ درصد و سکه با ۱۸.۲۳ درصد است. اختلاف متوسط بازدهی صندوق‌ها با طلا به ۱.۳۴ درصد و با سکه به ۱.۸۱ درصد می‌رسد که رقمی معنادار در بازه یک‌ماهه محسوب می‌شود. این شکاف مثبت اثبات می‌کند که سرمایه‌گذاری در صندوق‌های طلا نه تنها ریسک نگهداری فیزیکی و سرقت را صادر می‌کند، بلکه سودآوری خالص بالاتری را نیز به ارمغان می‌آورد. عدم پرداخت مالیات و کارمزد پایین‌تر معاملاتی نیز بر غنای این برتری افزوده است.

تحلیل ساختاری برتری شمش کاغذی

به نظر، علت اصلی برتری متوسط بازدهی ۲۰.۰۴ درصد صندوق‌ها بر ۱۸.۷۰ درصد طلا و ۱۸.۲۳ درصد سکه، زیرساخت تخصیص دارایی‌هاست. صندوق‌های طلا بخش عمده منابع خود را در گواهی سپرده شمش طلا سرمایه‌گذاری می‌کنند که به دلیل عدم داشتن حساب بالای سکه، رفتاری بسیار چابک‌تر در ادوار صعودی دارد. گواهی شمش طلا در بورس کالا با تقاضای نهادی مستقیمی مواجه است که قیمت آن را به نرخ واقعی نزدیک‌تر نگه می‌دارد. عامل دوم، مکانیسم بازارگردانی و حذف هزینه‌های جانبی مانند اجرت ساخت، ضرب و کارمزد بالای صرافی‌ها در معامله واحدهای صندوق است. معامله‌گران در صندوق‌های طلا با کارمزدی بسیار ناچیز وارد بازار می‌شوند و همین امر خالص سود دریافتی آن‌ها را افزایش می‌دهد. در نهایت، امکان نوسان‌گیری روزانه و ورود و خروج سریع در ساعات معاملاتی بورس، توانست برتری مطلق صندوق‌های طلا را در این بازه یک‌ماهه تثبیت کند.



بازده نمادهای منتخب دارویی

نماد	یک ماهه	سه ماهه	شش ماهه	یک ساله	پنج ساله
شفا	٪۵۸	٪۲۲۶	٪۲۶۷	٪۵۱۴	٪۲۸۴
وپخش	٪۱۳	٪۱۰۰	٪۱۳۹	٪۳۴۴	٪۳۸۹
تیپیکو	٪۲۴	٪۱۰۷	٪۱۴۶	٪۳۰۰	٪۵۲۲
دسبحا	٪۳۴	٪۱۱۹	٪۱۶۱	٪۲۱۶	٪۶۱
برکت	٪۵۸	٪۱۰۳	٪۱۴۲	٪۱۷۱	٪۶۰ -
والبر	٪۳۶	٪۷۶	٪۱۰۹	٪۱۶۲	٪۶۳

صنعت	ارزش بازار (میلیارد تومان)	ارزش بازار (میلیون دلار)	درصد از کل
مواد و محصولات دارویی	۷۹۳,۸۱۰	۳,۹۶۹	٪۴

مقایسه ارزش بازار نمادهای منتخب دارویی

نماد	ارزش بازار (میلیارد تومان)	ارزش بازار (میلیون دلار)	درصد از صنعت دارو	P/E TTM	P/B TTM
تیپیکو	۹۳,۳۱۲	۴۶۷	٪۲	۱۳,۷	۹,۲
وپخش	۴۰,۸۵۸	۲۰۴	٪۵	۱۲,۹	۸,۱
شفا	۱۴,۹۲۴	۷۵	٪۲	۲۷,۴	۱۴,۲
والبر	۱۲,۷۷۲	۶۴	٪۲	۲۰,۴	۲,۲
دسبحا	۸,۹۷۴	۴۵	٪۱	۳۳,۷	۴,۲
برکت	۸,۵۳۱	۴۳	٪۱	۱۰۷,۷	۲,۸

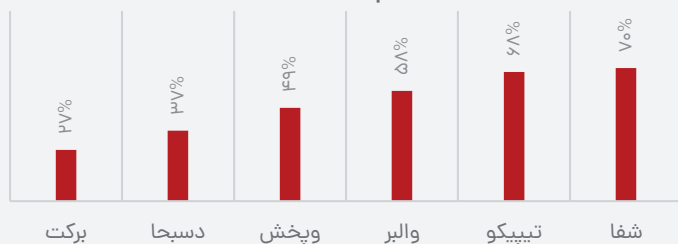
ارزش بازار (میلیارد تومان)



مقایسه خالص ارزش دارایی شرکت‌های منتخب در حوزه داروسازی

نماد	زیرمجموعه‌های بورسی با بیشترین ارزش روز	ارزش روز پرتفوی بورسی (میلیارد تومان)	ارزش افزوده پرتفوی بورسی (میلیارد تومان)	خالص ارزش دارایی‌ها (میلیارد تومان)	نسبت P/NAV
برکت	والبر	۵,۸۸۸	۵,۱۳۹	۳۲,۴۵۵	٪۲۷
دسبحا	دالبر، دسبحان، دسانکو	۲۴,۱۶۰	۲۲,۴۲۳	۲۵,۱۸۰	٪۳۷
وپخش	دارو، دتوزیع، دالر	۷۸,۷۰۰	۷۷,۸۹۶	۸۳,۱۸۴	٪۴۹
والبر	پخش، دسبحا، دبالک	۱۵,۹۷۶	۱۳,۰۲۱	۲۲,۰۳۳	٪۵۸
تیپیکو	وپخش، کاسپین، دتماد	۱۲۵,۴۷۲	۱۲۳,۷۲۵	۱۳۶,۷۸۶	٪۶۸
شفا	ددانا، دجابر، داسوه	۲۱,۱۵۲	۲۰,۸۱۸	۲۲,۰۰۴	٪۷۰

نسبت P/NAV



بیشترین بازده را داشت و پس از آن دسبحا با ۱۶۱ درصد و تیپیکو با ۱۴۶ درصد قرار گرفتند. در بازه یک‌ساله، شفا با بازدهی ۵۱۴ درصدی صدرنشین بود و وپخش با ۳۴۴ درصد و تیپیکو با ۳۰۰ درصد در رتبه‌های بعدی قرار گرفتند. با این حال، در دوره پنج‌ساله، تیپیکو با بازدهی ۵۲۲ درصدی بهترین عملکرد را در میان این شرکت‌ها ثبت کرد.

ارزش خالص دارایی‌ها

نقطه عطف ارزیابی شرکت‌های هلدینگ و سرمایه‌گذاری، بررسی خالص ارزش دارایی‌ها (NAV) و نسبت قیمت به خالص ارزش دارایی‌ها (P/NAV) است که میزان حباب یا ارزندگی سهام را منعکس می‌کند. بررسی سبد دارایی‌ها نشان می‌دهد که هلدینگ «تیپیکو» با تکیه بر زیرمجموعه‌های ارزنده‌ای نظیر وپخش، کاسپین و دتماد، ارزش روز پرتفوی بورسی بالغ بر ۱۲۵,۴۷۲ میلیارد تومان و ارزش افزوده پرتفوی ۱۲۳,۷۲۵ میلیارد تومانی دارد که خالص ارزش دارایی‌های آن را به ۱۳۶,۷۸۶ میلیارد تومان می‌رساند.

این سهم با نسبت P/NAV معادل ۶۸ درصد در سطح معقولی مبادله می‌شود. در هلدینگ «وپخش»، سهم‌های بنیادی نظیر دارو، دتوزیع و دالر ارزش روز پرتفوی بورسی را به ۷۸,۷۰۰ میلیارد تومان و ارزش افزوده آن را به ۷۷,۸۹۶ میلیارد تومان رسانده‌اند که در کنار سایر اقلام، خالص ارزش دارایی‌های آن را برابر با ۸۳,۱۸۴ میلیارد تومان و نسبت P/NAV را معادل ۴۹ درصد تعیین می‌کند که نشان‌دهنده ارزندگی و فاصله ۵۱ درصدی تا ارزش ذاتی است.

نماد «برکت» با اتکا به سهام والبر، ارزش روز پرتفوی ۵,۸۸۸ میلیارد تومانی و ارزش افزوده ۵,۱۳۹ میلیارد تومانی دارد و با خالص ارزش دارایی‌های ۳۲,۴۵۵ میلیارد تومان، نسبت P/NAV حدود ۲۷ درصدی را ثبت کرده است. نماد «دسبحا» با ترکیب دارایی‌هایی چون دالبر، دسبحان و دسانکو، ارزش روز پرتفوی ۲۴,۱۶۰ میلیارد تومانی و خالص ارزش دارایی‌های ۲۵,۱۸۰ میلیارد تومانی دارد و با نسبت P/NAV حدود ۳۷ درصد در رتبه دوم ارزندگی جای می‌گیرد.

در ادامه، نماد «والبر» با پرتفوی شامل پخش، دسبحا و دبالک، ارزش روز پرتفوی ۱۵,۹۷۶ میلیارد تومانی و NAV معادل ۲۲,۰۳۳ میلیارد تومان دارد و با نسبت P/NAV برابر ۵۸ درصد معامله می‌شود. در نهایت، شرکت «شفا» با زیرمجموعه‌های ارزشمندی چون ددانا، دجابر و داسوه، ارزش روز پرتفوی بورسی ۲۱,۱۵۲ میلیارد تومانی و NAV معادل ۲۲,۰۰۴ میلیارد تومان دارد که نسبت P/NAV آن حدود ۷۰ درصد محاسبه می‌شود.



بررسی تغییرات بنیادین بازار کریپتو و اثر تسهیل سیاست‌های پولی ایالات متحده

چرخش بزرگ رمزارز



پیام عابدی

روزنامه‌نگار

افزایش کارمزد سوخت‌شده و رشد تعداد آدرس‌های فعال روزانه، شواهد آشکاری از بازگشت کارایی و جذابیت زیست‌بوم اتریوم ارائه دادند. این مسئله موجب شد تا صرافی‌های غیرمتمرکز جهش فوق‌العاده‌ای را در حجم معاملات ماهیانه تجربه کنند.

جریان سرمایه در پروتکل‌های تأمین مالی غیرمتمرکز با شتابی چشمگیر به ارزش کل سرمایه قفل‌شده افزوده شد و اعتماد مجدد فعالان را به نمایش گذاشت. این رشد متوازن در بازارهای مالی غیرمتمرکز، بستری مناسب برای افزایش انعطاف‌پذیری بازدهی در اختیار صندوق‌های سرمایه‌گذاری الگوریتمی قرار داد. همین چرخه مثبت، تقاضای نقدی برای توکن‌های بومی لایه یک و لایه دو را به شدت افزایش داد.

در این میان، بازارهای مشتقات اتریوم نیز افزایش بی‌سابقه‌ای را در بهره‌باز قراردادهای آتی به ثبت رساندند که نشان‌دهنده ورود اهرم‌های معامله‌گری جدی بود. تحلیل عمق بازار نشان می‌دهد که برعکس دوره‌های قبلی، این بار بخش عمده‌ای از موقعیت‌ها بر پایه اعتبار واقعی ایجاد شده بودند. این انضباط مالی مانع از بروز دومینوی تسویه اجباری در مقاطع اصلاحی شد.

صندوق‌های ETF و جابه‌جایی سنگین پول هوشمند

رویداد حیاتی دیگر در ماه گذشته میلادی، ثبت رکوردهای جدید در حجم ورود خالص جریان پولی به صندوق‌های معامله‌پذیر مبتنی بر بیت‌کوین و اتریوم بود. این صندوق‌ها که به عنوان پل ارتباطی معتبر میان بازار سرمایه سنتی و فضای دارایی‌های کریپتویی عمل می‌کنند، جریان ورودی پایدار را از سوی سرمایه‌گذاران خرد و نهادی جذب کردند. این روند انباشت بی‌سابقه‌ای را در سبد دارایی مؤسسات بزرگ مدیریت سرمایه رقم زد.

تزریق سنگین نقدینگی از طریق ETF‌ها نه تنها فشار فروش در بازارهای نقدی را خنثی ساخت، بلکه به عنوان یک سپر حمایتی قوی در برابر نوسانات ناشی از اخبار منفی عمل نمود. داده‌های

بازار دارایی‌های دیجیتال در ماه گذشته میلادی شاهد تحولات بسیار بنیادین و چندوجهی بود که معادله قیمت‌گذاری را در این زیست‌بوم به طور کامل دستخوش تغییر کرد. بیت‌کوین پس از تثبیت در محدوده تثبیتی ابتدای دوره، توانست با تکیه بر کاهش انتظارات تورمی در ایالات متحده و پدیدار شدن نشانه‌های روشن از تسهیل سیاست‌های پولی بانک مرکزی، سقف کلیدی قبلی خود را بشکند و به سطوح قیمتی تازه‌ای دست یابد. این چرخش روند حاصل انباشت نقدینگی در صرافی‌های متمرکز و تقاضای ساختاری ناشی از کاهش نرخ بهره واقعی بود.

محرك اصلی این موج صعودی را باید در تغییر رویکرد بازیگران نهادی و بازآفرینی استراتژی‌های پوشش ریسک جستجو کرد که حجم معامله روزانه را به اوج‌های جدیدی رساند. اتریوم نیز با الهام از رفتار حرکتی دارایی پایه بازار، توانست خروج از کانال خنثی را تجربه کند و الگوی بازگشتی قدرتمندی را در نمودارهای فنی به ثبت برساند. این همگرایی قیمتی نشان داد که ضریب همبستگی میان دارایی‌های پری‌ریسک و شاخص‌های کلان اقتصاد بار دیگر به نفع دارایی‌های دیجیتال سنگینی می‌کند.

همزمان با این جهش، نوسانات ضمنی در بازارهای مشتقه به شکل معناداری کاهش یافت که این امر بیانگر اطمینان معامله‌گران کلان از پایداری روند جاری بود. ساختار دفتر سفارشات در صرافی‌های بزرگ نیز نشان‌دهنده شکل‌گیری لایه‌های حمایتی مستحکم در سطوح پایین‌تر بود که مانع از ریزش‌های ناگهانی ناشی از «سیو» سود می‌شد. مجموع این عوامل محیطی کاملاً پرشور را برای سایر بخش‌های بازار به وجود آورد.

بازگشت اشتیاق سرمایه‌گذاران به شبکه اتریوم و رونق DeFi

تثبیت بیت‌کوین در کانال‌های بالاتر، سیگنال حرکت نقدینگی به سمت دارایی‌های با ریسک‌پذیری بیشتر را صادر کرد و اتریوم در مرکز این توجه قرار گرفت. بهبود شاخص‌های شبکه از جمله

تغییرات قیمت بیت‌کوین و اتریوم در ماه گذشته میلادی

متغیر / شاخص کلیدی	وضعیت در ابتدای ماه	وضعیت در پایان ماه	تغییرات و جهت‌گیری تحلیلی
قیمت بیت‌کوین (دلار)	۶۴,۵۰۰	۷۴,۲۰۰	+۷۱.۵۰۴٪ (تثبیت بالادستی و شکست مقاومت)
قیمت اتریوم (دلار)	۳,۱۵۰	۳,۸۵۰	+۲۲.۲۲٪ (بهبود شاخص‌های بنیادی شبکه)
ارزش کل قفل‌شده DeFi (میلیارد دلار)	۷۶.۲	۹۴.۵	+۲۴.۰۱٪ (رشد اقبال به بازارهای غیرمتمرکز)
ورود خالص به ETFهای بیت‌کوین (میلیارد دلار)	۱.۲	۳.۸	+۲۱۶.۶٪ (ورود بی‌سابقه سرمایه‌گذاران نهادی)
حجم معاملات روزانه CEXها (میلیارد دلار)	۵۲	۷۸.۵	+۵۰.۹۶٪ (تعمیق نقدینگی و افزایش مشارکت)
دومینانس بیت‌کوین (درصد)	۷۵۶.۱	۷۵۳.۸	-۲.۳٪ (سرریز نقدینگی به اتریوم و آلپ‌کوین‌ها)

قیمتی تزریق کرده‌اند تا نوسانات شدید غیرمنتظره را کنترل کنند. همچنین سهم بازار صرافی‌های برتر به دلیل ارائه ابزارهای نوین مدیریت ریسک، به میزان چشمگیری تقویت شد.

در مقابل، صرافی‌های غیرمتمرکز نیز با تکیه بر معماری لایه‌های دوم و کاهش چشمگیر هزینه‌های تراکنش، سهم قابل توجهی از حجم معاملات خرده‌فروشی را به خود اختصاص دادند. ظهور بازارسازهای خودکار نسل جدید، موجب بهینه‌سازی تخصیص سرمایه و کاهش لغزش قیمتی در معاملات بزرگ شد. این اصلاحات ساختاری، رقابت میان صرافی‌های متمرکز و غیرمتمرکز را وارد مرحله تازه‌ای از بلوغ و کارایی کرد.

خروج متناوب دارایی‌ها از صرافی‌های متمرکز به سمت کیف‌پول‌های شخصی و بسترهای «استکینگ»، نشان‌دهنده چشم‌انداز بلندمدت و خریدهای کم‌ریسک بازیگران بود. این روند تجمیعی، مقدار دارایی آماده فروش در بازار آزاد را مهار کرد و زمینه را برای حفظ کانال‌های صعودی مهیا ساخت. تحرکات مذکور گواهی بر تحکیم پایه‌های بنیادین بازار در ابعاد کلان است.

بازنگری در موازنه ریسک و چشم‌انداز پیش‌رو

تحلیل مجموع داده‌های کیفی و کمی در ماه گذشته میلادی اثبات می‌کند که بازار دارایی‌های دیجیتال از فاز هیجانی خارج شده و وارد فاز عقلانیت نهادی شده است. تاثیرگذاری بالای متغیرهای اقتصادی کلان، در کنار نقش آفرینی پررنگ ابزارهای مبتنی بر ETF، ساختار این بازار را به رفتارهای شاخص‌های بورسی سنتی نزدیک‌تر کرده است. این تغییر پارادایم، ریسک ریزش‌های هولناک و ناگهانی را به طور قابل ملاحظه‌ای کاهش داده است.

تثبیت موفقیت‌آمیز قیمت‌ها در محدوده جدید، بستر مناسبی را برای حرکت‌های بعدی و توزیع متوازن سرمایه فراهم آورده است. اگرچه روندهای تقنینی همچنان می‌توانند ایست‌های مقطعی ایجاد کنند، اما تمایل ساختاری سرمایه‌گذاران بزرگ به پرتفوی متنوع، از استمرار تقاضا پشتیبانی می‌کند. عدم حضور فشار فروش سنگین در اصلاح‌های موقت، گواه دیگری بر اعتماد فعالان به پایداری این مسیر است.

در نهایت، تعامل میان بازارهای متمرکز و غیرمتمرکز همراه با تعمیق نقدینگی، نویدبخش ماهیتی مستحکم‌تر برای دارایی‌های کریپتویی در مقایسه با دوره‌های گذشته است. در صورتی که سیاست‌های پولی کلان به سمت تسهیل بیشتر حرکت کنند، بازار سرمایه می‌تواند شاهد تداوم این روند پرقدرت و ثبت رکوردهای بنیادین تازه‌ای باشد. پایش مدام تحرکات پول هوشمند و نسبت‌های مالی در این مقطع، کلید درک رفتارهای آتی بازار خواهد بود.

درون زنجیره‌ای نایب می‌کنند که صندوق‌های مذکور بخش قابل توجهی از عرضه شناور آزاد را خریداری کرده و در کیف‌پول‌های سرد ذخیره کرده‌اند. این کاهش عرضه مستقیم در بازار، ضریب تاثیر خریدهای نقدی بر قیمت را به شدت افزایش داد.

رفتار متقابل پول هوشمند در این بازه زمانی بسیار هوشمندانه و مبتنی بر مدیریت ریسک پرتفوی ارزیابی می‌شود. داده‌های تحلیلی نشان می‌دهند که بخشی از سود حاصل از صعود بیت‌کوین به صورت هدایت‌شده وارد صندوق‌های ETF اتریوم و برخی پروژه‌های زیرساختی برتر شد. این بازتوزیع تاکتیکی نقدینگی، مانع از تشکیل حباب‌های قیمتی یک‌جانبه در بازار شد و ساختار کلی رشد را متوازن نگه داشت.

تعادل شکننده میان نظارت و نوآوری

در سمت حوزه سیاست‌گذاری و مقررات‌گذاری، ماه گذشته میلادی شاهد تصمیمات و پیام‌های ضد و نقیضی از سوی نهادهای نظارتی بین‌المللی بود. ارائه پیشنهادات جدید برای شفاف‌سازی استانداردهای حسابرسی و گزارش‌دهی مالیاتی شرکت‌های فعال در حوزه کریپتو، ابهام را تا حدی کاهش داد. با این حال، عدم دستیابی به توافق جامع بر سر لایحه‌های کلیدی در پارلمان‌ها، نوعی محتاط‌کاری را بر جو عمومی حاکم کرد.

دولت‌ها و بانک‌های مرکزی با افزایش نظارت بر مبادی ورودی و خروجی صرافی‌های متمرکز، قوانین مقابله با پولشویی را با جدیت بیشتری پیاده‌سازی کردند. این سخت‌گیری‌ها هرچند در کوتاه‌مدت موجب ایجاد سایش در انتقال نقدینگی شد، اما در بلندمدت به نفع اعتباربخشی به این «کلاس» دارایی تعبیر می‌شود. بازار توانست با تحلیل منطقی این رویکرد نظارتی، از بروز هیجانات منفی و افت شدید قیمتی جلوگیری کند.

از سوی دیگر، پذیرش تدریجی زیرساخت‌های پرداخت مبتنی بر بلاک‌چین توسط برخی نهادهای مالی بزرگ سنتی، وزنه اخبار مثبت تقنینی را سنگین‌تر کرد. توسعه آزمایش‌های مربوط به ارزهای دیجیتال بانک مرکزی و تلفیق آن‌ها با شبکه پایدار، نشان داد که مرز میان سیستم مالی سنتی و غیرمتمرکز در حال کمرنگ شدن است. این رویدادها پتانسیل‌های میان‌مدت و بلندمدت بازار را برای بازیگران کلان شفاف‌تر ساخت.

آرایش جدید بازارهای متمرکز و غیرمتمرکز

در بعد عملیاتی، صرافی‌های متمرکز در ماه گذشته میلادی شاهد تعمیق قابل توجه عمق دفتر سفارشات و کاهش فاصله قیمت پیشنهادی خرید و فروش بودند. این شاخص‌های فنی نشان می‌دهند که بازارسازان بزرگ نقدینگی سنگینی را به سطوح مختلف



سیطره انضباط بر کریپتو

برآورد اختصاصی از غلبه انضباط معامله‌گران بزرگ و اهرم‌زدایی ساختاری

می‌سازد. تغییر رفتار در بازار مشتقات به ویژه در حوزه اختیارات معامله (Options)، نشان‌دهنده افزایش تمایل معامله‌گران به سمت رفتارهای پوشش ریسک است. غلبه حجم معاملات اختیارات فروش به نسبت اختیارات خرید در سطوح مقاومت کلیدی، مانع از افت‌های آبخاری قیمتی در هنگام اصلاح‌های تکنیکال می‌شود. این عدم تقارن در توزیع ریسک، ریسک‌های سیستماتیک را به شدت کاهش داده است. در نتیجه، اصلاح‌های قیمتی آتی احتمالاً زمان‌بر اما دارای دامنه نوسان محدودی خواهند بود.

توسعه راه‌کارهای مقیاس‌پذیری لایه دوم و افت محسوس هزینه‌های تراکنش، جذابیت عملیاتی شبکه اتریوم و سایر بسترهای هوشمند را دوچندان کرده است. بازگشت کارمزد شبکه به سطوح اقتصادی، بستر مناسبی برای فعالیت ربات‌های بازارساز و انجام معاملات پرتکرار فراهم ساخته است. افزایش حجم تراکنش‌های روزانه بدون فشار بر پهنای باند شبکه، شاخصی بنیادین در جهت تایید کیفیت رشد اکوسیستم به شمار می‌رود. این تغییرات زیرساختی، شالوده دور جدیدی از پذیرش سازمانی را می‌سازد.

بلوغ ساختاری در لایه دوم و DeFi

ارزیابی وضعیت مالیه غیرمتمرکز نشان می‌دهد که ارزش کل سرمایه قفل‌شده در

بیشتری به بازدهی کل بازار می‌بخشد. تمرکز ویژه بر شاخص‌های نقدشوندگی نشان می‌دهد که فاصله میان قیمت پیشنهادی خرید و فروش در صرافی‌های متمرکز اصلی به کمترین میزان در ماه‌های اخیر رسیده است. این تعمیق دفتر سفارشات، مانعی جدی در برابر نوسانات شدید ناشی از دستکاری بازار ایجاد کرده است. در همین حال، کاهش نرخ سود سالانه پروتکل‌های وام‌دهی غیرمتمرکز به سطوح متعادل، نشان از تقاضای واقعی برای اهرم دارد. مجموع این نشانه‌ها از ورود بازار به یک کانال حرکتی کم‌ریسک‌تر اما پایدارتر خبر می‌دهند.

اثرات جدید؛

بستر کلان و سیاست‌های پولی

محیط اقتصاد کلان و تغییر سیاست‌های پولی بانک‌های مرکزی بزرگ، موتور محرک اصلی تقاضا برای ابزارهای پرنسب در ماه آینده میلادی خواهد بود. افت انتظارات تورمی و احتمال تعدیل نرخ بهره، انگیزه مؤسسات مالی را برای بهره‌گیری از بازدهی واقعی موجود در پروتکل‌های بلاک‌چینی افزایش داده است. ورود سرمایه از طریق صندوق‌های قابل معامله بورسی (ETF) به عنوان یک سپر حمایتی ساختاری عمل کرده و کف‌های قیمتی مستحکم‌تری را شکل داده است. این جریان ورودی، اثرات منفی ناشی از فروش‌های احتمالی را خنثی

چرخش جریان سرمایه در بازار دارایی‌های دیجیتال در آستانه ماه آینده میلادی به نقطه‌ای بحرانی رسیده که مشخصه اصلی آن بازتوزیع تاکتیکی نقدینگی و بلوغ ابزارهای مشتقه است. بررسی جامع رفتارهای «آن‌چین» و داده‌های مربوط به عمق بازار نشان می‌دهد که اتکا به اهرم‌های هیجانی بخش، به طور کامل جای خود را به انضباط معاملاتی بازیگران بزرگ داده است. خروج تدریجی بیت‌کوین از فاز تحکیم قیمتی و بازگشت شتاب به اکوسیستم‌های لایه اول، سناریوی غلبه کیفیت بر کمیت در جریان ورود پول را تقویت می‌کند. عدم بروز رفتارهای انحلال زنجیره‌ای در ریزش‌های مقطعی، نشان‌دهنده استحکام ساختاری بستر نقدینگی است.

با نزدیک شدن به ماه آینده میلادی، الگوی رفتاری سرمایه‌گذاران حقوقی حاکی از انتقال تمرکز از دارایی‌های پایه به سمت زیرساخت‌های درآمدزا در بستر مالیه غیرمتمرکز است. کاهش سهم تسلط بیت‌کوین بر بازار هم‌زمان با رشد انباشت در کیف‌پول‌های سرد نهادی، فضا را برای تنفس و رشد دارایی‌های جایگزین فراهم کرده است. این بازتوزیع، نه از جنس نوسان‌گیری‌های سریع گذشته، بلکه ناشی از تخصیص بلندمدت سرمایه بر مبنای مدل‌های ارزشیابی جریان نقدی است. تثبیت نقدینگی در لایه‌های زیرین، پایداری

جدول برآورد تحولات کلیدی بازار رمز ارزها در ماه آینده میلادی

حوزه تحول	شاخص کلیدی	پیش‌بینی روند در ماه آینده میلادی	تحلیل کیفی و پیامد بازاری
بیت‌کوین (BTC)	نرخ تسلط (Dominance)	کاهش تدریجی و انتقال به لایه‌های پایین	خروج از فاز تک‌محوری بازار و تسهیل چرخش نقدینگی به دارایی‌های با بتا (Beta) بالاتر
اتریوم و لایه اول‌ها	ارزش کل سرمایه قفل‌شده (TVL)	رشد ۱۸ تا ۲۵ درصدی در بسترهای DeFi	افزایش بازدهی واقعی استکیینگ و ترغیب نهادها به قفل دارایی‌ها جهت کسب سود مستمر
بازار مشتقات	نرخ سود باز (Open Interest)	افزایش همراه با کاهش نرخ سود تسهیلات	اهرم‌زدایی ساختاری، پیشگیری از لیکوئید شدن‌های زنجیره‌ای و تثبیت دامنه نوسان
زیرساخت صرافی‌ها	عمق دفتر سفارشات (Depth)	افزایش ۱۵ درصدی در سطوح قیمتی نزدیک	کاهش لغزش قیمتی در سفارشات بزرگ و جذب بهتر شوک‌های عرضه‌ای در صرافی‌های CEX
چارچوب نظارتی	نرخ ورود سرمایه به ETFها	تداوم ورود مثبت اما با شتاب تعدیل‌شده	تشکیل کف‌های حمایتی جدید و کاهش وابستگی بازار به شایعات کوتاه‌مدت خبری



زلزله در عرصه مشتقات

بستر اختصاصی هایپرلیکوئید با ثبت
سرعت زیر ۱۰۰ میلی ثانیه و دفتر
سفارشات کاملاً «آن چین»

تحول ساختاری در بازار مشتقات کریپتو با ظهور بلاک چین لایه اول «هایپرلیکوئید» به نقطه عطفی دست یافته که شالوده آن بازتعریف کارایی سرمایه است. این شبکه تخصصی با عبور از زیرساخت‌های عمومی مانند اتریوم یا سولانا، بستر اختصاصی خود را بر مبنای اجماع اختصاصی «هایپرلیکوئیدی» توسعه داده تا سرعت اجرای زیر ۱۰۰ میلی ثانیه‌ای صرافی‌های متمرکز را در قالب یک محیط کاملاً غیرمتمرکز پیاده‌سازی کند. ثبت دفتر سفارشات به صورت کاملاً «آن چین» و حذف واسطه‌های «آف چین»، خطر دستکاری قیمت و پیش‌دستی در معاملات را به حداقل رسانده است. این معمار تخصصی، جذب نقدینگی‌های بنام و نهادی را در مقیاس چند میلیارد دلاری تسهیل می‌کند.

انتقال جریان معامله‌گران حرفه‌ای از پلتفرم‌های سنتی به این بلاک چین، معلول نبود هزینه‌های تراکنش در معاملات مشتقه و کارمزدهای بسیار اندک ساختار صرافی است. یکپارچگی نقدینگی در بستر «هایپرکور» به عنوان موتور اصلی تسویه، بستری بی‌نظیر برای مدیریت ریسک صرافی‌ها و معامله‌گران الگوریتمی ایجاد کرده است. بهره‌گیری از مکانیسم‌های مارجین متقاطع و مجزا در کنار پشتیبانی از اهرم‌های اهرم‌گذاری بالا، کارایی عملیاتی سرمایه‌گذاران را ارتقا داده است. شفافیت «آن چین» در تسویه حساب‌ها، سطح نوینی از اعتماد را در بازار مشتقات رقم زده است.

پروتکل‌های وام‌دهی و صرافی‌های غیرمتمرکز در آستانه جهش تازه‌ای قرار دارد. افزایش سهم بازار صرافی‌های غیرمتمرکز مبتنی بر الگوریتم‌های بازسازی متمرکز، کارایی رأس سرمایه را به طور چشمگیری ارتقا داده است. این ارتقای کارایی موجب شده که حجم معاملات بدون نیاز به تزریق سرمایه جدید، رشد قابل توجهی را تجربه کند. چنین مکانیسمی پایداری اکوسیستم غیرمتمرکز را در مواجهه با نوسانات شدید تضمین می‌کند.

انتقال نقدینگی به راه‌کارهای لایه دوم اتریوم، نه تنها هزینه فعالیت را برای کاربران کاهش داده، بلکه فرصت‌های آربیتراژ نوینی را برای بازیگران حرفه‌ای ایجاد کرده است. رشد روزافزون تعداد آدرس‌های فعال روزانه در این شبکه‌ها، نشان‌دهنده تغییر واقعی در الگوی استفاده از فناوری بلاک چین است. این شواهد بنیادین، فرضیه رشد حباب‌گونه را رد کرده و بر وجود تقاضای واقعی برای بلاک اختصاصی گواهی می‌دهند. به همین دلیل، توکن‌های مربوط به این اکوسیستم‌ها استعداد بالایی برای جذب سرمایه دارند.

کاهش پدید آمدن موقعیت‌های شورت سنگین بر روی دارایی‌های پیش‌رو، احتمال وقوع شوک‌های منفی ناگهانی را بسیار پایین آورده است. رفتار معامله‌گران نهادی نشان می‌دهد که اکثر پوزیشن‌ها بر پایه استراتژی‌های خنثی از نظر «دلتا» تنظیم شده‌اند. این امر به معنای کاهش اثرگذاری معاملات هیجانی و افزایش نقش بازسازان الگوریتمی در تعیین قیمت‌ها است. چنین فضایی، بستر مناسبی را برای سرمایه‌گذاران محافظه‌کار جهت ورود به بازار فراهم می‌سازد.

آرایش جدید صرافی‌ها و قوانین نظارتی

تغییر مقررات افشای مالی و الزام صرافی‌های بزرگ به شفاف‌سازی ذخایر، اطمینان خاطر بیشتری به معامله‌گران بزرگ داده است. خروج مستمر دارایی‌ها از صرافی‌های متمرکز و انتقال آن‌ها به امانت‌داری‌های غیرسرد (Self-Custody) یا مؤسسات امانت‌داری قانونی، عرضه شناور در بازار آزاد را به شدت محدود کرده است. این شوک عرضه در صورت بروز هرگونه جهش در تقاضا، می‌تواند منجر به پرش‌های قیمتی سریع در بازه‌های زمانی کوتاه شود. عدم وجود عرضه انبوه در تابلوهای فروش، عامل اصلی این پتانسیل جهشی است.

پذیرش تدریجی استیبل کوین‌ها به عنوان ابزار تسویه حساب در فرآیندهای بین‌المللی، تقاضای پایه‌ای برای این دارایی‌ها را در ماه آینده میلادی بالا نگه خواهد داشت. افزایش ارزش بازار استیبل کوین‌های با پشتوانه دلاری، به عنوان یک شاخص پیش‌رو برای سنجش میزان نقدینگی آماده به ورود تلقی می‌شود. این ذخیره نقدینگی در صورت اصلاح‌های قیمتی، نقش خریدار نهایی را ایفا کرده و مانع از افت‌های شدید خواهد شد. در نتیجه، ریسک ریزش‌های عمیق در کل اکوسیستم به حداقل رسیده است.

در نهایت، جمع‌بندی داده‌های بنیادین و سناریوهای تکنیکال نشان می‌دهد که ماه آینده میلادی دوره تثبیت دستاوردها و ریل‌گذاری برای روندهای صعودی بعدی خواهد بود. غلبه تحلیل‌های مبتنی بر ارزش‌گذاری واقعی بر شایعات رسانه‌ای، نشان از ورود بازار رمز ارزها به مرحله جدیدی از بلوغ مالی دارد. سرمایه‌گذارانی که استراتژی‌های خود را بر مبنای مدیریت ریسک دقیق و تحلیل جریان‌ات «آن چین» تنظیم کرده‌اند، بیشترین بهره را از این شرایط متوازن خواهند برد.

جدول ابعاد فنی و شاخص‌های عملکردی بلاک‌چین‌های پیرلیکوئید

محور ارزیابی	شاخص کلیدی / زیرساخت	مشخصه فنی و وضعیت عملکردی	تحلیل تخصصی و پیامد بازاری
معماری شبکه	اجماع‌های پیرلیکوئیدی (HyperBFT)	تاخیر زیر ۱۰۰ میلی‌ثانیه و دفتر سفارشات کاملاً «آن‌چین»	ارائه تجربه کاربری مشابه صرافی متمرکز بدون تسلیم کلید خصوصی
توسعه‌پذیری	ماشین مجازی‌های پیرلیکوئیدی (HyperEVM)	سازگاری کامل با اتریوم و اتصال مستقیم به موتور لیکوئیدی	امکان خلق برنامه‌های مالی نوآورانه متصل به نقدینگی عمیق لایه اول
اقتصاد توکنی	بازخريد روزانه از محل کارمزدها	تخصیص درصد بالای درآمد به صندوق بازخريد و سوزاندن HYPE	ایجاد فشار تقاضای ساختاری و مدل انقباضی تهاجمی بر عرضه کل
جایگاه بازاری	سهم از معاملات پرچپوال غیرمتمرکز	تصاحب بیش از یک‌سوم از کل حجم معاملات «آن‌چین»	تثبیت موقعیت رهبری بازار و ایجاد اثر شبکه‌ای غیرقابل رقابت
تنوع محصولات	استانداردهای جدید دارایی (HIP)	پشتیبانی از سهام توکنیزه، کامودیتی‌ها و قراردادهای پیش‌بینی	کاهش وابستگی به نوسانات کریپتو و جذب سرمایه‌های نهادی سنتی

ارزش ذاتی‌های پیرلیکوئید تنها در سرعت شبکه خلاصه نمی‌شود، بلکه در معماری دوگانه آن نهفته است که امکان اجرای قراردادهای هوشمند را از طریق «هایپرای‌وی» فراهم می‌سازد. این سازوکار به توسعه‌دهندگان اجازه می‌دهد اپلیکیشن‌های مالی غیرمتمرکز را مستقیم به عمق نقدینگی دفتر سفارشات صرافی متصل کنند. بومی‌سازی تسویه دارایی‌ها بر پایه استیبل‌کوین‌های استاندارد، ریسک نوسانات ارز پایه را خنثی ساخته و فرآیند حسابداری پلتفرم را استاندارد کرده است. زنجیره ارزشی فوق، زیربنای یک سیستم مالی مستقل و پرقدرت را شکل داده است.

مکانیسم‌های انباشت

ارزش و پویایی‌های توکنومیکس

مدل اقتصادی بومی این بلاک‌چین بر محور توکن اختصاصی «هایپ» تنظیم شده که مکانیسم‌های انباشت ارزش آن در زمره تهاجمی‌ترین ساختارهای موجود در امور مالی غیرمتمرکز قرار دارد. هدایت درصد بسیار بالایی از کارمزدهای تولیدشده در شبکه به سمت صندوق کمکی جهت خرید مستقیم توکن از بازار آزاد، فشاری دائمی در جهت بازخريد ایجاد کرده است. سوزاندن نظام‌مند این توکن‌ها عرضه شناور را کاهش داده و اثر تورمی حاصل از بازشدن قفل‌های دوره‌ای را خنثی می‌سازد. این مدل به طور مستقیم موفقیت پلتفرم را به ارزش توکن پیوند زده است.

توزیع غیرمتمرکز و عدم وابستگی به سرمایه‌گذاران جسورانه اولیه، خطر فشارهای فروش ناگهانی ناشی از آزادسازی سرمایه را در این پروژه به شدت کاهش داده است. حجم کارمزدهای تولیدی شبکه که از مجموع بسیاری از پروتکل‌های بزرگ

بازار فراتر رفته، گواهی بر تقاضای واقعی و غیرحباب‌گونه برای خدمات این زنجیره است. بهره‌گیری از نرخ‌های سود استکینگ جذاب برای تأمین امنیت شبکه، مشوقی قوی برای نگهداشت بلندمدت توکن توسط معامله‌گران و صه‌گذاران محسوب می‌شود. پایداری جریان درآمدی، ارزش بنیادین شبکه را تضمین می‌کند. تحول اخیر در توسعه استانداردهای جدید نظیر بازارهای پیش‌بینی و ابزارهای دارایی‌های دنیای واقعی، تنوع‌بخشی به محصولات مالی این زنجیره را وارد فاز جدیدی کرده است. این تنوع، درآمدهای پروتکل را از وابستگی محض به معاملات پرچپوال خارج کرده و دامنه پوشش ریسک فعالان بازار را گسترش داده است. جذب نقدینگی از بازارهای سنتی مانند شاخص‌ها و کامودیتی‌ها، افق‌های تازه‌ای در جذب سرمایه‌های نهادی گشوده است. چنین تنوعی، تاب‌آوری شبکه را در برابر دوره‌های رکود کریپتو تضمین می‌نماید.

ارزیابی چشم‌انداز و چالش‌های پیش‌رو

با ارزیابی روندهای آتی، مشخص می‌شود که هایپیرلیکوئید به عنوان یکی از اصلی‌ترین بازیگران تغییر پارادایم از صرافی‌های متمرکز به سمت زیرساخت‌های «آن‌چین» عمل خواهد کرد. تعمیق مداوم دفتر سفارشات و افزایش ارزش سرمایه قفل‌شده، هزینه‌های لغزش قیمتی را برای سفارشات کلان به حداقل رسانده است. این عامل به خودی خود به عنوان یک جاذبه قدرتمند برای نهادهای مالی بزرگ که نیازمند نقدینگی بالا برای اجرای استراتژی‌های خود هستند، عمل می‌کند. تداوم این روند می‌تواند سهم صرافی‌های غیرمتمرکز را به طور خیره‌کننده‌ای ارتقا دهد.

با این حال، مسیر رشد آینده خالی از

چالش‌های فنی و ساختاری در مواجهه با فشارهای نظارتی بین‌المللی نخواهد بود. گسترش محصولات مالی مرتبط با دارایی‌های دنیای واقعی و ابزارهای مشتقات، توجه نهادهای تنظیم‌گر را به سوی مکانیسم‌های امانت‌داری و احراز هویت جلب خواهد کرد. توانایی پلتفرم در حفظ تعادل میان غیرمتمرکز بودن واقعی و انطباق‌پذیری ساختاری، تعیین‌کننده پایداری طولانی‌مدت آن در مواجهه با قوانین سخت‌گیرانه خواهد بود. پایداری در شرایط بحران‌های شدید بازار، آزمون اصلی این زیرساخت است.

از منظر تکنولوژی، حفظ پایداری شبکه‌ای که حجم عظیمی از معاملات پرسرعت و تراکنش‌های هوشمند را پردازش می‌کند نیازمند ارتقای مستمر مقیاس‌پذیری است. چالش‌های مربوط به غیرمتمرکزسازی کامل مجموعه اعتبارسنج‌ها و پیشگیری از تمرکز قدرت در نودهای اجرایی، از دیگر محورهای حساس تحلیلی به شمار می‌روند. اگر تیم توسعه‌دهنده بتواند پاسخ‌های کیفی مناسبی برای این چالش‌ها ارائه دهد، پلتفرم جایگاه خود را به عنوان شاهراه اصلی تسویه مالی دیجیتال تثبیت خواهد کرد.

در نهایت، هم‌افزایی میان عملکرد بی‌نظیر موتور معاملاتی، مدل اقتصادی اثبات‌شده و جامعه کاربری متعهد، افق روشنی را برای این بلاک‌چین تصویر می‌کند. تبدیل شدن به بستر اصلی پروژه‌های مالی جدید که از عمق نقدینگی هایپیرلیکوئید استفاده می‌کنند، درآمد پروتکل را وارد مقیاس‌های تازه‌ای خواهد کرد. در صورتی که شرایط کلان بازار کریپتو مساعد باقی بماند، این شبکه ظرفیت تبدیل شدن به یکی از ده زیرساخت برتر ارزش‌آفرین در کل اکوسیستم بلاک‌چین را در سال‌های آتی دارا خواهد بود.



تصمیم‌گیری مالی در دنیای عدم قطعیت

چرا در بازارهای مالی، «درست فکر کردن» مهم‌تر از «درست پیش‌بینی کردن» است؟

گروه آموزش: بازارهای مالی بیش از

آن‌که شبیه ماشین‌حساب باشند، شبیه موجودات زنده‌اند؛ پر از رفتارهای غیرقابل پیش‌بینی، واکنش‌های هیجانی، و مسیرهایی که اغلب خلاف انتظار حرکت می‌کنند. بسیاری از فعالان بازار، چه تازه‌وارد و چه حرفه‌ای، همچنان با این تصور وارد سرمایه‌گذاری می‌شوند که اگر اطلاعات بیشتری جمع کنند، تحلیل دقیق‌تری انجام دهند یا پیش‌بینی بهتری داشته باشند، می‌توانند آینده را «کنترل» کنند. اما واقعیت این است که مسئله اصلی در بازارهای مالی، پیش‌بینی آینده نیست، تصمیم‌گیری در شرایطی است که آینده ذاتاً نامعلوم است.

این مقاله تلاش می‌کند نشان دهد چرا فهم «عدم قطعیت» و سازگاری با آن، یکی از پایه‌های سواد مالی مدرن است و چگونه می‌توان در جهانی که پر از ابهام است، تصمیم‌های مالی معقول‌تری گرفت.

ریسک و عدم قطعیت: دو مفهوم که اغلب اشتباه گرفته می‌شوند

در ادبیات مالی، «ریسک» معمولاً به شرایطی گفته می‌شود که پیامدهای مختلف یک تصمیم مشخص‌اند و می‌توان برای آن‌ها احتمال تقریبی تعیین کرد. برای مثال، می‌دانیم سرمایه‌گذاری در سهام نسبت به اوراق بدهی نوسان بیشتری دارد؛ این نوسان قابل اندازه‌گیری است و می‌توان درباره آن صحبت آماری کرد. اما «عدم قطعیت» چیز دیگری است. عدم قطعیت یعنی:

- نمی‌دانیم چه اتفاقی رخ خواهد داد،
 - نمی‌دانیم چه سناریوهایی اصلاً ممکن‌اند،
 - و حتی نمی‌دانیم چه چیزهایی را نمی‌دانیم.
- بسیاری از شوک‌های بزرگ بازارهای مالی

از بحران ۲۰۰۸ گرفته تا پاندمی کرونا یا جهش‌های ناگهانی قیمت دارایی‌ها نه ریسک بودند و نه قابل مدل‌سازی دقیق؛ بلکه نمونه‌های کلاسیک عدم قطعیت بودند. اشتباه رایج سرمایه‌گذاران این است که با ابزارهای مدیریت ریسک، سراغ دنیای عدم قطعیت می‌روند و بعد از شکست، بازار را «غیرمنطقی» می‌خوانند؛ در حالی که مشکل از مدل ذهنی آن‌ها بوده است.

توهم پیش‌بینی: خطای محبوب ذهن

ذهن انسان علاقه شدیدی به داستان‌سازی دارد. وقتی اتفاقی رخ می‌دهد، ما خیلی سریع روایتی می‌سازیم که نشان دهد «قابل پیش‌بینی» بوده است. این پدیده که به «خطای پس‌نگری» معروف است، باعث می‌شود فکر کنیم اگر دفعه قبل دقت بیشتری می‌کردیم، می‌توانستیم آن اتفاق را پیش‌بینی کنیم. در بازارهای مالی، این خطا بسیار خطرناک است. چون:

- اعتماد به نفس کاذب ایجاد می‌کند،
 - افراد را به معامله‌گری بیش‌ازحد سوق می‌دهد،
 - ریسک‌پذیری را بالاتر از حد واقعی می‌برد.
- واقعیت ناخوشایند این است که بخش بزرگی از نوسانات بازار، حتی برای بهترین تحلیل‌گران جهان هم غیرقابل پیش‌بینی است. پذیرش این واقعیت، نه نشانه ضعف، بلکه نشانه بلوغ فکری در سرمایه‌گذاری است.

تصمیم خوب

الزاماً نتیجه خوب نمی‌دهد

یکی از بنیادی‌ترین آموزه‌های تصمیم‌گیری در شرایط عدم قطعیت این است که کیفیت تصمیم را نباید با نتیجه آن قضاوت کرد. ممکن است یک تصمیم کاملاً منطقی، بر

اساس اطلاعات درست و تحلیل مناسب، به دلیل یک شوک غیرمنتظره به نتیجه بدی منجر شود و برعکس، ممکن است یک تصمیم کاملاً احساسی، به‌طور اتفاقی سودآور از آب دربیاید. اگر سرمایه‌گذار یاد نگیرد این دو را از هم تفکیک کند بعد از ضرر، تصمیم درست را کنار می‌گذارد و بعد از سود، تصمیم غلط را تکرار می‌کند و این دقیقاً همان چرخه‌ای است که بسیاری از سرمایه‌گذاران را در بلندمدت از بازار حذف می‌کند. در دنیای عدم قطعیت، تمرکز باید روی فرآیند تصمیم‌گیری باشد، نه فقط نتیجه کوتاه‌مدت.

نقش احتمالات:

فکر کردن به طیف نتایج، نه یک سناریو
بسیاری از فعالان بازار، هنگام تحلیل یک دارایی، تنها روی یک سناریوی غالب تمرکز می‌کنند و آن این است که «اگر این اتفاق بیفتد، قیمت بالا می‌رود». تفکر حرفه‌ای‌تر اما به شکل طیفی عمل می‌کند:

- چه سناریوهایی ممکن است رخ دهد؟
- احتمال هر کدام چقدر است؟
- اگر بدترین حالت رخ داد، چه آسیبی می‌بینم؟
- اگر بهترین حالت اتفاق افتاد، چقدر سود می‌برم؟

این نوع نگاه، به جای پیش‌بینی یک عدد مشخص، روی دامنه نتایج تمرکز می‌کند. سرمایه‌گذاری موفق معمولاً نتیجه داشتن پیش‌بینی دقیق نیست؛ نتیجه داشتن ساختار تصمیم‌گیری مقاوم است.

روانشناسی تصمیم‌گیری مالی

در شرایط عدم قطعیت، بزرگ‌ترین ریسک اغلب خود سرمایه‌گذار است. برخی از خطاهای شناختی رایج عبارت‌اند از:



معمای تصمیمات سخت

تحلیلی بر کتاب «اقتصاد سیاسی اقتصاد کلان»
اثر آلن درازن؛ منبعی برای درک تلاطم‌های ایران

برای یک تحلیلگر بازار سرمایه در ایران، مواجهه با آمارهای کلان (تقدینگی، تورم و نرخ بهره) اغلب با یک پرسش بزرگ همراه است: چرا با وجود راه‌حل‌های روشن اقتصادی، سیاست‌گذار راه دیگری را می‌رود؟

پاسخ به این پرسش در مدل‌های استاندارد اقتصاد کلان یافت نمی‌شود. کتاب کلاسیک و مرجع آلن درازن، با عنوان «اقتصاد سیاسی در اقتصاد کلان»، پلی است میان دنیای ریاضیات اقتصاد و واقعیت‌های عریان سیاست. این کتاب به ما می‌آموزد که اقتصاد کلان در خلأ اتفاق نمی‌افتد، بلکه بر بستر تضاد منافع و چانه‌زنی‌های قدرت شکل می‌گیرد.

بازگشت به ریشه‌ها: چرا اقتصاد سیاسی؟

درازن در این اثر سترگ مدعی است که اقتصاد کلان بدون سیاست، علمی ناقص است. او توضیح می‌دهد که متغیرهای کلان اقتصادی (مثل نرخ ارز در بازار ایران)، فقط نتیجه عرضه و تقاضا نیستند، بلکه برآیند تصمیمات نهادهایی هستند که تحت فشار گروه‌های ذی‌نفع قرار دارند. درازن به ما می‌گوید که برای پیش‌بینی نرخ تورم، نباید فقط به ترازنامه بانک مرکزی نگاه کرد، بلکه باید «هزینه سیاسی» اصلاحات اقتصادی را برای حاکمیت محاسبه کرد.

تضاد منافع و مسئله بازتوزیع ثروت

یکی از محورهای اصلی کتاب، بحث «ناهمگونی» (Heterogeneity) است. درازن معتقد است چون سیاست‌های اقتصادی روی همه افراد جامعه اثر یکسانی ندارند، همواره یک مبارزه سیاسی بر سر اینکه «چه کسی باید هزینه اصلاحات را بدهد» وجود دارد. در رفتار بازار سرمایه زمانی که دولت بین چاپ پول (تورم) یا افزایش مالیات شرکت‌ها مردد است، در واقع در حال مدیریت یک تضاد منافع است. کتاب درازن چارچوبی به تحلیلگر می‌دهد تا بفهمد در هر تلاطم سیاسی، کدام گروه برنده و کدام گروه بازنده خواهد بود.

■ **ترس از جاماندن (FOMO):** ورود به بازار فقط چون «همه در حال سود کردن هستند».

■ **زبان‌گزینی:** نگه داشتن دارایی زیان‌ده فقط برای فرار از پذیرش اشتباه.

■ **اعتماد به نفس بیش از حد:** بزرگ‌نمایی توان تحلیل شخصی بعد از چند موفقیت.

■ **اثر لنگر:** چسبیدن به یک قیمت یا تحلیل قدیمی، حتی وقتی شرایط عوض شده است.

شناخت این خطاها به تنهایی کافی نیست، اما اولین گام برای کنترل آن‌هاست. سرمایه‌گذار موفق کسی نیست که احساسات ندارد؛ کسی است که اجازه نمی‌دهد احساسات، فرمان تصمیم‌گیری را در دست بگیرند.

مدیریت عدم قطعیت:

به جای حذف، با آن زندگی کنید

عدم قطعیت را نمی‌توان حذف کرد، اما می‌توان اثر آن را مدیریت کرد. برخی اصول کلیدی عبارت‌اند از:

■ **تنوع بخشی معنادار:** نه صرفاً داشتن دارایی‌های زیاد، بلکه داشتن دارایی‌هایی با رفتار متفاوت.

■ **حاشیه امن:** وابسته نکردن کل سرمایه در موقعیت‌هایی که به یک سناریوی خاص وابسته‌اند.

■ **افق زمانی واقع‌بینانه:** تصمیم‌های کوتاه‌مدت در دنیای عدم قطعیت پریسک‌ترند.

■ **پذیرش ندانستن:** گاهی بهترین تصمیم، انجام ندادن معامله است.

این رویکردها شاید هیجان‌انگیز نباشند، اما سرمایه‌گذاری موفق بیشتر شبیه ماراتن است تا دوای سرعت.

بازار ایران و عدم قطعیت مضاعف

در اقتصادهایی مانند ایران، عدم قطعیت فقط مالی نیست؛ سیاسی، ارزی، مقرراتی و حتی نهادی است. در چنین فضایی پیش‌بینی‌ها شکننده‌ترند، شوک‌ها شدیدترند و خطاهای تصمیم‌گیری پرهزینه‌تر. این شرایط، اهمیت سواد تصمیم‌گیری را دوچندان می‌کند. سرمایه‌گذار ایرانی بیش از هر چیز نیاز دارد که بداند کجا ریسک می‌کند، کجا فقط در حال شرط‌بندی است و کجا بهتر است صبر کند.

بلوغ مالی یعنی آشتی با ابهام

تصمیم‌گیری مالی در دنیای عدم قطعیت، هنر زندگی با سؤال‌های بی‌پاسخ است. نه تحلیل، نه تجربه، و نه هوش، هیچ‌کدام آینده را قطعی نمی‌کنند. آنچه تفاوت می‌سازد، نحوه فکر کردن درباره تصمیم‌هاست. سرمایه‌گذار بالغ کسی نیست که همیشه سود می‌کند، بلکه کسی است که اشتباهاتش را تکرار نمی‌کند، از ندانستن نمی‌ترسد، و تصمیم‌هایش را بر اساس فرآیند، نه هیجان، می‌سازد. در بازاری که آینده همیشه مه‌آلود است، شاید مهم‌ترین مهارت مالی این باشد که یاد بگیریم در مه، آرام و آگاه حرکت کنیم.

بی‌ثباتی سیاسی و افق دید کوتاه (Myopia)

درازن در بخش‌های فنی کتاب به زیبایی نشان می‌دهد که چگونه بی‌ثباتی سیاسی و عدم قطعیت در بقای قدرت، باعث می‌شود سیاست‌گذاران به جای منافع بلندمدت، به دنبال «مسکن‌های کوتاه‌مدت» باشند.

در فضای پرآشوب و ژئوپلیتیک، افق زمانی تصمیم‌گیری کوتاه‌تر می‌شود. این کتاب به دانشجویان اقتصاد نشان می‌دهد که چرا در چنین شرایطی، انباشت سرمایه کاهش یافته و خروج سرمایه شتاب می‌گیرد؛ نه به دلیل نادانی سیاست‌گذار، بلکه به دلیل منطق بقای سیاسی.

چسبندگی اصلاحات و بن‌بست‌های اقتصادی

چرا اصلاحات اقتصادی (مانند واقعی‌سازی قیمت انرژی یا نرخ ارز) اینقدر به تعویق می‌افتند؟ درازن مفهوم «جنگ فرسایشی» (War of Attrition) در سیاست را مطرح می‌کند. گروه‌های مختلف قدرت منتظر می‌مانند تا طرف مقابل زیر بار هزینه‌های اصلاحات برود. نتیجه این انتظار، تعمیق بحران و تلاطم بیشتر در بازارهای مالی است.

جعبه‌ابزار جدید برای تحلیلگر بورس

معرفی کتاب آلن درازن در این شماره از ماهنامه، یک دعوت است؛ دعوت به دیدن دست‌های نامرئی سیاست در پس نمودارهای بورسی. برای مخاطبی که در میان اخبار ضد و نقیض ژئوپلیتیک و تصمیمات ناگهانی اقتصادی به دنبال ثبات می‌گردد، این کتاب ابزاری فراهم می‌کند تا «عدم قطعیت» را فرموله کند. مطالعه این اثر به ما یادآوری می‌کند که در بازار سرمایه ایران، سیاست نه یک متغیر برون‌زا (Exogenous)، بلکه موتور محرک اصلی اقتصاد کلان است.

تأثیر بی‌ثباتی سیاسی بر نرخ ارز: منظر مدل درازن

آلن درازن در تحلیل‌های خود بر این باور است که نرخ ارز در کشورهای در حال توسعه، بیش از آنکه تحت تأثیر تراز تجاری باشد، تحت تأثیر «اعتبار سیاسی» (Political Credibility) است.

فرار از پول ملی: در فضای پرآشوب ژئوپلیتیک، «عدم قطعیت» باعث می‌شود که عوامل اقتصادی افق زمانی خود را به شدت کوتاه کنند. درازن توضیح می‌دهد که وقتی جامعه نسبت به بقای یک سیاست یا ثبات یک نظم سیاسی تردید دارد، تقاضا برای دارایی‌های خارجی (ارز) نه یک رفتار سفته‌بازانه، بلکه یک رفتار عقلایی برای حفظ قدرت خرید است.

تأخیر در اصلاحات: او نشان می‌دهد که بی‌ثباتی سیاسی باعث می‌شود دولت‌ها برای جلوگیری از سقوط محبوبیت، از واقعی‌سازی نرخ ارز خودداری کنند (جنگ فرسایشی). این انباشت فقر ارزی، ریسک «جهش‌های ناگهانی» را به شدت افزایش می‌دهد که تحلیلگر باید آن را به عنوان یک ریسک سیستماتیک خفته در محاسبات خود لحاظ کند.



📌 شناسنامه کتاب:

- عنوان: اقتصاد سیاسی در اقتصاد کلان (نسخه دوجلدی)
- نویسنده: آلن درازن (Allan Drazen)
- مترجم: دکتر جعفر خیرخواهان
- ناشر: مؤسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی
- سطح کتاب: پیشرفته (مناسب برای دانشجویان تحصیلات تکمیلی و تحلیلگران خبره)

توصیه برای چیدمان سبد سهام در فضای «درازنی»

اگر بخواهیم تئوری‌های کتاب «اقتصاد سیاسی در اقتصاد کلان» اثر درازن را در استراتژی معاملاتی بورس تهران پیاده کنیم، به سه اصل کلیدی برای چیدمان سبد سهام در فضای پرآشوب می‌رسیم.

۱. اولویت سهام با نقدشوندگی بالا: در فضایی که «بن‌بست‌های سیاسی» (طبق تحلیل درازن) ناگهان تغییر جهت می‌دهند، نقدشوندگی از سودآوری مهم‌تر است. سهامی را انتخاب کنید که در زمان وقوع شوک‌های ژئوپلیتیک، امکان خروج سریع را به شما بدهد.

۲. تمرکز بر «برندگان بازتوزیع ثروت»: درازن معتقد است هر سیاست اقتصادی، ثروت را از گروهی به گروه دیگر منتقل می‌کند. در زمان تورم‌های ناشی از بن‌بست سیاسی، شرکت‌هایی که دارای دارایی‌های فیزیکی سنگین و زنجیره تأمین مستقل از پروسه‌های دولتی هستند، «پناهگاه امن» محسوب می‌شوند (مانند سهام معدنی و فلزی که صادرات محور هستند).

۳. پرهیز از صنایع تحت «سرکوب قیمتی»: صنایعی که قیمت محصول نهایی آن‌ها ابزار سیاست‌مدار برای مدیریت اعتراضات یا جلب حمایت عمومی است (مثل صنایع غذایی یا خودرو در مقاطع خاص)، بیشترین آسیب را از «اقتصاد سیاسی» می‌بینند. طبق مدل درازن، در فضای پرآشوب، این صنایع اولین قربانیان «جنگ فرسایشی» بین دولت و بخش خصوصی خواهند بود.



ریاضی تعیین می‌کنیم، در واقع دچار «غرور معرفتی» شده‌ایم.

نسبت سود و عدم قطعیت: رانت نوابغ

یکی از جذاب‌ترین بخش‌های نظریه نایت این است که «سود واقعی» (Pure Profit) نه از قبل ریسک، بلکه از دل عدم قطعیت بیرون می‌آید. در بازاری که ریسک آن کاملاً مشخص است، رقابت باعث می‌شود نرخ سود به حداقل برسد (چون همه می‌توانند آن ریسک را بیمه کنند یا پوشش دهند). سودهای کلان متعلق به کارآفرینان و سرمایه‌گذارانی است که در شرایط عدم قطعیت، یعنی جایی که هیچ مدلی قادر به پیش‌بینی نیست، قضاوت (Judgment) می‌کنند. وارن بافت یا استیو جابز، ریسک‌پذیر نبودند؛ آن‌ها «مدیران عدم قطعیت» بودند. آن‌ها روی سناریوهایی شرط بستند که بازار حتی قادر به قیمت‌گذاری آن‌ها نبود.

مدیریت پرتفوی در مه غلیظ

چگونه می‌توان چیزی را که قابل اندازه‌گیری نیست، مدیریت کرد؟ در اینجا استراتژی‌های کلاسیک تنوع‌بخشی (Diversification) که بر اساس ضریب همبستگی دارایی‌ها در گذشته نوشته شده‌اند، به بن‌بست می‌رسند. در لحظات عدم قطعیت مطلق، همبستگی همه دارایی‌ها به عدد «یک» میل می‌کند؛ یعنی همه چیز با هم سقوط می‌کند.

استراتژی‌های جایگزین:

۱. **اختیار معامله (Options):** خرید آپشن‌ها نوعی خرید «تحدید ضرر» در برابر عدم قطعیت است.
۲. **استراتژی باربل (Barbell Strategy):** قرار دادن بخش بزرگی از سرمایه در دارایی‌های فوق‌امن و بخش کوچکی در دارایی‌های فوق‌ریسک‌پذیر برای بهره‌مندی از نوسانات شدید مثبت.
۳. **اختیار گزینی (Optionality):** حفظ نقدینگی برای شکار فرصت‌هایی که در دل آشوب زاده می‌شوند.

ایران و عدم قطعیت‌های چندلایه

بازار سرمایه ایران بیش از آنکه درگیر ریسک‌های سیستماتیک باشد، در اقیانوس عدم قطعیت غوطه‌ور است. تغییرات ناگهانی در نرخ خوراک صنایع، مصوبات شبانه بودجه، و تنش‌های ژئوپلیتیک، پدیده‌هایی نیستند که با نمودارهای تکنیکال یا مدل‌های اکونومتری قابل پیش‌بینی باشند. در چنین فضایی، تحلیلگرانی موفق‌ترند که به جای اصرار بر اعداد دقیق برای EPS، بر روی «تاب‌آوری بدنه شرکت‌ها» و «سناریوهای محتمل سیاسی» تمرکز کنند. در ایران، ما با «انباشت عدم قطعیت» روبه‌رو هستیم که باعث می‌شود نرخ تنزیل (Discount Rate) به شدت بالا برود و ارزش‌گذاری‌ها به شدت محافظه‌کارانه شود.

نتیجه‌گیری: از محاسبه‌گری تا قضاوت

اگر ریسک، قلمروی ریاضی‌دانان و آمارگران است، عدم قطعیت قلمروی رهبران و استراتژیست‌هاست. برای موفقیت در بازار سرمایه سال ۲۰۲۶، باید آموخت که چه زمانی باید به مدل‌های کامپیوتری اعتماد کرد (مدیریت ریسک) و چه زمانی باید آن‌ها را خاموش کرد و به غریزه، تجربه و تحلیل کیفی پناه برد (مدیریت عدم قطعیت).

فراموش نکنیم که به قول پیتر دراگر: «تلاش برای حذف عدم قطعیت در اقتصاد، مانند تلاش برای حذف اکسیژن از تنفس است؛ هر دو منجر به مرگ سیستم می‌شوند.»

پارادوکس نایت

چرا درک مرز میان ریسک و عدم قطعیت
کلید بقا در بازارهای مالی است؟

گروه آموزش: در دسامبر ۲۰۰۲، دونالد رامسفلد، وزیر دفاع وقت ایالات متحده، جمله‌ای را بر زبان آورد که هرچند در ابتدا مضحکه رسانه‌ها شد، اما بعدها به یکی از دقیق‌ترین توصیفات معرفت‌شناختی در مدیریت استراتژیک تبدیل گشت: «ناشناخته‌های شناخته‌شده و ناشناخته‌های ناشناخته». این تمایز، قلب تپنده تئوری اقتصادی است که اولین بار بیش از یک قرن پیش توسط فرانک نایت در کتاب کلاسیک «ریسک، عدم قطعیت و سود» تبیین شد. برای فعالان بازار سرمایه، درک این تفاوت صرفاً یک تمرین آکادمیک نیست؛ بلکه مرز میان «سودآوری مستمر» و «ورشکستگی ناگهانی» است.

بازگشت به ریشه‌ها: میراث فرانک نایت

در ادبیات رایج بازار، ما عادت کرده‌ایم هرگونه نوسان (Volatility) را ریسک بنامیم. اما اقتصاددان‌ها نگاهی سخت‌گیرانه‌تر دارند. فرانک نایت در سال ۱۹۲۱ مرزی صلب میان این دو مفهوم کشید. ■ **ریسک:** وضعیتی است که در آن پیامدها ناشناخته‌اند، اما «توزیع احتمالات» آن‌ها برای ما روشن است. مانند میز رولت در کازینو؛ شما نمی‌دانید گلوله روی چه عددی می‌ایستد، اما با فرمول‌های ریاضی می‌دانید احتمال اعداد چقدر است. ■ **عدم قطعیت:** وضعیتی است که در آن حتی ساختار احتمالات نیز پنهان است. ما نه تنها نتیجه را نمی‌دانیم، بلکه ابزاری برای سنجش شانس وقوع آن نیز نداریم. اینجا جایی است که مدل‌های ریاضی از کار می‌افتند.

چرا وال استریت در پیش‌بینی فجایع شکست می‌خورد؟

مشکل اصلی در بازارهای مالی مدرن این است که تحلیلگران تمایل دارند «عدم قطعیت» را به زور در لباس «ریسک» جای دهند. استفاده بیش از حد از مدل‌هایی مانند Value at Risk (VaR) گواهی بر این مدعاست. این مدل‌ها بر اساس داده‌های تاریخی (Historical Data) عمل می‌کنند. آن‌ها فرض می‌کنند آینده نسخه‌ای از گذشته است که کمی تغییر شکل داده است. اما همان‌طور که نسیم طالب در نظریه «قوی سیاه» مطرح می‌کند، فجایع بزرگ مالی (مانند بحران ۲۰۰۸ یا پاندمی ۲۰۲۰) از جنس عدم قطعیت نایتی هستند. آن‌ها در توزیع نرمال (Normal Distribution) نمی‌گنجند و در «دم‌های پهن» نمودار قرار دارند. وقتی ما برای پدیده‌ای که هیچ سابقه تاریخی ندارد، احتمال

رقص در مه

حکمرانی عدم قطعیت در اتمسفر سرمایه‌گذاری ایران

قیمت‌گذاری دستوری مانع از آن می‌شود که تحلیلگر بتواند حاشیه سود شرکت را برای سال آینده تخمین بزند.

■ **تنش‌های بین‌المللی:** تحریم‌ها و روابط دیپلماتیک، متغیرهایی هستند که «صفر و یکی» (Binary) عمل می‌کنند و هیچ تحلیلگر بنیادی نمی‌تواند آن‌ها را در مدل خود بگنجاند.

■ **ناپایداری در چرخه نقدینگی:** رشد نقدینگی در ایران یک واقعیت است، اما جهت اصابت این نقدینگی به بازارها (مسکن، طلا، ارز یا بورس) یک عدم قطعیت رفتاری است.

مطالعه موردی: کالبدشکافی رفتار بازار در دو ایستگاه تاریخی

برای درک تفاوت عملیاتی این دو مفهوم، بیایید دو بازه زمانی متفاوت در اقتصاد ایران را بررسی کنیم:

■ الف) ایستگاه اول: توافق برجام (۱۳۹۴) - قلمرو «ریسک»

در زمان مذاکرات برجام، بازار با ریسک روبه‌رو بود. تحلیلگران می‌توانستند سناریوهایی با احتمالات مشخص تعریف کنند:

➡ **سناریوی اول:** توافق حاصل می‌شود (احتمال ۶۰٪) - کاهش نرخ ارز و رشد صنایع ریالی (بانک و خودرو).

➡ **سناریوی دوم:** توافق حاصل نمی‌شود (احتمال ۴۰٪) - تثبیت وضعیت موجود. در آن مقطع، قیمت‌ها در بازار سرمایه بر اساس این احتمالات «قیمت‌گذاری» شده بودند. مدل‌های ریاضی کار می‌کردند چون متغیرها (مانند لغو تحریم‌ها) اثرات شناخته‌شده‌ای بر صورت‌های

متغیرهای سیاسی در ایران نه به عنوان «پارامتر»، بلکه به عنوان «تکانه» عمل می‌کنند. اثرگذاری تنش‌های منطقه‌ای بر نرخ ارز، از هیچ الگوی خطی تبعیت نمی‌کند. وقتی شما نتوانید برای وقوع یک رخداد، «بازه زمانی» یا «شدت اثر» تعریف کنید، دیگر با ریسک طرف نیستید؛ شما در قلمرو ابهام مطلق قرار دارید.

■ **ج) فقدان داده‌های شفاف و باکیفیت:** ریاضیات ریسک به داده (Data) نیاز دارد. وقتی آمارهای کلان اقتصادی با تأخیر منتشر می‌شوند یا دقت آن‌ها مورد تردید است، مدل‌های پیش‌بینی شکست می‌خورند. در نبود داده، «تحلیل» جای خود را به «گمانه‌زنی» می‌دهد.

کالبدشکافی عدم قطعیت‌های حاکم بر اقتصاد ایران

برای یک مدیر سرمایه‌گذاری در ایران، پنج عدم قطعیت کلان وجود دارد که مانند «اسب‌های پاندمی» عمل می‌کنند.

■ **عدم قطعیت ارزی:** نرخ ارز در ایران نه بر اساس قدرت خرید، بلکه بر اساس انتظارات تورمی و دسترسی به منابع ارزی جابجا می‌شود. تفاوت نرخ نیما و بازار آزاد، یک عدم قطعیت سیاستی است که سودآوری شرکت‌های صادرات‌محور را از حالت پیش‌بینی خارج می‌کند.

■ **عدم قطعیت بودجه‌ای:** کسری بودجه دولت بزرگترین مولفه ایجاد ابهام است. سرمایه‌گذار نمی‌داند دولت برای جبران کسری، سراغ نرخ سود بانکی می‌رود، یا دست در جیب شرکت‌های بورس می‌کند (از طریق مالیات و عوارض).

■ **عدم قطعیت در قیمت‌گذاری دستوری:** از صنعت خودرو تا صنایع غذایی، سایه

گروه آموزش: در بازار سهام، واژه‌ای وجود دارد که بیش از هر اصطلاح دیگری تکرار می‌شود: «ریسک». اما واقعیت این است که آنچه بر پرتفوی سهامداران ایرانی سایه انداخته، فرسنگ‌ها با تعریف استاندارد ریسک فاصله دارد. ما در ایران، نه با ریسک‌های متقارن، بلکه با «درهم‌تنیدگی عدم قطعیت‌ها» روبه‌رو هستیم. در حالی که ریسک با ابزارهای اکچوئری و ریاضی قابل مهار است، عدم قطعیت ناپیتی (Knightian Uncertainty) مانند مه غلیظی است که رادارهای مالی را از کار می‌اندازد.

چرا ایران سرزمین «عدم قطعیت» است و نه «ریسک»؟

در اقتصادهای توسعه‌یافته، یک سرمایه‌گذار با ریسک سیستماتیک (مانند تغییر نرخ بهره توسط فدرال رزرو) روبه‌روست. این ریسک دارای «توزیع احتمالات» است؛ یعنی تحلیلگر می‌داند با احتمال ۸۰ درصد نرخ بهره ۰.۲۵ واحد تغییر می‌کند. اما در ایران، ما با سه لایه بنیادین روبه‌رو هستیم که «احتمال‌سنجی» را غیرممکن می‌کنند:

■ **الف) ناپایداری نهادی و قانونی:** در ایران، قواعد بازی در حین بازی تغییر می‌کنند. تغییر ناگهانی فرمول نرخ خوراک پتروشیمی‌ها یا وضع عوارض صادراتی بر محصولات معدنی در میانه سال مالی، پدیده‌هایی نیستند که در نمودارهای آماری بگنجد. اینجاست که ریسک (که قابل قیمت‌گذاری است) به عدم قطعیت (که غیرقابل پیش‌بینی است) تبدیل می‌شود.

■ **ب) شوک‌های برون‌زا و ژئوپلیتیک:**



دارد. اگر سهمی ۱۰۰ تومان می‌ارزد، فقط زمانی وارد شوید که بازار آن را ۷۰ تومان می‌فروشد. این ۳۰ تومان فاصله، «هزینه نادانی» ما نسبت به عدم قطعیت‌های آینده است.

۲. استراتژی «ضد شکنندگی» در پورتفوی (Anti-fragility): شرکت‌هایی را انتخاب کنید که از نوسان سود می‌برند. در ایران، شرکت‌های هلدینگ که تنوع سید بالایی دارند یا شرکت‌های صادراتی که هزینه ریالی و درآمد دلاری دارند، در برابر شوک‌های عدم قطعیت «ضد شکننده» هستند؛ یعنی لزوماً نیاز ندارند آینده را پیش‌بینی کنند تا سود ببرند، آن‌ها از خود «آشوب» تغذیه می‌کنند.

۳. نقدشوندگی به مثابه یک «آپشن»: در بازاری که عدم قطعیت حکم فرماست، «نقدشوندگی» (Liquidity) گران‌بهاترین دارایی است. بسیاری از سرمایه‌گذاران ایرانی در تله دارایی‌های غیرمولد (مثل زمین‌های دورافتاده یا سهام کوچک بدون بازارگردان) گیر می‌کنند. داشتن نقدینگی در زمان بحران، به شما این اختیار را می‌دهد که از فرصت‌های بی‌نظیری که بر اثر ترس دیگران ایجاد شده، استفاده کنید.

کلام پایانی؛ رقص در مه

اقتصاد ایران در سال ۲۰۲۲ همچنان بر مدار ابهام خواهد چرخید. واقعیت تلخ این است که عدم قطعیت‌ها حذف‌شدنی نیستند، اما مدیریت‌کردنی هستند. تفاوت برنده و بازنده در بازار سرمایه ایران، در «هوش پیش‌بینی» نیست، بلکه در «هوش سازگاری» است. سرمایه‌گذار موفق کسی است که می‌پذیرد «نمی‌داند»، و برای این ندانستن، هزینه بیمه (در قالب تنوع‌بخشی و اختیاری) می‌پردازد. به یاد داشته باشید در جایی که همه به دنبال قطب‌نما می‌گردند، کسی برنده است که شنا کردن در جهت جریان‌های پیش‌بینی‌ناپذیر را آموخته باشد.

تمایز میان ریسک و عدم قطعیت، مرز میان یک «تکنیسین بازار» و یک «استراتژیست سرمایه» است. تکنیسین‌ها در مواجهه با عدم قطعیت‌های ایران، مدل‌هایشان را پاره می‌کنند و از بازار خارج می‌شوند، اما استراتژیست‌ها با پذیرش ابهام و تکیه بر «ساختارهای ضد شکننده»، ثروت‌های کلان خلق می‌کنند.

اقتصاد ایران برای کسانی که به دنبال قطعیت می‌گردند، جای خطرناکی است؛ اما برای کسانی که «رقص در مه» را آموخته‌اند، بزرگترین فرصت قرن است.

تنها در صورتی توجیه دارد که در سناریوی بدبینانه، شرکت «نابود» نشود.

■ تمرکز بر دارایی‌های «آنتی‌فراجیل» (Anti-fragile): به تعبیر نسیم طالب، دارایی‌هایی را انتخاب کنید که از نوسان و آشوب نفع می‌برند. در ایران، شرکت‌هایی که دارای تراز ارزی مثبت هستند، دارایی‌های فیزیکی نقدشونده دارند و یا در زنجیره تأمین خود به واردات وابسته نیستند، در برابر عدم قطعیت‌ها مقاوم‌ترند.

■ تنوع‌بخشی جغرافیایی و نوع دارایی: سرمایه‌گذاران خرد نیز نباید تنها در یک طبقه دارایی (مثلاً فقط سهام) بمانند. ترکیب «سهام پناهگاهی»، «صندوق‌های طلا» و «اوراق با درآمد ثابت» نوعی سپر دفاعی در برابر عدم قطعیت‌های سیاسی ایجاد می‌کند.

■ توصیه‌هایی برای سطوح مختلف فعالان بازار: سرمایه‌گذاران نباید فریب مدل‌های تکنیکال محض را بخورند چرا که در فضای عدم قطعیت، حمایت‌ها و مقاومت‌ها با یک خبر سیاسی فرو می‌ریزند. تحلیل تکنیکال باید با تحلیل جریان نقدینگی ترکیب شود. در زمان عدم قطعیت، رفتار گله‌ای (Herd Behavior) به اوج می‌رسد. یاد بگیرید که چگونه در زمان ترس جمعی، خونسرد بمانید.

مدیران نهادی و سبذگردان‌ها نیز باید به قواعدلای‌گری و پایش اطلاعاتی آگاه باشند. در ایران، دسترسی به جریان اخبار زودهنگام (Information Flow) بخشی از مدیریت عدم قطعیت است.

مدیران نهادی و سرمایه‌گذاران حقوقی همچنین باید از ابزارهای مشتقه استفاده کنند. هرچند بازار مشتقات در ایران ناپاست، اما استفاده از آپشن‌ها برای پوشش ریسک (Hedging) در زمان عدم قطعیت‌های سیاسی حیاتی است.

جعبه‌ابزار مدیر سرمایه‌گذاری

در سال ۲۰۲۲

سرمایه‌گذاران و مدیران نهادی باید در سال ۲۰۲۲ قواعد حرکت در فضای مه‌آلود اقتصاد ایران را بدانند. در حال حاضر سه راه حل عملیاتی به عنوان ابزارها و تکنیک‌های مدیریت در مه می‌توانند برای مدیران ثمر بخش باشد.

۱. حاشیه ایمنی (Margin of Safety): در فضای عدم قطعیت، هرگز بر اساس قیمت‌های منصفانه (Fair Value) خرید نکنید. همیشه فرض کنید محاسبات شما به دلیل ابهام‌های محیطی ۲۰ درصد خطا

مالی داشتند. این یک نمونه کلاسیک از مدیریت ریسک بود؛ جایی که سرمایه‌گذار با خرید سهام بانکی، روی یک احتمال مشخص شرط‌بندی می‌کرد.

■ (ب) ایستگاه دوم: خروج ترامپ از برجام (۱۳۹۷) - سقوط در مه «عدم قطعیت»

اتفاقی که در سال ۹۷ افتاد، از جنس ریسک نبود. هیچ مدل آماری یا داده تاریخی در ایران وجود نداشت که بتواند «شدت» و «سرعت» بازگشت تحریم‌های همه‌جانبه و اثر آن بر لغو قراردادهای بزرگی مثل توتال را پیش‌بینی کند.

➤ تفاوت کلیدی: در اینجا توزیع احتمالات از بین رفت. کسی نمی‌دانست دلار قرار است از ۴ هزار تومان به ۲۰ هزار تومان برسد یا ۴۰ هزار تومان.

➤ رفتار بازار: بازار ابتدا دچار «شوک سرد» و قفل در صف فروش شد (واکنش به ابهام)، اما کسانی که مفهوم اختیارگزینی (Optionality) را می‌فهمیدند، به جای تلاش برای پیش‌بینی قیمت دلار، به سمت «دارایی‌های سخت» و «سهام دلاری» حرکت کردند. آن‌ها فهمیدند که وقتی ابهام بی‌نهایت است، تنها راه، مالکیت دارایی‌هایی است که با تورم رشد می‌کنند، فارغ از اینکه عدد تورم چقدر باشد.

استراتژی بقا برای مدیران سرمایه‌گذاری و فعالان بازار

در مواجهه با این حجم از ابهام، مدل‌های کلاسیک مانند «تئوری مدرن پرتفوی» (MPT) کارایی خود را از دست می‌دهند. در ایران، مدیریت دارایی باید از «بهینه‌سازی» به سمت «تاب‌آوری» (Resilience) حرکت کند.

■ استراتژی اختیارگزینی (Optionality): در فضای عدم قطعیت، شما نباید تمام توان خود را صرف پیش‌بینی آینده کنید، بلکه باید «حق انتخاب» بخرید. داشتن سطحی از نقدینگی (Cash) برای مدیران نه به معنای باختن به تورم، بلکه به معنای خریدن یک «اختیار خرید» در قیمت‌های پایین (در زمان وقوع شوک‌ها) است.

■ تحلیل سناریو به جای تک‌بینی (Point Estimation): مدیران سرمایه‌گذاری باید از ارائه یک عدد دقیق برای شاخص یا قیمت سهم پرهیزکنند. مدل‌سازی باید بر اساس سه سناریوی محتمل (خوش‌بینانه، واقع‌بینانه و بدبینانه) باشد. به طور مثال اگر نرخ گاز A تومان شود، سود شرکت B تومان خواهد بود و اگر N تومان شود، شرکت به زیان می‌رسد. سرمایه‌گذاری

پایان ابهام؟

چگونه هوش مصنوعی مرز میان ریسک و عدم قطعیت را جابجا می‌کند



میلیون‌ها سناریو، «دم‌های پهن» (Fat Tails) نمودار را شناسایی می‌کند. به عبارت دیگر، هوش مصنوعی «ناشناخته‌های ناشناخته» را به «ناشناخته‌های شناخته‌شده» تبدیل می‌کند. این فناوری به ما اجازه می‌دهد برای حوادثی که قبلاً «غیرقابل پیش‌بینی» بودند، قیمت‌گذاری ریسک انجام دهیم.

جابجایی مرز در بازار سرمایه ایران: فرصت‌ها و چالش‌ها

در بازار ایران که مملو از عدم قطعیت‌های ناشی از شایعات و تصمیمات ناگهانی است، AI می‌تواند نقش یک «ابهام‌زدا» را بازی کند.

■ **پردازش زبان طبیعی (NLP) روی صورت‌های مالی:** هوش مصنوعی می‌تواند تضادهای پنهان در گزارش‌های کدال را که از چشم تحلیلگران دور می‌ماند، شناسایی کرده و ریسک تقلب را کمی‌سازی کند.

■ **پیش‌بینی مداخلات سیاستی:** با تحلیل الگوی رفتاری سیاست‌گذاران در دهه‌های گذشته، مدل‌های AI می‌توانند احتمال تغییر نرخ‌ها (مانند نرخ خوراک یا بهره) را قبل از اعلام رسمی، با درصدی از اطمینان تخمین بزنند.

پارادوکس AI: آیا عدم قطعیت واقعاً ناپدید می‌شود؟

با وجود قدرت هوش مصنوعی، یک چالش بزرگ باقی می‌ماند و آن هم توهم قطعیت است.

کارشناسان هشدار می‌دهند که وقتی همه بازیگران بازار از هوش مصنوعی مشابه استفاده کنند، ریسک‌های جدیدی متولد می‌شوند.

۱. **ریسک مدل (Model Risk):** اگر الگوریتم‌ها اشتباه کنند، این اشتباه به صورت جمعی و با سرعتی ویرانگر در کل بازار تکثیر می‌شود (مانند فلاش کرش‌ها یا سقوط‌های ناگهانی).

۲. **جابجایی سطح ابهام:** هوش مصنوعی ممکن است ابهام در قیمت‌ها را از بین ببرد، اما ابهام در «رفتار خود هوش مصنوعی» را جایگزین آن کند. ما وارد عصری می‌شویم که در آن باید با «عدم قطعیت الگوریتمیک» دست و پنجه نرم کنیم.

استراتژی برای مدیران سرمایه‌گذاری در عصر هوش مصنوعی

برای فعالان بازار سرمایه، جابجایی این مرز به معنای تغییر ابزارهای مدیریت دارایی است.

■ **از تحلیلگری به مهندسی سناریو:** تحلیلگران موفق کسانی خواهند بود که قیمت را پیش‌بینی می‌کنند، بلکه کسانی هستند که مدل‌های AI را برای مدیریت سناریوهای مختلف راهبری می‌کنند.

■ **پذیرش «جعبه سیاه»:** مدیران باید بیاموزند چگونه با مدل‌هایی کار کنند که نتایج درستی می‌دهند اما لزوماً منطق آن‌ها برای انسان شفاف نیست (Explainable AI).

هوش مصنوعی، ناینتی جدید؟

هوش مصنوعی مرز ریسک و عدم قطعیت را به عقب رانده است، اما آن را کاملاً نابود نکرده است. در واقع، AI «قلمرو ریسک» را بزرگتر کرده و به ما اجازه داده است تا در زمین‌هایی که قبلاً از ترس ابهام در آن قدم نمی‌گذاشتیم، معامله کنیم.

پیام روشن است؛ در دنیای جدید، سود متعلق به کسانی نیست که صرفاً داده دارند، بلکه متعلق به کسانی است که با استفاده از هوش مصنوعی، زودتر از دیگران پدیده‌های مبهم را به «ریسک‌های قابل معامله» تبدیل می‌کنند. عدم قطعیت همیشه وجود خواهد داشت، اما مرزهای آن هر روز در حال عقب‌نشینی در برابر قدرت پردازش سیلیکون‌هاست.

در سال ۱۹۲۱، زمانی که فرانک نایت کتاب «ریسک، عدم قطعیت و سود» را می‌نوشت، جهان درگیر داده‌های آنالوگ و تحلیل‌های دستی بود. در آن دوران، مرز میان ریسک و عدم قطعیت با «دانش انسان» تعیین می‌شد. اگر انسان نمی‌توانست احتمالی را محاسبه کند، آن پدیده در دسته «عدم قطعیت» (ناشناخته‌های غیرقابل محاسبه) قرار می‌گرفت. اما امروز، ورود هوش مصنوعی مولد (Generative AI) و مدل‌های یادگیری ماشین (Machine Learning)، در حال انجام یک جراحی عمیق بر روی این مرز صد ساله است.

کیمیای داده: تبدیل «عدم قطعیت» به «ریسک»

بزرگترین دستاورد هوش مصنوعی در بازارهای مالی، تبدیل ابهام به احتمال است. در گذشته، بسیاری از پدیده‌ها به دلیل «پیچیدگی بیش از حد» یا «فقدان داده‌های ساختاریافته»، عدم قطعیت محسوب می‌شدند. برای مثال، اثرگذاری یک تنش سیاسی بر قیمت نفت یا تأثیر جو روانی شبکه‌های اجتماعی بر یک سهم خاص، پدیده‌هایی مبهم بودند.

هوش مصنوعی با استفاده از تحلیل داده‌های غیرساختاریافته (Unstructured Data) مانند متن اخبار، سخنرانی‌های سیاسی، تصاویر ماهواره‌ای از مخازن نفت و حتی ترندهای توییتر، الگوهایی را استخراج می‌کند که برای مغز انسان قابل کشف نبود. پدیده‌ای که دیروز «عدم قطعیت ناینتی» بود (چون ابزاری برای سنجش آن نداشتیم)، امروز به یک «ریسک مدل‌سازی شده» تبدیل شده است. هوش مصنوعی به ما می‌گوید با احتمال ۶۸ درصد، فلان لحن سخنرانی منجر به افت ۵ درصدی شاخص خواهد شد.

یادگیری ماشین و پایان «توزیع نرمال»

یکی از دلایل شکست مدل‌های سنتی مدیریت ریسک، وابستگی آن‌ها به «توزیع نرمال» یا همان منحنی زنگوله ای بود. مدل‌های کلاسیک، رویدادهای «قوی سیاه» (مانند بحران‌های ناگهانی) را غیرمحمتمل می‌دانستند و آن‌ها را در دسته عدم قطعیت رها می‌کردند. هوش مصنوعی اما به جای تحمیل یک فرمول ریاضی ثابت، از مدل‌های غیرپارامتریک استفاده می‌کند. AI با بررسی



فروش نیز از ۸۹۸ هزار و ۸۷۸ مترمکعب به حدود ۹۸۹ هزار مترمکعب رسید که رشد نزدیک به ۱۰ درصدی را نشان می‌دهد. در همین مدت، درآمد از ۷۵/۰۸ همت به ۹۹/۴۶ همت افزایش یافته و حدود ۳۲/۵ درصد رشد کرده است. بنابراین رشد درآمد مرداد برخلاف برخی دوره‌ها با افزایش حجم تولید و فروش نیز همراه بوده است؛ هرچند رشد سریع‌تر درآمد نسبت به فروش نشان می‌دهد نرخ و ترکیب فرآورده‌های فروخته‌شده نیز اثر قابل توجهی داشته‌اند.

درآمد مرداد ۱۷۶ درصد بیشتر از سال قبل

با وجود کاهش حجم فروش، درآمد از ۳۵/۹۹ همت به ۹۹/۴۶ همت رسیده و نزدیک به ۱۷۶ درصد افزایش یافته است. این فاصله میان روند مقداری و ربالی نشان می‌دهد افزایش نرخ فروش فرآورده‌ها نقش اصلی را در رشد سالانه درآمد داشته است. پالایش نفت تهران در پنج‌ماهه نخست امسال ۴ میلیون و ۳۶۱ هزار و ۹۲۱ مترمکعب محصول تولید کرده است. درآمد پنج‌ماهه به ۳۱۹/۹۷ همت رسید. در نقطه مقابل کاهش حجم فعالیت، درآمد تجمعی شرکت رشد کرده است. «شتران» در پنج‌ماهه ۱۴۰۵ مبلغ ۳,۱۹۹,۷۳۰,۰۱۶ میلیون ریال، معادل حدود ۳۱۹/۹۷ همت درآمد ثبت کرده است؛ در حالی که درآمد دوره مشابه سال قبل ۱۷۹/۱۵ همت بود. بر این اساس، درآمد پنج‌ماهه حدود ۷۸/۶ درصد افزایش یافته است. این رشد در شرایطی رخ داده که فروش حدود ۲۷ درصد کاهش یافته است. بنابراین بخش اصلی رشد درآمد پنج‌ماهه از افزایش ارزش فروش فرآورده‌ها ناشی شده بوده است. تولید مرداد بالاتر از فروش قرار گرفت. تولید پالایش نفت تهران در مرداد حدود ۴۳ هزار و ۷۱۴ مترمکعب بیشتر از فروش بوده است. این اختلاف می‌تواند با افزایش بخشی از موجودی محصولات در پایان ماه سازگار باشد. وضعیت پنج‌ماهه نیز نشان می‌دهد مهم‌ترین اتفاق مرداد برای «شتران» بهبود ماهانه تولید و فروش بوده است. شرکت در گزارش ماهیانه منتشره در کدال در خصوص نحوه محاسبه و ابهامات موجود شفاف‌سازی کرده است.



گزارش عملکرد مردادماه «پالایشگاه نفت تهران»؛

درآمد پنج‌ماهه «شتران» به ۳۱۹/۹۷ همت رسید

پالایش نفت تهران در پنج‌ماهه نخست ۱۴۰۵ حدود ۳۱۹/۹۷ همت درآمد شناسایی کرد؛ رقمی که نسبت به دوره مشابه سال گذشته حدود ۷۹ درصد افزایش نشان می‌دهد. در مرداد نیز وضعیت ماهانه «شتران» بهبود یافت؛ تولید ۱۹ درصد، فروش ۱۰ درصد و درآمد ۳۲ درصد نسبت به تیر افزایش پیدا کرد. با این حال، در مقیاس سالانه هنوز تولید و فروش پایین‌تر از سال قبل قرار دارند و رشد درآمد سریع‌تر از حجم فعالیت بوده است. شرکت پالایش نفت تهران در مرداد ۱۴۰۵ در مجموع یک میلیون و ۳۲ هزار و ۴۷۱ مترمکعب محصول تولید کرد و ۹۸۸ هزار و ۷۵۷ مترمکعب محصول به فروش رساند. درآمد شرکت در این ماه به ۹۹۴,۵۵۸,۱۰۵ میلیون ریال، معادل حدود ۹۹/۴۶ همت رسید. رشد همزمان تولید، فروش و درآمد در مرداد و همچنین عملکرد مرداد نسبت به تیر از بهبود شاخص‌های عملیاتی «شتران» حکایت دارد. به گونه‌ای که تولید این شرکت از ۸۶۶ هزار و ۶۶۳ مترمکعب در تیر به بیش از یک میلیون و ۳۲ هزار مترمکعب در مرداد رسید و ۱۹/۱ درصد افزایش یافت.





سبذگردان نوین نگر آسیا



از درآمد ثابت تا سرمایه‌گذاری سهامی؛

کدام صندوق برای شما مناسب است؟

مدیریت مجموعه‌ای از صندوق‌های سرمایه‌گذاری را نیز بر عهده دارد. صندوق‌های اعتماد ملل، طلوع، تیام و پناه، با ساختارها و راهبردهای متفاوت، طیفی از گزینه‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، سهامی و بخشی را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند. در گروه صندوق‌های با درآمد ثابت، «صندوق اعتماد ملل» از نوع صندوق‌های صدور و ابطالی است. بازدهی این صندوق به‌صورت روزشمار و معادل ۳۱ درصد محاسبه می‌شود و نرخ مؤثر سالانه آن به ۳۵/۸ درصد می‌رسد. سود حاصل از سرمایه‌گذاری نیز به‌صورت ماهانه به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود. همچنین، انجام چهار مرحله پرداخت در طول روز، امکان واریز سریع‌تر اصل سرمایه و سود آن را فراهم کرده است. مجموعه این ویژگی‌ها، صندوق اعتماد ملل را به گزینه‌ای مناسب برای اشخاص حقیقی و حقوقی تبدیل می‌کند که دریافت سود ماهانه را در اولویت قرار می‌دهند. «صندوق طلوع» نیز در گروه صندوق‌های با درآمد ثابت قرار دارد، اما ساختار آن با صندوق اعتماد ملل متفاوت است. طلوع از نوع صندوق‌های قابل معامله در بورس یا ETF است و پرداخت دوره‌ای سود ندارد. نرخ مؤثر سالانه این صندوق ۳۹/۱ درصد است و سود حاصل از سرمایه‌گذاری، به‌جای پرداخت دوره‌ای، مجدداً در صندوق سرمایه‌گذاری می‌شود. این سازوکار امکان بهره‌مندی از بازدهی مرکب را فراهم می‌کند و برای افرادی مناسب است که به دریافت سود ماهانه نیاز ندارند و افزایش تدریجی ارزش سرمایه خود را دنبال می‌کنند. ساختار ETF صندوق طلوع نیز دسترسی به واحدهای آن و انجام معاملات را از طریق سامانه‌های معاملاتی بورس تسهیل کرده است.

در بخش صندوق‌های سهامی، «صندوق تیام» از نوع صندوق‌های قابل معامله در بورس است. راهبرد سرمایه‌گذاری این صندوق بر سهام شرکت‌های صادرات‌محور، دلاری و برخوردار از ظرفیت رشد متمرکز است. تیام توانسته است در دوره‌های سه‌ماهه، شش‌ماهه و یک‌ساله، بازدهی مطلوبی به ثبت برساند. همچنین، بهره‌مندی از ابزارهای اختیار معامله به افزایش حجم و تعداد معاملات این صندوق کمک کرده و زمینه استقبال بیشتر سرمایه‌گذاران از واحدهای آن را فراهم آورده است. با توجه به ماهیت سهامی صندوق، تیام بیشتر متناسب با سرمایه‌گذارانی است که امکان پذیرش نوسانات بازار سهام را دارند.

«صندوق پناه» نیز یک صندوق بخشی قابل معامله در بورس است که فعالیت خود را بر سهام شرکت‌های صنعت بیمه متمرکز کرده است. تمرکز بر این صنعت، امکان سرمایه‌گذاری غیرمستقیم و تخصصی در شرکت‌های بیمه‌ای پذیرفته‌شده در بورس را فراهم می‌کند. ظرفیت‌های رشد صنعت بیمه و استقبال سرمایه‌گذاران از سهام شرکت‌های فعال در این حوزه، چشم‌انداز مناسبی پیش‌روی صندوق پناه قرار داده است. همچنین، بهره‌گیری از ابزارهای اختیار معامله می‌تواند به بهبود عملکرد صندوق و تقویت روند رشد آن کمک کند.

تنوع صندوق‌های تحت مدیریت نوین‌نگر آسیا، انتخاب میان شیوه‌های مختلف سرمایه‌گذاری را متناسب با نیازهای مالی سرمایه‌گذاران امکان‌پذیر کرده است. صندوق اعتماد ملل برای متقاضیان دریافت سود ماهانه، صندوق طلوع برای علاقه‌مندان به بازدهی مرکب، صندوق تیام برای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های صادرات‌محور و دلاری و صندوق پناه برای سرمایه‌گذاری تخصصی در صنعت بیمه طراحی شده‌اند. در نهایت، انتخاب هر صندوق باید با توجه به هدف مالی، افق سرمایه‌گذاری، نیاز به دریافت سود دوره‌ای و میزان تحمل نوسان انجام شود.

بازار سرمایه ابزارهای متنوعی را برای پاسخ‌گویی به اهداف مالی و سطوح مختلف ریسک‌پذیری در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. انتخاب میان این ابزارها به عواملی مانند افق زمانی سرمایه‌گذاری، میزان نقدشوندگی موردنیاز، انتظار از بازده، نحوه دریافت سود و ظرفیت پذیرش نوسان بستگی دارد. بنابراین، نمی‌توان یک روش مشخص را برای تمامی سرمایه‌گذاران مناسب دانست؛ زیرا هر فرد یا مجموعه براساس اهداف و شرایط مالی خود، به راهکار متفاوتی برای مدیریت دارایی نیاز دارد.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین ابزارهای سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بازار سرمایه محسوب می‌شوند. این صندوق‌ها با برخورداری از ساختارهای متفاوت، امکان انتخاب میان دریافت سود دوره‌ای، بهره‌مندی از بازدهی مرکب، سرمایه‌گذاری در بازار سهام یا تمرکز بر یک صنعت مشخص را فراهم می‌کنند. تفاوت در ترکیب دارایی‌ها، شیوه معامله واحدها و نحوه تخصیص بازده سبب می‌شود هر صندوق پاسخ‌گوی بخشی از نیازهای سرمایه‌گذاران باشد.

شرکت سبذگردان نوین‌نگر آسیا پس از دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، فعالیت خود را در حوزه مدیریت دارایی آغاز کرده است. این شرکت در کنار ارائه خدمات سبذگردانی اختصاصی،



رشد درآمد تپسی در مردادماه

درآمد تجمیعی تپسی به ۱۳.۸ همت رسید

شرکت پیشگامان فناوری و دانش آرامیس با نماد معاملاتی «تپسی»، گزارش فعالیت ماهانه منتهی به ۳۱ مردادماه ۱۴۰۵ را منتشر کرد.

بر اساس این گزارش، درآمد شرکت در مردادماه با رشد فعالیت‌های عملیاتی همراه شده و درآمد تجمیعی پنج‌ماهه آن به بیش از ۱۳.۸ هزار میلیارد ریال رسیده است.

ثبت درآمد ۳.۴۷ همتی در مردادماه

تپسی در مردادماه ۱۴۰۵ موفق به شناسایی ۳ هزار و ۴۷۷ میلیارد و ۶۱۷ میلیون ریال درآمد شد. شرکت اعلام کرده است که افزایش درآمد مردادماه نسبت به ماه قبل، عمدتاً ناشی از رشد فعالیت‌های عملیاتی بوده است. بر این اساس، درآمد مردادماه حدود ۳۳.۷ درصد از درآمد شناسایی‌شده از ابتدای سال مالی تا پایان تیرماه را تشکیل می‌دهد؛ موضوعی که از شتاب گرفتن روند درآمدزایی شرکت در پنجمین ماه سال حکایت دارد.

کمیسیون دریافتی از سفیران؛ موتور اصلی درآمدزایی

بخش عمده درآمد «تپسی» در مردادماه و دوره پنج‌ماهه از محل کمیسیون دریافتی از سفیران به دست آمده است. این بخش در مردادماه درآمدی بالغ بر ۳ هزار و ۲۱۰ میلیارد و ۹۶۸ میلیون ریال ایجاد کرد. درآمد تجمیعی این سرفصل از ابتدای سال مالی نیز به ۱۲ هزار و ۵۷۰ میلیارد و ۵۲۷ میلیون ریال رسیده است. کمیسیون دریافتی از سفیران با سهمی حدود ۹۱ درصدی از درآمد مردادماه، همچنان اصلی‌ترین منبع درآمد عملیاتی شرکت محسوب می‌شود.

رشد درآمد سایر درآمدهای عملیاتی و خدمات تلفنی

تپسی در سرفصل سایر درآمدهای عملیاتی نیز طی مردادماه ۲۲۸ میلیارد و ۵۸۳ میلیون ریال درآمد شناسایی کرد. درآمد تجمیعی این بخش از ابتدای سال مالی به ۹۶۷ میلیارد و ۶ میلیون ریال رسیده است. همچنین درآمد شرکت از محل سرویس تلفنی در مردادماه ۳۸ میلیارد و ۶۶ میلیون ریال بود و مجموع درآمد این بخش در پنج‌ماهه نخست سال به ۱۹۳ میلیارد و ۱۸۰ میلیون ریال رسید. شرکت از محل راه‌اندازی مجدد نیز در مردادماه درآمدی شناسایی نکرده و درآمد تجمیعی این سرفصل در سال جاری همچنان ۶۹ میلیارد و ۷۱۸ میلیون ریال گزارش شده است.

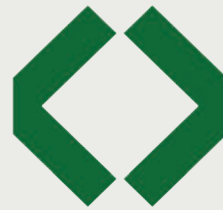
درآمد پنج‌ماهه «تپسی» به ۱۳.۸ هزار میلیارد ریال رسید

مجموع درآمد شناسایی‌شده «تپسی» از ابتدای سال مالی تا پایان مردادماه ۱۴۰۵ به ۱۳ هزار و ۸۰۰ میلیارد و ۴۳۱ میلیون ریال رسید. این رقم در مقایسه با درآمد ۳۰ هزار و ۳۷۵ میلیارد و ۳۰۹ میلیون ریالی شناسایی‌شده تا پایان اسفندماه ۱۴۰۴، معادل حدود ۴۵.۴ درصد درآمد دوره قبل است؛ آن هم در شرایطی که شرکت تنها پنج ماه از سال مالی جاری را پشت سر گذاشته است.

جمع‌بندی

گزارش مردادماه «تپسی» از تقویت روند درآمدزایی عملیاتی شرکت حکایت دارد. ثبت درآمد ۳.۴۷ همتی در مردادماه و رسیدن درآمد تجمیعی پنج‌ماهه به ۱۳.۸ همت، در کنار سهم بالای کمیسیون دریافتی از سفیران، نشان می‌دهد توسعه فعالیت‌های اصلی شرکت همچنان مهم‌ترین محرک رشد درآمد آن است. در صورت تداوم روند رشد عملیات و حفظ سطح فعالیت سفیران، «تپسی» می‌تواند در ماه‌های آتی نیز عملکرد درآمدی مثبتی به ثبت برساند؛ موضوعی که برای ارزیابی چشم‌انداز سودآوری شرکت در سال مالی ۱۴۰۵ اهمیت خواهد داشت.




شرکت سرمایه‌گذاری صدرتأمین

 Sadr Tamin Investment Company
(تاسیکو)

فرا تر از اعداد ترازنامه؛

جهش ارقام صورت وضعیت مالی تاسیکو


**در آستانه برگزاری
مجمع عمومی هلدینگ**
**صدرتأمین، علی حسینی
معاون مالی و سرمایه‌انسانی
این مجموعه در گفت‌وگویی
تفصیلی، از رشد ۵۰ درصدی**
**درآمدهای صادراتی، افزایش حاشیه سود ناخالص
تلفیقی به ۲۷ درصد و برنامه ثبت افزایش سرمایه
۲۰۸ همتی در مرحله نخست سخن گفت و چشم‌انداز
بازدهی گروه را با تکیه بر بازار صعودی طلا و مس بسیار
درخشان ارزیابی کرد.**

■ وضعیت مالی تاسیکو را در سال ۱۴۰۴ چگونه ارزیابی می‌کنید؟

در نگاه نخست، گرچه درآمدهای عملیاتی تلفیقی روندی صعودی داشته، اما سود خالص تلفیقی گروه از ۱۲ هزار میلیارد تومان سال قبل به ۸۰۹ هزار میلیارد تومان رسیده است. این کاهش اسمی عمدتاً ناشی از دو متغیر بنیادین است؛ نخست افزایش ۲۰۵ همتی هزینه‌های مالی (۱۰۵ همت در شرکت اصلی و ۱ همت در شرکت‌های تابعه) به دلیل سیاست راهبردی اخذ تسهیلات و هدایت نقدینگی به سمت طرح‌های توسعه‌ای، و دوم رعایت الزام استاندارد حسابداری شماره ۳۹ به علت خروج از ترکیب هیأت‌مدیره شرکت ملی صنایع مس ایران (فملی) که مانع شناسایی ۷۰۴ همت سود به روش ارزش ویژه در تلفیق و ۲۰۴ همت در شرکت اصلی شد. نکته حائز اهمیت این است که این سود از بین نرفته و در سال مالی بعد شناسایی خواهد شد؛ بنابراین با تعدیل این دو متغیر، سود خالص تلفیقی واقعی هلدینگ به بیش از ۲۰۰ همت می‌رسد که رشد ۶۹ درصدی را نسبت به سال مالی قبل نشان می‌دهد. علاوه بر این، درآمدهای صادراتی گروه با جهش ۵۰ درصدی از ۱۰۱ به ۱۰۶ همت رسیده و حاشیه سود ناخالص تلفیقی نیز از ۲۴ درصد به ۲۷ درصد ارتقا یافته است. همچنین هم‌راستا با رشد ۶۰۵ همتی مانده تسهیلات، ۵۰۳ همت به دارایی‌های ثابت مشهود گروه افزوده شده که ارزش روز و تعدیل‌شده

آن با نرخ ارز فعلی حداقل ۸۰۵ همت برآورد می‌گردد و نشان‌دهنده خلق ارزش واقعی برای سهامداران است و از طرفی کنترل هزینه‌های عمومی و اداری و مهار رشد آن از ۱۰۱ به ۱۰۵ همت، کارآمدی مدیریت اجرایی را کنترل هزینه‌ها نشان می‌دهد. با اهتمام به راهبرد شفافیت و انضباط مالی، شرکت موفق به دریافت گزارش مقبول حسابرسی صورت‌های مالی منتهی به ۱۴۰۵/۰۲/۳۱ به عنوان سومین سال شده است.

■ برنامه شرکت جهت افزایش سرمایه مجدد چیست؟

با همراهی و هماهنگی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) به عنوان سهامدار عمده، افزایش سرمایه کلان هلدینگ از ۷۵۰٪ میلیارد تومان به ۱۲۰۷۵۰ میلیارد تومان (به میزان ۶ همت) مصوب گردیده است. این برنامه افزایش سرمایه راهبردی با وجود محدودیت‌های شدید نقدینگی در اقتصاد کشور صورت پذیرفته و ساختار مالی تاسیکو را برای پیشبرد طرح‌های سرمایه‌گذاری بهینه‌سازی می‌کند. فرآیند اجرایی این برنامه در دو مرحله پیگیری می‌شود؛ مرحله نخست به میزان ۲۰۸ همت در مجمع فوق‌العاده اسفندماه سال گذشته مصوب شد که فرآیند پذیره‌نویسی حقیقت‌های استفاده‌نشده آن بازگشایی گردیده و پس از اتمام دوره، بلافاصله به ثبت نهایی خواهد رسید. بلافاصله پس از ثبت مرحله اول، مقدمات قانونی مرحله دوم افزایش سرمایه به میزان ۳۰۲ همت نیز با هماهنگی سازمان بورس و سهامدار عمده عملیاتی و در سامانه کدال اطلاع‌رسانی خواهد شد.

■ منابع حاصل از افزایش سرمایه در چه محلی صرف خواهد شد؟

تمامیت منابع مالی تجمیع‌شده از محل این افزایش سرمایه در چارچوب سند راهبردی هلدینگ و به‌منظور افزایش سهم تاسیکو در زنجیره فلزات رنگی و گرانبها هدایت خواهد شد. تمرکز اصلی مدیریت بر تخصیص این منابع به پروژه‌های با حاشیه سود بالا و تسریع در بهره‌برداری تجاری از آن‌ها معطوف شده است.

■ وضعیت درآمد عملیاتی و سود شرکت امسال چگونه است؟

سودآوری هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری تابعی مستقیم از بازدهی و عملکرد عملیاتی شرکت‌های تابعه مدیریتی و غیرمدیریتی است. بررسی کارنامه سه‌ماهه ابتدایی سال جاری حاکی از جهش چشمگیر در شرکت‌های گروه است، به‌گونه‌ای که مجموع سود خالص تلفیقی شرکت‌های تابعه با رشد خیره‌کننده ۲۰۹ درصدی نسبت به دوره مشابه سال قبل همراه شده است. در این بازه زمانی، شرکت معدنی املاح ایران رشد سودآوری ۱۹۰ درصدی و شرکت صنایع خاک چینی ایران رشد ۱۴۵ درصدی را تجربه کرده‌اند؛ هم‌زمان شرکت‌های زغال‌سنگ پروده طبس و توسعه معادن پارس تأمین نیز عملکرد درخشانی ثبت کرده‌اند. همچنین مطابق سیاست شفاف‌سازی حداکثری و افشای صورت پذیرفته مرتبط با آخرین وضعیت تولید طلای گروه در کدال، با تثبیت تولید پایدار ماهانه ۴۰ کیلوگرم شمش طلا در شرکت پارس تأمین و هم‌گامی با صعود قیمت جهانی طلا و ارز، سهم سودآوری هلدینگ از این شرکت تابعه ۸۰ درصدی تا پایان سال جاری با جهش معناداری همراه خواهد شد.

■ دلیل راهبرد تاسیکو در راستای چینش پرتفوی با تمرکز بالا بر

کامودیتی‌های استراتژیک چیست؟

راهبرد کلان هلدینگ سرمایه‌گذاری صدرتأمین بر بازنگری ساختار پرتفوی و انتقال تمرکز منابع به سمت دارایی‌های بهره‌ور تدوین شده که این برنامه هم‌اکنون با نظارت هیأت‌مدیره و همراهی سهامدار عمده در حال پیگیری و اصلاح است. بر اساس این رویکرد، خروج هدفمند از صنایع کم‌بازده و سرمایه‌بری که چشم‌انداز رشد محدودی دارند، در دستور کار قطعی قرار گرفته است.

در مقابل، اولویت درجه اول هلدینگ تمرکز حداکثری بر زنجیره فلزات رنگی و گرانبها شامل طلا، نقره، مس و روی است. ورود پرقدرت به این بخش‌ها ضمن تنوع‌بخشی ارزی و کاهش ریسک‌های ساختاری، بازدهی حقوق صاحبان سهام را در کلاس جهانی ارتقا داده و زمینه جهش پایدار سودآوری هلدینگ صدرتأمین را برای سال‌های پیش‌رو رقم خواهد زد.

با شتاب‌گیری پروژه ملی فولاد کاوه جنوب کیش صورت گرفت؛

پیشرفت فیزیکی احیاء سوم فولاد کاوه به ۷۰ درصد رسید

وی با اشاره به چالش‌های ایجادشده در مسیر تأمین برخی تجهیزات خارجی در ماه‌های گذشته تصریح کرد: ارسال بخشی از تجهیزات خارجی به دلیل شرایط و محدودیت‌های ناشی از تحولات اخیر با وقفه مواجه شد، اما با پیگیری مستمر تیم اجرایی و رفع موانع حمل‌ونقل، فرآیند ارسال تجهیزات به محل پروژه در حال انجام است و اقدامات لازم برای جلوگیری از تأثیر این موضوع بر برنامه اجرایی پروژه در حال پیگیری است.

مدیرعامل فولاد کاوه جنوب کیش درباره مهم‌ترین فعالیت‌های اجرایی در حال انجام نیز افزود: اجرای فونداسیون در بخش‌هایی از جمله Product & Oxide Seal و Screen، Ejector Stack & Main Fans و Gas Compressor، تأمین و نصب اسکلت فلزی در بخش‌هایی همچون Pipe Rack، سازه‌های Screen، Conveyors و Furnace، نصب تجهیزات برقی از جمله ترانسفورماتورها و Recuperator، تأمین اقلام پایپینگ و تکمیل ساختمان‌های کنترل، برق و WTP از مهم‌ترین فعالیت‌های جاری پروژه است. وی افزود: آغاز عملیات پایپینگ و شروع فرآیند نسوزکاری از جمله نقاط عطف اجرایی پروژه در ماه‌های اخیر بوده است. همچنین با تصمیم مدیریتی و با تکیه بر توان مهندسی و ظرفیت تولید داخل، تأمین مواد نسوز از منابع داخلی انجام شد و عملیات نسوزکاری از بهار امسال آغاز شده است.

دکتر شعبانی با تأکید بر نقش توان داخلی در پیشبرد این طرح ملی تصریح کرد: مشارکت شرکت‌هایی همچون پامیدکو، MMTE، ملی ساختمان و پارس سارابه در کنار سایر پیمانکاران داخلی، نمونه‌ای از ظرفیت بالای مهندسی، ساخت و اجرای پروژه‌های بزرگ در داخل کشور است و همکاری و هم‌افزایی این مجموعه‌ها نقش مؤثری در پیشبرد اهداف پروژه مدول سوم داشته است.

مدیرعامل فولاد کاوه جنوب کیش ابراز امیدواری کرد: با تداوم روند رو به رشد پیشرفت پروژه، بسیج ظرفیت‌های اجرایی و همکاری تمامی دست‌اندرکاران، عملیات اجرایی بر اساس برنامه زمان‌بندی به‌روز شده ادامه دارد و امید است کارخانه مدول سوم احیای مستقیم فولاد کاوه جنوب کیش در زمان و موعد مقرر راه‌اندازی شود. وی در پایان افزود: بهره‌برداری از این پروژه بخش مهمی از نیاز شرکت به آهن اسفنجی را مرتفع می‌سازد و موجب توازن در زنجیره داخلی SKS خواهد شد.



مدیرعامل و نایب‌رئیس هیأت‌مدیره شرکت فولاد کاوه جنوب کیش از شتاب‌گیری روند اجرای پروژه احداث کارخانه یک میلیون تنی آهن اسفنجی به روش میدرکس (مدول سوم احیای مستقیم) خبر داد و گفت: با اقدامات انجام‌شده و افزایش سرعت عملیات اجرایی، نرخ پیشرفت پروژه در تابستان سال جاری نسبت به سه ماه اول سال افزایش یافته است.

به گزارش روابط عمومی شرکت فولاد کاوه جنوب کیش، دکتر مجتبی شعبانی با اشاره به اهمیت این پروژه در توسعه ظرفیت تولید فولاد کشور اظهار کرد: مدول سوم احیای مستقیم، مهم‌ترین طرح توسعه‌ای شرکت فولاد کاوه جنوب کیش است که با هدف تأمین کسری آهن اسفنجی، تکمیل زنجیره تولید و فراهم‌کردن زیرساخت لازم برای تحقق ظرفیت تولید سالانه ۲ میلیون و ۴۰۰ هزار تن شمش فولادی، در حال اجراست. دکتر شعبانی با اشاره به اقدامات انجام‌شده برای تسریع در اجرای پروژه اظهار داشت:

طی سال جاری، با اهتمام جدی هیأت‌عامل و ظرفیت‌های شرکت اقدامات متعددی برای بازگرداندن پروژه به مسیر اجرای پرشتاب انجام شد که از جمله آن‌ها می‌توان به بازنگری برنامه زمان‌بندی، اصلاح فرآیندهای مناقصه و خرید، ارزیابی سازندگان و تأمین‌کنندگان، بازنگری و تمدید قراردادهای تعیین تکلیف وضعیت تجهیزات و تأمین منابع انسانی موردنیاز، اشاره کرد.

مدیرعامل فولاد کاوه جنوب کیش ادامه داد: در کنار این اقدامات، بهینه‌سازی جریان نقدینگی، تقویت تیم‌های اجرایی و عملیاتی و رفع ناهماهنگی‌های موجود در بخش تأمین و اجرا، با هدف جبران بخشی از تأخیرهای ایجادشده و تثبیت روند پیشرفت پروژه، در دستور کار قرار گرفته است.

وی درباره آخرین وضعیت پیشرفت پروژه اذعان داشت: پیشرفت بخش مهندسی اکنون به بیش از ۹۵ درصد رسیده و طراحی نقشه‌های اجرایی تقریباً تکمیل شده است. در بخش تأمین و تدارکات نیز بیش از ۷۶ درصد پیشرفت و در بخش اجرا، بیش از ۵۰ درصد عملیات اجرایی انجام شده است. برآیند این فعالیت‌ها، پیشرفت فیزیکی حدود ۷۰ درصدی کل پروژه را رقم زده است.

دکتر شعبانی همچنین با اشاره به شاخص عملکرد زمان‌بندی پروژه (SPI) اظهار داشت: این شاخص اکنون به ۰.۸ رسیده و نشان‌دهنده بهبود قابل توجه روند پیشرفت پروژه و نزدیک‌شدن عملکرد اجرایی به برنامه زمان‌بندی مصوب است.



فکور؛ از مهندسی بدون کارخانه تا گروه چندکسب و کاره

روایت بیش از سه دهه توسعه در زنجیره معدن، فولاد و صنایع معدنی؛ از طراحی و مهندسی تا اجرای پروژه‌های بزرگ و توسعه فعالیت‌های تولیدی

است؛ پیش‌ران صنعت فکور در حوزه محصولات پتروشیمیایی و سوپرچادها فعالیت دارد و مجتمع صنعتی معدنی پایا فولاد کویر بزد در زنجیره تولید کنسانتره و گندله سنگ آهن حضور دارد. در کنار این مجموعه‌ها، برساد شید ایرانیان در حوزه مهار آب‌های سطحی و اکتشاف کانسارهای فلزی با فناوری‌های نوین هوشمند فعالیت می‌کند و شرکت احداث خط انتقال آب صنایع شاخص نیز در اجرای طرح انتقال آب خلیج فارس حضور دارد. این تنوع کسب‌وکار، یک ویژگی مهم در مدل توسعه فکور است؛ زیرا فعالیت شرکت را از وابستگی کامل به یک محصول یا یک مرحله از زنجیره صنعتی خارج کرده و امکان حضور در بخش‌های مختلف یک زنجیره ارزش را فراهم کرده است.

فکور در یک نگاه	
شاخص	عملکرد
آغاز فعالیت	۱۳۷۲
سابقه فعالیت	بیش از ۳ دهه
مدل اولیه کسب‌وکار	مهندسی بدون کارخانه
پروژه‌های موفق	بیش از ۵۰ پروژه
پروژه‌های بزرگ‌مقیاس در ۱۲ سال گذشته	بیش از ۳۰ پروژه
تولید سالانه کنسانتره سنگ آهن	۳.۵ میلیون تن
نیروی فعال در گروه	۲۲۲۲ نفر
نیروی فعال در پروژه‌ها	بیش از ۴۰۰۰ نفر
ساختار فعالیت	گروه چندکسب‌وکاره

از پروژه‌محوری تا حضور در زنجیره ارزش

یکی از نقاط قابل توجه در مسیر توسعه فکور، حرکت از یک مدل صرفاً پروژه‌محور به سمت حضور گسترده‌تر در زنجیره ارزش است. اجرای پروژه‌های مهندسی و صنعتی، دانش و تجربه لازم برای ورود به مراحل بعدی زنجیره را فراهم می‌کند و فکور نیز در سال‌های گذشته بخشی از ظرفیت خود را به فعالیت‌های تولیدی و بهره‌برداری اختصاص داده است.

این رویکرد را می‌توان در حضور شرکت در زنجیره سنگ آهن و فولاد مشاهده کرد؛ زنجیره‌ای که از فعالیت‌های معدنی و تولید کنسانتره آغاز می‌شود و در بخش‌های مختلف فرآوری و تولید محصولات فولادی ادامه پیدا می‌کند.

حضور همزمان در مهندسی، اجرای پروژه، تولید و بهره‌برداری می‌تواند مزیتی برای یک گروه صنعتی باشد؛ زیرا دانش حاصل از اجرای پروژه‌ها در فعالیت‌های بهره‌برداری و تولید نیز قابل استفاده است و از سوی دیگر، تجربه عملیاتی می‌تواند به توسعه توان مهندسی و اجرای پروژه‌های بعدی کمک کند.

در چنین مدلی، فکور صنعت تلاش کرده است جایگاه خود را از یک مجری پروژه به یک مجموعه دارای زنجیره‌ای از قابلیت‌های مهندسی، اجرایی، تولیدی و تحقیقاتی ارتقا دهد.

رشد سودآوری؛ وقتی عملیات بزرگ‌تر از درآمد رشد می‌کند

گسترش دامنه فعالیت‌ها در نهایت باید خود را در عملکرد مالی نشان دهد. صورت‌های مالی ارائه‌شده برای فکور صنعت نشان می‌دهد شرکت در سال‌های اخیر در مسیر افزایش سودآوری حرکت کرده است. در سه‌ماهه نخست سال ۱۴۰۵، درآمدهای عملیاتی شرکت به ۷۰۵۴ میلیارد تومان رسید که نسبت به ۵۶۶۹ میلیارد تومان دوره مشابه سال قبل، ۲۴ درصد افزایش داشته است. اما نکته قابل توجه، سرعت بیشتر رشد سودآوری نسبت به درآمد است. سود ناخالص در این دوره با رشد ۴۰ درصدی به ۱۱۲۶ میلیارد تومان رسید و سود عملیاتی با رشد ۹۷ درصدی به ۹۷۸ میلیارد تومان افزایش یافت. در نهایت سود خالص فکور در سه‌ماهه نخست سال ۱۴۰۵ با رشد ۸۱ درصدی نسبت به دوره مشابه سال قبل، به ۷۳۴ میلیارد تومان رسید.

داستان شرکت مهندسی فکور صنعت تهران را می‌توان از یک ایده آغاز کرد؛ ایده‌ای که بیش از ۳ دهه قبل توسط چهار مهندس جوان فارغ‌التحصیل دانشگاه صنعتی امیرکبیر شکل گرفت: «مهندسی بدون کارخانه». شرکتی که فعالیت خود را در آذرماه ۱۳۷۲ با هدف طراحی و ساخت سیستم‌های مغناطیسی آغاز کرد، در طول بیش از ۳۰ سال فعالیت مستمر، به تدریج دامنه کسب‌وکار خود را توسعه داد و امروز در قالب یک گروه چندکسب‌وکاره، بخش‌هایی از زنجیره ارزش معدن، آهن و فولاد و همچنین حوزه‌هایی همچون مس، آب و انرژی‌های نو و تجدیدپذیر را پوشش می‌دهد.

فکور صنعت تهران امروز صرفاً یک شرکت مهندسی و پیمانکاری نیست؛ بلکه مجموعه‌ای است که در بخش‌هایی از زنجیره ارزش، از طراحی و مهندسی و اجرای پروژه‌های صنعتی تا تولید و بهره‌برداری حضور دارد. این تغییر مدل کسب‌وکار، مهم‌ترین بخش داستان فکور در سه دهه گذشته است؛ حرکتی که از یک شرکت مبتنی بر دانش مهندسی آغاز شد و به شکل‌گیری گروهی با فعالیت‌های متنوع انجامید. بر اساس معرفی شرکت، فکور صنعت اجرای پروژه‌های بزرگ صنعتی و معدنی کشور را در حوزه‌هایی همچون آهن‌سازی، فولادسازی، نورد، صنایع مس و زیرساخت‌های آب و انرژی برعهده دارد و سالانه ۳.۵ میلیون تن کنسانتره سنگ آهن تولید می‌کند. همچنین بیش از ۵۰ پروژه در حوزه‌های فعالیت خود و بیش از ۳۰ پروژه بزرگ‌مقیاس در ۱۲ سال گذشته در کارنامه این مجموعه ثبت شده است.

یک شرکت، چندین کسب‌وکار

توسعه فکور صنعت در سال‌های گذشته صرفاً به افزایش تعداد پروژه‌ها محدود نمانده است. این شرکت فعالیت‌های خود را در قالب یک گروه چندکسب‌وکاره سامان داده و شرکت‌های تابعه، هر کدام بخشی از زنجیره فعالیت گروه را پوشش می‌دهند.

مرکز پژوهش‌های صنعتی و معدنی فکور در حوزه پژوهش و فناوری صنایع معدنی فعالیت می‌کند؛ راهبر فرآیند آریا در زمینه تولید و بهره‌برداری از صنایع معدنی، به‌ویژه خطوط کنسانتره و گندله فعال



۱۶ هزار میلیارد تومان رسیده است.

از سوی دیگر، جمع بدهی‌ها که در پایان ۱۴۰۴ به ۳۱ هزار و ۴۶۶ میلیارد تومان رسیده بود، در پایان سه‌ماهه نخست ۱۴۰۵ به حدود ۳۰ هزار و ۸۹۱ میلیارد تومان کاهش یافته است.

سرمایه انسانی؛ پشتوانه مدل کسب‌وکار

فعالیت فکور صنعت در حوزه پروژه‌های بزرگ صنعتی، طبیعتاً متکی به تجهیزات و سرمایه فیزیکی نیست؛ بخش مهمی از ظرفیت این شرکت به دانش مهندسی و سرمایه انسانی آن وابسته است. بر اساس اطلاعات منتشرشده توسط شرکت، ۲۲۲۲ نفر در گروه فکور صنعت فعالیت دارند و بیش از ۴۰۰۰ نفر نیز در پروژه‌های گروه مشغول به کار هستند. این مقیاس نیروی انسانی، به‌ویژه برای شرکتی که مدل کسب‌وکار خود را از «مهندسی بدون کارخانه» آغاز کرده، اهمیت ویژه‌ای دارد.

در واقع بخش مهمی از مسیر تحول فکور از یک شرکت مهندسی کوچک به یک گروه صنعتی، از مسیر انباشت دانش، تجربه و سرمایه انسانی گذشته است. از همین منظر، تأسیس مرکز پژوهش‌های صنعتی و معدنی فکور نیز در مدل توسعه شرکت اهمیت پیدا می‌کند؛ چرا که توسعه فناوری و دانش مهندسی می‌تواند یکی از عوامل حفظ مزیت رقابتی شرکت در بازار پروژه‌های صنعتی باشد.

پروژه‌های بزرگ؛ میدان آزمون توان مهندسی

در صنایع معدنی و فولادی، اندازه پروژه و پیچیدگی اجرای آن از عوامل مهم تعیین‌کننده توان یک شرکت مهندسی محسوب می‌شود. فکور صنعت بر اساس اطلاعات رسمی خود، اجرای بیش از ۵۰ پروژه موفق را در حوزه‌های فعالیت خود ثبت کرده و در ۱۲ سال گذشته نیز بیش از ۳۰ پروژه بزرگ‌مقیاس را به اجرا رسانده است. این پروژه‌ها در بخش‌های مختلف زنجیره صنایع معدنی و فلزی و همچنین حوزه‌های زیرساختی قرار گرفته‌اند.

چنین سابقه‌ای برای فکور دو کارکرد دارد. نخست، ایجاد تجربه و دانش فنی برای پروژه‌های آینده و دوم، فراهم کردن زمینه ورود به بخش‌های جدید زنجیره ارزش. از این منظر، پروژه‌های اجراشده را نمی‌توان صرفاً بخشی از گذشته شرکت دانست؛ بلکه بخشی از سرمایه دانشی و اجرایی هستند که می‌توانند در توسعه فعالیت‌های بعدی مورد استفاده قرار گیرند.

مقصد بعدی؛ توسعه در زنجیره‌های جدید

داستان فکور صنعت از یک شرکت مهندسی آغاز شد، اما در طول بیش از سه دهه به مجموعه‌ای تبدیل شده که در بخش‌های مختلف زنجیره معدن، صنایع معدنی و زیرساخت حضور دارد. این تغییر ساختار را می‌توان نتیجه ترکیب سه مؤلفه یعنی دانش مهندسی، تجربه اجرای پروژه‌های بزرگ و توسعه فعالیت‌های تولیدی و بهره‌برداری دانست. حضور در حوزه‌هایی مانند کنسانتره و گندله سنگ‌آهن، صنایع فولادی، مس، آب و انرژی‌های نو و تجدیدپذیر نیز نشان می‌دهد که مسیر توسعه گروه صرفاً به یک بخش از صنایع معدنی محدود نمانده است.

در چنین چارچوبی، عملکرد مالی اخیر فکور را می‌توان بخشی از نتیجه همین توسعه دانست؛ شرکتی که از ایده «مهندسی بدون کارخانه» آغاز کرد و امروز تلاش می‌کند با تکیه بر سرمایه انسانی، توان مهندسی، تجربه پروژه‌های بزرگ و ساختار چندکسب‌وکاره، سهم بیشتری از زنجیره ارزش صنایع معدنی و صنعتی کشور را در اختیار بگیرد.

فکور امروز بیش از آنکه صرفاً روایت یک شرکت پیمانکاری باشد، روایت تبدیل یک ایده مهندسی به یک گروه صنعتی چندکسب‌وکاره است؛ مسیری که پس از بیش از سه دهه همچنان ادامه دارد.

عملکرد مالی فکور در سه‌ماهه نخست ۱۴۰۵ - ارقام به میلیارد تومان

شاخص	۱۴۰۴ ۳ ماهه	۱۴۰۵ ۳ ماهه	درصد رشد
درآمد عملیاتی	۵۶۶۹	۷۰۵۴	۲۴
سود ناخالص	۸۰۶	۱۱۲۶	۴۰
سود عملیاتی	۴۹۷	۹۷۸	۹۷
سود خالص	۴۰۵	۷۳۴	۸۱

این ارقام یک نکته مهم را نشان می‌دهد: رشد سودآوری فکور در سه‌ماهه نخست ۱۴۰۵ صرفاً حاصل افزایش حجم درآمد نبوده است. رشد سود ناخالص و به‌ویژه سود عملیاتی با سرعت بیشتری از درآمد اتفاق افتاده و همین موضوع، یکی از مهم‌ترین نقاط قابل توجه در بررسی عملکرد شرکت است.

حاشیه سود؛ شاخص برای سنجش کیفیت رشد

یکی از تفاوت‌های رشد درآمد با رشد سودآوری در این است که افزایش درآمد الزاماً به معنای افزایش کارایی اقتصادی نیست. در مورد فکور، مقایسه حاشیه سود در دوره مشابه، تصویر مثبت‌تری از عملکرد عملیاتی ارائه می‌دهد.

حاشیه سود ناخالص شرکت در سه‌ماهه نخست ۱۴۰۵ به حدود ۱۶ درصد رسیده، در حالی که این رقم در دوره مشابه سال قبل حدود ۱۴.۲ درصد بوده است. همچنین حاشیه سود عملیاتی از حدود ۸.۸ درصد در سه‌ماهه نخست ۱۴۰۴ به حدود ۱۳.۸ درصد در سه‌ماهه نخست ۱۴۰۵ افزایش یافته است.

تغییر حاشیه سود فکور

شاخص	۱۴۰۴ ۳ ماهه	۱۴۰۵ ۳ ماهه
حاشیه سود ناخالص	۱۴/۲	۱۶
حاشیه سود عملیاتی	۸/۸	۱۳/۸
حاشیه سود خالص	۷/۱	۱۰/۴

این تغییر را می‌توان یکی از مهم‌ترین نشانه‌های بهبود عملکرد مالی شرکت دانست. در واقع، در حالی که درآمد عملیاتی ۲۴ درصد افزایش یافته، سود عملیاتی تقریباً دو برابر شده است؛ اتفاقی که باعث شده سهم سود از درآمد نیز افزایش پیدا کند.

ترازنامه در خدمت توسعه

رشد یک گروه صنعتی فقط با افزایش سود سنجیده نمی‌شود. آنچه در نهایت اهمیت دارد، میزان توانایی شرکت برای تبدیل سود و فعالیت اقتصادی به بنیه مالی و ظرفیت توسعه آینده است. اطلاعات ترازنامه‌ای فکور نشان می‌دهد حقوق صاحبان سهام شرکت نیز در سال‌های اخیر افزایش یافته است. حقوق صاحبان سهام که در پایان سال ۱۴۰۳ حدود ۱۰ هزار و ۲۵۴ میلیارد تومان بود، در پایان سه‌ماهه نخست ۱۴۰۵ به ۱۶ هزار و ۱۳۸ میلیارد تومان رسیده است. این افزایش در کنار توسعه فعالیت‌های عملیاتی، تصویر شرکتی را ارائه می‌کند که همزمان با گسترش کسب‌وکار، در حال افزایش ظرفیت مالی خود نیز هست.

تصویری از ترازنامه - ارقام به میلیارد تومان

تاریخ	حقوق صاحبان سهام	جمع بدهی‌ها
۱۴۰۳-۱۲	۱۰۲۵۴	۲۶۳۴۴
۱۴۰۴-۰۶	۱۰۲۵۴	۳۲۳۲۷
۱۴۰۴-۰۹	۱۲۷۷۹	۵۱۲۲۱
۱۴۰۴-۱۲	۱۵۴۰۴	۳۱۴۶۶
۱۴۰۵-۰۳	۱۶۱۳۸	۳۰۸۹۱

آن طور که آمارها نشان می‌دهد حقوق صاحبان سهام در طول چند سال گذشته به طور مداوم رشد کرده است به طوری که در پایان سه‌ماهه نخست ۱۴۰۵، حقوق صاحبان سهام شرکت به بیش از



شخارک در سال ۱۴۰۴ با ثبت ۲۱.۱ هزار میلیارد تومان فروش ترکیبی متنوع از محصولات پتروشیمی را به بازارهای صادراتی عرضه کرد

شخارک؛ از ظرفیت تولید تا خلق ارزش برای سهامداران

پتروشیمی شخارک سال ۱۴۰۴ را با ثبت ۲۱ هزار و ۱۷۲ میلیارد تومان فروش به پایان رساند؛ رقمی که از فروش ۸۸۱ هزار تن محصول حاصل شده است. در این میان، متانول با بیش از ۱۱.۴ هزار میلیارد تومان همچنان بزرگ‌ترین بخش سبد درآمدی شرکت را تشکیل می‌دهد، اما پروپان و بوتان نیز روی هم بیش از ۶.۴ هزار میلیارد تومان فروش برای شخارک ایجاد کرده‌اند؛ تصویری که نشان می‌دهد ظرفیت درآمدزایی شرکت تنها به یک محصول متکی نیست. بررسی عملکرد سالانه پتروشیمی شخارک نشان می‌دهد این شرکت در سال مالی منتهی به اسفند ۱۴۰۴، علاوه بر حفظ مقیاس بالای تولید، توانسته درآمد عملیاتی خود را به بیش از ۲۱ همت برساند. این رقم نسبت به درآمد ۱۶/۸ همتی سال ۱۴۰۳، حدود ۲۵.۷ درصد افزایش یافته است.

نکته مهم در بررسی عملکرد شخارک آن است که پشت میزان فروش شرکت، مجموعه‌ای از محصولات با نرخ‌ها و بازارهای متفاوت قرار دارد؛ بنابراین برای شناخت عملکرد شرکت، باید ترکیب این درآمد را نیز بررسی کرد.

متانول؛ ستون اصلی سبد فروش

در سال ۱۴۰۴، متانول همچنان اصلی‌ترین محصول شخارک از نظر ارزش فروش بود. شرکت در این دوره ۶۰۲ هزار و ۳۳۵ تن متانول تولید و ۵۸۴ هزار و ۱۶۲ تن از آن را به فروش رساند. به این ترتیب، ارزش فروش متانول به ۱۱/۴ همت رسید و ۵۳.۹ درصد از کل فروش شرکت را به خود اختصاص داد؛ اما در کنار این محصول، سایر محصولات نیز سهم قابل توجهی از درآمد شخارک ایجاد کردند.

پروپان و بوتان؛ دو جریان اصلی درآمدی

یکی از نقاط قابل توجه در ترکیب فروش سالانه شخارک، سهم پروپان و بوتان است. شرکت در سال ۱۴۰۴ موفق به فروش ۹۳،۲۳۰ تن پروپان و ۹۲/۵ هزار تن بوتان شد که از مجموع فروش این دو محصول شرکت ۶/۴ همت درآمد به دست آورد.

ترکیب فروش شخارک در سال ۱۴۰۴

محصول	تولید (تن)	فروش (تن)	نرخ فروش (ریال/تن)	فروش (میلیارد تومان)	سهم از فروش
متانول	۶۰۲,۳۳۵	۵۸۴,۱۶۲	۱۹۵,۱۸۰,۶۹۸	۱۱,۴۰۱	۵۳.۹۰٪
پروپان	۹۶,۷۷۰	۹۳,۲۳۰	۳۶۰,۸۲۰,۵۱۹	۳,۳۶۳	۱۵.۹۰٪
بوتان	۱۰۳,۲۸۵	۹۲,۵۴۷	۳۳۵,۴۵۸,۸۷۰	۳,۱۰۴	۱۴.۷۰٪
گوگرد	۸۱,۳۵۰	۵۹,۵۰۱	۲۸۳,۸۶۸,۶۰۷	۱,۶۸۹	۸.۰۰٪
+پنتان	۶۲,۸۶۸	۵۱,۵۸۹	۳۱۲,۶۷۸,۰۷۱	۱,۶۱۳	۷.۶۰٪
جمع	۹۴۶,۶۰۸	۸۸۱,۰۲۹	-	۲۱,۱۷۲	۱۰۰.۰۰٪

این آمار نشان می‌دهد که اگرچه متانول بیش از نیمی از درآمد شرکت را ایجاد کرده، اما حدود ۴۶.۱ درصد از فروش نیز از چهار محصول دیگر به دست آمده است. بنابراین بخش قابل توجهی از درآمد شخارک از سبدی متنوع از پروپان، بوتان، گوگرد و پنتان+ تأمین شده است.

از ۱۶.۸ به ۲۱.۱ هزار میلیارد تومان

مقایسه عملکرد سالانه، یکی از مهم‌ترین تغییرات شخارک در سال ۱۴۰۴ را نشان می‌دهد. درآمد عملیاتی شرکت از ۱۶,۸۳۸ میلیارد تومان در سال ۱۴۰۳ به ۲۱,۱۷۲ میلیارد تومان در سال ۱۴۰۴ افزایش یافته است؛ یعنی شرکت توانسته در یک سال حدود ۴,۳۳۴ میلیارد تومان به درآمد عملیاتی خود اضافه کند.

شاخص	۱۴۰۳	۱۴۰۴	درصد تغییر
درآمد عملیاتی	۱۶,۸۳۸.۶۰	۲۱,۱۷۲.۳۰	+۲۵.۷
سود ناخالص	۶,۴۹۵.۸۰	۶,۰۵۸.۷۰	-۶.۷
سود عملیاتی	۷,۰۵۳	۶,۴۵۳	-۸.۵
سود خالص	۶,۳۰۳	۵,۰۰۵	-۲۰.۶

اما اهمیت این آمار تنها در رشد درآمد نیست. ساختار صورت‌های مالی نشان می‌دهد که در سال ۱۴۰۴، شرکت در مقیاس درآمدی بزرگ‌تر شده و همزمان افزایش هزینه‌های عملیاتی باعث شده





قرار گرفتن چنین حجم و ارزشی از خوراک در ابتدای زنجیره تولید، اهمیت مدیریت خوراک را در اقتصاد شخارک نشان می‌دهد. هرچه شرکت بتواند ظرفیت تولید و فروش را با مدیریت مناسب هزینه‌های خوراک و سایر هزینه‌های عملیاتی همراه کند، امکان بهبود کیفیت سودآوری نیز بیشتر خواهد شد.

رشد دارایی‌ها و تغییر ساختار منابع

در پایان سال ۱۴۰۴، مجموع دارایی‌های شخارک به ۲۲/۳ همت تومان رسید. حقوق صاحبان سهام نیز حدود ۶,۳۱۶ میلیارد تومان و مجموع بدهی‌ها حدود ۱۶,۰۱۸ میلیارد تومان ثبت شد. در این میان، ثبت تسهیلات مالی جاری حدود ۴,۹۰۲ میلیارد تومان یکی از تغییرات قابل توجه ساختار منابع شرکت در سال ۱۴۰۴ بود.

این تغییر در ساختار مالی را باید در کنار سرمایه در گردش، برنامه‌های عملیاتی و نیازهای مالی شرکت در دوره‌های آتی بررسی کرد؛ اما در مجموع، ارقام ترازنامه نشان می‌دهد شخارک در پایان سال ۱۴۰۴ با ترازنامه‌ای بزرگ‌تر از سال‌های قبل فعالیت خود را ادامه داده است.

خارک؛ یک زنجیره درآمدی با چند موتور

آنچه صورت‌های مالی و گزارش تولید و فروش پتروشیمی خارک در سال ۱۴۰۴ نشان می‌دهد، تصویری فراتر از یک عدد سود یا فروش است. این اعداد نشان می‌دهد ظرفیت تولید در این شرکت به یک جریان درآمدی چندمحصولی تبدیل شده است.

از سوی دیگر، ارقام خوراک، تولید، فروش، نرخ محصولات و جریان‌های ارزی نشان می‌دهد که عملکرد شخارک حاصل فعالیت یک زنجیره به هم پیوسته است؛ زنجیره‌ای که از تأمین خوراک آغاز می‌شود، در واحدهای تولیدی به محصول تبدیل می‌شود و در نهایت از طریق فروش محصولات، به درآمد و سود تبدیل می‌شود. در چنین ساختاری، نقطه قوت شخارک تنها در میزان فروش سالانه خلاصه نمی‌شود؛ بلکه ترکیب محصولات، مقیاس تولید، دسترسی به خوراک و توان تبدیل ظرفیت تولید به درآمد مجموعه‌ای از عوامل هستند که جایگاه اقتصادی شرکت را شکل می‌دهند.

سال ۱۴۰۴ برای شخارک از نظر درآمدی، سال عبور از یک سطح جدید بود؛ شرکتی که اکنون در صورت‌های مالی خود درآمدی بیش از ۲۱ هزار میلیارد تومان ثبت کرده و سبد فروش آن از پنج محصول اصلی تشکیل شده است.

بخشی از رشد درآمد در سطح سودآوری منعکس نشود. این موضوع برای ارزیابی مسیر آینده شرکت اهمیت دارد؛ زیرا ظرفیت ایجاد درآمد در سطح بالای ۲۱ هزار میلیارد تومان اکنون در صورت‌های مالی شخارک ثبت شده و متغیر مهم بعدی، میزان تبدیل این درآمد به سود خواهد بود.

حاشیه سود؛ شخارک همچنان یک شرکت سودساز است

با وجود کاهش حاشیه سود نسبت به سال قبل، شخارک همچنان در سال ۱۴۰۴ توانسته ۳۰.۵ درصد حاشیه سود عملیاتی و ۲۳.۶ درصد حاشیه سود خالص ثبت کند. به عبارت دیگر، از هر ۱۰۰ تومان درآمد عملیاتی شرکت در سال ۱۴۰۴، حدود ۳۰.۵ تومان در سطح عملیاتی باقی مانده و پس از در نظر گرفتن هزینه‌های مالی، مالیات و سایر اقلام، حدود ۲۳.۶ تومان به سود خالص تبدیل شده است.

نسبت‌های سودآوری	۱۴۰۳	۱۴۰۴
حاشیه سود ناخالص	۳۸/۶	۲۸/۶
حاشیه سود عملیاتی	۴۱/۹	۳۰/۵
حاشیه سود خالص	۳۷/۴	۲۳/۶

این نسبت‌ها در کنار رقم مطلق سود نشان می‌دهند که شخارک همچنان در زمره شرکت‌هایی قرار دارد که توان ایجاد سود قابل توجه از عملیات اصلی خود را دارند؛ هرچند حفظ این سطح از سودآوری مستلزم کنترل هزینه‌های تولید و عملیاتی است.

خوراک؛ حلقه مهم زنجیره تولید

در یک مجتمع پتروشیمی، ظرفیت تولید بدون دسترسی پایدار به خوراک معنا ندارد. بر اساس اطلاعات ۱۲ ماهه سال ۱۴۰۴، شخارک ۷۱۵ میلیون مترمکعب گاز ترش به عنوان خوراک مصرف کرده است. مصرف گاز طبیعی به عنوان سوخت نیز در این دوره ۳۶۶ میلیون مترمکعب ثبت شده است. در همین دوره، هزینه خوراک گاز ترش شرکت حدود ۱۰ هزار و ۷۲۱ میلیارد تومان بوده است.

شاخص	عملکرد ۱۴۰۴
مصرف گاز ترش	۷۱۵ میلیون مترمکعب
مصرف گاز طبیعی به عنوان سوخت	۳۶۶ میلیون مترمکعب
هزینه خوراک گاز ترش	۱۰۷۲۱ میلیارد تومان





روایت پایداری پتروشیمی پردیس در روزهای سخت جنگ

پای تولید ماندیم

■ در آن روزهای پرتنش، کارگران، مهندسان و نیروهای متخصص پردیس با چه روحیه‌ای پای کار ماندند؟ آیا خاطره یا نمونه‌ای از ایستادگی کارکنان وجود دارد که نشان دهد حتی در شرایط جنگی، دغدغه اصلی آنها حفظ تولید و خدمت به کشور بوده است؟

یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های آن روزها، روحیه مسئولیت‌پذیری کارکنان بود. حتی در شرایطی که محدودیت‌های تردد و نگرانی‌های امنیتی وجود داشت، مسئله اصلی کمبود نیروی داوطلب برای حضور نبود؛ برعکس، کارکنانی که حتی در برنامه شیفتشان نبودند، تماس می‌گرفتند و برای حضور اعلام آمادگی می‌کردند. بعضی‌ها حتی می‌گفتند چرا ما نیاییم یا اجازه بدهید به جای همکاران در شیفت حاضر شویم. یک نمونه بسیار روشن، ادامه فعالیت بارگیری و صادرات پس از حمله است. در بخش بارگیری کشتی‌ها، پس از یک توقف ۱۸ ساعته به دلیل شرایط محیطی، عملیات صرفاً با فداکاری، تلاش مضاعف و توزیع مسئولیت‌ها میان همان تیم مستقر با موفقیت تداوم یافت. نمونه دوم در بخش تعمیرات رقم خورد؛ جایی که تعمیر حساس «کمپرسور سنتز» که در شرایط عادی و استاندارد حداقل دو تا سه روز زمان می‌برد، با همت و حضور بی‌وقفه نیروهای متخصص ما در کمتر از ۲۴ ساعت به پایان رسید. این دستاوردها تصادفی نیست، آنچه مهندسان، کارگران و متخصصان ما را در آن شرایط جنگی و ملتهب پای تأسیسات نگه داشت، درک عمیق آن‌ها از اهمیت «استمرار تولید» و احساس مسئولیت گره‌خورده با منافع ملی بود.

■ صنعت عسلویه یک زنجیره به هم پیوسته است و فعالیت شرکت‌ها به یکدیگر وابستگی دارد. آسیب به برخی مجموعه‌های منطقه و تغییر شرایط عملیاتی، چه تأثیری بر روند فعالیت پردیس داشت و مجموعه چگونه توانست این شرایط را مدیریت کند؟

ماهیت صنعت در عسلویه، یک زنجیره کاملاً درهم‌تنیده است. در آن شرایط بحرانی، یکی از دغدغه‌های اصلی ما حفظ پایداری تأمین‌کننده‌های یوتیلیتی و مشخصاً استمرار فعالیت پتروشیمی «مبین» بود؛ چرا که خروج این مجموعه از مدار می‌توانست دومینویی از اختلالات فرآیندی را در مجتمع‌های هم‌جوار رقم بزند. با پیگیری‌های جدی و هماهنگی‌های فشرده‌ای که صورت گرفت، خوشبختانه مبین در سرویس باقی ماند و از یک بحران زنجیره‌ای جلوگیری شد. در گام بعد و به دنبال آسیب‌های گسترده به بخش‌هایی از منطقه، پتروشیمی پردیس نمی‌توانست صرفاً به محدوده داخلی مجتمع خود محدود بماند. در روزهایی که شاید بسیاری از مجموعه‌ها هنوز درگیر مدیریت شوک اولیه حادثه بودند، تیم تعمیرات ما با نگاهی ملی و منطقه‌ای برای بازیابی زیرساخت‌های حیاتی عسلویه پیش‌قدم شد. همکاران ما مسئولیت احیا و راه‌اندازی چهار خط کلیدی، از جمله خطوط هوای ابزار دقیق و نیروژن را بر عهده گرفتند تا شریان‌های حیاتی منطقه زودتر به جریان بیفتند. این تجربه یک پیام روشن برای همه ما داشت: در روزهای سخت، تاب‌آوری صنعتی تنها به توانمندی‌های درون‌سازمانی محدود نمی‌شود، بلکه این هم‌افزایی بین‌شرکتی و درک متقابل از منافع مشترک منطقه‌ای است که می‌تواند عبور موفق از بحران را تضمین کند.

■ در شرایطی که برخی تأسیسات منطقه نیازمند تعمیر و بازسازی شدند، نقش مهندسان و متخصصان ایرانی در حفظ پایداری صنعت را چگونه ارزیابی می‌کنید؟ آیا این اتفاق بار دیگر توان فنی

جنگ وقتی به عسلویه رسید، فقط صدای انفجار و آژیر نبود؛ برای مردانی که پشت پنل‌های کنترل، کنار تجهیزات فرآیندی، در ایستگاه‌های آتش‌نشانی و کارگاه‌های تعمیرات ایستاده بودند، جنگ معنای دیگری داشت. در روزهایی که خطر از آسمان می‌آمد و هر لحظه احتمال حادثه‌ای تازه وجود داشت، یک پرسش مهم پیش روی صنعت قرار گرفت: چگونه می‌توان هم از جان انسان‌ها و سرمایه‌های ملی حفاظت کرد و هم چراغ تولید را روشن نگه داشت؟ پتروشیمی پردیس در آن روزها یکی از دشوارترین مقاطع فعالیت خود را تجربه کرد؛ روزهایی که تصمیم‌های چنددقیقه‌ای، آمادگی فنی و از همه مهم‌تر، مسئولیت‌پذیری و ایستادگی کارکنان، سرنوشت تولید را رقم می‌زد. از نیروهایی که با وجود نگرانی خانواده‌هایشان راهی مجتمع شدند تا تیم‌های فنی که در میانه بحران برای احیای تجهیزات و زیرساخت‌ها پای کار ماندند، روایت این روزها بیش از هر چیز، روایت انسان‌هایی است که در یکی از حساس‌ترین نقاط صنعتی کشور ایستادند. در گفت‌وگوی پیش‌رو، به سراغ دکتر محسن امینی مدیر روابط عمومی و امور بین الملل شرکت پتروشیمی پردیس رفتیم تا از روزهای جنگ، لحظه‌های دشوار، تصمیم‌های سرنوشت‌ساز و تصویری که این آزمون از توان فنی و سرمایه انسانی صنعت ایران به جا گذاشت، بگوییم.

■ در روزهای جنگ، با وجود شرایط خاص حاکم بر عسلویه و آسیب‌هایی که به برخی شرکت‌ها و تأسیسات منطقه وارد شد، فضای کاری در پتروشیمی پردیس چگونه بود و کارکنان و نیروهای عملیاتی چگونه فعالیت خود را ادامه دادند؟

آنچه ما در آن روزها در پتروشیمی پردیس تجربه کردیم، مدیریت یک شرایط ملتهب اما «پیش‌بینی‌شده» بود. واقعیت این است که ما از اتفاقات رخ داده غافلگیر نشدیم؛ چرا که از همان نخستین روزهای آغاز جنگ ۱۲ روزه، کمیته بحران مجتمع بصورت مستمر تشکیل جلسه داد و ما برای هر سناریویی آمادگی کامل داشتیم. در این مدت، سطح آماده‌باش در واحدهای عملیاتی، HSE، آتش‌نشانی و تعمیرات به بالاترین حد خود رسید. استراتژی اصلی ما، حفظ بالاترین ضریب ایمنی برای کارکنان در کنار مدیریت هوشمندانه تولید بود؛ به همین دلیل، با اتخاذ تدابیر پیشگیرانه، حجم تولید و موجودی محصولات در سایت را به گونه‌ای تنظیم و کنترل کردیم که ریسک‌های احتمالی به صفر برسد و هم‌زمان، خروج نیروهای غیرضروری نیز با آرامش انجام شد. با این حال، روز بیست‌وهفتم اسفند و با کشیده شدن دامنه حملات به تأسیسات مجاور، شرایط به مراتب پیچیده‌تر شد. در آن لحظات بحرانی که تیم مدیریت بحران لحظه‌به‌لحظه شرایط را پایش می‌کرد، ما شاهد اوج تعهد و از خودگذشتگی همکارانمان بودیم. نیروهای عملیاتی، تعمیرات و شیفت شب، با علم کامل به خطرات موجود، برای حفظ شریان تولید و تداوم کار وارد سایت شدند. هنر بزرگ مجموعه پردیس در آن روزهای سخت، ایجاد یک تعادل دقیق و حیاتی میان دو اصل مهم بود: صیانت از جان ارزشمند کارکنان و ایستادگی برای تداوم فعالیت صنعت.



حادثه، از ثبات شرایط و پایان موج اولیه اطمینان حاصل شود تا جان امدادگران که ارزشمندترین دارایی ماست، به خطر نیفتد. در بُعد فنی و عملیاتی نیز به این شناخت عمیق‌تر رسیدیم که تبعات یک التهاب، لزوماً با پایان ظاهری آن تمام نمی‌شود. در زمان راه‌اندازی مجدد واحدها، فرآیندها به گونه‌ای تنظیم شد که بررسی آسیب‌های پنهان تجهیزات، خطوط و اتصالات با وسواس و دقت نظری مضاعف انجام گیرد. مجموع این تجربیات، ما را به یک دستاورد استراتژیک رساند: امروز در پتروشیمی پردیس، نظام «پدافند غیرعامل و مدیریت بحران» از یک رویکرد صرفاً «واکنشی و مقطعی»، به یک «فرهنگ دائمی، پیش‌دستانه و مبتنی بر تاب‌آوری همه‌جانبه سازمانی» تبدیل شده است.

■ اگر از زاویه توانمندی ملی نگاه کنیم، آیا تجربه جنگ اخیر نشان داد که صنعت نفت و پتروشیمی ایران فقط به تجهیزات وابسته نیست و سرمایه اصلی آن، نیروی انسانی متخصص و توان مهندسی داخلی است؟

تجربه اخیر به روشنی اثبات کرد که محور اصلی پایداری در صنعت نفت و پتروشیمی، پیش از آنکه تجهیزات باشند، سرمایه انسانی و توان مهندسی داخلی است. در روزهای بحران، اقتضای شرایط ایجاب می‌کرد که بسیاری از تصمیمات در لحظه اتخاذ شوند؛ از نحوه کاهش بار یا توقف واحدها تا تعمیرات اضطراری، مدیریت حریق، حفظ یوتیلیته‌ها و در نهایت راه‌اندازی مجدد مجتمع. ما در این رویداد به‌عینه دیدیم که نیروی انسانی متخصص می‌تواند در غیاب دسترسی به امکانات شرایط عادی، با تکیه بر دانش و تجربه خود راهگشا باشد؛ چه در پیشبرد سریع تعمیرات داخلی و چه در عملیات احیای زیرساخت‌های مشترک منطقه. حتی لحظه‌ای که نیتروژن و هوای ابزار دقیق مجدداً وارد مجتمع پردیس شد، برای همکاران ما معنایی بسیار فراتر از یک اتفاق فنی داشت و آن را نشانه بازگشت حیات به چرخه تولید می‌دانستند. بنابراین، بیره نیست اگر بگوییم کلیدی‌ترین سرمایه راهبردی صنعت کشور، چیزی جز دانش، بلوغ تخصصی و تعهد عمیق نیروی انسانی نیست.

■ پیام شما به مردم ایران و به‌ویژه خانواده‌های کارگران و متخصصانی که در روزهای سخت در عسلویه ماندند و پای تولید ایستادند چیست؟ و آینده صنعت عسلویه را با اتکا به همین نیروهای ایرانی چگونه می‌بینید؟

در درجه اول، عمیق‌ترین سپاس‌گزاری خود را نثار خانواده‌های صبور همکارانم می‌کنم. اگرچه خط مقدم این ایستادگی در درون مجتمع بود، اما بار سنگین اضطراب و التهاب آن روزها در خانه‌های کارکنان ما احساس می‌شد. بسیاری از نیروهای ما با دلهره خانواده‌هایشان راهی سایت می‌شدند و این خانواده‌ها بودند که با درک شرایط، بار روانی این بحران را به دوش کشیدند. همچنین باید به تک‌تک همکارانم در شیفت‌های بهره‌برداری، تعمیرات، آتش‌نشانی، HSE، بازرگانی و سایر بخش‌ها که در آن روزهای سخت پای کار ماندند، خلاقیت بگویم. در این میان، می‌خواهم اشاره‌ای ویژه به پرسنل زحمتکش «حراست» داشته باشم؛ واحدی که نقش حیاتی آن در روایت بحران‌ها معمولاً مغفول می‌ماند، اما در آن شرایط ملتهب، با حضور صد در صدی و فداکارانه خود پای کار ایستادند و امنیت و آرامش مجتمع را تضمین کردند. به همه این عزیزان می‌گویم: کاری که شما کردید، صرفاً حفظ یک واحد صنعتی نبود؛ شما از پایداری اقتصاد و اعتبار صنعت کشور صیانت کردید. اما درباره آینده، من نگاهی عمیقاً امیدوارانه دارم. تجربه آن روزهای پرتلاش به همگان ثابت کرد که عسلویه تنها تجمعی از آهن، فولاد و سازه‌های عظیم نیست؛ پشت این تجهیزات پیچیده، انسان‌های بااراده‌ای ایستاده‌اند که در سخت‌ترین شرایط می‌توانند هوشمندانه تصمیم بگیرند. بحران را مهار کنند و چرخ تولید را مجدداً به حرکت درآورند. آینده درخشان صنعت عسلویه، در گرو همین سرمایه انسانی بی‌بدیل، تعمیق دانش بومی، افزایش تاب‌آوری زیرساخت‌ها و درس‌آموخته‌های ما از روزهای سخت است. بازگشت سریع «پردیس» به مدار تولید و نقش‌آفرینی آن در احیای زیرساخت‌های حیاتی منطقه، روشن‌ترین گواه بر این حقیقت است که حتی پس از سنگین‌ترین تکانه‌ها، می‌توان قوی‌تر از گذشته ایستاد و مسیر توسعه را ادامه داد.

و تخصص داخلی کشور را به نمایش گذاشت؟

بدون شک، یکی از مهم‌ترین دستاوردهای ما در این روزهای پرتلاش، تبلور عینی توانمندی و تعهد سرمایه انسانی متخصص بود. در شرایطی که فشار روانی در بالاترین سطح خود قرار داشت و با محدودیت‌های تردد و حضور نیرو مواجه بودیم، تخصص و غیرت مهندسان داخلی، معادلات بحران را تغییر داد. همانطور که در سوال‌های قبلی اشاره کردم، تعمیر «کمپرسور سنتز»، عملیاتی که در شرایط عادی و استاندارد حداقل به ۴۸ تا ۷۲ ساعت زمان نیاز دارد، اما با هم‌افزایی بی‌نظیر تیم‌های مکانیک، ابزار دقیق، برق و فرآیند، در یک رکوردشکنی بی‌سابقه و در کمتر از ۲۴ ساعت به انجام رسید. نکته ارزشمندتر این بود که بسیاری از نیروهای متخصص ما که در زمان آغاز بحران در مجتمع حضور نداشتند، با احساس مسئولیت ستودنی از شهرهای مختلف خود را به سایت رساندند تا در کنار همکارانشان باشند. این تجربه ثابت کرد که پیشرفته‌ترین تجهیزات و تأسیسات صنعتی، بدون حضور انسان‌هایی که دانش، مهارت و جسارت تصمیم‌گیری در لحظات بحرانی را دارند، تنها سازه‌هایی بی‌جان هستند. سرمایه واقعی صنعت ما همین متخصصانی‌اند که نه تنها واحدهای پردیس را با سرعتی مثال‌زدنی به مدار تولید بازگرداندند، بلکه همان‌طور که اشاره کردم، در قامت یک تیم امداد فنی، برای احیای زیرساخت‌های حیاتی کل منطقه نیز پیش‌قدم شدند.

■ یکی از تصاویر ماندگار آن روزها، حضور نیروهای صنعت در عسلویه با وجود خطرات، گرمای شدید و شرایط دشوار بود. به نظر شما چه انگیزه‌ای باعث شد کارگران و متخصصان، منطقه را ترک نکنند و همچنان در کنار تولید بمانند؟

بی‌تردید، آنچه در آن روزهای ملتهب در عسلویه رقم خورد، تجلی عینی تعهد سازمانی و عرق ملی بود. انگیزه ماندن در آن شرایط دشوار، ترکیبی از گرمای طاقت‌فرسا و سایه سنگین تهدیدات، بسیار فراتر از انجام یک وظیفه شغلی روزمره بود. همکاران ما در پتروشیمی پردیس به‌خوبی آگاه بودند که توقف این شریان‌های حیاتی، پیامدهایی دارد که از حصار یک شرکت فراتر رفته و مستقیماً اقتصاد و صنعت کشور را تحت الشعاع قرار می‌دهد. یکی از تأثیرگذارترین و گویاترین تصاویر آن روزها، حضور داوطلبانه پرسنلی بود که اصلاً در برنامه شیفت قرار نداشتند، اما برای پشتیبانی اعلام آمادگی کردند. در شرایطی که التهاب در منطقه کاملاً ملموس بود و همه می‌دانستند که با یک بحران واقعی و نه یک مانور یا سناریوی آموزشی روبه‌رو هستند، شایسته‌های کاری با صلابت و آرامش کامل تعویض می‌شدند. اما در اینجا باید بر یک اصل اساسی تأکید کنم: این ایستادگی و ماندن پای کار، هرگز به معنای نادیده گرفتن پروتکل‌های ایمنی نبود. هنر مدیریت بحران در آن روزها، ایجاد تعادلی دقیق و حیاتی میان «شجاعت» و «احتیاط» بود. تلاش ما بر این بود تا با اتخاذ تصمیماتی کاملاً حرفه‌ای و مسئولانه، ضمن حفظ تاب‌آوری و استمرار تولید، سلامت و جان سرمایه‌های انسانی‌مان را که خط قرمز و اولویت بلامنازع ماست، تضمین کنیم.

■ امروز که شرایط به سمت ثبات بیشتری پیش رفته، آیا تجربه آن روزها باعث شده نگاه مجموعه‌ها به موضوعاتی مانند پدافند، آمادگی عملیاتی، مدیریت بحران و استمرار تولید تغییر کند؟ پردیس از این تجربه چه درس‌هایی گرفته است؟

تجربه اخیر به روشنی نشان داد که هر بحرانی با خود درس‌آموخته‌های ارزشمندی به همراه دارد و مفهوم «آمادگی عملیاتی» در شرایط ملتهب منطقه‌ای، باید بسیار فراتر از سناریوهای متعارف صنعتی تعریف شود. در همان روزهای نخست، تیم‌های فنی، HSE و پدافند غیرعامل ما بلافاصله سناریوهای پیچیده‌ای چون نشست آمونیاک، قطع ناگهانی شریان‌های حیاتی (یوتیلیته)، آسیب‌های پیرامونی و تخلیه اضطراری را بازنطراحی و مرور کردند. اما مواجهه با شرایط فوق‌العاده، مفروضات پیشین ما را در بوته آزمایش قرار داد و به سطحی جدید ارتقا بخشید. به عنوان مثال، در حوزه ایمنی و آتش‌نشانی، با درک احتمال بروز «تهدیدات دومرحله‌ای»، تاکتیک‌های اعزام نیرو تغییر یافت؛ پروتکل‌ها به گونه‌ای اصلاح شد که پیش از ورود کامل نیروهای واکنش سریع به نقطه صفر

برگردان مس به فیبر نوری

زندگی با سرعت نور



شرکت مخابرات ایران
(سامی نام)



امنیت هوشمند



مدیریت هوشمند انرژی



خانه هوشمند



آموزش آنلاین



جلسات کاری آنلاین



فیلم و سرگرمی با سرعت بالا

WWW.TCI.IR

سرمایه گذاری در بورس با هر درجه از ریسک!





مشارا حس کنید آراا بیمه زندگی آلتین

محصول جدید
بیمه سرمد

بیمه زندگی متصل به دارایی

- انعطاف پذیری و نقدشوندگی بالا
- مدیریت اختصاصی سرمایه

- ایجاد فرصت های متنوع سرمایه گذاری در صندوق های درآمد ثابت و صندوق های کالایی

- پوشش های بیمه ای جامع
- معاف از مالیات

- نظارت مستمر بر بازدهی و مدیریت سرمایه گذاری

- امکان جابجایی و تغییر در صندوق های سرمایه گذاری

- بهره مندی از سود تضمینی در صندوق های درآمد ثابت

بیمه سرمد، تکیه گاه مطمئن



شرکت تجلی
توسعه معادن و فلزات
(سهامی عام)

نخستین هلدینگ پروژه محور در ایران

شرکت تجلی
افتخار ملی، اعتبار جهانی



مسئولیت اجتماعی



همکاری و نوآوری



اعتبار جهانی

tajalimmd.ir

دینا >



۳۹/۱٪

بازدهی مورد انتظار
سالانه، موثر و روزشمار

صندوق در اوراق بهادار با درآمد ثابت دینا
قابل معامله با نماد پایش



شرکت نفت سپاهان
بزرگ‌ترین تولیدکننده روغن‌های پایه و موتور



SPEEDY
Motor Oil





سکوی تأمین مالی جمعی اوج فاند

تجربه سودآوری پایدار در یک همراهی شفاف

- ✓ تأمین مالی تا سقف ۲۰۰ میلیارد تومان
- ✓ فرآیندی سریع، هوشمند و شفاف
- ✓ قابل استفاده برای تمام کسب و کارها
- ✓ تحت مدیریت سبدگردان نوین نگر آسیا



اوج فاند

www.owjfund.ir
۰۲۱-۴۵۲۸۳۱۹۶



میراث؛ وقتی انتخاب، طلاست



نمک زدایی آب دریا در کشور

دو واحد فعال با ظرفیت تولید تجمعی ۴۰۰ هزار متر مکعب در شبانه روز

دو واحد با ظرفیت تولید تجمعی ۴۰۰ هزار متر مکعب در آستانه اجرا



اکسیر وجود در آستانه عرضه اولیه؛
آب وارد بورس می شود



ما آب را از پدرانمان به ارث نبرده ایم، بلکه از فرزندانمان به امانت گرفته ایم.

صندوق طلای رُز ترنج

بدون اجرت، بدون مالیات، امنیت بالا



برای دریافت مشاوره عدد ۳ را پیامک کنید

۵۰۰۰۳۰۳۵

toranjcapital.com

ترنج | خدمات جامع
بازار سرمایه



شرکت مهندسی فک و صنعت تهران
(سهامی عام)



فک و صنعت

سهامی در آینده