



شرکت سرمایه‌گذاری  
گروه توسعه ملی (سهامی عام)



شرکت سرمایه‌گذاری  
گروه صنایع بهشهر ایران



شرکت سرمایه‌گذاری  
مدیریت مدار



شرکت سرمایه‌گذاری  
توسعه ملی



دیدگاه توسعه ملی

[www.tmco.ir](http://www.tmco.ir)

آبان‌ماه ۱۳۹۹

- تداوم تعریف بسته‌های حمایت از اقتصاد در دنیا، انتظارات کاهشی دلار و امید به بازگشت تقاضا به ویژه در حوزه انرژی در سال ۲۰۲۱، محرک قیمت کامودیتی‌ها در میان مدت خواهد بود.
- بنابر تجربه جهانی کسری بودجه بالای ۵۰٪ از نشانه‌های ابرتورم در یک اقتصاد می‌باشد. بهترین سناریو در کوتاه مدت تامین مالی بودجه از طریق انتشار اوراق و فروش سهام دولتی می‌باشد. انتظار می‌رود انتشار اوراق با بالابردن نرخ بهره و رسیدن آن به سطوح بالای ۲۲٪ عملی گردد که این مقدار بر گردش پول در بازارهای دارایی تاثیرگذار است.
- در بازه چند هفته تا چند ماه آینده، بازار سهام از جانب انتظارات آتی (در سناریو انتخاب بایدن)، با سیاست افزایش نرخ بهره و کاهش ورود پول، با فشار روبرو است. با این وجود وضعیت پایدار قیمت کامودیتی‌ها و همچنین انتظار ثبات نرخ دلار در سطوح کنونی حامی بازار می‌باشد.



دیدگاه توسعه ملی



[www.tmico.ir](http://www.tmico.ir)

Join with us



## اقتصاد جهانی

[www.tmico.ir](http://www.tmico.ir)





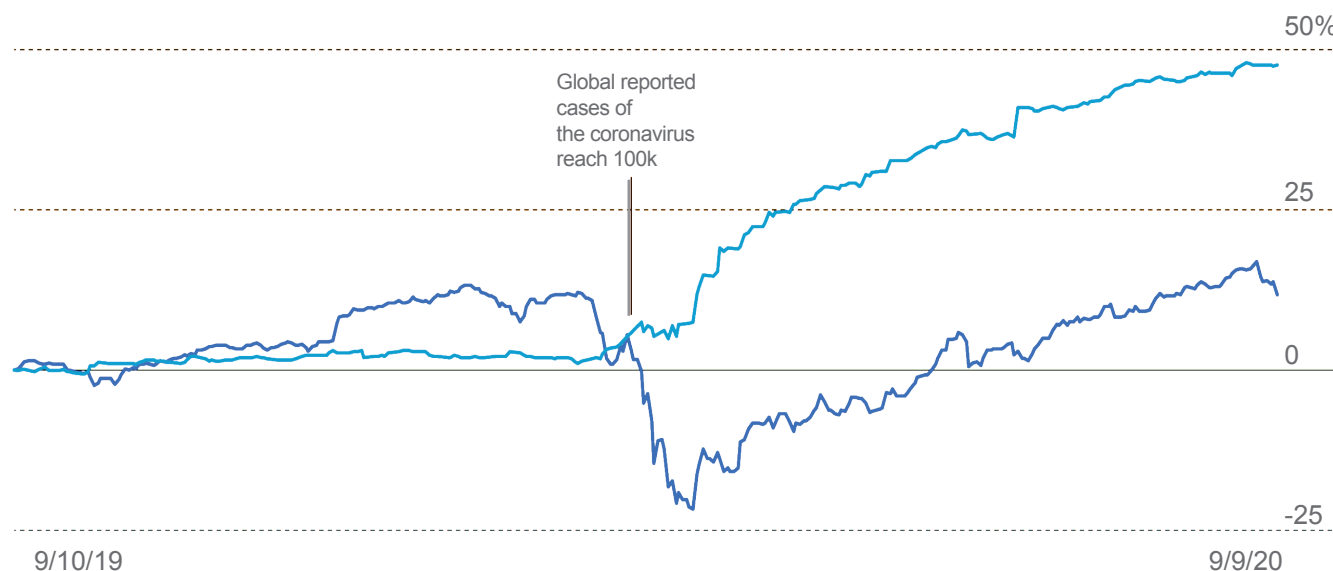
## تزریق ۹ تریلیون دلار به بازارها و چالش پیش روی بانکهای مرکزی

اقداماتی که بانکهای مرکزی دنیا طی چندماه اخیر در مواجهه با پاندمی کرونا و به صورت تزریق اعتبار، وامهای جدید، ورود پول به بازار از طریق خرید اوراق قرضه خود و حتی اوراق قرضه شرکت‌های بزرگ انجام داده‌اند، در طول تاریخ بی‌سابقه بوده است. در مجموع حمایت پولی بانکهای مرکزی از اقتصادهای خود حدود ۸٫۵ تریلیون دلار بوده است. این تزریق پول باعث بازگشت بازارهای مالی به شرایط متعادل شده است. اما آیا این تزریق پول به رشد بخش واقعی اقتصاد هم کمک خواهد نمود؟! تهدیدی که اینجا مطرح است این است که بانکهای مرکزی بزرگ دنیا در حال طی همان مسیری هستند که بانک مرکزی ژاپن طی نمود و ممکن است برای سال‌ها و حتی دهه‌ها نتوانند در مسیر برنامه‌های تسهیل کمی، محدودیت‌های واقعی اعمال کرده و به رشد بخش واقعی اقتصاد کمک کنند. (بلومبرگ)

## A Rally Courtesy of the Central Banks

Percentage change since Sept. 10, 2019

- Combined assets held by the Federal Reserve, European Central Bank, and Bank of Japan
- Bloomberg World Exchange Market Capitalization



Source: www.bloomberg.com



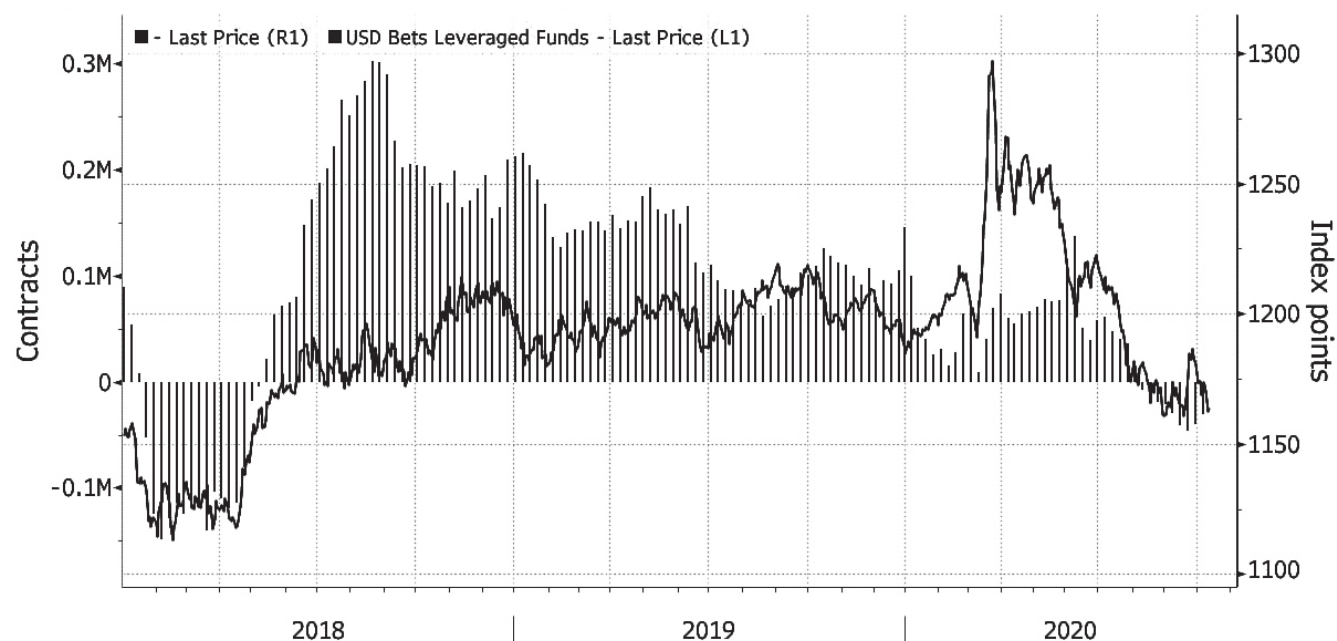
## ایالات متحده

## شرایط رو به بهبود و تداوم ابهامات

اقتصاد آمریکا شاهد رشد قوی در فصل سوم سال میلادی است، با این حال ابهامات بر سر بسته مالی جدید دولت برای تحریک هر چه بیشتر اقتصاد (با توجه به نزدیکی انتخابات ریاست جمهوری) به همراه ابهام در مورد وضعیت مدیریت بیماری کرونا و درمان قطعی آن همچنان باقی است. همچنین با توجه به افزایش احتمال پیروزی "جو بایدن" در انتخابات ریاست جمهوری چشم‌انداز شاخص دلار نزولی است و طبیعتاً این موضع باعث رشد قیمت کامودیتی‌ها و ارز کشورهای دارای اقتصاد مبتنی بر کامودیتی‌ها می‌شود؛ لذا پیشنهاد استراتژیست‌ها حداقل در کوتاه‌مدت خروج از دلار و ورود به سایر ارزها از جمله یورو و دلار کانادا بوده است. (بلومبرگ-استاندارد چارتر)

## Dollar Bears

Hedge funds turned bearish on the greenback for first time since 2018 in August



Source: www.bloomberg.com



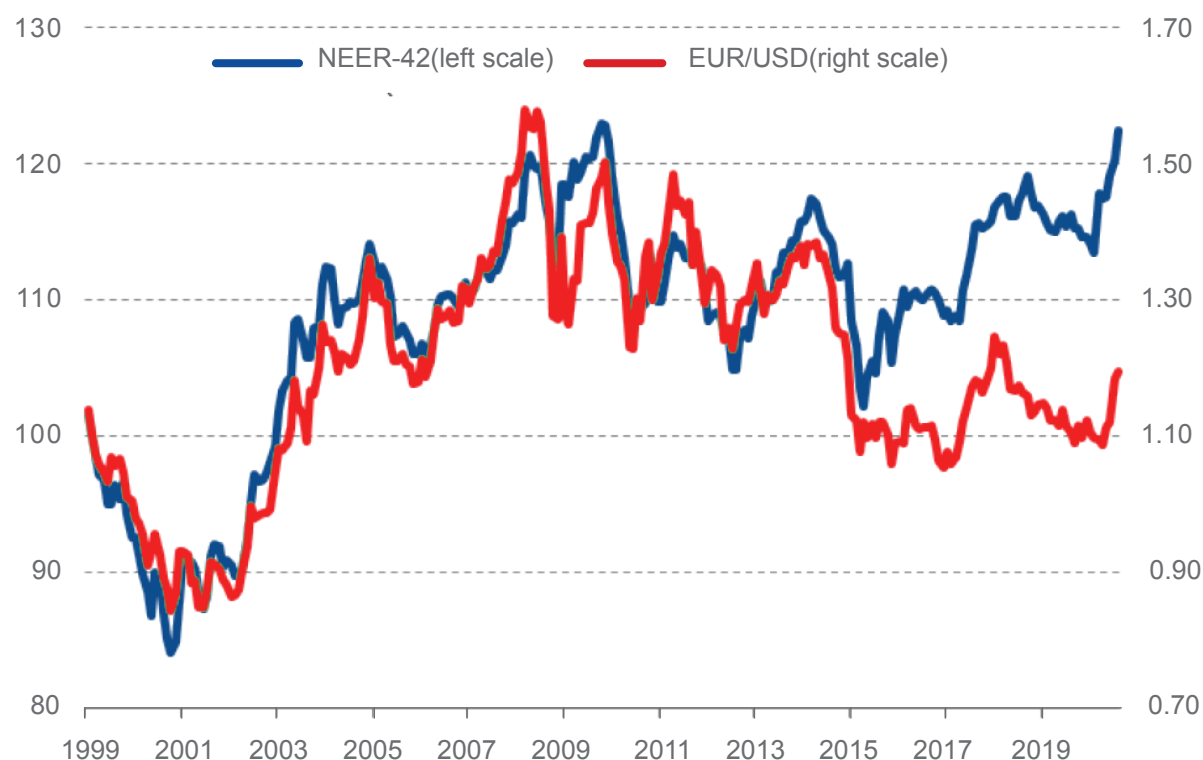
## اتحادیه اروپا

## ارزش واقعی یورو

در شرایطی که نرخ تورم ناحیه یورو بسیار پایین ارزیابی شده است، بازارها شاهد تشدید نگرانی بانک مرکزی اروپا از اثرات تقویت یورو هستند. لذا با توجه به این وضعیت، انتظارات در مورد ارائه بسته‌های جدید سیاست‌های تسهیل کمی، تقویت شده است. البته انتظار می‌رود در کوتاه‌مدت فشارهای قیمتی فروکش نخواهد کرد.

علاوه بر رشد اسمی نرخ یورو به دلار، نرخ تئوریک یورو (trade-weighted index) یا میانگین وزنی (بر مبنای وزن تجارت دوطرفه نرخ برابری یورو با سبدی از ارزهای دیگر) نیز یک رکورد جدید را ثبت نموده است. همزمانی این رکورد با ایجاد یک فاصله بی‌سابقه بین این نرخ و نرخ بازاری یورو (که طی ۳ دهه اخیر بی‌سابقه بوده است) نگرانی‌ها از افت بیشتر شاخص دلار را تقویت می‌کند. (IHS)

Chart 1: Trade-weighted euro hits a record high



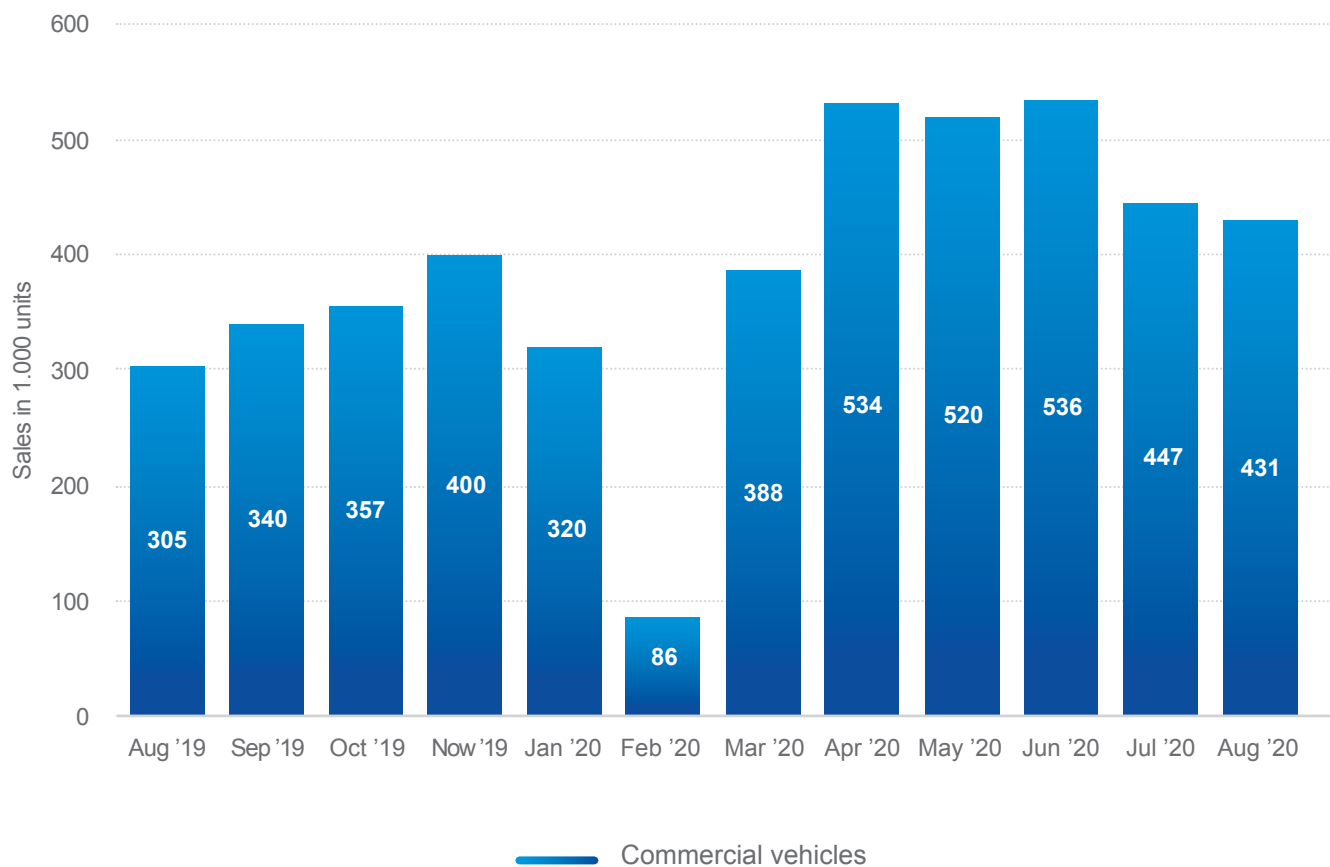
Source: cdn.ihsmarkit.com

Source: IHS Markit, ECB



## از دست رفتن شتاب حرکتی بازگشت اقتصاد چین

آمار معاملات در حوزه مسکن و خودرو نشانه‌هایی از کاهش سرعت اقتصاد چین در مسیر بازگشت از شرایط کرونایی را صادر کرده است. در واقع چین با نوعی ریکاوری ناهمگون مواجه بود به این معنا که در ابتدا رشد قوی تولیدات صنعتی، محرک آن بود و در ادامه، مصرف سعی نمود خود را به آن برساند. برای بازگشت واقعی اقتصاد، رشد گسترده و همه‌گیر در مصرف و هزینه کرد خانوارها نیاز است. (بلومبرگ)



Source: www.statista.com

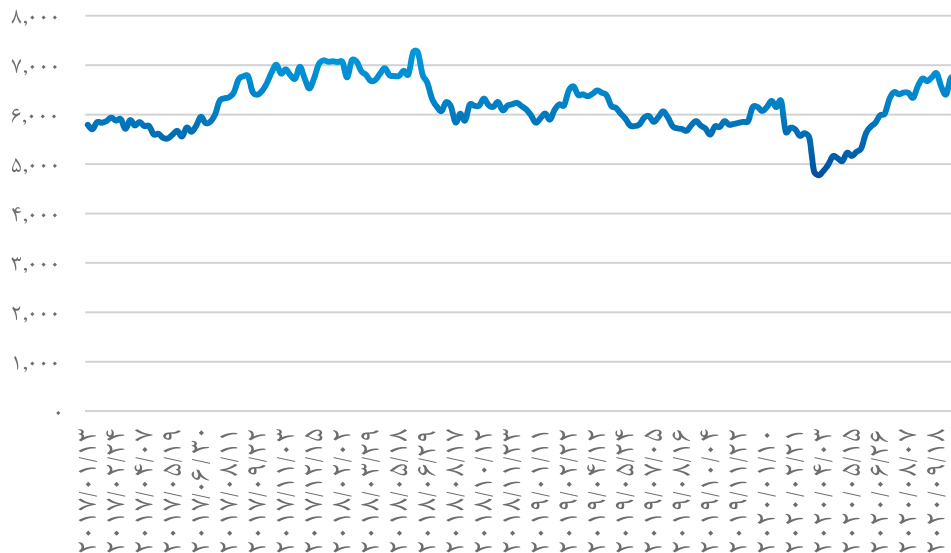
## کالاهای پایه

[www.tmico.ir](http://www.tmico.ir)



است (در واقع، بسیاری، از ترس موج جدید کرونا و ایجاد اختلال در بازار، از عرضه موجودی انبارهای خود به بازار امتناع می‌ورزند). تمامی این عوامل باعث شده است که سیتی بانک آمریکا چشم انداز خود در مورد مس را در حد بالایی صعودی (دستیابی به قیمت ۸۰۰۰ دلار در هر تن در آینده نزدیک) اعلام کند.

قیمت مس (دلار/تن)



## مس

## افت عرضه مس به بازار

مس توانست بعد از بحران کرونا به کمک ریکاوری اقتصادی چین به قیمت‌های پیشین خود بازگردد و حتی با توجه به رشد اقتصاد چین (رسیدن شاخص PMI کایشین به بالاترین مقدار از سال ۲۰۱۱) موجودی انبارها به پایین‌ترین میزان طی ۱۰ سال اخیر رسیده است، موجودی انبارهای بورس فلزات لندن تنها جواب‌گوی چند روز مصرف

## All Cylinders

Citi says copper demand is surging in virtually every end-used sector

## ■ Growth in July



Source: Citi China Copper End- Use Tracker

Bloomberg

Source: www.theassay.com



## سنگ آهن

## رکوردهای جدید در صادرات سنگ آهن برزیل

به نظر می‌رسد حداقل و به صورت موقت در بسیاری نقاط جهان شرایط کرونایی تحت کنترل درآمده است. به عنوان مثال برزیل در حوزه صادرات سنگ آهن نه تنها به شرایط پیش از کرونا بازگشته بلکه در ماه سپتامبر نسبت به مدت مشابه سال قبل ۱۸.۵٪ رشد داشته است و عملاً شاهد بیشترین مقدار صادرات ماهانه از سال ۲۰۱۵ بوده است. ذخایر سنگ آهن در بنادر چین نیز متورم شده و با وجود رکوردهای جدید تولید فولاد در چین احتمال دارد با قیمت‌های پایین نیز مواجه شود، چرا که برخلاف تولید/ عرضه سنگ آهن و فولاد، مصرف این دو کالا به میزانی که مورد انتظار بازار بوده رشد نداشته است. (بلومبرگ)

قیمت سنگ آهن (دلار/تن)





## روی - فولاد

## احتمال ورود فلز روی به یک دوره طولانی مدت کاهش ساختاری قیمت از سال ۲۰۲۱

پس از ریکواری اقتصادی در سال ۲۰۲۱ در یک روند آرام و ادامه‌دار بواسطه کاهش نرخ رشد ظرفیت تولید در چین و اروپا، نرخ رشد تولید فولاد کاهشی باشد. عامل اصلی کاهش ظرفیت تولید در چین ناشی از محدودیت‌های زیست محیطی و ضعف در بازار ساخت و ساز و در اروپا ناشی از قیمت‌های پایین فولاد است. (فیچ)

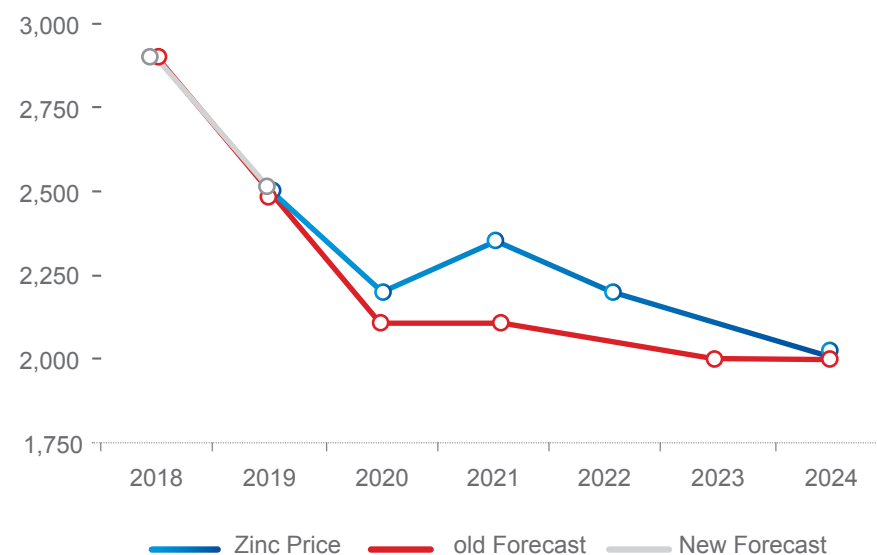
قیمت روی (دلار/تن)



پیش‌بینی می‌شود رشد سالانه مصرف روی از ۲۰۲۲ درصد به حدود ۱۰۱ درصد در بازه سالهای ۲۰۲۱ تا ۲۰۲۹ کاهش یابد. رکود جهانی در تولید فولاد منجر به کاهش نرخ رشد مصرف فلز روی شده است (بزرگترین محل مصرف فلز روی در تولید فولاد گالوانیزه است) و این، عامل کاهش ساختاری قیمت خواهد بود. پیش‌بینی می‌شود

## Upward Revisions, But Still Expecting Price Declines

Gibal - Zinc Price Forecasts, USD/tonne



Source: www.mining.com

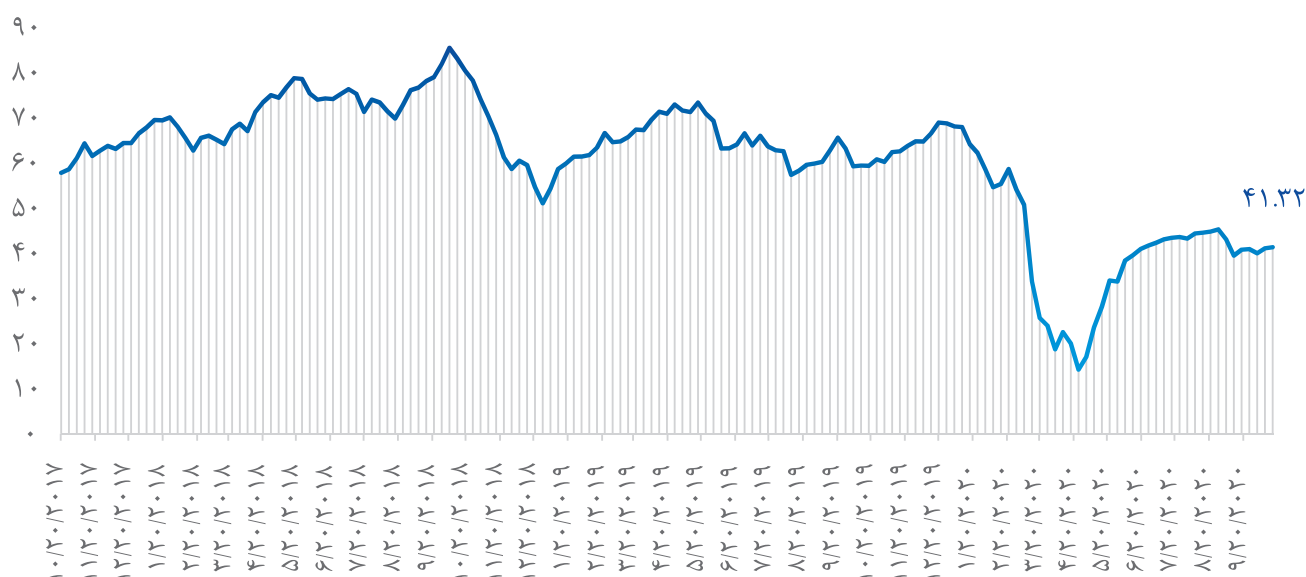
Source: Bloomberg, Fitch Solutions





تقاضای نفت در سال ۲۰۲۰ افتی حدود ۸٪ را نسبت به سال ۲۰۱۹ تجربه نموده است. با این وجود تحلیلگران افق‌های مختلفی را به عنوان زمان بازگشت تقاضا به سطح قبل از همه‌گیری ویروس کرونا برآورد می‌کنند. آژانس بین‌المللی انرژی سال ۲۰۲۳، گلدمن ساکس سال ۲۰۲۲ و سیتی گروپ انتهای ۲۰۲۱ را زمان بازگشت کامل تقاضا پیش‌بینی می‌کنند. به لحاظ قیمتی نیز اگرچه هفته‌های آتی انتظار فشار بر قیمت‌ها به دلیل بازگشت محدودیت‌های قرنطینه وجود دارد، با این حال تحلیلگران بر این باور هستند که نفت سطوح قیمتی بالاتری را در سال ۲۰۲۱ تجربه می‌کند. آژانس بین‌المللی انرژی میانگین نفت برنت در سال ۲۰۲۱ را ۴۹.۵ دلار بر بشکه سیتی گروپ ۵۵ دلار و گلدمن ساکس ۶۵ دلار پیش‌بینی می‌کنند.

قیمت نفت برنت (دلار/بشکه)

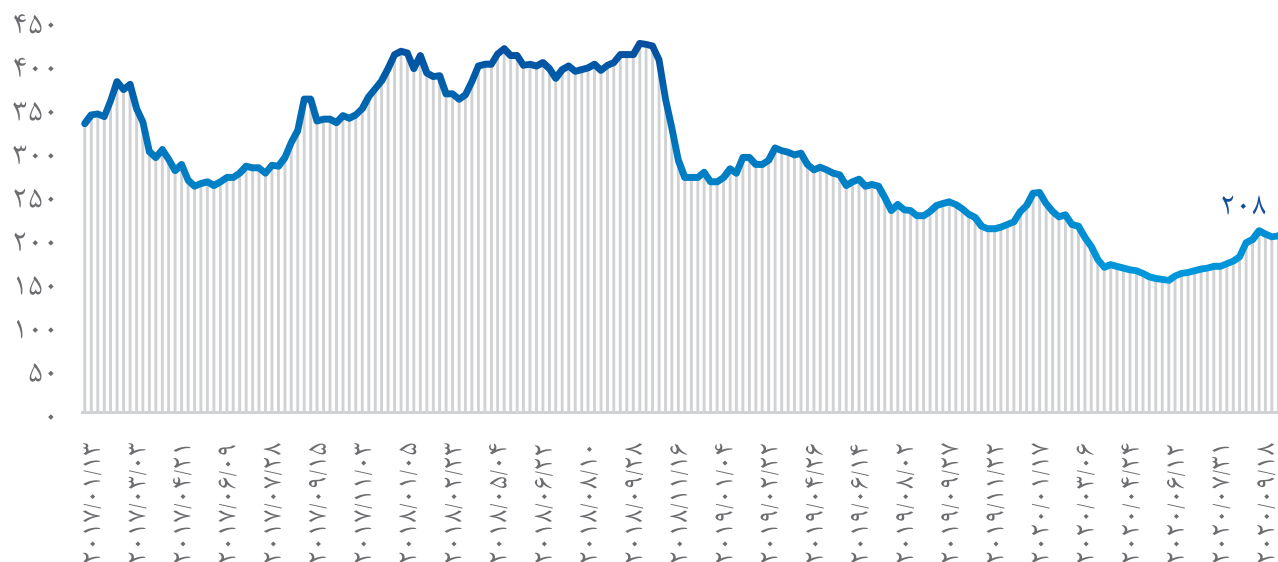




## متانول

موجودی متانول در بنادر چین از ماه اوت روند نزولی داشته است و از قله ۱۰۲ میلیون تن به ۰.۹۳ میلیون تن در ۹ اکتبر کاهش یافته است. از ماه سپتامبر، با شروع کار و تولید مجدد کارخانه‌ها، درآمد عملیاتی متانول و صنایع پایین دستی از جمله فرمالدئید، MTP, MTO در چین در حال افزایش بوده است. همچنین با رشد قیمت‌ها (۵۰ تا ۱۰۰ یوآن بالاتر در هر تن متانول) در معاملات آتی بورس کالای ژنگژو، بازار متانول در ماه اکتبر صعودی شده است و در مناطق مختلف چین، با توجه به نگرانی‌های مربوط به تأمین گاز طبیعی در زمستان، واحدهای تولیدی در حال خرید و ذخیره متانول برای پوشش موجودی پایین انبارها بوده‌اند. همچنین اورهال دو کارخانه تولید متانول در ایران و مالزی (مجموعاً به ظرفیت ۴.۶ میلیون تن در سال) سبب شده است که چین برای تأمین مواد اولیه با چالش رو برو شود و قیمت‌ها نسبت به هفته قبل از تعطیلات بالا رود. انتظار می‌رود وضعیت عملیاتی نامشخص این دو کارخانه، از عوامل افزایش قیمت متانول در هفته‌های پیش رو باشد.

قیمت متانول CFR چین (دلار/تن)

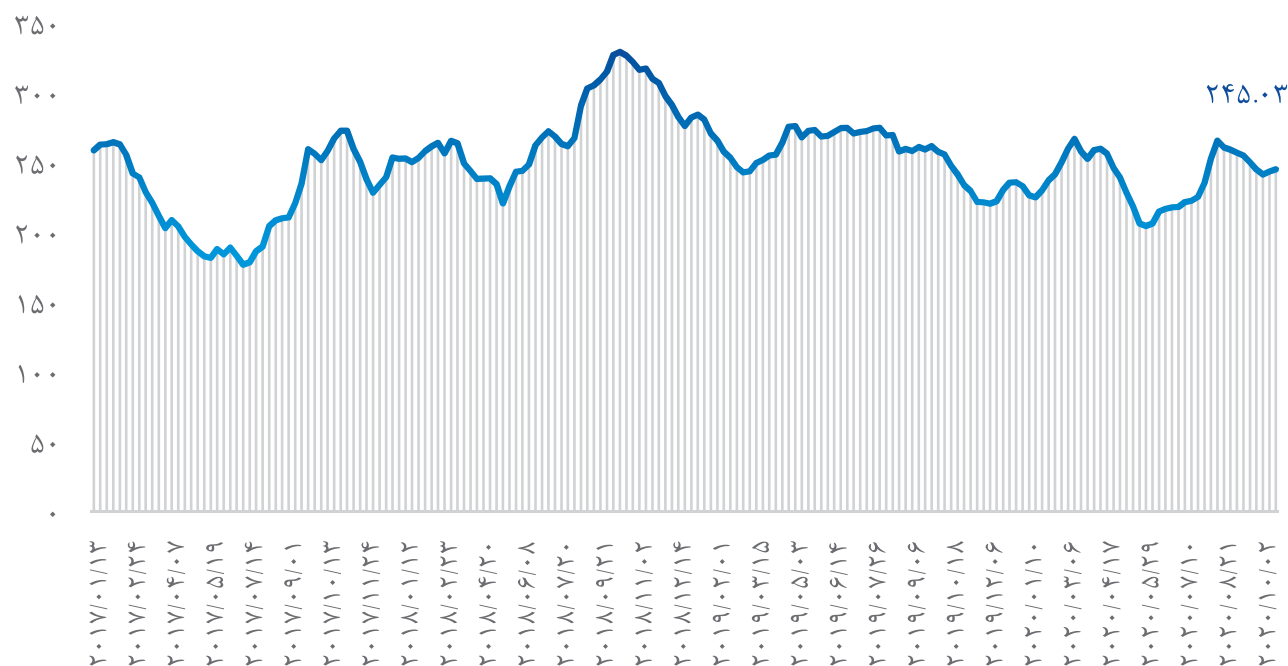




با به پایان رسیدن فصل مصرف داخلی اوره در سپتامبر، چین با بارگیری بیش از ۱ میلیون تن اوره به بازار صادرات بازگشت. از طرفی در فصل سوم سال ۲۰۲۰، تقاضای هند، سریلانکا و بنگلادش برای اوره بالا بوده است. بطوریکه واردکنندگان هندی، در حدود ۳.۶ میلیون تن اوره پریل و گرانول خریداری کرده‌اند.

نرخ قرارداد اوره فیوچر خاورمیانه ماه نوامبر به سطوح بالاتر از ۲۶۶.۵ دلار رسید. این در حالی است که پیش‌بینی می‌شود افزایش قیمت اخیر با افزایش میزان عرضه، بلند مدت نبوده و موقتی باشد.

قیمت اوره گرانول (دلار/تن)



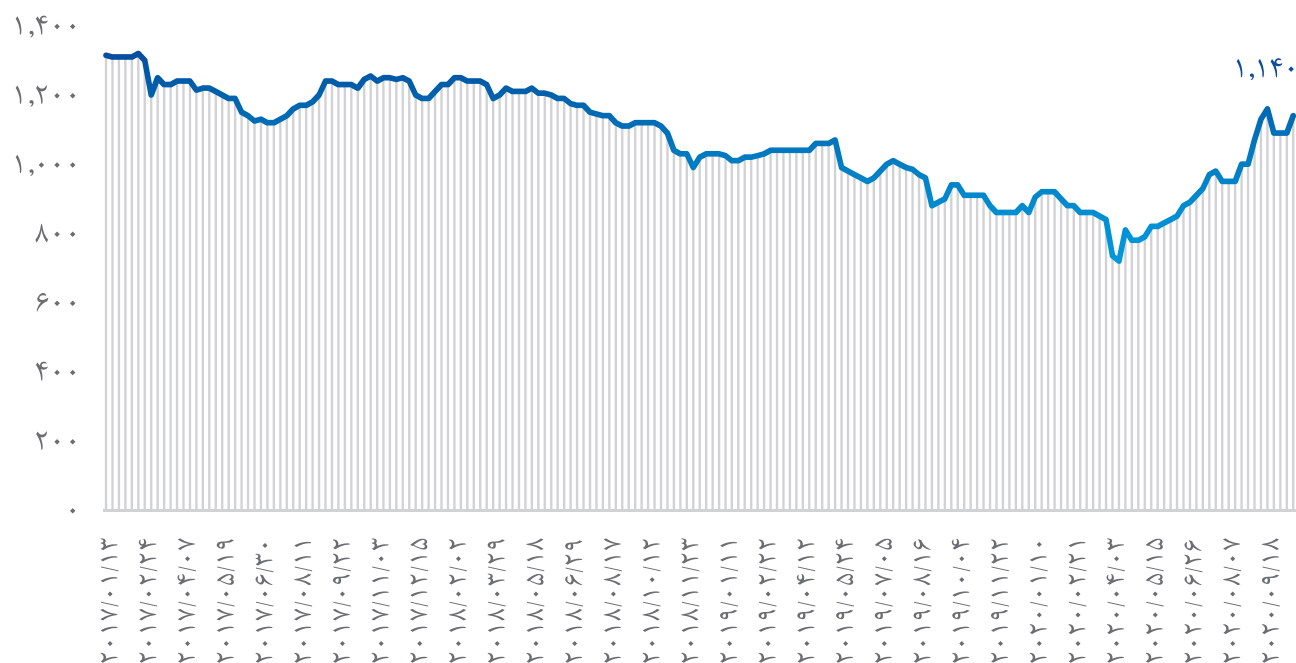


## پلی اتیلن سبک

بازار پلی اتیلن‌های وارداتی چین پس از تعطیلات روز ملی این کشور شروع به فعالیت کرد، در حالی که قیمت LDPE نسبت به سایر گریدهای پلی‌اتیلن افزایش نسبتاً بالاتری داشته است. به گفته فعالان بازار، تعطیلی برنامه‌ریزی نشده در خط تولید LDPE پتروشیمی لاله در حال حاضر منجر به لغو سفارش شده است و ممکن است باعث تاخیر در حمل و نقل شود، که این موضوع عامل افزایش قیمت LDPE در چین نسبت به سایر گریدهای پلی‌اتیلن در دوره پس از تعطیلات می‌باشد.

ایران صادرکننده اصلی پلی اتیلن سبک به چین می‌باشد و طی هشت ماه نخست سال ۲۰۲۰، چین در مجموع ۴۱۸,۹۳۰ تن LDPE از ایران وارد کرده است.

قیمت پلی اتیلن سبک خطی CFR خاور دور آسیا (دلار/تن)

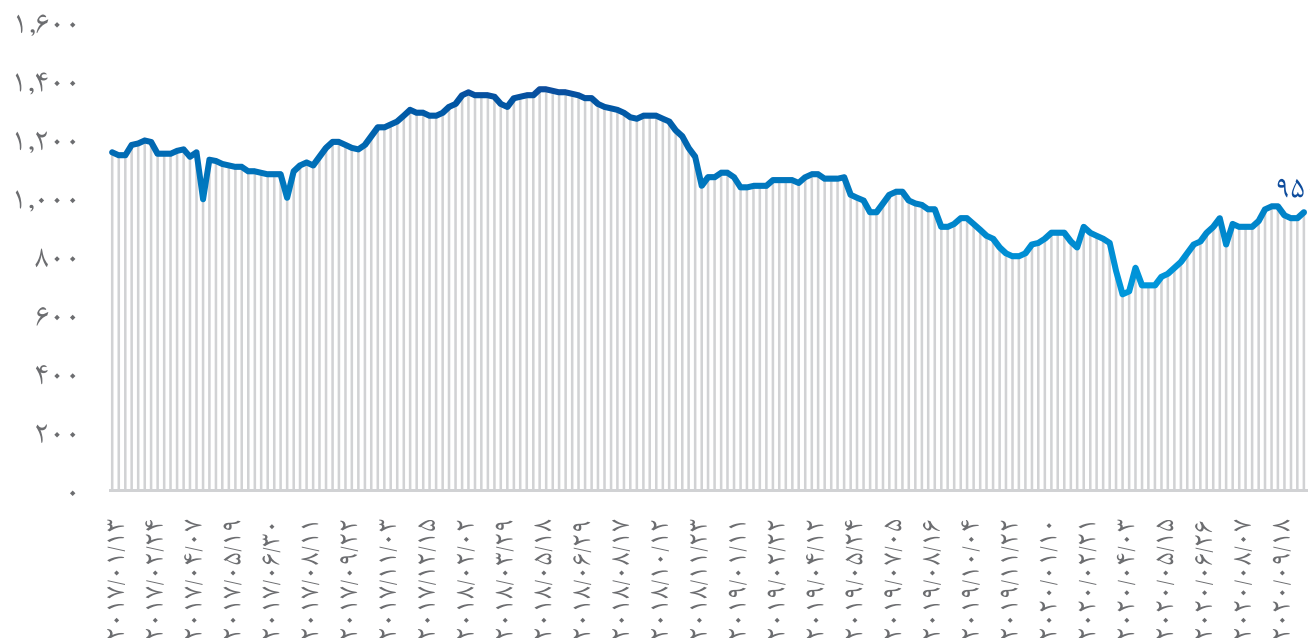




## پلی اتیلن سنگین

پیش‌بینی می‌شود در ماه‌های آتی عرضه پلی‌اتیلن سنگین در چین توسط شرکت‌های تازه تأسیس افزایش یابد، در حالی که تقاضا با اجرای ممنوعیت اعمال پلاستیک در اواخر سال کاهش خواهد یافت. در سمت عرضه، چین برنامه‌ریزی کرده است که حدود ۴۰۲ میلیون تن ظرفیت پلی‌اتیلن را برای کل سال ۲۰۲۰ اضافه کند که عمده آن در سه ماهه سوم صورت پذیرفت که HDPE حدود ۵۱٪ از کل آن را تشکیل می‌دهد. همچنین عرضه کالاهای وارداتی نیز اخیراً افزایش یافته است زیرا بیش از ۱۰۰،۰۰۰ تن از محموله‌های ایرانی (عمدتاً HDPE و LDPE) پس از حدود سه ماه تأخیر وارد بندرهای چین شده است. به گفته بازرگانان، شش کشتی ایرانی به دلیل تحریم‌های آمریکا از اوایل ماه ژوئن نتوانستند به بنادر اصلی چین برسند، لذا تخلیه بارها در بندرهای جایگزین کوچکتر چین در ماه سپتامبر انجام شده است. از طرف دیگر در سمت تقاضا، ممنوعیت کامل کیسه‌های پلاستیکی یکبار مصرف تقاضای PE را حداقل ۲ تا ۳ میلیون تن کاهش خواهد داد. چین به تدریج تولید، فروش و مصرف محصولات پلاستیکی یکبار مصرف را تا پایان سال ۲۰۲۰ در شهرهای بزرگ آزمایشی محدود یا ممنوع می‌کند. بر اساس سندی که توسط کمیسیون توسعه و اصلاحات ملی چین صادر شده است، هدف این کشور ممنوعیت کامل استفاده از پلاستیک‌های یکبار مصرف در این کشور تا سال ۲۰۲۵ است.

قیمت پلی اتیلن سنگین فیلم CFR خاور دور آسیا (دلار/تن)





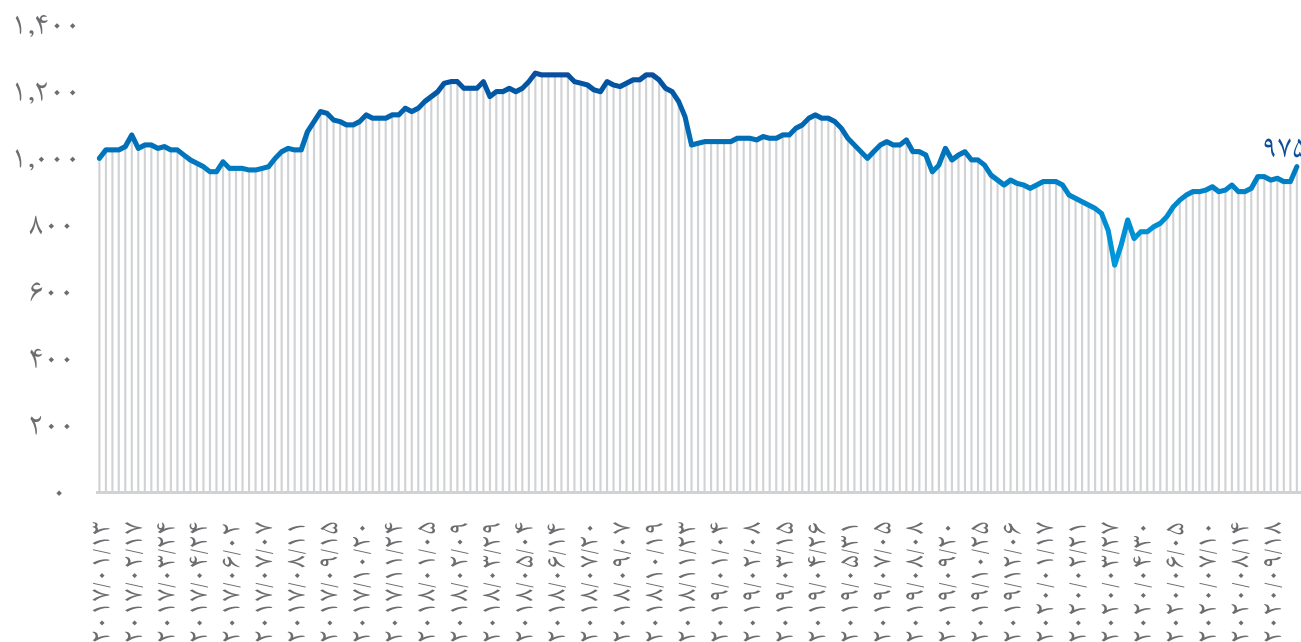
## پلی پروپیلن

## تحلیل قیمت پلی اتیلن و پلی پروپیلن

پلی پروپیلن در چین بعد از پایان تعطیلات با تقاضای مناسبی روبرو شده است. انبارهای دو عرضه کننده بزرگ پلی الفین چین در هفته بعد از تعطیلات با افت ۱۵٪ روبرو شد. معامله‌گران بر این اعتقاد هستند در هفته‌های آتی همچنان بازار پلی پروپیلن در آسیا قوی خواهد بود. با این وجود در میان مدت به دلیل ورود ظرفیتهای جدید از سوی چین در سه ماهه آخر سال میلادی قیمت‌ها تحت فشار قرار خواهند گرفت.

قیمت‌های پلی پروپیلن جنوب شرقی آسیا نیز به بالاترین سطح در هشت ماه گذشته رسیده است که عمده دلیل آن بالارفتن قیمت پلی پروپیلن در چین و کمبود عرضه به واسطه تعطیلی تعدادی از واحدهای عرضه کننده در منطقه بوده است.

قیمت پلی پروپیلن CFR خاور دور آسیا (دلار/تن)





# اقتصاد ایران

سیاست‌های مالی و بودجه

[www.tmico.ir](http://www.tmico.ir)





## سیاست‌های مالی و بودجه

### خلاصه مدیریتی

- شوک افول درآمدهای نفتی در سالهای ۹۸ و ۹۹، به ویژه سال ۹۹ در اقتصاد ایران بی‌سابقه است و به دلیل ایجاد کسری بودجه تبعات تورمی آن اجتناب‌ناپذیر خواهد بود.
- نسبت کسری بودجه به بودجه در سال ۹۹ به بیش از ۶۰ درصد خواهد رسید. این ارقام نسبت کسری به کل بودجه، قابل قیاس با ارقام تجربه شده در کشورهای آلمان، لهستان، اتریش و مجارستان در دهه ۲۰ میلادی است، جایی‌که پولی شدن کسری بودجه منجر به تورم‌های بالا گردید.
- با توجه به عملکرد ۵ ماهه ابتدایی سال، کسری بودجه کل سال حدود ۳۰۰ همت برآورد می‌شود. لذا در دوره ۷ ماهه باقی‌مانده رقم کسری بودجه در حدود ۱۶۰ همت خواهد بود.
- با فرض عدم تمایل دولت به تغییر نظام مالیاتی، جلوگیری از پولی شدن کسری بودجه و تأمین مالی بودجه از طریق انتشار اوراق و فروش سهام دولتی، در کوتاه‌مدت بهترین سناریو خواهد بود. لازمه این مهم الزام بانک‌ها به تخصیص سهم بیشتری (حدود ۷ درصد) از سپرده‌ها برای خرید اوراق بدهی دولتی و افزایش سقف صندوق‌های درآمد ثابت خواهد بود.





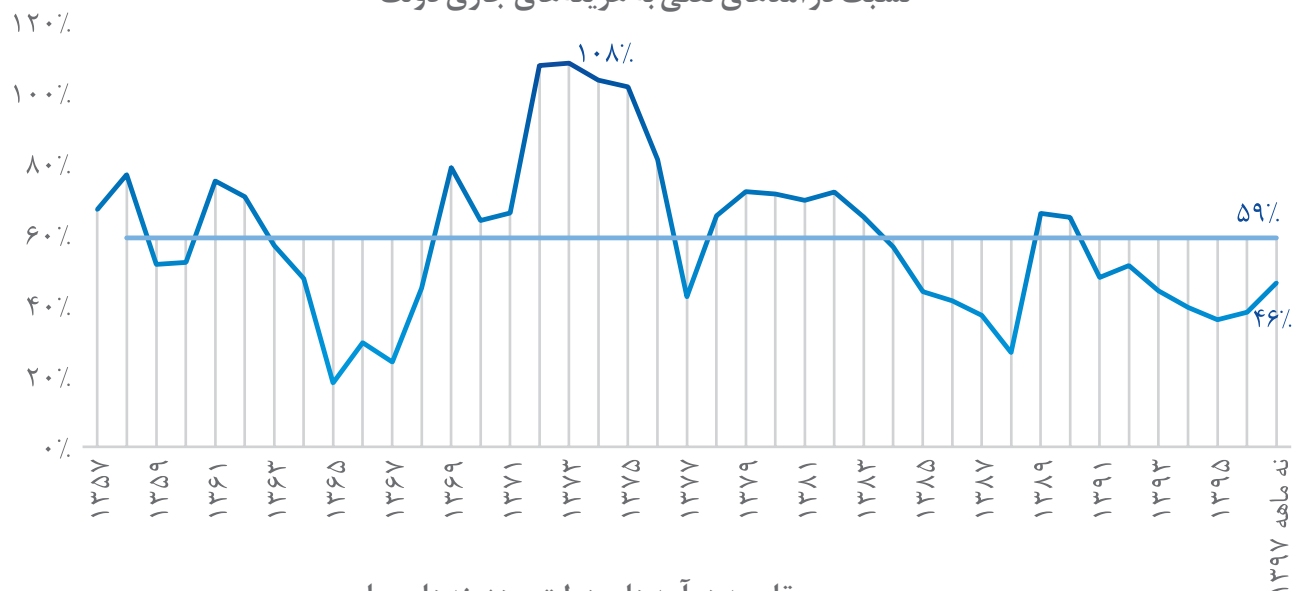


## سیاست‌های مالی و بودجه

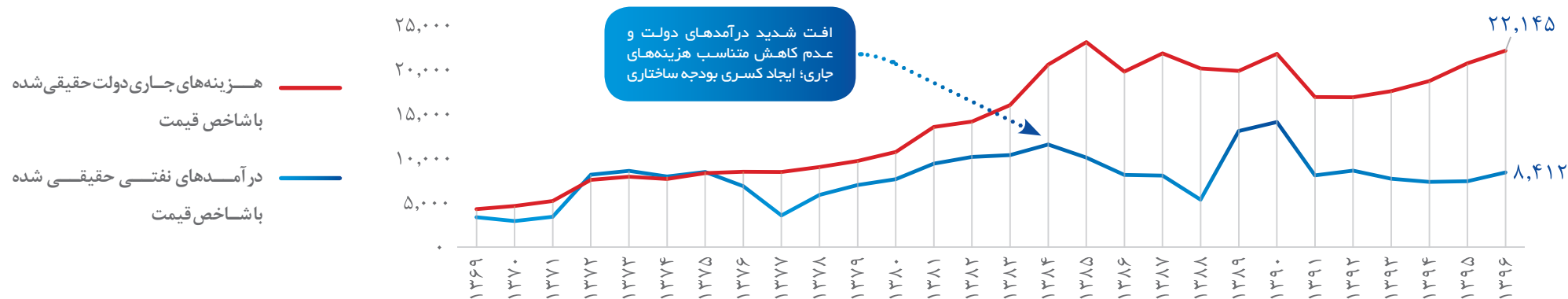
## کسری بودجه ساختاری – سهم درآمدهای نفتی از بودجه در اقتصاد ایران

- در بلندمدت به صورت میانگین نسبت درآمدهای نفتی به هزینه‌های جاری دولت حدود ۶۰ درصد بوده است.
- درآمدهای نفتی در دوره وفور موجب رشد بودجه شده است اما با پایان دوره‌های رونق نفتی به دلایل اقتصاد سیاسی میزان بودجه قابل کاهش نبوده است.
- در دوره‌های وفور درآمد نفتی، انتقال ارزشهای نفتی به بانک مرکزی و در دوره‌های افول درآمد نفتی، عدم کاهش هزینه‌های دولت و فشار دولت به بانکها با عملیات شبه مالی منجر به افزایش پایه پولی شده‌اند. این مسأله ریشه کسری بودجه ساختاری و تورم مزمن در اقتصاد ایران است.

نسبت درآمدهای نفتی به هزینه‌های جاری دولت



مقایسه درآمدهای دولت و هزینه‌های جاری





## سیاست‌های مالی و بودجه

## کسری بودجه ساختاری - شوک درآمدهای نفتی به بودجه سال ۹۹

• درآمدهای نفتی در اقتصاد ایران از اوایل دهه ۸۰ به شدت رو به افزایش گذاشت و در سال ۹۰ به اوج خود یعنی ۱۱۹ میلیارد دلار رسید. پس از آن با تحریم این درآمدها به نصف کاهش یافت و طی سالهای ۹۰ تا ۹۷ به طور متوسط معادل ۵۷ میلیارد دلار بود.

• درآمدهای ارزی حاصل از نفت و میعانات در سال ۹۸ به رقم ۲۹ میلیارد دلار کاهش یافت و در سال ۹۹ در خوشبینانه‌ترین حالت ۳ میلیارد دلار خواهد بود. بنابراین در دو سال ۹۸ و ۹۹ شوک شدیدی به درآمدهای ارزی کشور وارد شده است.

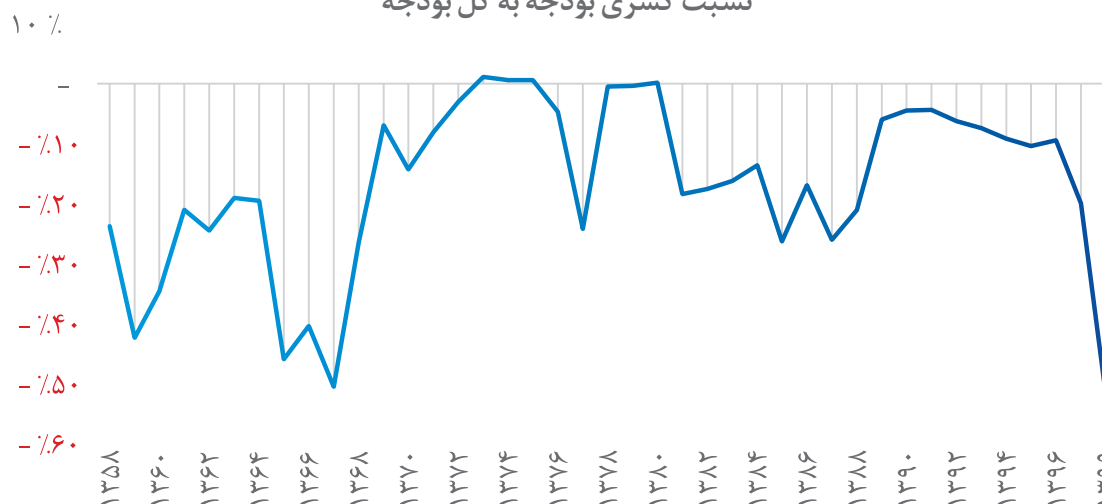
• بر اساس ارقام فوق کسری بودجه در سال ۹۹ بر ارقام بی‌سابقه‌ای رسیده و احتمالاً نسبت کسری بودجه به کل آن بیش از ۶۰ درصد باشد.

• این ارقام نسبت کسری به کل بودجه، قابل قیاس با ارقام تجربه شده در کشورهای آلمان، لهستان، اتریش و مجارستان در دهه ۲۰ میلادی است.

صادرات نفت و گاز (میلیارد دلار)



نسبت کسری بودجه به کل بودجه



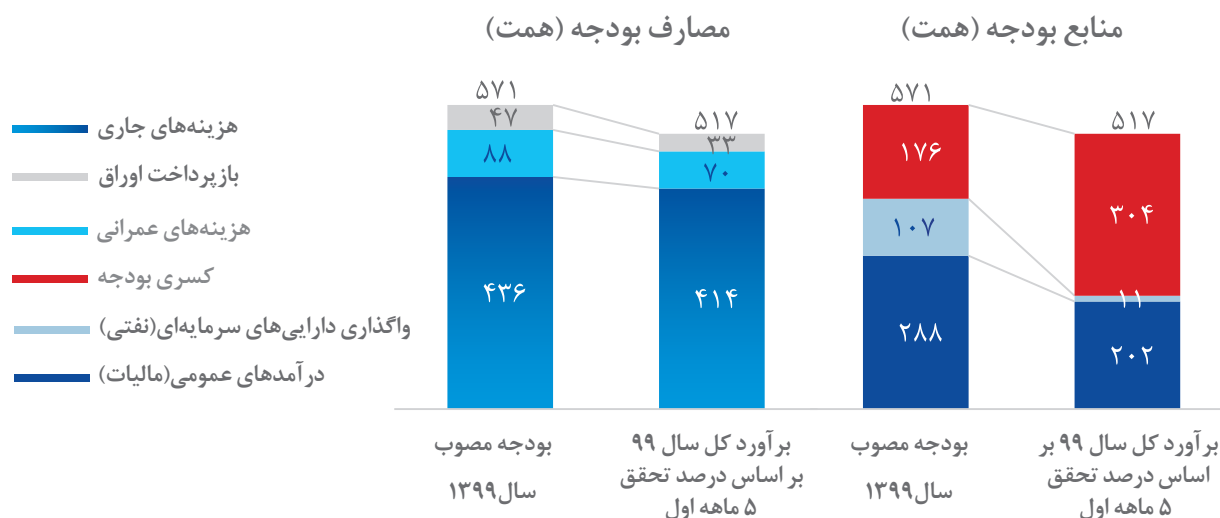


- در ۵ ماهه ابتدایی سال ۹۹، کسری بودجه حدود ۱۲۰ هزار میلیارد تومان بوده است که از این میزان، حدود ۷۰ هزار میلیارد تومان از محل انتشار اوراق، ۲۰ هزار میلیارد تومان از محل واگذاری شرکت‌های دولتی، و ۱۰ هزار میلیارد تومان از منابع صندوق توسعه تأمین مالی شده است و باقی آن یعنی حدود ۲۰ هزار میلیارد تومان از محل پایه پولی تأمین شده است.
- در مدت ۵ ماهه اول سال ۹۸ رقم کسری معادل ۶۰ هزار میلیارد تومان بود که حدود ۴۰ هزار میلیارد آن از محل انتشار اوراق، فروش دارایی‌ها و صندوق توسعه و باقی آن از محل افزایش پایه پولی تأمین مالی شده بود.
- بر اساس عملکرد ۵ ماهه سال ۹۹، کسری بودجه سال ۹۹ حدود ۳۰۰ هزار میلیارد تومان برآورد می‌شود، اگر چه به دلیل افزایش هزینه‌های ناشی از کرونا، کسری می‌تواند فراتر از رقم برآورد شده باشد.
- بر اساس عملکرد ۵ ماهه، در صورت ادامه وضع موجود، ۲۴۵ هزار میلیارد تومان از محل واگذاری دارایی‌های مالی تأمین می‌شود. چنانچه ۶۰ هزار میلیارد تومان باقیمانده از محل پایه پولی تأمین مالی شود، که ۱۷ درصد رشد پایه پولی از این محل خواهد بود.

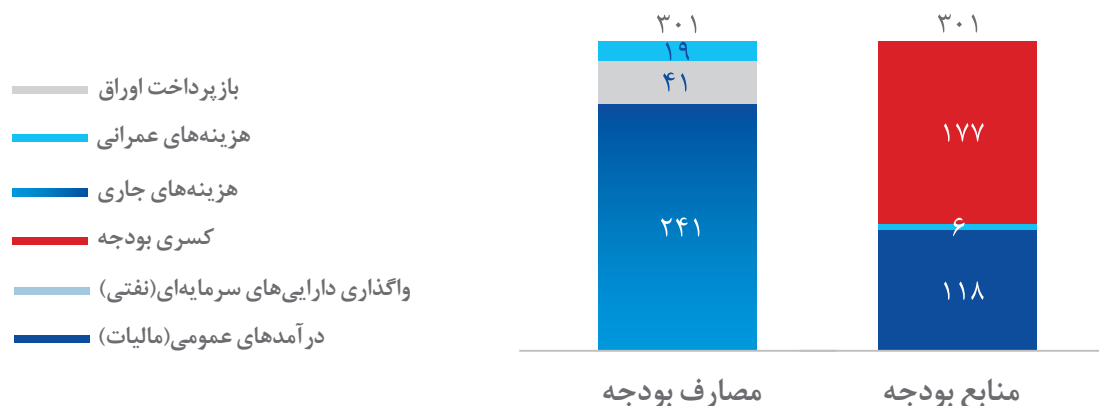
$$\text{درآمد نفت} - \text{درآمد مالیات} - \text{مصارف بودجه} = \text{کسری بودجه}$$

## سیاست‌های مالی و بودجه

### برآورد کسری بودجه تا پایان سال



### برآورد بودجه ۷ ماهه قابل تحقق تا پایان سال ۱۳۹۹ (همت)

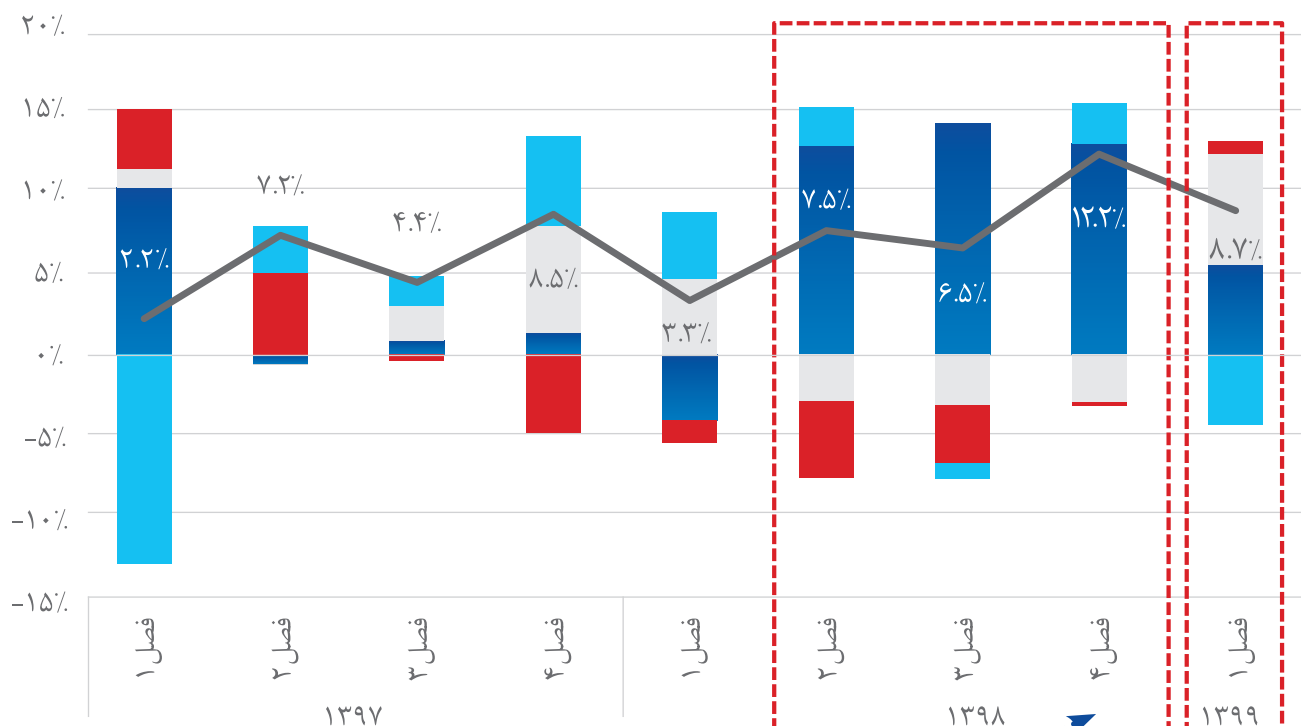




## سیاست‌های مالی و بودجه

## مسیر تورمی تأمین کسری بودجه ۹۹

نرخ رشد فصلی پایه پولی و سهم از رشد اجزای آن



- سهم خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی
- سهم بدهی بانکها به بانک مرکزی
- نرخ رشد پولی
- سهم خالص بدهی دولت
- سهم خالص سایر

تأمین کسری بودجه سال ۹۸ از محل افزایش ذخایر خارجی بانک مرکزی؛ دریافت پول در ازای انتقال مالکیت دلارهای نفتی غیرقابل دسترس

تأمین کسری بودجه سال ۹۹ از محل افزایش ذخایر خارجی و افزایش خالص بدهی دولت به بانک مرکزی

- بانک مرکزی در ایران به سه طریق پول خلق می‌کند:
  - انتشار پول به ازای افزایش ذخایر خارجی بانک مرکزی (ارز و طلا)
  - اعطای اعتبار به دولت
  - اعطای اعتبار به بانکها
- رشد ۸.۷ درصدی پایه پولی در بهار ۹۹ از محل افزایش خالص بدهی دولت و افزایش ذخایر بانک مرکزی بی‌سابقه بوده است.
- رشد بالای پایه پولی در بهار در کنار افت معاملات در بخش واقعی اقتصاد، بازارها را با هجوم نقدینگی و التهابی بی‌سابقه مواجه کرد و منجر به شتاب گرفتن تورم از خرداد ۹۹ شد.
- در تابستان، بانک مرکزی با انتشار اوراق و افزایش سپرده‌های دولت نزد خود، پایه پولی منتشر شده در بهار را جمع کرد به طوری که رشد پایه پولی در ۶ ماهه به رقم ۵.۴ درصد رسید.
- زمانی که دولت سپرده‌های خود نزد بانک مرکزی که حاصل فروش اوراق است برداشت کند، پایه پولی مجدداً افزایش خواهد یافت.



## سیاست‌های مالی و بودجه

## سناریوهای پیش‌رو برای تأمین کسری بودجه تا پایان سال ۹۹

## نیمه دوم سال

کل کسری: حداقل ۱۸۰ هزار میلیارد تومان

IDEA

پاییز و زمستان ۹۹

## سناریوهای پیش‌رو

۱- ادامه شیوه تابستان و تأمین مالی عمده کسری از محل انتشار اوراق:

۱-۱- با اعمال سقف بر نرخ سود از طریق الزام بانک‌ها و صندوق‌های با درآمد ثابت به تخصیص بخشی از سپرده‌های مدت‌دار به خرید اوراق

۱-۲- فروش اوراق در بازار و افزایش نرخ سود

۲- تعلل در تأمین مالی از طریق اوراق و فروش سهام دولتی و ناگزیر شدن از چاپ پول در بحبوحه کسری در نیمه دوم

## نیمه اول سال

کل کسری: ۱۲۰ هزار میلیارد تومان

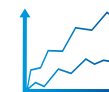
تابستان ۹۹



## انقباض شدید: تأمین کسری از محل انتشار اوراق و افزایش ۶ درصدی نرخ سود اوراق

- کاهش پایه پولی از طریق انتشار اوراق توسط بانک مرکزی
- الزام بانک‌ها به خرید اوراق دولتی از محل سپرده‌ها و افزایش فشار بر منابع بانکی
- افزایش مجدد نرخ در بازار بین بانکی به ۱۸ درصد
- افزایش نرخ ذخیره قانونی
- تأمین کسری از محل انتشار سهام دولت

بهار ۹۹



## انبساط شدید: تأمین کسری از محل پایه پولی و افزایش بی‌سابقه پایه پولی

- کاهش نرخ ذخیره قانونی بانک‌ها
- عدم انتشار اوراق
- کاهش نرخ در بازار بین بانکی از ۱۸ درصد به حدود ۸ درصد
- ایجاد نقدینگی زیاد در اقتصاد
- ایجاد التهاب شدید در بازارهای مالی
- شتاب گرفتن تورم



## سیاست‌های مالی و بودجه

## پیامدهای سناریوهای تأمین مالی کسری بودجه حداقل ۱۸۰ (همت) تا پایان سال ۹۹

| بازارهای دارایی                                                                                                                                                                                             | پیامدها                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | محل تأمین کسری در نیمه دوم                                                                                                                                        | محل تأمین                                                                                                                                                                     |                                                           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▲ بازگشت انتظارات تورمی در بازارهای دارایی به سمت میانگین</li> <li>▲ افزایش قابل توجه انتظارات تورمی در بازارهای دارایی</li> </ul>                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>● فشار بر منابع بانکی، افزایش نرخ در بازار بین بانکی، بدتر شدن وضعیت ترازنامه بانکها و ایجاد تورم بالا در سالهای آتی</li> <li>● احتمال افزایش شدید پایه پولی از محل بدهی بانکها به بانک مرکزی و افزایش تورم در سال جاری</li> <li>● کاهش توان ارائه تسهیلات بانکی به بخش خصوصی و ایجاد فشار رکودی</li> </ul> | <p>بازار اوراق: بین ۱۲۰ تا ۱۴۰ همت توسط بانکها</p> <p>پایه پولی: بین ۲۰ تا ۴۰ همت (حدود ۱۰ درصد رشد پایه پولی از این محل)</p> <p>بازار سهام: بین ۱۰ تا ۳۰ همت</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● الزام بانکها به نگهداری ۱۰ درصد از سپرده‌ها (افزایش از ۳ درصد به ۱۰ درصد) به صورت اوراق و افزایش سقف صندوق‌های درآمد ثابت</li> </ul> | <p>۱ انتشار اوراق بدهی با اعمال سقف نرخ سود</p>           |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▼ افزایش نرخ سود اوراق و تأثیر منفی بر بازارهای دارایی</li> <li>▲ با وجود افزایش نرخ سود، با بازگشت انتظارات تورمی بازارهای دارایی تا حدی رشدی خواهند بود</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● افزایش نرخ سود اوراق و تأثیر منفی بر بازار سهام</li> <li>● افزایش بار مالی بازپرداخت اوراق در سالهای آتی با توجه به بالا رفتن نرخ سود</li> </ul>                                                                                                                                                          | <p>بازار اوراق: بین ۹۰ تا ۱۱۰ همت</p> <p>پایه پولی: بین ۵۰ تا ۷۰ همت (حدود ۱۸ درصد رشد پایه پولی از این محل)</p> <p>بازار سهام: بین ۱۰ تا ۲۰ همت</p>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>● انتشار اوراق در بازار و الزام بانکها و صندوق‌های با درآمد ثابت به خرید بخشی از آن</li> </ul>                                         | <p>۲ انتشار اوراق بدهی بدون اعمال سقف نرخ سود</p>         |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▲ بازگشت انتظارات تورمی و التهاب در بازارهای دارایی پس از فروکش کردن درپاییز</li> <li>▲ افزایش قابل توجه التهاب و انتظارات تورمی در بازارهای دارایی</li> </ul>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>● شتاب گرفتن تورم و التهاب بازارها</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                               | <p>بازار اوراق: بین ۲۰ تا ۴۰ همت</p> <p>پایه پولی: بین ۱۲۰ تا ۱۳۰ همت (حدود ۴۰ درصد رشد پایه پولی از این محل)</p> <p>بازار سهام: بین ۲۰ تا ۳۰ همت</p>             | <ul style="list-style-type: none"> <li>● تأمین از محل پایه پولی و انتشار اوراق و فروش سهام</li> </ul>                                                                         | <p>۳ تأمین مالی از طریق انتشار پول (افزایش پایه پولی)</p> |

▲ پیروزی ترامپ/ اثر زیاد    ▲ پیروزی ترامپ/ اثر نسبتاً زیاد    ▲ پیروزی بایدن/ اثر زیاد    ▲ پیروزی بایدن/ اثر نسبتاً زیاد

## بازار سرمایه

[www.tmico.ir](http://www.tmico.ir)

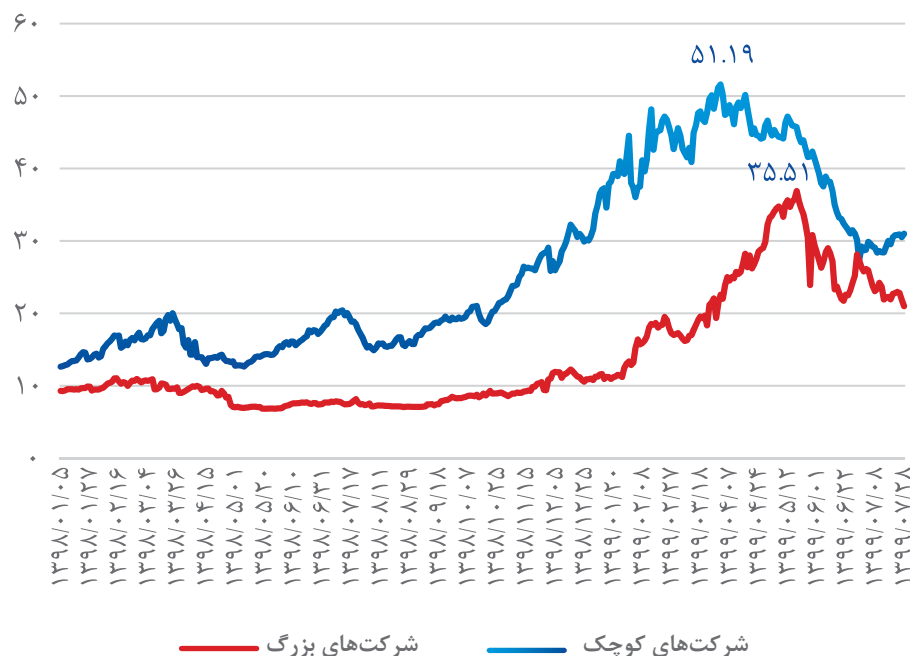


## نگاهی چند وجهی به بازار سرمایه

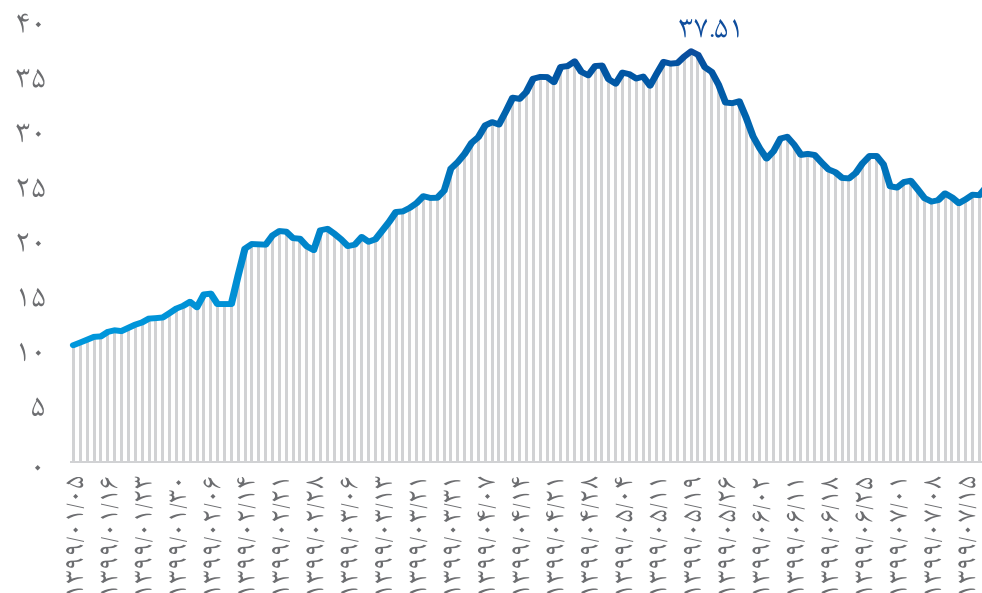
است، همچنین در میان شرکت‌های بنیادی و کم ریسک بازار، سهامی با نسبت‌های P/E تک رقمی و نزدیک به ارقام سال‌های قبل را براحتی می‌توان پیدا نمود.

نسبت قیمت به سود (P/E) بازار سرمایه در پی ریزش بازار و رشد نرخ دلار، به آرامی در حال رسیدن به ارقامی منطقی و قابل هضم برای فعالان بلندمدتی بازار

مقایسه نسبت P/E شرکت‌های بزرگ و کوچک فعال در بازار سرمایه



روند تغییرات نسبت P/E بازار سرمایه

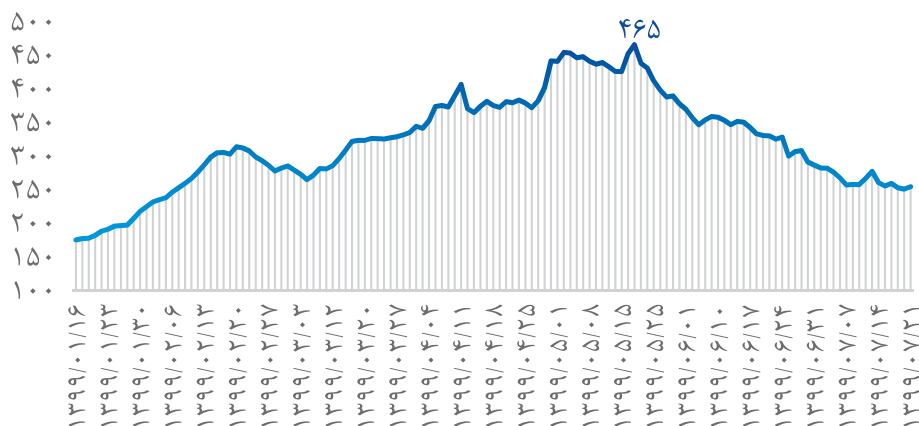






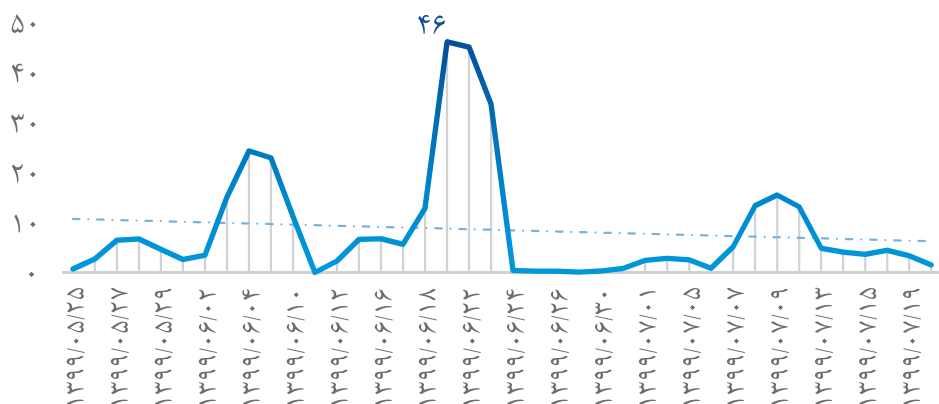
## نگاهی چند وجهی به بازار سرمایه

ارزش دلاری بازار سرمایه (میلیارد دلار)

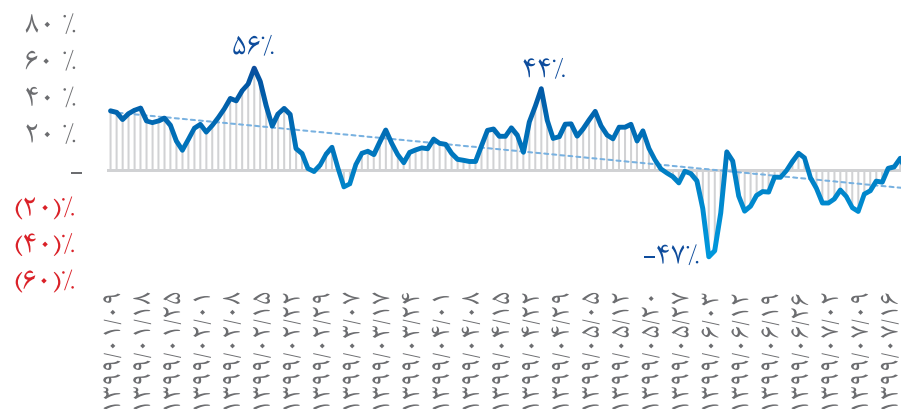


کاهش قیمت سهام همزمان با رشد نرخ دلار باعث کاهش سنگین در ارزش دلاری بازار و از بین رفتن قسمت عمده حباب احتمالی آن (به زعم برخی تحلیلگران) شده است. ورود پول به بازار در طی سه ماه گذشته روندی کاهشی داشته است.

میانگین سه روزه نسبت ابطال به صدور در هفت صندوق سرمایه‌گذاری بزرگ



میانگین سه روزه نسبت خالص ورود پول حقیقی به ارزش بازار سرمایه

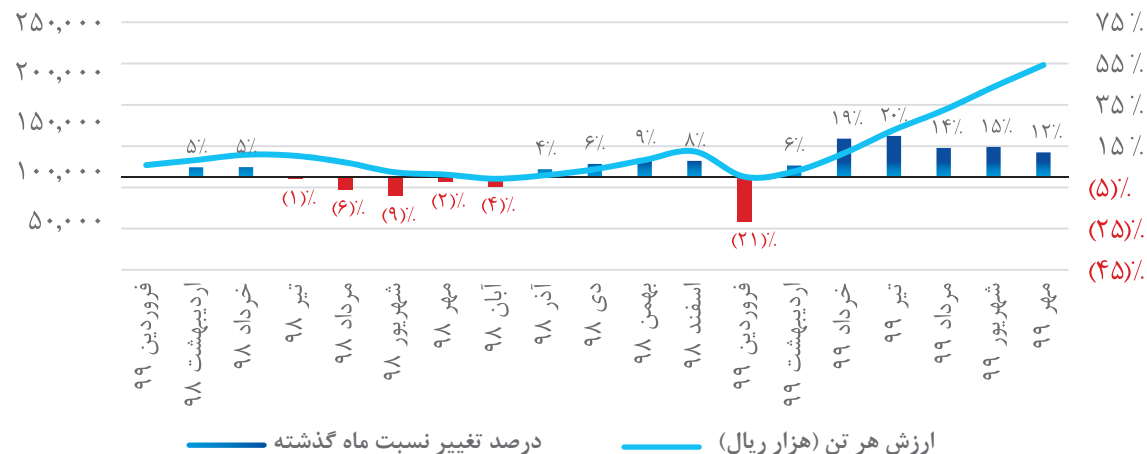




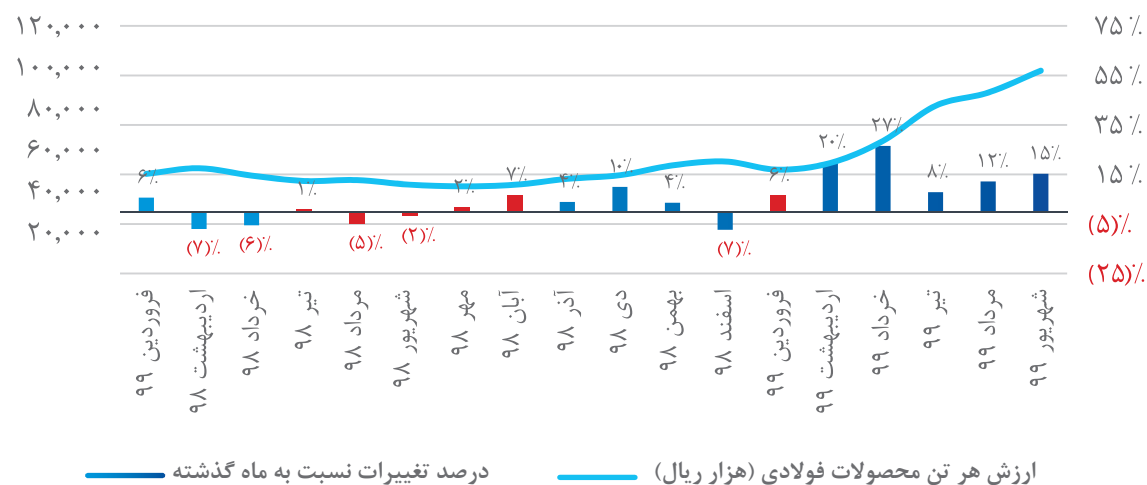
## نگاهی به بورس کالا

با تداوم افزایش قیمت ارز، روند رشد قیمت‌ها در بورس کالا طی مهر ماه نیز ادامه یافته است. معاملات محصولات فولادی در بورس کالا در مهر ماه، با رشد ۱۵ درصدی قیمت نسبت به شهریور ماه همراه بوده است. سبد محصولات پتروشیمی نیز طی این دوره رشد ۱۲ درصدی را تجربه کرده است. در میان محصولات پتروشیمی، پلی‌وینیل کلراید (پی‌وی‌سی) و پلی‌اتیلن سبک به ترتیب با افزایش ۲۸ و ۲۲ درصدی بیشترین رشد قیمت را داشته‌اند.

ارزش هر تن محصولات پلیمری در بورس کالا



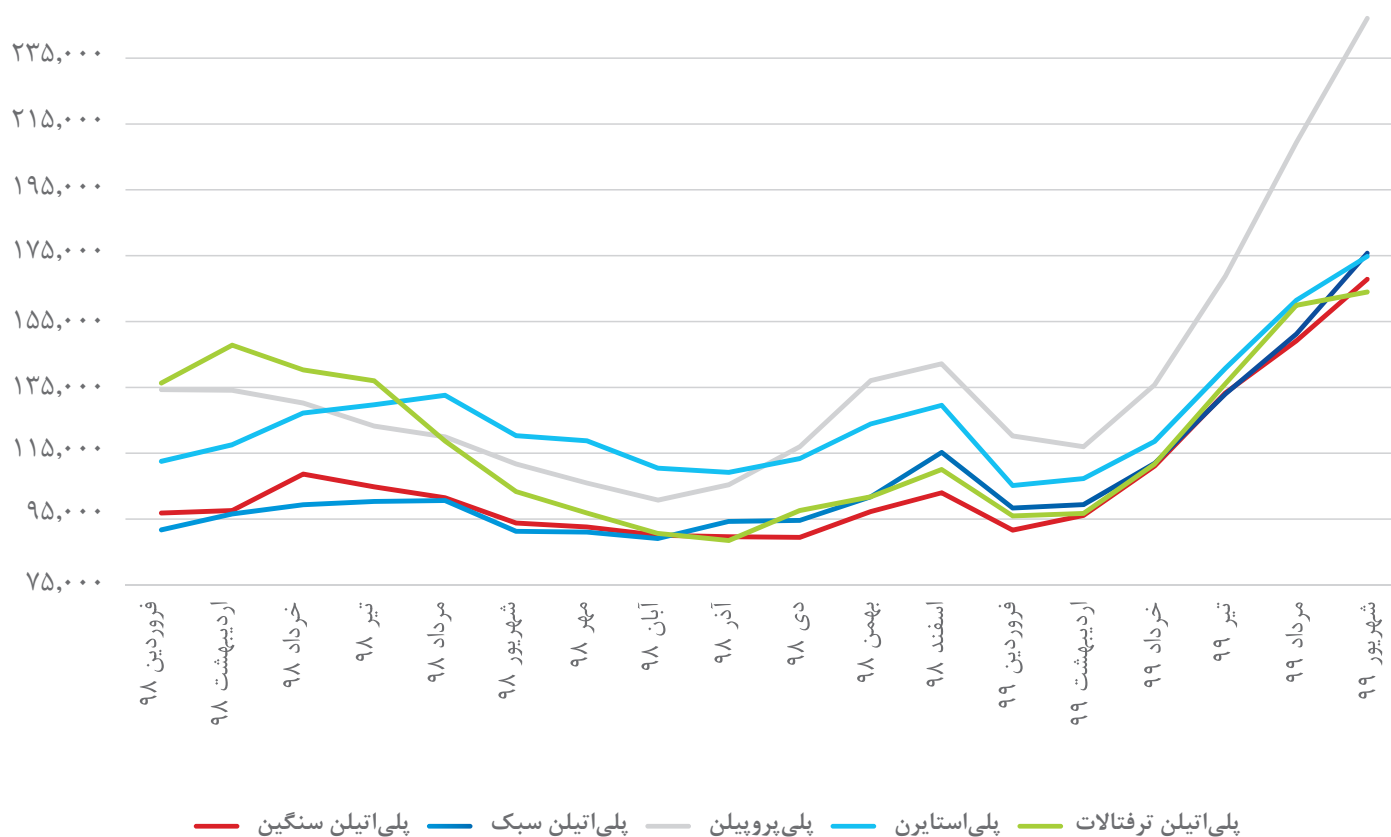
ارزش هر تن محصولات فلزی در بورس کالا





## نگاهی به روند تغییرات قیمت

### نگاهی به روند تغییرات قیمت محصولات پلیمری در بورس کالا





## پرونده ویژه

[www.tmico.ir](http://www.tmico.ir)



## خلاصه مدیریتی

تولید فولاد خام در ایران از چهار حلقه اصلی واحدهای کنسائتره‌سازی، گندله‌سازی، احیا مستقیم و فولادسازی تشکیل شده است که هر کدام از شرکت‌های فعال در این صنعت در بخشی از زنجیره حضور دارند. از نیمه دوم دهه ۸۰ با خصوصی‌سازی شرکت‌های بزرگ و تضعیف نقش سازمان‌های توسعه‌ای متولی صنعت، عملاً بخش مهمی از تصمیمات سرمایه‌گذاری در زنجیره فولاد به صورت مستقل توسط این شرکت‌ها و سهامداران عمده آنها گرفته شد که لزوماً در قالب یک طرح جامع تعریف نشده بود. این امر موجب بهم خوردن توازن ظرفیت حلقه‌های ذکر شده گردیده است. اگر چه این محل این عدم توازن در مقاطع مختلف جابجا گردیده است ولی اصل وجود آن همچنان پابرجا هست. در این پرونده به بررسی وضعیت توازن حلقه‌ها و کل زنجیره در بازه زمانی ۳ سال آتی پرداخته‌ایم. این تصویر کلان به درک بهتر سرمایه‌گذاران از قدرت چانه‌زنی شرکت‌های صنعت، نرخ‌گذاری محصولات واسطه‌ای در زنجیره فولاد و ظرفیت قابل حصول شرکت‌ها کمک می‌کند.





## وضعیت زنجیره ارزش فولاد در سال ۱۳۹۸

صادرات پاسخگوی ظرفیت آهن اسفنجی کشور نبوده است. این در حالیست که مقداری صادرات در نیمه اول سال نیز صورت پذیرفته است. مشابه گندله، آهن اسفنجی تولیدی کشور نیز جوابگوی ظرفیت کوره‌های ذوب طراحی شده کشور با خوراک اسفنجی نبوده است. صادرات آهن اسفنجی این عدم توازن را پررنگ‌تر نموده است.

وضعیت زنجیره فولاد کشور مشتمل بر ظرفیت اسمی، میزان تولید و صادرات چهار حلقه اصلی در سال ۱۳۹۸ به تصویر کشیده شده است. موارد ذیل حایز اهمیت است: در سال ۱۳۹۸ تولید کنساتره کشور پاسخگوی ظرفیت نصب شده واحدهای گندله‌سازی بوده است. لذا با مدیریت صادرات امکان تامین کامل خوراک وجود داشته است. گندله تولیدی کشور حتی در صورت عدم

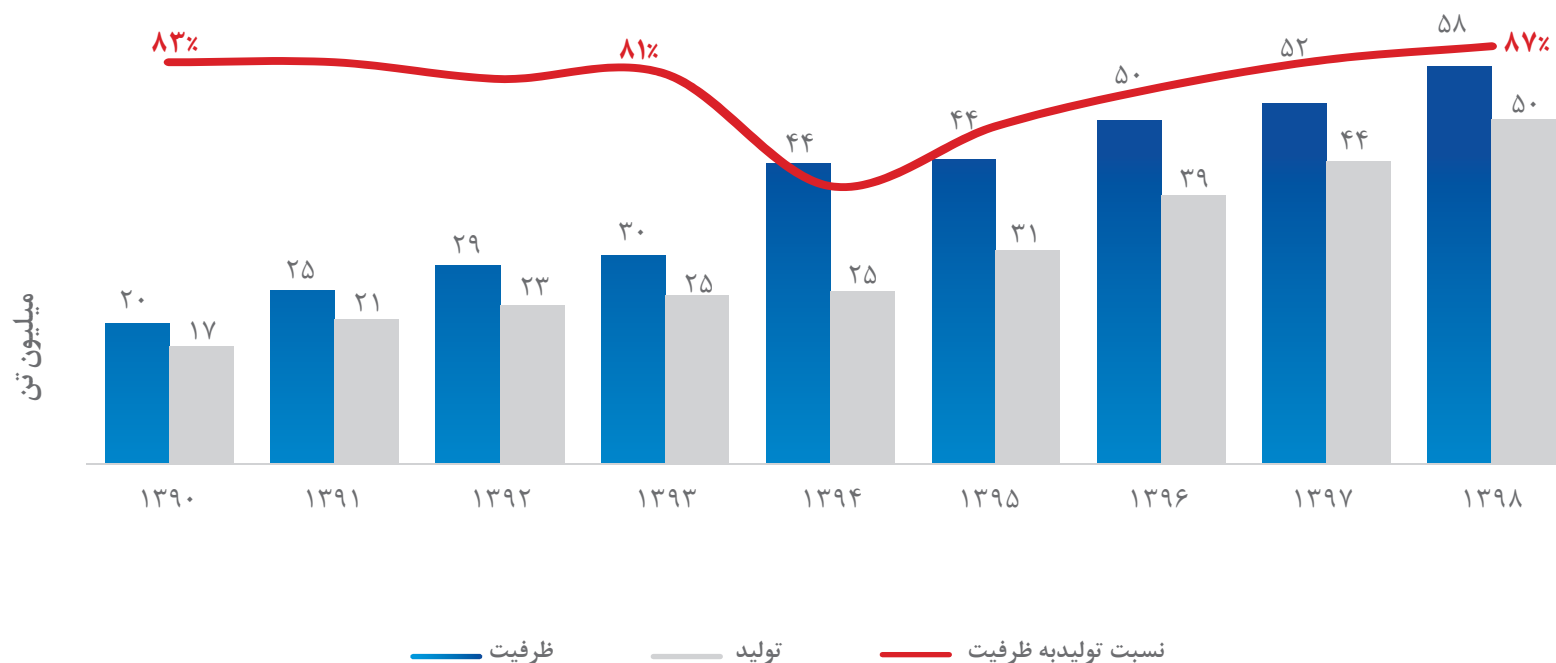




## روند تاریخی تولید کنسانتره سنگ آهن در ایران

سنگ آهنی، مشکلات حمل و نقل، عدم تناسب سنگ دریافتی با طراحی کارخانه و کمبود سایر زیرساخت‌ها بوده باشد.

بررسی روند تاریخی تولید کنسانتره در طول ۹ سال گذشته حاکی از عدم به ظرفیت کامل رسیدن تولید کنسانتره در ایران بوده که می‌تواند به دلایلی چون کمبود خوراک

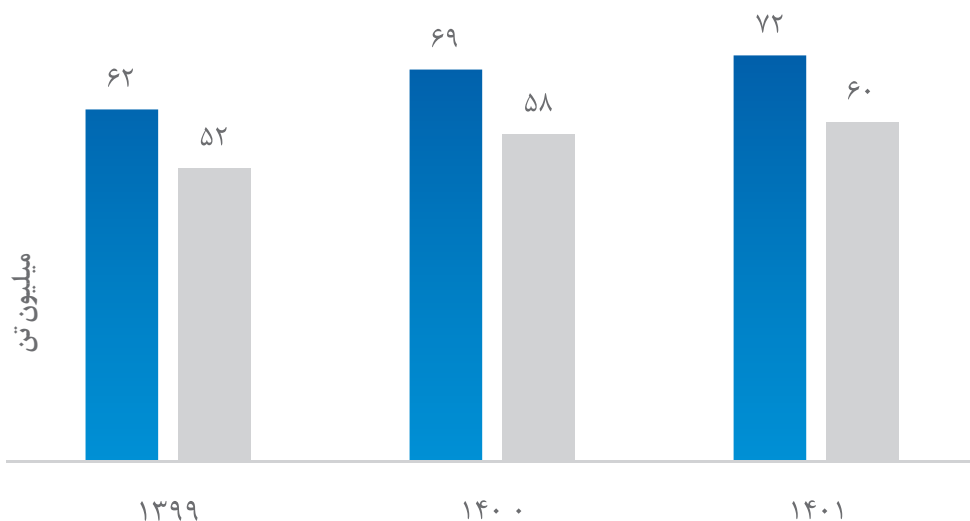




## رند آتی ظرفیت و تولید کنسانتره سنگ آهن در ایران

جدید، به ترتیب به ۶۹ و ۷۲ میلیون تن خواهد رسید. میزان تولید کنسانتره برای سال‌های ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۱، بر مبنای روند تاریخی نسبت تولید به ظرفیت اسمی با ضریب ۸۵ درصد (اسلاید قبل) پیش‌بینی گردیده است.

هم‌اکنون با بهره‌برداری از پروژه کنسانتره فولاد سنگان وابسته به فولاد مبارکه، ظرفیت کل تولید کنسانتره در سال ۹۹ به حدود ۶۲ میلیون تن و در سال ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ با بهره‌برداری رسیدن حدود ۱۰ میلیون تن ظرفیت



پیش‌بینی تولید کنسانتره — پیش‌بینی ظرفیت کنسانتره

### ظرفیت قابل تحقق جدید کنسانتره



— ۱۴۰۰

— ۱۴۰۱

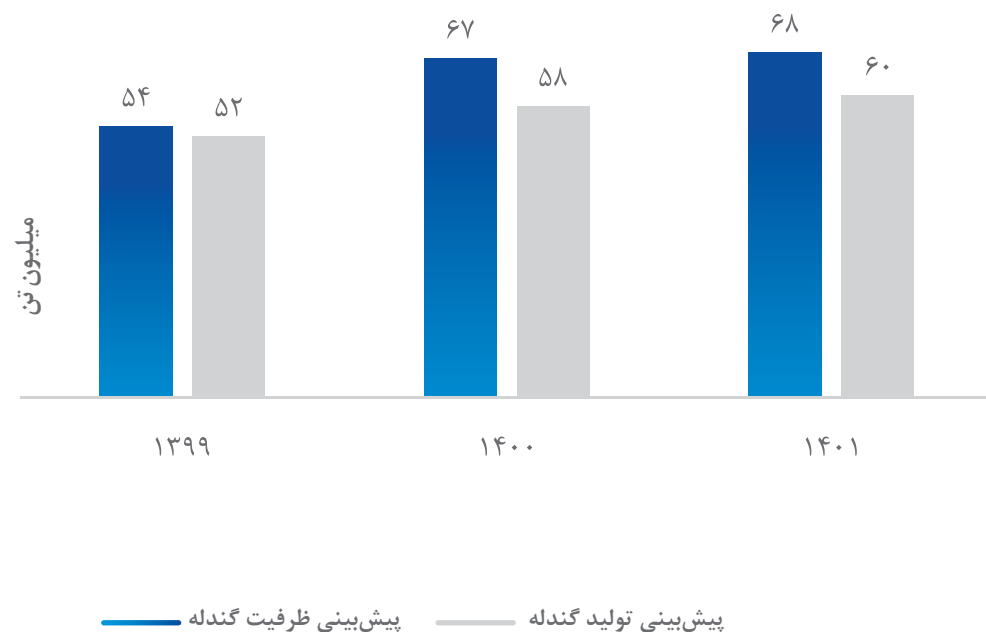




## روند آتی ظرفیت و تولید گندله در ایران

۱۴۰۰ و ۱۴۰۱، به ۶۸ میلیون تن خواهد رسید. میزان تولید گندله بر مبنای میزان تولید کنسانتره و با فرض عدم صادرات کنسانتره پیش‌بینی گردیده است.

ظرفیت کل تولید گندله در سال ۹۹، با اضافه شدن پروژه‌های سناپاد و سایر طرح‌ها، به ۵۴ میلیون تن رسیده که با راه‌اندازی طرح‌های قابل تحقق در سال‌های



### ظرفیت قابل تحقق جدید گندله

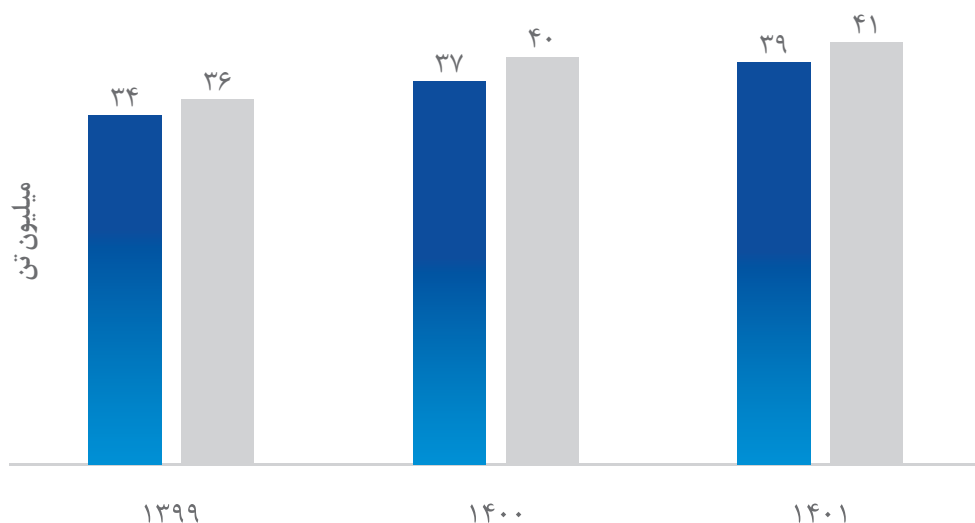




## روند آتی ظرفیت و تولید آهن اسفنجی در ایران

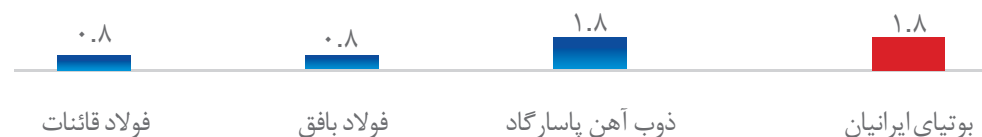
تولید آهن اسفنجی در طی این ۳ سال، بر اساس میزان گندله در دسترس واحدهای آهن اسفنجی و با فرض عدم صادرات گندله و نیز تولید بالاتر از ظرفیت اسمی به دلیل وجود گندله صورت گرفته است.

ظرفیت آهن اسفنجی در سال ۹۹، با اضافه شدن طرح‌های جدید، به حدود ۳۴ میلیون تن و در سال ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ با راه‌اندازی ۴ طرح با مجموع ظرفیت حدود ۵ میلیون تن، به ۳۹ میلیون تن خواهد رسید. پیش‌بینی میزان



پیش‌بینی تولید آهن اسفنجی — پیش‌بینی ظرفیت آهن اسفنجی

### ظرفیت قابل تحقق جدید آهن اسفنجی

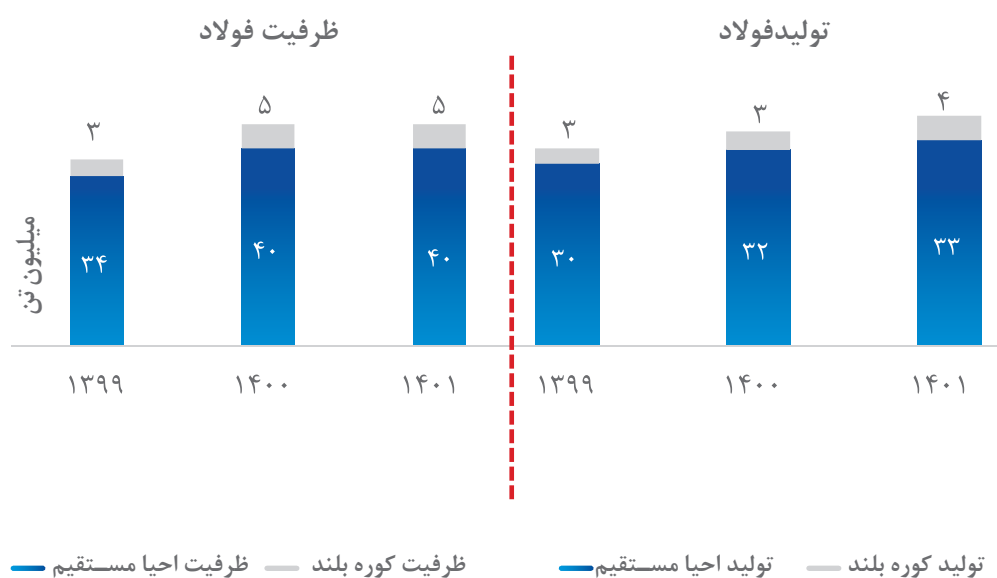


۱۴۰۰

۱۴۰۱

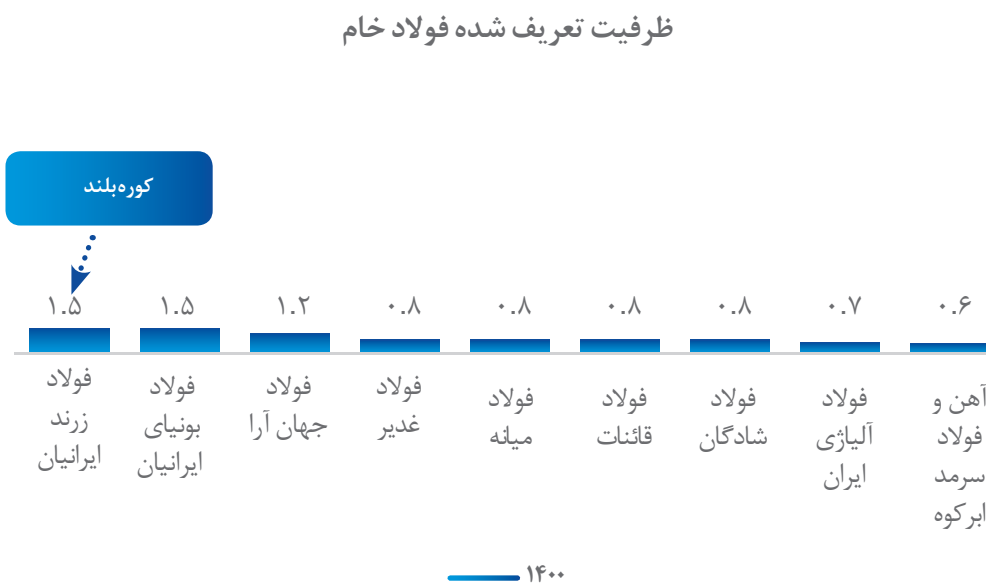


تن فولاد به روش کوره بلند رسیده که با راه‌اندازی سایر پروژه‌های فولادی تا سال ۱۴۰۱ به ۴۵ میلیون تن شامل ۴۰ میلیون تن فولاد به روش احیای مستقیم و ۵ میلیون تن فولاد به روش کوره بلند خواهد رسید.



## رشد ظرفیت و تولید آتی فولاد خام

عمده فولاد تولیدی در ایران به روش احیا مستقیم (۹۰ درصد) و مابقی به روش کوره بلند و به وسیله شرکت ذوب آهن اصفهان تولید می‌گردد. هم‌اکنون ظرفیت فولاد ایران با بهره‌برداری از فاز ۲ فولاد کاوه جنوب کیش و ۳ طرح فولادی دیگر، به حدود ۳۴ میلیون تن فولاد به روش احیا مستقیم و ۳ میلیون

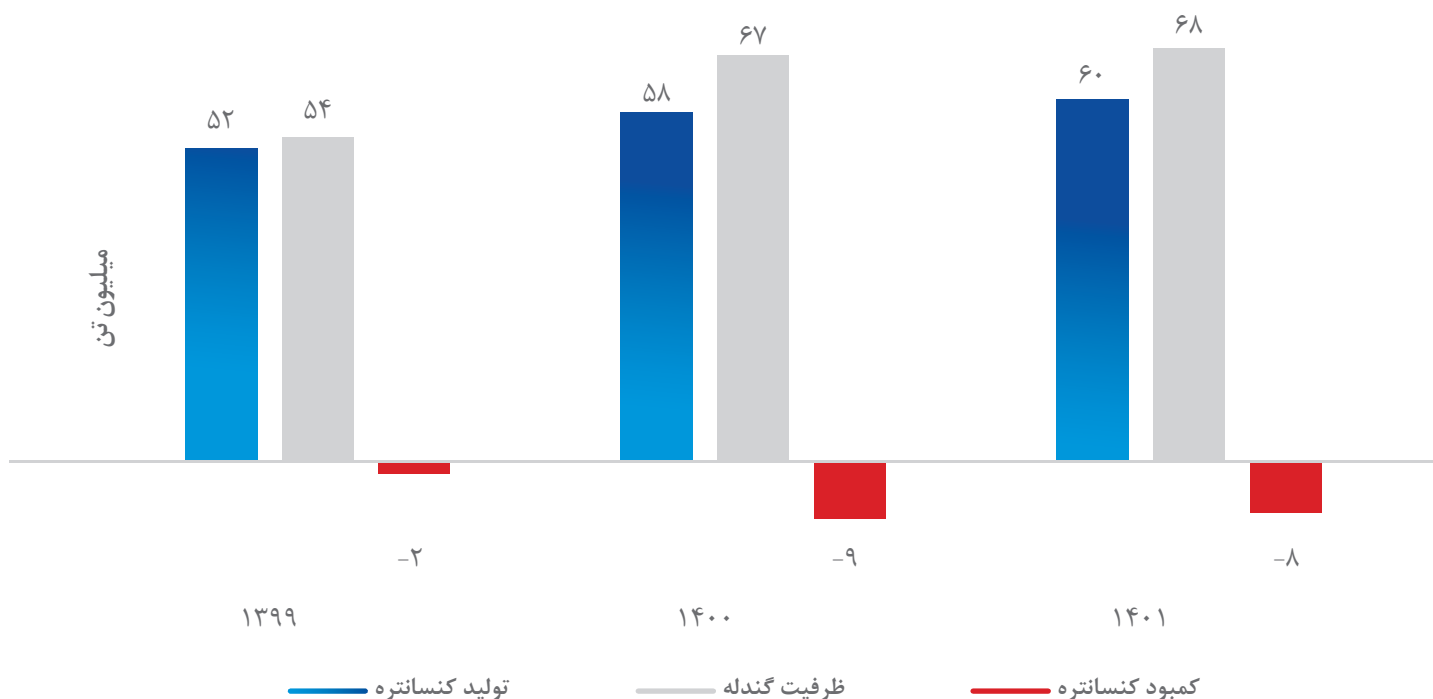




## توازن تولید کنسانتره سنگ آهن با ظرفیت گندله

به گونه‌ای که در سال ۱۴۰۰ اوج چالش زنجیره ابتدایی صنعت فولاد یعنی کمبود ۹ میلیون تنی کنسانتره خواهد بود که این روند در سال‌های آتی همچنان تداوم خواهد داشت.

از سال ۹۹ تا ۱۴۰۱ حتی با وجود فرض عدم صادرات کنسانتره، میزان تولید آن متناسب با حجم ظرفیت ایجاد شده گندله نبوده و در نتیجه زنجیره ابتدایی صنعت فولاد با کمبود کنسانتره روبرو و دچار عدم توازن می‌باشد؛

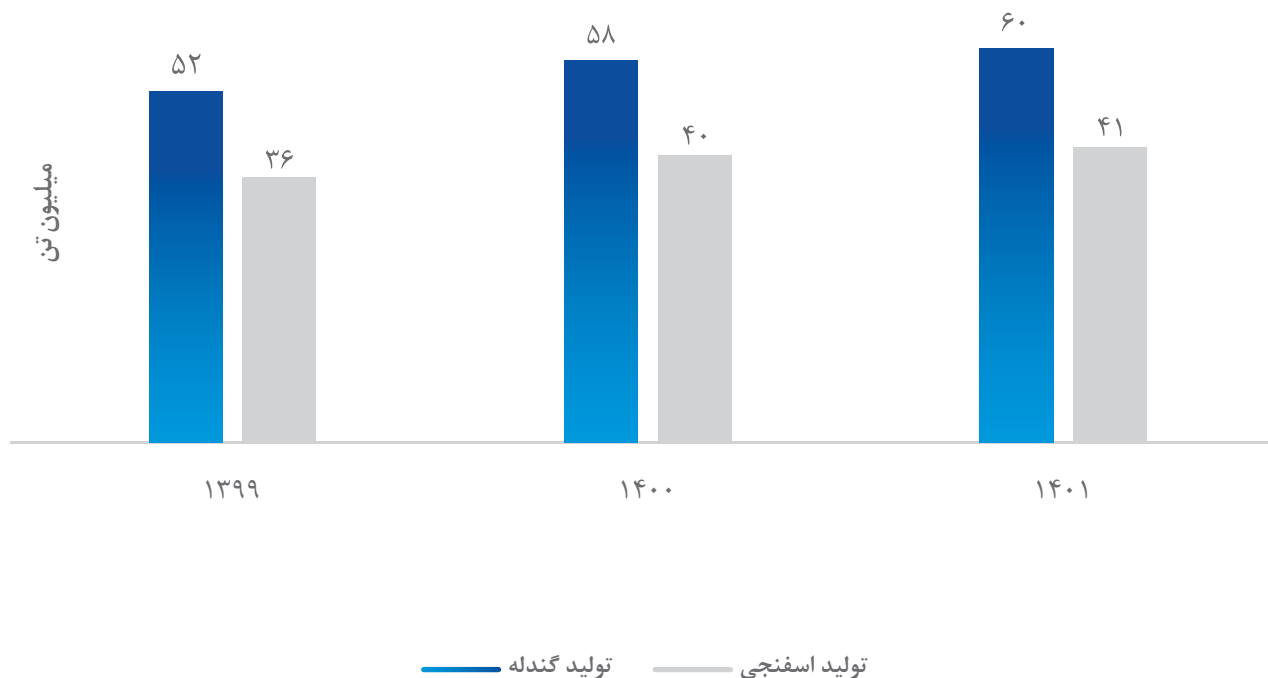




## توازن تولید گندله با ظرفیت آهن اسفنجی

تامین مقدار گندله مورد نیاز واحدهای اسفنجی در صورت در دسترس بودن کنساتره کافی، را دارا هستند و چالشی در زنجیره گندله-آهن اسفنجی وجود نخواهد داشت.

هم‌اکنون و نیز در دو سال پیش رو، مابین تولید آهن اسفنجی و تولید گندله تناسب وجود داشته و نه تنها کمبودی وجود نداشته، بلکه اندکی مازاد ظرفیت تولید گندله نیز وجود دارد. در واقع، واحدهای تولیدی گندله توانایی

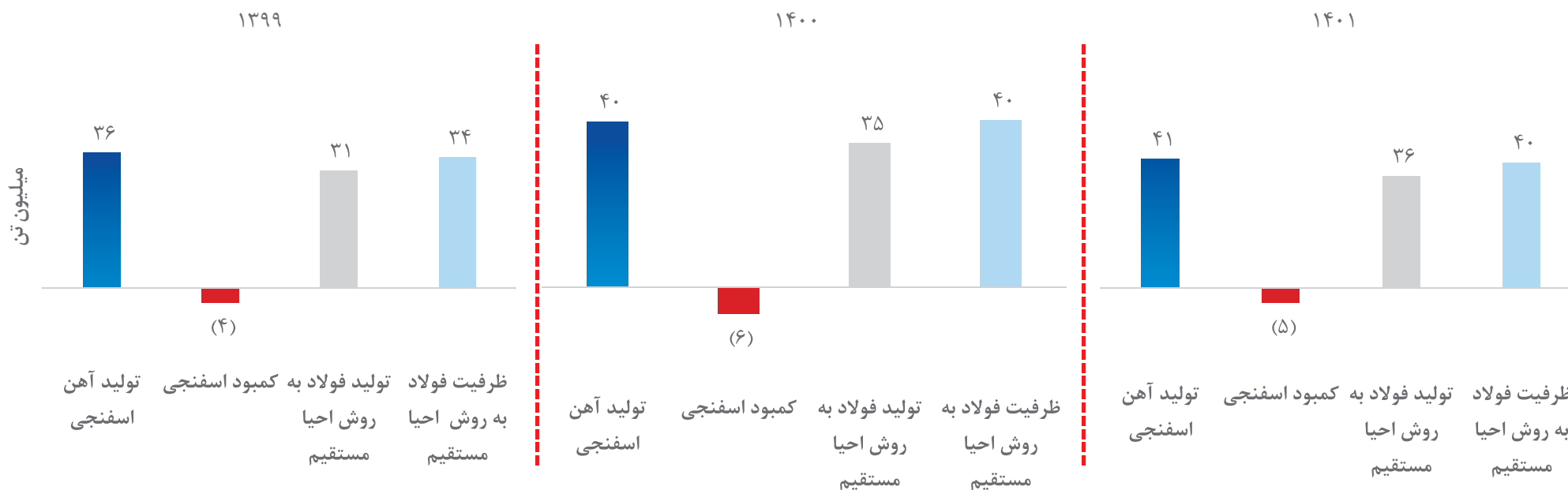




## توازن آهن اسفنجی با فولاد خام

توازن) بوده به طوری که در سال ۱۴۰۰ این کمبود به اوج خود (کسری ۶ میلیون تنی) رسیده و در سال‌های آینده نیز تداوم خواهد داشت.

با توجه به ظرفیت‌های اضافه شده تولید فولاد در طی سال ۹۹ و دوسال آینده، میزان تولید آهن اسفنجی در طی این سال‌ها تکافوی میزان ظرفیت ایجاد شده در بخش فولاد را نداشته و دچار کسری آهن اسفنجی (عدم

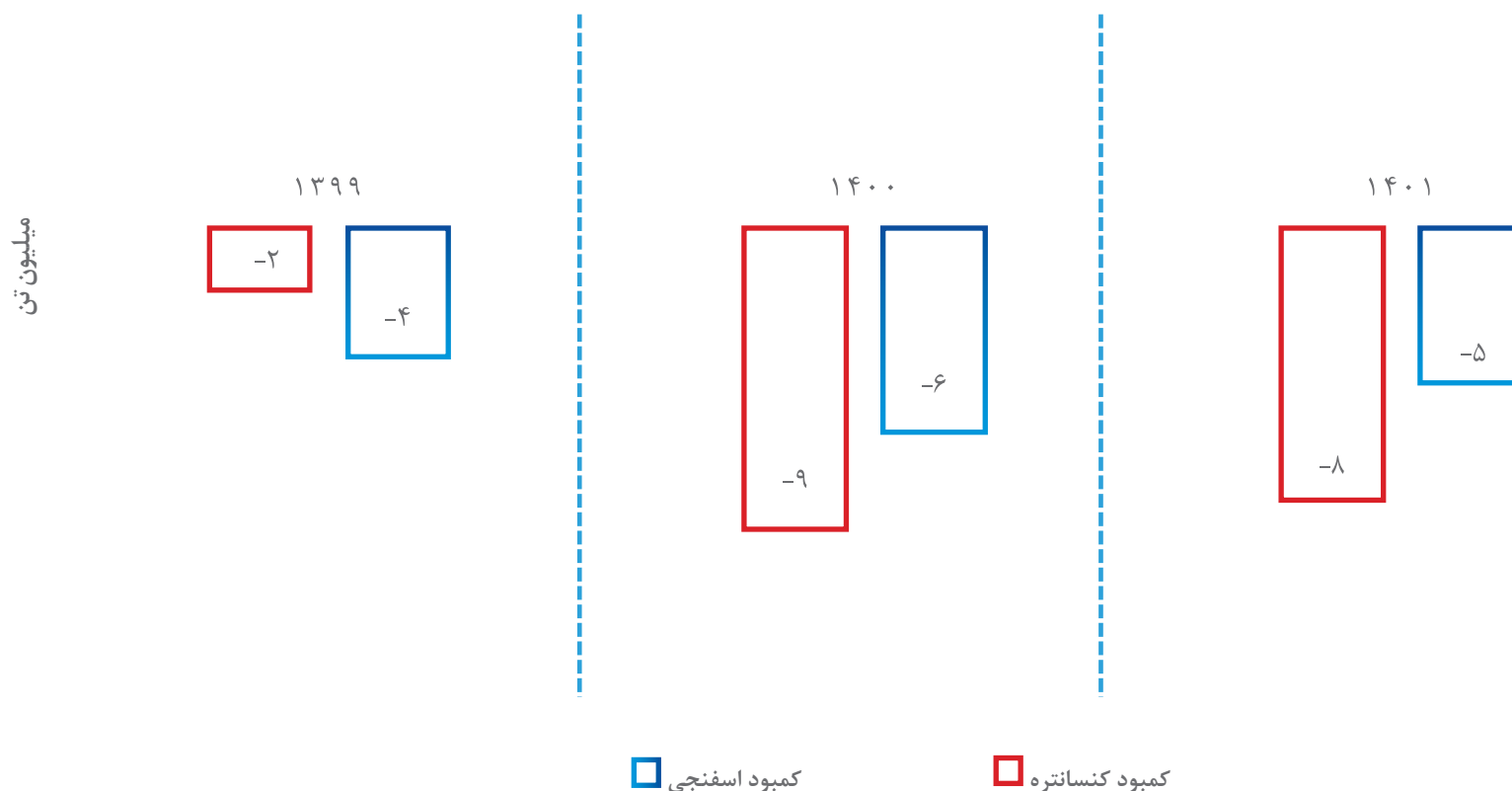




## جمع‌بندی موازنه زنجیره ارزش صنعت فولاد

به ناچار غیرفعال خواهد بود. در این وضعیت واحدهای عرضه‌کننده کنسانتره و آهن اسفنجی دارای قدرت چانه‌زنی می‌باشند. با این وجود تجربه سال‌های گذشته نشان می‌دهد راهکارهایی همچون منع صادرات، تخصیص و نرخ‌گذاری دستوری در زنجیره می‌تواند این مزیت واحدهای مذکور را کمرنگ سازد.

با توجه به آنچه بیان شد زنجیره فولاد کشور در سال‌های پیش رو در دو حلقه تولید کنسانتره و تولید آهن اسفنجی دچار کسری عرضه می‌باشد. این کسری در سال ۹۹ شکل گرفته و در سال ۱۴۰۰ به اوج خود می‌رسد و در سال ۱۴۰۱ نیز تداوم می‌یابد. لذا بخشی از ظرفیت واحدهای گندله‌سازی و فولادسازی کشور





[www.tmico.ir](http://www.tmico.ir)