



## فدرال رزرو و آینده بازار مالی و کالایی

دکتر کیارش مهران

استادیار و مدرس علوم مالی

تاریخ: دوم تیر 1401

اقدام فدرال رزور در افزایش نرخ بهره باعث شوک جدیدی به قیمتهای جهانی کالاها (کامودیتی) وارد کرد به طوری که قیمت جهانی مس از 9230 دلار در هفته گذشته به 8600 دلار امروز (دوم تیر 1401) و قیمت فولاد کویل آمریکا با 27 درصد کاهش نسبت به ماه گذشته را ثبت نموده است.

جروم پاول، رئیس فدرال رزور در تلاش است که در نبرد طوفانی بانک مرکزی با تورم، سیاستهای فدرال رزور را طوری اعمال کند که افزایش نرخ بهره به اندازه کافی منتج به رکود نشود. آقای پاول روز چهارشنبه در اولین جلسه برای استماع کنگره گفت: "این اصلاً نتیجه مورد نظر ما نیست، اما مطمئناً یک احتمال است." ما در تلاش برای تحریک نیستیم و فکر نمی کنیم که نیازی به ایجاد رکود داشته باشیم، اما فکر می کنیم که این امر کاملاً ضروری است تا تورم را پایین بیاوریم که در بالاترین حد خود در 40 سال اخیر قرار دارد. اظهارات وی بر چالشی که بانک مرکزی با آن روبه رو است تاکید می کند، زیرا فدرال رزور نرخ های بهره را با سریع ترین افزایش نرخ از دهه 1980 افزایش می دهد تا شیب رشد اقتصاد را کاهش دهد و تورم سرعت نگیرد

افزایش هزینه های سوخت و اختلالات زنجیره تامین ناشی از جنگ روسیه علیه اوکراین باعث افزایش قیمت ها در ماه های اخیر شده است. این فشارها با افزایش تقاضا در سال گذشته منتج به تورم بالاتری از حد انتظار مقامات فدرال رزور در اقتصاد است و از طرفی محرک های اولیه تهاجمی دولت بایدن، به تورم بسیار بالا منتج شده است. بانک مرکزی به دنبال آن است که با سرد کردن تنور رشد اقتصاد به اندازه کافی برای کاهش تورم، اما بدون ایجاد رکود، یک فرود به اصطلاح نرم را مهندسی کند. در حقیقت دستیابی به تورم هدف 2 درصدی فدرال رزور با ایجاد بازار کار قوی بسیار چالش برانگیز خواهد بود.

فدرال رزور نرخ بهره و جوه فدرال را سه بار از نزدیک به صفر به محدوده بین 1.5 تا 1.75 درصد افزایش داده است که شامل افزایش 0.75 درصدی نرخ در هفته گذشته بود که بزرگترین میزان افزایش در 28 سال اخیر است.



دکتر کیارش مهرانی  
سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

آقای پاول و چند تن از همکارانش نشان داده اند که افزایش دیگری به این بزرگی ممکن است در نشست بعدی فدرال رزرو، در حدود تاریخ 26 تا 27 ژوئیه، اعمال شود.

پیش‌بینی‌های جدید مقامات فدرال رزرو که هفته گذشته منتشر شد نشان می‌دهد که هر 18 مورد انتظار دارند نرخ وجوه فدرال رزرو را حداقل به 3 درصد در سال جاری افزایش دهند و بیشتر آنها شاهد افزایش آن به محدوده بین 3.25 تا 3.5 درصد تا دسامبر هستند. این رقم بالاترین سطحی است که پس از بحران مالی سال 2008 در سال 2018 به آن رسیده بود، یعنی نرخ بهره 1 درصد فراتر خواهد رفت.

به گفته اقتصاددانان نظرسنجی رویترز، تورم حداقل سه برابر بالاتر از سطح هدف فدرال رزرو (یعنی هدف 2 درصد) است و انتظار می‌رود در ماه آینده نرخ بهره 75 واحد پایه افزایش یابد. نظرسنجی رویترز در اوایل این ماه نشان داد که احتمال رکود اقتصادی ایالات متحده در دو سال آینده 40 درصد و احتمال وقوع آن در سال آینده 25 درصد است. همچنین موسسه رتبه بندی فیچ اعلام کرد که چشم انداز اقتصاد کلان جهان از پایان سال 2021 به شدت بدتر شده است، و چشم انداز رشد جهانی امسال را از 3.5 درصد در ماه مارس به 2.9 درصد در ژوئن کاهش داد. رکود تورمی که با تورم بالای مستمر، بیکاری بالا و تقاضای ضعیف مشخص می‌شود، از اواخر سه ماهه اول سال 2022 به موضوع اصلی ریسک تبدیل شده و به یک سناریوی ریسک بالقوه قابل قبول مبدل شده است. نظرسنجی دیگر رویترز نشان داد که احتمال رکود اقتصادی بریتانیا در طی 12 ماه آینده 35 درصد است. در آسیا، صادرات کره جنوبی در 10 روز اول ژوئن تقریباً 13 درصد نسبت به مدت مشابه سال قبل کاهش یافته که نشان دهنده افزایش خطر برای اقتصادهای صادرات محور منطقه است. در حالی که صادرکنندگان چینی در ماه می از فروش قابل توجهی برخوردار بودند با کاهش محدودیت‌های داخلی کووید-19، بسیاری از تحلیلگران انتظار دارند به دلیل جنگ اوکراین و افزایش هزینه‌های مواد خام، چشم‌انداز چالش برانگیزتری برای دومین اقتصاد بزرگ جهان نیز وجود داشته باشد.

از طرفی، نرخ وجوه فدرال و نرخ یک شبه وام‌های بین بانک‌ها، بر هزینه‌های استقراض در کل اقتصاد، از جمله نرخ وام مسکن، کارت‌های اعتباری و وام‌های تجاری تأثیر می‌گذارد. انجمن بانکداران وام مسکن روز چهارشنبه گزارش داد که متوسط وام مسکن ثابت 30 ساله به 5.98 درصد در هفته گذشته افزایش یافته، که از 5.65 درصد در هفته قبل، به بالاترین سطح از سال 2008 رسیده است. این بزرگترین افزایش یک هفته‌ای در نرخ‌های وام مسکن از سال 2009 بوده است.

شاخص قیمت هزینه‌های مصرف شخصی

شاخص قیمت PCE که هر ماه در گزارش درآمد و هزینه‌های شخصی منتشر می‌شود، منعکس کننده تغییرات قیمت کالاها و خدمات خریداری شده توسط مصرف کنندگان در ایالات متحده است. داده‌های فصلی و سالانه در انتشار تولید ناخالص داخلی گنجانده شده است.



دکتر کیارش مهرانی  
سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

<http://kmehrani.ir>

## سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

PCE اصلی یا شاخص هزینه مصرف شخصی به استثنای غذا و انرژی اشاره کرد که سریعتر از آنچه که به طور گسترده مورد استقبال قرار گرفته بود کاهش یافته است. پاول که آن را نشانگر خوبی از محل وقوع تورم می داند، گفت که این سنج "هنوز بسیار بالاتر از آن چیزی است که باید باشد." اما، او گفت، امسال به طور قابل توجهی تعدیل شده است، به طوری که آخرین متریک نسبت به سال قبل 4.9 درصد افزایش یافته است. شاخص اصلی قیمت مصرف کننده آخرین بار نسبت به سال گذشته 6 درصد افزایش یافت.

تحقیقات نشان می دهد که قیمت مواد غذایی تأثیر زیادی بر انتظارات تورمی دارد. کل CPI در ماه گذشته 8.6 درصد نسبت به سال قبل افزایش یافت و قیمت بیشتر اقلام ضروری دو رقمی شد.

## Personal Consumption Expenditures Price Index

### Change from Month One Year Ago

April 2022	6.3 %
March 2022	6.6 %
February 2022	6.3 %
January 2022	6.0 %

[www.bea.gov](http://www.bea.gov)

### رابطه کامودیتی و ایندکس دلار

اجازه دهید ابتدا همبستگی دلار و طلا را درک کنیم. ما می دانیم که هر دو به عنوان دارایی های امن در نظر گرفته می شوند، به این معنی که، اگر اوضاع در جبهه اقتصاد نامناسب باشد، و اگر به هر دلیلی بازارها سقوط کند (مانند قرنطینه کوید) می توانید پول خود را در یک پناهگاه امن پارک کنید. یک پناه گاه امن طلاست. چرا؟ چون در مواقع اضطراری می توان آن را فروخت. طلا یک ذخیره مناسب از ارزش است! وارن بافت می گوید که طلا راهی برای ادامه جلوگیری از ترس است. قیمت طلای بین المللی به دلار آمریکا است. به عنوان مثال، امروز قیمت طلا 1940 دلار آمریکا در هر اونس است. اگر ارزش دلار آمریکا در برابر سایر ارزها کاهش یابد، قیمت طلا نیز احتمالاً افزایش می یابد.

مثلاً:

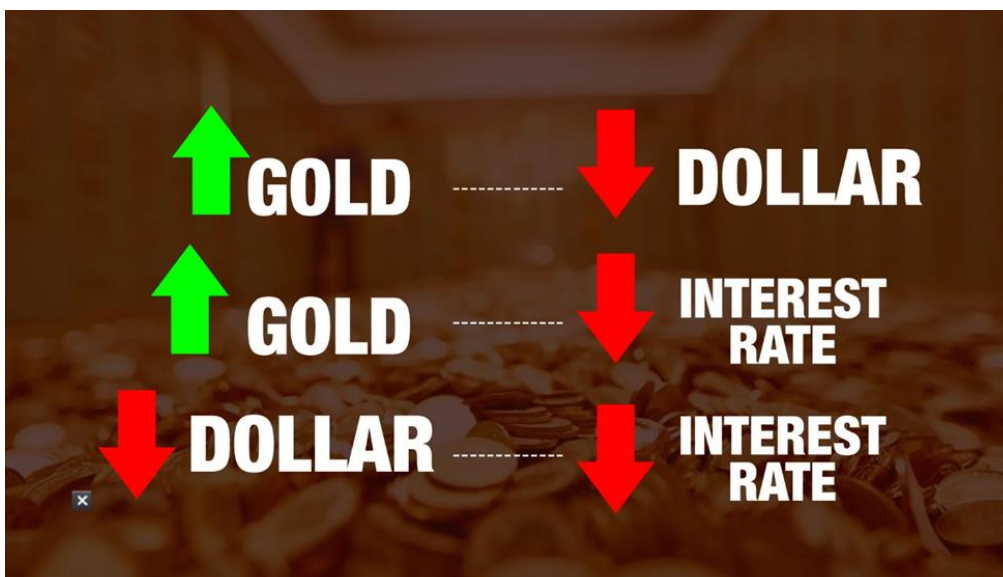
یک اونس طلا = 1940 دلار



دکتر کیارش مهرانی  
سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

یک واحد شاخص دلار = 90

اگر یک دلار 85 شود اساساً دارنده یک اونس طلا، دلار بیشتری را طلب می کند! باقی داستان را راحت تر میتوان حدس زد.



رابطه بهره و دلار رابطه نسبتاً ساده ای است. اگر بانک مرکزی ایالات متحده، فدرال رزرو نرخ بهره را افزایش دهد، نرخ بهره در کل اقتصاد افزایش می یابد. این نرخ های بهره بالاتر سرمایه گذاران و سرمایه های سراسر جهان را جذب می کند و برای سرمایه گذاری در ایالات متحده نیاز به خرید دلار آمریکا است. از این رو نرخ بهره بالاتر، عجله برای محصولات بهره دلاری و دلاری بیشتر می شود.

بهره و طلا نیز رابطه نسبتاً عملی دارند. همانطور که همه می دانید طلا یک دارایی بدون بهره است. بر خلاف سپرده ثابت که سود را پرداخت می کند، طلا هیچ کاری از این دست انجام نمی دهد. بنابراین اگر نرخ بهره بالا باشد، سرمایه گذاران ترجیح می دهند در دارایی های پرداخت کننده بهره مانند اوراق قرضه شرکتی یا سپرده های ثابت سرمایه گذاری کنند. اما اگر نرخ های بهره پایین باشد، طلا نه تنها به دلیل سود پرداختی بلکه به این دلیل که معمولاً زمانی که اقتصاد نیاز به افزایش کمی دارد، نرخ های بهره پایین است، جذاب می شود.

محیط کلان قبلی: از آنجایی که کشورهای سراسر جهان از ابزارهای پولی و سیاستی برای التیام اقتصاد آسیب دیده از قرنطینه های ناشی از کووید استفاده می کنند، سناریوی کلان اقتصادی قبلی و تأثیر آن بر طلا چگونه به نظر می رسد:

سیاست پولی تطبیقی یا نرخ بهره پایین - برای طلا مثبت بود

دورنمای اقتصادی نامشخص یا ضعیف + جنگ تجاری آمریکا و چین - برای طلا مثبت بود

دلار ضعیف - برای طلا بود



دکتر کیارش مهرانی  
سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

این سیاست در حال تغییر است. یعنی :

سیاست پولی تطبیقی یا نرخ بهره بالا - برای طلا منفی است

دورنمای اقتصادی نامشخص یا ضعیف + جنگ تجاری آمریکا و چین - برای طلا مثبت بود

دلار قوی - برای طلا منفی است

### نتیجه گیری

بودجه و کسری تجاری ایالات متحده قطعاً آنطوری که مطبوعات مالی در سراسر جهان اعلام می کنند عامل اصلی بر ارزش دلار آمریکا نیست یعنی درست در لحظه ای که ایالات متحده یک رکورد و کسری تجاری را اعلام میکند، دلار آمریکا به طور قابل توجهی افزایش یافت. این برعکس آن چیزی است که طبق کتابهای اقتصاد باید اتفاق می افتاد. اما چه چیزی بیشتر بر دلار آمریکا تأثیر می گذارد؟ نرخ بهره به احتمال زیاد یکی از مهمترین عوامل تأثیرگذار است زیرا نرخ بهره به دارنده ارز پاداش می دهد. با این وجود، هنگامی که رشد ارزش دلار آمریکا با نرخ بهره کوتاه و بلندمدت ایالات متحده مقایسه می شود، هیچ ارتباط واضحی بین دلار آمریکا و نرخ بهره اسمی در گذشته وجود ندارد. نرخ بهره ایالات متحده به طور متوسط در دهه های گذشته کاهش یافته است، در عوض دلار آمریکا - علی رغم کسری تجاری بزرگ - طی سالهای افزایش یافته است که این موضوع روابط اقتصادی را مبهم میکند. اصولاً بسیاری از اقتصاددانان معتقدند که اقتصاد ایالات متحده به سادگی قادر به پرداخت نرخ واقعی بالاتر برای پول خود نیست. این عملاً باید باعث کاهش نرخ واقعی و تضعیف بیشتر دلار آمریکا شود.

قدرت داخلی اقتصاد ایالات متحده به اندازه کافی بالا نیست که نرخ بهره واقعی بالاتری را ارائه دهد. در دهه نود، ایالات متحده می توانست محصولات بسیار نوآورانه ای مانند رایانه شخصی و اینترنت تولید کند که به اقتصاد قدرت بالایی می بخشید. با این وجود، این محصولات اکنون در مرحله بسیار بلوغ هستند و دیگر بازده بالایی برای اقتصاد ایالات متحده ندارند. ایالات متحده به سادگی فاقد پروژهها، محصولات و شرکت های نوآورانه با بازدهی بالا است تا بازدهی بالاتر از 3 درصد پول خود را پردازد. علاوه بر این، اقتصاد ایالات متحده می تواند بار خدمات بدهی بالا را احساس کند، که این پدیده می تواند کارایی کلی یک اقتصاد را کاهش دهد. علیرغم تلاش های فدرال رزرو آمریکا برای افزایش بازده واقعی دلار آمریکا از طریق افزایش نرخ وجوه FED، اقتصاد ایالات متحده نمی تواند این نرخ های واقعی بالاتر را برآورده کند و احتمالاً در میان مدت شروع به ضعیف شدن می کند.

البته باید در ارزیابی دلار آمریکا، درک روانشناسی یک سرمایه گذار برای دلار آمریکا رانیز در نظر گرفت. آنچه ما را نگران می کند بازگشت واقعی اصل سرمایه گذاری است. این موضوع را درست مانند سهام یک شرکت در نظر بگیرید که سود سهام پرداخت می کند. نرخ واقعی سود سهام برحسب دلار آمریکا است. بنابراین، اگر سود سهام خوب باشد، مهم نیست که بودجه یا کسری تجاری ایالات



دکتر کیارش مهرانی  
سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

متحدہ چقدر است. از این منظر تقاضا برای دلار آمریکا تقریباً نامحدود است. اگر بازده واقعی دلار آمریکا در مقایسه با سایر ارزها بالا باشد، پس اندازهای پولی در سراسر جهان همیشه دلار آمریکا را ترجیح می دهند، علی رغم نرخ بهره اسمی بسیار بالاتر برای برخی ارزها (مثل ونزوئلا، روسیه، برزیل، که بازدهی بیش از 10 درصد دارند)، اما بازده واقعی دلار بالاتر است. چون نرخها - تعدیل شده با تورم - بسیار کمتر از بازدهی دلار آمریکا در سال های اخیر بوده است باز هم سرمایه گذاران ترجیح میدهند تا داراییهای خود را به دلار نگهداری کنند.

جنگ اوکراین و روسیه در کنار سیاستهای تورمی آمریکا آینده اقتصاد را با چالش بزرگی مواجه کرده است که ممکن است رکود جهانی وسیعی را داشته باشیم. مدیران اقتصادی با نگاه به فاکتورهای ریسک و رصد دائمی بازار باید هشیار باشند تا از این تلاطم بالا استفاده کنند. احتمالاً دولت آمریکا هزینه های بالای انرژی و نفت 110 دلاری را بر نمی تابد و دیر یا زود به این بازار نفوذ میکند تا تورم افسار گسیخته را خنثی کند حال باید دید که آیا عوامل کلان اقتصادی اجازه ادامه این روند را خواهند داد یا خیر.