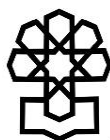


پیامدهای جنگ رمضان و انسداد تنگه هرمز بر متغیرهای اقتصادی و بازارهای مالی آمریکا



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل:
۲۱۷۳۰

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: پیامدهای جنگ رمضان و انسداد تنگه هرمز بر متغیرهای اقتصادی و بازارهای مالی آمریکا

نوع گزارش: طرح/لایحه ☐، نظارتی ☐، راهبردی ☒، پیش‌نویس قانونی ☐

نام دفاتر: مطالعات اقتصادی، مطالعات بخش عمومی

تهیه و تدوین کنندگان: محمدحسین معماریان، محمدمهدی جعفری

مدیر مطالعه: محمدحسین معماریان (مدیر گروه بودجه)

ناظران علمی: محمدحسین معماریان (مدیر گروه بودجه)، میثم خسروی ویشکایی (مشاور دفتر مطالعات

اقتصادی)، محمدامین صلواتیان (مدیر گروه بازارها و نهادهای مالی)

صفحه آرا: زهرا دلاوری

ویراستار ادبی: اکرم وحدانی‌فر

واژه‌های کلیدی:

۱. جنگ رمضان

۲. اقتصاد آمریکا

۳. پیامدهای اقتصادی جنگ رمضان

۴. بازارهای مالی



تاریخ شروع مطالعه: ۱۴۰۵/۰۱/۰۱

تاریخ انتشار: ۱۴۰۵/۵/۱۱

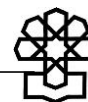
به نام خدا

فهرست مطالب

چکیده.....	۱
خلاصه مدیریتی.....	۱
مدیریتی.....	۱
۱. مقدمه.....	۳
۲. شاخص‌های تولید و بخش حقیقی.....	۳
۲-۱. رشد اقتصادی بهار ۲۰۲۶.....	۴
۲-۲. پیش‌بینی رشد اقتصادی تابستان ۲۰۲۶.....	۶
۲-۳. شاخص تولیدات صنعتی.....	۶
۳. شاخص‌های تورم و انتظارات تورمی.....	۸
۳-۱. تورم مصرف‌کننده.....	۸
۳-۲. شاخص‌های انتظارات تورمی.....	۱۲
۳-۳. تورم تولیدکننده.....	۱۳
۳-۴. ارزیابی فدرال رزرو از آثار تورمی جنگ رمضان و انسداد تنگه هرمز.....	۱۳
۴. شاخص‌های اشتغال و بازار کار.....	۱۵
۵. شاخص‌های محیط کسب‌وکار.....	۱۶
۶. تحولات بازار سرمایه (سهام).....	۱۸
۶-۱. شاخص‌های بخشی بازار سهام.....	۲۱
۶-۲. ارزش‌گذاری و احتمال وجود حباب در بازار سهام.....	۲۳
۷. تحولات نرخ بهره و بازار اوراق بدهی.....	۲۳
۷-۱. شاخص‌های ریسک بازار بدهی.....	۲۵
۷-۲. عوامل احتمالی افزایش نرخ بهره و فشار بر بازار بدهی آمریکا.....	۲۷
۸. جمع‌بندی.....	۳۱
منابع و مآخذ.....	۳۲

فهرست شکل‌ها

- شکل ۱. پیش‌بینی رشد اقتصادی آمریکا در سال ۲۰۲۶ ۴
- شکل ۲. سهم اقلام مختلف از رشد اقتصادی آمریکا در بهار ۲۰۲۶، براساس پیش‌بینی فدرال رزرو آتلانتا ۵
- شکل ۳. سهم اقلام مختلف از رشد اقتصادی آمریکا در تابستان ۲۰۲۶، براساس پیش‌بینی فدرال رزرو آتلانتا ۶
- شکل ۴. شاخص کل تولیدات صنعتی آمریکا ۷
- شکل ۵. شاخص تولیدات صنعتی آمریکا به تفکیک مصرف نهایی ۸
- شکل ۶. تورم نقطه‌به‌نقطه آمریکا براساس دو شاخص CPI (آبی) و PCE (قرمز) ۹
- شکل ۷. تورم ماهیانه آمریکا براساس دو شاخص CPI (آبی) و PCE (قرمز) ۱۰
- شکل ۸. تورم بخشی نقطه‌به‌نقطه آمریکا قبل و بعد از جنگ ۱۰
- شکل ۹. تورم هسته نقطه‌به‌نقطه آمریکا براساس دو شاخص CPI (آبی) و PCE (قرمز) ۱۱
- شکل ۱۰. تورم هسته ماهیانه آمریکا براساس دو شاخص PCI (آبی) و PCE (قرمز) ۱۲
- شکل ۱۱. انتظارات تورمی یک‌ساله دانشگاه میشیگان (آبی) و فدرال رزرو نیویورک (قرمز) ۱۲
- شکل ۱۲. تورم نقطه‌به‌نقطه ۱۲ ماهه تولیدکننده در آمریکا ۱۳
- شکل ۱۳. تغییرات ماهیانه تعداد شاغلین آمریکا (هزار نفر) - داده نظرسنجی خانوار (قرمز) و داده نظرسنجی بنگاه (آبی) ۱۶
- شکل ۱۴. شاخص مدیران خرید ISM صنعت (آبی) و خدمات (قرمز) ۱۷
- شکل ۱۵. احساسات مصرف‌کننده (قرمز) و انتظارات مصرف‌کننده (آبی) ۱۸
- شکل ۱۶. شاخص ۱۰۰ شرکت نزدک و ۵۰۰ شرکت اس‌پی‌۵۰۰ گلوبال ۱۹
- شکل ۱۷. شاخص نوسان بازار سهام آمریکا (VIX) ۲۰
- شکل ۱۸. پیش‌بینی تحلیلگران از رشد سودآوری ۵۰۰ شرکت بزرگ بازار سهام آمریکا در سال ۲۰۲۶ ۲۱
- شکل ۱۹. بازده شاخص ۵۰۰ شرکت (قرمز) و شاخص ۵۰۰ شرکت به‌جز بخش تکنولوژی (آبی) از ابتدای جنگ ۲۲
- شکل ۲۰. بازدهی شاخص‌های بخشی منتخب بازار سهام آمریکا از ابتدای جنگ ۲۲
- شکل ۲۱. روند تاریخی شاخص ارزش‌گذاری شیلر ۲۳
- شکل ۲۲. نرخ بازده اسمی اوراق دولتی ۲ ساله و ۱۰ ساله آمریکا ۲۴
- شکل ۲۳. نرخ بهره حقیقی اوراق دولتی شاخص شده با تورم ۱۰ ساله (قرمز) و ۵ ساله (آبی) ۲۵
- شکل ۲۴. شاخص نوسان اوراق بدهی آمریکا ۲۶
- شکل ۲۵. حق بیمه اوراق دولتی ۲ ساله آمریکا (واحد پایه) ۲۷
- شکل ۲۶. خالص تغییر در نگهداری اوراق دولتی آمریکا توسط بزرگ‌ترین دارندگان این اوراق در ماه مارس ۲۰۲۶ ۲۸
- شکل ۲۷. ذخایر امنی کشورهای خارجی از اوراق بدهی آمریکا نزد فدرال رزرو ۲۹
- شکل ۲۸. احتمال افزایش نرخ بهره سیاستی فدرال رزرو تا پایان سال ۲۰۲۶ (آبی: یک مرتبه افزایش، قرمز: دو مرتبه افزایش، سبز: سه مرتبه افزایش) ۳۰



پیامدهای جنگ رمضان و انسداد تنگه هرمز بر متغیرهای اقتصادی و بازارهای مالی آمریکا

Doi: <https://doi.org/10.22034/mrc.report.21730>

چکیده

افزایش قیمت نفت و فراورده‌های نفتی بر اثر انسداد تنگه هرمز، پیامدهای منفی برای اقتصاد آمریکا ایجاد کرده است. در این میان، افزایش تورم در هر دو حوزه تورم مصرف‌کننده و تولیدکننده، فشار زیادی بر قدرت خرید خانوارهای آمریکایی وارد کرده و به بالاترین سطح از زمان شوک تورمی جنگ روسیه و اوکراین رسیده است. در مقابل، تاکنون نشانه‌های کاهش شدید تولید، تضعیف بازار کار و بروز رکود در اقتصاد آمریکا دیده نشده است. اما افزایش انتظارات تورمی موجب کاهش ارزش اوراق بدهی دولت آمریکا، افزایش نرخ‌های بهره و هزینه‌های تأمین مالی در اقتصاد آمریکا شده که علاوه بر ایجاد فشار بودجه‌ای آنی بر دولت آمریکا، می‌تواند با تأخیر زمانی بر متغیرهایی نظیر تولید و سرمایه‌گذاری نیز تأثیرات منفی اعمال کند. ارزیابی‌ها نشان می‌دهد افزایش نرخ بهره در آمریکا موقتی نیست و حداقل تا یک سال آینده پایدار خواهد بود. همچنین بررسی بازارهای مالی آمریکا نشان می‌دهد به‌رغم سقوط شاخص‌های بازار سهام در خلال جنگ نظامی، روند نزولی بازار سهام پس از ایجاد آتش‌بس معکوس شده است و این شاخص‌ها در سایه انتظارات مثبت ناشی از مذاکرات ایران و آمریکا، در فاز صعودی قرار گرفته‌اند.

خلاصه مدیریتی

انسداد تنگه هرمز و کاهش عرضه ناشی از آن در بازار نفت و گاز و فراورده‌های نفتی به آثار اقتصادی در جهان، به‌خصوص برای کشورهای واردکننده نفت منجر شده است. ایالات متحده آمریکا از آن لحاظ که در وضعیت کنونی (و بعد از افزایش تولید نفت شیل در داخل) وابستگی کمتری به نفت و گاز وارداتی دارد، نسبت به کشورهای وابسته شدید (آسیا و اروپا) با شدت کمتر و تأخیر بیشتری با آثار سوء اقتصادی جنگ مواجه خواهد شد. مطابق تحلیل‌های اقتصادی در ابتدای جنگ، این احتمال وجود دارد که با تداوم اختلال در بازار نفت و قیمت‌ها، آثار اقتصادی در ابتدا (سه‌ماهه اول) به افزایش قیمت‌ها و تورم محدود نم‌اند و در ادامه وارد بخش حقیقی اقتصادی شود. در این گزارش به‌طور خلاصه مهم‌ترین شاخص‌های بخش حقیقی، بخش اسمی (تورم) و تحولات بازارهای مالی اقتصاد آمریکا برای سه‌ماهه ابتدایی جنگ ارائه شده است.

بررسی‌ها نشان می‌دهد که رشد تولید ناخالص داخلی آمریکا در فصل ابتدایی سال ۲۰۲۶ نسبت به پیش‌بینی‌های قبل از جنگ ضعیف‌تر بوده است. با این حال، رشد اقتصادی این فصل همچنان به میانگین تاریخی رشد اقتصادی آمریکا

نزدیک است و نشان‌دهنده وضعیت رکودی نیست. باوجوداین، به‌طور کلی شاخص‌های مهم بخش حقیقی اقتصاد آمریکا نظیر شاخص تولیدات صنعتی، اثرپذیری چندانی از جنگ رمضان نداشته است.

در نقطه مقابل، تغییرات سطح قیمت‌ها و تورم در اقتصاد آمریکا به‌شدت از جنگ رمضان و تداوم انسداد تنگه هرمز اثر پذیرفته است. در مدت سه ماه پس از جنگ، نرخ تورم سالیانه مصرف‌کننده آمریکا از ۲.۴ درصد به ۴.۲ درصد در ماه مه افزایش یافت. همچنین تورم ماهیانه در این سه ماه ارقام بالایی را ثبت کرد. **سطح تورم ۴.۲ درصد بالاترین نرخ تورم آمریکا در سه سال گذشته محسوب می‌شود.** همچنین نرخ سالیانه تورم تولیدکننده در آمریکا در سه‌ماهه پس از جنگ رمضان از حدود ۳.۵ درصد به ۶ درصد افزایش یافت که از زمان جنگ روسیه و اوکراین سابقه نداشته است.

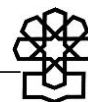
بااین‌وجود در ماه ژوئن، کاهش شدید قیمت نفت بر اثر امضای تفاهم‌نامه اسلام‌آباد و بازگشایی نسبی تنگه هرمز به کاهش مجدد تورم منجر شد؛ به‌طوری‌که در این ماه تورم ماهیانه منفی شد و تورم سالیانه به سطح ۳.۵ درصد کاهش یافت. همچنین تورم تولیدکننده نیز در این ماه منفی بود و به سطح ۵.۵ درصد کاهش یافت. البته این سطوح تورم نیز همچنان بالاتر از سطوح پیش از جنگ قرار دارد.

یکی دیگر از مهم‌ترین پیامدهای اقتصادی جنگ رمضان، اثر منفی جنگ بر بازار اوراق دولتی و نرخ بهره حقیقی در آمریکا (و حتی کشورهای نظیر آلمان، ژاپن، انگلستان و...) است. افت ارزش اوراق بدهی دولتی در آمریکا و سایر کشورهای صنعتی می‌تواند در صورت تداوم، شروع‌کننده بحران بدهی در این کشورها، فشار بر اقتصاد و ورود به رکود باشد. به‌نظر می‌رسد مهم‌ترین عامل تمایل آمریکا به بازگشایی هرچه زودتر تنگه هرمز، وضعیت نامناسب بازار اوراق دولتی در این کشور باشد.

طی ماه‌های اخیر، قیمت اوراق قرضه آمریکا با کاهش همراه بوده که به افزایش نرخ بهره این اوراق و افزایش هزینه تأمین مالی دولت آمریکا منجر شده است. از زمان شروع جنگ، نرخ بهره اوراق دولتی ۲ساله آمریکا حدود ۰.۷۵ واحد درصد افزایش یافته است که با توجه به نوسانات اندک این متغیر در شرایط عادی، افزایش شدیدی محسوب می‌شود. نکته حائز اهمیت دیگر این است که روند کاهش ارزش اوراق بدهی دولتی در آمریکا حتی با امضای تفاهم‌نامه پایان جنگ نیز به سطوح پیش از جنگ بازنگشته است. در واقع افت ارزش اوراق بدهی آمریکا حتی پس از کاهش تنش‌های نظامی نیز پایدار خواهد ماند و به ایجاد فشار بودجه‌ای بر دولت آمریکا منجر خواهد شد.

یکی از مهم‌ترین دلایل این کاهش ارزش فروش اوراق بدهی آمریکا از سوی برخی از کشورهای خارجی دارنده این اوراق است. براین‌اساس، فقط در اولین ماه جنگ رمضان، خالص موجودی اوراق قرضه آمریکا نزد کشورهای خارجی حدود ۱۴۰ میلیارد دلار کاهش یافته است. یکی از دلایل این موضوع فشار وارده بر تراز تجاری کشورهای واردکننده نفت به دلیل افزایش قیمت ناشی از انسداد تنگه هرمز بوده است. در برخی موارد این کشورها تلاش کردند که از طریق فروش اوراق آمریکا منابع مورد نیاز را برای کنترل بازار ارز خود تأمین کنند.

ازسوی دیگر، پیش از آغاز جنگ در میان فعالان اقتصادی انتظارات بسیار خوش‌بینانه‌ای برای کاهش نرخ بهره سیاستی فدرال رزرو (بانک مرکزی آمریکا) وجود داشت. نرخ‌های که مستقیماً بر هزینه تأمین مالی دولت و بخش خصوصی در



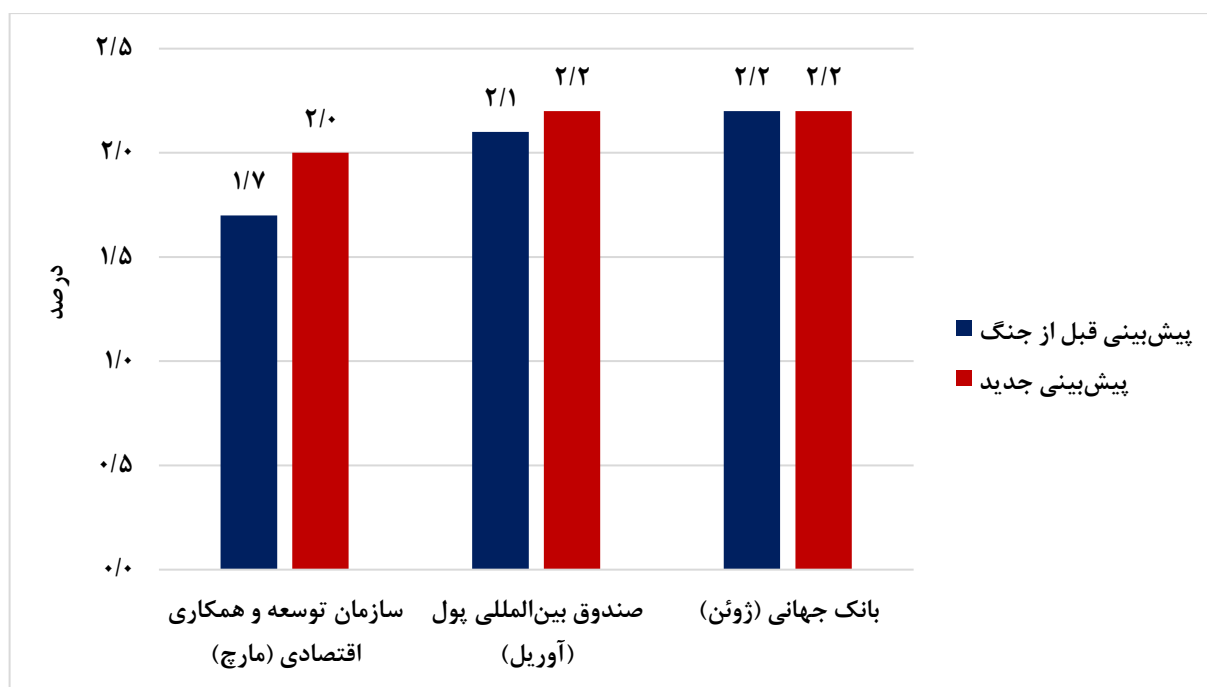
آمریکا مؤثر است. در ماه‌های اخیر و پس از بالا رفتن سطح تورم، دیگر انتظاری برای کاهش نرخ بهره وجود ندارد و حتی افزایش نرخ بهره توسط فدرال رزرو پیش‌بینی می‌شود. به عبارت دیگر، جنگ با ایران و انسداد تنگه هرمز فرصت کاهش نرخ بهره و کاهش هزینه تأمین مالی و تقویت اقتصاد را از آمریکا سلب کرد و محتمل است با افزایش این نرخ (برای کنترل تورم) روند معکوسی در پیش گرفته شود.

۱. مقدمه

از ابتدای جنگ رمضان، دامنه درگیری‌ها به سرعت از میادین نظامی فراتر رفته و تبدیل به جنگ اقتصادی شده است. به این ترتیب، ایجاد فشار اقتصادی بر طرف‌های متخاصم به عنوان یکی از اهرم‌های اصلی در اختیار جمهوری اسلامی ایران قرار گرفته است. اصلی‌ترین اهرم مورد استفاده توسط ایران، انسداد تنگه هرمز بوده که مستقیماً از طریق افزایش قیمت نفت و فراورده‌های نفتی و همچنین برخی کالاهای پایه دیگر از جمله کودهای شیمیایی به ایجاد شوک‌های طرف عرضه در اقتصاد کشورهای دنیا از جمله اقتصاد آمریکا منجر شده است. پیامدهای اقتصادی شوک‌های عرضه ناشی از انسداد تنگه هرمز و فشار بر بازارهای جهانی نفت، می‌توانند از طرق مختلفی بر بخش‌های مختلف اقتصاد کشورها مؤثر باشد. در این گزارش پیامدهای اقتصادی جنگ رمضان بر بخش‌های مختلف اقتصاد آمریکا از جمله تولید و رشد اقتصادی، تورم و سطح عمومی قیمت‌ها، اشتغال و بازار کار، محیط کسب و کار و انتظارات اقتصادی، تحولات بازار سرمایه و همچنین تحولات بازار بدهی و نرخ بهره آمریکا بازنمایی شده است.

۲. شاخص‌های تولید و بخش حقیقی

به دنبال جنگ رمضان و آثار اقتصادی آن، برخی از نهادهای بین‌المللی و مؤسسات مالی در پیش‌بینی خود از رشد اقتصادی آمریکا بازنگری کرده‌اند. شکل ۱ پیش‌بینی سازمان توسعه و همکاری اقتصادی، صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی از رشد اقتصادی آمریکا را در سال ۲۰۲۶ نشان می‌دهد.

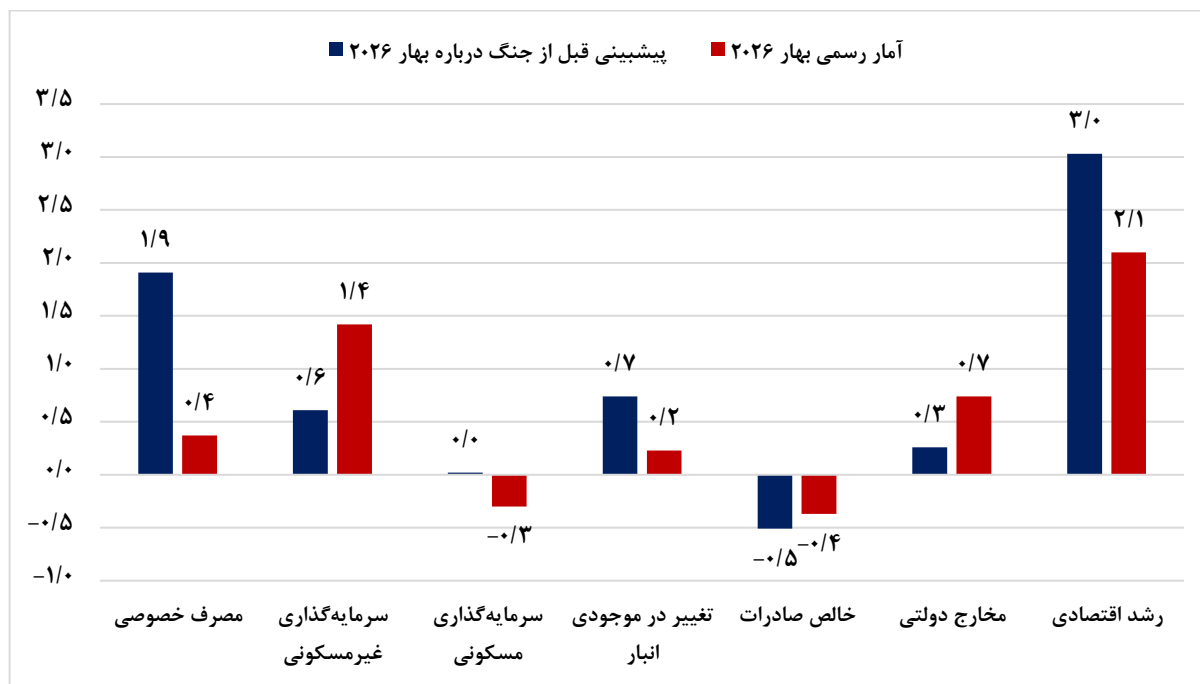
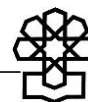


شکل ۱. نمودار پیش‌بینی رشد اقتصادی آمریکا در سال ۲۰۲۶ [۱] [۲] [۳]

باینکه در پیش‌بینی‌های قبلی این نهادها درباره چشم‌انداز رشد اقتصادی آمریکا در سال ۲۰۲۶ اختلاف نظر وجود دارد، پس از وقوع جنگ، همه مراجع رشد اقتصادی حدود ۲ درصدی را برای اقتصاد آمریکا پیش‌بینی کرده‌اند که برابر متوسط رشد اقتصادی بلندمدت و متعارف آمریکاست. مسئله‌ای که نشان می‌دهد از نظر نهادهای مختلف، جنگ رمضان آسیبی بر چشم‌انداز رشد اقتصادی آمریکا در سال جاری وارد نکرده است.

۲-۱. رشد اقتصادی بهار ۲۰۲۶

فدرال رزرو آتلانتا به‌صورت هفتگی پیش‌بینی رشد اقتصادی فصلی آمریکا را به تفکیک اقلام مختلف اعلام می‌کند. انتشار داده‌های رشد اقتصادی آمریکا در فصل بهار، نشان‌دهنده عملکرد ضعیف‌تر اقتصاد آمریکا نسبت به پیش‌بینی‌های پیش از جنگ این نهاد است. درحالی‌که آخرین پیش‌بینی قبل از جنگ فدرال رزرو آتلانتا حاکی از رشد معادل سالیانه ۳ درصد برای فصل بهار بود و بازارهای مالی نیز رشد معادل سالیانه ۲.۳ درصدی را پیش‌بینی کرده بودند، داده‌های انتشاریافته توسط اداره آمار اقتصادی دولت آمریکا رشد معادل سالیانه ۲.۱ درصد را برای این فصل نشان می‌دهند. نکته قابل توجه دیگر، کیفیت رشد اقتصادی آمریکا در این دوره است. رشد اقتصادی می‌تواند با رشد اقلام مختلفی صورت گیرد. شکل ۲ آخرین پیش‌بینی قبل از جنگ این نهاد را با داده‌های رشد اقتصادی فصل بهار مقایسه می‌کند.



شکل ۲. نمودار سهم اقلام مختلف از رشد اقتصادی آمریکا در بهار ۲۰۲۱، براساس پیش‌بینی فدرال رزرو آتلانتا [۴] [۵]

همان‌طور که در شکل ۲ مشخص است، دو عامل مخارج دولتی و سرمایه‌گذاری غیرمسکونی نسبت به پیش‌بینی‌های پیش از جنگ عملکرد بهتری داشته و بیشترین سهم را در رشد اقتصادی این فصل ایفا کرده‌اند. افزایش مخارج دولتی نسبت به فصل قبل به واسطه بازگشایی دولت پس از تعطیلی دولت در فصل زمستان بوده است. همچنین افزایش سرمایه‌گذاری غیرمسکونی عمدتاً از سرمایه‌گذاری در تجهیزات پردازش اطلاعات ناشی می‌شود که دلیل آن سرمایه‌گذاری گسترده در زیرساخت‌های پردازشی حوزه هوش مصنوعی است. در مقابل رشد مصرف خصوصی، سرمایه‌گذاری مسکونی و تغییر موجودی انبار، نسبت به پیش‌بینی قبل از جنگ عملکرد ضعیف‌تری داشتند [4].

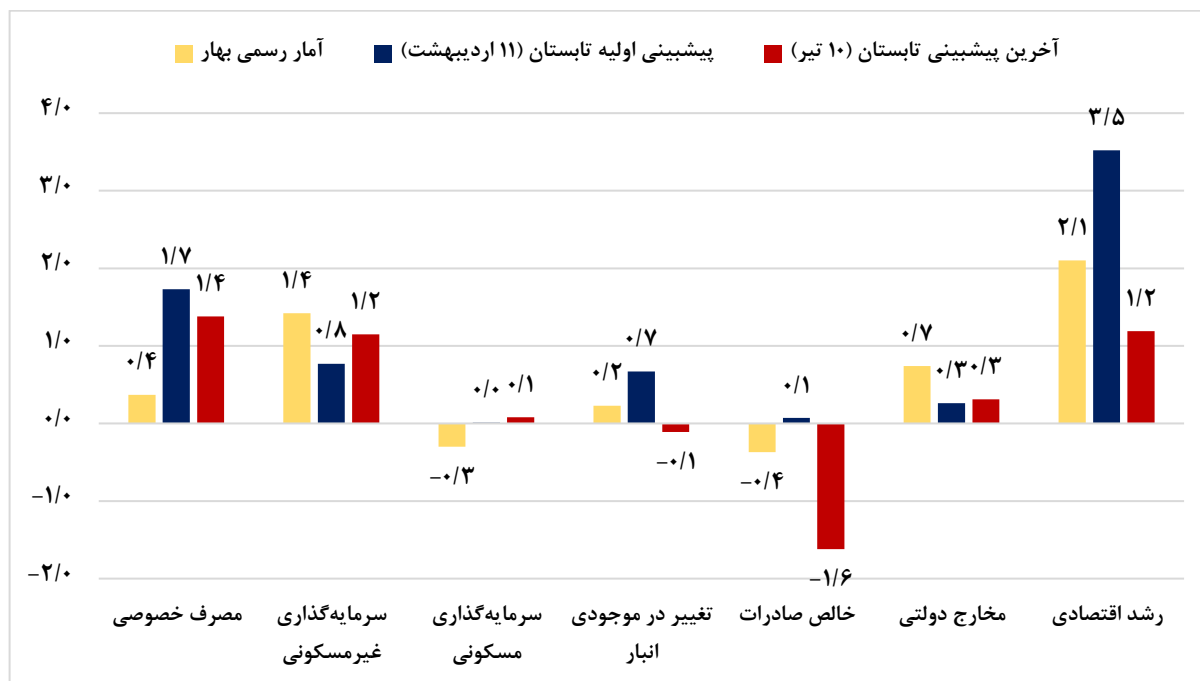
گزارش اداره تحلیل اقتصادی دولت آمریکا از رشد اقتصادی فصل اول سال ۲۰۲۱ حاکی از این است که:^۱

- رشد بالای سرمایه‌گذاری ثابت غیرمسکونی ناشی از رشد بسیار بالای سرمایه‌گذاری در تجهیزات (۱۷.۲ درصد) و دارایی‌های فکری (۱۳ درصد) بوده است. رشد سرمایه‌گذاری در تجهیزات عمدتاً به تجهیزات پردازش اطلاعات و رشد سرمایه‌گذاری در دارایی‌های فکری به نرم‌افزار مربوط می‌شود. در مقابل سرمایه‌گذاری ثابت غیرمسکونی در بخش ساختمان رشد منفی ۶.۷ درصدی را تجربه کرده که به کاهش سرمایه‌گذاری در ساختمان در بخش ساخت و تولید^۲ مربوط است.

- رشد بالای مخارج دولتی عمدتاً از افزایش قابل توجه مخارج غیرنظامی دولت آمریکا (۲۰.۳ درصد) به واسطه بازگشایی بعد از تعطیلی اواخر سال گذشته ناشی بوده است. همچنین مخارج نظامی دولت به میزان ۱۱ میلیارد دلار (۲.۳ درصد) افزایش یافته است.

۲-۲. پیش‌بینی رشد اقتصادی تابستان ۲۰۲۶

شکل ۳ آخرین پیش‌بینی‌های فدرال رزرو آتلانتا را از رشد اقتصادی آمریکا در فصل تابستان نشان می‌دهد. براین اساس، انتظار می‌رود اقتصاد آمریکا در فصل دوم سال جاری، عملکرد ضعیف‌تری نسبت به فصل قبل داشته باشد و رشد معادل سالیانه ۱.۲ درصدی را تجربه کند.



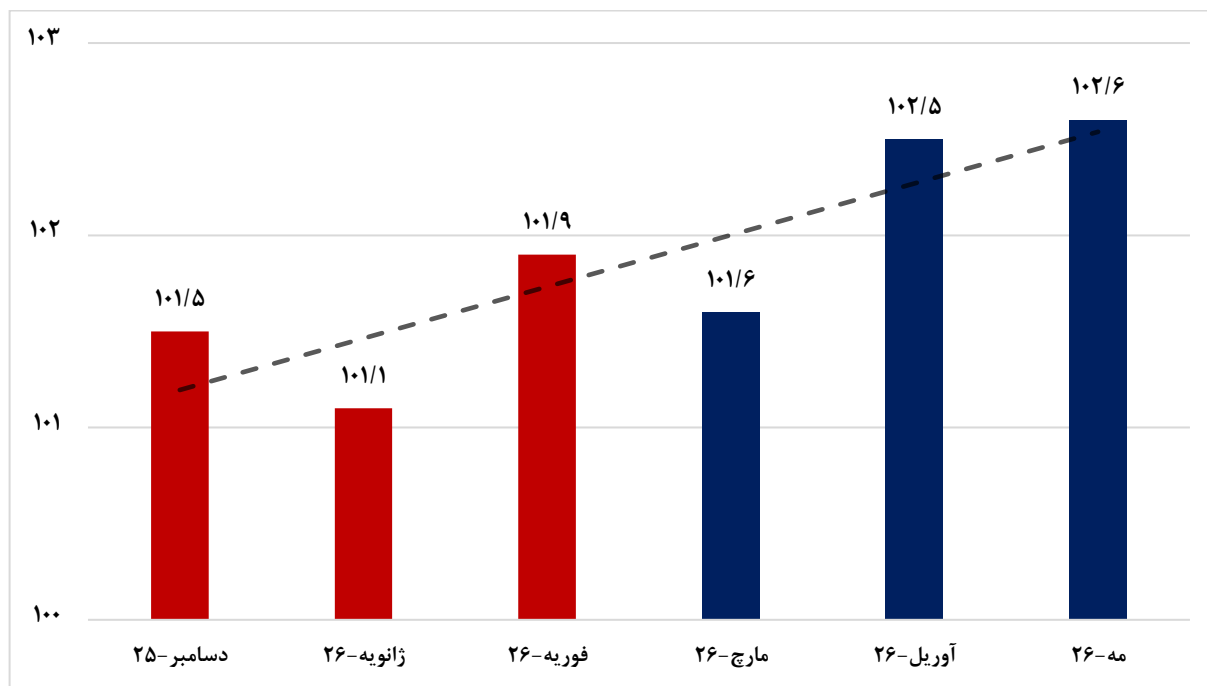
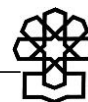
شکل ۳. نمودار سهم اقلام مختلف از رشد اقتصادی آمریکا در تابستان ۲۰۲۶، براساس پیش‌بینی فدرال رزرو آتلانتا [۴]

فدرال رزرو آتلانتا در آخرین بازبینی (در تاریخ ۱۰ تیرماه)، پیش‌بینی رشد اقتصادی آمریکا را در فصل دوم سال جاری کاهش داده است. در این میان، خالص صادرات بیشترین کاهش را نسبت به پیش‌بینی اولیه داشته است.

۲-۳. شاخص تولیدات صنعتی

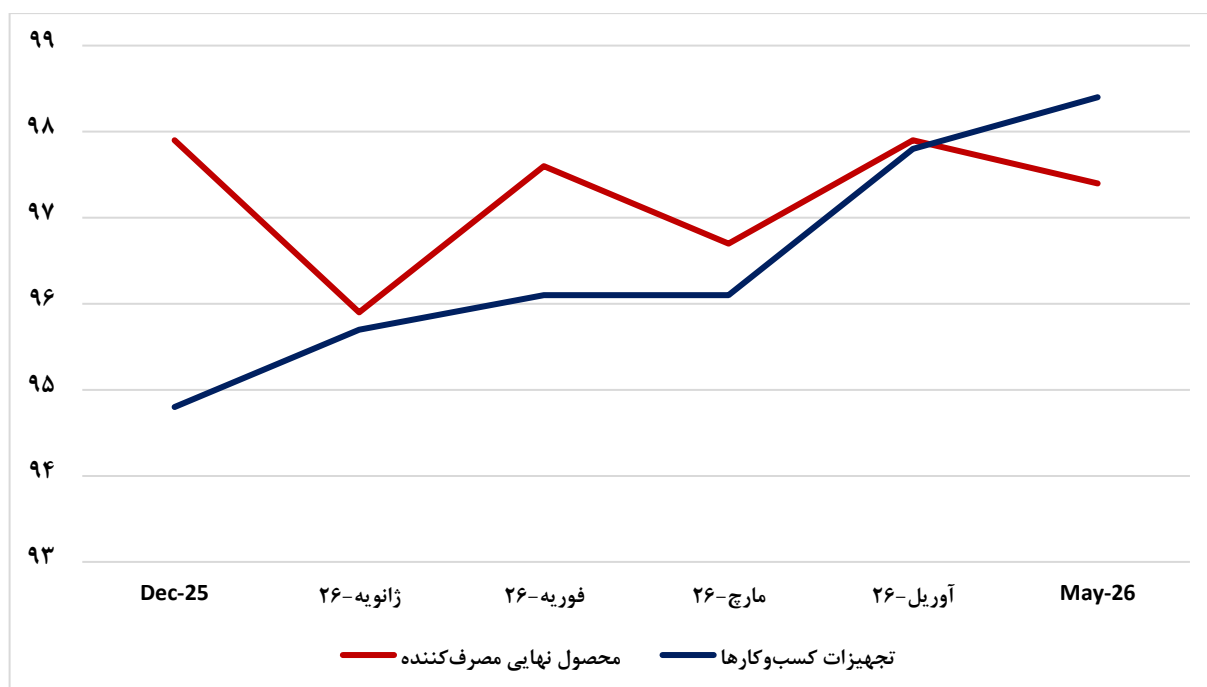
شاخص تولید صنعتی آمریکا^۱ یکی از مهم‌ترین نماگرهای ماهیانه برای ارزیابی وضعیت بخش حقیقی اقتصاد این کشور است. این شاخص توسط فدرال رزرو منتشر می‌شود و تغییرات تولید واقعی را در سه بخش اصلی تولیدات کارخانه‌ای،^۲ استخراج معدنی^۳ و خدمات برق و گاز^۴ نشان می‌دهد. اهمیت این شاخص در آن است که برخلاف شاخص‌های قیمتی یا مالی، مستقیماً حجم واقعی فعالیت صنعتی را می‌سنجد و بنابراین می‌تواند نشانه‌ای زود هنگام از قدرت یا ضعف تقاضا، سرمایه‌گذاری، تولید کالاهای بادوام، وضعیت انرژی و حتی فشارهای رکودی در اقتصاد آمریکا باشد. شکل ۴ تحولات این شاخص را در چند ماه اخیر نشان می‌دهد.

1. Industrial Production Index
2. Manufacturing
3. Mining
4. Utilities



شکل ۴. نمودار شاخص کل تولیدات صنعتی آمریکا [۶]

روند تولیدات صنعتی آمریکا طی جنگ رمضان در ماه مارس با کاهش ۰.۳ درصدی نسبت به ماه قبل روبه‌رو شده، اما در ماه آوریل و پس از بهبود شرایط اقتصادی به واسطه آتش‌بس، با رشد ۰.۹ درصدی کاهش قبلی را جبران کرده و این شاخص را به روند روبه‌رشد پیش از جنگ بازگردانده است. در ماه مه نیز این شاخص به میزان اندکی رشد داشته است؛ به‌طوری‌که در مجموع نسبت به ماه مه سال گذشته رشد ۱.۷ درصدی را به ثبت رسانده است. علاوه‌بر شاخص کل تولیدات صنعتی، ترکیب تحولات این شاخص نیز شایان توجه است.



شکل ۵. نمودار شاخص تولیدات صنعتی آمریکا به تفکیک مصرف نهایی [۶]

براساس شکل ۵، شاخص تولید صنعتی محصول نهایی مصرف‌کننده به‌طور کلی در ماه‌های اخیر روند مثبتی را تجربه نکرده و رشد آن نسبت به پایان سال گذشته نیز منفی بوده است. در مقابل، شاخص تولید محصولات که به‌عنوان تجهیزات سایر کسب و کارها به کار می‌رود، به شکل معناداری افزایش یافته و این روند مثبت پس از آغاز جنگ رمضان نیز ادامه پیدا کرده است.

۳. شاخص‌های تورم و انتظارات تورمی

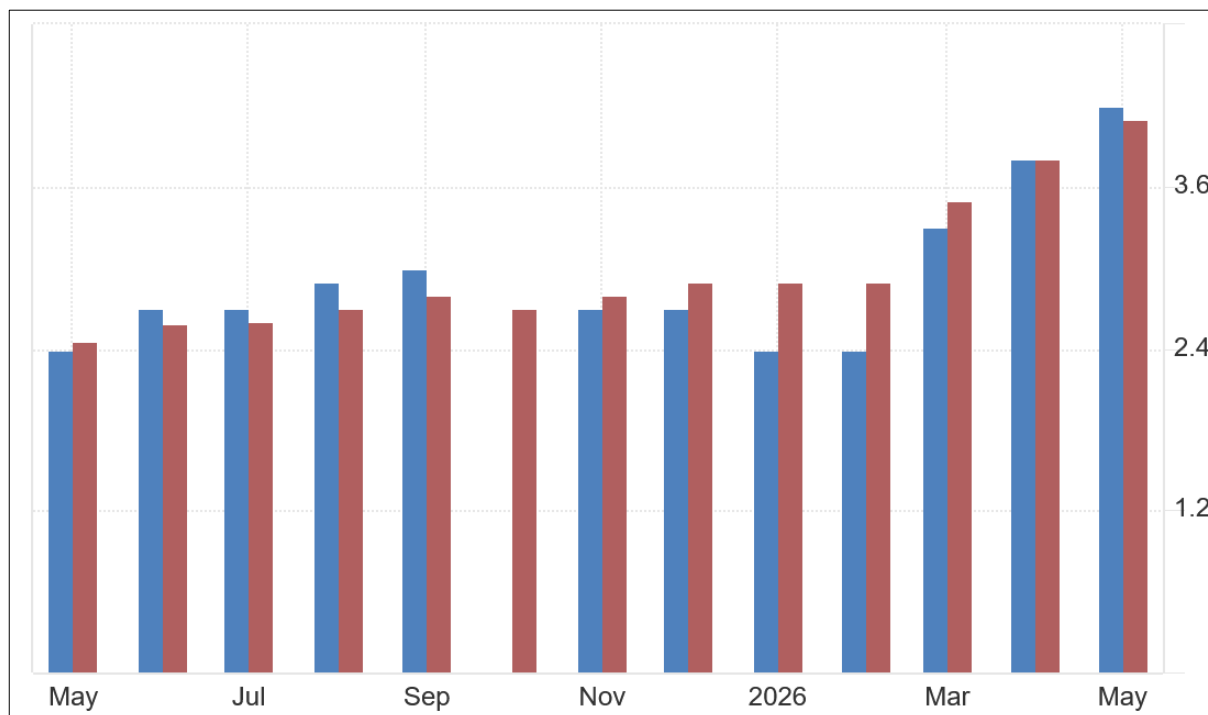
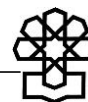
چنانچه در قسمت‌های پیشین نیز بیان شد، براساس داده‌های اقتصادی در دسترس، شوک ایجاد شده بر بازارهای جهانی انرژی ناشی از انسداد تنگه هرمز، تاکنون به ایجاد شرایط رکودی در آمریکا منجر نشده است. در نقطه مقابل، در حوزه تورم و افزایش سطح عمومی قیمت‌ها، جنگ رمضان تأثیر مهمی بر اقتصاد آمریکا داشته است. داده‌های تورم معمولاً در دو دسته کلی تورم مصرف‌کننده و تورم تولیدکننده محاسبه می‌شوند.

۳-۱. تورم مصرف‌کننده

شکل ۶ تورم نقطه‌به‌نقطه ۱۲ ماهه آمریکا را براساس دو شاخص قیمت اصلی در آمریکا، یعنی شاخص قیمت مصرف‌کننده^۱ و مخارج مصرفی شخصی^۲، نشان می‌دهد.

1 Consumer Price Index (CPI)

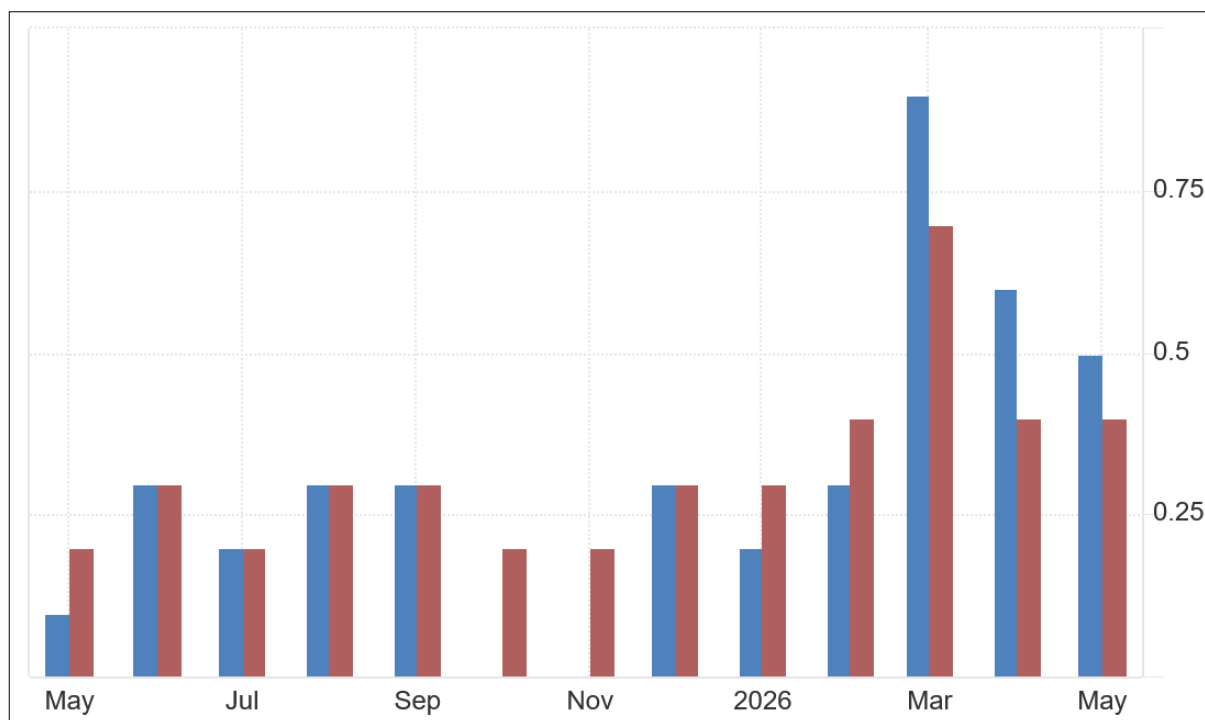
2 Personal Consumption Expenditure (PCE)



شکل ۶. نمودار تورم نقطه به نقطه آمریکا براساس شاخص قیمت مصرف کننده (آبی) و مخارج مصرفی شخصی (قرمز) [۷]

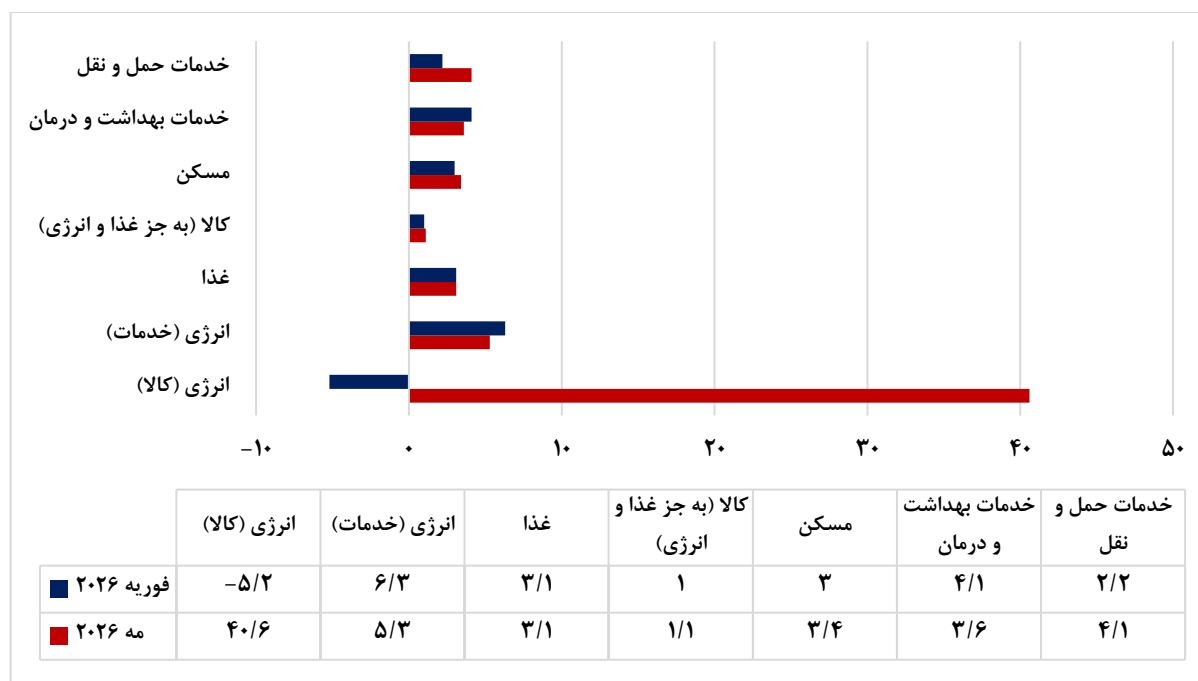
براساس آخرین داده انتشار یافته شاخص قیمت مصرف کننده، تورم نقطه به نقطه آمریکا در سه ماهه پس از آغاز جنگ با افزایش قابل توجهی نسبت به تورم ۲.۴ درصدی پیش از جنگ روبه رو شد؛ به طوری که در ماه مه (ماه سوم پس از شروع جنگ) نرخ تورم به ۴.۲ درصد رسیده است. همچنین تورم نقطه به نقطه براساس شاخص مخارج مصرفی شخصی نیز از سطح ۲.۹ درصدی پیش از جنگ، با افزایش قابل توجهی به سطح ۴.۱ درصد رسیده است. سطح فعلی تورم براساس هر دو شاخص، بالاترین میزان از بهار ۲۰۲۳ تاکنون محسوب می شود.

داده های تورم ماهیانه نشان دهنده این است که بخش اصلی این شوک تورمی در ماه مارس محقق شده، اما در ادامه و در ماه های آوریل و مه تا حدی از شدت شوک تورمی کاسته شده است. با وجود این، تورم ماهیانه ۰.۵ درصدی ماه مه همچنان تورم بالایی به شمار می رود و همچنان از سطوح تورم ماهیانه ۳ سال اخیر بیشتر است. شکل ۷ تورم ماهیانه آمریکا را نشان می دهد.



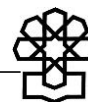
شکل ۷. نمودار تورم ماهیانه آمریکا براساس شاخص قیمت مصرف‌کننده (آبی) و مخارج مصرفی شخصی (قرمز) [7]

موضوع قابل توجه دیگر مقایسه آثار جنگ بر تورم بخش‌های مختلف است. شکل ۸ تورم بخشی نقطه‌به‌نقطه آمریکا در ماه فوریه (آخرین ماه پیش از جنگ) و ماه مه سال جاری را نشان می‌دهد.

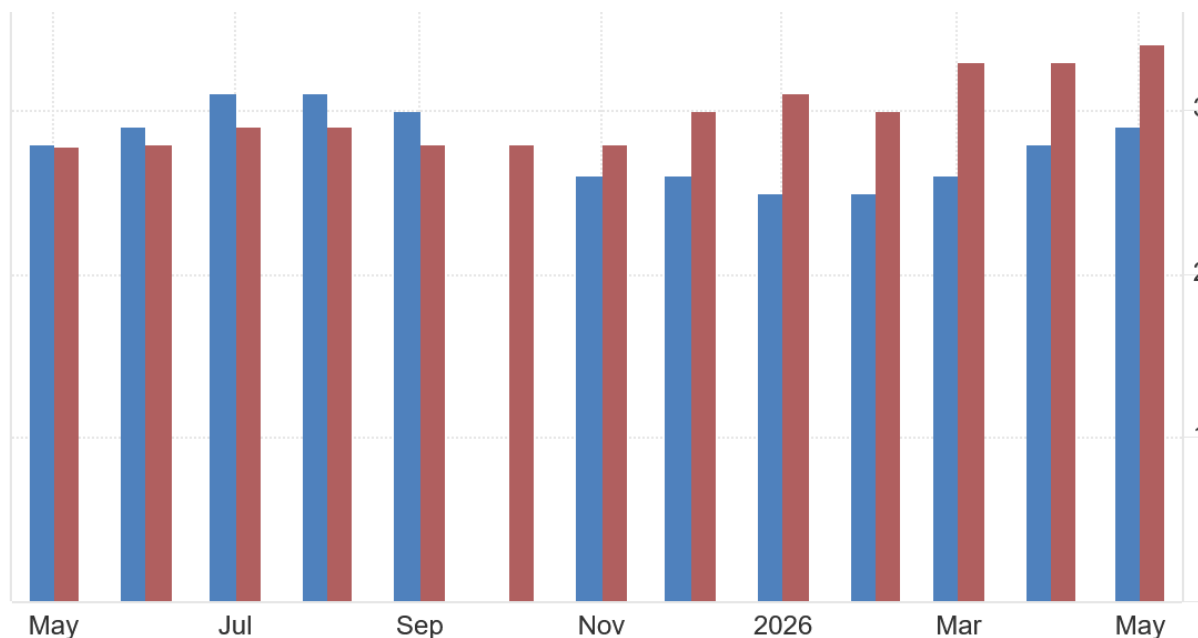


شکل ۸. نمودار تورم بخشی نقطه‌به‌نقطه آمریکا قبل و بعد از جنگ [۵]

همان‌طور که انتظار می‌رود، بخش بزرگی از افزایش تورم آمریکا به‌واسطه شوک قیمت انرژی و افزایش شدید تورم این بخش اتفاق افتاده است. با توجه به اینکه در آمریکا متغیر اصلی مورد توجه سیاست‌گذاری پولی، تورم هسته (تورم بدون

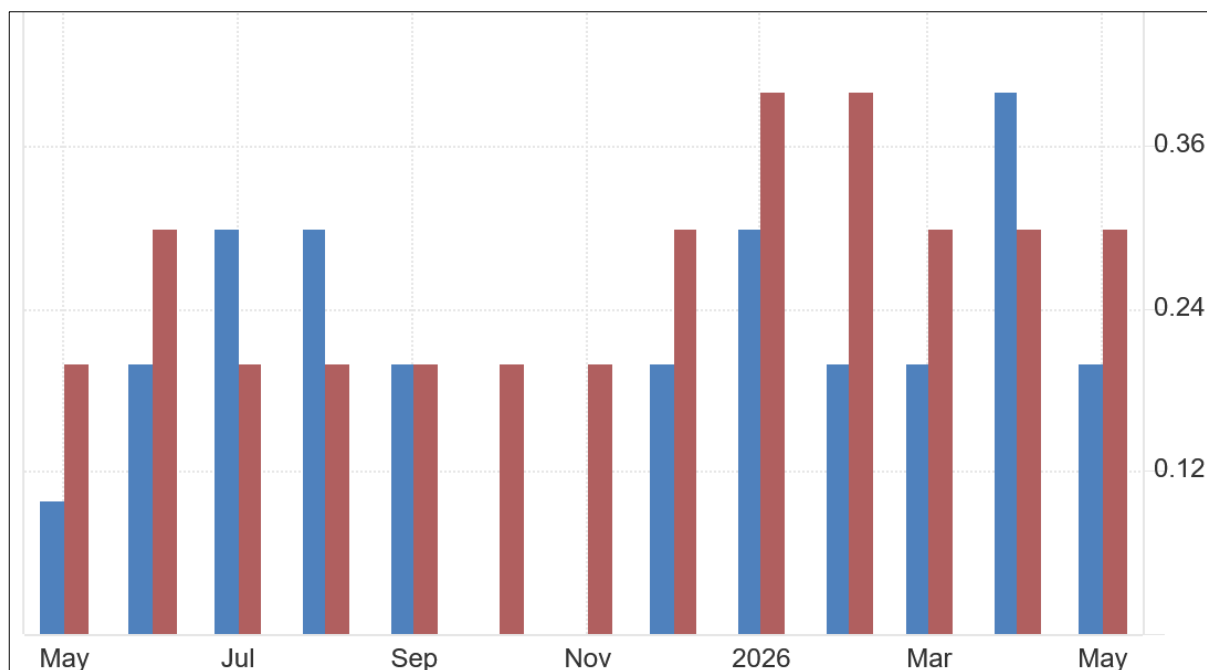


غذا و انرژی) است، سرایت تورم بخش انرژی به سایر بخش‌ها اهمیت بالایی دارد؛ چراکه در غیر این صورت با پایان جنگ و کاهش قیمت انرژی، تورم آمریکا می‌تواند به سرعت به سطوح پیش از جنگ بازگردد. شکل ۹ تورم هسته نقطه به نقطه آمریکا را نشان می‌دهد.



شکل ۹. نمودار تورم هسته نقطه به نقطه آمریکا براساس دو شاخص CPI (آبی) و مخارج مصرفی شخصی (قرمز) [7]

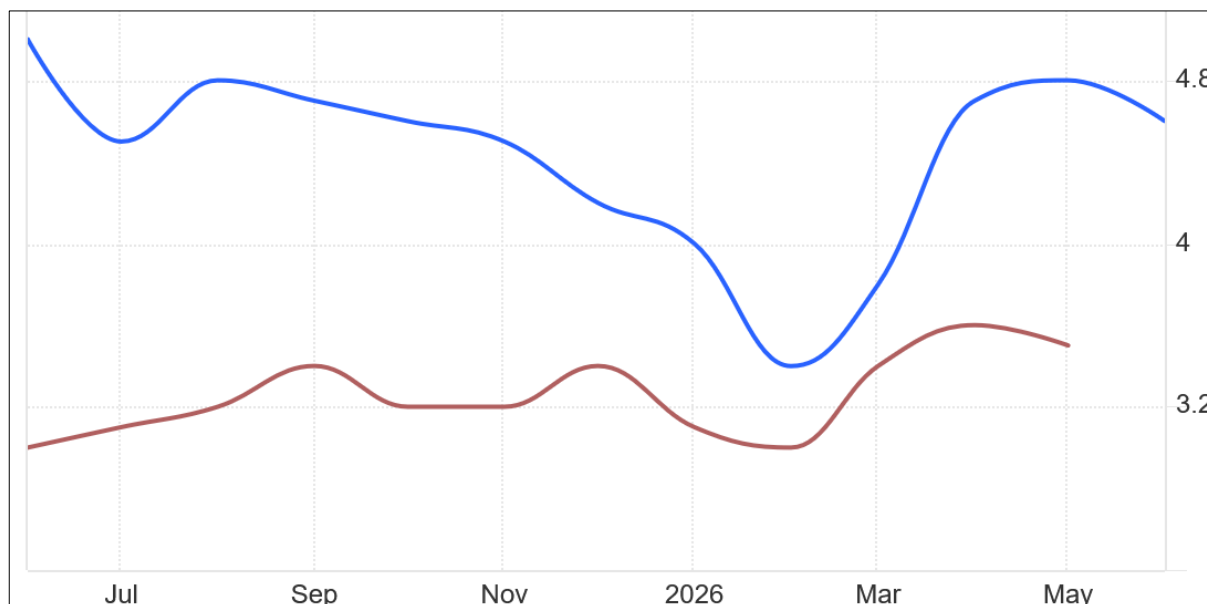
براساس شاخص شاخص قیمت مصرف‌کننده نرخ تورم هسته نقطه به نقطه، از رقم ۲.۵ درصد در ماه فوریه، به سطح ۲.۹ درصد در ماه مه افزایش داشته و روند نزولی قبل از جنگ آن متوقف شده است. به طور مشابه، تورم هسته شاخص مخارج مصرفی شخصی نیز از رقم ۳ درصد در ماه فوریه به سطح ۳.۴ درصدی در ماه مه افزایش یافته است که بالاترین میزان از سال ۲۰۲۳ به شمار می‌رود. با این حال، تورم هسته ماهیانه بر اثر جنگ افزایش شدیدی را نسبت به ماه‌های پیش از جنگ تجربه نکرده است. براساس شاخص شاخص قیمت مصرف‌کننده، تورم هسته آمریکا در ماه آوریل نسبت به ماه‌های گذشته بیشتر بوده، اما در ماه مه دوباره به سطح پیش از جنگ بازگشته است. در شاخص تورم هسته ماهیانه مبتنی بر مخارج مصرفی شخصی نیز افزایش خاصی در این ماه مشاهده نشده است. به بیان دیگر، افزایش تورم هسته سالیانه، از بیشتر بودن تورم هسته ماهیانه نسبت به ماه مشابه سال قبل ناشی بوده است (نه نسبت به ماه‌های پیش از جنگ).



شکل ۱۰. نمودار تورم هسته ماهیانه آمریکا براساس شاخص قیمت مصرف‌کننده (آبی) و مخارج مصرفی شخصی (قرمز) [۷]

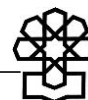
۲-۳. شاخص‌های انتظارات تورمی

برای بررسی پیامدهای تورمی جنگ بر سطح عمومی قیمت کالاها در آمریکا علاوه بر بررسی تورم محقق شده، مطالعه تحولات انتظارات تورمی نیز مفید خواهد بود. فدرال رزرو نیویورک و دانشگاه میشیگان دو مرجع اصلی اندازه‌گیری انتظارات تورمی در آمریکا به شمار می‌روند. شکل ۱۱ انتظارات تورمی اعلام شده توسط این دو مرجع را نشان می‌دهد.



شکل ۱۱. نمودار انتظارات تورمی یک‌ساله دانشگاه میشیگان (آبی) و فدرال رزرو نیویورک (قرمز) [۷]

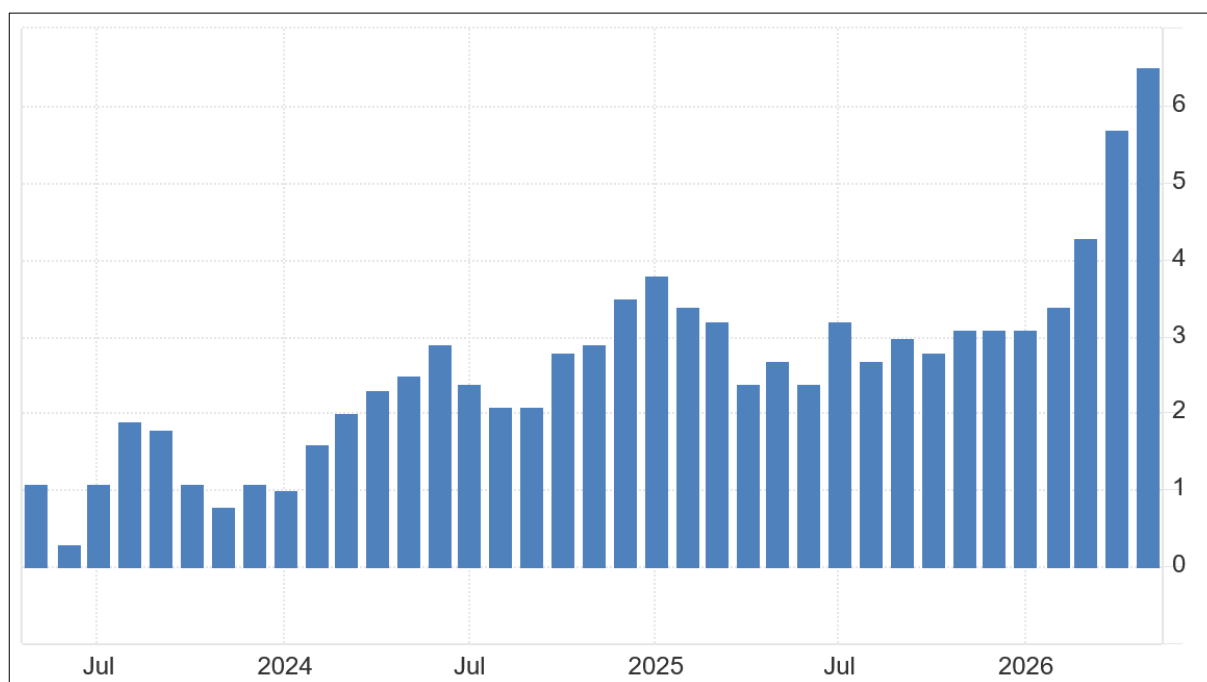
به دنبال پیامدهای تورمی جنگ، انتظارات تورمی اندازه‌گیری شده توسط دانشگاه میشیگان انتظارات تورمی خود را از رقم ۳.۴ درصد در ماه فوریه، به ۴.۷ درصد در ماه آوریل رساند. این میزان تغییر شدیدترین افزایش انتظارات تورمی از



زمان جنگ تعرفه‌ای آمریکا با چین در آوریل ۲۰۲۵ محسوب می‌شود. در ماه مه نیز، انتظارات تورمی اندکی افزایش یافت و به سطح ۴.۸ درصد رسید که بالاترین رقم از ماه اوت سال گذشته محسوب می‌شود. باین‌حال، در ماه ژوئن (و به دنبال تفاهم‌نامه پایان جنگ)، شاخص انتظارات تورمی دانشگاه میشیگان تا حدی تعدیل شده و به سطح ۴.۶ درصد رسیده است.

۳-۳. تورم تولیدکننده

معمولاً از تورم تولیدکننده به‌عنوان تورم پیش‌ران یاد می‌شود؛ چراکه افزایش هزینه‌های تولیدکنندگان، در نهایت به سبد کالا و خدمات مصرفی خانوارها منتقل می‌شود. انتشار داده‌های مربوط به تورم تولیدکننده آمریکا در ماه مه نشان‌دهنده افزایش شدید و غیرمنتظره در هزینه‌های تولیدکنندگان آمریکایی بود. شاخص قیمت تولیدکننده در این ماه نسبت به ماه قبل، ۱.۱ درصد و نسبت به ماه مشابه سال قبل، ۶.۵ درصد افزایش را نشان می‌دهد. مقداری که در ۳.۵ سال اخیر بی‌سابقه بوده و نسبت به تورم نقطه‌به‌نقطه پیش از جنگ ماه فوریه (۳.۹ درصد) به‌شدت افزایش یافته است. شکل ۱۲ تورم نقطه‌به‌نقطه ۱۲ ماهه تولیدکننده را نشان می‌دهد.



شکل ۱۲. نمودار تورم نقطه‌به‌نقطه ۱۲ ماهه تولیدکننده در آمریکا [۷]

۳-۴. ارزیابی فدرال رزرو از آثار تورمی جنگ رمضان و انسداد تنگه هرمز

در چند ماه گذشته فدرال رزرو چندین بار به‌صورت رسمی در گزارش‌های خود درخصوص پیامدهای تورمی جنگ رمضان اظهارنظر کرده است. به‌طور خاص، در هر سه گزارش ۴۵ روزه «تفسیر شرایط فعلی اقتصادی» که از ابتدای جنگ تاکنون منتشر شده، به این موضوع اشاره شده است:

- گزارش ۱۵ آوریل:

«به‌طور کلی، افزایش هزینه‌های نهاده (ورودی‌ها) از رشد قیمت‌های فروش پیشی گرفت که این امر حاشیه سود [بنگاه‌ها] را فشرده کرد. هزینه‌های انرژی و سوخت در تمام مناطق به‌شدت افزایش یافت که به درگیری در خاورمیانه نسبت داده شد و این موضوع به بالا رفتن هزینه‌های حمل‌ونقل و باربری و نیز افزایش قیمت پلاستیک‌ها، کودهای شیمیایی و سایر فراورده‌های نفتی انجامید. فشارهای ناشی از افزایش هزینه‌های نهاده، فراتر از افزایش‌های مرتبط با انرژی نیز گسترده بود» [۸].

- گزارش ۳ ژوئن:

«قیمت‌ها به‌طور کلی با سرعتی ملایم تا قوی افزایش یافتند؛ به‌طوری‌که اکثر مناطق از تورم بالاتری نسبت به گزارش قبلی خبر دادند. مناطق اشاره کردند که هزینه‌های مرتبط با انرژی از درگیری در خاورمیانه، محرک اصلی فشارهای تورمی ناشی بوده و این امر به صنایع حمل‌ونقل، بسته‌بندی، مواد غذایی و کودهای شیمیایی نیز سرایت کرده است. هزینه‌های نهاده‌های غیر نیروی کار همچنان با سرعتی بیشتر از قیمت‌های فروش افزایش یافت که این موضوع نگرانی‌های گسترده‌تری را درباره فشرده شدن حاشیه سود به همراه داشت» [۹].

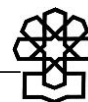
- گزارش ۱۵ ژوئیه:

«هزینه‌های نهاده‌های غیر نیروی کار در بخش‌های گوناگونی همچون خدمات، ساخت‌وساز و تولید افزایش داشت که تا حدی بازتاب‌دهنده بالا رفتن هزینه‌های انرژی، حمل‌ونقل و مواد خام بود. برخی از فعالان اقتصادی این افزایش را ناشی از درگیری در خاورمیانه، و برخی دیگر آن را به تعرفه‌ها مرتبط دانستند. پیش‌بینی‌ها درباره روند قیمت‌ها در ماه‌های آینده در مناطق مختلف متفاوت بود؛ برخی انتظار تداوم تورم با سرعت کنونی را داشتند و برخی دیگر کاهش تورم را پیش‌بینی می‌کردند که تا حدی به افت قیمت سوخت نسبت داده می‌شد» [۱۰].

علاوه‌بر گزارش‌های رسمی، بعضی از اعضای کمیته بازار باز فدرال رزرو (مرجع اصلی تصمیم‌گیری درباره سیاست پولی آمریکا) نیز در مقاطع مختلف درخصوص پیامدهای تورمی جنگ اظهارنظر کرده‌اند. اظهارنظر اعضای این کمیته اهمیت زیادی برای فعالان اقتصادی و بازارهای مالی دارد. برای نمونه می‌توان به این موارد اشاره کرد:

- کریستوفر والر، ۲۲ مه:

«اکنون ما با درگیری در خاورمیانه روبه‌رویم که تورم را افزایش می‌دهد. این بار، تأثیر نهایی بر تورم به طول درگیری، شدت اختلال در عرضه و سرایت هزینه‌های نهاده به قیمت‌های نهایی محصولات بستگی دارد. به نظر من، تأثیر این عوامل بر تورم نامشخص‌تر از تأثیر تعرفه‌هاست. هیچ‌کس نمی‌داند درگیری نظامی چگونه پیش خواهد رفت، یا حتی اینکه آتش‌بس یا صلح ادامه‌دار با چه سرعتی حمل‌ونقل را بازمی‌گرداند و امکان تعمیر و بازگشایی زیرساخت‌های آسیب‌دیده را فراهم می‌کند. من در سخنرانی ۱۷ آوریل گفتم که فکر می‌کنم بازارها ریسک قیمت‌های بالای طولانی‌مدت انرژی را دست‌کم گرفته‌اند و همچنان نیز بر این عقیده‌ام. ریسکی که هر روز واقعی‌تر می‌شود این است که هرچه شوک قیمت انرژی طولانی‌تر ادامه یابد، احتمال سرایت این افزایش‌ها به قیمت سایر



کالاها و خدمات بیشتر می‌شود. گستردگی افزایش قیمت‌های مصرف‌کننده در ماه آوریل و افزایش‌های حتی شدیدتر قیمت‌های تولیدکننده در ماه گذشته، مرا نگران می‌کند» [۱۱].

– لیساکوک، ۲۷ مه:

«تورم به‌وضوح در مسیر اشتباهی حرکت می‌کند. براساس آخرین داده‌ها، برآورد می‌شود که شاخص قیمت مخارج مصرف شخصی (PCE) در ۱۲ ماه منتهی به آوریل، ۳.۸ درصد افزایش یافته است. این رقم بسیار بالاتر از هدف ۲ درصدی ماست. افزایش اخیر قیمت بنزین به دلیل درگیری در ایران، محرک اصلی این تورم بالا بوده است. اما حتی زمانی که مؤلفه‌های ناپایدار انرژی و مواد غذایی را حذف کنیم، برآورد می‌شود تورم هسته‌ای PCE در ۱۲ ماه منتهی به آوریل، ۳.۳ درصد رشد داشته باشد – که بالاترین رقم از سال ۲۰۲۳ است» [۱۲].

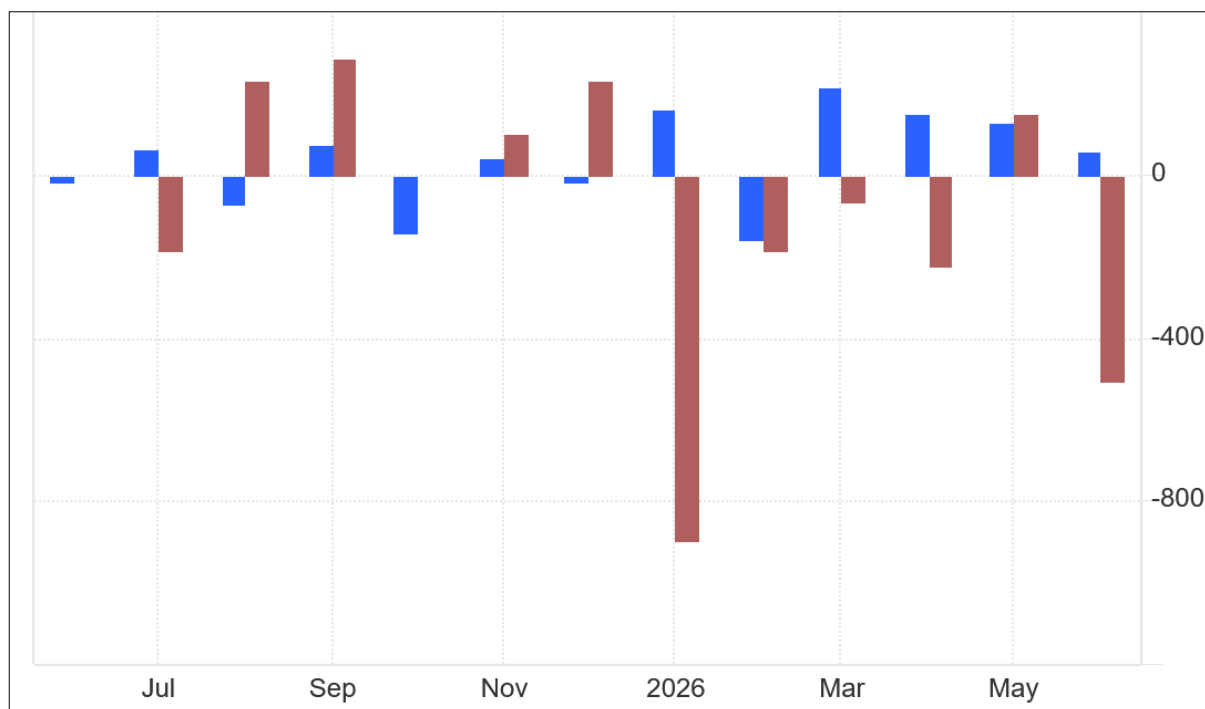
– فیلیپ جفرسون (نایب‌رئیس فدرال رزرو)، ۲۷ مه:

«نخستین تحول جهانی که دنبال می‌کنم، افزایش قابل توجه قیمت انرژی به دلیل درگیری در خاورمیانه است. افزایش قیمت نفت خام، ریسک‌های نزولی برای رشد و ریسک‌های صعودی برای تورم در سراسر جهان ایجاد می‌کند. قیمت‌های بالای انرژی به‌ویژه برای کشورهایی مانند ژاپن، که واردکننده خالص انرژی‌اند، چالش‌برانگیز است. درحالی‌که صادرکننده خالص انرژی بودن، ایالات متحده را تا حدی در برابر شوک‌های انرژی محافظت می‌کند، در برابر پیامدهای اختلال در عرضه جهانی مصون نیست. قیمت بنزین در ایالات متحده از زمان شروع درگیری به‌طور قابل توجهی افزایش یافته و همچنان به‌طور محسوسی بالا باقی مانده است» [۱۳].

۴. شاخص‌های اشتغال و بازار کار

تحولات بازار کار در آمریکا اهمیت بالایی برای فدرال رزرو دارد و وضعیت آن به‌عنوان یکی از ملاک‌های کلیدی تصمیم‌گیری درخصوص نرخ بهره سیاستی به شمار می‌رود. اگر فدرال رزرو وضعیت بازار کار را ضعیف ارزیابی کند، ممکن است افزایش نرخ بهره برای کنترل تورم را به تأخیر بیندازد. از طرف دیگر، وضعیت بازار کار رابطه مستقیمی با رفاه خانوارهای آمریکایی، به‌خصوص خانوارهای آسیب‌پذیرتر دارد.

اداره آمار نیروی کار دولت آمریکا دو نوع داده را برای توصیف وضعیت بازار کار این کشور جمع‌آوری و منتشر می‌کند. یک نوع از داده اشتغال، مربوط به نظرسنجی خانوارهای آمریکایی است که تمام انواع اشتغال را شامل می‌شود. نوع دیگر که اشتغال بخش کشاورزی، خوداشتغالی جزئی و مشاغل غیررسمی را شامل نمی‌شود، به داده‌های نظرسنجی از کارفرماها و بنگاه‌ها مربوط می‌شود. شکل ۱۳ تغییرات ماهیانه تعداد شاغلین را براساس دو داده مذکور نشان می‌دهد.



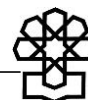
شکل ۱۳. نمودار تغییرات ماهیانه تعداد شاغلین آمریکا (هزار نفر) - داده نظرسنجی خانوار (قرمز) و داده نظرسنجی بنگاه (آبی) [۷]

براساس داده نظرسنجی خانوار از ابتدای جنگ رمضان، تعداد شاغلین آمریکا ۶۴۸ هزار نفر کاهش یافته است. در مقابل، براساس داده نظرسنجی بنگاه‌ها، تعداد شاغلین بخش غیرکشاورزی ۵۴۸ هزار نفر افزایش یافته است. این دو نتیجه هریک دلالت‌های کاملاً متفاوتی برای درک وضعیت اقتصاد آمریکا و واکنش فدرال رزرو به تحولات بازار کار دارد. یکی از توضیحاتی که برای این اختلاف وجود دارد، این است که داده نظرسنجی بنگاه که افزایش اشتغال را نشان می‌دهد، در دوره بعدی بازنگری می‌شود و در بسیاری از دوره‌ها این بازنگری با کاهش اشتغال اعلام شده همراه می‌شود. همچنین بعضی از توضیحات به تأثیر مشاغل حذف شده از داده‌های بنگاه‌ها (از جمله بخش کشاورزی) اشاره دارد.

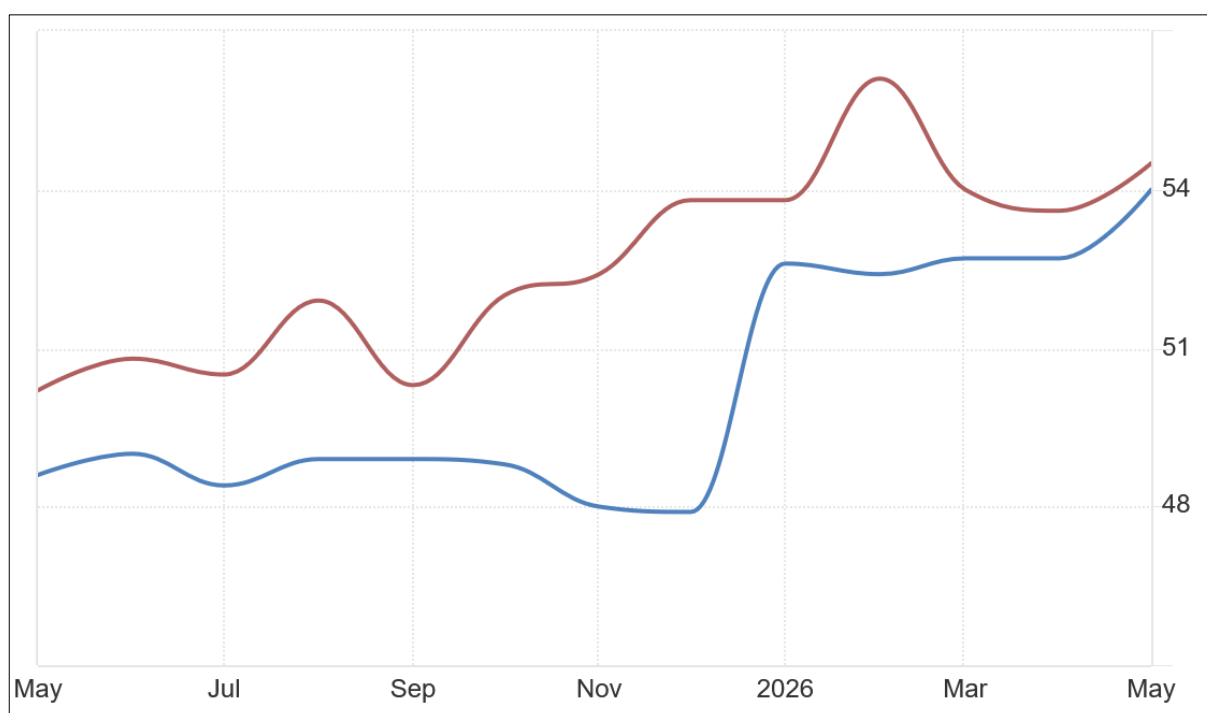
در آخرین داده منتشر شده در ماه ژوئن، براساس نظرسنجی خانوار، کاهش شدید ۵۰۷ هزار نفری تعداد شاغلین به ثبت رسیده است. از سوی دیگر، داده‌های اشتغال نظرسنجی کارفرمایان ایجاد ۵۷ هزار شغل جدید در اشتغال آمریکا را نشان می‌دهد که عملکردی بسیار ضعیف‌تر از پیش‌بینی‌های بازارهای مالی (۱۱۰ هزار شغل جدید) به شمار می‌آید. همچنین بازبینی آمار اشتغال ماه مه و کاهش مقدار اعلامی اولیه، خوش‌بینی‌های قبلی را نسبت به تاب‌آوری بالای بازار کار آمریکا تضعیف کرده است.

۵. شاخص‌های محیط کسب و کار

یک مورد دیگر از شاخص‌های آینده‌نگر اقتصاد آمریکا که مورد توجه تحلیلگران قرار دارد، انتظارات مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان آمریکایی از وضعیت اقتصادی آینده این کشور است. مهم‌ترین شاخص انتظارات تولیدکنندگان، شاخص



مدیران خرید صنعت است که توسط مؤسسه مدیریت عرضه آمریکا^۱ منتشر می‌شود. شاخص مدیران خرید^۲ آمریکا یک شاخص پیشرو اقتصادی است که براساس نظرسنجی از مدیران خرید شرکت‌ها در بخش تولید و خدمات محاسبه می‌شود و نشان می‌دهد شرایط کسب‌وکار نسبت به ماه قبل در حال بهبود است یا بدتر شده است. عدد بالای ۵۰ به معنای انتظار گسترش فعالیت اقتصادی (رشد تولید، سفارش‌ها و استخدام) و عدد زیر ۵۰ به معنای انتظار انقباض یا رکود در آن بخش است. این شاخص به دلیل سرعت انتشار و حساسیت بالا نسبت به تغییرات اقتصادی، یکی از ابزارهای مهم برای پیش‌بینی وضعیت اقتصاد و سیاست‌های فدرال رزرو محسوب می‌شود.



شکل ۱۴. نمودار شاخص مدیران خرید صنعت (آبی) و خدمات (قرمز) [۷]

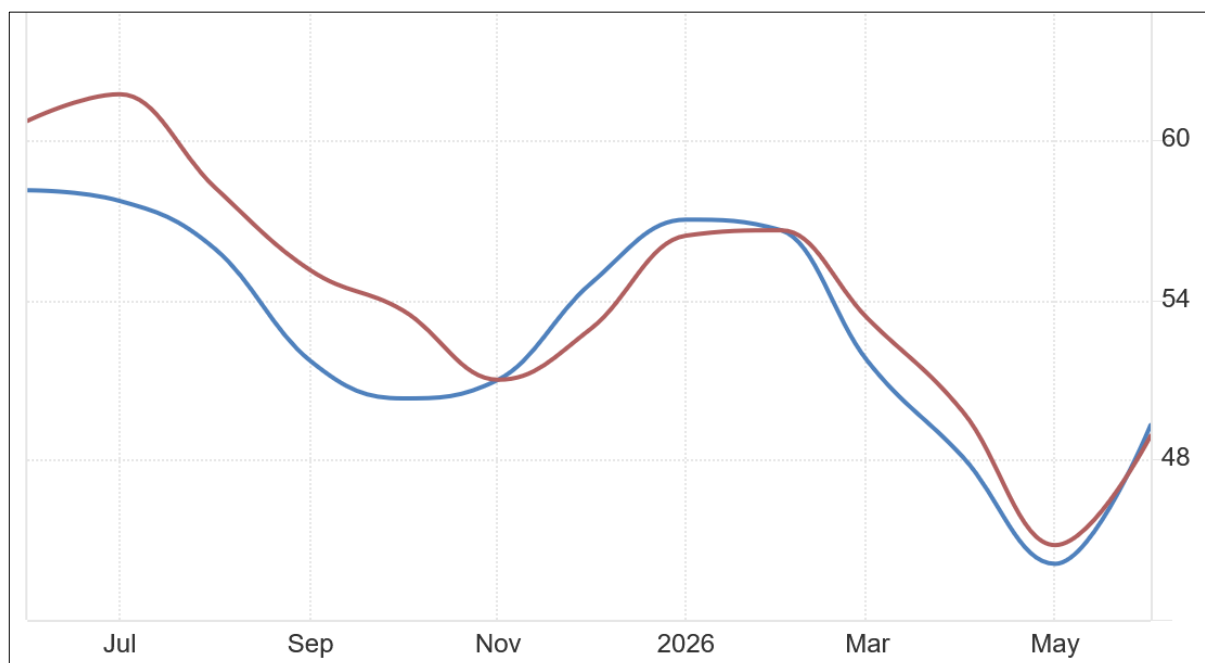
شکل ۱۴ روند تحولات شاخص مدیران خرید بخش صنعت و خدمات آمریکا را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، در هر دو بخش مذکور روند مثبتی که از اواخر سال ۲۰۲۵ شروع شده است، همچنان ادامه دارد و جنگ رمضان نیز تأثیر منفی بر این شاخص‌ها اعمال نکرده است. به بیان دیگر، پیامدهای اقتصادی جنگ باعث از بین رفتن خوش‌بینی کسب‌وکارهای آمریکایی نسبت به محیط اقتصادی نشده است.

درخصوص مصرف‌کننده نیز شاخص احساسات مصرف‌کننده دانشگاه میشیگان بیش از سایر شاخص‌ها مورد توجه است. این شاخص از طریق نظرسنجی از خانوارهای آمریکایی، میزان اعتماد و دیدگاه آنها نسبت به وضعیت فعلی و آینده اقتصاد را اندازه‌گیری می‌کند. این شاخص شامل دو بخش اصلی است: ارزیابی شرایط اقتصادی فعلی و انتظارات برای ماه‌ها و سال‌های آینده، از جمله درآمد، اشتغال و قدرت خرید. افزایش آن معمولاً نشان‌دهنده خوش‌بینی مصرف‌کنندگان

1 Institute for Supply Management (ISM)

2 Purchasing managers' index (PMI)

و احتمال افزایش هزینه‌کرد و رشد اقتصادی است؛ درحالی‌که کاهش آن به نگرانی‌های اقتصادی و کاهش تمایل به مصرف اشاره دارد. شکل ۱۵ شاخص احساسات مصرف‌کننده (مربوط به زمان حال) و انتظارات مصرف‌کننده (نسبت به آینده) را نشان می‌دهد.



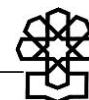
شکل ۱۵. نمودار احساسات مصرف‌کننده (قرمز) و انتظارات مصرف‌کننده (آبی) [۷]

هر دو شاخص انتظارات و احساسات مصرف‌کنندگان دانشگاه میشیگان، با آغاز جنگ رمضان دچار سقوط شدیدی شدند و در ماه مه، این دو شاخص به پایین‌ترین سطح خود در حداقل ۱۰ سال اخیر رسیدند. به‌طوری‌که برای اولین بار در این سال‌ها هر دو شاخص به شکل هم‌زمان پایین‌تر از سطح بحرانی ۵۰ قرار گرفتند. باوجوداین، در ماه ژوئن و با ایجاد چشم‌انداز پایان جنگ و بازگشایی تنگه هرمز، این شاخص‌ها اندکی افزایش یافتند.

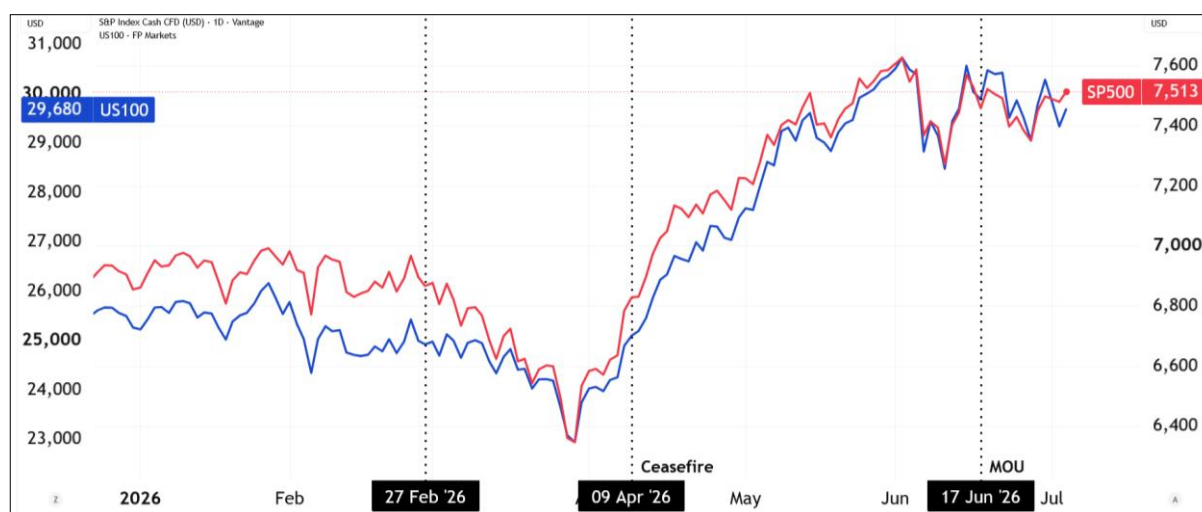
تضاد میان خوش‌بینی فعالان بخش تولید آمریکا با نگرانی‌های مصرف‌کنندگان آمریکایی، عمدتاً ناشی از این است که شوک عرضه‌ای که به‌واسطه افزایش قیمت نفت بر اقتصاد آمریکا وارد شده، تأثیر منفی قابل توجهی بر بخش تولید نگذاشته و بیشتر به‌صورت شوک تورمی جذب شده و بر مخارج خانوار اثر داشته است. دلیل این موضوع محدود بودن افزایش تورم به بخش انرژی و عدم سرایت شدید آن به سایر بخش‌هاست و ازاین‌رو بیشترین فشار اقتصادی بر دوش مصرف‌کنندگان آمریکایی قرار گرفته است.

۶. تحولات بازار سرمایه (سهام)

تحولات بازار سهام آمریکا در دوران جنگ کاملاً تحت تأثیر انتظارات فعالان بازارها از تشدید یا کاهش تنش‌های نظامی رقم خورده است. شکل ۱۶ تحول دو شاخص مهم بازار سهام آمریکا را در دوران جنگ رمضان نشان می‌دهد.



شکل ۱۶. نمودار شاخص ۱۰۰ شرکت نزدیک و ۵۰۰ شرکت آسیایی گلوبال [۱۴]



شاخص	بازدهی نسبت به قبل از جنگ	بازدهی نسبت به کف دوران جنگ	بازدهی نسبت به روز آتش‌بس	بازدهی نسبت به روز تفاهم‌نامه
شرکت ۱۰۰	۱۹.۱٪	۲۹.۴٪	۱۸.۳٪	-۰.۷٪
شرکت ۵۰۰	۹.۵٪	۱۸.۴٪	۱۰.۱٪	۰.۸٪

علاوه بر دو شاخص مذکور، بررسی شاخص نوسان این بازار نیز از درجه اهمیت بالایی برخوردار است. این شاخص که به عنوان شاخص ترس نیز شناخته می شود، در واقع به عنوان معیاری برای اندازه گیری ریسک بازار سهام استفاده می شود. شکل ۱۷ تحولات شاخص نوسان بازار سهام آمریکا را نشان می دهد. این شاخص بسیار مهم در طی جنگ رمضان (ماه مارس) نسبت به سطوح قبلی و حتی تاریخی خود به شدت افزایش یافت که حاکی از وجود ریسک بزرگ در بازارهای مالی و ترس بازار بود. با شروع آتش‌بس و کاهش تنش‌ها، این شاخص کاهش شدیدی را تجربه کرد که تا انتهای ماه مه ادامه داشت. در هفته‌های دوم و سوم ماه ژوئن و همزمان با آغاز ریزش مجدد بازار سهام، در این شاخص روندی افزایشی ایجاد شد که در ادامه و با اخبار مربوط به تفاهم‌نامه پایان جنگ این روند نیز متوقف شد. هم‌اکنون این شاخص در سطوح پایین‌تری نسبت به سطوح پیش از جنگ خود قرار گرفته است.



شکل ۱۷. نمودار شاخص نوسان بازار سهام آمریکا (VIX) [۱۴]

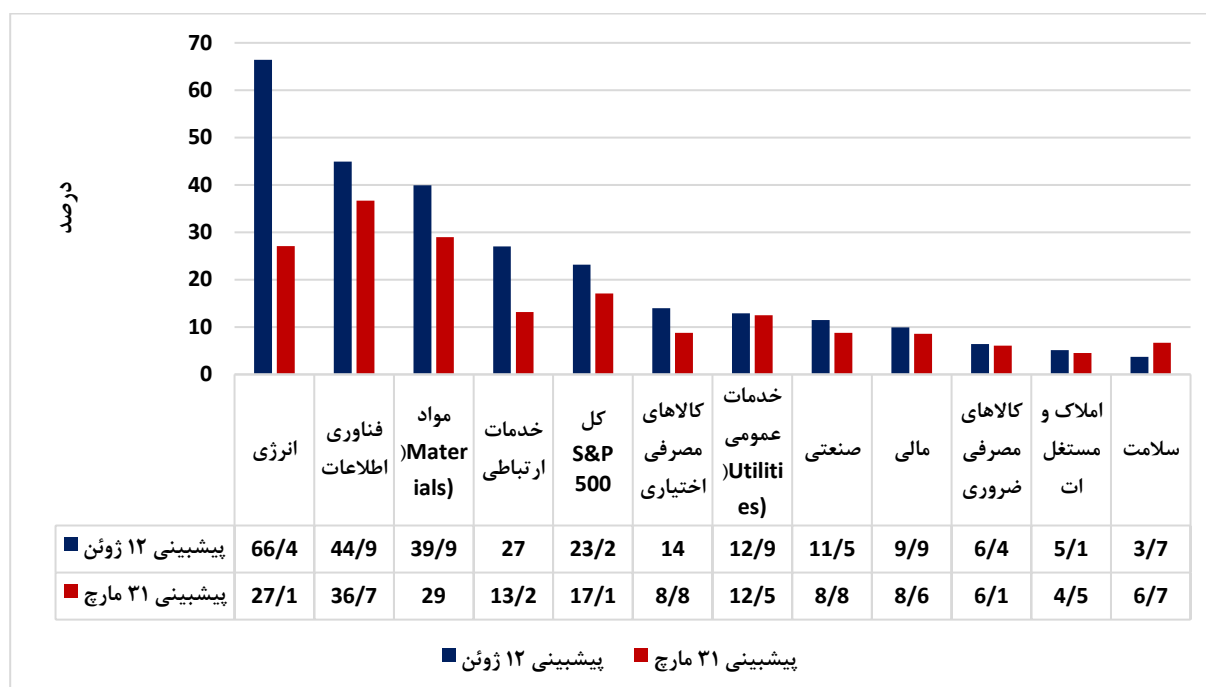
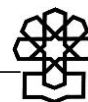
روند تحولات بازار سهام آمریکا در ماه‌های اخیر را می‌توان در چند مرحله بررسی کرد:

– مرحله اول: سقوط ناشی از ریسک جنگ (ماه مارس):

از زمان آغاز جنگ تا پایان ماه مارس (۱۰ فروردین) به دنبال گسترش دامنه جنگ، افزایش قیمت انرژی و افزایش ریسک در بازارهای مالی، شاخص‌های بازار سهام آمریکا سقوط نسبتاً شدیدی را تجربه کردند. در این بازه زمانی شاخص ۵۰۰ شرکت بزرگ S&P افت ۷.۸ درصدی و شاخص ۱۰۰ شرکت نزدیک افت ۷.۹ درصدی را به ثبت رساندند. همچنین شاخص نوسان بازار سهام در اوج خود به رقم ۳۱ رسید که بالاترین مقدار از زمان جنگ تعرفه‌ای آمریکا و چین در بهار ۲۰۲۵ به شمار می‌رود.

– مرحله دوم: بازیابی و رشد سریع با کاهش تنش‌ها (ماه‌های آوریل و مه):

از ابتدای ماه آوریل و با شروع اخبار مذاکرات، شاخص‌ها شروع به جبران ریزش ماه مارس کرده‌اند. به دنبال اعلام آتش‌بس در ۹ آوریل، این روند صعودی تشدید شده و تا انتهای ماه مه (۱۰ خرداد) نیز ادامه داشته است. به‌طوری‌که در این بازه زمانی ۲ ماهه، شاخص ۵۰۰ شرکت ۱۹.۸ درصد و شاخص ۱۰۰ شرکت ۳۲.۹ درصد رشد کرده و سقف تاریخی جدیدی را به ثبت رسانده‌اند. مهم‌ترین عامل رشد سریع بازار سهام در این بازه زمانی، بهبود سودآوری شرکت‌های این بازار بوده است. به‌طوری‌که در فصل اول سال ۲۰۲۶، سود ۵۰۰ شرکت بزرگ بازار سهام رشد ۲۸.۶ درصدی را نسبت به سال گذشته به ثبت رساند. همچنین چشم‌انداز سودآوری کل سال ۲۰۲۶ نیز در این بازه زمانی افزایش چشمگیری داشته است. به‌طوری‌که تحلیلگران پیش‌بینی رشد ۱۷ درصدی برای این سال را به رشد ۲۳ درصدی افزایش داده‌اند. شکل ۱۸ رشد سود پیش‌بینی شده ۵۰۰ شرکت بزرگ را برای سال مالی ۲۰۲۶ نشان می‌دهد.



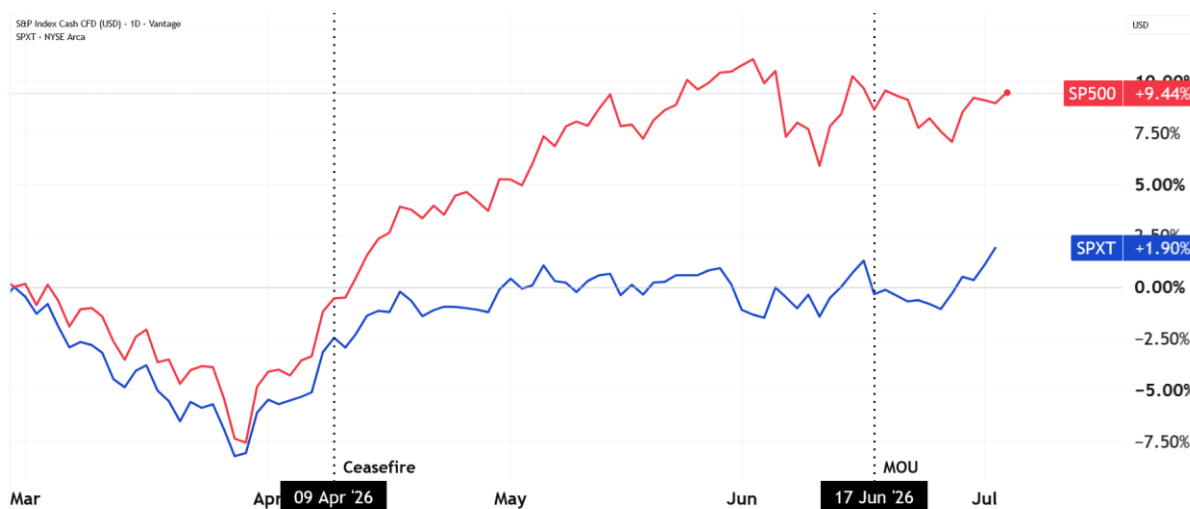
شکل ۱۸. نمودار پیش‌بینی تحلیلگران از رشد سودآوری ۵۰۰ شرکت بزرگ بازار سهام آمریکا در سال ۲۰۲۶ [۱۵]

– مرحله سوم: تحولات اخیر بازار سهام (ماه ژوئن):

در روزهای ابتدایی ماه ژوئن، انتشار داده‌های مربوط به بازار کار، که نشان‌دهنده وضعیت مناسب در استخدام و ایجاد مشاغل جدید در اقتصاد آمریکا بود، در کنار تداوم نرخ تورم بالا انتظارات برای افزایش نرخ بهره سیاستی فدرال رزرو را در سال جاری تقویت کرد. همچنین افزایش نرخ بهره سیاستی توسط دو بانک مرکزی بزرگ دیگر جهان، یعنی بانک مرکزی اروپا و بانک مرکزی ژاپن، نیز به تشدید این انتظارات دامن زد. به دنبال این اتفاقات، از ابتدای این ماه روند نزولی در بازار سهام آغاز شد و تا روز ۱۰ ژوئن (۲۰ خرداد)، شاخص ۵۰۰ شرکت و ۱۰۰ شرکت بازار سهام به ترتیب ۴.۵ درصد و ۷.۴ درصد افت کردند. باین‌حال، در هفته بعدی معاملاتی، اعلام اخبار توافق میان ایران و آمریکا و سپس امضای تفاهم پایان جنگ، باعث از بین رفتن این روند نزولی شد.

۱-۶. شاخص‌های بخشی بازار سهام

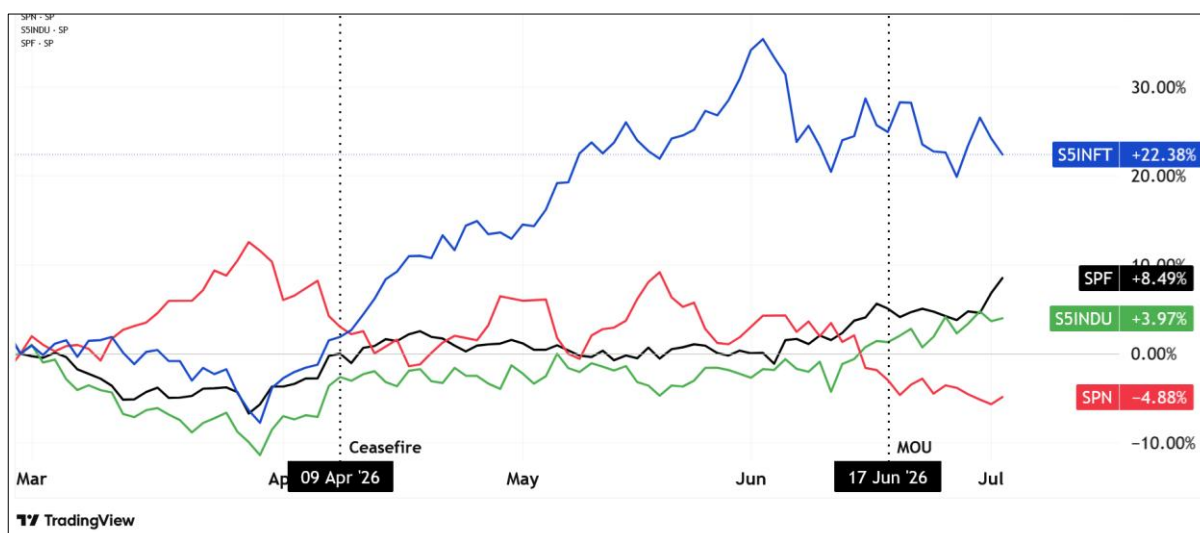
سرعت بازیابی صنایع مختلف بازار سهام آمریکا پس از سقوط دوران جنگ یکسان نبوده است. شکل ۱۹ بازده شاخص کل شرکت‌ها و شاخص کل را به‌استثنای بخش ارتباطات و فناوری اطلاعات نشان می‌دهد.



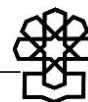
شکل ۱۹. نمودار بازده شاخص ۵۰۰ شرکت (قرمز) و شاخص ۵۰۰ شرکت به جز بخش تکنولوژی (آبی) از ابتدای جنگ [۱۴]

براساس شکل ۱۹، درحالی‌که پس پایان جنگ شاخص کل به دلیل رشد سریع دو بخش مرتبط با تکنولوژی در دومین روز معاملاتی پس از آتش‌بس به سطوح پیش از جنگ بازگشته و سقف‌های جدیدی را نیز به ثبت رسانده، شاخص شرکت‌های فعال در سایر صنایع، حتی با گذشت سه ماه از جنگ و تفاهم آتش‌بس و شروع مذاکرات نتوانست به سطوح پیش از جنگ بازگردد. اما پس از اعلام تفاهم پایان جنگ، این شاخص نیز روند صعودی خود را آغاز کرده و طی ۱۰ روز بعد از این اتفاق، رشد حدود ۲ درصدی را به ثبت رسانده است. شکل ۲۰ بازدهی شاخص‌های بخشی منتخب در بازار سهام آمریکا را از ابتدای جنگ تا پایان ماه آوریل به تصویر می‌کشد. چهار بخش زیر بیش از ۵۰ درصد از کل ارزش بازار شاخص ۵۰۰ شرکت بزرگ را به خود اختصاص می‌دهند.

شکل ۲۰. نمودار بازدهی شاخص‌های بخشی منتخب بازار سهام آمریکا از ابتدای جنگ [۱۴]



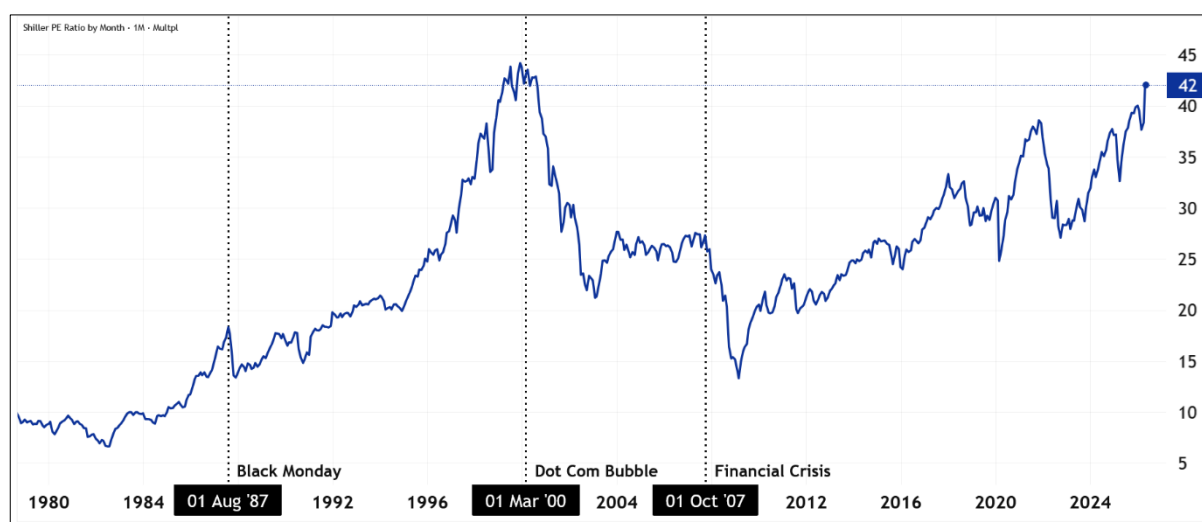
■	■	■	■
شاخص مالی	شاخص صنعتی	شاخص انرژی	شاخص فناوری اطلاعات



چنانچه مشاهده می‌شود، شاخص سهام شرکت‌های بخش فناوری اطلاعات با رشد بسیار سریعی در این بازه زمانی روبه‌رو بوده است. در مقابل شاخص بخش‌های صنعتی و مالی، که تا نیمه ماه ژوئن به سطوح پیش از جنگ خود نرسیده بودند، با اخبار تفاهم‌نامه پایان جنگ، روند صعودی را آغاز کردند.

۲-۶. ارزش‌گذاری و احتمال وجود حباب در بازار سهام

رشد شدید بازار سهام در سال‌های اخیر باعث شده تا اقتصاددانان و تحلیلگران بازارهای مالی درباره احتمال وجود حباب در این بازارها هشدار دهند. یکی از شاخص‌های بررسی این موضوع، شاخص ارزش‌گذاری شیلر^۱ است. اگر این شاخص از میانگین‌های تاریخی خود بالاتر باشد، به‌عنوان احتمال وجود حباب در بازارهای مالی در نظر گرفته می‌شود. شکل ۲۱ روند تاریخی این شاخص را نشان می‌دهد.



شکل ۲۱. نمودار روند تاریخی شاخص ارزش‌گذاری شیلر [۱۴]

این شاخص از آغاز جنگ رمضان حدود ۱۱ درصد رشد کرده و به بالاترین سطح خود پس از حباب دات‌کام رسیده است. گفتنی است، شاخص ارزش‌گذاری شیلر هم‌اکنون ۶۰ درصد بیشتر از سطوح پیش از بحران مالی جهانی ۲۰۰۷ قرار دارد. بنابراین می‌توان احتمال وجود حباب را در بازار مالی آمریکا بالا دانست. باین‌حال، باید در نظر داشت که زمان سقوط بازار پس از دوره‌هایی که در آن حباب ایجاد می‌شود، مشخص نیست. چنانچه این شاخص در زمان حباب دات‌کام نیز تا پیش از شکستن حباب و سقوط بازار، بیش از یک سال در حوالی سقف تاریخی در حال نوسان بود.

۷. تحولات نرخ بهره و بازار اوراق بدهی

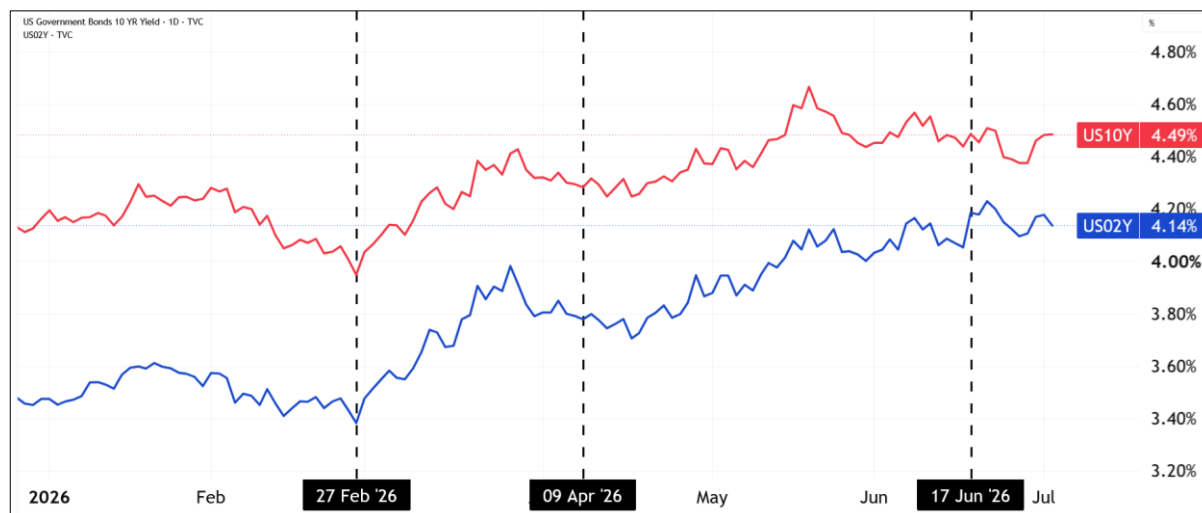
نرخ‌های بهره آمریکا به‌عنوان مهم‌ترین متغیر اقتصادی این کشور و اقتصاد جهانی به شمار می‌روند که بر طیف وسیعی از فعالیت‌های اقتصادی و همچنین سایر متغیرهای اقتصادی و شاخص‌های بازارهای مالی بیشترین اثرگذاری

را دارند. به‌طور کلی افزایش نرخ‌های بهره می‌تولند مهم‌ترین پیامدهای منفی خود را حداقل در این چهار حوزه اعمال کند:

۱. کاهش انگیزه سرمایه‌گذاری و تضعیف فعالیت اقتصادی؛
۲. افزایش هزینه تأمین مالی دولت و تعمیق کسری بودجه؛
۳. افت ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها و سقوط بازارهای مالی؛
۴. افزایش هزینه تأمین مالی خانوارها، به‌ویژه تسهیلات مسکن.

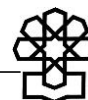
به‌واسطه پیامدهای اقتصادی جنگ رمضان، بخشی از نرخ‌های بهره آمریکا افزایش شدیدی را تجربه کرده‌اند. مهم‌ترین نرخ‌هایی که بیش از همه تحت تأثیر پیامدهای جنگ رمضان قرار گرفته‌اند، نرخ‌های بهره بلندمدت به‌ویژه نرخ بازده اوراق دولتی با سررسیدهای طولانی‌مدت بوده است. شکل ۲۲ تحولات نرخ بازده دو مورد از مهم‌ترین این اوراق را از ابتدای جنگ رمضان تاکنون نشان می‌دهد.

شکل ۲۲. نمودار نرخ بازده اسمی اوراق دولتی ۲ساله و ۱۰ساله آمریکا [۱۴]



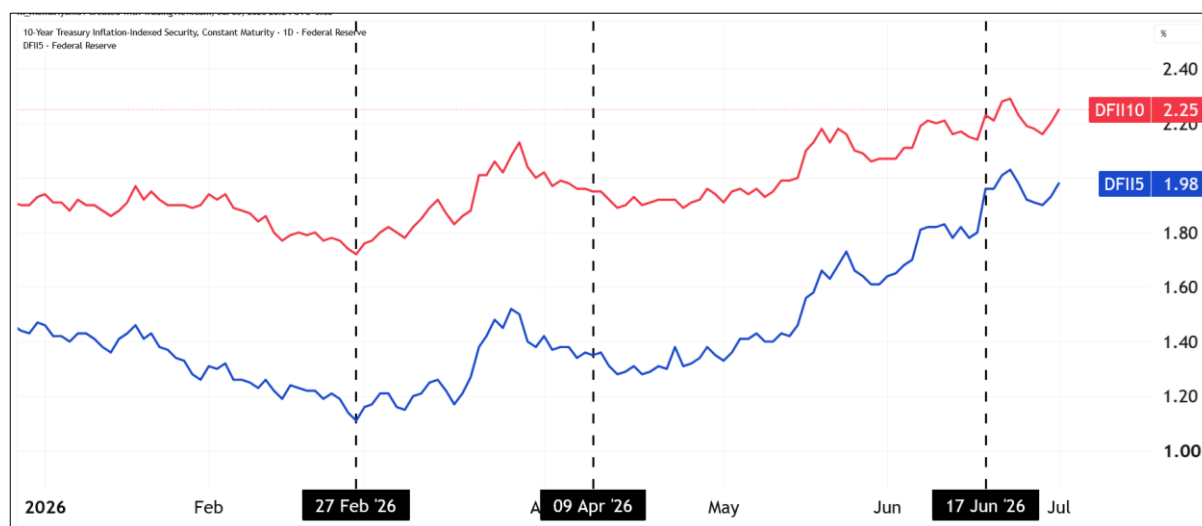
شاخص	تغییرات نرخ نسبت به ابتدای ۲۰۲۶	تغییرات نسبت به روز قبل از جنگ	تغییرات نسبت به اوج دوران جنگ	تغییرات نسبت به روز آتش‌بس	تغییرات از روز اعلام تفاهم‌نامه
اوراق ۲ساله	۰.۶۶	۰.۷۵	۰.۱۵	۰.۳۶	-۰.۰۵
اوراق ۱۰ساله	۰.۲۹	۰.۵۴	۰.۰۶	۰.۲۰	-۰.۰۴

نرخ بازده اوراق بدهی دولتی آمریکا به دنبال جنگ با افزایش چشمگیری روبه‌رو شده است. نکته قابل توجه درخصوص نرخ بازده اوراق این است که این متغیر معمولاً نوسانات بسیار کوچکی را تجربه می‌کند. به‌طوری‌که دامنه نوسان این متغیر در دوره ۱۲ ماهه منتهی به جنگ، کمتر از ۰.۷۵ واحد درصد بوده است. بااین‌حال، از زمان شروع جنگ و طی چهار ماه، نرخ بازده اوراق ۲ساله حدود ۰.۷۵ واحد درصد افزایش یافته است. شایان ذکر است، نرخ بهره اوراق بدهی دولتی آمریکا حتی باوجود تفاهم پایان جنگ نیز کاهش نیافته است و به‌نظر می‌رسد افزایش محقق شده در این متغیر برای مدت طولانی در اقتصاد آمریکا پایدار باشد.



به دنبال تشدید تورم و انتظارات تورمی، افزایش نرخ‌های بهره اسمی در بازار مالی از جمله نرخ بهره اوراق دولتی به دو دلیل صورت می‌گیرد: اول آنکه به‌طور طبیعی با افزایش تورم و انتظارات تورمی، سرمایه‌گذاران بازدهی اسمی بیشتری را طلب می‌کنند تا کاهش ارزش پول خود را بر اثر تورم جبران کنند. دلیل دوم آن است که سرمایه‌گذاران انتظار دارند فدرال رزرو برای کنترل این تورم سخت‌گیری بیشتری در سیاست‌های پولی خود اعمال کند (افزایش نرخ بهره سیاستی یا به تعویق انداختن کاهش نرخ). بنابراین سرمایه‌گذاران پیشاپیش به استقبال این وضعیت خواهند رفت و تقاضای کمتری برای اوراق بدهی دولتی خواهند داشت و به‌این ترتیب نرخ بهره حقیقی افزایش می‌یابد.

گفتنی است، افزایش نرخ بهره اسمی، در صورتی که با افزایش نرخ بهره حقیقی همراه شود، می‌تواند به کاهش رشد اقتصادی، سقوط بازار سهام و افزایش کسری بودجه و بدهی‌های دولت در آمریکا منجر شود. از این رو بررسی تحولات نرخ بهره حقیقی اهمیت بسیار بالایی دارد. یکی از بهترین نشانگرهایی که برای اندازه‌گیری نرخ بهره حقیقی استفاده می‌شود، نرخ بازده اوراق دولتی شاخص شده با تورم است. شکل ۲۳ تحولات این متغیر را نشان می‌دهد.



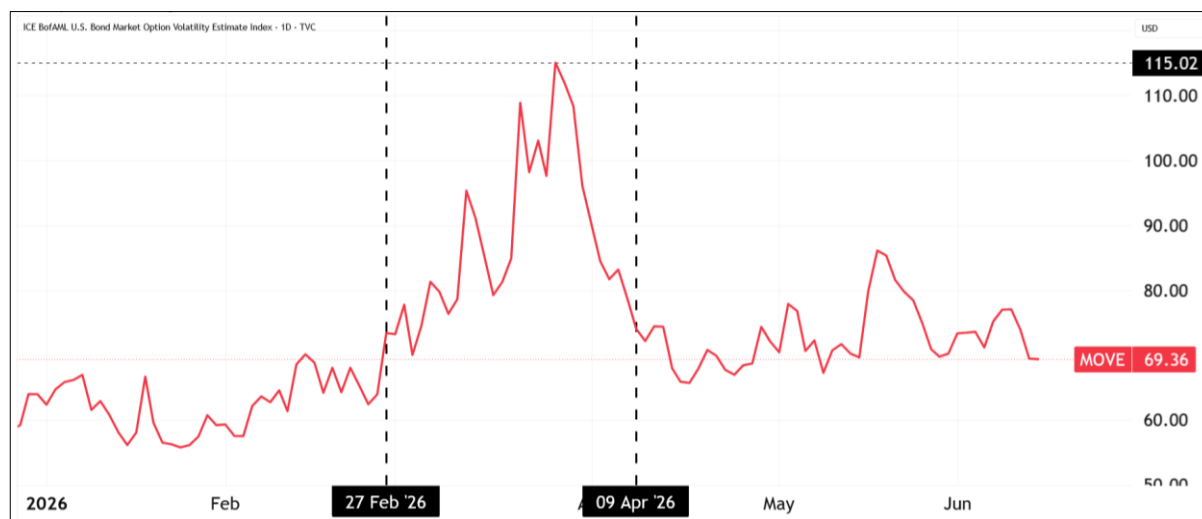
شکل ۲۳. نمودار نرخ بهره حقیقی اوراق دولتی شاخص شده با تورم ۱۰ ساله (قرمز) و ۵ ساله (آبی) [۱۴]

به‌واسطه پیامدهای تورمی جنگ و انتظارات بازارها نسبت به سیاست‌های انقباضی فدرال رزرو، نرخ بازده حقیقی اوراق دولتی شاخص شده با تورم ۱۰ ساله در آمریکا، از سطح ۱.۷۲ درصد پیش از جنگ به سطح ۲.۲۵ درصد افزایش یافته است. گفتنی است، برای پایداری بدهی‌های دولت، لازم است نرخ بهره حقیقی پایین‌تر از رشد اقتصادی بلندمدت آمریکا (حدود ۲ درصد) باقی بماند. لذا نرخ‌های بهره حقیقی بالاتر از ۲ درصد در طولانی‌مدت برای اقتصاد آمریکا قابل تحمل نخواهد بود.

۷-۱. شاخص‌های ریسک بازار بدهی

موضوع دیگری که باید در تحلیل بازار بدهی آمریکا بررسی شود، شاخص‌های مربوط به ریسک در این بازار است. در حالت کلی بازار بدهی با انواع مخاطرات متعددی روبه‌رو است، اما در این میان ریسک نوسانات شدید نرخ بهره اهمیت

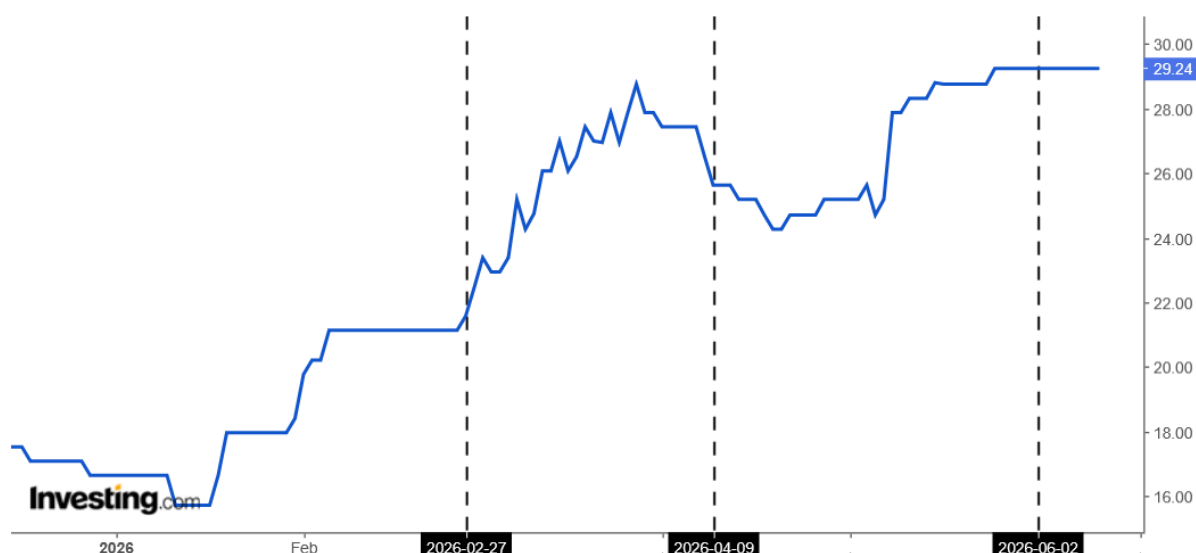
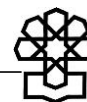
بسیار بالایی دارد. با توجه به درهم‌تنیدگی شدید نظام مالی آمریکا نوسانات شدید در نرخ بازده اوراق بدهی دولتی می‌تواند به سرعت به سایر بخش‌های نظام مالی سرایت کند و به مخاطراتی همچون تأثیر قرار گرفتن معاملات اهرمی بازار سهام یا ایجاد مشکل برای شبکه بانکی و در نهایت بحران مالی بینجامد. شکل ۲۴ شاخص نوسانات نرخ بازده اوراق بدهی را در آمریکا نشان می‌دهد.



شکل ۲۴. نمودار شاخص نوسان اوراق بدهی آمریکا [۱۴]

در خلال جنگ رمضان و پیش از کاهش تنش‌ها و اعلام آتش‌بس، این شاخص رشد شدیدی داشته و از بازه بین ۶۰ تا ۷۰ پیش از جنگ، به سطح ۱۱۵ نیز رسیده است. البته شاخص نوسان بازار اوراق در بحران فعلی، در مقایسه با بحران‌های قبلی مانند جنگ تعرفه‌ای (شاخص در سطح ۱۴۰)، بحران بانکی ۲۰۲۳ (سطح ۱۹۸) و بحران بازار اوراق بدهی در سال ۲۰۲۰ (سطح ۱۶۳)، چندان شدید نبوده، ولی روند افزایش و محدوده آن حاکی از وجود ریسک شدید در بازارهای مالی بوده است که در صورت تداوم جنگ می‌توانست به سطوح بالاتری برسد.

علاوه بر ریسک نوسان نرخ بهره، شاخص دیگری که وضعیت ریسک بازار بدهی آمریکا را به خوبی نمایش می‌دهد، حق بیمه اعتباری اوراق دولتی آمریکاست. این شاخص نشان‌دهنده این است که سرمایه‌گذاران حاضرند چند درصد از ارزش اوراق بدهی دولت آمریکا را برای بیمه کردن این اوراق در برابر نکول دولت بپردازند. طبیعتاً بیشتر بودن این شاخص نشان‌دهنده ریسک اعتباری بالاتر اوراق دولتی آمریکاست.



شکل ۲۵. نمودار حق بیمه اوراق دولتی ۲ ساله آمریکا (واحد پایه) [۱۶]

شکل ۲۵، حق بیمه اوراق دولتی ۲ ساله آمریکا را نشان می‌دهند. در حالی که در ابتدای سال میلادی حق بیمه اوراق دولتی آمریکا برابر ۰.۱۶ درصد قیمت‌گذاری می‌شد و پیش از جنگ نیز مقدار آن برابر ۰.۲۱ درصد بود، با وقوع جنگ این شاخص به ۰.۲۹ درصد افزایش یافته است. نکته قابل توجه در خصوص این شاخص این است که برخلاف بسیاری از متغیرهای دیگر، پس از آتش‌بس نیز به روند افزایشی خود ادامه داده است. به عبارت دیگر، بازارهای مالی همچنان افزایش ریسک اعتباری اوراق بدهی را امری پایدار ارزیابی می‌کنند.

۲-۷. عوامل احتمالی افزایش نرخ بهره و فشار بر بازار بدهی آمریکا

نرخ‌های بهره در آمریکا تابع عوامل مختلفی‌اند و بنا بر شرایط اقتصاد کلان و سیاست‌های دولت و فدرال رزرو تغییر می‌کنند. اما در شرایط فعلی، می‌توان انتظار داشت دو دسته عامل مهم بر افزایش این متغیر تأثیرگذار باشند:

- فشار خارجی بر بازار بدهی آمریکا:

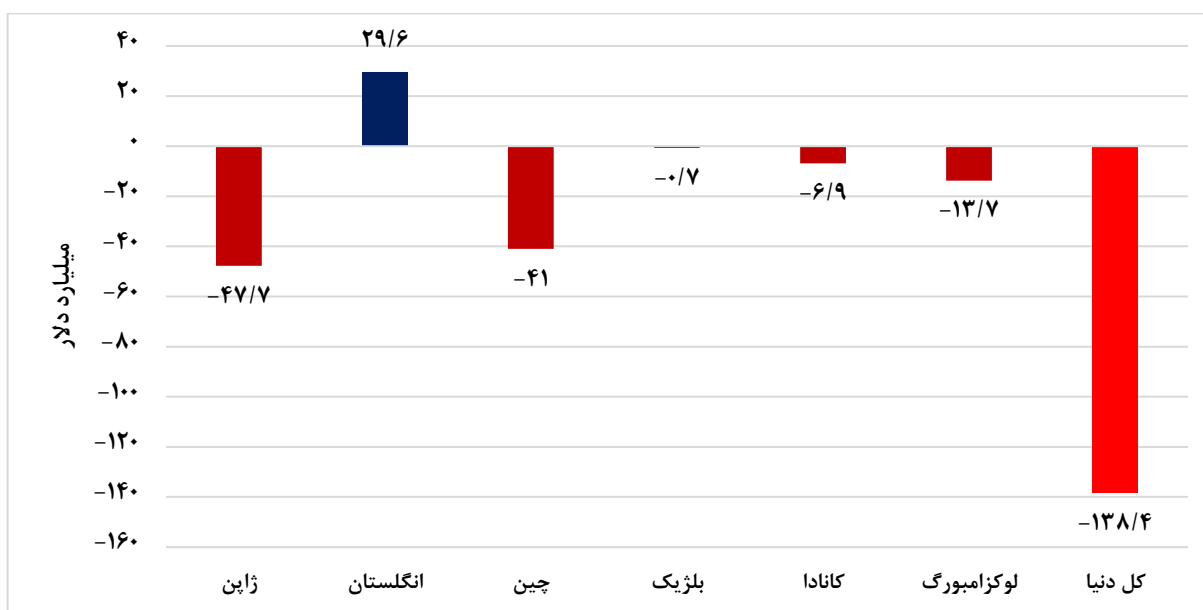
بازار بدهی آمریکا از دو مسیر می‌تواند تحت فشارهای خارجی قرار گیرد: مسیر اول افزایش نرخ‌های بهره (نرخ بهره اوراق دولتی و نرخ بهره سیاستی بانک‌های مرکزی) در سایر اقتصادهای بزرگ دنیاست. چنانچه در ماه ژوئن بانک مرکزی اروپا و بانک مرکزی ژاپن نرخ بهره سیاستی خود را افزایش دادند. اگر نرخ بهره به‌نحوی در این کشورها افزایش یابد که نرخ بهره مؤثر نسبت به نرخ بهره آمریکا فاصله پیدا کند، ممکن است سرمایه‌گذاران به قصد کسب سود بیشتر، اوراق بدهی آمریکا را بفروشند و نسبت به خریداری اوراق کشورهای مزبور اقدام کنند. از این رو فروش اوراق بدهی آمریکا به کاهش ارزش (و افزایش نرخ بهره) این اوراق بینجامد.

مسیر دومی که ممکن است از طریق بخش خارجی، بازار بدهی و نرخ بهره آمریکا را تحت تأثیر خود قرار دهد، فروش مستقیم اوراق بدهی آمریکا توسط سایر کشورهاست. به دلیل انسداد تنگه هرمز، افزایش هزینه واردات انرژی و محصولات نفتی تراز تجاری کشورهای واردکننده نفت را تحت فشار قرار داده است. در مقابل، این کشورها برای حمایت از ارزهای

ملی خود، نیاز به عرضه دلار در بازارهای ارز دارند؛ از این رو نسبت به فروش اوراق بدهی دولتی آمریکا اقدام می‌کنند تا با استفاده از دلار حاصل از فروش این اوراق، در بازارهای ارز خود مداخله کنند.

برای مثال، وزارت دارایی^۱ ژاپن اعلام کرد که برای جلوگیری از کاهش ارزش ین در مقابل دلار، در بازه زمانی ۲۸ آوریل تا ۲۷ مه، بیش از ۷۰ میلیارد دلار در بازار ارز مداخله کرده است [۱۷]. بخشی از این مداخله از طریق فروش اوراق دولتی آمریکا به عنوان ذخایر خارجی اصلی دولت ژاپن تأمین شده است. البته در مدت بسیار کوتاهی ارزش ین در برابر دلار بار دیگر به سطوح قبل از مداخله بازگشت و هم‌اکنون در سطح بحرانی ۱۶۰ ین در برابر هر دلار قرار دارد. از این رو مداخله مجدد دولت ژاپن در بازار ین کاملاً محتمل است.

داده مربوط به بدهی‌های خارجی دولت آمریکا معمولاً با تأخیر منتشر می‌شود و تاکنون آخرین داده منتشر شده مربوط به ماه مارس است. این داده‌ها نشان می‌دهد فقط در ماه مارس مجموع خالص ارزش اوراق بدهی دولتی آمریکا در کشورهای خارجی حدود ۱۳۸ میلیارد دلار کاهش یافته است. این آمار نشان‌دهنده فروش اوراق بدهی دولت آمریکا توسط تعداد زیادی از کشورهای دارنده این اوراق است.^۲ شکل ۲۶ خالص تغییر در نگهداری اوراق بدهی آمریکا توسط بزرگ‌ترین دارندگان این اوراق را در ماه مارس نشان می‌دهد. مطابق این داده‌ها، دو کشور چین و ژاپن در ماه ابتدایی جنگ به فروش مبالغ قابل توجهی از اوراق قرضه آمریکا اقدام کرده‌اند.

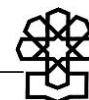


شکل ۲۶. نمودار خالص تغییر در نگهداری اوراق دولتی آمریکا توسط بزرگ‌ترین دارندگان این اوراق در ماه مارس ۲۰۲۶ [۱۸]

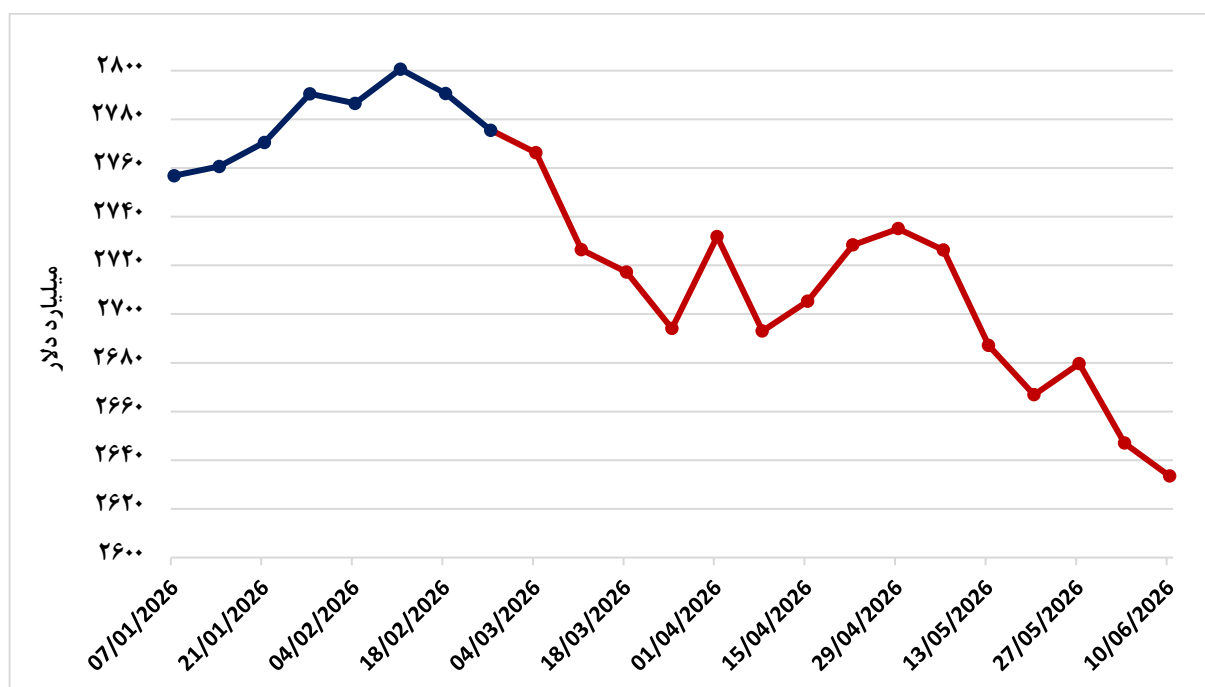
داده دیگری که برای بررسی فروش اوراق بدهی آمریکا توسط خارجی‌ها استفاده می‌شود، داده ذخایر اوراق بدهی کشورهای خارجی است که به صورت امنی نزد فدرال رزرو نگهداری می‌شود. گفتنی است که تمام ذخایر کشورهای

1. Ministry of Finance

۲. البته بخش کوچک‌تری از این کاهش صرفاً ناشی از افت ارزش این اوراق و بالا رفتن نرخ بهره بوده است، اما بخش اصلی تغییرات، به فروش اوراق آمریکا اختصاص دارد.



خارجی از اوراق بدهی آمریکا در فدرال رزرو نگهداری نمی‌شود، بنابراین تحولات این متغیر با داده‌های خزانه‌داری لزوماً یکسان نیست. شکل ۲۷ تحولات این ذخایر را نشان می‌دهد.



شکل ۲۷. نمودار ذخایر امانی کشورهای خارجی از اوراق بدهی آمریکا نزد فدرال رزرو [۱۹]

برخلاف داده نگهداری اوراق بدهی توسط کشورهای خارجی که توسط خزانه‌داری منتشر می‌شود، این داده از نظر زمانی تأخیری نداشته و به صورت هفتگی به روزرسانی می‌شود.^۱ تا روز ۱۰ ژوئن، این ذخایر بیش از ۱۴۰ میلیارد دلار نسبت به ابتدای جنگ کاهش یافته‌اند.

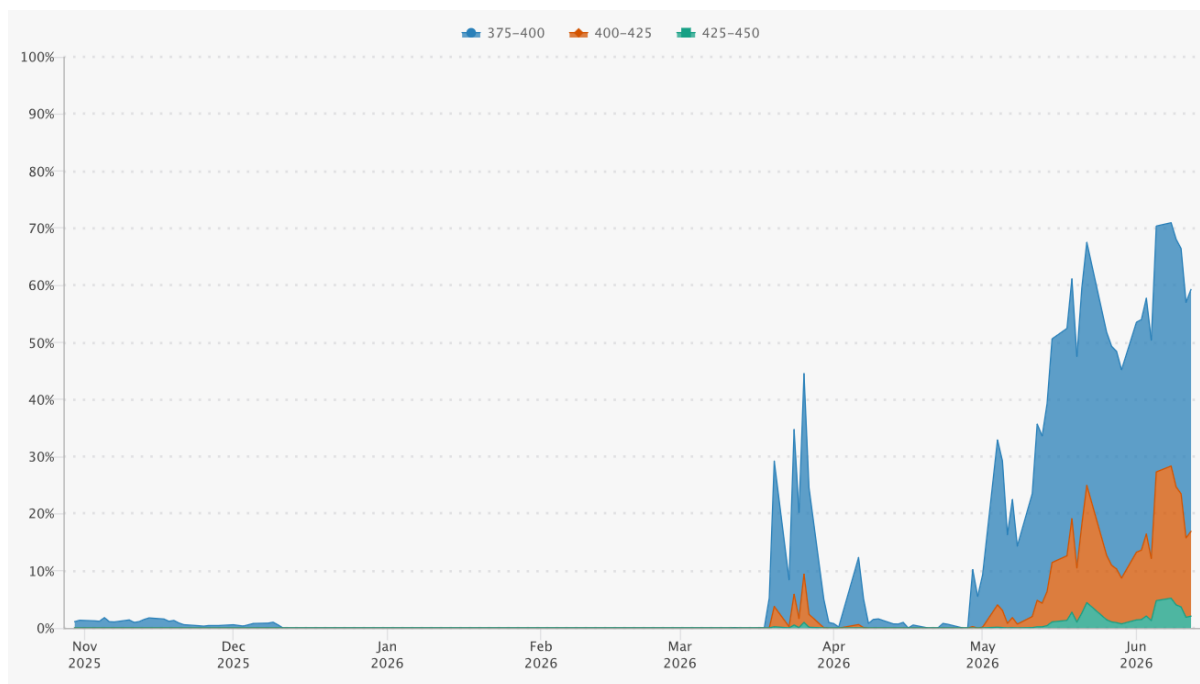
– افزایش نرخ بهره سیاستی فدرال رزرو:

چنانچه پیش‌تر نیز بیان شد، مهم‌ترین عامل مؤثر بر نرخ بهره در اقتصاد آمریکا، نرخ بهره سیاستی فدرال رزرو است. این نهاد با توجه به ارزیابی خود از متغیرهای اقتصادی آمریکا، به خصوص وضعیت تورم و بازار کار، نرخ بهره کوتاه‌مدت در بازار بین بانکی را تعیین می‌کند و تحولات سایر نرخ‌های بهره از جمله نرخ بهره اوراق مالی دولتی و شرکتی و همچنین نرخ بهره تسهیلات بانکی برای بنگاه‌ها و خانوارها نیز نرخ بهره سیاستی فدرال رزرو را دنبال می‌کند. از این رو افزایش این نرخ، به افزایش هزینه‌های تأمین مالی برای دولت، بنگاه‌ها و خانوارهای آمریکایی منجر خواهد شد.

پیش از جنگ رمضان روند کاهش نرخ‌های بهره توسط فدرال رزرو برقرار بوده و به‌ویژه در چهارماهه انتهایی سال ۲۰۲۵، فدرال رزرو سه بار نسبت به کاهش نرخ بهره اقدام کرده بود. با وجود این دولت آمریکا این کاهش‌ها را کافی ندانسته و از این رو رئیس‌جمهور آمریکا بارها مستقیماً با رئیس وقت فدرال رزرو وارد جدال‌های لفظی و سیاسی شده

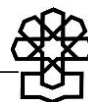
۱. البته به علت اختلاف در تعاریف، لزوماً با داده خزانه‌داری یکسان نیست، اما این هر دو داده معمولاً در یک جهت تغییر می‌کنند و از داده فدرال رزرو به عنوان پیش‌نگر داده‌های اصلی خزانه‌داری استفاده می‌شود.

بود. در این فضا و نیاز شدید دولت آمریکا به کاهش نرخ‌های بهره، انسداد تنگه هرمز و شوک تورمی ناشی از جهش قیمت انرژی در جنگ رمضان نه‌فقط باعث توقف روند کاهش‌های بهره شده، بلکه احتمال بازگشت فدرال رزرو به سیاست افزایشی نرخ بهره را نیز تا حد زیادی افزایش داده است. در واقع جنگ ایران به از دست رفتن فرصت کاهش بیشتر نرخ بهره برای تسهیل تأمین مالی صنعتی و کاهش فشار بر بدهی‌های دولت آمریکا منجر شده است و هم‌اکنون انتظارات بر افزایش نرخ بهره تأکید دارد. شکل ۲۸ احتمال افزایش نرخ بهره سیاستی فدرال رزرو تا پایان سال ۲۰۲۶ را براساس پیش‌بینی بازارهای مالی نشان می‌دهد.



شکل ۲۸. نمودار احتمال افزایش نرخ بهره سیاستی فدرال رزرو تا پایان سال ۲۰۲۶ (آبی: یک بار افزایش، قرمز: دو بار افزایش، سبز: سه بار افزایش) [۲۰]

همان‌طور که در شکل ۲۸ مشاهده می‌شود، تا قبل از جنگ رمضان بازارهای مالی هیچ شانس برای افزایش نرخ بهره فدرال رزرو تا پایان سال ۲۰۲۶ قائل نبوده و احتمال آن را برابر صفر ارزیابی کرده‌اند. با این حال، از هفته سوم جنگ این احتمال افزایش یافته و در خلال جنگ ۴۰ روزه این احتمال به سطح ۴۴ درصد نیز رسیده است. در میانه ماه آوریل و پس از برقراری آتش‌بس، احتمال افزایش نرخ بهره مجدداً تا زیر ۱ درصد کاهش یافته است. اما از اوایل ماه مه و با بروز پیامدهای تورمی شوک قیمت انرژی در اقتصاد آمریکا، این احتمال مجدداً روند افزایشی پیدا کرده و تا سطح ۷۰ درصد نیز رسیده است. هم‌اکنون به واسطه انتشار اخبار پایان جنگ و توافق، بازارهای مالی پیش‌بینی می‌کنند به احتمال بیش از ۵۰ درصد، فدرال رزرو نرخ بهره سیاستی خود را حداقل یک بار تا پایان سال ۲۰۲۶ افزایش دهد.



۸. جمع‌بندی

پیامدهای اقتصادی جنگ با ایران، انسداد تنگه هرمز و افزایش قیمت جهانی نفت و فراورده‌های نفتی بر متغیرهای مختلف اقتصاد آمریکا یکسان نبوده است. مهم‌ترین تحولات متغیرهای اقتصادی و شاخص‌های بازارهای مالی آمریکا در چهار ماه پس از جنگ را می‌توان به این صورت خلاصه کرد:

۱. پیامدهای اقتصادی جنگ تأثیر چندانی بر شاخص‌های تولید و رشد اقتصادی آمریکا نداشته است. به‌طوری‌که علی‌رغم رشد اقتصادی پایین‌تر از پیش‌بینی بازارهای مالی در فصل اول سال جاری، چشم‌انداز نهادهای بین‌المللی از رشد اقتصادی سال ۲۰۲۶ آمریکا نسبت به پیش‌بینی‌های پیش از جنگ تغییر خاصی نکرده است و نزدیک به میانگین بلندمدت ۲ درصد قرار دارد. شاخص تولیدات صنعتی هم پس از افت نسبی در ماه مارس، پس از آتش‌بس به روند روبه‌رشد عادی خود بازگشته است.

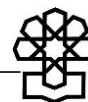
۲. در حوزه قیمت‌ها، افزایش قیمت انرژی مستقیماً سبب اوج‌گیری شاخص‌های تورم و انتظارات تورمی آمریکا شده است. تا پایان ماه مه میلادی، تورم نقطه‌به‌نقطه تولیدکننده از مقدار پیش از جنگ ۳.۹ درصد به ۶.۵ درصد و تورم مصرف‌کننده از ۲.۴ به ۴.۲ درصد رسیده است. البته در ماه ژوئن و به دنبال کاهش قیمت نفت و امضای تفاهم‌نامه اسلام‌آباد، نرخ تورم آمریکا قدری کاهش یافت.

۳. رفتار شاخص‌های اصلی بازار سهام آمریکا کاملاً مطابق با ریسک‌های مرتبط با جنگ و تشدید تنش بوده است. تا پایان ماه اول جنگ رمضان دو شاخص اصلی بازار سهام آمریکا با افت بیش از ۷ درصدی مواجه شدند. اما با آغاز روند کاهش تنش، اعلام آتش‌بس و در نهایت امضای تفاهم‌نامه پایان جنگ، این شاخص‌ها ریزش زمان جنگ را جبران کردند و سقف تاریخی جدیدی را به ثبت رساندند. با این حال، بخش عمده رشد اخیر بازار سهام متأثر از رشد قیمت سهام مرتبط با هوش مصنوعی بوده است و سهام شرکت‌های سایر بخش‌ها، از جمله بخش صنعت، چنین رشدی را تجربه نکردند.

۴. بازار اوراق بدهی و نرخ بهره اوراق دولتی آمریکا بیشترین تأثیر را از تحولات جنگ رمضان پذیرفته‌اند. به‌علت افزایش انتظارات تورمی و تضعیف احتمال کاهش نرخ بهره سیاستی فدرال رزرو، نرخ بهره اوراق دولتی ۲ ساله و ۱۰ ساله آمریکا به ترتیب با افزایش ۰.۷۵ و ۰.۵۴ درصدی روبه‌رو شده‌اند که با توجه به حجم بالای اوراق بدهی دولت آمریکا و نیاز به تأمین مالی مجدد اوراق سررسید شده، هزینه قابل توجهی را به بودجه دولت آمریکا تحمیل می‌کند. همچنین ریسک اعتباری این اوراق نیز افزایش یافته است؛ به‌طوری‌که حق بیمه اوراق دولتی ۲ ساله آمریکا از ۱۶ واحد پایه به نزدیکی ۳۰ واحد پایه رسیده است.

به‌طور کلی می‌توان گفت پیامدهای شوک عرضه ناشی از افزایش قیمت انرژی تأکون اثر منفی خاصی بر متغیرهای بخش حقیقی اقتصاد آمریکا نداشته و عمدتاً به صورت یک شوک تورمی جذب شده است. با این حال، این احتمال وجود دارد که با تداوم اخلاف در بازار نفت یا تشدید مجدد تنش‌های نظامی و بازگشت قیمت انرژی به سطوح اوج دوران جنگ ۴۰ روزه، آثار اقتصادی به افزایش قیمت‌ها و فشار تورمی محدود نماند و از مجرای افزایش نرخ‌های بهره و افزایش هزینه تأمین مالی دولت، بنگاه‌ها و خانوارهای آمریکایی، به بخش حقیقی اقتصادی منتقل شود.

- [1] Organisation for economic co-operation and development, "OECD economic outlook, interim report march 2026," 2026.
- [2] International monetary fund (IMF), "World economic outlook, april 2026: Global economy in the shadow of war," 2026.
- [3] World bank, "Global economic prospects june 2026," 2026.
- [4] Federal reserve bank of Atlanta, "GDPNow," [Online]. Available: atlantafed.org/research-and-data/data/gdpnow.
- [5] Bureau of economic analysis, [Online]. Available: bls.gov.
- [6] Federal reserve, "Industrial production and capacity utilization," [Online]. Available: federalreserve.gov/releases/g17/current/default.htm. [Accessed 15 May 2026].
- [7] "Trading Economics," [Online]. Available: tradingeconomics.com/.
- [8] Federal reserve system, "Summary of commentary on current economic conditions by federal reserve district: april 2026," 2026. [Online]. Available: federalreserve.gov/monetarypolicy/beigebook202604-summary.htm.
- [9] Federal reserve system, "Summary of commentary on current economic conditions by federal reserve district: may 2026," 2026. [Online]. Available: federalreserve.gov/monetarypolicy/beigebook202605-summary.htm.
- [10] Federal reserve system, "Summary of commentary on current economic conditions by federal reserve district: july 2026," 2026. [Online]. Available: federalreserve.gov/monetarypolicy/beigebook202607-summary.htm.
- [11] C. J. Waller, "Policy risks have changed," 2026. [Online]. Available: federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20260522a.htm.
- [12] L. D. Cook, "The opportunities and eisks AI presents for the economy and financial system," 2026. [Online]. Available: federalreserve.gov/newsevents/speech/cook20260527a.htm.
- [13] P. N. Jefferson, "Global economic developments and the U.S. economy," [Online]. Available: federalreserve.gov/newsevents/speech/jefferson20260527a.htm.
- [14] "TradingView," [Online]. Available: tradingview.com.
- [15] FactSet, "S&P 500 earnings season update: june 12, 2026," insight.factset.com/topic/earnings, 2026.
- [16] "investing.com," [Online]. Available: investing.com.
- [17] Japan ministry of finance, "Foreign exchange intervention operations (april 28, 2026 – may 27, 2026)," 2026. [Online]. Available: mof.go.jp/english/policy/international_policy/reference/feio/monthly/20260529e.html.
- [18] "Major foreign holders of treasury securities," [Online]. Available: ticdata.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/slt_table5.html.



-
- [19] Federal reserve bank of St. Louis, "Memorandum Items: custody holdings: marketable U.S. treasury securities: wednesday level (WMTSECL1)," [Online]. Available: fred.stlouisfed.org/series/WMTSECL1#.
- [20] CME group, "FedWatch," [Online]. Available: cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html.

گزیده سیاستی

افزایش قیمت نفت از طریق کاهش ارزش اوراق بدهی دولت آمریکا، افزایش شدید نرخهای بهره و هزینههای تأمین مالی اقتصاد آمریکا در جنگ رمضان، علاوه بر فشار بودجهای آتی بر دولت آمریکا، با تأخیر زمانی بر متغیرهایی نظیر تولید و سرمایه‌گذاری نیز تأثیرات منفی چشمگیری وارد خواهد کرد.



مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان پاسداران، روبروی پارک نیاوران (ضلع جنوبی، پلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۳۰۰۰ صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۸۵۵ پست الکترونیک: mrc@majles.ir

وبسایت: rc.majles.ir