

به نام خدا



مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

تحلیل تأثیر کاهش قیمت نفت خام بر بازار سرمایه

سید امیر حسین اعظمی

کد گزارش: ۹۳-۲۹-۲۰۱۵

تاریخ: دی ۱۳۹۳

چکیده

مسأله افت شدید قیمت‌های جهانی نفت خام طی ماه‌های پایانی سال ۲۰۱۴ و اوایل سال ۲۰۱۵ (تاکنون)، چالشی جدی برای کشورهای صادرکننده نفت من جمله ایران می‌باشد. تحلیل‌های گوناگونی از سقوط قیمت‌های نفت خام صورت گرفته است. در این نوشتار صرف نظر از عوامل سیاسی این رویداد که نقش کلیدی نیز در تحلیل مسائل نفت دارد، به جنبه‌های اقتصادی و مالی آن پرداخته شده است. در ابتدا به تأثیر رشد اقتصاد جهانی در کاهش قیمت نفت پرداخته می‌شود؛ سپس تأثیر عرضه نفت اوپک و غیر اوپک، تقاضای نفت کشورهای OECD و غیر OECD، بازار مالی و ذخایر نفت بر کاهش قیمت نقدی نفت بررسی می‌شود. همچنین بر اساس روند شاخص سهام بورس، نرخ بهره و شاخص تورم کشورهای عمده وارد کننده نفت دنیا و صادر کننده نفت حوزه خلیج فارس به تحلیل تأثیر کاهش قیمت نفت بر روی شاخص سهام پرداخته خواهد شد و در آخر وضعیت ایران بررسی و پیشنهادهایی برای بازار سرمایه ایران ارائه می‌گردد.

کلید واژه: قیمت نفت خام، اوپک، OECD، نرخ بهره، شاخص سهام.

با تشکر از جناب آقای مجید کریمی جهت ویراستاری نگارشی و محتوایی متن

دلایل افت قیمت نفت خام

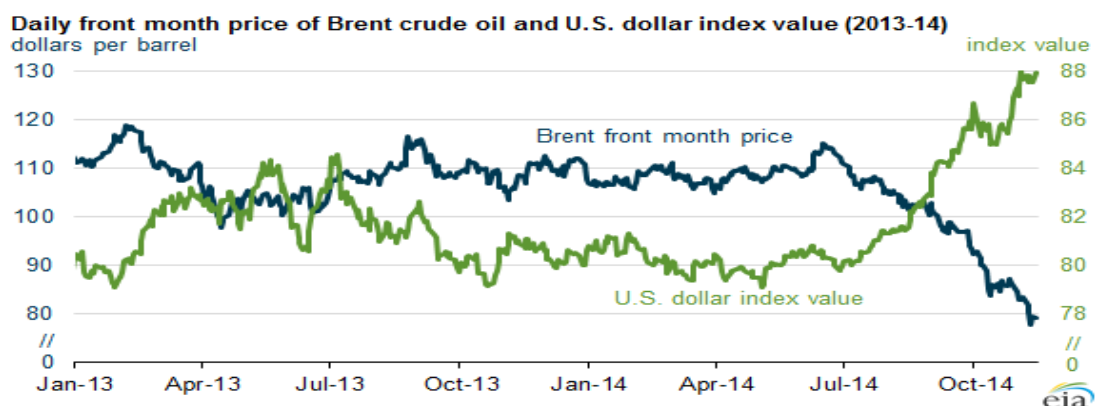
برای افت شدید قیمت‌های نفت خام طی چند ماه اخیر تحلیل‌های متعددی صورت گرفته که به اختصار به اهم تحلیل‌های داخلی و خارجی صورت گرفته از این رویداد می‌پردازیم. و از این رهگذر به تحلیل نوسانات شاخص‌های سهام بازارهای حوزه خلیج فارس و کشورهای وارد کننده عمده نفت خواهیم پرداخت.

الف) تأثیر کاهش رشد اقتصاد جهانی بر قیمت نفت و ارز

از ماه آگوست ۲۰۱۴ بازارهای نفت خام و ارز تحت تأثیر انتظارات کاهشی رشد اقتصاد کشورهای جهان غیر از ایالات متحده قرار گرفتند. طی ماه‌های اخیر، قیمت‌های شکل گرفته در هر دو بازار نفت و دلار که از نگرانی‌ها درباره کاهش آتی تقاضای جهانی ایجاد شده، روندهای تثبیت شده گذشته را شکسته است. وضعیت روند جاری شاخص دلار و قیمت‌های نفت که در جهت مخالف یکدیگر حرکت کرده است، نشانگر تضاد شدید اختلال در عرضه نفت خام یا ریسک‌های ژئوپولیتیکی است که منجر به افزایش شاخص دلار و قیمت‌های نفت خام شده است.

اقتصاد آمریکا طی نه ماه اول سال ۲۰۱۴ شاهد نرخ رشد ۳.۵٪ بوده است، این در حالی است که داده‌های اقتصادی از کشورهای اروپایی و چین کاهش تقاضای انتظاری برای نفت خام را نشان می‌دهد. طبق آمار منتشره، رشد تولید ناخالص داخلی اروپا در نه ماه اول ۲۰۱۴، ۰.۲٪ و نرخ تورم در سپتامبر و اکتبر حدود ۰.۳٪ یا ۰.۴٪ بوده است. در همین فاصله زمانی رشد تولید ناخالص داخلی چین ۷.۳٪ بوده که در پایین‌ترین سطح از سال ۲۰۰۹ قرار گرفته است.

واگرایی انتظارات رشد میان ایالات متحده و دیگر کشورها نیز در بازارهای ارز نمایانگر شده است. بانک‌های مرکزی کشورهای غیر از ایالات متحده مانند کشورهای اروپایی و ژاپن به منظور تحریک رشد اقتصادی، اقدام به اجرای سیاست‌های انبساط کمی^۱ و کاهش نرخ بهره کرده‌اند. در ایالات متحده به دلیل رشد بالای اقتصادی، فدرال رزرو سیاست انبساط کمی را متوقف کرده و برای سال آینده احتمالاً نرخ بهره را افزایش خواهد داد. تأثیر این تغییر مخالف در سیاست‌های پولی، افزایش ارزش دلار آمریکا در مقابل سایر ارزها است (www.eia.gov).

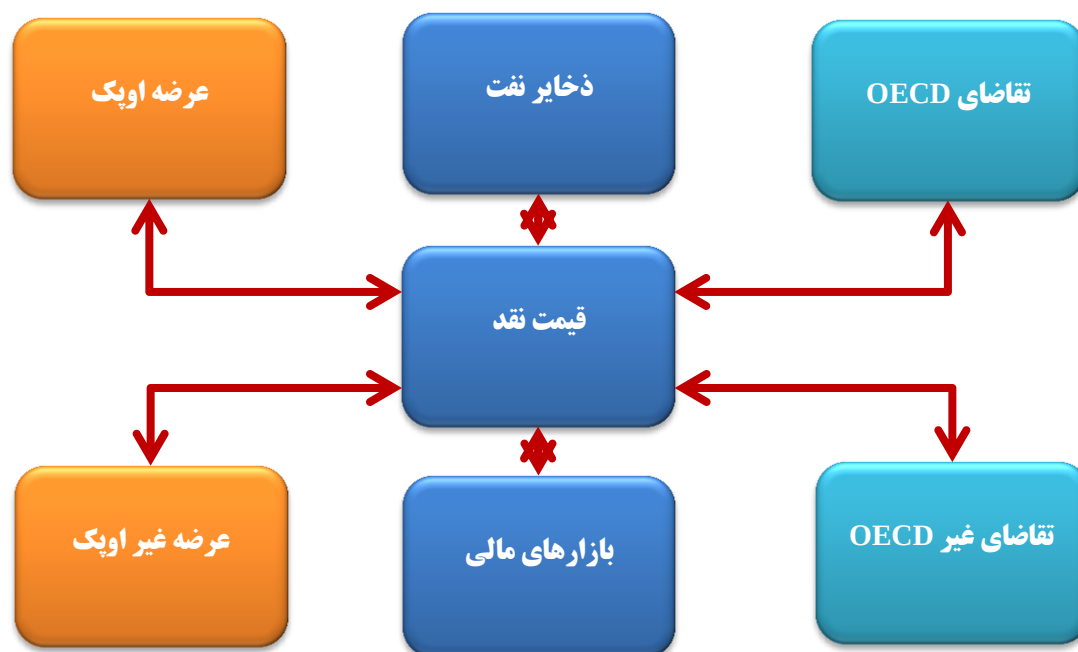


^۱ Quantitative easing: یک سیاست پولی غیر متعارف است که در آن بانک مرکزی به منظور کاهش نرخ‌های بهره و افزایش عرضه پول اوراق بهادار دولتی یا سایر اوراق بهادار را از بازار خریداری می‌کند.

یکی از تأثیرات غیر مستقیم کاهش رشد اقتصاد جهانی در مقابل آمریکا، کاهش رشد تقاضا برای کالاهای زیربنایی مانند آهن، فولاد، سیمان و سایر انرژی‌های مصرفی خواهد بود. بنابراین شرکت‌های تولید کننده این اقلام با کاهش سود روبه‌رو خواهند بود. و در صورتی که سهم این صنایع در شاخص بازارهای مالی یک کشور قابل توجه باشد، احتمال افت شاخص‌ها در کوتاه مدت را به همراه خواهد داشت.

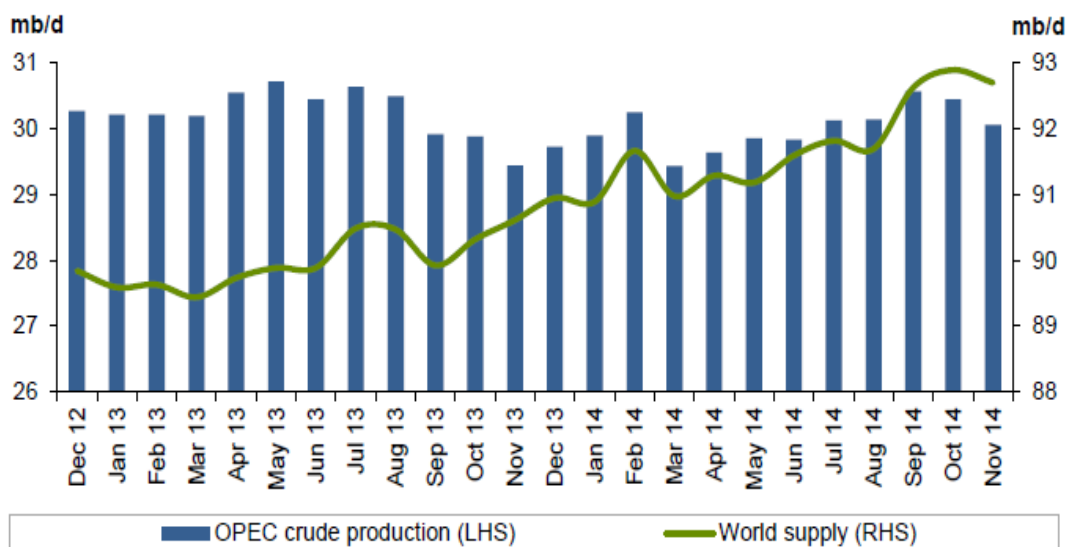
ب) فاکتورهای موثر بر قیمت نفت خام

عوامل مختلفی بر روی قیمت‌های نفت تأثیر گذار هستند. مدیریت اطلاعات انرژی آمریکا (eia) هفت عامل را به عنوان عوامل اثر گذار در تعیین قیمت‌های بازار نفت اعلام کرده است. تحلیل‌ها نشان می‌دهد میان قیمت نفت و هر کدام از این هفت عامل ارتباط احتمالی وجود دارد. این هفت عامل عبارتند از:



۱) عرضه نفت اوپک

تولید نفت خام اوپک؛ نسبت به متوسط سال قبل ۲۳۹ هزار بشکه در روز بیشتر بود. تولید نفت کشورهای اوپک تا پایان شش ماهه دوم ۲۰۱۴، ۳۰۶۲۹۰۰۰ بشکه در روز بوده است. در نوامبر ۲۰۱۴ سهم اوپک به ۳۲.۴ درصد از کل تولید نفت جهان کاهش یافت. این در حالی است که در ماه نوامبر ۲۰۱۴، تولید کشورهای غیر اوپک ۰.۲ درصد رشد و کشورهای اوپک ۰.۳۹ درصد کاهش در تولید نسبت به ماه قبل داشته‌اند. در نمودار زیر رشد عرضه جهانی و عرضه اوپک مقایسه شده است.



۲) عرضه نفت غیر اوپک

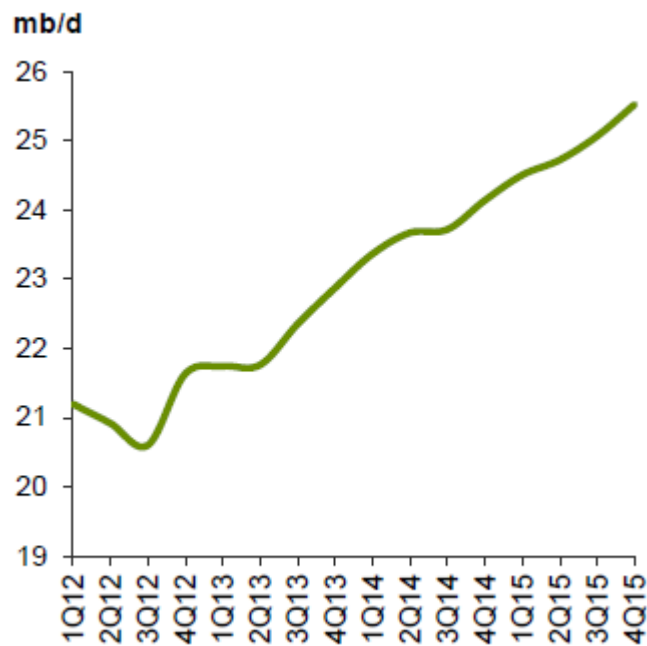
افزایش تولید نفت خام غیر اوپک؛ ۱/۴۵ میلیون بشکه در روز بیش از متوسط تولید سال ۲۰۱۳ این کشورها بوده است.

افزایش تولید نفت خام آمریکا؛ تولید ۸/۸۴ میلیون بشکه در روز، ۱/۴ میلیون بشکه در روز بیش از متوسط تولید سال ۲۰۱۳.

تولید نفت غیرمتعارف^۲ غیر اوپک؛ نسبت به متوسط سال قبل ۲۳۵ هزار بشکه در روز افزایش داشته است.

در مجموع، عرضه نفت کشورهای غیر اوپک ۱.۷۲ درصد نسبت به سال ۲۰۱۳ افزایش داشته است. طبق آمار اوپک کشورهای OECD و آمریکا هر دو ۱.۵۴ درصد افزایش در عرضه نفت داشته‌اند. آمریکا بیشترین درصد تولید نسبت به سال گذشته را در میان کشورهای غیر اوپک داشته است. روند رشد تولید نفت برای کشور OECD در نمودار زیر نشان داده شده است.

^۲ Non-conventional oil

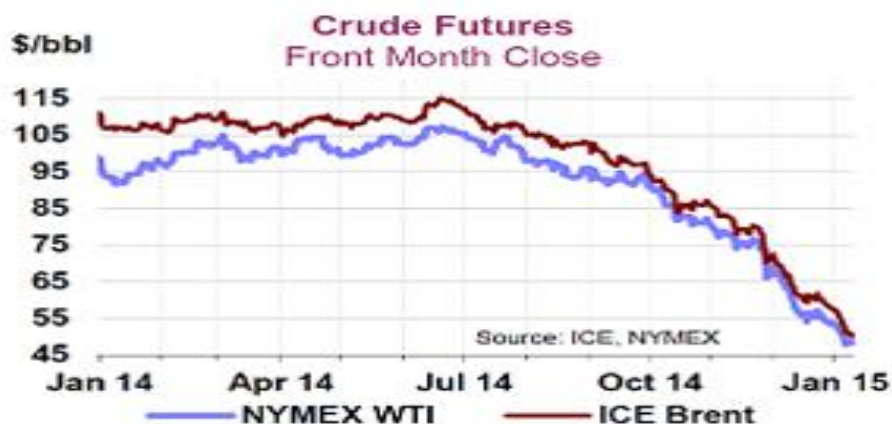


(۳) ذخیره نفت

در اوت ۲۰۱۴ حجم ذخیره سازی فرآورده‌های نفتی در مناطق مختلف جهان در مقایسه با دوره مشابه در سال قبل به جز آمریکا، کاهش یافته ولی شدت آن در OECD بیش از سایر نقاط جهان بوده است و حجم ذخیره-سازی نفت خام در تمام مناطق به استثنای ایالات متحده آمریکا افزایش یافته است. از جمله دلایل افزایش ذخیره سازی نفت خام می‌توان به کاهش تقاضا، افزایش عرضه و کاهش عملکرد پالایشی اشاره کرد.

(۴) قیمت‌های نقد^۳

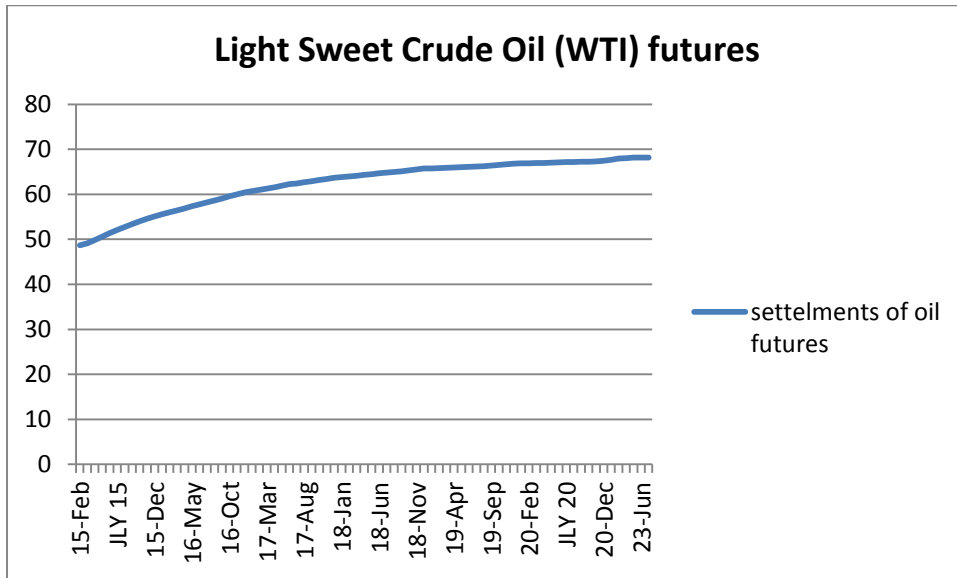
از آنجا که نفت خام در بازارهای جهانی مبادله می‌شود، روند بسیاری از قیمت‌های نفت خام همگرا به یکدیگر می‌باشند. هر چند میان قیمت نفت خام سنگین و سبک همیشه تفاوت وجود داشته است. نوسانات قیمت نفت در کوتاه مدت ذاتاً به تغییرات عرضه و تقاضا پاسخگو است؛ به عبارت دیگر بدون کشش است. در نمودار زیر روند نزولی قیمت‌های جهانی نفت نشان داده شده است.



^۳ Spot price

۵) بازارهای مالی

در حوزه انرژی قراردادهای آتی و اختیار معامله نفت خام سبک شیرین (WTI) بیشترین مبادلات فعال را دارند. WTI به خاطر نقدینگی، تقاضا و شفافیت بالا، نقش مهمی در مدیریت ریسک بخش انرژی ایفا می‌کند. در نمودار زیر قیمت تسویه قرارداد آتی نفت خام سبک شیرین تا سال ۲۰۲۳ میلادی ترسیم شده است. قیمت قراردادهای آتی به نوبه خود نشان دهنده انتظارات آتی از قیمت نقد کالا می‌باشند؛ هر چند انتظارات آتی نیز متأثر از قیمت‌های نقد کنونی می‌باشد. و در سررسید همگرایی قیمت‌های نقد و آتی را منجر خواهند شد. همانطور که مشاهده می‌شود حداکثر قیمت آتی نفت خام تا سال ۲۰۲۳ میلادی بیش از ۷۰ دلار نخواهد بود.



Source: www.cmegroup.com

یکی از نظرات ارائه شده در رابطه با حداکثر افت قیمت نفت خام به این نکته اشاره دارد که قیمت‌ها تا جایی افت پیدا خواهد کرد که هزینه تمام شده تولید نفت غیر متعارف در سایر نقاط جهان و از جمله نفت غیر متعارف آمریکا را پوشش دهد. یکی از دلایل افت مکرر قیمت نفت تخمین‌هایی است که از هزینه تمام شده این نوع نفت ارائه می‌گردد و انتظار می‌رود با گسترش این تکنولوژی هزینه تمام شده آن کاهش یابد. افت قیمت نفت پاسخی در رابطه با این انتظارات است. البته هنوز اطلاعات دقیقی از هزینه اجرای این تکنولوژی در تولید نفت در دسترس نمی‌باشد. بر اساس تحلیل‌های صورت گرفته توسط برخی متخصصان هزینه تمام شده تولید نفت غیر متعارف آمریکا در حدود ۷۰ دلار در نظر گرفته شده بود. هر چند انتظارات از کاهش هزینه تولید نفت خام غیرمتعارف تا حدود ۴۰ دلار نیز تخمین زده شده است.

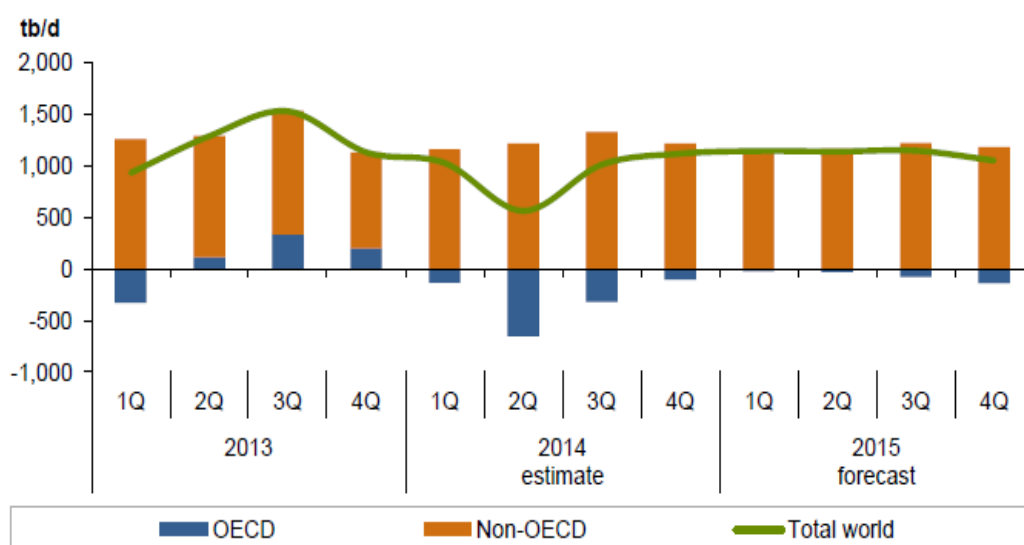
۶) تقاضای نفت OECD

در سال ۲۰۱۴ تقاضای کشورهای OECD در حدود ۲۰۰ هزار بشکه در روز کاهش یافت. عمده کاهش نیز در اروپا و ژاپن اتفاق افتاده است. مصرف نفت ژاپن در سال ۲۰۱۴ در حدود ۱۳۰ هزار بشکه در روز کاهش یافته و در عوض مصرف گاز طبیعی و زغال سنگ در بخش نیروگاه‌ها افزایش یافته است. مصرف نفت کشورهای اروپایی عضو OECD در سال ۲۰۱۴ در حدود ۱۳۰ هزار بشکه در روز کاهش داشته است. مصرف نفت آمریکا نیز در مقایسه با سال ۲۰۱۳ در حدود ۴۰ هزار بشکه در روز کاهش یافت. طبق آمار اوپک، تقاضای کل نفت

خام کشورهای OECD در مقایسه با سال ۲۰۱۳، ۰.۶۵ درصد کاهش داشته است. این در حالی است که مجموع تقاضای جهانی نفت ۱.۰۴ درصد نسبت به سال ۲۰۱۳ رشد داشته است.

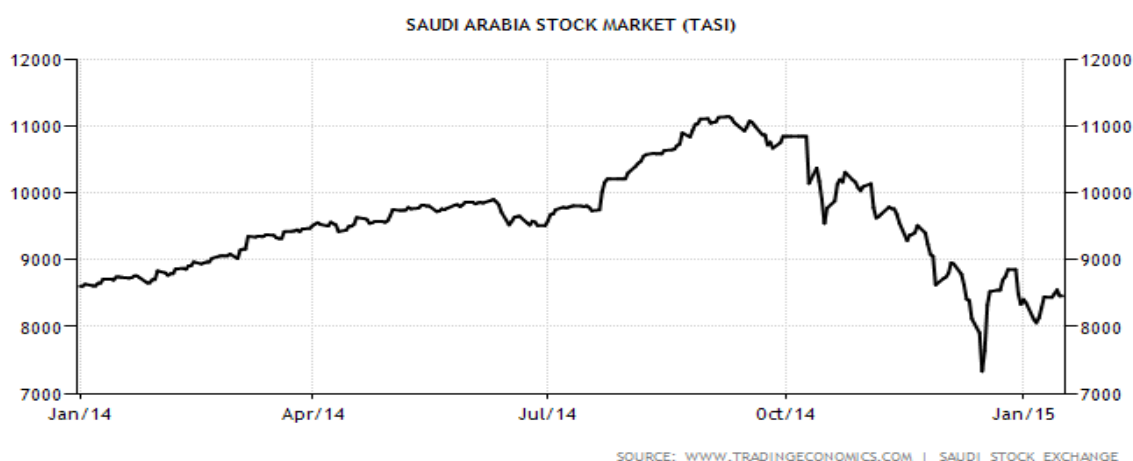
(۷) تقاضای نفت غیر OECD

در سال ۲۰۱۴ بیشترین رشد مصرف نفت متعلق به کشورهای غیر OECD بوده است. کشور چین با رشد ۳۷۰ هزار بشکه در روز بالاترین سهم رشد مصرف را داشت (۳.۴۹ درصد بیش از سال ۲۰۱۳). این در حالی است که نرخ رشد اقتصادی و رشد مصرف چین در مقایسه با سال‌های قبل از ۲۰۱۲ ملایم تر شده است. کشورهای خاورمیانه، آمریکای لاتین، آفریقا به ترتیب با رشد ۳.۵۳، ۳.۴۵، ۲.۴۷ درصد در تقاضا همراه بوده‌اند.



در نمودار زیر رشد تقاضای نفت جهان به تفکیک کشورهای OECD و غیر OECD نشان داده شده است.

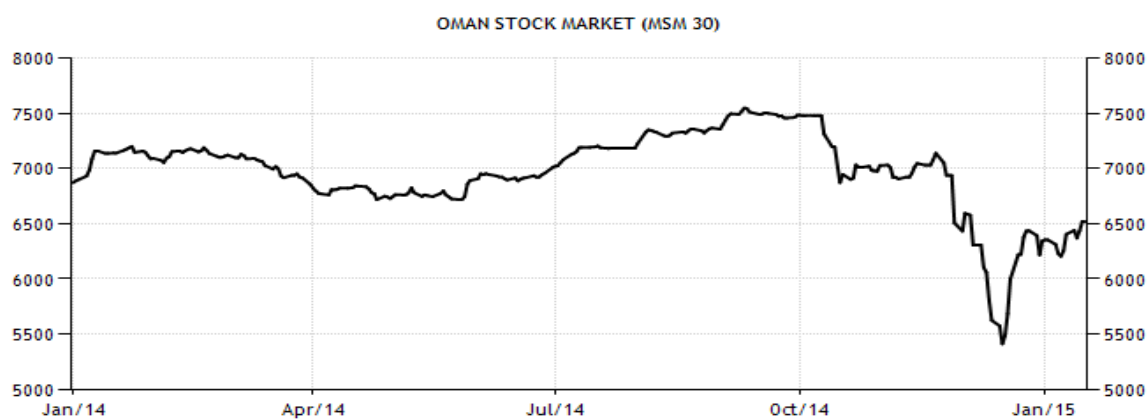
(ج) نمودار روند شاخص سهام برخی کشورهای صادر کننده نفت خلیج فارس (jan2014-jan2015)



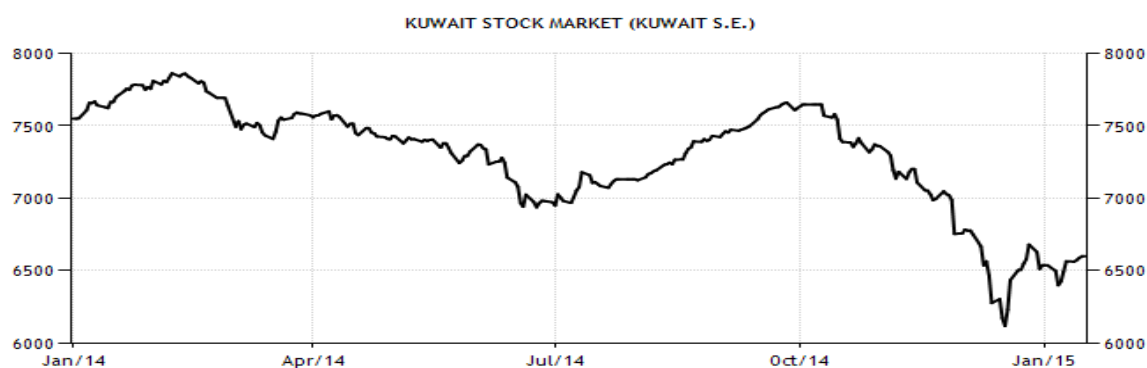
SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | SAUDI STOCK EXCHANGE



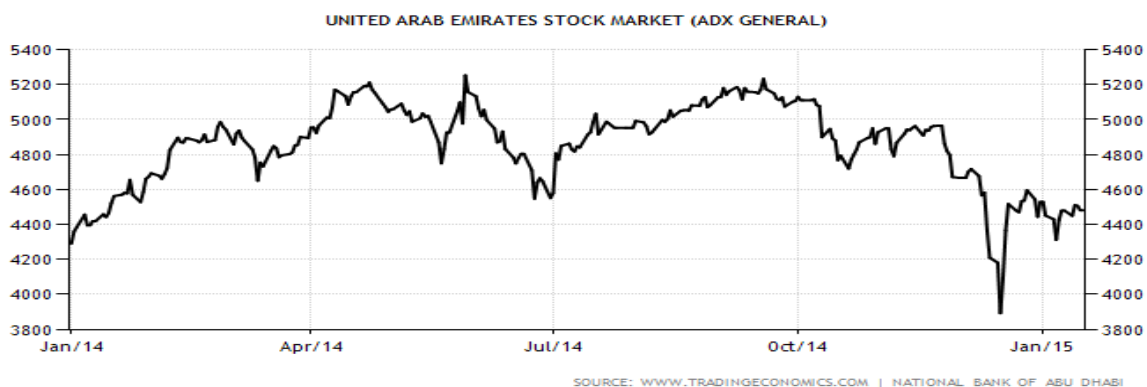
SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | QATAR EXCHANGE



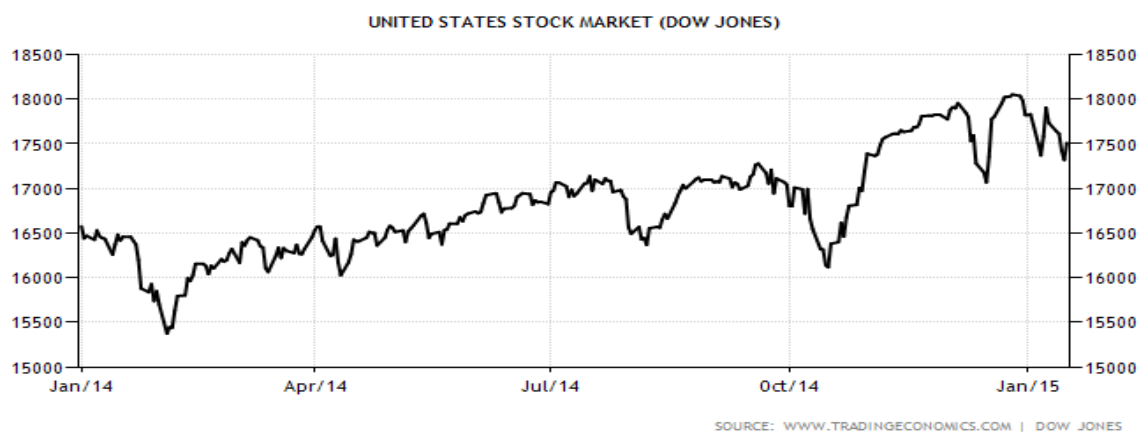
SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | MUSCAT SECURITIES MARKET



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | KUWAIT STOCK EXCHANGE

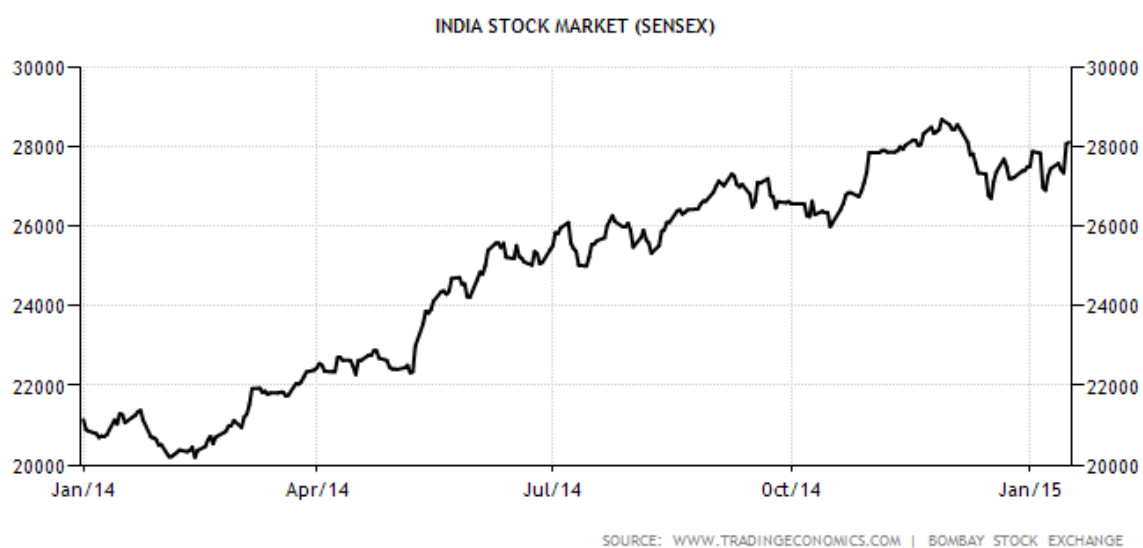


(د) روند شاخص داوجنز آمریکا

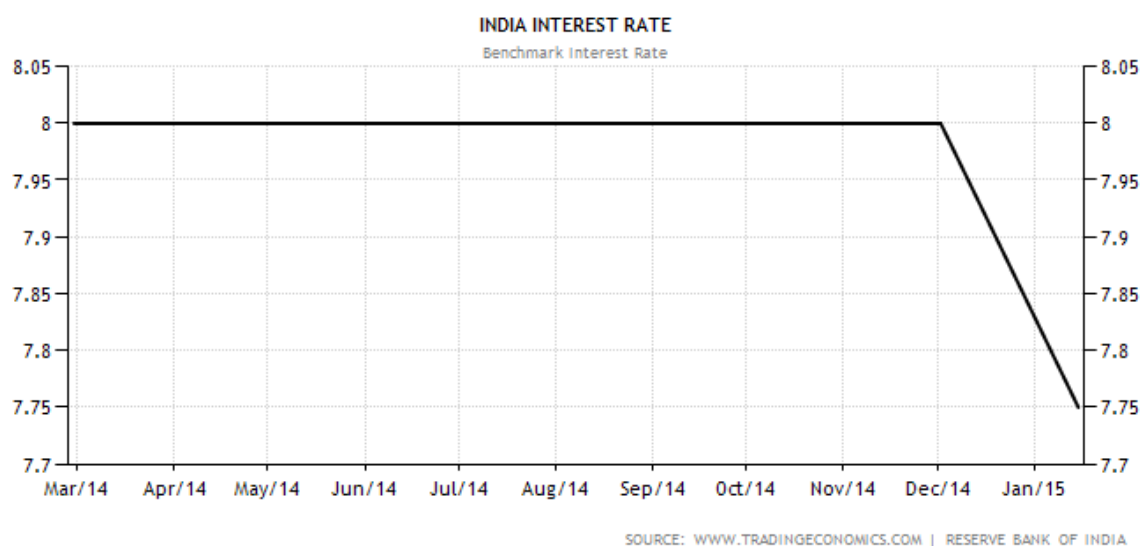


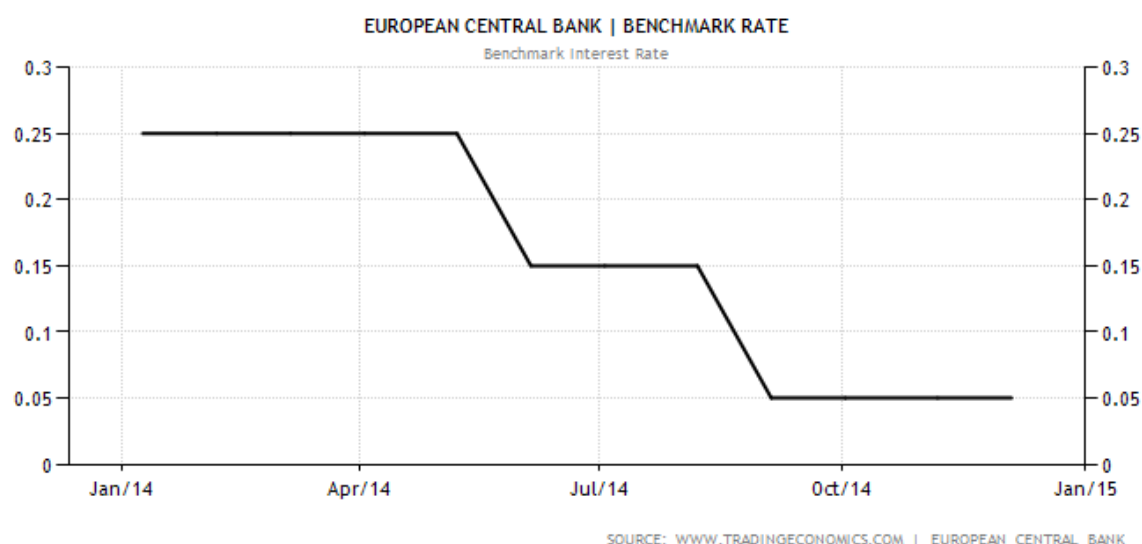
(ه) روند شاخص سهام کشورهای واردکننده عمده نفت خام





(و) نرخ بهره کشورهای واردکننده نفت خام





ز) تحلیل اقتصادی

در کشورهای واردکننده عمده نفت خام مانند چین، هند و برخی از کشورهای اروپایی مانند ایتالیا، فرانسه، انگلستان و دیگر کشورهای اتحادیه اروپا با توجه به کاهش قیمت‌های جهانی نفت خام و کاهش هزینه تولیدات بنگاه‌های تولیدی، طی چند ماه اخیر شاهد کاهش نرخ تورم در کل اقتصاد این کشورها هستیم. با کاهش نرخ تورم و انتظارات آتی در کاهشی بودن تورم، دولت‌هایی مانند هند، چین و همچنین بانک مرکزی اروپا، اقدام به کاهش نرخ‌های بهره بانکی نموده‌اند. به همین دلیل با توجه به نمودار روند رشد شاخص‌های بازار سهام در کشورهایی همچون چین، هند و برخی از کشورهای اروپایی شاهد روند صعودی آن طی چند ماه پایانی سال ۲۰۱۴ و اوایل سال ۲۰۱۵ هستیم.

همانطور که از نمودار روند شاخص بازارهای سهام کشورهای صادرکننده عمده نفت حوزه خلیج فارس مانند عربستان سعودی، قطر، عمان و امارات متحده مشخص است، این شاخص‌ها یک روند نزولی را تجربه کرده‌اند. از آنجا که اغلب

کشورهای صادر کننده نفت حوزه خلیج فارس وابستگی شدیدی به درآمدهای نفتی دارند و شرکت‌های نفتی این حوزه اغلب وابسته به دولت‌ها می‌باشند. بنابراین دولت‌ها برای جبران کاهش درآمدهای نفتی و یا حفظ درآمدها، مجبور به فروش نفت خام در همان سطح خواهند بود. از آنجا که نرخ بهره کشورهای عربی صادر کننده نفت مانند عربستان، امارات، کویت، عمان، قطر (و همچنین نرخ فد فاند در آمریکا) طی چند ماه اخیر ثابت بوده؛ لذا کاهش (افزایش) شاخص سهام را نمی‌توان تابع مناسبی از نرخ بهره این کشورها در نظر گرفت. نرخ تورم هر یک از این کشورها طی چند ماه گذشته متفاوت بوده است به عنوان مثال تورم عمان، قطر، عربستان سعودی و بحرین کاهشی ولی کشورهایی مانند امارات افزایشی بوده است. این در حالی است که نرخ تورم آمریکا طی چند ماه اخیر کاهشی بوده است. بنابراین عامل تورم در اینجا نمی‌تواند عامل اساسی تحلیل واقع شود.

کشورهای کویت، عمان، امارات، ایران، عراق و تا حدودی کشور عربستان طی ماه‌های اخیر، تولید نفت خام‌شان تقریباً در سطح ثابتی ادامه پیدا کرده است. بنابراین می‌توان گفت نگرانی از کاهش درآمدهای نفتی در کشورهای مذکور یک نتیجه صحیح از کاهش قیمت‌های نفت می‌باشد. از آنجا که کشورهای عربی حوزه خلیج فارس برای توسعه اقتصاد و زیر ساخت‌ها وابستگی شدیدی به دلارهای نفتی خود دارند؛ بنابراین کاهش درآمدهای دلاری حاصل از نفت منجر به کاهش انتظارات سرمایه‌گذاری آتی بنگاه‌های تولیدی و به تبع آن کاهش شاخص سهام‌های این کشورها شده است.

تحلیل تأثیر نفت بر بازار سرمایه ایران متفاوت با سایر کشورها حتی کشورهای عربی حوزه خلیج فارس می‌باشد. از آنجا که شرکت ملی نفت ایران یک شرکت دولتی است و ثانیاً لایحه بودجه ایران وابسته به نفت می‌باشد (در لایحه بودجه پیشنهادی دولت برای سال ۹۴ سهم نفت در بودجه ۳۳ درصد در نظر گرفته شده است)؛ لذا بیشترین بخشی که از کاهش درآمدهای نفتی متضرر می‌شود دولت و زیر مجموعه‌های آن هستند. البته این به این معنا نیست که تأثیری بر بخش خصوصی ندارد. بودجه از دو بخش مصرفی و تملک دارایی‌های سرمایه‌ای تشکیل شده است، در صورت کاهش درآمدهای ارزی بودجه طرح‌های سرمایه کاهش یافته به تبع آن تقاضا برای محصولات شرکت‌هایی مانند سیمان و فولاد کاسته و سود شناسایی شده آنها کاهش می‌یابد. به همین ترتیب شرکت‌هایی که دلار در قیمت نهادهای آنها اثر گذار است با تعدیل سود منفی روبه رو خواهند شد. البته برخی شرکت‌های صادراتی با تعدیل سود مثبت همراه خواهند بود.

چون نفت اغلب بصورت اعتباری به فروش می‌رسد، جریان‌ات نقدی آن با تأخیر به کشور وارد می‌شود؛ لذا یک احتمال این است که طی ماه‌های آتی با کاهش میزان دلار موجود در اختیار دولت، و کاهش تخصیص آن به بخش خصوصی (در صورت روند نزولی قیمت نفت) قیمت آن با افزایش رو به رو شود. نتیجه این امر در کوتاه مدت حرکت جریان‌ات نقدی مازاد بخش خصوصی از بازار سهام به بازار دلار می‌باشد.

البته عامل دیگری که می‌تواند روند افزایشی یا کاهشی نرخ دلار را تضعیف یا تقویت کند مسئله تحریم‌ها است. در صورت افزایش شدت تحریم‌ها و افزایش نرخ دلار، تورم نیز افزایش خواهد یافت. البته اثر بلند مدت تورم بر شرکت‌های تولیدی رشد قیمت آن‌ها و رشد شاخص می‌باشد.

بنابراین در نتیجه می‌توان گفت تأثیر نفت خام در بازار سرمایه مستقیم نخواهد و اثرگذاری آن از طریق افزایش یا کاهش میزان دلار موجود در اقتصاد و همچنین تأثیر بر شرکت‌های پالایشگاهی و پتروشیمی خواهد بود. اثرات تورمی نیز عامل غیر مستقیم دیگری است که از بخش نفت به بازار سرمایه و بازار پول تحمیل می‌شود.

به منظور جبران کسری تراز عملیاتی بودجه دولت، بازار سرمایه با تقویت بازار اولیه می‌تواند تا حدی جبران کننده شکاف کاهش قیمت نفت از قیمت‌های مورد انتظار باشد.

انتشار اوراق ارزی با حق اختیار خرید یکی از راهکارهایی است که می‌تواند به افزایش حجم ارز در داخل کشور کمک کند. در شرایط کنونی استفاده از اوراق ارزی به منظور تأسیس، تجدید و گسترش صنایع پایین دستی نفت مانند پتروشیمی‌ها و سایر صنایع تبدیلی، جایگزینی برای کاهش وابستگی تأمین مالی حوزه نفت و گاز به منابع نفتی خواهد بود. در بلند مدت، گسترش صنایع پایین دستی حوزه نفت و گاز علاوه بر کاهش خام فروشی نفت، منجر به افزایش ارزش افزوده این صنعت و افزایش درآمدهای ارزی خواهد شد.

منابع

1. OPEC Monthly oil market report, 15 January 2015.
 2. www.cmegroup.com
 3. www.eia.gov
 4. www.gulfbase.com
 5. www.iea.org
 6. www.opec.org
 7. www.tradingeconomics.com
۸. بولتن ماهانه، تحولات بازارهای نفت و گاز، موسسه مطالعات بین المللی انرژی، پژوهشکده اقتصاد انرژی، سال نهم، شماره ۸۷، آبان ۱۳۹۳ (www.iies.org)