

2026 Global Outlook

Pushing limits

BlackRock

BlackRock
Investment
Institute

بولتن خبری-تحلیلی آتیه

شماره ۴۲۷

آذرماه ۱۴۰۴ - دسامبر ۲۰۲۵

تدوین:

روابط عمومی شرکت سرمایه گذاری آتیه اندیشان مس

www.Atiehmes.com

خلاصه مدیریتی

مطالبی که در این شماره می‌خوانید با استناد به نشست مدیران ارشد موسسه سرمایه‌گذاری BlackRock درباره چشم‌انداز اقتصاد جهانی و بازارها و پیامدهای آن و رابطه تضادهای موجود میان ابعاد سرمایه‌گذاری و درآمدهای بالقوه در توسعه زیرساخت‌های هوش مصنوعی تمرکز دارد. گزارش Global Outlook ۲۰۲۶ از BlackRock نشان می‌دهد جهان وارد فاز «رشد ناهمگون» شده؛ دوره‌ای که اقتصادهای بزرگ دیگر هم‌زمان رشد نمی‌کنند. رشد جهانی متوسط و شکننده باقی می‌ماند: آمریکا از رکود نرم عبور می‌کند، اروپا درگیر رشد ضعیف ساختاری است و آسیا به‌ویژه هند و جنوب شرق آسیا به موتور اصلی رشد تبدیل می‌شوند. چین وارد دوره رشد پایین‌تر اما باکیفیت‌تر شده است. تورم کاهش تدریجی دارد اما نرخ‌های بهره برای مدت طولانی بالا می‌مانند و هزینه سرمایه، مدل‌های بدهی‌محور را تحت فشار قرار می‌دهد. هم‌زمان، بلوک‌بندی اقتصادی، جنگ‌های تعرفه‌ای و محدودیت‌های فناوری زنجیره‌های تأمین را منطقه‌ای‌تر می‌کند. هوش مصنوعی و اتوماسیون به اهرم اصلی بهره‌وری تبدیل شده‌اند، اما شکاف دیجیتال عمیق‌تر می‌شود. بدهی دولت‌ها، نابرابری اجتماعی، تهدیدات سایبری و شوک‌های اقلیمی چهار ریسک کلیدی ۲۰۲۶ هستند.

مؤسسه سرمایه‌گذاری بلک‌راک (BlackRock Investment Institute – BII) با تکیه بر تخصص جهانی مدیران ارشد خود و انجام پژوهش‌های اختصاصی، دیدگاه‌ها و تحلیل‌های راهبردی در زمینه‌های اقتصاد کلان، سرمایه‌گذاری پایدار، ژئوپلیتیک و طراحی پرتفوی ارائه می‌دهد. هدف این مؤسسه کمک به مدیران پرتفوی و مشتریان مؤسسه در درک بهتر تحولات بازارهای مالی و اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آگاهانه است.



مقدمه

مدیران ارشد موسسه سرمایه‌گذاری BlackRock، دو مرتبه در سال طی نشست‌های دو روزه گرد هم می‌آیند تا درباره چشم‌انداز اقتصاد جهانی و بازارها و پیامدهای آن بحث و تبادل نظر کنند. گزارش چشم‌انداز جهانی نتیجه این مباحث و جهت‌گیری کلان تحلیل‌های اقتصادی را شکل می‌دهد.

آنچه بیش از پیش روشن شده این است که چارچوب «نیروهای کلان تحول‌ساز» ابزار بسیار مهمی برای فهم محرک‌های اقتصادی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری ناشی از آنهاست. این گزارش بر رابطه تضادهای موجود میان ابعاد سرمایه‌گذاری و درآمدهای بالقوه در توسعه زیرساخت‌های هوش مصنوعی تمرکز دارد و بررسی می‌کند که این روند چگونه با سایر نیروهای کلان از جمله گذار انرژی و آینده نظام مالی تلاقی پیدا می‌کند.

بازارهای جهانی اقتصادی و مالی در حال تحول توسط «نیروهای کلان»، خصوصاً هوش مصنوعی هستند. در حال حاضر فناوری نیاز به سرمایه زیاد دارد و توسعه زیرساخت‌های مرتبط با هوش مصنوعی از نظر مقیاس و سرعت بی‌سابقه است. از این جهت پیش‌بینی مسیر آینده دشوار شده است و هیچ وضعیت خنثی‌ای وجود ندارد.

با این وجود اکنون، زمان مناسب برای سرمایه‌گذاری است؛ یعنی انتخاب برندگان و حذف بازندگان از میان شرکت‌هایی که در موج توسعه هوش مصنوعی پیش‌تاز می‌شوند. سال‌هاست که جهان در دوره‌ای از تحول ساختاری قرار گرفته است. این دوره توسط برخی نیروهای کلان از جمله تنش‌های ژئوپولیتیکی، گذار انرژی و آینده نظام مالی شکل می‌گیرد. اما نیروی آشکار و اصلی امروز، هوش مصنوعی است که توسعه زیرساختی آن با سرعت و مقیاس بی‌سابقه در حال وقوع است. این تحول، سرمایه‌گذاری را از صنایع با سرمایه اندک به صنایع شدیداً سرمایه‌بر منتقل کرده و پیامدهای مالی، فیزیکی و اجتماعی متعددی ایجاد کرده است.

تمرکز حجم معاملات و ارزش بازار نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران ناچارند انتخابی عمل کنند. هوش مصنوعی اکنون مهم‌ترین نیروی بازار است و رشد بی‌سابقه ارزش سهام مرتبط با هوش مصنوعی نیز شاهد این امر است. هزینه‌های سرمایه‌ای مرتبط با هوش مصنوعی چنان زیاد است که تنها درآمدهای بالقوه می‌توانند این هزینه‌ها را توجیه کنند.

نیروی دوم، «اهرم‌سازی» است. مخارج این حوزه اجتناب‌ناپذیر است تا زمانی که منافع حاصل نشود. اما درآمدها در این حوزه با تأخیر محقق می‌شوند، به‌ویژه در دولت‌های که دارای بدهی بالا و فضای مالی محدود هستند. این محیط همچنین سراب تنوع‌بخشی پرتفوی ایجاد کرده است اکنون دیگر تنوع بخشی سنتی جوابگو نیست و پرتفوی‌هایی با ریسک بالا، نیازمند بازنگری سریع هستند.





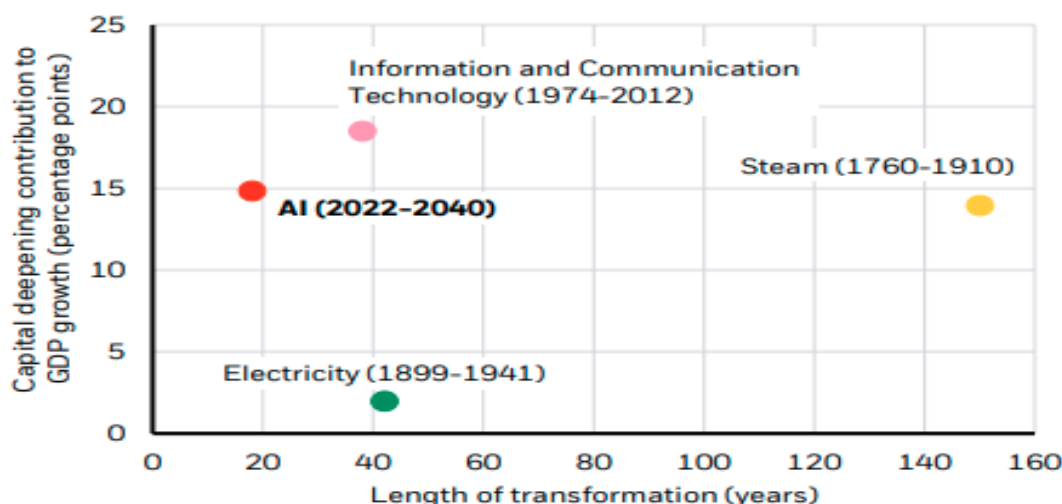
محیط سرمایه‌گذاری

توسعه زیرساخت‌های هوش مصنوعی می‌تواند سریع‌تر و بزرگ‌تر از تمام انقلاب‌های فناوری گذشته باشد. تخمین‌ها نشان می‌دهد هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت‌های آمریکایی حدود ۵.۵ تا ۸.۵ تریلیون دلار تا ۲۰۳۰ خواهد بود. این یک چالش اساسی برای سرمایه‌گذاران است. تطبیق این هزینه‌های بالا و قابل توجه با درآمدهای بالقوه توسعه هوش مصنوعی، نیازمند سرمایه‌گذاری در حوزه‌های محاسبات، داده، مراکز پردازش و انرژی است. شکاف زمانی میان هزینه‌های سرمایه‌ای و درآمدهای آتی باعث شده شرکت‌ها برای تأمین مالی از بدهی استفاده کنند که این امر موجب افزایش اهرم مالی و آسیب‌پذیری‌های جدید می‌شود. این محیط جدید سرمایه‌گذاری دارای ویژگی‌هایی کلیدی است از جمله:

- ✓ اهرم مالی بالاتر و انتشار بیشتر اوراق بدهی
- ✓ هزینه سرمایه بالاتر
- ✓ موجی از درآمدهای حاصل از هوش مصنوعی که در اقتصاد گسترش می‌یابد و بازارها را تغییر می‌دهد
- ✓ تمرکز شدیدتر درآمدها و فرصت‌های تازه برای سرمایه‌گذاری فعال



مدت زمان تداوم و میزان افزایش سرمایه‌گذاری در نوآوری‌های مهم (۱۷۶۰-۲۰۱۲)

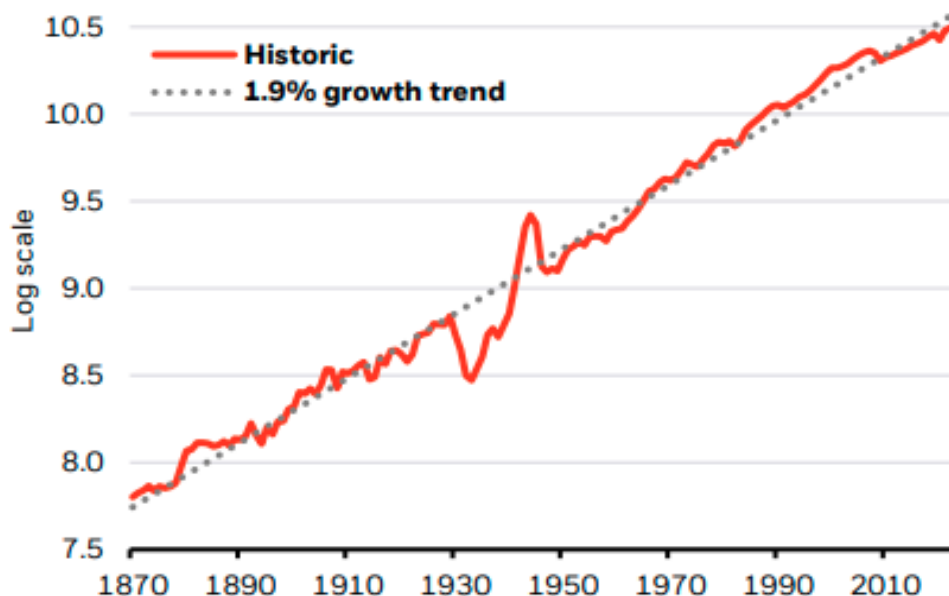


جهش در رشد

بر اساس نظر کارشناسان موسسه سرمایه‌گذاری بلک‌راک، هزینه‌کرد سرمایه‌ای در حوزه هوش مصنوعی همچنان در سال ۲۰۲۶ از رشد اقتصادی حمایت کند، به‌گونه‌ای که سهم این سرمایه‌گذاری‌ها در رشد آمریکا سه برابر میانگین تاریخی آن باشد. این تقویت سرمایه‌بر احتمالاً تا سال آینده ادامه خواهد داشت و رشد اقتصادی را حفظ می‌کند، حتی در شرایطی که بازار کار همچنان در حال سرد شدن است. وضعیت «بدون استخدام، بدون اخراج» به فدرال رزرو اجازه می‌دهد تا در سال ۲۰۲۶ نرخ‌های سیاستی را کاهش دهد، با این حال تورم ممکن است بالاتر از هدف ۲ درصدی فدرال رزرو باقی بماند. علاوه بر این، چشم‌انداز سیاستی و مقرراتی مطلوبی در آستانه انتخابات میان‌دوره‌ای آمریکا مشاهده می‌شود. هرگونه بهبود در اعتماد کسب و کارها و افزایش استخدام می‌تواند دوباره تورم را شعله‌ور کرده و تنش‌های سیاستی مرتبط با پایداری بدهی را بازگرداند. اگر از زاویه‌ای گسترده‌تر نگاه کنیم، هوش مصنوعی احتمالاً همانند سال ۲۰۲۵ همچنان بر تعرفه‌ها و محرک‌های سنتی اقتصاد کلان برتری خواهد داشت. در حالی که روند رشد اقتصادی آمریکا زیر ۲ درصد باقی می‌ماند، جذب این سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌ای به تعدیل‌های بزرگ اقتصاد کلان نیاز خواهد داشت؛ از جمله کنار زدن سایر مخارج غیربخشی غیر مرتبط با هوش مصنوعی در اقتصاد و احتمالاً ایجاد تورم بسیار بالاتر. اما پرسش بزرگ این است که آیا ممکن است رشد اقتصادی آمریکا در نهایت از روند بلندمدت خود عبور کند یا نه. آمریکا در مرز پیشروی اقتصاد جهانی قرار دارد، اما هیچ یک از نوآوری‌های بزرگ ۱۵۰ سال گذشته از جمله بخار، برق و انقلاب دیجیتال نتوانسته‌اند باعث شوند که این کشور از روند رشد ۲ درصدی خود فراتر رود. رسیدن به چنین نقطه‌ای کار بسیار دشواری است. با این حال، برای اولین بار می‌توان تصور کرد که این امکان وجود داشته باشد. زیرا هوش مصنوعی نه تنها خود یک نوآوری است، بلکه پتانسیل آن را دارد که فرآیند نوآوری را نیز نوآرانه کند. هوش مصنوعی می‌تواند به‌طور مستقل مفاهیم جدید را تولید، آزمایش و بهبود دهد. اگر این اتفاق بیفتد، نرخ کشف و ابداع می‌تواند شتاب بگیرد و منجر به پیشرفت‌های علمی مهمی در زمینه‌هایی مانند مواد، دارو و فناوری شود.



تولید ناخالص داخلی سرانه آمریکا و روند بلندمدت آن (۱۸۷۰-۲۰۲۴)



طی ۱۵۰ سال گذشته، رشد اقتصادی آمریکا با وجود انقلاب‌های فناوری گذشته به شکل چشمگیری نزدیک به روند ۲ درصد باقی مانده است. ما بر این باوریم که این تصور وجود دارد که شتاب نوآوری‌های هدایت‌شده توسط هوش مصنوعی بتواند رشد اقتصادی را فراتر از این روند افزایش دهد. برای اینکه آمریکا بتواند از روند رشد ۲ درصدی فراتر رود، نیاز به نوآوری دارد و این امر ابتدا مستلزم سرمایه‌گذاری اولیه بسیار بزرگ است.

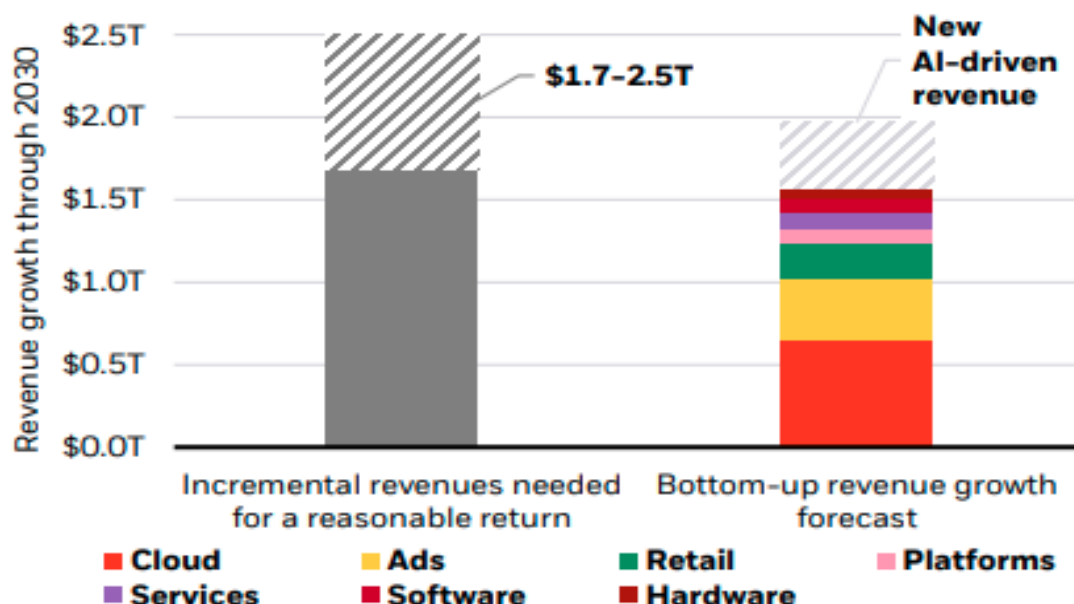


مسائل خرد می‌توانند پیامدهای کلان داشته باشند

گسترش هوش مصنوعی توسط تعداد محدودی شرکت هدایت می‌شود که هزینه‌کردهای آن‌ها به قدری بزرگ است که تأثیرات کلان اقتصادی دارد. برای ارزیابی این شرکت‌ها، باید بررسی کرد که آیا محاسبات کلان اقتصادی با واقعیت مطابقت دارد یا خیر. اگر به بالاترین حد سرمایه‌گذاری‌های برنامه‌ریزی شده در حوزه هوش مصنوعی تا سال ۲۰۳۰ نگاه کنیم، این رقم حدود ۸ تریلیون دلار است. تحلیلگران پیش‌بینی می‌کنند که درآمد سالانه کل شرکت‌های بزرگ فناوری ۱.۶ تریلیون دلار افزایش یابد. این میزان کمتر از درآمد لازم برای دستیابی به نرخ بازده منطقی ۹ تا ۱۲ درصد روی بالاترین سطح سرمایه‌گذاری در هوش مصنوعی است. با این حال پتانسیل واقعی هوش مصنوعی فراتر از خطوط کسب‌وکار موجود است. با نفوذ هوش مصنوعی در اقتصاد، انتظار می‌رود که منابع درآمدی کاملاً جدیدی در بخش فناوری و فراتر از آن ایجاد شود. برای این کار، فرض کنید که از دنیای رشد ۲ درصدی عبور کنیم و هوش مصنوعی با افزایش بهره‌وری ۱.۵ درصد به رشد کمک کند. برآورد ما این است که این امر می‌تواند سالانه ۱.۱ تریلیون دلار به درآمد کل اقتصاد اضافه کند. اما حتی اگر اعداد در سطح کلان منطقی به نظر برسند، هیچ تضمینی وجود ندارد که این درآمدها به سازندگان هوش مصنوعی برسد. اگر سهم بخش فناوری از کل درآمدها از ۲۵٪ کنونی، طبق داده‌های LSEG، به ۳۵٪ افزایش یابد، این معادل ۴۰۰ میلیارد دلار رشد خواهد بود. ترکیب این درآمدهای جدید با برآوردهای کنونی تحلیلگران نشان می‌دهد که این امر می‌تواند بازده منطقی سرمایه‌گذاری را به همراه داشته باشد. ما معتقدیم که هنوز جای رشد برای درآمدهای بخش فناوری وجود دارد، زیرا سازندگان فعلی هوش مصنوعی وارد بخش‌هایی از اکوسیستم فناوری، مانند نرم‌افزار، می‌شوند. توانایی هوش مصنوعی در خودکارسازی وظایف، مانند کدنویسی، به معنای جایگزینی برخی خدمات دیگر فناوری است. با این حال، افزایش درآمدها به طور فزاینده‌ای در سراسر بخش‌ها و اقتصاد پخش خواهد شد. احتمالاً جریان‌های درآمدی کاملاً جدید ایجاد شده توسط هوش مصنوعی نیز توسعه خواهند یافت. نحوه توزیع این درآمدها احتمالاً در حال تکامل است و هنوز نمی‌دانیم چگونه خواهد بود.



برآوردهای رشد سالانه در آمد شرکت‌های آمریکایی تا سال ۲۰۳۰



بهره‌گیری بیشتر از اهرم

غلبه بر چالش مالی مرتبط با گسترش هوش مصنوعی، که شامل سرمایه‌گذاری‌های اولیه قابل توجه و درآمدهای عقب‌افتاده است، نیازمند تأمین مالی بلندمدت است. این بدان معناست که افزایش اهرم مالی اجتناب‌ناپذیر است. این روند از پیش آغاز شده است، همان‌طور که از فروش اوراق قرضه اخیر شرکت‌های بزرگ فناوری مشهود است. بر اساس داده‌های بلومبرگ بزرگ‌ترین مصرف‌کنندگان دارای نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام متوسط ۰.۵۴ برابر تا تاریخ ۲۶ نوامبر ۲۰۲۵ هستند که نشان‌دهنده ظرفیت افزایش اهرم مالی است. انتشار اوراق جدید از سوی شرکت‌های بزرگ فناوری تاکنون با استقبال بازار مواجه شده است. نیازهای مالی مرتبط با سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌های هوش مصنوعی بسیار فراتر از توان داخلی حتی بزرگ‌ترین شرکت‌ها است. با این حال، این وضعیت در حالی رخ می‌دهد که ترازنامه‌های بخش دولتی از قبل دارای اهرم بالایی هستند. بدهی‌های بالا و اولویت‌های مالی رقابتی از جمله تلاش‌های دفاعی کشور آلمان، کسری بودجه‌های فشرده آمریکا و بریتانیا و وعده‌های هزینه‌ای جدید ژاپن نقش بخش دولتی در تأمین مالی گسترش هوش مصنوعی را محدود می‌کند. به همین دلیل انتظار داریم شرکت‌ها به استفاده از بازارهای اعتباری عمومی و خصوصی ادامه دهند که فرصتهایی برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند. افزایش وام‌گیری در بخش‌های دولتی و خصوصی احتمالاً فشار صعودی بر نرخ‌های بهره را حفظ خواهد کرد. هزینه‌های بالای خدمات بدهی یکی از دلایلی است که انتظار داریم پرمیوم مورد انتظار سرمایه‌گذاران برای نگهداری اوراق بلندمدت افزایش یابد و در نتیجه بازده‌ها بالا رود در نتیجه این امر منجر به کاهش وزن سبد در اوراق قرضه بلندمدت خزانه‌داری می‌شود. هوش مصنوعی می‌تواند در نهایت افزایش بهره‌وری لازم برای کاهش بار بدهی عمومی را به ارمغان بیاورد، اما این امر زمان‌بر خواهد بود. هزینه سرمایه‌سازی بالاتر، هزینه سرمایه‌گذاری‌های مرتبط با هوش مصنوعی را افزایش داده و اقتصاد گسترده‌تر را تحت تأثیر قرار می‌دهد.



سیستم با اهرم مالی بالاتر همچنین آسیب‌پذیری بیشتری نسبت به شوک‌ها ایجاد می‌کند، مانند جهش بازده اوراق که ناشی از نگرانی‌های مالی یا تنش‌های سیاستی بین مدیریت تورم و هزینه خدمات بدهی باشد. دولت‌های بدهکار ظرفیت کمتری برای مهار چنین شوک‌هایی دارند. اینجا جایی است که نیازهای مالی هوش مصنوعی و محدودیت‌های بدهی دولت با هم تلاقی می‌کنند.

بدهی دولت و شرکت‌های آمریکایی (۱۹۵۰-۲۰۲۵)



سرمایه‌گذاری‌های متنوع

تصمیمات پرتفوی که تحت عنوان «تنوع‌بخشی» برای فاصله گرفتن از تعداد محدودی نیرو که بازارها را هدایت می‌کنند گرفته می‌شوند، اکنون به یک انتخاب فعال بزرگ تبدیل شده است. تحلیل‌ها نشان می‌دهد که پس از در نظر گرفتن عوامل مشترک بازده سهام، مانند ارزش، سهم فزاینده‌ای از بازده سهام آمریکا نشان‌دهنده یک عامل مشترک است. تلاش‌ها برای تنوع‌بخشی و فاصله گرفتن از آمریکا یا هوش مصنوعی به سمت مناطق دیگر یا شاخص‌های با وزن برابر، اکنون به انتخاب‌های فعال بزرگ‌تری نسبت به قبل تبدیل شده‌اند. این اقدام‌ها پرتفوی‌ها را کمتر در معرض عامل غالب بازده قرار داده است. عاملی که نسبت به آن اعتماد داریم. شاخص S&P ۵۰۰ با وزن برابر تنها ۳٪ در سال جاری افزایش یافته در حالی که شاخص با وزن بازار ۱۱٪ رشد داشته است. ما فکر نمی‌کنیم این را بتوان به عنوان پخش تصادفی ریسک برای تنوع‌بخشی تلقی کرد. این‌ها باید به عنوان انتخاب‌های فعال بزرگ در نظر گرفته شوند که با اطمینان انجام شوند. علاوه بر این، اگر موضوع هوش مصنوعی دچار مشکل شود، اثر آن احتمالاً از هرگونه تنوع‌بخشی ظاهری به آن بسیار بیشتر خواهد بود. تنوع‌بخشی سنتی مانند اوراق قرضه بلندمدت خزانه‌داری دیگر، همان ثباتی را که قبلاً برای پرتفوی ایجاد می‌کرد ارائه نمی‌دهد. به همین دلیل، سرمایه‌گذاران به دنبال پوشش‌های دیگر پرتفوی هستند و طبق آمار در سال جاری علاقه به طلا دوباره افزایش یافته است. ما معتقدیم تنوع‌بخشی به معنای حرکت از کلاس‌های دارایی یا دیدگاه‌های منطقه‌ای گسترده به موقعیت‌ها و تصمیم‌های دقیق‌تر و چابک‌تر است که در سناریوهای مختلف کارآمد باشند. پرتفوی‌ها نیازمند یک برنامه روشن و آمادگی برای تغییر سریع هستند.



در این محیط، گزینه‌های ساده و منفعل برای تنوع‌بخشی وجود ندارد. ما فکر می‌کنیم سرمایه‌گذاران باید کمتر بر پخش تصادفی ریسک تمرکز کنند و بیشتر بر مالکیت آگاهانه آن به عبارتی، رویکرد فعال‌تر تمرکز کنند. استراتژی‌های با اطمینان بالا، مانند بازارهای خصوصی و صندوق‌های پوشش ریسک، در نظر ما ترکیبی از تنوع‌بخشی و پتانسیل بازده قوی ارائه می‌دهند. بخش عمده عملکرد آن‌ها نیز خاص است و اجازه می‌دهد مهارت مدیر پرتفوی به خوبی آشکار شود.

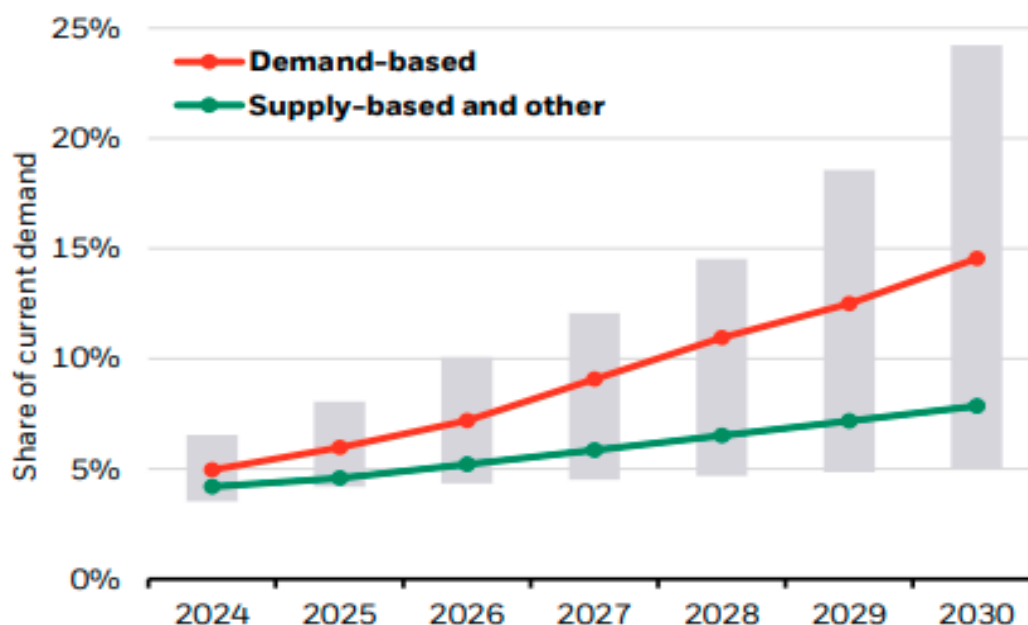
توسعه و پیاده‌سازی هوش مصنوعی با چالش‌ها و محدودیت‌هایی روبروست

گسترش هوش مصنوعی در آمریکا با محدودیت‌های متعددی مواجه است از جمله: سیاسی، مالی و به‌ویژه محدودیت‌های فیزیکی مرتبط با محاسبات و انرژی که در حال حاضر انرژی مهم‌ترین محدودیت است. مراکز داده هوش مصنوعی می‌توانند تا سال ۲۰۳۰ بین ۱۵ تا ۲۰ درصد از تقاضای فعلی برق آمریکا را مصرف کنند. سطحی که مطمئناً ظرفیت شبکه برق و صنایع سوخت‌های فسیلی و مواد را به چالش خواهد کشید. برخی برآوردها نشان می‌دهند که مراکز داده می‌توانند یک چهارم تقاضای فعلی برق را مصرف کنند. افزایش تقاضای برق با پروژه‌های منتظر اتصال به شبکه برق و به‌طور کلی کندی صدور مجوزها در غرب کشور برخورد می‌کند. برنامه‌های سرمایه‌گذاری (Capex) ممکن است در صورت مواجهه با چنین محدودیت‌هایی کاهش یابد و جاه‌طلبی‌های مربوط به گسترش هوش مصنوعی را محدود کند.

در مقابل، چین با سرعت در حال توسعه تولید و انتقال برق است، شامل نیروگاه‌های هسته‌ای به‌علاوه زغال‌سنگ، برق آبی و انرژی‌های تجدیدپذیر. تولید داخلی انرژی خورشیدی و باتری چین باعث کاهش هزینه‌های خورشیدی و باتری داخلی شده است. ما معتقدیم این موضوع مزایای زیادی برای چین در استقرار زیرساخت‌های هوش مصنوعی ایجاد می‌کند از جمله: مراکز داده پرمصرف به انرژی ارزان، پایدار و پاک نیاز دارند. تمرکز امسال بر DeepSeek، یک مدل هوش مصنوعی چینی به‌ظاهر کم‌مصرف انرژی، نشان داد که کاهش قابل توجه انرژی مورد نیاز برای محاسبات می‌تواند تا حدی محدودیت‌های انرژی را کاهش دهد. ما فرصت‌هایی را می‌بینیم که احتمالاً محدودیت‌ها در آن‌ها شدیدتر خواهد بود: سیستم‌های قدرت، شبکه‌ها، مواد معدنی حیاتی و ذینفعان احتمالی از اصلاحات صدور مجوز. به نظر ما، سرمایه خصوصی نقش مرکزی در پر کردن شکاف بین عرضه فعلی انرژی و تقاضای آینده خواهد داشت، زیرا بدهی‌های بالا ظرفیت دولت برای هزینه‌کرد را محدود می‌کند.



تقاضای برق مراکز داده آمریکا به عنوان سهمی از کل مصرف (۲۰۳۰-۲۰۲۴)

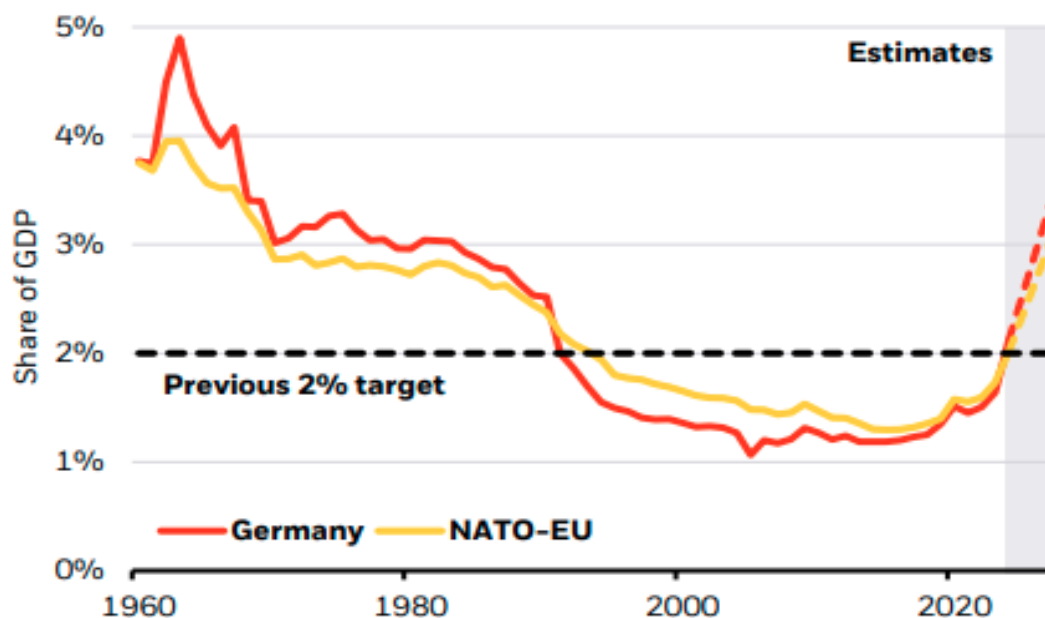


قطعه قطعه شدن ژئوپولیتیک: هوش مصنوعی و دفاع

ما وارد سومین نظم جهانی متمایز از زمان جنگ جهانی دوم شده ایم، زیرا آمریکا به طور بنیادی روابط اقتصادی و ژئوپلیتیکی خود با جهان را بازتنظیم می کند. تجارت تراکنشی، سیاست صنعتی و بازتنظیم اتحادها برای پیشبرد مجموعه ای از منافع آمریکا، شکستی قاطع از نظم پساجنگ سرد را نشان می دهد. رقابت آمریکا و چین، ویژگی تعریف کننده ژئوپلیتیک است. این رقابت شامل تجارت، فناوری، انرژی و دفاع می شود و هوش مصنوعی در مرکز آن قرار دارد. هر دو کشور هوش مصنوعی را به عنوان فناوری کلیدی تعیین کننده مزیت اقتصادی و نظامی آینده در این قرن می بینند و هر دو تلاش های گسترده ای برای کاهش وابستگی های استراتژیک که می توانند به ابزار فشار تبدیل شوند، انجام می دهند. در سایر نقاط، جنگ فرسایشی در اوکراین، صلح نامطمئن در غزه در میان تغییرات ساختاری منطقه ای، و بزرگ ترین تجمع نیروهای آمریکا در کارائیب طی دهه ها نشان می دهد که چگونه درگیری ها و بحران های منطقه ای می توانند نوسان را بر یک محیط ریسک ساختار یافته و بالاتر اضافه کنند. در اروپا، افزایش محافظه کاری اقتصادی آمریکا، ضعف رقابت پذیری و تهاجم روسیه به اوکراین، فوریت در پرداختن به چالش های اروپا را بازگردانده است؛ متحدان ناتو توافق کردند که هدف گذاری هزینه های دفاعی را تا سال ۲۰۳۵ به ۵٪ از تولید ناخالص داخلی برسانند. همچنین آلمان هزینه های دفاع و زیرساخت را افزایش داده است. فوریت، پیشرفت در حوزه انرژی را پیش می برد، جایی که قیمت های بالای برق و وابستگی به واردات، بلوک را در معرض شوک های ژئوپلیتیکی آسیب پذیر می کند. قوانین مالی انعطاف پذیر سرمایه گذاری در انرژی را افزایش می دهند و مقررات جدید با هدف ارتقای رقابت و کاهش زمان صدور مجوز برای پروژه های انرژی پاک وضع شده است.



هزینه‌های دفاعی اروپا (۱۹۶۰-۲۰۲۷)

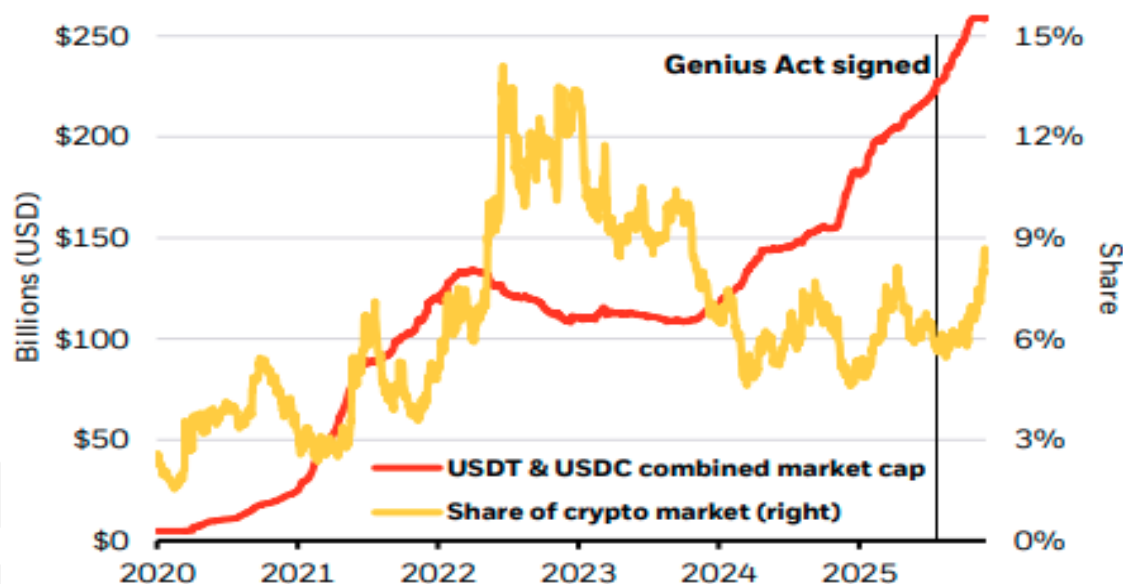


آینده نظام مالی به سرعت در حال تغییر و تحول است

کلاس‌های دارایی جدید، از رمزارزها تا بازارهای خصوصی، و دسترسی گسترده‌تر به آن‌ها، پیامدهایی برای جنبه‌های اصلی نظام مالی دارد. توکن‌های دیجیتال که به یک ارز، معمولاً دلار آمریکا، متصل هستند و توسط دارایی‌های ذخیره‌ای پشتیبانی می‌شوند. آن‌ها از ابزاری بومی دنیای رمزارزها به پلی بین مالی دیجیتال و سنتی در حال تبدیل‌اند. ارزش بازار در حال افزایش که تا ۲۷ نوامبر بیش از ۲۵۰ میلیارد دلار برآورد شده است که نشان‌دهنده استفاده گسترده‌تر در پرداخت‌ها، از معامله و تسویه رمزارزها تا انتقالات فرامرزی است. قانون ۲۰۲۵ Genius چارچوب نخستین آمریکا برای استیبل کوین‌های پرداختی را ایجاد کرد و آن‌ها را زیر نظارت قانونی قرار داد. این قانون صدور بهره توسط صادرکنندگان را ممنوع کرده اما یک بند «پاداش بازاریابی» امکان انگیزه‌های شبیه بازده را فراهم می‌کند. این موضوع رقابت با سپرده‌های بانکی یا صندوق‌های بازار پول را ممکن می‌سازد که در صورت وقوع در مقیاس وسیع، می‌تواند به‌طور معناداری نحوه ارائه اعتبار توسط بانک‌ها به اقتصاد گسترده‌تر را تحت تأثیر قرار دهد. واضح‌تر آن است که پذیرش استیبل کوین در حال گسترش است، از جمله ادغام آن‌ها در سیستم‌های پرداخت اصلی. فراتر از بانکداری، پتانسیل استفاده در پرداخت‌های فرامرزی نیز وجود دارد. علاوه بر این، در بازارهای نوظهور، استیبل کوین‌ها می‌توانند به‌صورت داخلی به‌عنوان جایگزین ارز محلی استفاده شوند که دسترسی به دلار را گسترش می‌دهد اما کنترل پولی را اگر استفاده از ارز داخلی کاهش یابد، با چالش مواجه می‌کند و به پشتیبانی از دلار کمک می‌کند. این تحولات گامی کوچک اما معنادار به سوی یک نظام مالی توکنیزه شده است که به سرعت در حال تحول است، جایی که دلار دیجیتال همزمان با کانال‌های سنتی واسطه‌گری و انتقال سیاست وجود دارد و آن‌ها را باز تعریف می‌کند.



ارزش بازار استیبل کوین‌ها و سهم آن‌ها از کل بازار رمزارز (۲۰۲۰-۲۰۲۵)



استیبل کوین‌ها به بخشی ساختاری از مالی دیجیتال تبدیل شده‌اند ارزش بازار آن‌ها حتی با نوسان قیمت‌های رمزارز به رکوردهای بی‌سابقه‌ای رسیده است، که نقش روزافزون آن‌ها به عنوان منبع اصلی نقدینگی دلاری و ثبات در زنجیره را برجسته می‌کند.

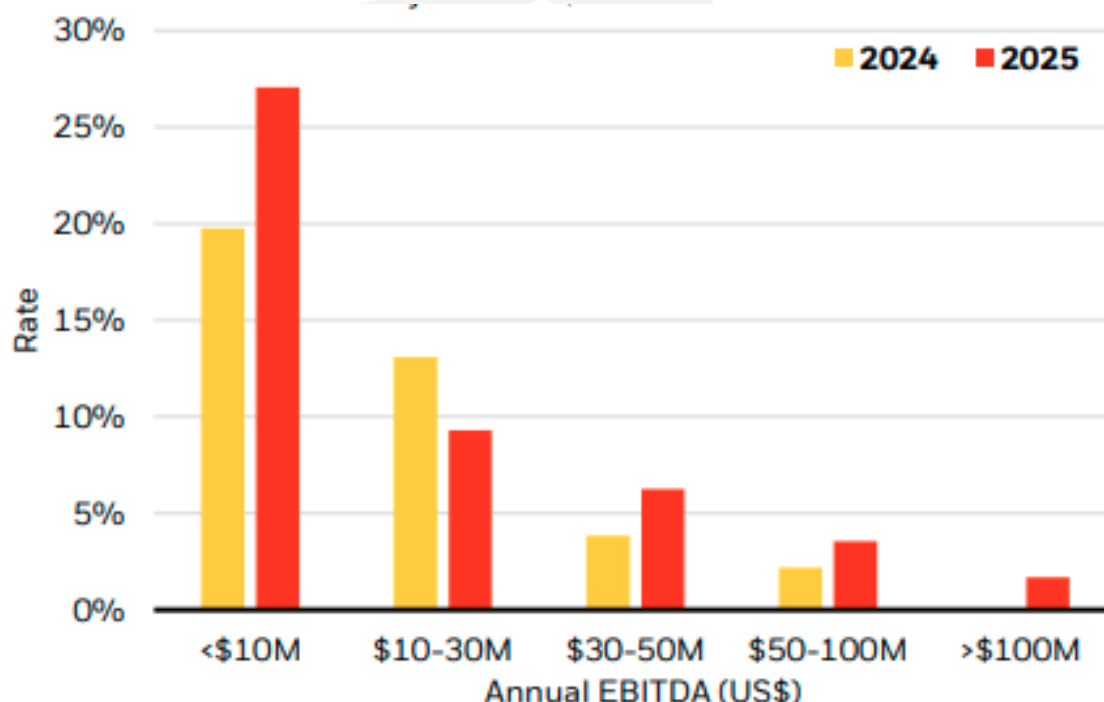
تامین مالی وارد مرحله‌ای جدید می‌شود

پس از سال‌ها رشد سریع، بازار تامین مالی وارد دوره‌ای شده که در آن عملکرد بازیگران متفاوت‌تر شده است. وام‌دهندگان بزرگ و باتجربه همچنان مقاوم هستند اما وام‌دهندگان کوچک‌تر و تازه‌وارد تحت فشار قرار گرفته‌اند. با کاهش معاملات خرید و ادغام (M&A)، حجم زیادی سرمایه به دنبال فرصت است این موضوع باعث شده تا اسپردها کاهش یابد و برخی وام‌دهندگان برای جذب مشتری کیفیت اعتباردهی را پایین بیاورند. اگرچه فشارهایی در بازار مشاهده می‌شود، اما این فشارها محدود و غیرسیستمی هستند. نکول تعهدات (Covenant defaults) میان وام‌گیرندگان کوچک‌تر بیشتر از وام‌گیرندگان بزرگ بوده و نشان‌دهنده رشد پراکندگی در عملکرد وام‌ها است. انتظار می‌رود این پراکندگی در سطح صنایع نیز ادامه یابد، به ویژه در بخش‌هایی که بیشترین مواجهه با مصرف‌کننده یا تهدیدات ناشی از هوش مصنوعی دارند. در محیط اقتصادی چالش‌برانگیز، نکول‌ها و زیان‌ها پررنگ‌تر خواهند شد و قراردادهای ضعیف‌تر در حال باز شدن، به افزایش زیان‌ها منجر می‌شوند. این فرآیند اصلاحی پس از یک چرخه طولانی کم‌ریسک، طبیعی و لازم است. هرچند داده‌های رسمی ممکن است فشار واقعی را با بازسازی بدهی‌ها یا پرداخت‌های غیر نقدی پنهان کنند، اما روند پالایش بازار، وام‌دهندگان منضبط را از سایرین متمایز خواهد کرد. در چنین شرایطی، انتخاب مدیر سرمایه‌گذاری، دقت در ارزیابی، توانایی مدیریت بحران و سابقه عملکرد حرفه‌ای بیش از هر زمان دیگر اهمیت دارد و وام‌دهندگان بزرگ و باتجربه با مستندسازی قوی و تخصص اثبات شده از مزیت رقابتی برخوردار خواهند بود.



سرمایه‌گذاری خرد در محصولات با نقد شوندگی پایین بازار تامین مالی ماهیتاً چرخه‌ای است و در دوره‌های فشار می‌تواند نوسانات را تشدید کند. افزایش پراکندگی بین شرکت‌ها و صنایع، فرصت‌های بیشتری برای خلق بازدهی (Alpha) ایجاد می‌کند و مهارت مدیران سرمایه‌گذاری در بهره‌برداری از این فرصت‌ها حیاتی است.

نرخ نکول تعهدات بر اساس درآمد (۲۰۲۴-۲۰۲۵)



نرخ نکول تعهدات بر اساس درآمد نشان می‌دهد شرکت‌های کوچک‌تر بیشترین فشار را تجربه کرده‌اند، در حالی که وام‌گیرندگان بزرگ‌تر مقاومت بیشتری دارند. این شاخص پراکندگی ریسک در بازار Private Credit را برجسته می‌کند و اهمیت انتخاب دقیق وام‌گیرنده برای مدیریت ریسک و حفظ بازدهی را نشان می‌دهد.

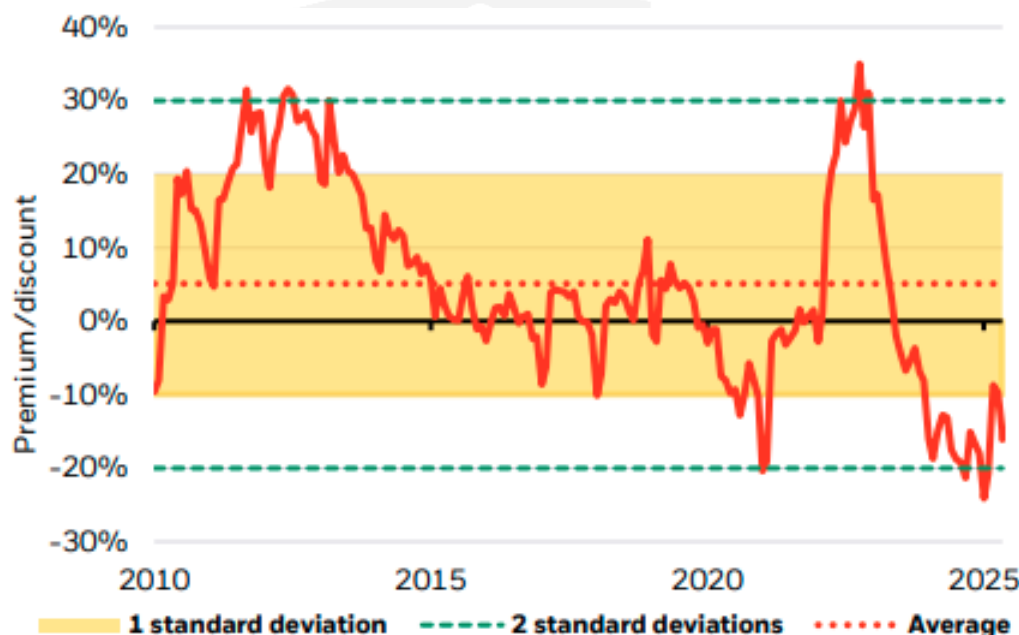
زیرساخت: فرصت به موقع

زیرساخت در تقاطع تقاضای ساختاری و فرصت بازار به‌موقع قرار دارد و شامل دارایی‌های واقعی حیاتی و بلندمدت مانند حمل‌ونقل، انرژی، شبکه‌های دیجیتال و خدمات عمومی است که جریان‌های نقدی آن‌ها اغلب قراردادی یا تنظیم‌شده و ویژگی‌های دفاعی دارند. گسترش هوش مصنوعی بعد جدیدی به این حوزه اضافه کرده است؛ زیرساخت‌ها پایه‌ای ضروری فراهم می‌کنند که قدرت، داده و اتصال مورد نیاز برندگان نهایی را تأمین می‌کند. ارزش‌گذاری‌های فعلی پتانسیل بلندمدت این دارایی‌ها را منعکس نمی‌کند و بازار بورسی زیرساخت با تخفیف قابل توجهی نسبت به سهام عمومی معامله می‌شود. برای سرمایه‌گذاران بلندمدت، زیرساخت‌های خصوصی امکان کنترل مستقیم دارایی‌ها و دسترسی به پروژه‌هایی مانند جذب کربن یا سوخت‌های زیستی را فراهم می‌کنند.



علاوه بر این، بدهی زیرساختی با درجه سرمایه‌گذاری یا زیرسرمایه‌گذاری، بازده جذاب و تا حدی پوشش تورمی ارائه می‌دهد و می‌تواند ابزار مناسبی برای تطبیق درآمد با تعهدات باشد. در مجموع، زیرساخت‌ها ترکیبی از امنیت، رشد بلندمدت و فرصت‌های منحصر به فرد برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای ارائه می‌کنند.

ارزش‌گذاری زیرساخت‌های فهرست‌شده در برابر بازار جهانی (۲۰۲۵-۲۰۱۰)

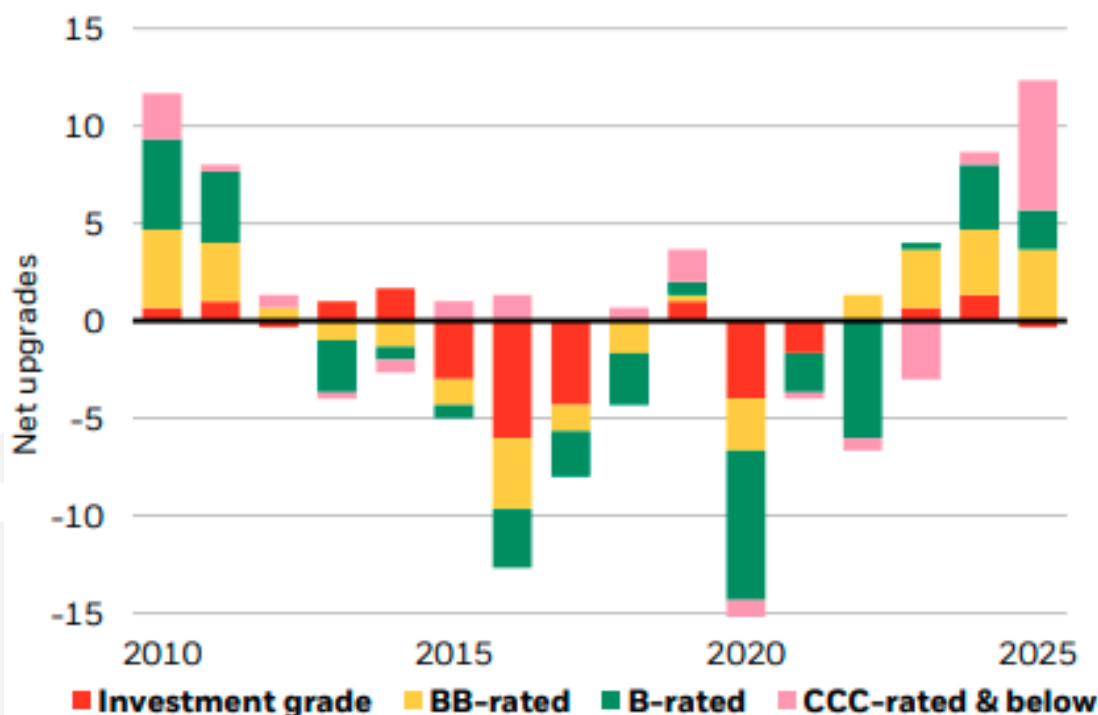


بازارهای نوظهور در مسیر رشد

بازارهای نوظهور در سال ۲۰۲۵ عملکرد قوی‌ای داشته‌اند. اوراق بدهی بازارهای نوظهور به ارزش محلی بیشترین بازده را کسب کردند، زیرا تورم کاهش یافت، بانک‌های مرکزی نرخ بهره را کاهش دادند و ارزش‌های EM در برابر دلار ضعیف‌تر، تقویت شدند. از نظر ما، این مرحله رو به پایان است؛ زیرا بسیاری از تسهیلات اولیه سیاست پولی و تقویت ارزش‌ها اکنون در بازده منعکس شده‌اند. دلار ضعیف‌تر، نرخ‌های پایین‌تر در آمریکا و سیاست‌های مالی و پولی محتاطانه باعث بهبود بنیادی اعتباری بازارهای نوظهور شده‌اند، که با ارتقاء رتبه‌های اعتباری تعدادی از کشورهای EM منعکس شده است. اسپردها در سراسر مناطق نزدیک به کمترین سطح دهه گذشته هستند که با عرضه محدود و ترازنامه‌های قوی‌تر حمایت می‌شوند. در سهام بازارهای نوظهور، در افق تاکتیکی موضع خنثی داریم، زیرا نیروهای کلان فرصت‌ها را ایجاد می‌کنند و جهت‌گیری واضحی برای دلار آمریکا مشاهده نمی‌کنیم. ما به‌طور انتخابی در فناوری و موضوعات مرتبط با هوش مصنوعی و گذار انرژی در EM و چین سرمایه‌گذاری می‌کنیم. بازسازی زنجیره‌های تأمین به کشورهایی مانند مکزیک، برزیل و ویتنام سود می‌رساند. در دیدگاه استراتژیک پنج ساله و بلندمدت، ترجیح برای تخصیص بالاتر از شاخص به سهام هند باعث افزایش وزن کلی به سهام بازارهای نوظهور می‌شود. نیروی کار جوان و در حال گسترش هند، دیجیتالی شدن سریع و تاب‌آوری در چشم‌انداز ژئوپلیتیک پراکنده، چشم‌انداز رشد بلندمدت این کشور را تقویت می‌کند.



ارتقاء رتبه بدهی دولتی بازارهای نوظهور (۲۰۲۵-۲۰۱۰)



در سهام آمریکا موضع وزن بالا دارایی در پرتفوی نسبت به شاخص مرجع وجود دارد و این موضع با گسترش موضوع هوش مصنوعی (AI) و تمایل سرمایه‌گذاران به ریسک که از کاهش نرخ بهره فدرال حمایت می‌شود، تقویت شده است. امسال موضوع AI گسترده‌تر شده و بازارهای بیشتری از جمله چین، تایوان و کره جنوبی از آن بهره برده‌اند. رشد درآمد اروپا نسبت به آمریکا عقب مانده است، بنابراین در سهام اروپایی موضع خنثی داریم، اما بخش‌هایی مانند مالی و صنعتی را ترجیح می‌دهیم.

سهام ژاپن یکی از انتخاب‌های در معرض تاکتیکی و استراتژیک است. رشد اقتصادی پایدار و اصلاحات طرفدار سهامداران، موضع وزن بالا دارایی را پشتیبانی می‌کند، در حالی که در اوراق بدهی دولتی ژاپن و به طور کلی اوراق بلندمدت بازارهای توسعه‌یافته موضع وزن پایین دارایی در پرتفوی نسبت به شاخص مرجع را داریم. اوراق بدهی بازارهای نوظهور را به دلیل بازده جذاب، عرضه محدود و ترازنامه‌های سالم دولت‌ها ترجیح می‌دهیم.

در میان بازارهای نوظهور، هند یکی از جذاب‌ترین فرصت‌ها برای سرمایه‌گذاران بلندمدت است که می‌خواهند از نیروهای کلان بهره‌مند شوند. در پرتفوی‌های استراتژیک با افق سرمایه‌گذاری پنج ساله و بلندمدت، تخصیص بالاتر از شاخص به سهام هند را ترجیح می‌دهیم. جمعیت‌شناسی بزرگ‌ترین نقطه قوت هند در بلندمدت است: نیروی کار جوان و در حال گسترش، برخلاف بسیاری از اقتصادهای بزرگ، نشان‌دهنده افزایش پایدار در بهره‌وری و مصرف است. همچنین هند می‌تواند از افزایش تکه‌تکه شدن ژئوپلیتیک سود ببرد، زیرا به عنوان کشوری چندجانبه و اتصال‌دهنده عمل می‌کند.

