

## بخش دوم: یادگست: چشم‌انداز بازار در میانه سال 2024

میزبان: سم آزارلو  
تاریخ: 19 ژوئیه 2024

[موسیقی]

سم آزارلو: به یادگست Research Recap در J.P. Morgan خوش آمدید. من سم آزارلو هستم و در اینجا مسئول استراتژی محتوا برای تحقیقات جهانی هستم. امروز با چند نفر از همکارانم در مورد چشم‌انداز میانه سال 2024 بحث خواهیم کرد. در طول این قسمت، به بررسی رویدادهای کلیدی که سال 2024 را شکل داده‌اند و آنچه که برای اقتصاد و بازارها در نیمه دوم سال پیش‌بینی می‌شود، می‌پردازیم. بنابراین با این مقدمه، بیایید مستقیماً به سراغ موضوع برویم. برای شروع، از بروس کاسمن، اقتصاددان ارشد جهانی ما، خواهیم شنید. بروس، از اینکه امروز اینجا هستید، متشکرم. بروس کاسمن: از دعوت شما سپاسگزارم.

سم آزارلو: بروس، چشم‌انداز اقتصاد جهانی در میانه سال چیست؟

بروس کاسمن: نکته کلیدی در چشم‌انداز ما این است که اقتصاد جهانی در حال حرکت به سوی مسیری پایدارتر است و از وابستگی به ایالات متحده کمتر می‌شود و پایه رشد گسترده‌تر می‌شود. در عین حال، فکر می‌کنیم که پیشرفت در بازگرداندن تورم به اهداف بانک مرکزی تقریباً متوقف شده است. نه در سطحی بسیار بالا، اما همچنان در سطوحی که برای بانک‌های مرکزی راحت است. و به همین دلیل، ما فکر می‌کنیم که محیط همچنان با یک پنجره محدود برای کاهش سیاست‌های بانک مرکزی سازگار است و به طور مؤثر ما در یک محیط "بالا برای مدت طولانی" برای یک دوره قابل توجهی زندگی می‌کنیم.

سم آزارلو: بسیار جالب است. از این توضیحات متشکرم. وقتی به نیمه دوم سال و فراتر از آن نگاه می‌کنید، چه عواملی را شما و تیم‌تان در نظر خواهید داشت؟

بروس کاسمن: خوب، وقتی به نیمه دوم سال و فراتر از آن نگاه می‌کنیم، فکر می‌کنم چیزی که جالب است این است که عملکرد تا حد زیادی مطابق با انتظارات ما در نیمه اول سال بوده است، اما برخی از شکاف‌های عملکردی زیرین وجود دارد که واقعاً دیدگاه ما را به چالش می‌کشد. در سمت رشد، فکر می‌کنم یکی از مسائل این است که در حالی که قدرت خرید مصرف‌کننده با کاهش تورم و افزایش نسبتاً قوی دستمزدها افزایش یافته است، اعتماد مصرف‌کننده همچنان کاهش یافته است. توازن این نیروها منجر به یک مصرف‌کننده کند شده است. فکر می‌کنم شکاف دوم در عملکرد به این واقعیت برمی‌گردد که سودها کند بوده است، حتی اگر حاشیه سود برای شرکت‌ها همچنان بالا باقی مانده باشد. و این ما را با یک بخش شرکتی مواجه کرده که همچنان در حالت گسترش باقی مانده است، اما نه به طور قاطع. در سمت تورم، بازارهای کار فشرده بوده‌اند، اما نشانه‌هایی از تعادل بهتر نشان داده‌اند، به ویژه در ایالات متحده که نرخ بیکاری افزایش یافته است. همچنین کاهش در تعداد فرصت‌های شغلی و دیگر معیارهای تنگنای بازار کار دیده‌ایم. پیش‌بینی ما همچنان این است که تورم چسبناک باقی می‌ماند و رشد مقاوم باقی می‌ماند. ما با این موضوع راحت هستیم، اما قطعاً چیزهایی وجود دارد که باید ببینیم. و از نظر من، بزرگ‌ترین تعیین‌کننده اینکه در شش تا نه ماه آینده چه اتفاقی خواهد افتاد، رفتار شرکت‌ها است. و اگر ما درست بگوییم، شرکت‌ها در حالت گسترش باقی می‌مانند. و من استدلال می‌کنم که اگر اینطور باشد، راه درست برای نگاه کردن به مصرف‌کننده کند این است که به آنها شغل بدهید و آنها هزینه خواهند کرد.

سم آزارلو: و در نهایت، بروس، بزرگ‌ترین عدم قطعیت‌هایی که در آینده با آنها مواجه هستیم چیست؟

بروس کاسمن: خوب، فکر می‌کنم حداقل دو عدم قطعیت وجود دارد که باید به آنها توجه کنیم. یکی محیط نرخ بهره بالای مداوم است که با شرایط مالی که به طور گسترده‌ای امسال کاهش یافته است در تضاد است. این چیزی است که در مسیر آینده تأثیر می‌گذارد و به نظر می‌رسد که عدم قطعیت را افزایش می‌دهد، زیرا شرکت‌ها با هزینه‌های وام بالاتر

مواجه می‌شوند، ترازنامه‌ها در حال تنظیم به نرخ‌های بهره بالاتر هستند، اما ما شاهد رسیدن بازارهای سهام به بالاترین سطح هستیم. بازارهای اسپرد و اعتبار به طور کلی خوب عمل می‌کنند و سرمایه به بازارهای نوظهور کلیدی جریان دارد. دومین موضوع، محیط سیاسی است که تعدادی از عدم قطعیت‌ها را در اطراف انتخابات دارد. شاید بزرگ‌ترین آن انتخابات ایالات متحده در نوامبر باشد. ما فکر می‌کنیم که مهم‌ترین خطر در مورد انتخابات، از سرگیری جنگ تجاری است که در سال 2019/2018 تأثیر منفی قابل توجهی بر اعتماد به کسب و کار داشت و منجر به کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری تجاری شد. و اگر وارد یک جنگ تجاری دیگر شویم، تقریباً مطمئناً شاهد اقدامات تلافی‌جویانه در جاهای دیگر خواهیم بود. و پتانسیل منفی آن برای رشد، ما فکر می‌کنیم که برخی از چیزهای دیگر که ممکن است در ایالات متحده اتفاق بیفتد، از جمله در سیاست مالی و جبهه نظارتی را تحت تأثیر قرار خواهد داد.

سم آزارلو: بله. انتظار داریم که انتخابات ایالات متحده به عنوان یک موضوع مکرر در طول این پادکست مطرح شود. بروس، از شما بسیار متشکریم که دیدگاه‌های خود را با ما به اشتراک گذاشتید.

بروس کاسمن: ممنونم.

---

## چشم‌انداز بازار سهام

سم آزارلو: حالا به میسلاو ماتیچکا، رئیس استراتژی جهانی سهام ببیندیم. میسلاو، چه نکات کلیدی برای بازار سهام در میانه سال وجود دارد؟

میسلاو ماتیچکا: نکته کلیدی برای چشم‌انداز این است که تعادل بین رشد و سیاست. در نیمه اول سال، تعادل مثبتی وجود داشت. انتظار می‌رفت که بانک‌های مرکزی به دلایل کاهش تورم، سیاست‌های پولی را تسهیل کنند. در عین حال، دیدگاه این بود که بهبود شرایط تأمین مالی به دلیل این تسهیل به رشد در نیمه دوم کمک خواهد کرد. به همین دلیل، بازارها در نیمه اول خوب عمل کردند. با این حال، تا به حال هیچ تسهیلی از سوی بانک مرکزی کلیدی، فدرال رزرو، صورت نگرفته است. برای نیمه دوم، ما فکر می‌کنیم که ممکن است کمی تسهیل صورت بگیرد، اما این تسهیل پیش‌نگرانه و به دلیل کاهش تورم نخواهد بود. ممکن است واکنشی باشد و واقعاً به دلیل ناامیدی از رشد. این مسئله تحقق درآمدها را زیر سوال می‌برد، زیرا انتظارات برای نیمه دوم بسیار بالاست. بنابراین، این تعادل بین بانک‌های مرکزی که نرخ بهره را بالا نگه می‌دارند و تسهیل فقط به دلیل ناامیدی از رشد. اما از سوی دیگر، چگونه می‌توانیم تحقق درآمدهایی را که انتظار می‌رود بسیار بالا باشد، به دست آوریم؟ و سپس نقطه شروع همه این‌ها این است که دیگر مردم نه ترسیده‌اند، نه پرچم‌گذاری شده‌اند و نه از بازار دور مانده‌اند. نقطه شروع این است که نوسانات کم، اسپردهای کم، و موقعیت‌یابی بالا، و این مدل تعادل برای بازار سهام است.

سم آزارلو: متشکریم از این توضیحات. چه چیزهایی را در نیمه دوم سال زیر نظر خواهید داشت؟

میسلاو ماتیچکا: در نیمه دوم، ما به سیاست‌ها توجه خواهیم کرد. انتخابات ایالات متحده از بسیاری جهات بسیار حیاتی خواهد بود. تجارت، تعرفه‌های ژئوپلیتیکی. همچنین باید ببینیم که انتخابات اخیر فرانسه چگونه به نتیجه می‌رسد. و سپس سوال واقعاً درباره رهبری در بازار سهام است. تا کنون بازار سهام بسیار یک‌جانبه و بسیار محدود بوده است. سوال این است که آیا گسترش خواهد یافت؟ ما سال را با سبک رشد و شکاف‌های بزرگ آغاز کردیم. فرصت‌هایی در نیمه دوم برای بازی با برخی چرخش‌ها وجود دارد، اما فکر می‌کنم این برای سرمایه‌گذاران مهم خواهد بود، رهبری در بازار سهام.

سم آزارلو: و در نهایت، چه موضوعاتی را در آینده زیر نظر خواهید داشت؟

میسلاو ماتیچکا: از نظر موضوعات، ما به حاشیه سود توجه خواهیم کرد. شرکت‌ها به طور اساسی از تحریف‌های ناشی از کووید بهره‌مند شدند. سودآوری آنها بهبود یافت، درآمد آنها بسیار قوی بود، ترکیب بسیار قوی بود. آیا این پایدار است؟ آیا این یک حالت پایدار است؟ آیا شرکت‌ها می‌توانند به تحویل ادامه دهند؟ همچنین بازار اعتبار. تاکنون

بازار اعتبار بسیار ملایم بوده است و این به ارزیابی‌های سهام دامن زده است. سوال این است که آیا این روند ادامه خواهد داشت؟

سم آزارلو: میسلو، از شما بابت وقت و بینش‌هایتان سپاسگزارم.

## چشم‌انداز بازار ارز

سم آزارلو: حالا به میرا چاندن، رئیس مشترک استراتژی جهانی ارز بپیوندیم. میرا، نکات کلیدی برای تمرکز در بازار ارز در نیمه دوم 2024 چیست؟

میرا چاندن: دو نکته کلیدی برای تمرکز. اول اینکه دلار گسترده. انتظار این است که دلار قوی بماند، اگر نه قوی‌تر شود. توضیح ساده این است که بقیه جهان واقعاً در زمینه بازده یا رشد چیزی ارائه نمی‌دهد که سرمایه‌گذاران را از دلار دور کند. دلار در حال حاضر بیش از نیمی از ارزش‌های جهانی بازده دارد. و حتی با انجام هیچ کاری، به دلیل اینکه فدرال رزرو در حال کاهش نیست و دیگر بانک‌های مرکزی در حال کاهش هستند، دلار در حال کسب قدرت است. بنابراین، این یک مزیت بازدهی رو به رشد است که دلار دارد. و دوم اینکه مزیت رشد نیز همچنان پابرجاست زیرا ما از سطوح بسیار قوی رشد آمده‌ایم. داده‌ها در ایالات متحده در حال تعدیل است، اما از سطوح بسیار قوی می‌آید. بنابراین، ما واقعاً نباید انتظار داشته باشیم که در این محیط ضعیف گسترده‌ای در دلار ببینیم، به خصوص وقتی به نظر می‌رسد که رشد خارج از ایالات متحده نیز دوباره در حال نرم شدن است. آخرین مجموعه PMIs از اروپا، به عنوان مثال، ناامیدکننده بود و فکر می‌کنم که عدد بعدی بسیار مهم خواهد بود. داده‌های چین نیز بسیار شکننده بوده است. بنابراین، به طور کلی، گزینه‌های زیادی برای رشد و بازده در برابر دلار وجود ندارد، به همین دلیل است که ما در مورد دلار خوش بین هستیم. از نظر دوم، این موضوع به فشرده‌سازی بازده مربوط می‌شود. 80% از بانک‌های مرکزی در برخی مقاطع امسال نرخ‌ها را کاهش خواهند داد. و این بدان معنی است که سرمایه‌گذارانی که در سال‌های اخیر به دنبال بازده بودند، کاری (Carry) به عنوان تم اصلی، اکنون به آرامی محو خواهد شد. و قطعاً با پیشرفت سال و توانایی فدرال رزرو برای شرکت در این چرخه تسهیل، فکر می‌کنم که این اثر خاص باید به مرور زمان گسترش یابد.

سم آزارلو: متشکرم برای این توضیحات. چه عواملی را شما و تیم ارز در نیمه دوم سال در نظر دارید؟

میرا چاندن: چالش‌های زیادی برای بازار ارز در نیمه دوم وجود دارد. اولین چالش این است که ارزشها معمولاً درباره اختلاف‌ها هستند. امسال، 80% از بانک‌های مرکزی نرخ‌ها را کاهش خواهند داد، بنابراین این بیشتر درباره همگرایی سیاست‌ها است، و نه تفاوت زیاد. بنابراین، این بدان معنی است که باید تلاش زیادی برای شناسایی عوامل دیگر تأثیرگذار بر ارزشها انجام داد. ما فکر می‌کنیم که چشم‌انداز رشد، شرایط تجاری نسبی، بیشتر به عنوان عوامل مرتبط با ارزشها مطرح خواهند شد. کاری (Carry) به عنوان یک تم محو خواهد شد. چالش دوم مربوط به انتخابات ایالات متحده است. این به طور قطع بزرگ‌ترین رویداد در نیمه دوم سال است و فکر می‌کنم عدم قطعیت زیادی در مورد اینکه چه چیزی ممکن است رخ دهد وجود دارد. اما منصفانه است که بگوییم در برخی موارد، سیاست تجاری و همچنین سیاست در قبال اوکراین و روسیه احتمالاً به نفع دلار خواهد بود. بنابراین، این یکی دیگر از عواملی است که به مزیت دلار در این رویداد کلیدی می‌افزاید.

سم آزارلو: میرا، از شما بابت به اشتراک گذاشتن نظراتتان با ما سپاسگزارم.

## چشم‌انداز نرخ‌ها

سم آزارلو: و حالا برای نگاهی به نرخ‌ها، با جی بری، رئیس مشترک استراتژی نرخ‌های ایالات متحده بپیوندیم. جی، آیا می‌توانید ما را با انتظاراتتان برای نرخ‌های ایالات متحده و بازارهای درآمد ثابت در نیمه دوم سال راهنمایی کنید؟

جی بری: بنابراین، فکر می‌کنیم بسیار مهم است که اشاره کنیم که فدرال رزرو اکنون تقریباً برای یک سال در حالت تعلیق قرار دارد، و این یکی از طولانی‌ترین دوره‌های تعلیق در 30 سال گذشته است. اما ما مسیری را می‌بینیم که فدرال رزرو می‌تواند در نیمه دوم سال، در پاییز، شروع به کاهش نرخ‌ها کند، زیرا مصرف در حال کاهش است، زیرا بازارهای کار در حال گسترش هستند، و ما مسیری را می‌بینیم که فرآیند کاهش تورم از سر گرفته شود. و این معمولاً باعث می‌شود که نرخ‌ها کاهش یابد و منحنی‌های بازدهی افزایش یابد. بنابراین فکر می‌کنیم مهم است که اشاره کنیم که اوج برای بازده‌ها اوایل امسال تعیین شده و اینکه مسیر به سوی بازده‌های پایین‌تر وجود دارد. ما فکر می‌کنیم احتمالاً بازده‌ها برای چند ماه آینده در محدوده خواهند بود قبل از اینکه خیلی دیرتر در سال کاهش یابند. و این واقعاً چالشی برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند، زیرا معمولاً حتی با نگاهی به دوره‌های کاهش کوچک مانند آنچه در سال‌های 1995 و 2019 دیدیم، بازده‌ها به طور تهاجمی در آستانه اولین کاهش کاهش یافته‌اند. در حالی که این بار ما در حال حاضر 150 نقطه پایه کاهش را برای شش ماه آینده قیمت‌گذاری کرده‌ایم، بنابراین فکر می‌کنیم مهم خواهد بود که سرمایه‌گذاران مکان را انتخاب کنند وقتی که تلاش می‌کنند مدت‌زمان را اضافه کنند، با توجه به اینکه چقدر از قبل برای فدرال رزرو برای باقی سال و همچنین برای سال 2025 قیمت‌گذاری شده

است.

سم آزارلو: جی، این سوالی است که ما از همه تحلیل‌گرانمان در پادکست می‌پرسیم، چه چیزی از نیمه اول سال در مقابل نیمه دوم سال تغییر کرده است؟

جی بری: بنابراین، نیمه اول سال توسط چاپ‌های افزایشی تورم، چاپ‌های افزایشی رشد، و بازنگری‌های پیوسته به سمت بالا غالب بود که بازارها را به بازنگری پیش‌بینی‌های فدرال رزرو از فدرال که احتمالاً در بهار شروع به کاهش و به طور تهاجمی کاهش می‌دهد، تا به حال یکی که احتمالاً در نیمه دوم سال کاهش می‌یابد، سوق داد. اما ما فکر می‌کنیم که احتمالاً از اوج بازنگری‌های رشد و تورم گذشته‌ایم زیرا شواهدی دیده‌ایم که مصرف در حال کاهش است، و ما فکر می‌کنیم که فرآیند کاهش تورم، که در نیمه اول متوقف شده بود، در نیمه دوم سال از سر گرفته خواهد شد. بنابراین، بازار در نیمه اول سال با احترام به انتظاراتش برای فدرال رزرو بسیار هاوکیش بود، اما ما انتظار داریم که در نیمه دوم کمی دابیش‌تر باشد.

سم آزارلو: و آخرین سوال برای شما، چه موضوعات کلیدی را در آینده زیر نظر خواهید داشت؟

جی بری: بنابراین، قطعاً تلاش برای فهمیدن اینکه بازار کار چقدر به طور قطعی در حال کاهش است. زیرا ما دیده‌ایم که ادعاهای اولیه بیکاری در چند ماه گذشته شروع به افزایش کرده‌اند، اما تا کنون به نظر می‌رسد که این افزایش به دلایل ملایم‌تر و نه به دلیل اخراج‌ها بوده است. اگر بفهمیم که این ادعاها به طور تهاجمی‌تری افزایش می‌یابد، ممکن است مهم باشد زیرا می‌تواند منجر به قیمت‌گذاری زود هنگام کاهش نرخ‌های فدرال رزرو، با سرعت بیشتری و نرخ نهایی پایین‌تر شود، که احتمالاً برخی از خطرات نزولی برای پیش‌بینی‌های خزانه‌داری ما برای باقی سال ایجاد خواهد کرد. بنابراین، این یکی از عوامل کلیدی است که قطعاً زیر نظر داریم. همچنین انتخابات ریاست جمهوری و پتانسیل آن برای تأثیرات مالی را زیر نظر داریم. و سپس عرضه و تقاضا را زیر نظر داریم، زیرا فکر می‌کنیم که بازار خزانه‌داری از پشتیبانی سرمایه‌گذارانی که به طور عمده به قیمت حساس نیستند، مانند فدرال رزرو و سرمایه‌گذاران خارجی در بانک‌های ایالات متحده، به سمت سرمایه‌گذارانی که به قیمت حساس‌تر هستند، می‌رود. و در پس‌زمینه عرضه بسیار سنگین خزانه‌داری، فکر می‌کنیم که این باید به سمت افزایش آهسته حق بیمه مدت‌زمان و منحنی‌های بازدهی بیشتر متمایل شود.

سم آزارلو: عالی. جی، ممنون برای این توضیحات.

جی بری: از دعوت شما متشکرم.

---

چشم‌انداز نرخ‌های بین‌المللی

سم آزارلو: و حالا برای نگاهی به نرخ‌های بین‌المللی، فابیو باسی، رئیس استراتژی نرخ‌های اروپا، به ما می‌پیوندد. فابیو، چه نکات کلیدی را در چشم‌اندازتان می‌بینید که برای مشتریان اهمیت دارد؟

فابیو باسی: مشتریان باید بدانند که نیمه دوم سال زمانی خواهد بود که بانک‌های مرکزی شروع به کاهش نرخ‌ها خواهند کرد. عنوان چشم‌انداز ما "دوره تسهیل آسان نیست" بود، که نشان‌دهنده چالش‌های بانک‌های مرکزی است. با این حال، ما اطمینان بیشتری نسبت به فرآیند کاهش تورم داریم که در حال وقوع است. بانک‌های مرکزی که انتظار می‌رود خارج از ایالات متحده امسال نرخ‌ها را کاهش دهند کدامند؟ ما انتظار داریم بانک مرکزی انگلیس، RBNZ و بانک مرکزی نروژ به بانک مرکزی اروپا و ریکس‌بانک که در نیمه اول سال شروع به کاهش نرخ‌ها کردند، بپیوندند. آیا بازار در حال حاضر این چرخه کاهش را قیمت‌گذاری کرده است؟ نه به طور کامل، و به همین دلیل است که ما در مدت زمان طولانی ارزش می‌بینیم. بازاری که ما به شدت در مورد مدت زمان طولانی احساس می‌کنیم احتمالاً منطقه یورو است که بازار در حال قیمت‌گذاری نرخ نهایی مطابق با پیش‌بینی‌های ما نیست. از نظر هدف، ما انتظار داریم که بازده‌ها کاهش یابد.

سم آزارلو: فابیو، آیا تغییراتی را که از نیمه اول سال به نیمه دوم سال پیش‌بینی می‌شود، تشریح می‌کنید؟

فابیو باسی: نیمه اول سال از نظر تورم چسبنده و رشد مقاوم بود. ما توانایی بانک مرکزی را برای تحویل کاهش نرخ‌هایی که در ابتدای سال قیمت‌گذاری شده بودند، به چالش کشیدیم، اما ما معتقدیم که آن دینامیک به تدریج با کاهش رشد اقتصادی و تورم که به بانک مرکزی اجازه می‌دهد برخی از این محدودیت‌های سیاست پولی را از بین ببرد، تغییر خواهد کرد. این به چه معنی است؟ این بدان معنی است که ما دوست داریم از سمت طولانی معامله کنیم. ما معتقدیم که در این دینامیک دو استثنای قابل توجه وجود دارد RBA. به نظر ما تا اوایل سال آینده قادر به کاهش نخواهد بود. و BOJ در یک کمپ دیگر قرار دارد که ما انتظار داریم BOJ در واقع امسال نرخ‌ها را 50 نقطه پایه افزایش دهد و دوباره در سال 2025.

سم آزارلو: و در نهایت، چه موضوعات کلیدی را در نیمه دوم زیر نظر خواهید داشت؟

فابیو باسی: خوب، قطعاً ما یک چشم‌انداز تجاری تاکتیکی را انتظار داریم. من فکر نمی‌کنم که نیمه دوم سال زمانی باشد که مردم می‌توانند موقعیت خود را تثبیت کنند و راحت بنشینند. فکر می‌کنم که داستان فرود نرم، که تا حد زیادی مبنای چشم‌انداز کلان ما است، می‌تواند با دینامیک داده‌ها به چالش کشیده شود، جایی که برخی از مقاومت‌ها در رشد و تورم می‌تواند بازارها را به قیمت‌گذاری وضعیتی مشابه آنچه در نیمه اول سال دیدیم، که اساساً به معنای تأخیر در انتظارات چرخه کاهش است، سوق دهد. از طرف دیگر، اگر کاهش در چشم‌انداز کلان یا در بازار کار وجود داشته باشد، می‌تواند به دینامیکی منجر شود که بازار قیمت‌گذاری تسریع چرخه کاهش با کاهش سریع‌تر را انجام دهد و این قطعاً دینامیکی است که ما نیاز داریم تا هدف بازدهی خود را برای باقی سال کاهش دهیم. فکر می‌کنم که تنش‌های ژئوپلیتیکی در افق باقی خواهند ماند و این یک دینامیک ریسک است که مردم باید از آن آگاه باشند. ما اخیراً از انتخاباتی در انگلستان و فرانسه که به صورت انتخابی باعث ایجاد تنش شدند، بیرون آمده‌ایم و این چیزی است که مردم باید به آن توجه داشته باشند. به وضوح، ما به سمت یک انتخابات بزرگ در ایالات متحده می‌رویم، و این یکی دیگر از عواملی است که باید در صفحه رادار سرمایه‌گذاران قرار گیرد.

سم آزارلو: فابیو، از شما بابت به اشتراک گذاشتن چشم‌اندازتان در مورد نرخ‌های بین‌المللی با ما سپاسگزارم.

---

## چشم‌انداز بازار کالاها

سم آزارلو: و حالا برای نگاهی به کالاها، ناتاشا کانوا، رئیس جهانی تحقیقات کالاها، به ما می‌پیوندد. ناتاشا، چه چیزهایی را در بازار کالاها در نیمه دوم سال باید مورد توجه قرار داد؟

ناتاشا کانوا: از دعوت شما سپاسگزارم. نکته شماره یک این است که با محو شدن ترس از رشد اقتصادی، ما معتقدیم که کاهش اخیر در کالاها تنها یک کاهش است. بنابراین، نکته شماره یک کالاهای کشاورزی است. دومین مورد در لیست ما نفت است. بنابراین، تراز به سرعت به سمت فصل چهارم تنگتر خواهد شد. تقاضا همچنان قوی است. با این حال، باید بسیار صریح باشیم که اکثر این حرکت قبلاً اتفاق افتاده است. با 12% افزایش در قیمت‌های نفت. در جایگاه سوم فلزات گران‌بها قرار دارد. طلا و نقره.

سم آزارلو: عالی. متشکرم. سوال نهایی برای شما - چه موضوعات کلیدی در بازارهای کالا فکر می‌کنید که برای مشتریان مهم هستند؟

ناتاشا کانوا: چندین چیز وجود دارد که مشتریان باید بسیار دقیق زیر نظر داشته باشند. نکته شماره یک هواشناسی است. بنابراین، ژوئیه بسیار گرم بوده است. اداره ملی اقیانوس‌شناسی و جوّی پیش‌بینی می‌کند که فصل طوفان‌های آن‌لانتیک رکوردشکنی خواهد داشت. این بزرگ‌ترین تعداد طوفان‌های نام‌گذاری شده از زمان شروع پیش‌بینی‌های فصلی طوفان توسط این آژانس در سال 1998 است. بنابراین، دماهای بسیار بالا تأثیرات بزرگی بر زنجیره‌های تأمین کالاها دارند، به عنوان مثال، پالایش نفت. ما با دقت زیر نظر داریم که در طول تابستان چه اتفاقی در ساحل خلیج فارس خواهد افتاد. اما در عین

حال، ریسک‌ها برای قیمت‌های نفت و گاز معیار ایالات متحده را تقویت می‌کند، زیرا تقریباً نیمی از ظرفیت پالایش نفت ایالات متحده، ظرفیت پردازش گاز طبیعی در ایالات متحده، در امتداد ساحل خلیج فارس که در معرض طوفان قرار دارد، قرار دارد. و البته، خشکسالی تأثیرات بسیار منفی بر تأمین غذا دارد. اما جدا از آن، ما تقاضا را نیز با دقت زیر نظر داریم. با ورود نیمکره شمالی به تابستان، ما انتظار داریم که تقاضا برای برخی از حیاتی‌ترین کالاهای جهان افزایش یابد. بنابراین، فصل سفرهای انتقامی تابستانی همچنان در جریان است و بسیار قوی است. برای مثال، در ایالات متحده انتظار داریم که 82% از تمام آمریکایی‌ها این تابستان سفر کنند. اکثر آنها با ماشین سفر خواهند کرد، که این به وضوح برای تقاضای بنزین بسیار مثبت است. در مورد راهنمایی‌های شرکت‌های هواپیمایی ایالات متحده و بین‌المللی که انتظار دارند حدود 6 تا 8 درصد افزایش در تقاضای سفر در سال جاری در مقایسه با سال 2019 داشته باشند. بنابراین، به همه معنی باید فصل تقاضای بسیار قوی برای بیشتر کالاها باشد.

سم آزارلو: ناتاشا، از شما بابت به اشتراک گذاشتن دیدگاه‌هایتان با ما سپاسگزارم.

ناتاشا کانوا: از دعوت شما سپاسگزارم.

## چشم‌انداز بازارهای اعتباری

سم آزارلو: و حالا برای نگاهی به بازارهای اعتباری، استفن دولاک، رئیس جهانی تحقیقات اعتباری، محصولات اوراق بهادار و مالی عمومی به ما می‌پیوندند. استیو، از اینکه به ما ملحق شدید، سپاسگزاریم.

استفن دولاک: خوشحالم که اینجا هستم.

سم آزارلو: استیو، چه نکات برجسته‌ای از بازارهای اعتباری در نیمه سال وجود دارد؟

استفن دولاک: فکر می‌کنم اولین نکته این است که تقریباً هیچ چیز تغییر نکرده است، حداقل از نظر روایت بازارهای اعتباری. بنابراین، می‌دانید که این ایده که شما این کشش و فشار را بین اسپردهای اعتباری بسیار محدود از یک سو، و بازده‌های کلی نسبتاً جذاب از سوی دیگر دارید. فکر می‌کنم این موضوع به خوبی شناخته شده است و فکر می‌کنم که این وضعیت در نیمه دوم سال نیز باقی خواهد ماند. و خط پایین برای سرمایه‌گذاران این است که فکر می‌کنم اعتبار یک بازده معقول، اگر نه عالی، ارائه می‌دهد. فکر می‌کنم که همان‌طور که نیمه دوم سال پیشرفت می‌کند، ما شاهد تجزیه یا پراکندگی بیشتری در بازارها خواهیم بود، نه کم‌اهمیت به دلیل دیدگاه کلان‌خودمان که رشد کمی از اینجا کاهش می‌یابد. و برای بازنگری یکی از موضوعاتی که در ابتدای سال برای چشم‌انداز 2024 کلی خود داشتیم، یکی از

افکار در آن زمان این بود که فضای محصولات اوراق بهادار نسبت به اوراق قرضه با نرخ ثابت جذاب به نظر می‌رسد. ما همچنان به این دیدگاه پایبند هستیم. ما همچنان به این دیدگاه متمایل هستیم، اگرچه در این مقطع زمانی احتمالاً این تمایل کمی کمتر از شش ماه پیش است.

سم آزارلو: دوست دارم نظرتان را درباره شرکت‌های بازارهای نوظهور بدانم که امسال به طور شگفت‌انگیزی خوب عمل کرده‌اند؛ آیا انتظار دارید که این روند ادامه یابد؟

استفن دولاک: بله، انتظار داریم. بنابراین، اصطلاحی که برای توصیف شرکت‌های بازارهای نوظهور استفاده کرده‌ایم، یا انتظارات عملکرد آنها در سال جاری این است که آنها به طور مخفیانه خوب عمل می‌کنند در برابر همه تمرکز بر بازارهای توسعه‌یافته، کاهش نرخ‌های فدرال و مواردی از این دست. و شرکت‌های بازارهای نوظهور واقعاً بسیار خوب عمل کرده‌اند. دو محرک واقعی وجود دارد. اول، کمبود عرضه. بازاری که از نظر ساختاری از عرضه محروم شده است به دلایل مختلف، اما به ویژه در آسیا، شرکت‌های چینی خود را در داخل تأمین مالی کرده‌اند، نه در خارج. همین طور شرکت‌های هندی. بنابراین، این یک فشار بزرگ عرضه ایجاد کرده است، اگر بخواهید آن را در آسیا بنامید و کلاس دارایی از این امر بهره‌مند شده است. دوم اینکه ما به وضوح از رویدادهای تراژیک در روسیه و اوکراین می‌دانیم که شرکت‌ها با مشکلاتی روبرو هستند و ما شاهد تعداد زیادی از هدف‌گذاری‌های هدف‌مند بودیم. برخی از آنها در حال عادی شدن هستند. همچنین فشارهایی که در بخش املاک چینی وجود داشته است شروع به عادی شدن کرده است. بنابراین، از نرخ‌های نکول که 18 تا 24 ماه پیش به شدت بالا بودند، اکنون انتظار داریم که نرخ‌های نکول در شرکت‌های بازارهای نوظهور واقعاً حدود پنج درصد باشد. بنابراین، کمبود ساختاری عرضه و ریسک نکول به این معنی است که شرکت‌های بازارهای نوظهور به خوبی عمل خواهند کرد.

سم آزارلو: عالی. و در نهایت، چه چیزی از نیمه اول سال در مقابل نیمه دوم سال تغییر کرده است و چه عواملی را شما و تیم‌تان در نظر دارید؟

استفن دولاک: فکر می‌کنم احتمالاً سه چیز وجود دارد که در نیمه دوم نسبت به نیمه اول متفاوت خواهد بود. اولاً، فکر می‌کنم که ما از نقطه‌ای که به شدت در حال بحث بودیم که چند کاهش نرخ فدرال در سال جاری خواهیم دید، گذشته‌ایم. فکر می‌کنم بازار به طور گسترده‌ای بر این باور است که ما بین یک تا دو کاهش نرخ فدرال خواهیم داشت. بنابراین، بسته به نحوه نوسان داده‌های بافرکانس بالا، فکر می‌کنم قیمت‌گذاری بازار جایی بین عدم کاهش نرخ فدرال و حداکثر دو کاهش نوسان خواهد کرد. و اگر به تجربه نیمه اول خود نگاه کنم، ممکن است بگویم که احتمالاً در هر مقطع زمانی بیش از حد درگیر بحث بر سر تعداد یا میزان کاهش نرخ فدرال بودیم، زیرا اسپردهای اعتباری امروز در دنیایی که یک یا دو کاهش را قیمت‌گذاری می‌کنیم، تنگ‌تر از ابتدای سال هستند که ما شش یا هفت کاهش را قیمت‌گذاری کرده بودیم. اگر در مورد پایداری بیشتر در انتظارات نرخ سیاست صحبت کنیم، جایگزین برای آن ممکن است کمی بیشتر نوسانات مربوط به سیاست باشد. اخیراً شاهد برخی از این موارد در فرانسه بوده‌ایم، ما می‌دانیم که کمپین انتخاباتی ریاست جمهوری ایالات متحده شروع شده است. نکته مهم در اینجا این است که اگر بحث شروع به برجسته کردن کسری‌های بزرگ بودجه و سطح بدهی دولت کند، این می‌تواند منجر به همبستگی مثبت موقت بین نرخ‌ها و بازارهای اعتباری شود، و شما شاهد یک افزایش بزرگ در نرخ‌ها و یک افزایش بزرگ در اسپردهای اعتباری خواهید بود. بنابراین فکر می‌کنم که این چیزی است که ممکن است کمی متفاوت باشد و ارزش زیر نظر گرفتن دارد. جبران احتمالی برای آن این است که ما فکر می‌کنیم که فعالیت‌های بازار سرمایه. ما شاهد یک سرعت بسیار سریع از فعالیت‌های بازار سرمایه در نیمه اول سال بوده‌ایم. ما فکر می‌کنیم که این می‌تواند هدف‌گذاری شده کاهش یابد، به ویژه در اعتبار درجه بالا ایالات متحده، جایی که ما فکر می‌کنیم که انتشار خالص در نیمه دوم سال می‌تواند در واقع خالص صفر باشد. بنابراین، این یک تکنیک مثبت کوچک ایجاد می‌کند که می‌تواند جبران برخی از این نوسانات سیاسی، یا نوسانات مربوط به سیاست در صورت ظهور باشد.

سم آزارلو: عالی. استیو، از شما بابت وقت‌تان امروز سپاسگزارم.

استفن دولاک: از دعوت شما متشکرم.

## چشم‌انداز بازارهای نوظهور

سم آزارلو: حالا لوئیس اوگانس، رئیس تحقیقات کلان جهانی، دیدگاه‌های خود را به اشتراک می‌گذارد. لوئیس، چه نکات کلیدی را در چشم‌اندازتان برای امسال دارید که مشتریان باید از آن آگاه باشند؟

لوئیس اوگانس: بنابراین، در پیش‌بینی‌هایی که برای رشد در نیمه اول سال داریم، در واقع بازارهای نوظهور انتظارات را فراتر از انتظارات انجام دادند که خبر خوبی است. با این حال، ما نشانه‌هایی از کاهش سرعت در بازارهای نوظهور می‌بینیم، بنابراین نیمه دوم سال احتمالاً با سرعت رشد کندتر خواهد بود. با این حال، برای سال کامل ما همچنان انتظار داریم 4.2٪، 2024، که اساساً برابر با 2023 خواهد بود.

سم آزارلو: و، چه چیزی از نیمه اول سال در مقابل نیمه دوم سال تغییر کرده است و چه عواملی را شما و تیم‌تان در نظر دارید؟

لوئیس اوگانس: بنابراین بازارهای نوظهور کاهش سرعت تورم را در بیشتر سال 2023 و در حال حاضر 2024 تجربه کرده‌اند. اما در ماه‌های اخیر، کاهش تورم به نظر می‌رسد که تا حدودی متوقف شده است. نه چندان متفاوت

با آنچه که در ایالات متحده یا سایر اقتصادهای توسعه‌یافته دیدیم. با این حال، به نظر می‌رسد نشانه‌هایی وجود دارد که کاهش تورم در ایالات متحده از سر گرفته شده است. اکنون بازارها انتظار دارند که فدرال رزرو احتمالاً از سپتامبر شروع به کاهش کند، که در واقع سناریوی جدید بهترین حالت برای اقتصاددانان ایالات متحده ما است. این باید به بانک‌های مرکزی بازارهای نوظهور که از قبل شروع به کاهش کرده‌اند اجازه دهد که به کاهش ادامه دهند. کسانی که هنوز کاهش نداده‌اند نیز باید شروع کنند. بنابراین این باید یک محیط مطلوب‌تر برای تسهیل سیاست پولی بانک‌های مرکزی بازارهای نوظهور باشد.

سم آزارلو: و در نهایت لوئیس، آیا می‌توانید دو یا سه بازار نوظهور را که به طور خاص توجه ویژه‌ای به آنها دارید برجسته کنید و چرا؟

لوئیس اوگانس: چندین کشور بازار نوظهور وجود دارد که به اندازه کافی از آنها برخوردارند که صرف نظر از اینکه در سطح جهانی چه اتفاقی می‌افتد، احتمالاً فرصت‌های جالبی وجود خواهد داشت و یکی از آنها هند است. هند، از ماه ژوئن در شاخص اوراق قرضه محلی GBI-EM گنجانده می‌شود. بنابراین این وعده جریان‌های بیشتری به کشور می‌دهد. بازده‌ها نسبتاً جذاب هستند. هند احتمالاً برخی از این جریان‌هایی که از چین دور می‌شوند را جذب خواهد کرد. و قطعاً تغییرات در موج‌های سیاسی جهانی نیز به نفع هند خواهد بود. بنابراین این یک کشوری است که ما توجه زیادی به آن داریم. ما دو کشور دیگر داریم که در وضعیت مشابهی هستند. یکی ترکیه است. این یک کشوری است که به سیاست پولی و مالی ارتدوکس تغییر کرده است که شروع به نتایج نشان دادن کرده است. تورم در حال کاهش است و این امیدوارانه در ماه‌ها و فصل‌های آینده به ایجاد یک دایره فضیلت‌آمیز بیشتر منجر خواهد شد که در آن نرخ‌های سیاست پایین‌تر، نهایتاً در اواخر امسال و سال آینده، به حمایت از رشد کمک خواهد کرد. و سپس در منطقه زمانی آمریکا، مکزیکی یکی از کشورهایی است که توجهات را به خود جلب می‌کند. یک دولت جدید روی کار آمده و سوالات باز در مورد اینکه رئیس‌جمهور منتخب کلودیا شینبام چگونه خواهد بود وجود دارد. اما قطعاً مکزیکی بیشترین بهره را از ادامه جدا شدن اقتصاد ایالات متحده از چین خواهد برد. با این، بازگرداندن تولید، اطمینان مجدد، و سرمایه‌گذاری‌های دوستانه. بنابراین من می‌گویم که به این سه کشور به عنوان کشورهای مورد توجه در بازارهای نوظهور در نیمه دوم سال و تا سال 2025 اشاره می‌کنم.

سم آزارلو: به عنوان جمع‌بندی امروز پادکست، حالا به تام سالوپک، رئیس استراتژی متقاطع دارایی‌ها، بپیوندیم. تام، وضعیت دارایی‌های مختلف چگونه است؟

تام سالوپک: خوب، در طرف من من پوشش می‌دهم فرضیات بازار سرمایه 3 تا 5 ساله برای دارایی‌های متقاطع. و آنچه که من می‌گویم این است که معامله‌های متقاطع دارایی‌ها با صعود سالانه سهام بدتر شده است. به طور کلی، بازده‌های مورد انتظار بدتر هستند. می‌دانم که اگر آن را به یک پرتفوی چند دارایی تبدیل کنیم، ما به چیزی شبیه به



یک پرتفوی اواخر چرخه نگاه می‌کنیم. در عین حال، اگر به دلار نگاه کنیم، دلار ممکن است بیش از حد ارزش‌گذاری شده به نظر برسد. اما در کوتاه مدت آنچه که دارید این است که استثنایی بودن ایالات متحده، تفاوت نرخ‌های بهره، ریسک انتخابات ایالات متحده که ممکن است به نفع دلار باشد. اما من فکر می‌کنم چه در مورد سهام و چه در مورد دلار صحبت کنیم، یکی از چیزهایی که درباره آن فکر می‌کنیم وقتی سعی می‌کنیم پلی از تاکتیک به استراتژیک بسازیم این است که این کار به طور قطعی نخواهد بود. با توجه به اینکه در مورد دلار، سپرده‌های حرکت‌پذیر می‌توانند ادامه داشته باشند قبل از اینکه دیدگاه نزولی ما تحقق یابد و به طور مشابه برای دلار ایالات متحده نیز.

سم آزارلو: چه چیزهایی را در نیمه دوم سال زیر نظر خواهید داشت؟

تام سالوپک: مدتی است که ما بین فرود نرم و بالا-برای-طولانی در نوسان بوده‌ایم. و آنچه نیمه دوم سال برای ما انجام خواهد داد این است که مشخص کند چرا ما نرخ بهره را کاهش خواهیم داد. و فکر می‌کنم این یک چیز بسیار مهم است زیرا همانطور که به نمونه‌های تاریخی نگاه می‌کنیم، آنچه که می‌بینید این است که وقتی شما به دلیل ریسک‌های رشد نرخ‌ها را کاهش می‌دهید، سهام پایین می‌آید، وقتی به دلیل فرود نرم کاهش می‌دهید همانطور که در اواسط دهه 1990 انجام دادید، سهام از طریق آن چرخه کاهش نرخ‌ها عبور می‌کند. بنابراین این تفاوت‌های بسیار متفاوتی دارد. می‌گویم تفاوت‌های معنیداری بین دهه 1990 وجود دارد به این معنا که اکنون منحنی بازده به شدت معکوس شده و به یک کند شدن رشد اشاره می‌کند، دوران سختی پیش رو. اما، در عین حال این سیگنال کار نکرده است. و ما فکر نمی‌کنیم که این موضوع مربوط به این باشد که سیگنال کار نخواهد کرد، بلکه مربوط به این است که ما حمایت‌هایی داشته‌ایم که این چرخه را تمدید کرده‌اند. ذخیره نقدی، یک بازار کار قوی، و نوعی انتقال سیاست پولی که کمی تأخیر داشته است با شرکت‌هایی که با نرخ ثابت وام می‌گیرند. در مورد این مقایسه‌ها با دهه 1990، آنها مقایسه‌های کامل نیستند به این معنا که در حالی که اکنون منحنی بازده معکوس شده است، اگر به عقب برگردیم به دوره افزایش نرخ‌ها در سال 1994، منحنی بازده هرگز معکوس نشد. و وقتی به تصویر در دوره بعد نگاه می‌کنیم، آنچه می‌بینید یک تصویر چرخه‌ای بسیار قوی‌تر از آن چیزی است که اکنون داریم، زیرا به یک کند شدن رشد نگاه می‌کنیم که برای برآوردهای درآمد توافقی چالش برانگیز خواهد بود.

سم آزارلو: و در نهایت، چه سوالاتی باید سرمایه‌گذاران از خود بپرسند؟

تام سالوپک: خوب، دو چیز را برجسته می‌کنم، و شاید یکی از آنها یک مسئله بلندمدت‌تر از دیگری باشد. اولین چیز این است که چقدر تنوع از اوراق قرضه دریافت می‌کنید؟ به طور تاریخی، اوراق قرضه باید به عنوان یک بالشتک برای سهام عمل کنند. با چرخه افزایش نرخ‌ها و نرخ‌های بهره بالا، آنچه که می‌تواند رخ دهد این است که تمام طبقات دارایی پایین می‌آیند، تولید یک همبستگی مثبت از چرخه افزایش نرخ‌ها، این جایی است که ما بوده‌ایم. همانطور که پیش می‌رویم، مسئله برای ما ممکن است کمتر در مورد افزایش نرخ‌ها باشد و بیشتر در مورد ریسک رشد. این به همبستگی‌های نرمال اشاره می‌کند و بازگشت به یک همبستگی منفی نرمال بین قیمت‌های سهام و اوراق قرضه. بنابراین اگر ما نگرانی در مورد اوراق قرضه داریم، این مسئله کمتر مربوط به این است که همبستگی به درستی نخواهد بود. بیشتر مربوط به این است که با یک چرخه افزایش ناقص، ما به اندازه‌ای که فکر می‌کردیم، بازده مورد انتظار برای اوراق قرضه بالا نداریم.

سم آزارلو: فوق‌العاده. تام، از اینکه امروز به پادکست پیوستید، بسیار سپاسگزاریم.

تام سالوپک: بله. از دعوت شما سپاسگزارم.

سم آزارلو: این قسمت از چشم‌انداز نیمه سال را در اینجا به پایان می‌رسانیم. امیدواریم که دیدگاه‌های تحلیلی‌گران ما مفید و آموزنده بوده باشد و از شما بابت اینکه به ما ملحق شدید، سپاسگزاریم. برای کسب اطلاعات بیشتر از دیدگاه‌های بازار، به [jpmorgan.com/research](http://jpmorgan.com/research) مراجعه کنید.

گوینده: متشکریم از شنیدن "خلاصه تحقیقات". اگر از این گفتگو لذت بردید، امیدواریم که شما نظرات خود را به اشتراک بگذارید، امتیاز دهید، و به J.P. Morgan's Making Sense مشترک شوید تا در جریان آخرین اخبار و روندهای صنعتی قرار بگیرید - در دسترس در Apple Podcasts, Spotify, Google Podcasts و YouTube این

ارتباط تنها برای اهداف اطلاعاتی ارائه شده است. لطفاً گزارش‌های تحقیقاتی J.P. Morgan مرتبط با محتویات آن را بخوانید برای اطلاعات بیشتر، از جمله افشاهای مهم. حق چاپ J.P. Morgan Chase & Co. 2024 همه حقوق محفوظ است.

پاورقی‌ها:

⚠️ **اخطار:** محتوای این مقاله صرفاً دیدگاه‌های نویسنده و منبع اصلی را منعکس می‌کند و مسئولیت آن بر عهده نویسنده است. بازنشر این مقاله با هدف ارائه دیدگاه‌های متنوع صورت گرفته و به معنای تأیید دیدگاه‌های مطرح‌شده نیست.

✓ **سورس ما J.P. Morgan:**

<https://www.jpmorgan.com/insights/global-research/outlook/mid-year-outlook#section-header#3>

💡 **درباره منبع J.P. Morgan:** یک شرکت پیشرو در زمینه خدمات مالی است که به ارائه مشاوره و تحلیل‌های بازارهای جهانی و اقتصادی می‌پردازد.

✍️ **درباره نویسنده:** سام آزاریلو رهبر استراتژی محتوا در تحقیقات جهانی J.P. Morgan است. او به طور گسترده‌ای در موضوعات مرتبط با اقتصاد جهانی و بازارهای مالی فعالیت دارد.