



بازارهای نوظهور و ترامپ 2.0

پیمایش دگرگونی‌های بنیادینی که در حال رقم زدن یک الگوی اقتصادی جدید هستند!

آوریل 2025

شبکه بازارهای نوظهور | MUFG

پژوهش در بازارهای نوظهور

احسان خومان: رئیس بخش تحقیقات - کالاها، ESG و بازارهای نوظهور

سوجین کیم: تحلیل گر پژوهشی

مدیریت روابط

کریستوفر مارکس: رئیس بازارهای در حال رشد، تأمین مالی نوآورانه و راه حل های پرتفوی

الکساندر بکمن: پوشش بازارهای در حال رشد، تأمین مالی نوآورانه و راه حل های پرتفوی

گروه فروش و معاملات اعتباری - اروپا، خاورمیانه و آفریقا
(EMEA)

آماندا ویلیس: رئیس گروه فروش اعتباری

محمد وکیل: گروه فروش اعتباری

آدام هدوت: گروه فروش اعتباری

کریس اور: رئیس معاملات اعتباری

متیو دانکر: معاملات اعتباری

دومینیک راث: معاملات اعتباری

شبکه بازارهای نوظهور | MUFG

گروه فروش و معاملات اعتباری - آسیا و اقیانوسیه
(APAC)

کارن لو: رئیس گروه فروش اعتباری

الکس وان: گروه فروش اعتباری

آنی چانگ: گروه فروش اعتباری

وینسنت کیم: گروه فروش اعتباری

استفنی دونگ: گروه فروش اعتباری

تیموتی پراوز: گروه فروش اعتباری

گروه فروش و معاملات اعتباری - آمریکا

جس سوداسکی: رئیس گروه فروش اعتباری

مایکل لافلین: گروه فروش اعتباری

نورین هیکی-روبینا: گروه فروش اعتباری

مایکل ویتزل: گروه فروش اعتباری

پیتر مکاری: گروه فروش اعتباری

راجر ولب: گروه فروش اعتباری

خلاصه اجرایی | بازارهای نوظهور و ترامپ 2.0

تحولات بنیادین در دوران ترامپ 2.0

ترامپ 2.0 آغازگر یک تغییر پارادایمی در نظم جهانی است. نقطه مشترک همه تحولات، اعمال تعرفه‌هاست. اختلال در تجارت جهانی گسترده و عمیق است. برخلاف دوران نخست ترامپ، این بار تأثیرات سریع‌تر و شدیدتر ظاهر شده‌اند.

با روشن‌تر شدن دستور کار سیاست‌گذاری در دوره ترامپ 2.0، واکنش‌های سیاستی نیز شدت یافته‌اند تا بتوانند با بازآرایی ساختار تجارت جهانی مقابله کنند؛ بازآرایی‌ای که پیامدهای گسترده‌ای برای بازارهای جهانی به همراه دارد.

خلاصه اجرایی | بازارهای نوظهور و ترامپ 2.0

پیامدها برای بازارهای نوظهور در چارچوب اقتصادی جدید:

در اینجا به نحوه مواجهه بازارهای نوظهور (EM) با سیاست‌های "قدرت‌محور" ترامپ 2.0 پرداخته شده است:

تجارت: بازارهای نوظهور بزرگ‌ترین مازاد تجاری را با ایالات متحده دارند (۸۷۴ میلیارد دلار؛ ۲/۹٪ از تولید ناخالص داخلی ایالات متحده)، که این وضعیت باعث می‌شود این گروه در کانون توجه سیاست‌های آمریکا قرار گیرد. به ویژه، «کارخانه آسیا» بیشتر در معرض خطر قرار دارد.

دفاع: تغییرات در معماری امنیت جهانی تحت تأثیر سیاست خارجی پرخاش‌گرانه‌تر ایالات متحده نگرانی‌هایی را در خصوص حمایت‌های امنیتی و هزینه‌های آن به وجود آورده است.

بازارهای نوظهور در دوران رکود: پیش‌بینی می‌شود که اختلاف نرخ‌های اعتبار در بازارهای نوظهور افزایش یابد، به طوری که در برخی کشورها نرخ‌ها کاهش می‌یابند (مانند کشورهای توسعه‌یافته) و در برخی دیگر نرخ‌ها افزایش می‌یابند (مانند یک کلاس دارایی اعتباری).

خلاصه اجرایی | بازارهای نوظهور و ترامپ 2.0

پیامدها برای بازارهای نوظهور در چارچوب اقتصادی جدید:

در اینجا به نحوه مواجهه بازارهای نوظهور (EM) با سیاست‌های "قدرت‌محور" ترامپ 2.0 پرداخته شده است:

کاهش ریسک ایالات متحده: استفاده از روش‌های فشار برای اخذ امتیازات و نقض توافقات پیشین از سوی ایالات متحده باعث کاهش اعتماد می‌شود. کشورهای BRICS+ در حال افزایش نفوذ خود هستند و ممکن است در مورد بازده‌های ریسک‌تنظیم‌شده از حفظ وضع موجود سوالاتی مطرح کنند.

جایگاه‌های مناسب برای موفقیت (و پنهان شدن): استراتژی باید متمرکز بر بازارهایی باشد که اصول اقتصادی داخلی قوی، سهم بالاتر از مصرف خانگی در تولید ناخالص داخلی، سهم بالاتر از خدمات در سبد صادراتی و کشورهایی که فضای مالی کافی برای حمایت در صورت نیاز دارند، دارند. چشم‌انداز نرخ‌ها به مسیر آینده فدرال رزرو و نوسانات ارزی بستگی خواهد داشت. فهرست این کشورها محدود است.

وزیر خزانهداری ایالات متحده | بازآرایی بزرگ اقتصادی جهانی

وزارت خزانهداری ایالات متحده، اسکات بسنت

"لحظه‌ای بی‌نظیر از نظر ژئوپولیتیکی هستیم و من می‌توانم پیش‌بینی کنم که در سال‌های آینده، نیاز به یک بازآرایی بزرگ اقتصادی جهانی خواهیم داشت، چیزی مشابه به توافق برتون وودز جدید یا اگر بخواهید به گذشته برگردید، چیزی مشابه توافقات فولاد یا معاهده ورسای. احتمال زیادی وجود دارد که در چهار سال آینده این اتفاق بیفتد."

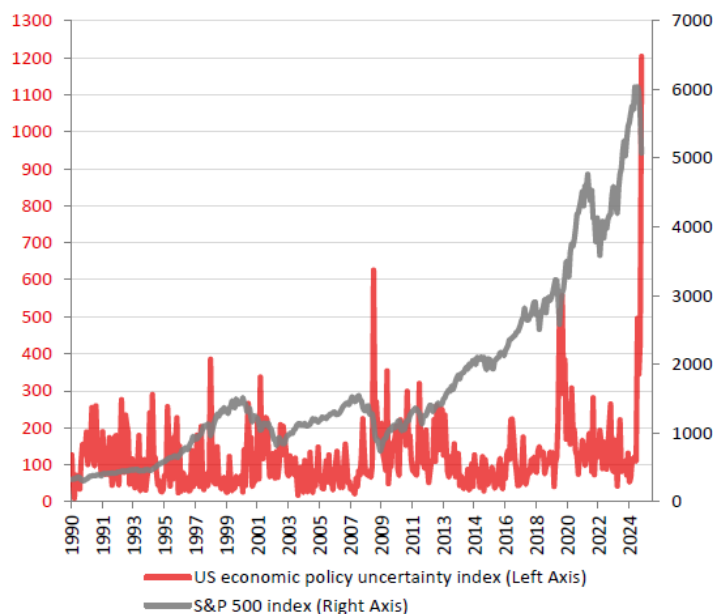


ترامپ 2.0 پس از سه ماه | فشار بی‌سابقه

پیامدهای سیاست‌های دولت جدید ایالات متحده پس از سه ماه شروع به نمایان شدن کرده است و این اثرات به هیچ وجه مثبت نیستند. عدم قطعیت سیاستی از زمان آغاز اعمال تعرفه‌ها افزایش یافته، بازارهای مالی سقوط کرده‌اند، اعتماد بنگاه‌های اقتصادی کاهش یافته و انتظارات تورمی بدتر شده است.

افزایش عدم قطعیت
سیاست اقتصادی
ایالات متحده و افت
بازارهای سهام

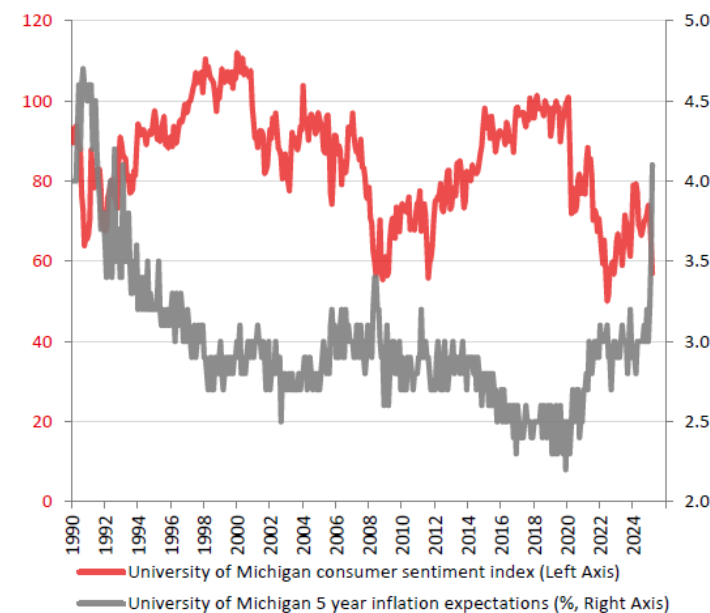
عدم قطعیت سیاست
اقتصادی ایالات متحده
(شاخص) و شاخص S&P
500 (شاخص)



بازارهای جهانی تحت تأثیر آنچه رئیس‌جمهور ترامپ به عنوان "اختلال کوچک" اشاره کرده است، تکان خورده‌اند - عدم قطعیت سیاستی از زمان آغاز اعمال تعرفه‌ها افزایش یافته و شاخص S&P 500 تا کنون در دوران ترامپ 2.0 سقوط کرده است.

کاهش اعتماد در ایالات
متحده و افزایش
انتظارات تورمی

شاخص اعتماد
مصرف‌کنندگان ایالات متحده
(دانشگاه میشیگان) و
انتظارات تورمی (%)



در حالی که دستور کار کلی سیاست‌ها در حال روشن‌تر شدن است، ما وارد دنیای بسیار غیرقابل پیش‌بینی خواهیم شد - نگرانی‌های مربوط به تعرفه‌ها باعث افزایش انتظارات تورمی شده است که این امر اعتماد بنگاه‌ها و افراد را کاهش می‌دهد.

تعرفه‌های ترامپ 2.0 در روز آزادی | نرخ تعرفه مؤثر چقدر است؟

در تاریخ ۲ آوریل ۲۰۲۵ (روز آزادی)، رئیس‌جمهور ترامپ برنامه تعرفه‌ای "متقابل" دوگانه‌ای را اعلام کرد.*.

با در نظر گرفتن سطح این تعرفه‌ها، همراه با سایر تعرفه‌هایی که تاکنون در سال جاری اعلام شده‌اند، نشان می‌دهد که نرخ تعرفه مؤثر ایالات متحده به 24.2٪ رسیده است.

تعرفه‌های متقابل، به همراه دیگر تعرفه‌هایی که پس از ترامپ 2.0 اعلام شده‌اند، نرخ تعرفه مؤثر ایالات متحده را 24.2٪ افزایش خواهند داد.

Effect of US tariff announcements to date – as of 2 April 2025

Trading partner	Import 2024 (USD bn)	Effective tariff rate 2024 (%)	20% China (%)	25% Canada / Mexico non-USMCA (%)	25% steel and aluminium (%)	25% autos and auto parts (%)	Announced reciprocal tariff (%)	Effective reciprocal tariff with exclusion (%)	Total tariff rise as of 2 April 2025 (%)
1 EU	606	1.4	---	---	0.6	2.1	20.0	10.8	13.5
2 Mexico	506	0.5	---	2.4	0.9	4.1	---	---	7.3
3 China	439	10.9	20	---	0.5	0.7	125.0**	---	125.0**
4 Canada	413	0.3	---	2.2	1.2	2.2	---	---	5.5
5 Japan	148	1.7	---	---	0.7	7.6	24.0	11.7	20.0
6 Vietnam	137	4.1	---	---	0.4	5.9	46.0	40.4	46.7
7 South Korea	132	0.4	---	---	1.1	0.5	25.0	14.0	15.6
8 Taiwan	116	1.1	---	---	0.6	0.7	36.0	26.4	27.8
9 India	87	2.6	---	---	0.6	0.5	26.0	18.5	19.5
10 Latin America FTAs	76	0.4	---	---	0.2	3.9	10.0	8.2	12.3
11 UK	68	1.2	---	---	0.5	0.0	10.0	5.6	6.1
12 Switzerland	63	0.8	---	---	0.1	0.6	31.0	18.5	19.2
13 Thailand	63	1.8	---	---	0.5	0.1	36.0	29.4	30.1
14 Malaysia	53	0.8	---	---	0.3	0.0	24.0	16.1	16.4
15 Singapore	43	0.3	---	---	0.1	0.4	10.0	4.9	5.3
16 Brazil	42	1.5	---	---	1.9	0.3	10.0	6.5	8.6
17 Indonesia	28	5.1	---	---	0.3	0.1	32.0	28.1	28.5
18 Israel	22	0.3	---	---	0.2	1.2	17.0	10.0	11.3
19 Turkey	17	3.5	---	---	1.6	0.2	29.0	23.0	24.8
20 Australia	17	0.3	---	---	0.7	3.7	10.0	8.0	12.5
21 South Africa	15	0.5	---	---	0.8	1.6	30.0	14.8	17.2
22 Philippines	14	1.5	---	---	0.1	0.0	17.0	13.1	13.2
23 Saudi Arabia	13	0.6	---	---	0.2	0.0	10.0	3.4	3.6
24 Cambodia	13	7.2	---	---	0.1	0.0	49.0	41.3	41.4
25 Ecuador	9	0.6	---	---	0.2	0.0	10.0	5.6	5.8
26 Bangladesh	8	15.4	---	---	0.0	0.3	37.0	36.6	36.9
27 UAE	7	2.4	---	---	4.8	0.1	10.0	4.9	9.8
28 Argentina	7	1.3	---	---	1.9	0.0	10.0	5.7	7.6
29 Norway	7	0.8	---	---	0.3	0.1	10.0	7.1	7.5
30 New Zealand	6	1.3	---	---	0.2	0.0	10.0	9.0	9.3
31 Pakistan	5	9.8	---	---	0.1	0.3	29.0	28.5	28.9
32 Others	88	1.4	---	---	0.5	0.3	14.0	7.8	8.6
33 Total/avg, import weight	USD3,267bn	2.5%	2.4%	0.6%	0.7	2.2%	23.3%	18.6%	24.2%

رئیس‌جمهور ترامپ برنامه تعرفه‌ای "متقابل" خود را که از دو بخش تشکیل شده است، اعلام کرد. اولین بخش، اعمال تعرفه پایه 10٪ بر واردات از تمام کشورهای دنیا، به جز کانادا و مکزیک است که از تاریخ 5 آوریل اجرایی می‌شود. بخش دوم، کشورهای دارای بزرگ‌ترین کسری تجاری با ایالات متحده، به جز کانادا و مکزیک، با تعرفه اضافی مواجه خواهند شد که معادل نیمی از نسبت کسری تجاری دوجانبه ایالات متحده با آن کشور تقسیم بر واردات ایالات متحده از آن کشور خواهد بود – این تعرفه‌ها از تاریخ ۹ آوریل اجرایی خواهند شد (ولی برای ۹۰ روز به جز چین تعلیق شده است). اینکه این دو بخش به‌طور جداگانه ساختاربندی شده‌اند نشان می‌دهد که تعرفه پایه 10٪ احتمالاً قابل مذاکره پایین نخواهد آمد، اما نرخ تعرفه اضافی می‌تواند پس از مذاکرات کاهش یابد.

این تعرفه‌ها به‌طور میانگین 23.3٪ خواهند بود وقتی که بر اساس واردات وزن‌دهی شوند، اما افزایش نرخ تعرفه مؤثر احتمالاً حدود 18.6٪ خواهد بود به دلیل استثنای محصولات. برآورد می‌کنیم که این تعرفه‌ها و دیگر تعرفه‌هایی که تاکنون در سال جاری اعلام شده‌اند، نرخ تعرفه مؤثر ایالات متحده را 24.2٪ افزایش خواهند داد. دستور اجرایی اعلام می‌کند که این تعرفه‌ها شامل محصولاتی نمی‌شوند که مشمول تعرفه‌های بخشی هستند، از جمله تعرفه‌های بخشی که هنوز اعلام نشده‌اند.

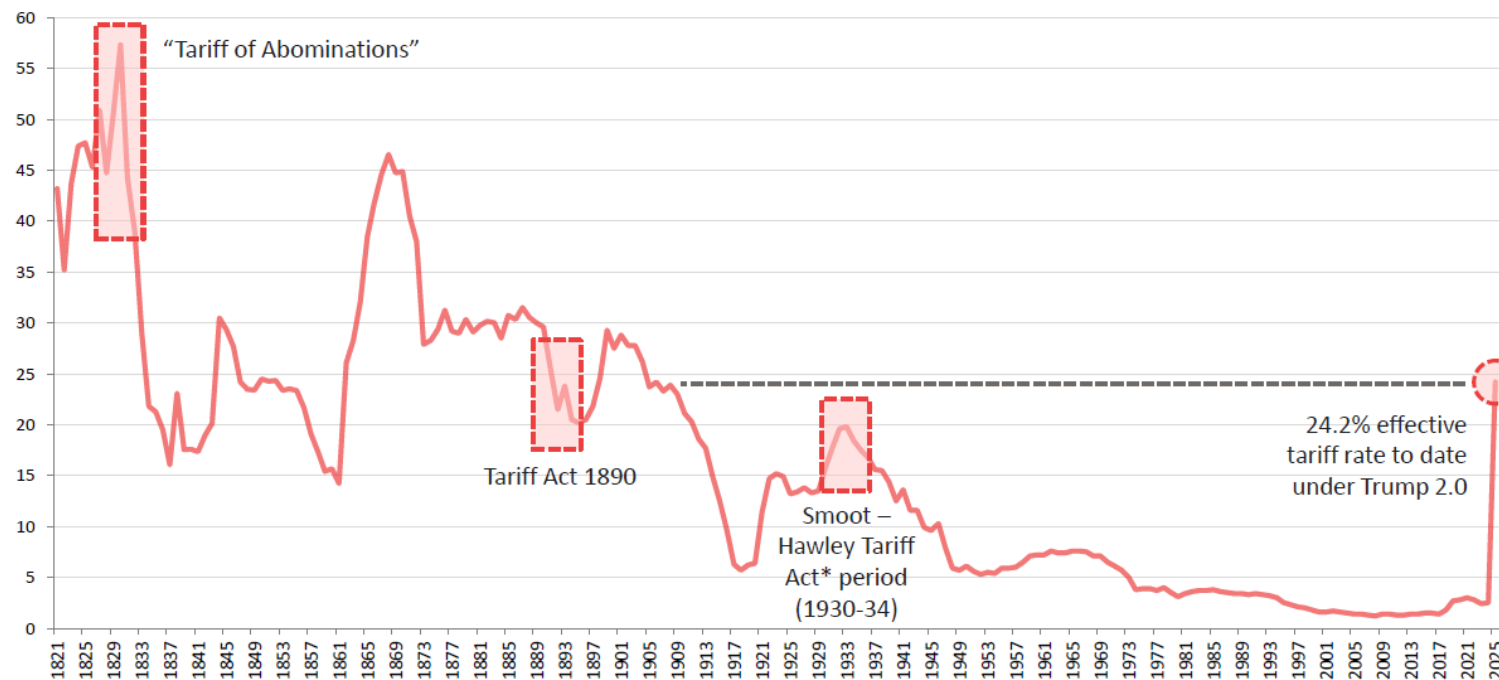
به‌طور قابل توجه، تعرفه‌ها شامل فولاد، آلومینیوم و خودروها نمی‌شود که قبلاً تعرفه‌هایی برای آن‌ها اعمال شده است، همچنین مس، چوب، داروها، نیمه‌هادی‌ها یا مواد معدنی حیاتی. معافیت همچنین شامل محصولات انرژی نیز می‌شود.

تعرفه‌های ترامپ 2.0 در زمینه تاریخی | بالاترین میزان از دهه 1900

برآورد ما از تعرفه‌های اعلام‌شده در سال جاری تحت ترامپ 2.0 که نرخ تعرفه مؤثر ایالات متحده را 24.2% افزایش می‌دهد، بالاترین نرخ میانگین از سال ۱۹۰۵ خواهد بود. در حالی که فرض می‌کنیم مذاکرات ممکن است نرخ‌های «مقابله‌ای» کمی پایین‌تر به همراه داشته باشد، اما عدم قطعیت‌ها همچنان وجود دارند.

ما برآورد می‌کنیم که تعرفه‌های متقابل اعلام‌شده در 2 آوریل (روز آزادی)، همراه با سایر تعرفه‌های اعلام‌شده در سال جاری، نرخ تعرفه مؤثر ایالات متحده را به میزان 24.2% افزایش دهد که بالاترین سطح از سال 1905 تا کنون است.

Average US tariff rate on all imports (%)

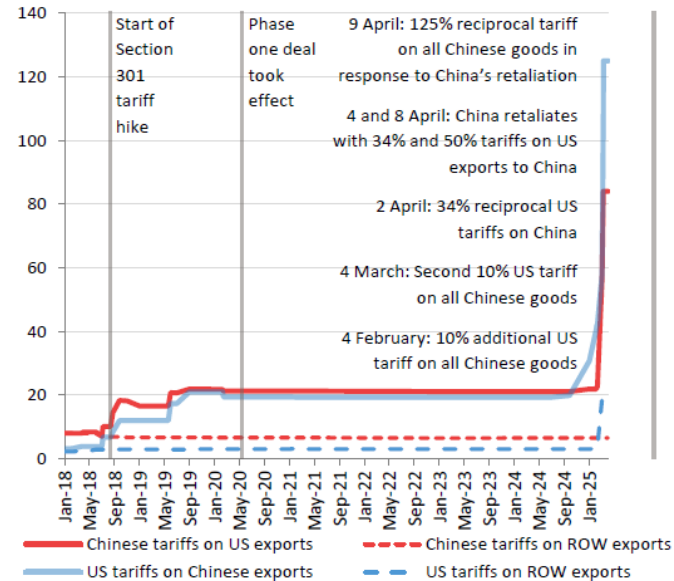


چین به تعرفه‌های ترامپ 2.0 واکنش نشان می‌دهد | مشابه‌سازی اقدامات ایالات متحده

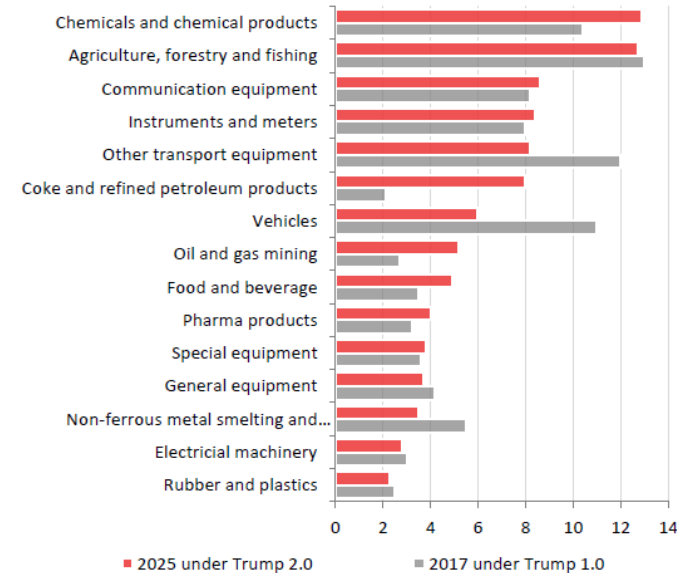
پس از افزایش نرخ تعرفه ایالات متحده بر چین به 104٪، چین با اعلام افزایش 50٪ دیگر بر تعرفه‌ها علیه ایالات متحده، مجموعاً به 84٪ رساند که از 10 آوریل اجرایی خواهد شد - این اقدام مشابه حرکت ایالات متحده است. ایالات متحده نیز از آن زمان نرخ تعرفه خود بر چین را به 125٪ افزایش داده است (9 آوریل).

تعرفه‌های تلافی‌جویانه
چین، نرخ متوسط تعرفه
بر ایالات متحده را به 84٪
افزایش می‌دهد.

نرخ‌های تعرفه مؤثر ایالات
متحده و چین و در
مقایسه با سایر کشورهای
جهان (%)



ترکیب تعرفه‌های بسیار بالای ایالات متحده، کاهش شدید صادرات به این کشور و کند شدن رشد اقتصادی جهانی، انتظار می‌رود که فشارهای قابل توجهی بر اقتصاد چین و بازار کار این کشور وارد کند.



کالاها/ابزارها، واردات کلیدی
چین از ایالات متحده هستند.

برترین واردات چین از ایالات
متحده (%) از واردات چین از
ایالات متحده)

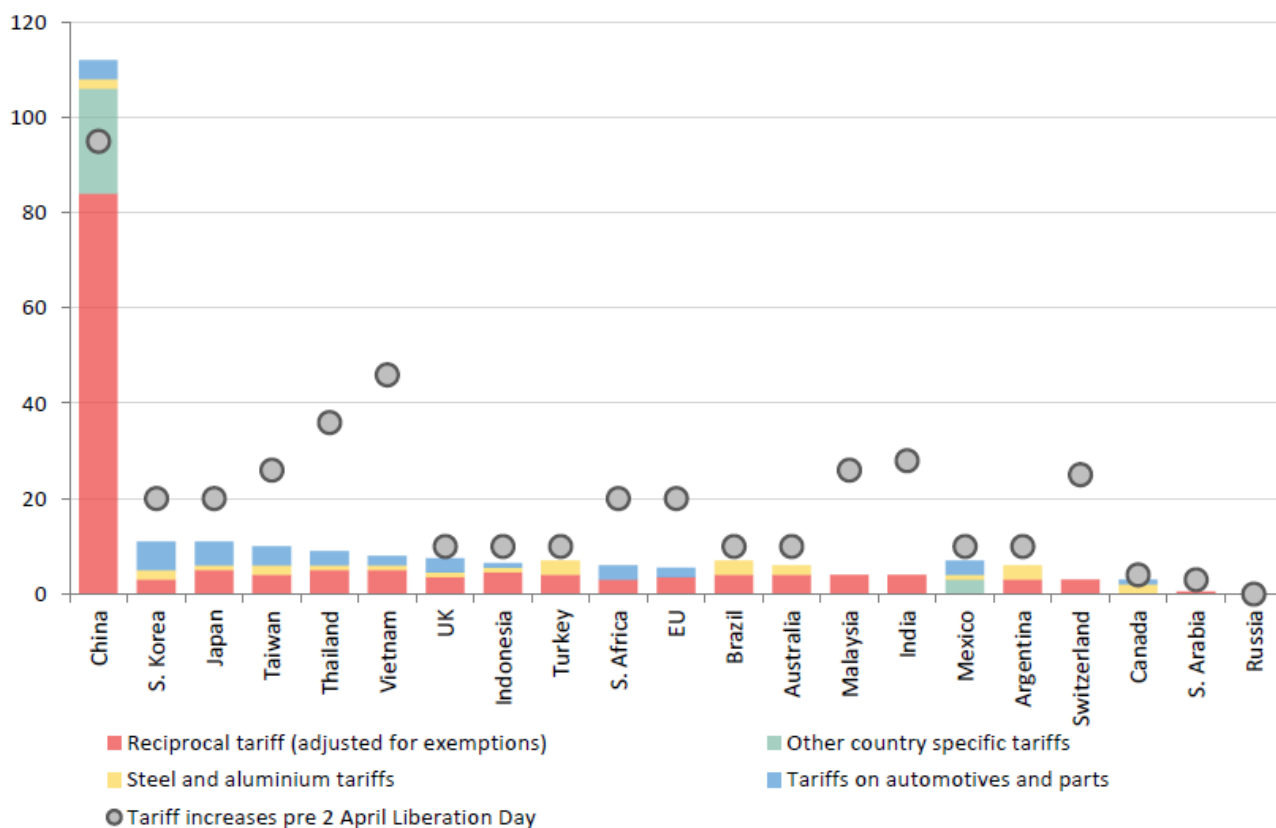
در حالی که تأثیرات رشدی تعرفه‌های تلافی‌جویانه برای چین قابل توجه است، واردکنندگان ممکن است شروع به جابجایی بخشی از خریدهای کالایی خود از ایالات متحده به سایر کشورهای صادرکننده کالا کنند.

تعرفه‌های ترامپ 2.0 بر چین متمرکز می‌شود | "هنر تعویق" تعلیق 90 روزه

رئیس‌جمهور ترامپ اعلام کرده است که 90 روز تعلیق برای بخش اضافی تعرفه‌های "متقابل" مربوط به کشورهای خاص اعمال خواهد شد. این تصمیم تعرفه‌های قبلی و بخش حداقل 10٪ از تعرفه متقابل را به قوت خود باقی می‌گذارد و همچنان انتظار می‌رود تعرفه‌های خاص بخش‌ها اضافه شوند.

چین اکنون تنها بخشی از دیوار تعرفه‌ای متقابل است که هنوز پابرجاست – برای کاهش تنش‌ها و بازگشت به مواضع پیشین، دو طرف به چه اقداماتی نیاز دارند؟

Increase in average tariff on goods exported to the US from January 2025 under Trump 2.0 (%)



دولت ترامپ در تاریخ 9 آوریل اعلام کرد که یک تعلیق 90 روزه برای تعرفه‌ها اعمال خواهد شد که از ساعت 12:01 صبح به وقت شرق آمریکا (ET) اجرایی می‌شود. این تعلیق بخش مربوط به تعرفه‌های "متقابل" کشورهای خاص را هدف قرار می‌دهد که بالاتر از نرخ پایه جهانی 10٪ که در فرمان اجرایی 2 آوریل او تعیین شده بود، هستند. در این دوره 90 روزه، همه کشورها مشمول تعرفه 10٪ خواهند بود و پس از آن دولت مجدداً بررسی خواهد کرد که آیا تعرفه‌های بالاتر که قبلاً اعلام شده بود، اعمال شوند یا نه. تعرفه 25٪ بر خودروهای تکمیل‌شده و تعرفه‌های فلزات تغییری نکرده‌اند و چین اکنون 125٪ تعرفه می‌پردازد.

اگرچه افزایش‌های تعرفه‌ای بیشتر بر چین احتمالاً تأثیر حاشیه‌ای کمتری خواهد داشت، ترکیب تعرفه‌های بسیار بالا از سوی ایالات متحده، کاهش شدید صادرات به آمریکا و کندی اقتصاد جهانی، فشارهای قابل توجهی بر اقتصاد چین و بازار کار آن وارد خواهد کرد.

نگاهی به آینده نشان می‌دهد که با توجه به اینکه چین تنها بخش باقی‌مانده از دیوار تعرفه‌ای است، برای دو طرف حتی سخت‌تر خواهد شد که از مواضع فعلی خود کاسته و به توافقی دست یابند. به نظر می‌رسد که چین آماده است تا این بحران را پشت سر بگذارد و ایالات متحده اکنون چین را در وسط سیاست‌های حمایت‌گرایانه خود هدف قرار داده است.

چشم‌انداز ترامپ 2.0 مبتنی بر روابط آمریکا و چین | تحلیل سناریو

با توجه به درجه پیچیده‌ای از عدم قطعیت‌ها در وضعیت‌ها در حال تغییر است، ما از طریق تحلیل سناریو، چشم‌اندازهای روابط آمریکا و چین را درک می‌کنیم. موضع قاطعانه چین نشان می‌دهد که احتمالاً در آینده، اقدامات تلافی‌جویانه آن شدیدتر خواهد بود و این احتمال را افزایش می‌دهد که جدایی غیرمدریت‌شده‌ای رخ دهد.

سناریوهای تجاری چین-آمریکا در 2025	جزئیات سناریو	احتمال در طول دوران ریاست جمهوری ترامپ 2.0			
		2025	2026	2027	2028
1 توافق بزرگ	کانال‌های پشت‌پرده محتاطانه و تمایل رئیس‌جمهور ترامپ به "مذاکره"، همراه با امتیازات، منجر به توافقی می‌شود که از تشدید بزرگ تعرفه‌ها جلوگیری می‌کند.	15%	10%	10%	5%
2 تفکیک مدیریت‌شده	صداها کمتر جنگ‌طلب در حوزه تجارت پیشرو می‌شوند و احتمال اینکه هر دو طرف بتوانند پس از تشدید تعرفه‌ها در میان‌مدت به توافق برسند، افزایش می‌یابد.	15%	40% (base case)	50% (base case)	40% (base case)
3 تفکیک بدون مدیریت	جنگ‌طلبان تجاری و امنیتی، جداسازی حداکثری تجارت را پیش می‌برند و از "خطوط قرمز" چین عبور می‌کنند که منجر به یخ زدن روابط دوجانبه می‌شود.	55% (base case)	35%	25%	35%
4 بحران	تغییر وضعیت موجود در سیاست تایوان توسط آمریکا یا تایوان، موجب تشدید نظامی چین مانند تصرف جزیره یا محاصره می‌شود.	15%	15%	15%	20%

به طور کلی، به نظر می‌رسد که در وضعیت کنونی، احتمال توافق میان ایالات متحده و چین با توجه به تفاوت‌های سبک‌های مذاکره رهبران دو کشور کم است؛ زیرا در ایالات متحده، توافق‌سازی بیشتر از سوی رئیس‌جمهور ترامپ محبوبیت ندارد و چین نیز بر این باور است که تاکتیک‌های رئیس‌جمهور ترامپ خصمانه است. با این حال، چین به نظر می‌رسد که در مذاکرات را همچنان باز نگه داشته و این منجر به احتمال کمی برای دستیابی به توافق می‌شود.

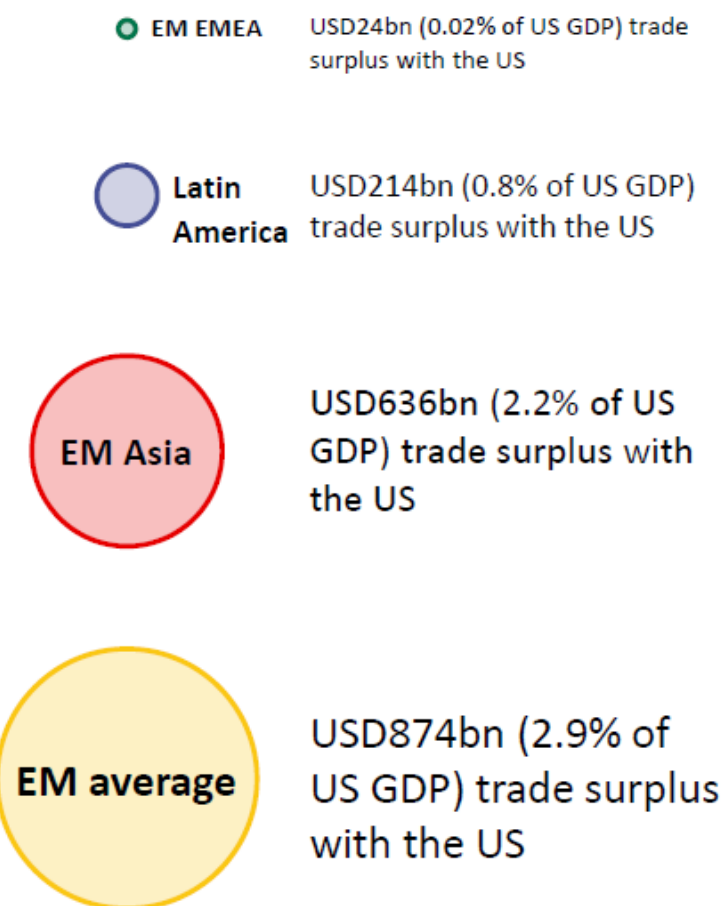
آخرین تحرکات چین در مقایسه با ترامپ 1.0 موضعی confrontational تر را اتخاذ کرده است که با ارتقاء تلافی از طریق تعرفه‌ها از نوع متقابل به هدفمند و فراتر از انتقام ساده همراه است. دو عنصر از انتقام‌جویی چین الگوهای اخیر را شکسته‌اند: (1) زمان‌بندی پاسخ آن قبل از اجرای تعرفه‌های ایالات متحده، و (2) شدت انتقام تعرفه‌ای آن.

عناصر دیگر انتقام به صورت تدریجی و در مراحل مختلف پیش می‌روند و بنابراین بیشتر نمادین هستند و اقدامات قوی‌تر برای تشدید بیشتر در اختیار خواهند بود، در حالی که همچنان فضا برای مذاکرات احتمالی حفظ می‌شود.

سوالاتی که مطرح است این است که پس از آنکه چین از پاسخ‌های اقتصادی متقارن ضعیف‌تر خود استفاده کرد، چه خواهد شد؟ آیا چین تصمیم خواهد گرفت (یا احساس خواهد کرد که مجبور است) تا به تلافی غیرمتقارن با اقدامات غیر اقتصادی روی آورد؟

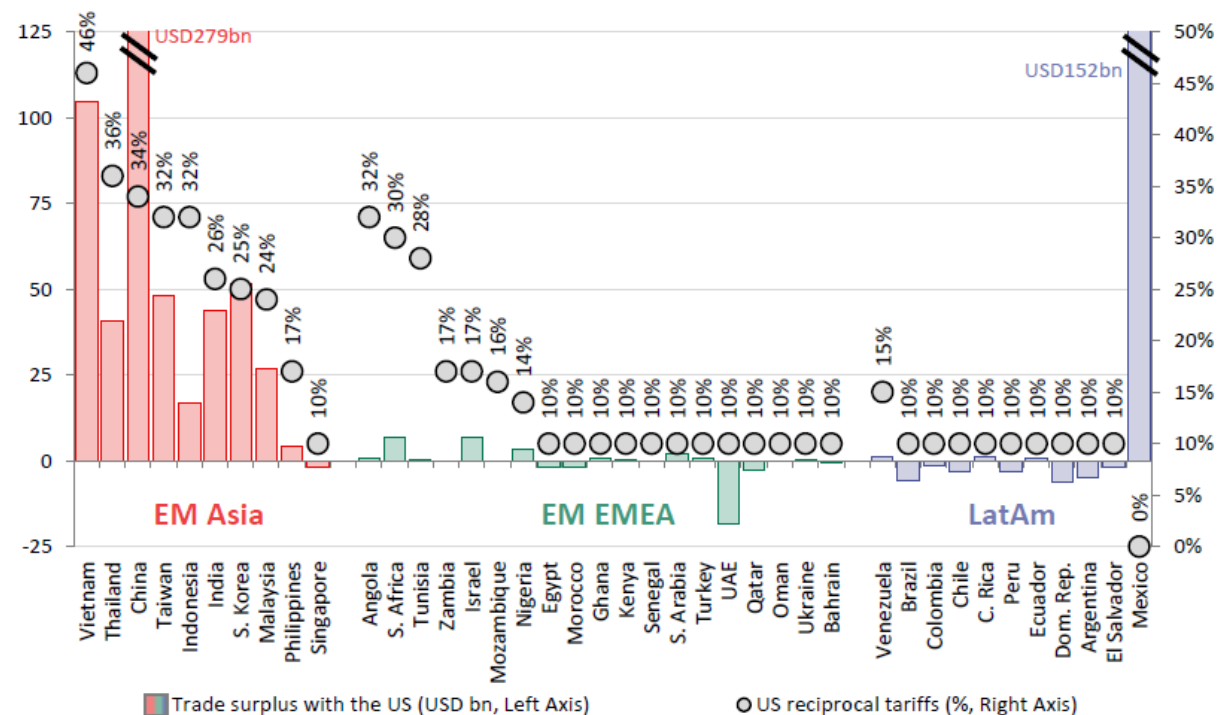
چارچوب‌بندی مواجهه با بازارهای نوظهور (EM) در مقابل ایالات متحده | کدام حوزه‌ها بیشتر در معرض خطر هستند؟

کشورهای نوظهور (EMs) کسری تجاری بزرگی با ایالات متحده دارند که به میزان 870 میلیارد دلار آمریکا (معادل 2.9 درصد از تولید ناخالص داخلی) است.



آسیای نوظهور (EM) کسری تجاری بزرگی با ایالات متحده دارد و بنابراین در معرض تعرفه‌های بالاتر ایالات متحده قرار می‌گیرد.

کسری تجاری با ایالات متحده (میلیارد دلار آمریکا) و نرخ تعرفه متقابل ایالات متحده (%)



در مجموع، هنوز برای ارائه یک ارزیابی قطعی از میزان آسیب در مجموعه بازارهای نوظهور (EM) زود است، اما ریسک‌های مربوط به رشد جهانی - که مهم‌ترین عامل برای بازدهی بازارهای نوظهور است - به طور قابل توجهی افزایش یافته‌اند. اگرچه برخی کشورها ممکن است به عنوان برندگان ظاهر شوند، اما وخامت در فضای روانی و کاهش شفافیت، احتیاط بیشتری را ایجاب می‌کند.

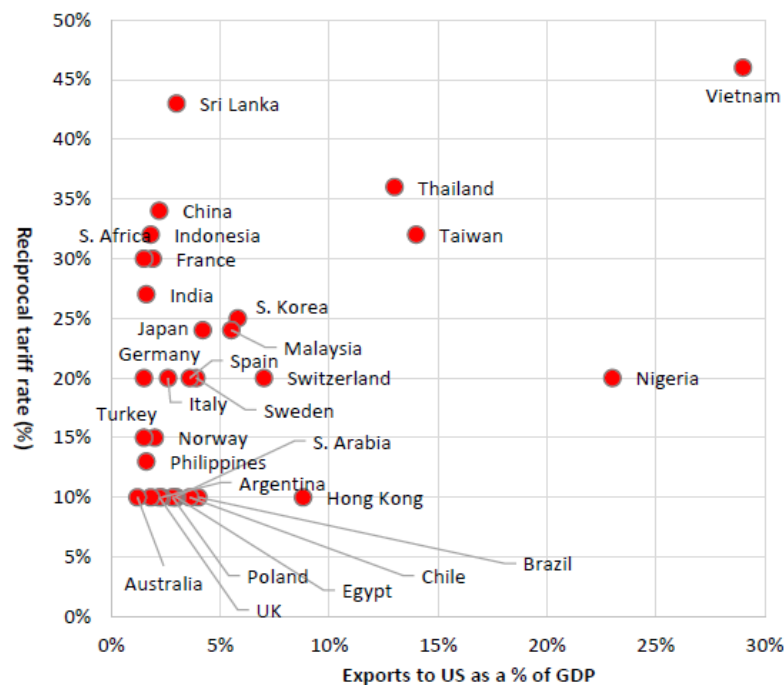
تجارت بازارهای نوظهور (EM) با ایالات متحده | متمرکز در آسیای نوظهور (EM Asia)

ما شرکای تجاری اصلی بازارهای نوظهور با ایالات متحده را خلاصه کرده‌ایم و آن‌ها را بر اساس ارزش واردات آمریکا رتبه‌بندی کرده‌ایم تا سطح در معرض بودن این کشورها مشخص شود. اگرچه این معمولاً با کسری تجاری خالص همبستگی دارد، اما همیشه تطابق دقیق ندارد. نسبت صادرات به آمریکا به تولید ناخالص داخلی (Exports to US/GDP) شاخص مناسبی برای سنجش میزان در معرض بودن کشورها به شمار می‌رود.

Region / Market	US imports from (USD bn)	US exports to (USD bn)	US trade balance (USD bn)	% of total US imports	US trade balance / US imports (%)	Exports to US/GDP (%)	Tariffs charged to the US* (%)	US (discounted) reciprocal tariffs (%)
World	3084.11	2019.55	-1064.56	---	-35%	---	---	18.1%
Asia – China	427.23	147.81	-279.42	13.9%	-65%	2.9%	125%	125%
Asia – South Korea	116.23	64.84	-51.40	3.8%	-44%	6.8%	50%	25%
Asia – Vietnam	114.44	9.81	-104.63	3.7%	-91%	22.1%	90%	46%
Asia – Taiwan	87.75	39.78	-47.98	2.8%	-55%	11.6%	64%	32%
Asia – India	83.77	40.12	-43.65	2.7%	-52%	2.1%	52%	26%
Asia – Thailand	56.37	15.65	-40.72	1.8%	-72%	9.4%	72%	36%
Asia – Malaysia	46.15	19.44	-26.70	1.5%	-58%	8.5%	47%	24%
Asia – Singapore	40.34	42.45	2.11	1.3%	5%	9.0%	10%	10%
Asia – Indonesia	26.81	9.94	-16.86	0.9%	-63%	1.7%	64%	32%
Asia – Philippines	13.27	9.29	-3.98	0.4%	-30%	2.6%	34%	17%
EM EMEA – Israel	20.82	14.03	-6.79	0.7%	-33%	3.5%	33%	17%
EM EMEA – Saudi Arabia	15.88	13.87	-2.00	0.5%	-13%	1.4%	10%	10%
EM EMEA – Turkey	15.50	14.69	-0.80	0.5%	-5%	1.3%	10%	10%
EM EMEA – UAE	6.58	24.86	18.28	0.2%	278%	1.2%	10%	10%
EM EMEA – Qatar	2.05	4.66	2.61	0.1%	128%	0.6%	10%	10%
EM EMEA – Oman	1.65	1.86	0.21	0.1%	13%	0.5%	10%	10%
EM EMEA – Ukraine	1.30	1.05	-0.26	0.0%	-20%	0.3%	10%	10%
EM EMEA – Bahrain	1.18	1.68	0.50	0.0%	42%	2.3%	10%	10%
EM EMEA – South Africa	13.97	7.16	-6.81	0.5%	-49%	2.2%	60%	30%
EM EMEA – Nigeria	5.70	2.60	-3.10	0.2%	-54%	1.3%	27%	14%
EM EMEA – Egypt	2.39	4.49	2.10	0.1%	88%	0.5%	10%	10%
EM EMEA – Morocco	1.70	3.75	2.06	0.1%	121%	0.9%	10%	10%
EM EMEA – Ghana	1.67	0.85	-0.82	0.1%	-49%	1.0%	17%	10%
LatAm – Mexico	475.61	323.23	-152.38	15.4%	-32%	27.4%	---	0%
LatAm – Brazil	39.12	44.81	5.69	1.3%	15%	1.7%	10%	10%
LatAm – Colombia	16.16	17.55	1.39	0.5%	9%	3.8%	10%	10%
LatAm – Chile	15.54	18.72	3.18	0.5%	20%	4.3%	10%	10%
LatAm – Costa Rica	10.46	9.14	-1.31	0.3%	-13%	9.7%	17%	10%
LatAm – Peru	8.73	12.04	3.30	0.3%	38%	3.2%	10%	10%
LatAm – Ecuador	8.60	7.95	-0.65	0.3%	-8%	6.2%	12%	10%
LatAm – Argentina	6.44	11.44	5.00	0.2%	78%	4.5%	10%	10%

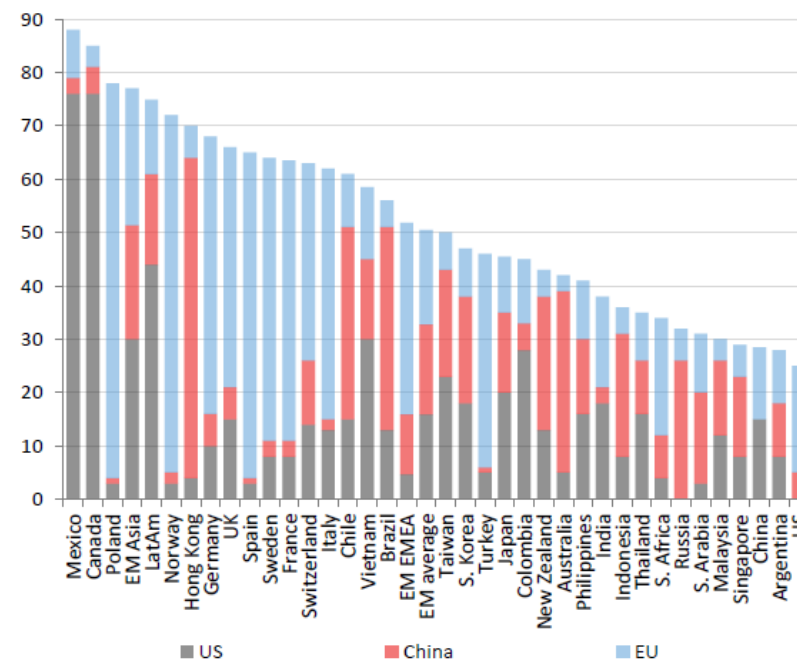
تنوع تجاری بازارهای نوظهور | سهم تجارت با چین و اتحادیه اروپا ناهمگون است

آسیای نوظهور بیشترین فشار را از تعرفه‌های متقابل در میان بازارهای نوظهور متحمل می‌شود
صادرات کشورها به آمریکا (میلیارد دلار) و تعرفه‌های متقابل آمریکا (درصد)



فراتر از مکزیک (که از تعرفه‌های متقابل مستثنی شده است)، چین، ویتنام و تایوان برخی از کشورهای نوظهور با بیشترین آسیب‌پذیری هستند به دلیل وابستگی آنها به بازار آمریکا و ادغام عمیق در زنجیره‌های تأمین آمریکا.

بازارهای نوظهوری که وابستگی کمتری به آمریکا دارند، در موقعیت بهتری برای عبور از بحران قرار دارند.
سهم صادرات کالا به آمریکا، اتحادیه اروپا و چین برای اقتصادهای نوظهور اصلی (درصدی از کل صادرات).



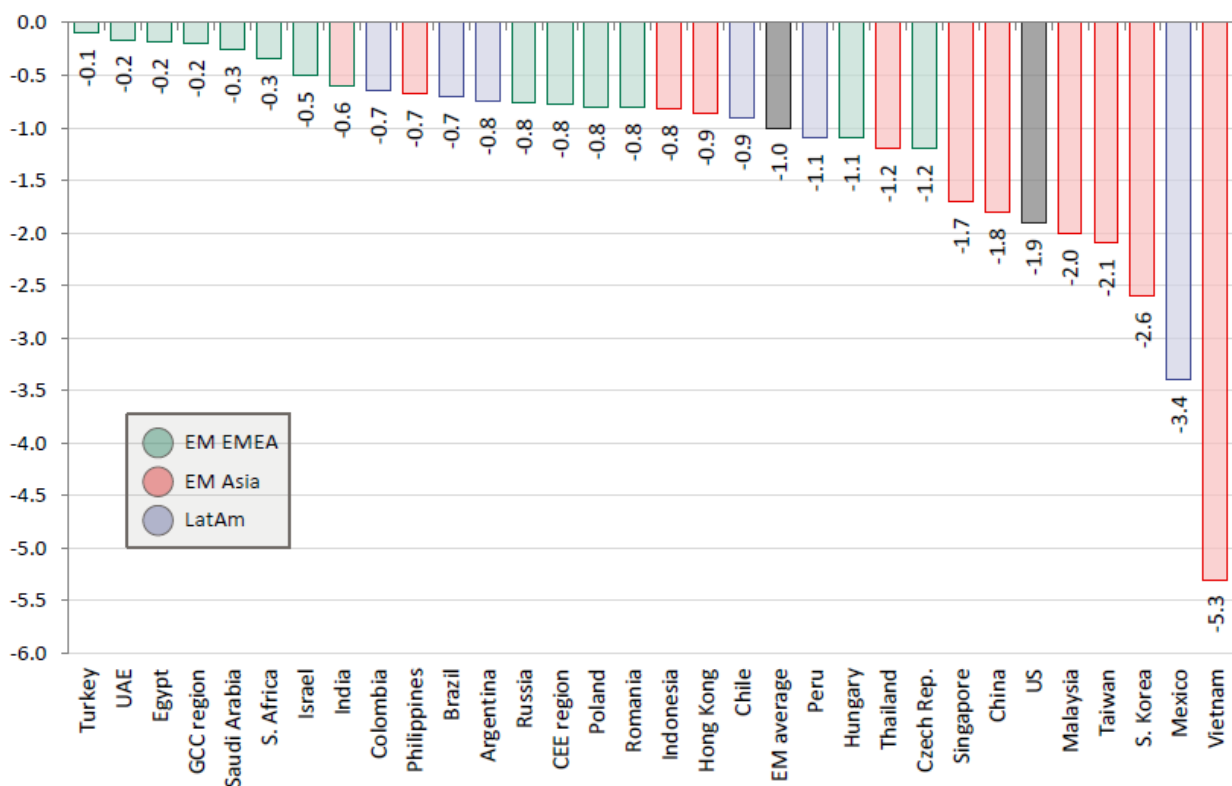
برخی از بازارهای نوظهور توانسته‌اند بازارهای صادراتی خود را متنوع کنند و ممکن است در صورت بهبود رشد داخلی در چین و/یا اتحادیه اروپا، و/یا در صورت تداوم تعرفه‌های تنبیهی آمریکا، بتوانند صادرات خود به این مناطق را افزایش دهند.

تأثیر رشد بازارهای نوظهور از تعرفه‌های آمریکا | بازارهای نوظهور آسیایی بیشتر از همه تحت تأثیر قرار می‌گیرند.

ما تأثیرات رشد را در سراسر بازارهای نوظهور شبیه‌سازی می‌کنیم تا نرخ‌های تعرفه متقابل آمریکا را در کنار اقدامات تلافی‌جویی تعرفه‌ای چین در نظر بگیریم. با توجه به اینکه بیشترین بار تعرفه‌های آمریکا بر دوش بازارهای نوظهور آسیایی است، اینجا جایی است که انتظار داریم بیشتر اثرات منفی رشد محدود شود.

شبیه‌سازی تأثیر تجمعی رشد تولید ناخالص داخلی واقعی در بازارهای نوظهور از تعرفه‌های ایالات متحده و تلافی‌جویی چین نشان می‌دهد که آسیا و اقیانوسیه بازارهای نوظهور بیشترین بار شوک منفی را خواهند داشت.

تأثیر پیش‌بینی‌شده تولید ناخالص داخلی واقعی از تعرفه‌های ایالات متحده و تلافی‌جویی چین در 2025 (%)



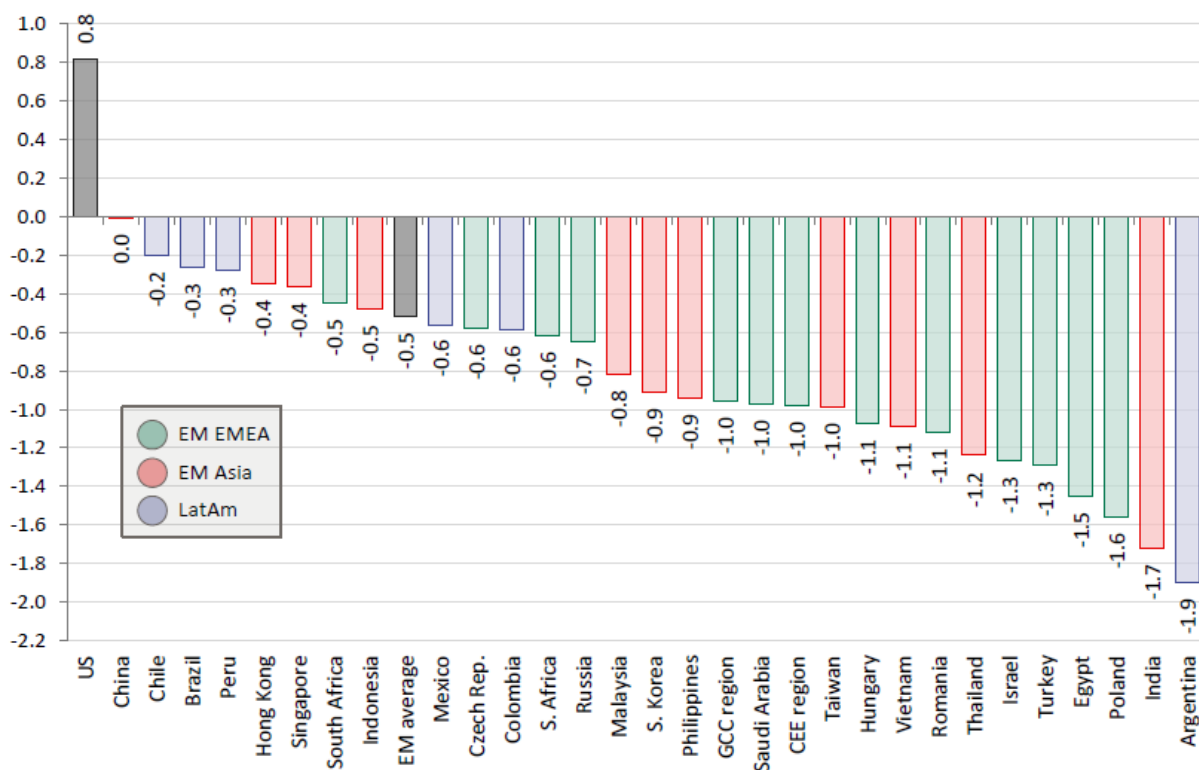
تأثیر بر بازارهای نوظهور آسیایی شدیدتر است. تأثیر منفی رشد ویتنام شدیدترین است، به دلیل هم وابستگی قابل توجه آن به بازار آمریکا (29%) و شدت عدم تقارن تعرفه‌ای (46%)، که به موجب آن شوک رشد در این مدل به طور تجمعی برابر با -5.3% پیش‌بینی شده است. مکزیک و کره جنوبی نیز به ترتیب با -3.4% و -2.6% در معرض خطر نسبی قرار دارند. برخی اقتصادها پیش‌بینی می‌شوند که شوک‌های رشد تجمعی مشابهی با ایالات متحده (-1.9%) داشته باشند، به ویژه تایوان (-2.1%)، مالزی (-2.0%)، چین (-1.8%) و سنگاپور (-1.7%). در سراسر بازارهای نوظهور منطقه EMEA، جمهوری چک (-1.2%) و مجارستان (-1.1%) بیشترین آسیب را در منطقه می‌بینند، عمدتاً به دلیل تأثیر بر منطقه یورو که تحت رهبری آلمان است. در مناطق دیگر، منطقه GCC، ترکیه (-0.1%) و مصر (-0.2%) به طور نسبی بیشتر از خطرات مصون هستند، همچنین اسرائیل (-0.5%)، هند (-0.6%) و فیلیپین (-0.9%)، هرچند باید این تحلیل را با توجه به تأثیرات مرتبه دوم که در این شبیه‌سازی وجود ندارد، با احتیاط در نظر گرفت.

تأثیر تورم در بازارهای نوظهور از تعرفه‌های ایالات متحده | تفاوت‌ها در حوزه‌های قضائی

ما همچنین تأثیر تعرفه‌ها بر تورم در بازارهای نوظهور را شبیه‌سازی می‌کنیم. برای بازارهای نوظهور (شرکای تجاری ایالات متحده)، تأثیر تعرفه‌ها مشابه یک شوک منفی تقاضای خارجی است که منجر به کاهش صادرات و وارد آوردن فشار کاهشی بر تورم داخلی در بخش کالاهای قابل تجارت می‌شود.

شبیه‌سازی تأثیر تورمی تعرفه‌های متقابل ایالات متحده و تلافی‌جویی چین بر بازارهای نوظهور نشان‌دهنده درجه زیادی از واگرایی است.

تأثیر تورمی پیش‌بینی‌شده از تعرفه‌های متقابل ایالات متحده و تلافی‌جویی چین در سال 2025 (%)



در سطح کلان، تأثیر اولیه تعرفه‌ها مشابه یک شوک منفی عرضه برای ایالات متحده است که باعث افزایش تورم و فشار منفی بر درآمد واقعی مصرف‌کنندگان می‌شود. برای شرکای تجاری، این مشابه یک شوک منفی تقاضای خارجی است که منجر به تضعیف صادرات و وارد آوردن فشار کاهشی بر تورم داخلی در بخش کالاهای قابل تجارت می‌شود.

با توجه به این زمینه، با توجه به اینکه ایالات متحده با یک شوک رکود-تورمی مواجه است، باقی جهان (که شامل بازارهای نوظهور نیز می‌شود) احتمالاً شوک ضدتورمی را مهار خواهد کرد. با این حال، این تحلیل را باید با توجه به فرضیات قابل توجه در مدل یادآوری کنیم. به عنوان مثال، شوک تورمی اولیه نسبت داده شده به تعرفه‌ها بر چین احتمالاً از طریق تورم عرضه‌ای کوتاه‌مدت ناشی از تعرفه‌های تلافی‌جویانه چین یا شاید حمایت‌های احتمالی از تسهیل سیاست‌ها تقویت می‌شود.

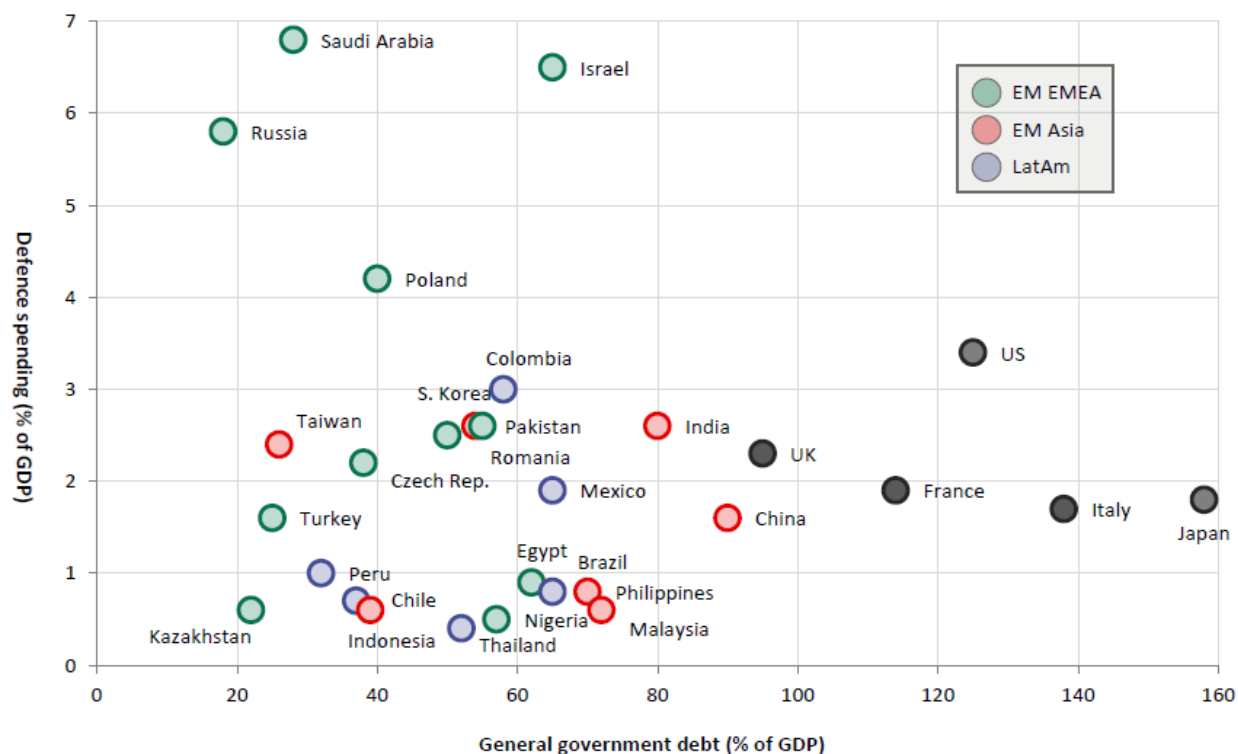
در نهایت، نتیجه‌گیری کلیدی از شبیه‌سازی تورم CPI این است که شوک تورمی دچار واگرایی است و بازارهای نوظهور در دسته ضدتورمی قرار دارند.

دفاع | بازطراحی معماری امنیت جهانی

ما همچنین تأثیر تعرفه‌ها بر تورم در بازارهای نوظهور را شبیه‌سازی می‌کنیم. برای بازارهای نوظهور (شرکای تجاری ایالات متحده)، تأثیر تعرفه‌ها مشابه یک شوک منفی تقاضای خارجی است که منجر به کاهش صادرات و وارد آوردن فشار کاهشی بر تورم داخلی در بخش کالاهای قابل تجارت می‌شود.

در حالی که هزینه‌های دفاعی در بازارهای نوظهور اروپا، خاورمیانه و آفریقا (EM EMEA)، به ویژه در منطقه خلیج فارس و اسرائیل افزایش یافته، بازارهای نوظهور آسیا نیز شاهد روند افزایشی در این زمینه هستند.

هزینه‌های دفاعی (% از تولید ناخالص داخلی) و بدهی عمومی کلی (% از تولید ناخالص داخلی)



مدیریت تغییر استراتژیک مبتنی بر قدرت ایالات متحده در آینده، با بسیاری از ناشناخته‌ها همراه است. ایالات متحده چه امتیازاتی از متحدان خود برای حفاظت از این کشور خواهد گرفت؟ آیا دولت ترامپ می‌تواند منافع متحدان آسیای اقیانوس آرام را نادیده بگیرد و یک توافق دوجانبه با چین برقرار کند، مشابه آنچه که ممکن است در مورد اوکراین/اروپا و روسیه اتفاق افتاده باشد؟

سیگنال‌های متناقضی وجود دارد - از یک طرف، انتخاب تایوان و فیلیپین به عنوان دریافت‌کنندگان کمک‌های خارجی ایالات متحده، اهمیت استراتژیک آسیای نوظهور برای منافع ایالات متحده را نشان می‌دهد، و از طرف دیگر، برخی نشانه‌ها از کاهش تعهد برای دفاع از تایوان وجود دارد.

تنها تعداد کمی از کشورهای نوظهور دارای پیچیده نظامی صنعتی قابل توجهی هستند که می‌توانند از افزایش تقاضا برای هزینه‌های نظامی بهره‌مند شوند - اسرائیل، ترکیه، لهستان، کره جنوبی و جمهوری چک. از این میان، ترکیه، لهستان و جمهوری چک به عنوان اعضای ناتو برجسته می‌شوند، و به‌ویژه ترکیه از اهمیت استراتژیک برخوردار است زیرا دومین نیروهای مسلح بزرگ را در ناتو پس از ایالات متحده فراهم می‌کند.

به طور کلی، افزایش هزینه‌های دفاعی می‌تواند فشارهای مالی بیشتری در برخی کشورهای نوظهور که با خطرات امنیتی افزایش‌یافته روبرو هستند ایجاد کند، با تأثیرات نامشخص بر ضرب‌کننده‌ها و بهره‌وری بلندمدت.

کاهش ریسک ایالات متحده | ورود به دوران تجزیه جغرافیایی و بلوک‌های تجاری

سیاست ایالات متحده که برخی آن را "تهدیدات و فشارها" برای استخراج امتیازات می‌دانند، در حالی که به توافقات قبلی خود پایبند نمی‌ماند، باعث کاهش اعتماد می‌شود. بازارهای نوظهور، به‌ویژه گروه BRICS+ که در حال افزایش قدرت اقتصادی هستند، ممکن است به ریسک بازده‌های حفظ وضعیت موجود با ایالات متحده شک کنند.

کاهش جهانی‌شدن

کاهش جهانی‌شدن به آرامی پیش می‌رود، اما تنش‌های تجاری اکنون به سطوح ساختاری مختل‌کننده‌ای رسیده است.

سناریو پایه رکود؟

انتظارات بازار به طور فزاینده‌ای ریسک‌های رکود جهانی را در حال حاضر به عنوان سناریو پایه در نظر می‌گیرند.

بیشتر شدن منطقه‌گرایی

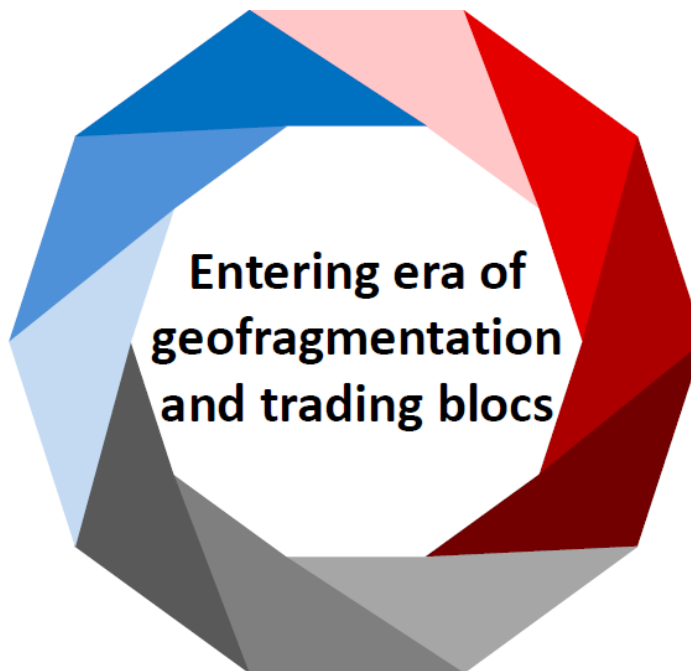
خطوط گسل ژئوپولیتیکی باعث افزایش منطقه‌گرایی و بلوک‌های تجاری شده است، همراه با تغییرات در جریان‌های سرمایه‌گذاری فرامرزی.

زنجیره‌های تأمین

شرکت‌های چندملیتی آماده‌اند تا پس از روز آزادی، به طور ساختاری زنجیره‌های تأمین خود را تنوع بخشند.

بازگشت به کشور؟

بازگشت به کشور در حال رشد سریع‌تر از هم‌پیمان‌سازی و نزدیکی به کشورها است، آیا این روند همچنان ادامه خواهد داشت؟



آیا ترامپ به خودکفایی روی می‌آورد؟

رئیس‌جمهور ترامپ در حال اتخاذ رویکردی شخصی‌سازی شده در سیاست‌گذاری است که نگرانی‌هایی درباره خودکفایی جزئی ایجاد کرده است.

سلطه دلار؟

سیاست‌های رئیس‌جمهور ترامپ باعث تسریع در فرسایش بلندمدت سلطه دلار می‌شود، اما هنوز هیچ جایگزین شناخته‌شده‌ای برای کوتاه‌مدت وجود ندارد.

جنگ سرد جدید با ابعاد کوچک‌تر در عرصه‌های تجاری و نظامی

ژئوپولیتیک همچنان در حال شکل‌دهی مجدد به نظم جهانی است، زیرا جنگ‌های تجاری و نظامی به سمت یک جنگ سرد جدید با رویکرد "کوچک و بزرگ" پیش می‌روند.

حمایت از MAGA

حمایت رئیس‌جمهور ترامپ از پایگاه MAGA خود هنوز کاهش نیافته است و نظرات رسانه‌های غیررسمی برای پیگیری این موضوع بسیار حائز اهمیت است.

مدل سه‌جهانی

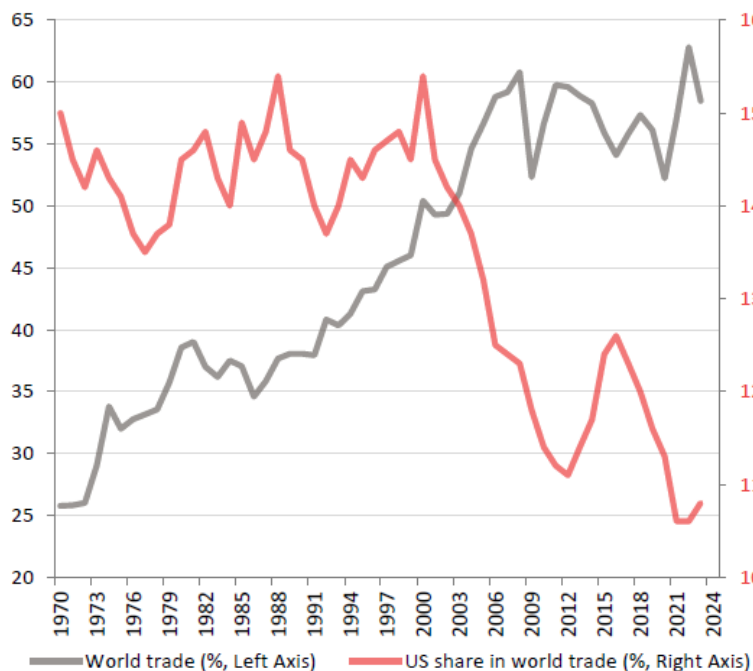
آیا مدل سه‌جهانی در حال ظهور است که شامل (۱) غرب جهانی، (۲) شرق جهانی و (۳) جنوب جهانی باشد؟

هش ریسک ایالات متحده توسط بازارهای نوظهور | آیا جنگ تعرفه‌ای 2.0 باعث تسریع در کاهش ریسک خواهد شد؟

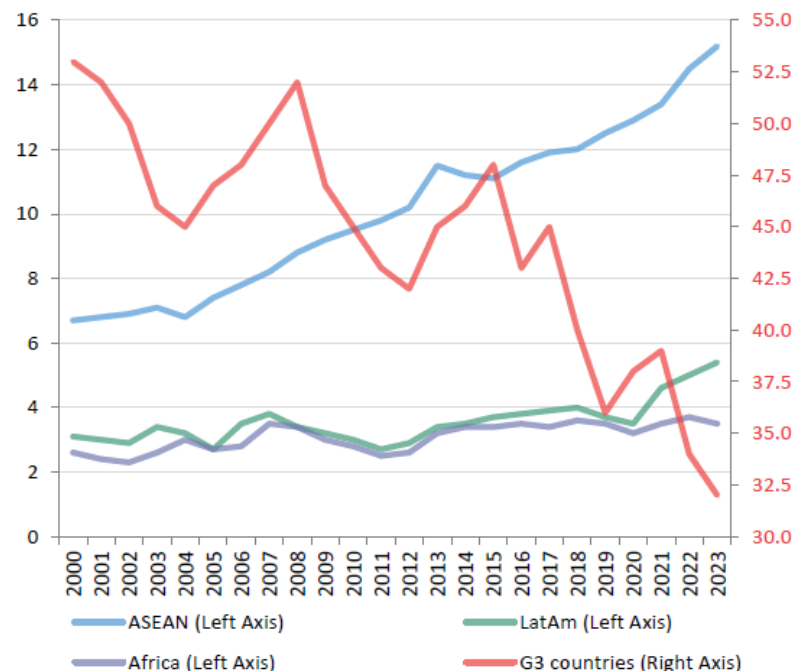
بی‌ثباتی سیاست تجاری به سطوح مخرب ساختاری رسیده است، به ویژه با تعرفه‌های متقابل 2 آوریل؛ با این حال، سهم ایالات متحده از تجارت جهانی حتی قبل از روز آزادی به طور چشمگیری کاهش یافته است، که این روند با سیاست‌های ترامپ 1.0 و اهمیت تجاری چین برای بازارهای نوظهور تشدید شده است.

سهم ایالات متحده از تجارت جهانی از زمان جنگ تعرفه‌ها 1.0 کاهش یافته است.

تجارت جهانی (% از تولید ناخالص داخلی) و تجارت ایالات متحده (% از تجارت جهانی)



با توجه به اجرای سیاست‌های صنعتی و بازگشت تولید به داخل، سهم آمریکا از تجارت جهانی از زمان جنگ تعرفه‌ای 1.0 کاهش یافته است، در حالی که استفاده از تعرفه‌ها به عنوان ابزاری برای فشار سیاسی تبدیل شده است. آیا ترامپ 2.0 باعث ایجاد جدایی استراتژیک خواهد شد؟



چین به طور پیوسته مقاصد صادراتی خود را به بازارهای نوظهور تنوع بخشیده است.

سهم از کل صادرات چین (%)

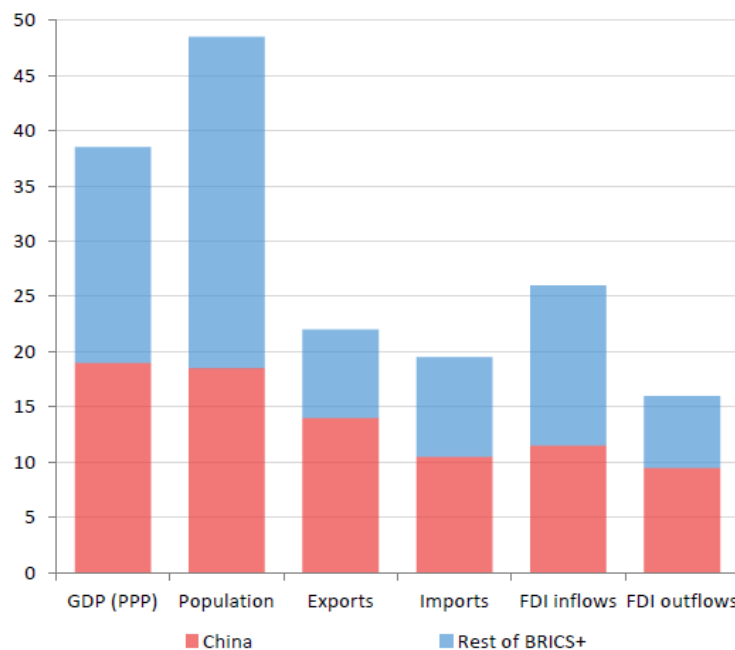
چین همچنان بزرگترین اقتصاد تجاری جهان و بزرگترین صادرکننده است و همچنان بر زنجیره تأمین جهانی تسلط دارد، در حالی که الگوهای تجاری بازارهای نوظهور به طور فزاینده‌ای تغییر کرده و بیشتر به چین وابسته می‌شوند.

کاهش ریسک ایالات متحده | ورود به دوران تجزیه جغرافیایی و بلوک‌های تجاری

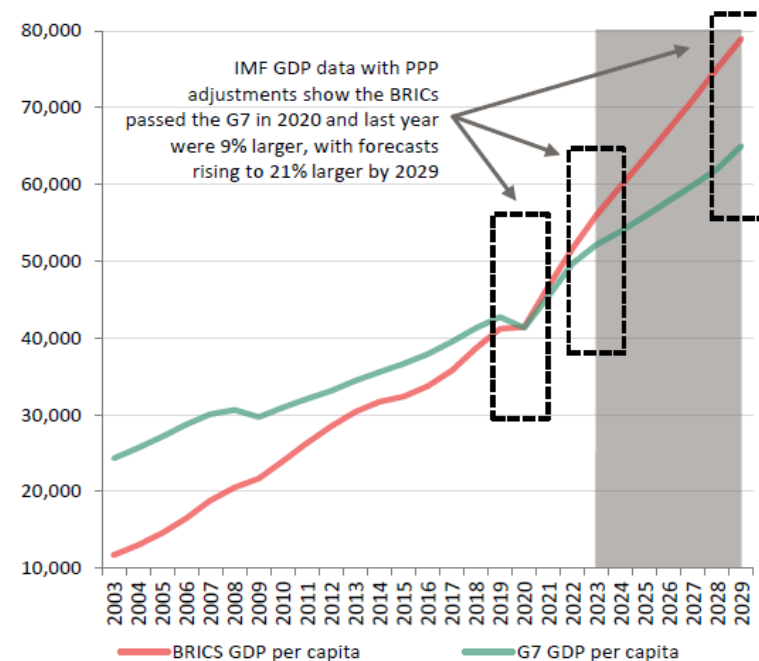
کشورهای بازارهای نوظهور BRICS+ (برزیل، روسیه، هند، چین، آفریقای جنوبی، مصر، اتیوپی، ایران، امارات متحده عربی و اندونزی) حدود 40 درصد از تولید ناخالص داخلی جهانی (بیشتر از گروه G7 از نظر برابری قدرت خرید)، 50 درصد از جمعیت جهان و 20 درصد از جریان‌های تجاری جهانی را تشکیل می‌دهند. آیا این کشورها می‌توانند باعث تغییر در جریان‌های تجاری جهانی شوند؟

کشورهای BRICS+ سهم‌های بزرگی از اقتصاد و تجارت جهانی را در بر می‌گیرند.

سهم کشورهای BRICS+ در شاخص‌های کلان جهانی (% سهم)



کشورهای BRICS+ در قدرت اقتصادی و تجارت جهانی صعود کرده‌اند و این گروه همچنان در حال گسترش است. کشورهای BRICS+ حدود 40٪ از تولید ناخالص داخلی جهانی، 50٪ از جمعیت جهانی و 20٪ از تجارت جهانی را تشکیل می‌دهند.



کشورهای BRICS+ در سال 2020 از نظر تولید ناخالص داخلی بر اساس برابری قدرت خرید (PPP) از G7 پیشی گرفتند.

تولید ناخالص داخلی بر اساس برابری قدرت خرید (PPP) (دلار آمریکا)

کشورهای BRICS+ در سال 2020 از نظر اندازه اقتصاد از کشورهای G7 پیشی گرفتند. صندوق بین‌المللی پول پیش‌بینی می‌کند که این شکاف در این دهه بیشتر خواهد شد، حتی در حالی که کشورهای G7 در مقیاس‌هایی که از نرخ‌های مبادله بازار استفاده می‌شود، برتری خود را حفظ خواهند کرد.

معایب BRICS+ | تنوع اقتصادی و سیاسی

با وجود وزن اقتصادی در حال رشد BRICS+، این گروه همچنان یک گروه سیاسی به شمار می‌رود. این گروه یک منطقه آزاد تجاری نیست، بنابراین هیچ توافق رسمی برای مقابله با موانع تجاری بین اعضا وجود ندارد.

تجزیه ژئواقتصادی باعث افزایش اعتبار BRICS+ شده است، اما این گروه در حال حاضر بیشتر یک گروه سیاسی است تا یک بلوک تجاری جایگزین قابل اجرا.

ملاک‌های کلیدی برای ارزیابی شباهت‌ها و تفاوت‌های اقتصادی و سیاسی در میان اعضای BRICS+ عبارتند از:

Market		GDP PPP terms (ranking)	Real GDP per capital (ranking)	Population (ranking and global share)	Exports (ranking and global share)	Imports (ranking and global share)	Democracy index (ranking)
Brazil		7	85	7 (2.6%)	24 (1.4%)	27 (1.0%)	52
Russia		4	50	9 (1.8%)	18 (1.8%)	23 (1.3%)	145
India		3	128	1 (17.8%)	17 (1.8%)	8 (2.8%)	42
China		1	79	2 (17.4%)	1 (14.2%)	2 (10.5%)	150
South Africa		33	109	24 (0.8%)	38 (0.5%)	37 (0.5%)	48
Egypt		17	91	13 (1.4%)	61 (0.2%)	45 (0.3%)	128
Ethiopia		56	164	10 (1.6%)	135 (0.0%)	84 (0.1%)	117
Iran		23	95	17 (1.1%)	41 (0.4%)	51 (0.3%)	154
UAE		38	14	86 (0.1%)	14 (2.0%)	16 (1.9%)	126
Indonesia		8	107	4 (3.5%)	28 (1.1%)	30 (0.9%)	57

مهم است که بدانیم BRICS+ چیست و چه نیست - که در برخی جنبه‌ها می‌تواند توانایی این گروه را برای نمایندگی یکپارچه منافع بازارهای نوظهور و تبدیل شدن به یک وزنه‌مقابل واقعی قدرت اقتصادی و سیاسی G7 محدود کند.

برای مثال، BRICS+ یک گروه رسمی نیست و هیچ معاهده تأسیسی ندارد و تحت نظارت مجموعه‌ای از معاهدات قرار ندارد (برخلاف اتحادیه اروپا یا ناتو)، به این معنی که هیچ توافق الزام‌آوری برای نحوه عملکرد گروه وجود ندارد - اگرچه توافقی‌هایی برای نهادهای مالی آن وجود دارد.

این گروه همچنین یک منطقه تجارت آزاد نیست، بنابراین هیچ توافق رسمی برای کاهش تعرفه‌ها یا مقابله با دیگر موانع تجاری میان اعضا وجود ندارد.

علاوه بر این، هرچقدر گروه بزرگ‌تر شود، رسیدن به اجماع دشوارتر خواهد بود.

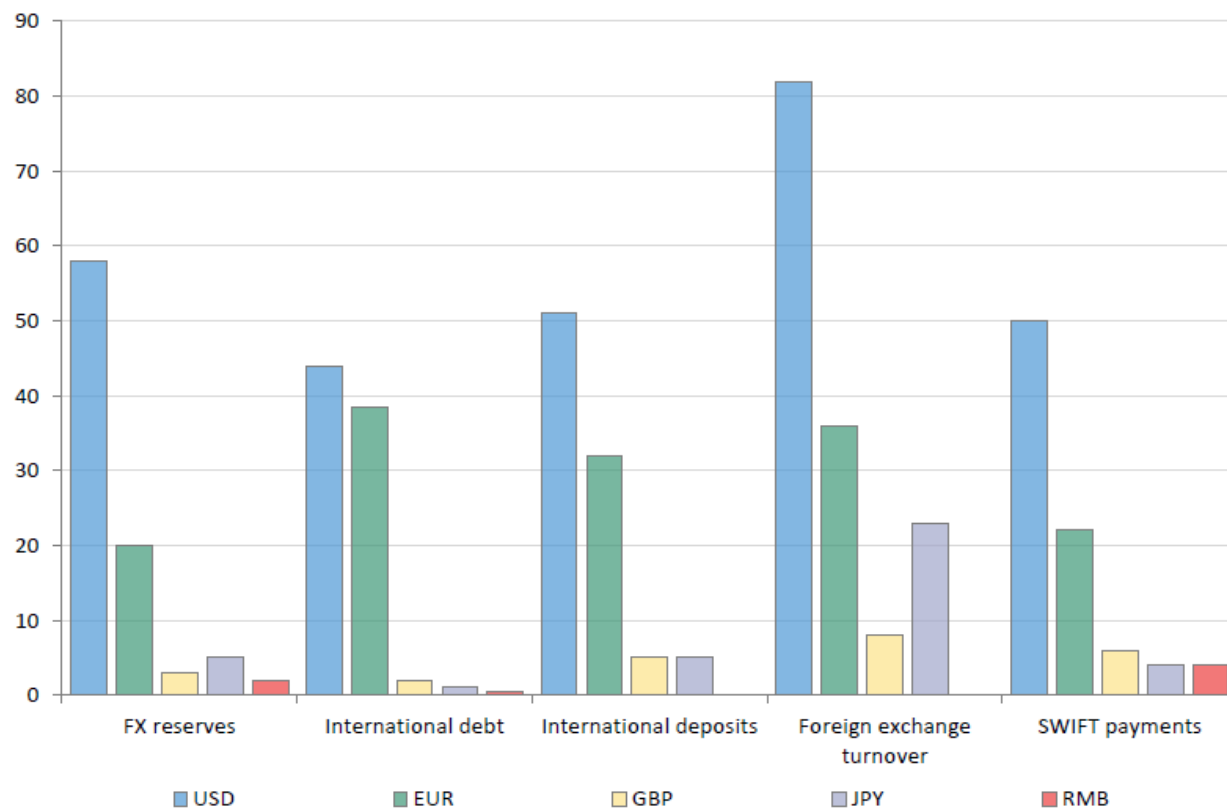
به علاوه، برخلاف G7، گروه‌بندی BRICS+ از نظر اقتصادی و سیاسی بسیار متنوع‌تر است. برای مثال، این گروه شامل برخی از بزرگ‌ترین و پرجمعیت‌ترین اقتصادهای جهان است، اما همچنین شامل برخی از ضعیف‌ترین اقتصادها با ساختارهای سیاسی متنوع است.

BRICS+ و دلارزدایی | مدیریت تعرفه‌های آمریکا

اگرچه در برخی مواقع نقش دلار آمریکا ممکن است با چالش‌هایی مواجه شود، اما از نظر بیشتر معیارها، این ارز همچنان ارزی غالب است و نقش برجسته‌ای در امور مالی بین‌المللی در مجموعه‌ای از شاخص‌ها ایفا می‌کند - مانند ذخایر ارزی، بدهی‌ها، سپرده‌ها، گردش ارز و پرداخت‌های سوئیفت.

تسلط دلار آمریکا در ذخایر ارزی، بدهی‌های بین‌المللی، سپرده‌های بین‌المللی، گردش ارزهای خارجی و پرداخت‌های سوئیفت مشهود است.

استفاده از ارزهای عمده در امور مالی بین‌المللی (%)



اقتصادهای BRICS+ ماه‌ها تحت تهدید تعرفه‌های رئیس‌جمهور آمریکا، دونالد ترامپ، قرار داشتند که گفته بود این گروه ممکن است با تعرفه 100 درصدی مواجه شود اگر از استفاده از دلار آمریکا دوری کند.

با اینکه بحث‌های زیادی درباره امکان افزایش تجارت در ارزهای محلی، ایجاد یک ارز مشترک BRICS+ و کاهش وابستگی به دلار انجام شده، اما این مسأله تاکنون در مقیاس وسیعی محقق نشده است و همچنین توافق مشترکی در این زمینه وجود ندارد که به زودی عملی شود، به دلایل عملی، سیاسی و اجرایی.

در واقع، هرچند انجام مبادلات تجاری با ارزی غیر از دلار آمریکا ممکن است به برخی از کشورهای BRICS+ (مانند روسیه و ایران) کمک کند تا از تحریم‌های آمریکا که توانایی آن‌ها برای انجام تراکنش با دیگر بازارها را محدود می‌کند، اجتناب کنند، اما هم آفریقای جنوبی و هم هند این ایده را رد کرده‌اند. دولت آفریقای جنوبی اخیراً اعلام کرد که هیچ برنامه‌ای برای ایجاد یک ارز BRICS+ ندارد، اما اشاره کرد که بحث‌های BRICS بر تجارت میان اعضا با استفاده از ارزهای ملی خود تمرکز دارد.

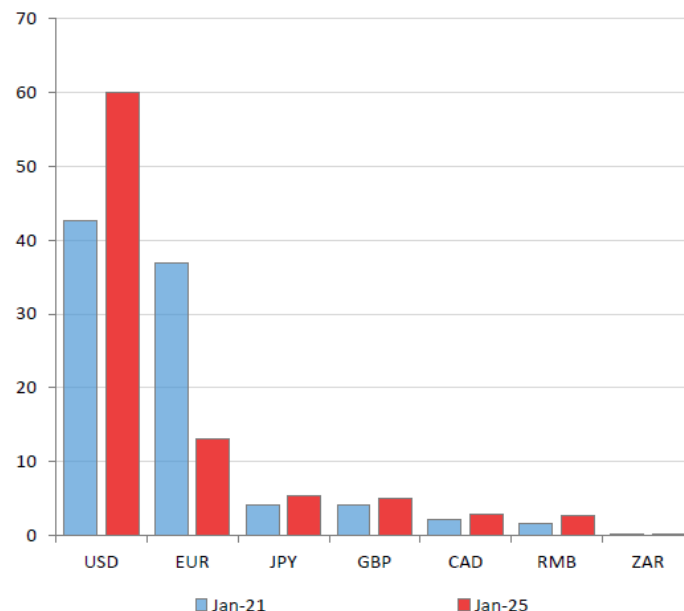
در اجلاس BRICS 2024 در کازان، اعضا تصمیم گرفتند به امکان‌سنجی ایجاد یک "زیرساخت مستقل تسویه‌حساب و سپرده‌گذاری مرزی"، با نام "BRICS Clear"، توجه کنند و وزرای دارایی و رؤسای بانک‌های مرکزی خود را مأمور کردند که "ادامه بررسی ارزهای محلی و ابزارهای پرداخت، در صورت لزوم، را پیگیری کنند.

BRICS+ و بین‌المللی‌سازی یوان چین | نقش رو به رشد

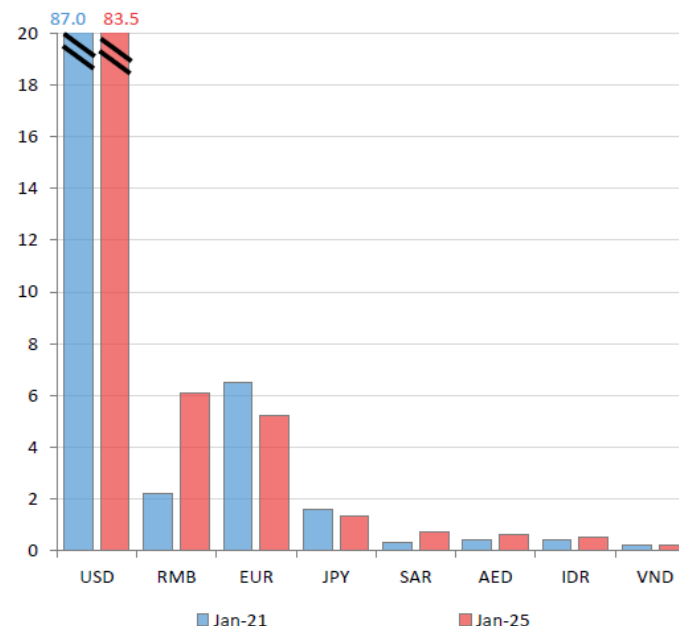
کشورهای بازارهای نوظهور BRICS+ (برزیل، روسیه، هند، چین، آفریقای جنوبی، مصر، اتیوپی، ایران، امارات متحده عربی و اندونزی) حدود 40 درصد از تولید ناخالص داخلی جهانی (بیشتر از گروه G7 از نظر برابری قدرت خرید)، 50 درصد از جمعیت جهان و 20 درصد از جریان‌های تجاری جهانی را تشکیل می‌دهند. آیا این کشورها می‌توانند باعث تغییر در جریان‌های تجاری جهانی شوند؟

یوان چین به تدریج در پرداخت‌های بین‌المللی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

درصد استفاده از ارزهای جهانی در پرداخت‌های بین‌المللی (% از مجموع)



یوان چین به طور فزاینده‌ای برای پرداخت‌های بین‌المللی استفاده می‌شود - سهم آن از 1.6% در ژانویه ۲۰۲۱ به 2.7% در ژانویه 2025 افزایش یافته است. ترویج پذیرش یوان یک اولویت استراتژیک برای چین است.



یوان چین به تدریج در پرداخت‌های بین‌المللی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

درصد استفاده از ارزهای جهانی در پرداخت‌های بین‌المللی (% از مجموع)

یوان چین در تأمین مالی تجارت جهانی سهم بازار خود را از حدود 2% در ژانویه 2021 به حدود 6% در ژانویه 2025 افزایش داده است. با این حال، تسلط دلار آمریکا همچنان بی‌رقیب باقی مانده و حدود 90% از سهم بازار را در اختیار دارد.

رئیس‌جمهور آمریکا | جایگاه بریکس

رئیس‌جمهور آمریکا، دونالد ترامپ: "هیچ شانسی وجود ندارد که گروه BRICS جای دلار آمریکا را بگیرد".

ایده‌ای که کشورهای BRICS در تلاش‌اند تا از دلار آمریکا فاصله بگیرند، در حالی که ما ایستاده‌ایم و نظاره می‌کنیم، تمام شده است. ما از این کشورهای به ظاهر خصمانه خواسته‌ایم که هیچ‌گاه ارز جدید BRICS ایجاد نکنند و یا از هیچ ارزی برای جایگزینی دلار آمریکا حمایت نکنند، در غیر این صورت با تعرفه‌های 100 درصدی مواجه خواهند شد و باید آماده خداحافظی با واردات به اقتصاد فوق‌العاده آمریکا باشند. هیچ شانسی وجود ندارد که BRICS جای دلار آمریکا را در تجارت بین‌المللی یا هر جای دیگری بگیرد و هر کشوری که بخواهد این کار را انجام دهد باید به تعرفه‌ها خوشامد بگوید و از آمریکا خداحافظی کند!



شمارش معکوس رکود برای ترامپ 2.0 | درد، وحشت و تلافی

وهم یک چرخه تشدید تعرفه‌ها به طور ناگهانی احتمال رکود جهانی را افزایش داده است.

این امر به معنای کاهش بیشتر ارزش سهام، گسترش اسپریدهای اعتباری، شروع یک چرخه عمیق‌تر کاهش نرخ بهره فدرال رزرو و افزایش نوسانات بلندمدت در بازار خواهد بود.

تاریخ نشان می‌دهد که در دوران رکود، سهام و نرخ‌های سیاستی هنوز فضای بیشتری برای کاهش دارند.

Recession period	Equity drawdown (%)	Fed cut (basis points)	Unemployment rate increase (%)	Core CPI (% y/y)
1980	-17%	1230bps	2.2%	12.0% y/y
1981	-27%	1410bps	3.6%	11.6% y/y
1990	-20%	525bps	2.6%	5.5% y/y
2001	-49%	550bps	2.5%	2.7% y/y
2008	-57%	525bps	5.6%	2.5% y/y
2020	-34%	150bps	2.9%	2.1% y/y
Current**	-19%	---	---	3.1% y/y

شاخص VIX در ناحیه‌ای قرار دارد که معمولاً با رکودها همراه است، اما سایر شاخص‌ها چنین نیستند.

	Current	1990 max		2001 max		2008 max		2020 max	
		3m	Whole recession	3m	Whole recession	3m	Whole recession	3m	Whole recession
VIX	52bps	36bps	36bps	35bps	44bps	32bps	81bps	83bps	83bps
HY credit spreads (bps)	449bps	---	---	749bps	902bps	831bps	1971bps	1100bps	1100bps
12m SPX implied volatility	22bps	---	---	23bps	27bps	25bps	46bps	5.5% y/y	38bps
5s30s (bps)	85bps	58bps	64bps	105bps	178bps	211bps	219bps	2.7% y/y	110bps

بازارها کاهش شدید پیش‌بینی‌های رشد و یک شوک سیاستی تند را قیمت‌گذاری کرده‌اند که نشان‌دهنده نگرانی از واکنش محتاطانه فدرال رزرو به خطرات تورم است. کاهش پیش‌بینی‌شده رشد در 3 و 4 آوریل بی‌سابقه بوده و مشابه دوره‌های بحران COVID، بحران مالی جهانی و دوشنبه سیاه است.

کاهش فعلی ارزش سهام حدود 18% است که کوچک‌ترین بازار خرسی رکودی بوده، اما از متوسط کاهش‌ها کم‌تر است. کاهش نرخ‌های بهره در رکودهای قبلی معمولاً بیشتر از آن چیزی است که بازار اکنون قیمت‌گذاری کرده است (کمتر از 100 واحد پایه در 2025). بنابراین، بازارهای نرخ بهره کوتاه‌مدت هنوز رکود را قیمت‌گذاری نکرده‌اند.

نتیجه‌گیری‌ها: (۱) احتمال قیمت‌گذاری کامل رکود بالا است؛ (۲) تغییر سیاست، راه اصلی بهبودی بازار است؛ (۳) ریسک بازگشت‌های سریع به روند مخالف بیشتر است؛ (۴) پس از این حرکات شدید، باید به فشارهای مالی که می‌تواند ریسک‌های نزولی را تسریع کند توجه کرد.

بازارهای نوظهور در دوران رکود | دارایی‌های بازارهای نوظهور عملکرد خوبی ندارند

بازارهای نوظهور در دوران رکود به شکلی متفاوت معامله می‌شوند. ما شاهد گسترش بیشتر اسپردهای اعتبار در بازارهای نوظهور هستیم، در حالی که نرخ‌های بازارهای نوظهور معمولاً در دوران رکود به دو بخش تقسیم می‌شوند: کشورهای با بازده پایین کاهش نرخ‌ها را تجربه می‌کنند (همانند کشورهای توسعه‌یافته)، و کشورهای با بازده بالا با افزایش نرخ‌ها روبرو می‌شوند (مانند یک دارایی اعتباری).

اسپردهای بازارهای نوظهور در رکودهای ایالات متحده گسترش یافته و به اوج چرخه‌ای می‌رسند.

US recession start	US recession end	DM markets			EM markets		
		US equity max drawdown (%)	US BBB corp spread change (bps)	US BBB corp spread peak (bps)	EM sovereign spread change (bps)	EM sovereign spread peak (bps)	EM FX max drawdown (%)
Apr-60	Feb-61	-28%	70bps	132bps	---	---	---
Dec-69	Nov-70	-35%	187bps	276bps	---	---	---
Nov-73	Mar-75	-48%	220bps	331bps	---	---	---
Jan-80	Jul-80	-17%	201bps	299bps	---	---	---
Jul-81	Nov-82	-27%	242bps	382bps	---	---	---
Jul-90	Feb-91	-20%	85bps	236bps	---	1305bps	---
Mar-01	Nov-01	-49%	113bps	266bps	429bps	1040bps	-26%
Dec-07	May-09	-57%	668bps	784bps	740bps	891bps	-26%
Mar-20	Apr-20	-34%	347bps	474bps	385bps	662bps	-13%
Current		-17%	32bps	130bps	64bps	346bps	-2%

دارایی‌های بازارهای نوظهور در رکودها به‌طور متفاوتی معامله می‌شوند. رکودها تغییرات اقتصادی نادری هستند و تحلیل رفتار بازارهای نوظهور در این دوره‌ها محدود است.

اما نتایج نشان می‌دهد که:

1. اسپردهای اعتبار و سهام در دوران رکود ایالات متحده به‌شدت گسترش و کاهش می‌یابند.

2. این حرکات بزرگ‌تر از سایر نقاط چرخه اقتصادی هستند.

3. این رفتارها در تمام دوره‌ها ثابت است، یعنی هر رکود ایالات متحده با گسترش اسپردها و کاهش شاخص‌های سهام همراه بوده است.

این الگوها همچنین در بازارهای نوظهور از دهه 1990 به‌طور ثابت دیده می‌شوند.

دارایی‌های اعتباری EM تغییرات زیادی نداشته‌اند در دوره‌های ریسک‌گریزی ایالات متحده.

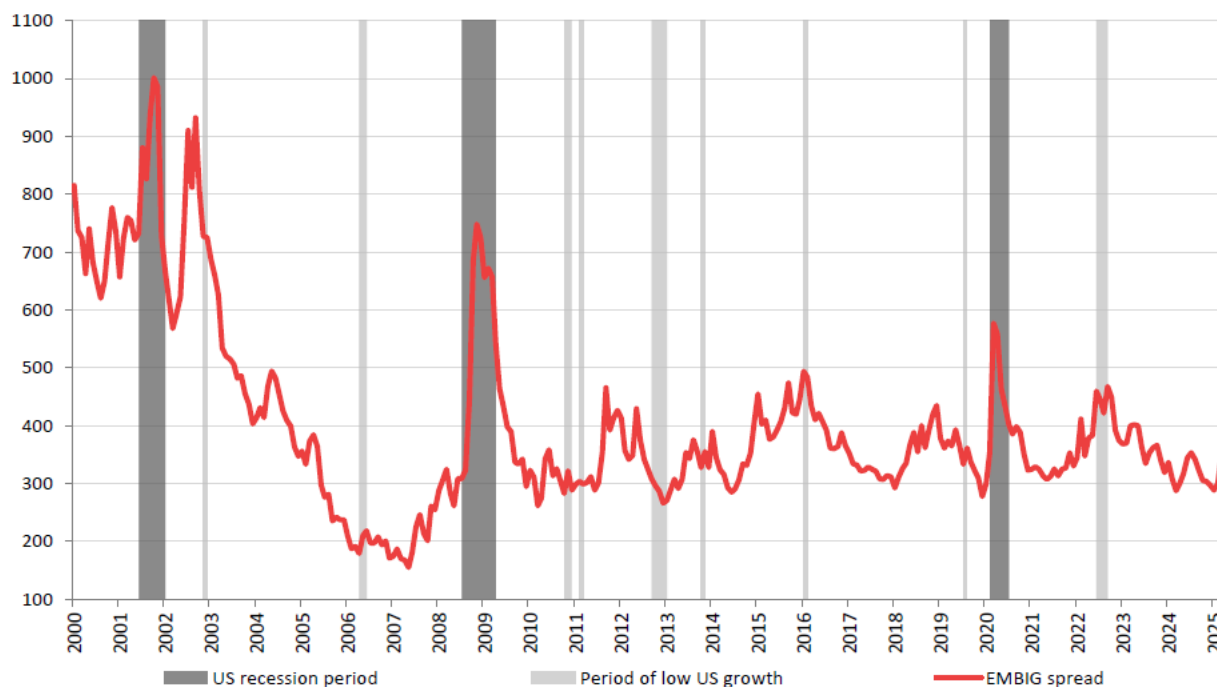
Period of low US growth		EMBIG spreads	USCEMBI BD spreads	EMBIGD HY spreads	EMBIGD HY/IG spread ratio	CEMBI HY/IG spread ratio	CEMBI vs US HG spread	CEMBI oil & gas vs utilities spread
Min	Max	Spread chg (bp)	Spread chg (bp)	Spread chg (bp)	Ratio change	Ratio change	Spread chg (bp)	Spread chg (bp)
Sep-00	Oct-00	148bps	---	---	---	---	---	---
Aug-02	Sep-02	127bps	35bps	130bps	0.2	0.5	42bps	204bps
May-06	Jun-06	53bps	22bps	70bps	0.2	0.4	14bps	20bps
Jan-11	Mar-11	55bps	45bps	76bps	0.3	0.2	44bps	30bps
Jul-11	Oct-11	206bps	241bps	263bps	0.3	0.4	135bps	46bps
Mar-12	Jun-12	125bps	87bps	159bps	0.4	0.2	46bps	43bps
Dec-13	Feb-14	72bps	41bps	100bps	0.2	0.1	37bps	10bps
Nov-15	Feb-16	131bps	110bps	177bps	0.2	0.2	62bps	121bps
Oct-18	Jan-19	82bps	70bps	124bps	0.4	0.2	21bps	28bps
Jan-22	Jul-22	174bps	126bps	462bps	2.1	0.6	102bps	147bps
Average		117bps	86bps	173bps	0.5	0.3	56bps	99bps
Feb-25	Apr-25	64bp	50bps	130bps	0.3	0.2	19bps	31bps

فاصله اعتباری اوراق بازارهای نوظهور | هنوز نشانه‌ای از قیمت‌گذاری رکود مشاهده نمی‌شود

با وجود افزایش اخیر در فاصله‌های اعتباری، بازار اوراق بدهی کشورهای نوظهور هنوز پیامدهای منفی و شدید ناشی از افت رشد اقتصادی ایالات متحده را به‌طور کامل در قیمت‌گذاری خود لحاظ نکرده است. پس از تحرکات اخیر، فاصله‌ها حدود 70 واحد پایه نسبت به پایین‌ترین سطوح خود افزایش یافته‌اند، اما همچنان از منظر تاریخی در سطحی بالا قرار دارند. در صورتی که بازارها ناچار به لحاظ کردن ریسک بیشتر رکود شوند، این فاصله‌ها می‌توانند رشد بیشتری را تجربه کنند.

در دوره‌های گذشته که رشد اقتصادی ایالات متحده با افت مواجه بوده، فاصله اعتباری اوراق بازارهای نوظهور پیش از وقوع و در جریان آن دوره‌ها گسترش یافته است. با این حال، افزایش اخیر هنوز بازتاب‌دهنده یک سناریوی وخیم برای اقتصاد آمریکا نیست.

(شاخص EMBIG بر حسب واحد پایه)



در حالی که احتمال وقوع رکود در آمریکا روزبه‌روز بیشتر می‌شود، بررسی می‌کنیم که دارایی‌های بازارهای نوظهور (EM) در دوره‌های رشد پایین اما بدون رکود آمریکا (یعنی رشد فصلی تعدیل‌شده سالانه زیر ۱٪) چگونه معامله شده‌اند. در رکودهای گذشته آمریکا، اسپرد اوراق قرضه دولت‌های بازار نوظهور (EMBIG) به‌طور میانگین حدود 400 واحد پایه افزایش یافته است، در حالی که در دوره‌های رشد پایین بدون رکود، این افزایش برای شاخص EMBIGD حدود 120 واحد پایه بوده است. از زمان پایین‌ترین سطح اخیر در اواسط فوریه تاکنون، اسپرد EMBIG حدود 75 واحد پایه افزایش یافته که همچنان کمتر از میانگین دوره‌های گذشته رشد پایین است.

با نگاهی به شاخص‌های گسترده‌تر برای شناسایی نشانه‌های فشار، به‌نظر می‌رسد بازارهای اعتباری همچنان پیامدهای منفی رشد پایین آمریکا را به‌درستی قیمت‌گذاری نکرده‌اند:

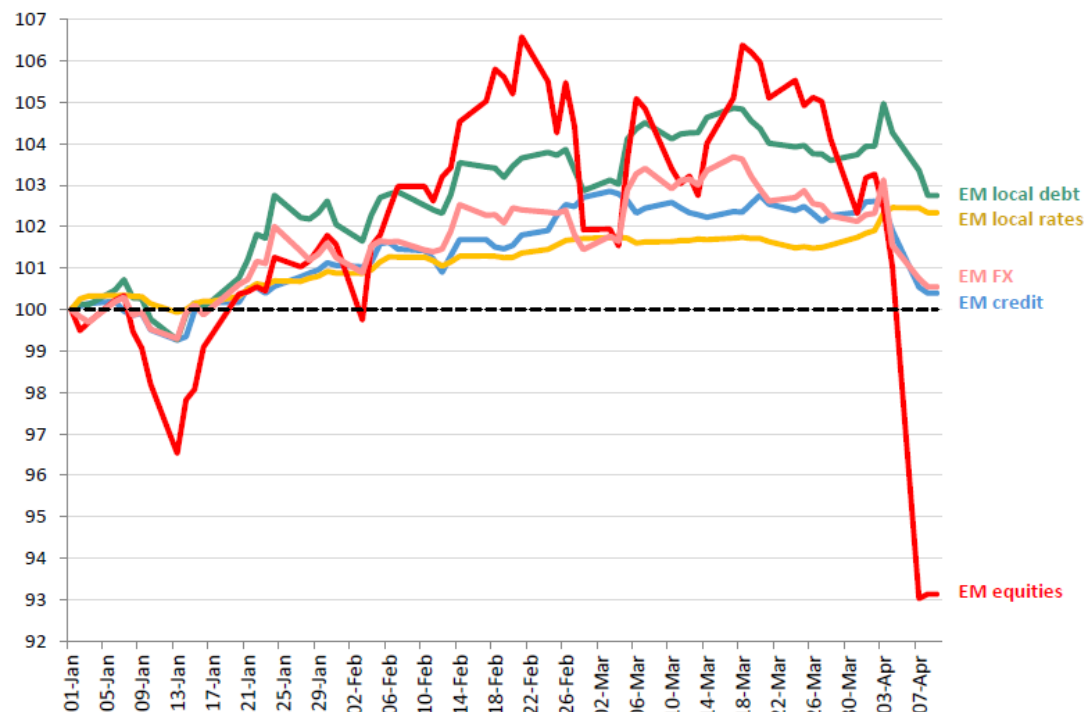
1. فاصله قیمت میان اوراق قرضه دولتی بازارهای نوظهور و قراردادهای CDS هنوز به‌طور محسوسی افزایش نیافته،
2. شاخص CEMBI عملکرد ضعیفی نداشته،
3. اوراق با درجه سرمایه‌گذاری بالا در آمریکا (US HG) به‌طور معناداری واکنش نشان نداده‌اند،
4. و در نهایت، بخش‌های چرخه‌ای شرکت‌های بازار نوظهور مانند نفت و گاز در مقایسه با بخش‌های تدافعی مانند خدمات عمومی تغییر قابل توجهی نداشته‌اند.

دارایی‌های مشترک بازارهای نوظهور | جمع همه ترس‌ها

سه‌ماهه نخست سال 2025 برای دارایی‌های مشترک بازارهای نوظهور، دوره‌ای پرنوسان و پرفرازونشیب بود؛ با روایت‌هایی متغیر از استثناگرایی یا پایان استثناگرایی آمریکا، تعرفه‌ها، تنش‌های تجاری، تحولات ژئوپلیتیکی، محرک‌های سیاستی چین، اصلاحات مالی در آلمان و نگرانی‌ها از رکود اقتصادی در آمریکا. ما نسبت به آینده با احتیاط بسیار بالا عمل می‌کنیم.

با وجود تلاقی عوامل متحرک و پیچیده، آغاز سال 2025 برای دارایی‌های مشترک بازارهای نوظهور در سه‌ماهه نخست، امیدوارکننده بود. با این حال، نگرانی‌ها درباره تعرفه‌ها که از تاریخ 2 آوریل شدت گرفت، نیاز به احتیاط را افزایش می‌دهد.

عملکرد دارایی‌های مالی بازارهای نوظهور (مبنای بازتنظیم‌شده: 1 ژانویه 2025 = 100)



با توجه به فضای جهانی بسیار غیرقابل پیش‌بینی - از تهدید تعرفه‌ها تحت دولت جدید آمریکا و عدم قطعیت در چین گرفته تا نوسانات تورم، تغییر انتظارات نسبت به سیاست پولی و نگرانی‌های فزاینده مالی - انتظار نمی‌رفت که سال 2025 با آرامش آغاز شود. با این حال، دامنه و گستردگی تغییر روایت‌ها در بازار فراتر از انتظار بود.

بازارهای نوظهور این دوره پرتلاطم را نسبتاً خوب پشت سر گذاشتند، به گونه‌ای که تمام دارایی‌ها سه‌ماهه نخست را با بازدهی مثبت به پایان رساندند. در این میان، بدهی‌های ارزی محلی بازارهای نوظهور در صدر قرار گرفتند که بخش عمده آن ناشی از عملکرد قوی ارزهای بازارهای نوظهور پس از دوره‌ای از تضعیف دلار آمریکا بود. سهام بازارهای نوظهور نیز عملکرد مناسبی داشتند و برخی بازارها مانند کلمبیا، لهستان، مکزیک و چین قاره‌ای در سه‌ماهه اول 2025 رشد قابل توجهی را ثبت کردند.

اگرچه ویژگی‌های اصلی چشم‌انداز نسبت به آنچه پیش‌تر در گزارش چشم‌انداز 2025 EM آمده بود، تغییر چندانی نکرده‌اند، اما از زمان آغاز دور دوم ریاست جمهوری ترامپ، چند تحول مهم رخ داده است. نخست، به نظر می‌رسد عدم قطعیت در سیاست‌های آمریکا بیش از آنکه بر رشد سایر مناطق اثر بگذارد، به رشد اقتصادی خود آمریکا آسیب زده است. دوم، همین عدم قطعیت موجب تحرک بیشتر سیاست‌گذاری در خارج از آمریکا شده که از جمله نتایج آن می‌توان به اصلاحات مالی چشمگیر در آلمان و افزایش همکاری‌های اروپایی اشاره کرد.

این تحولات غیرمنتظره به عملکرد درخشان همه دارایی‌های اصلی بازارهای نوظهور کمک کرده‌اند. با این حال، ما برای ادامه فصل دوم 2025 محتاط هستیم و در شرایط بازنگری متمایل به سیاست‌های پولی انبساطی، دارایی‌های با درآمد ثابت را ترجیح می‌دهیم.

اول آمریکا، چرخش به سوی بازارهای نوظهور در گام بعد | نقطه چرخش

تمرکز رئیس‌جمهور ترامپ بر سیاست تجاری «اول آمریکا» با هدف تحریک سرمایه‌گذاری داخلی، ایجاد اشتغال و رشد اقتصادی، نگرانی‌هایی را درباره استثنائگرایی آمریکا برانگیخته است.

با این حال، در افق میان‌مدت، ما بازارهای نوظهور را برندگان نسبی این روند می‌دانیم؛

چرا که با بازتخصیص سرمایه جهانی به دور از آمریکا، این بازارها می‌توانند از ورود سرمایه و فرصت‌های رشد بیشتر بهره‌مند شوند.

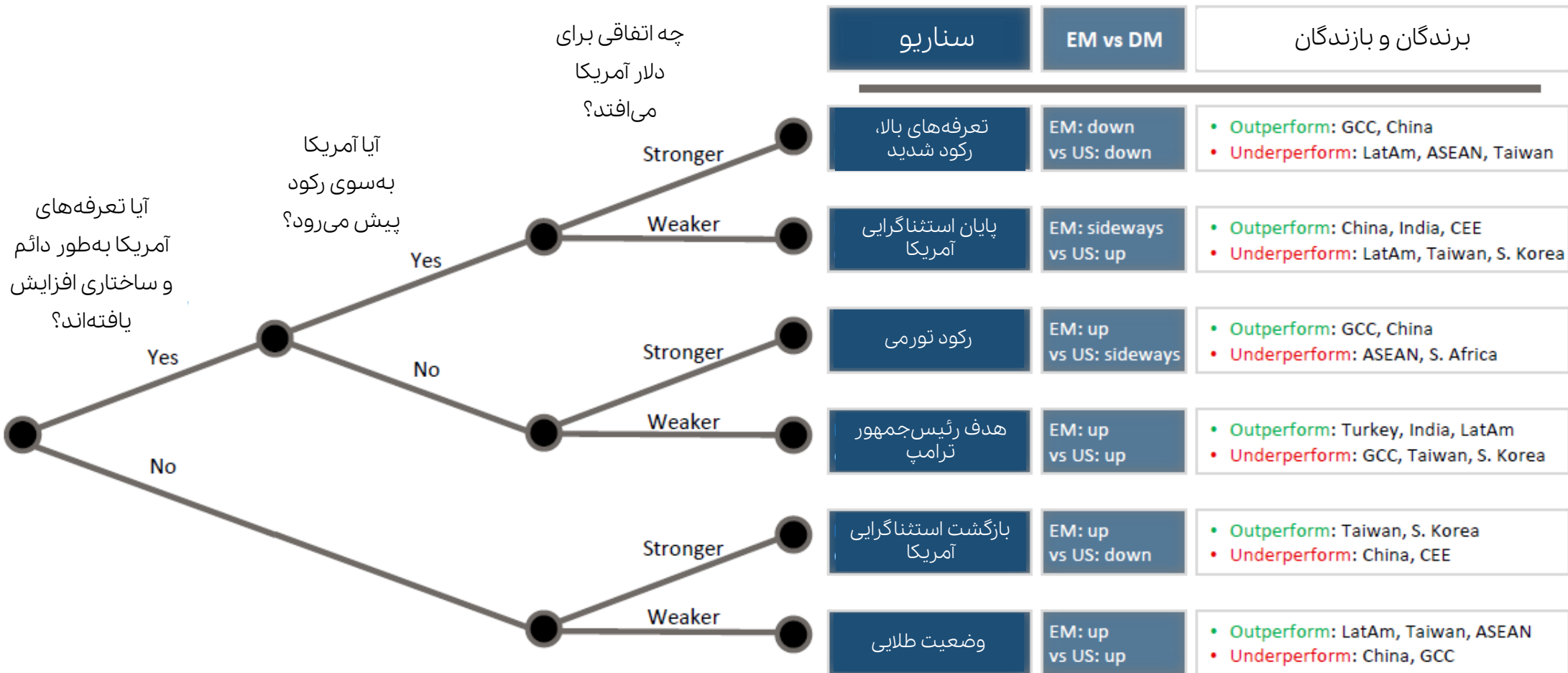
نقطه چرخش برای بازارهای نوظهور

ریسک‌های نزولی در کوتاه‌مدت به شدت افزایش یافته‌اند. شوک‌های ناشی از تعرفه‌های متقابل رئیس‌جمهور ترامپ می‌توانند رشد اقتصادی را به‌طور قابل‌توجهی تحت فشار قرار دهند و در صورت تداوم اقدامات تلافی‌جویانه—همان‌طور که در مورد چین مشاهده شده—این اثرات می‌توانند تشدید شوند. در صورت بروز یک رویداد گسترده «ریسک‌گریزی» ناشی از نگرانی نسبت به رکود، دارایی‌های بازارهای نوظهور ممکن است به شدت آسیب ببینند.

با این حال، ممکن است در آستانه یک دگرگونی ساختاری در جریان سرمایه‌گذاری جهانی در بازار سهام باشیم. تشدید تنش‌های ژئوپلیتیکی و تجاری می‌تواند به تقویت جریان سرمایه‌گذاری «ضد‌آمریکایی» منجر شود؛ جریانی که با اولویت‌بخشی به ایمنی، ممکن است در نهایت به نفع بازارهای نوظهور تمام شود و این کشورها از بازتخصیص سرمایه جهانی به دور از ایالات متحده بهره‌مند شوند.

اول آمریکا، چرخش به سوی بازارهای نوظهور در گام بعد | نقطه چرخش

تحلیل سناریوهای بازارهای نوظهور



نیروهای محرکه چرخش بازارهای نوظهور | کشش و فشار

چه عواملی می‌توانند باعث تخصیص مجدد بیشتر به بازارهای نوظهور شوند؟ ما عوامل "فشار" و "کشش" را تفکیک کرده‌ایم. عوامل "فشار" بیشتر به ایالات متحده مربوط می‌شوند و سرمایه‌گذاران را مجبور می‌کنند که از دارایی‌های آمریکایی خارج شوند و به گزینه‌های جهانی روی آورند. عوامل "کشش" به بازارهای نوظهور مربوط می‌شوند و سرمایه‌گذاران را به انتخاب بازارهای نوظهور به جای سایر گزینه‌ها ترغیب می‌کنند.

عوامل فشار (Push factors)

عوامل "فشار" به ایالات متحده مربوط می‌شوند و سرمایه‌گذاران را مجبور می‌کنند که از دارایی‌های آمریکایی خارج شده و به گزینه‌های جهانی روی آورند. از این منظر، توجه به وضعیت کلان اقتصادی و سیاست‌های آمریکا جلب می‌شود، به‌ویژه سه عامل کلیدی: (۱) مقیاس و عدم قطعیت پیرامون تعرفه‌های آمریکا، (۲) عمق کندی اقتصادی در آمریکا و (۳) مسیر دلار آمریکا. هر یک از این عوامل همچنان در حالت تغییر و با سطحی بی‌سابقه از عدم قطعیت همراه هستند.

عوامل کشش (Pull factors)

عوامل "کشش" به بازارهای نوظهور مربوط می‌شوند و سرمایه‌گذاران را ترغیب می‌کنند تا دارایی‌های بازارهای نوظهور را به سایر بازارها ترجیح دهند. بزرگ‌ترین عامل "کشش" به نظر ما چین است، جایی که محرک‌های مالی قابل‌توجه می‌توانند از اقتصاد در برابر عدم قطعیت‌های مربوط به تعرفه‌ها حمایت کنند. همچنین شاهد عوامل "کشش" از داستان‌های خاص و ساختاری در بازارهای نوظهور هستیم که در برابر سرخط‌های خبری تعرفه‌ها و احتمال کندی رشد اقتصادی در آمریکا مقاوم هستند. این شامل کشورهای شورای همکاری خلیج فارس (GCC) با رتبه اعتباری بالاتر، شیلی و چندین بازار نوظهور با بازدهی بالا می‌شود.

نیروهای محرکه چرخش بازارهای نوظهور | کشش و فشار

فاکتور کششی: تعرفه‌ها

تعرفه‌های جدید ایالات متحده تاثیر زیادی بر کاهش عدم قطعیت نداشته و بیشتر به عنوان نقطه شروع مذاکرات دیده می‌شوند. برخی کالاها از این تعرفه‌ها معاف هستند، اما ممکن است این فقط شروع تغییرات بیشتر باشد.

فاکتور کششی: ریسک‌های رکود اقتصادی ایالات متحده

ریسک‌های رکود اقتصادی ایالات متحده به دلیل سیاست‌های تجاری و کاهش احتمال حمایت از سوی فدرال یا ترامپ در حال افزایش است. همچنین، شاخص‌های اقتصادی ایالات متحده نشان‌دهنده کند شدن فعالیت‌ها هستند.

فاکتور کششی: دلار ایالات متحده

برای بازارهای نوظهور، دلار ایالات متحده باید ضعیف شود تا این بازارها به طور پایدار از ایالات متحده پیشی بگیرند. تغییر در سیاست‌های ایالات متحده، به ویژه در زمینه تعرفه‌ها، روایت استثنائی بودن ایالات متحده را تضعیف کرده است.

فاکتور فشار: چین و روایت‌های ساختاری بازارهای نوظهور

چین با تحریک مالی قابل توجه، حمایت از اقتصاد را در برابر عدم قطعیت‌های تجاری ارائه می‌دهد و برخی کشورها مانند شیلی و اقتصادهای درجه سرمایه‌گذاری خاورمیانه به عنوان گزینه‌های مقاوم در برابر نوسانات تجاری شناخته می‌شوند.

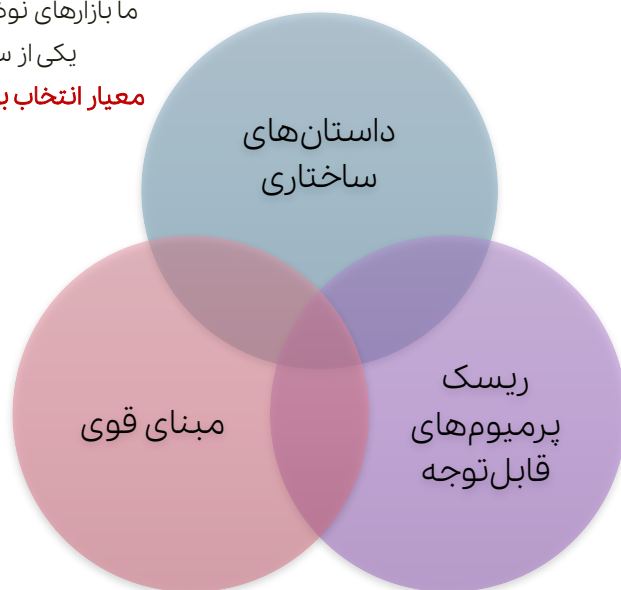
برندگان و بازندگان بازارهای نوظهور از تعرفه‌ها | موقعیت‌گیری سرمایه‌گذاران

در شرایطی نامساعد که با رشد پایین و تورم چسبنده مشخص می‌شود، حفظ احتیاط کار معقولی است. ما معیارهای انتخاب بازارهای نوظهور خود را بر سه "S" متمرکز کرده‌ایم: "مبنای قوی" (strong)، "داستان‌های ساختاری" (structural) و "ریسک پرمیوم‌های قابل‌توجه" (sizable)، در حالی که عدم قطعیت‌های شدید در همه‌جا وجود دارد.

ما بازارهای نوظهوری را ترجیح می‌دهیم که حداقل

یکی از سه ویژگی "S" را داشته باشند.

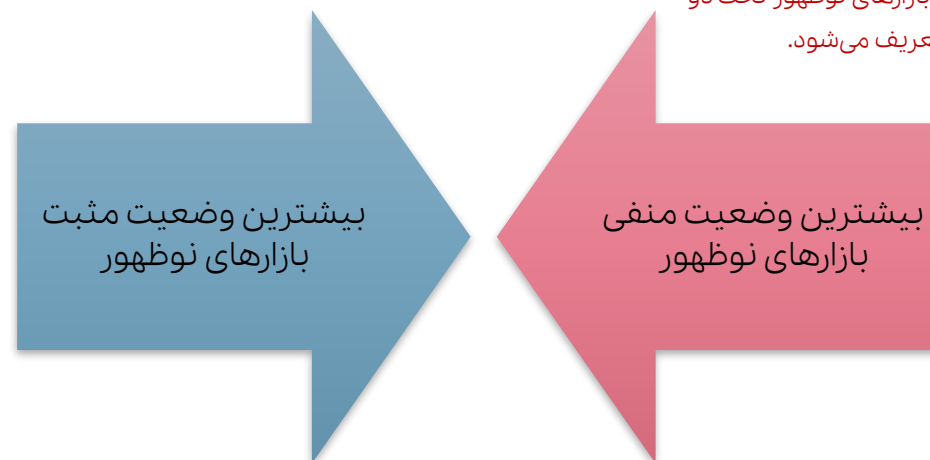
معیار انتخاب بازارهای نوظهور بر اساس مدل "3S" است.



سناریوی ادامه‌دار میان دو حد افراطی

چشم‌انداز برای دارایی‌های بازارهای نوظهور تحت دو

سناریو افراطی تعریف می‌شود.



اقتصادهای درجه سرمایه‌گذاری دفاعی و خوب موقعیت‌یافته در خاورمیانه و شیلی، روایت‌های کلان اقتصادی مستحکمی در این شرایط هستند. مصر، اسرائیل، فیلیپین و ترکیه از بیشترین میزان مقاومت در برابر تجارت برخوردارند. بازارهای نوظهور بزرگ‌تر مانند آرژانتین، برزیل و هند، که نسبتاً بسته هستند و برخی از آن‌ها از نظر استراتژیک برای مقابله با چین حائز اهمیت هستند، ممکن است بتوانند فشارهای تجاری را از طریق مذاکرات با آمریکا بهتر کنترل کنند.

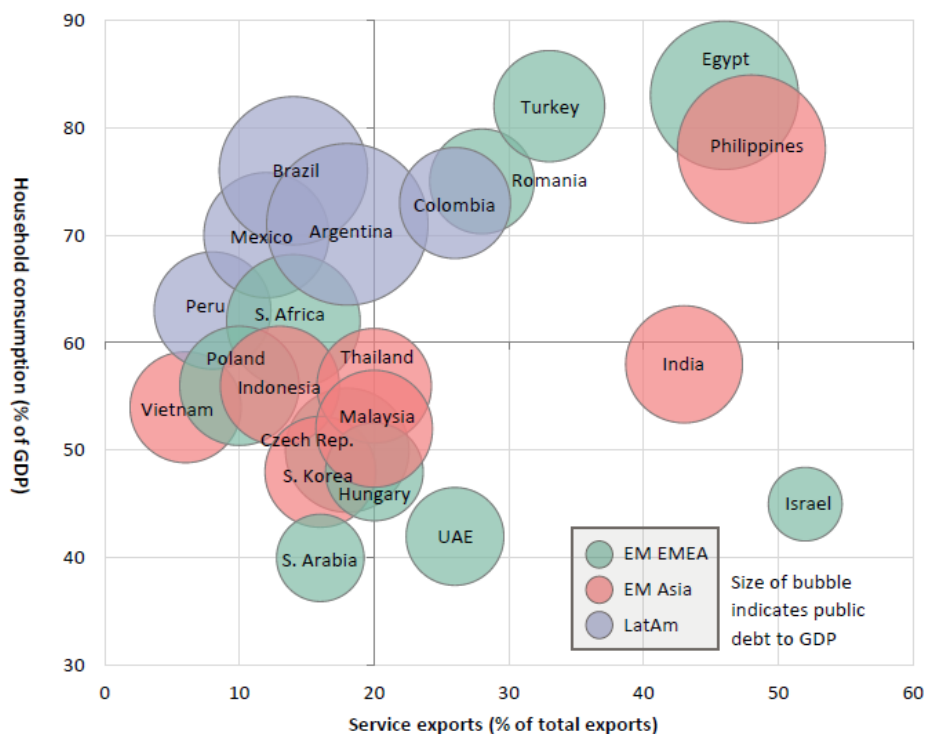
چشم‌انداز بازارهای نوظهور تحت دو سناریو افراطی تعریف می‌شود. در سناریوی منفی، استثنائی بودن ایالات متحده، نرخ‌های بالا و دلار قوی، و رشد ایالات متحده با تأثیرات محدود بر بازارهای نوظهور به دلیل سیاست‌های حمایت‌گرایانه گسترده وجود دارد. در سناریوی مثبت، مشابه دوره ترامپ 1.0، رشد ایالات متحده و چین باعث تقویت بازارهای نوظهور می‌شود، و تحریمات چین و کاهش سیاست‌های حمایت‌گرایانه ایالات متحده شرایط مطلوبی برای بازارهای نوظهور ایجاد می‌کند.

کجا بازی کنیم تا برنده شویم (و کجا پنهان شویم) | فهرست کشورهای بازارهای نوظهور که برجسته هستند، طولانی نیست.

با توجه به تمام عدم قطعیت‌ها، کمترین مقاومت این است که محتاط باقی بمانیم. لحظه موفقیت بازارهای نوظهور زمانی خواهد آمد که گرد و غبار فروکش کند و به حالت عادی جدید سازگار شوند. تا آن زمان، بهترین استراتژی تمرکز بر روی کشورهایی است که دارای اصول اقتصادی داخلی قوی و فضای مالی کافی هستند.

کشورهای بازارهای نوظهور با سهم بالاتر از مصرف خانگی و صادرات خدمات احتمالاً برجسته خواهند شد، به دلیل ریسک‌های موجود در جبهه تجارت کالاها.

مصرف خانگی بازارهای نوظهور (% از تولید ناخالص داخلی) و صادرات خدمات (% از کل صادرات).



با توجه به وابستگی بازارهای نوظهور به بازار ایالات متحده و قدرت مصرفی آن، احتمالاً فشار بیشتری بر فعالیت‌های اقتصادی بازارهای نوظهور وارد خواهد شد. کشورهای وابسته به تجارت ممکن است تلاش کنند صادرات خود را از ایالات متحده به دیگر بازارها هدایت کنند، اما این می‌تواند باعث تنش‌هایی شود و تعرفه‌ها افزایش یابد.

استراتژی مناسب تمرکز بر بازارهایی است که اصول اقتصادی داخلی قوی دارند، سهم بالای مصرف خانگی و خدمات در صادرات دارند، و فضای مالی کافی برای حمایت از اقتصاد خود دارند. آمریکای لاتین کمتر تحت تأثیر قرار گرفته است، در حالی که آسیا با بیشترین تعرفه‌ها مواجه است. کشورهای خاورمیانه و شیلی در این وضعیت موقعیت خوبی دارند و کشورهای بزرگ‌تری مانند آرژانتین، برزیل و هند ممکن است از طریق مذاکرات با ایالات متحده بتوانند تنش‌های تجاری را بهتر مدیریت کنند.

استراتژی دارایی‌های متقابل در اقتصادهای نوظهور | (EM) بدهی ثابت به جای سهام

استراتژی دارایی‌های متقابل در اقتصادهای نوظهور (EM) تا کنون در دوران ترامپ 2.0

سهام اقتصادهای نوظهور (EM)

با افزایش نگرانی‌ها از رکود و ایجاد جو ریسک‌گریزی، پیش‌بینی می‌شود که سهام اقتصادهای نوظهور در هفته‌های آینده با ضربات سنگینی روبه‌رو شوند و جای پنهان شدن چندانی برای سرمایه‌گذاران وجود ندارد.

بازگشت برخی از اعلامیه‌های تعرفه یا حمایت فدرال رزرو/ترامپ می‌تواند به بازار کمک کند تا به کف خود برسد؛ منتظریم تا بعد از توقف 90 روزه تعرفه‌های متقابل در 9 آوریل، وضعیت بازار مشخص شود.

با این حال، پس از کاهش نوسانات بازار، پیش‌بینی می‌کنیم که سهام اقتصادهای نوظهور به عنوان برنده نهایی از این شرایط بیرون آیند.

اعتبار دولتی بازارهای نوظهور (EM Sovereign Credit)

ما همچنان در مورد اعتبار دولتی بازارهای نوظهور محتاط هستیم، چرا که ریسک‌های رکود به نظر می‌رسد که فقط در حال افزایش است و این می‌تواند منجر به اصلاح بزرگ‌تری در سطوح فشرده تاریخی اسپردهای اعتبار دلار آمریکا شود.

در حالی که فضای زیادی برای حرکت در داستان‌های دچار مشکل وجود داشت که این موضوع بازار EMBIGD را در حاشیه نگه داشته است، با گرایش به فشرده شدن اسپردها در آستانه سال 2025، اکنون افزایش ریسک حرکت کلاسیک دکمپرشن به‌طور بیشتر وابسته به بتا را شاهد هستیم – این ممکن است نیازمند هدف‌گذاری اسپرد 400 واحد پایه باشد در صورتی که احتمال رکود افزایش یابد.

استراتژی دارایی‌های متقابل در اقتصادهای نوظهور | (EM) بدهی ثابت به جای سهام

استراتژی دارایی‌های متقابل در اقتصادهای نوظهور (EM) تا کنون در دوران ترامپ 2.0

نرخ‌های محلی در اقتصادهای نوظهور (EM)

اجماع بازار نسبت به نرخ‌های بهره در اقتصادهای نوظهور منفی بود، با این دیدگاه که دوره کاهش نرخ‌ها به پایان رسیده و خطرات تورمی رو به افزایش است. بازار همچنین کاهش بیش از دو نرخ بهره از سوی فدرال رزرو را پیش‌بینی کرده بود.

تأثیر نرخ‌های محلی در آینده در شرایط شوک رشد و احساسات نامشخص است. افزایش ریسک اعتباری و کاهش ارزش پولی، همراه با فدرال رزرو که در حالت تعلیق است، فشارهای صعودی در برابر شوک‌های منفی رشد وارد می‌کند.

ارزهای بازارهای نوظهور (EM FX)

بازارهای ارز باید به بزرگی این تعرفه‌ها و تأثیر آن‌ها بر تجارت توجه کنند، اما همچنین اثرات ثانویه‌ای که این تعرفه‌ها می‌توانند بر جریان‌های سرمایه از ایالات متحده داشته باشند، باید مدنظر قرار گیرد.

اثرات ثانویه بر دلار آمریکا احتمالاً برای ارزهای ذخیره‌ای کشورهای توسعه‌یافته (مانند ین ژاپن، فرانک سوئیس یا یورو) مهم‌تر است.

برای ارزهای اقتصادهای نوظهور، کانال تجارت اهمیت زیادی خواهد داشت و احتمالاً ارزهای نوظهور در شرایط ریسک‌گریزی، جریان سرمایه‌ای جذب نخواهند کرد.

عملکرد و پیش‌بینی‌های اقتصادهای نوظهور | (EM) تا آوریل 2025

	Country	Real GDP (% y/y)			Fiscal balance (% of GDP)			Current account (% of GDP)			Inflation (% y/y, average)			Policy interest rates (end period, %)			FX against USD (end period)		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025*	2026**
--	EM	4.9%	4.2%	4.1%	-5.6%	-4.6%	-4.5%	1.7%	1.1%	0.8%	6.6%	3.4%	3.1%	---	---	---	---	---	---
--	EM EMEA	2.8%	2.5%	2.8%	-4.6%	-3.8%	-3.2%	0.8%	0.1%	0.1%	17.0%	11.9%	7.6%	---	---	---	---	---	---
1	MENA	2.1%	4.2%	4.3%	-1.7%	-2.0%	-3.4%	2.5%	1.5%	0.6%	14.8%	11.6%	9.8%	---	---	---	---	---	---
2	GCC	1.8%	4.0%	4.1%	0.8%	0.3%	-1.3%	6.2%	4.4%	1.9%	1.9%	1.9%	2.3%	---	---	---	---	---	---
3	 Bahrain	2.6%	3.0%	2.9%	-4.0%	-5.3%	-5.0%	5.3%	4.2%	1.9%	1.4%	1.7%	1.9%	6.00%	5.50%	5.25%	0.38	0.38	0.38
4	 Czech Rep	1.1%	2.3%	2.4%	-2.8%	-2.3%	-2.2%	1.3%	0.9%	0.8%	2.5%	2.3%	2.1%	4.00%	3.25%	3.00%	24.34	21.88	21.67
5	 Egypt	2.4%	4.2%	4.8%	-4.3%	-7.8%	-6.0%	-6.6%	-4.5%	-3.2%	33.3%	18.5%	12.0%	27.25%	18.25%	13.25%	51.02	45.50	51.40
6	 Hungary	0.6%	2.3%	3.2%	-4.9%	-4.4%	-3.9%	2.0%	1.9%	1.8%	3.7%	4.2%	3.5%	6.50%	5.75%	5.00%	397.45	356.30	364.0
7	 Iraq	-2.9%	4.1%	5.2%	-1.2%	-8.2%	-9.0%	4.5%	-3.4%	-4.4%	4.4%	3.5%	3.5%	---	3.50%	3.25%	1310.0	1310.0	1310.0
8	 Israel	0.3%	3.5%	3.9%	-6.8%	-5.1%	-3.7%	4.4%	4.0%	3.7%	3.1%	2.9%	2.3%	4.50%	4.00%	3.00%	3.64	3.10	---
9	 Jordan	2.4%	2.6%	2.7%	-4.3%	-4.0%	-3.4%	-5.0%	-4.6%	-4.3%	2.1%	2.0%	2.2%	7.25%	6.75%	6.50%	0.71	0.71	0.71
10	 Kuwait	-2.7%	3.0%	2.9%	-4.8%	-5.7%	-3.4%	28.2%	17.0%	17.2%	3.0%	2.5%	2.3%	4.00%	3.50%	3.25%	0.31	0.30	0.30
11	 Morocco	3.1%	3.9%	3.8%	-4.4%	-3.8%	-3.3%	-2.0%	-2.4%	-2.3%	1.7%	2.2%	2.1%	2.50%	2.00%	1.75%	9.88	9.77	---
12	 Nigeria	3.1%	3.3%	3.4%	-4.6%	-4.2%	-4.1%	-0.5%	2.9%	2.5%	33.2%	25.8%	15.0%	27.50%	25.00%	19.00%	1544.08	---	---
13	 Oman	1.0%	3.2%	3.0%	1.5%	-0.5%	-1.1%	2.3%	-0.7%	0.2%	1.3%	1.3%	1.2%	4.68%	4.50%	4.25%	0.38	0.39	0.39
14	 Poland	2.9%	3.3%	3.2%	-5.8%	-5.6%	-4.8%	0.3%	-0.3%	-0.5%	3.7%	4.4%	3.2%	5.75%	5.00%	4.00%	4.13	3.84	3.7280
15	 Qatar	1.5%	2.7%	5.2%	4.5%	2.6%	5.0%	13.4%	13.1%	14.5%	1.0%	1.7%	1.9%	4.85%	4.25%	4.00%	3.64	3.64	3.64
16	 Romania	0.8%	2.9%	2.9%	-7.9%	-7.3%	-7.3%	-7.6%	-7.2%	-7.2%	5.6%	3.9%	3.9%	6.50%	4.50%	4.50%	4.80	4.50	4.412
17	 Russia	4.1%	1.6%	1.4%	-1.7%	-1.2%	-1.1%	3.0%	2.6%	2.4%	8.4%	7.6%	5.4%	21.00%	17.00%	11.00%	113.52	92.03	89.37
18	 Saudi Arabia	1.2%	4.6%	4.6%	-2.9%	-3.2%	-3.2%	1.0%	-0.2%	-0.2%	1.7%	1.9%	1.9%	4.50%	4.00%	4.00%	3.76	3.75	3.75
19	 South Africa	0.6%	1.7%	1.9%	-5.0%	-4.6%	-4.2%	-0.6%	-1.9%	-2.2%	4.4%	4.1%	4.5%	7.75%	7.00%	7.00%	18.84	18.75	18.75
20	 Turkey	3.2%	2.6%	3.5%	-4.9%	-3.5%	-3.0%	-0.8%	-1.3%	-1.4%	60.0%	32.5%	21.0%	47.50%	28.50%	22.00%	35.35	35.50	46.00
21	 UAE	4.0%	5.0%	4.2%	4.7%	4.3%	4.5%	8.8%	8.7%	8.4%	2.3%	2.0%	2.1%	4.44%	3.75%	3.50%	3.67	3.67	3.67
22	Ukraine	3.9%	3.4%	4.8%	-19.0%	-17.7%	-10.7%	-7.8%	-7.5%	-7.9%	6.5%	11.6%	6.7%	13.50%	13.50%	11.00%	38.13	---	---

عملکرد و پیش‌بینی‌های قیمت کالاها | تا آوریل 2025

	Commodity BCOM Index	BBG Ticker	Unit / USD Weight	Quarter Averages									Annual Averages			
				Q4-23	Q1-24	Q2-24	Q3-24	Q4-24	Q1-25	Q2-25	Q3-25	Q4-25	2023	2024	2025	2026
1	Energy	BCOMENSP Index	39.8%													
2	WTI Crude	CLA Comdty	USD/b	79.32	71.59	74.98	71.34	69.13	68.00	64.00	69.00	72.00	70.38	71.76	68.25	78.00
3	Brent Crude	COA Comdty	USD/b	83.12	76.07	79.44	75.61	72.84	73.00	69.00	74.00	77.00	75.01	75.99	73.25	83.00
4	US Natural Gas	NGA Comdty	USD/MMBtu	3.38	3.03	3.06	2.86	2.81	3.20	2.90	2.70	2.90	3.59	2.94	2.93	3.40
5	EU Natural Gas	TZTA Comdty	EUR/MWh	48.51	30.64	35.30	38.27	42.67	52.00	38.00	33.00	29.00	45.53	36.72	38.00	28.00
6	EU ETS EUA	MOA Comdty	EUR/MT	77.79	63.90	72.47	70.80	68.18	73.00	75.00	79.00	82.00	93.28	68.84	77.25	85.00
7	Metals	BCOMIN Index	28.1%													
8	Copper	LMCADS03 Comdty	USD/MT	8,172	8.540	9,873	9,336	9,308	9,050	9,275	9,650	9,900	8,523	9,264	9,469	11,500
9	Aluminium	LMAHDS03 Comdty	USD/MT	2,219	2,241	2,565	2,420	2,603	2,600	2,675	2,750	2,875	2,288	2,457	2,725	2,950
10	Zinc	LMZSDS03 Comdty	USD/MT	2,501	2,475	2,877	2,829	3,058	3,150	3,050	3,200	3,325	2,651	2,810	3,181	3,450
11	Nickel	LMNIDS03 Comdty	USD/MT	17,748	16,837	18,660	16,499	16,232	16,025	15,800	15,700	15,850	21,688	17,057	15,844	15,500
12	Gold	GCA Comdty	USD/Troy Oz	1,987	2,072	2,338	2,479	2,661	2,850	2,775	3,050	3,080	1,943	2,387	2,939	3,280
13	Silver	SIA Comdty	USD/Troy Oz	23.51	24.78	30.39	30.56	32.17	32.50	31.85	32.80	33.50	25.51	29.48	32.66	35.50
14	Platinum	PLA Comdty	USD/Troy Oz	905.79	946.80	1,019.61	989.18	982.55	1,015	1,045	1,020	1,045	971	984.53	1,031	1,090
15	Palladium	PAA Comdty	USD/Troy Oz	1,094	1,028.50	1,013.67	975.69	1,026.58	940	960	965	1,020	1,240	1,011	971	1,050
16	Bulk Commodities															
17	Hard Coking Coal	IACA Comdty	USD/MT	323.99	274.14	273.25	243.60	226.69	215.00	235.00	240.00	230.00	252.08	254.42	230.00	275.00
18	Iron Ore	ISIX621U Index	USD/MT	124.58	105.92	105.58	98.24	102.07	95.00	90.00	100.00	105.00	97.86	102.95	97.50	112.50
19	Agriculture	BCOMAG Index	32.1%													
20	Soybean	S A Comdty	USD cen/lb	1,326	1,188	1,189	1,068	1,022	1,020	1,000	1,050	975	1,250	1,117	1,011	1,050
21	Wheat	W A Comdty	USD cen/bush	599.45	638.43	685.21	598.27	585.58	615.00	600.00	620.00	675.00	716.00	626.87	627.50	620.00
22	Corn	C A Comdty	USD cen/bush	493.68	491.40	491.00	433.63	444.05	420.00	450.00	415.00	475.00	535.00	465.02	440.00	485.00
23	Cotton	CTA Comdty	USD cen/lb	83.17	82.73	79.20	73.05	72.83	70.00	72.00	75.00	78.00	79.29	76.95	73.75	80.00
24	Coffee	KCA Comdty	USD cen/lb	174.75	185.29	213.98	239.34	280.54	350.00	380.00	375.00	390.00	173.29	229.79	373.75	420.00
25	Sugar	SBA Comdty	USD cen/lb	26.75	21.00	19.11	18.86	19.95	21.50	21.25	21.00	21.50	19.82	19.73	21.31	22.00

سپاس از توجه شما

این فایل بصورت اختصاصی توسط تیم مدرسه اقتصاد معین آماده سازی و ترجمه شده.
لطفا بدون ذکر منبع نشر ندهید.