

الاقتصاد الكلي
وتوقعات السوق لعام
2023
عام آخر من التقلبات
والفرص

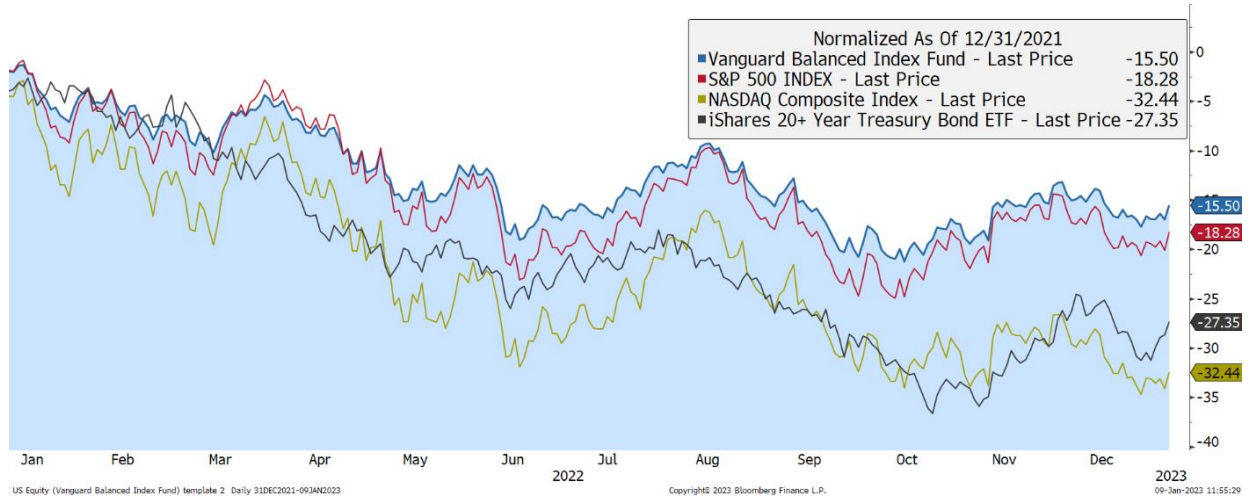


العملات الأجنبية والمعادن الثمينة: قد يرتفع الدولار الأمريكي مرة أخرى. - الدولار الأمريكي عملة الملاذ الآمن - إلتزام الحذر بشأن المعادن الثمينة في الوقت الحالي، ولكن نتوقع أداءً متفوقاً على خلفية ضعف الدولار الأمريكي في نهاية الأمر، على الأرجح في النصف الثاني من عامي 2023 أو 2024. رأس المال الاستثماري وحقوق الملكية الخاصة: قد يوفر عام 2023 فرص جيدة في حالات التعثر - يحتاج المستثمرون إلى التأكد من أن الصفقات مسعرة بشكل جذاب للبيئة الحالية العقارات: لا تزال بحاجة إلى مزيد من التصحيح مقابل تأثير ارتفاع المعدلات/العائدات وضعف الاقتصاد. - ربما توفر بداية جيدة للنصف الثاني من 2023، حيث يتم تسعير التباطؤ الاقتصادي. محاور رئيسية ارتفاع التضخم لفترة أطول مدفوعاً بما يلي: - السياسات المتعلقة بتغير المناخ - سياسات إعادة البناء بشكل أفضل - سياسات العمل - برامج الدخل الأساسي الشامل الصعوبة المحتملة للتنبؤ بالأحداث المفاجئة "أحداث البجعة السوداء" / المخاطر المحتملة. - اتساع الصراع في أوكرانيا - سياسات الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي - الصين وتايوان - المتحورات الجديدة وعمليات الإغلاق - العملة الرقمية للبنك المركزي الصيني مدعومة بالذهب - ارتفاع أسعار النفط	توقعات أداء الاقتصاد الكلي البيانات الاقتصادية: مزيد من ضعف الأداء الاقتصادي. - تشير البيانات إلى أن الاقتصاد الأمريكي يتجه نحو الضعف وقد يتعرض لركود معتدل في عام 2023. تواجه الاقتصادات الأخرى نفس المصير أو مصير أبشع. التضخم: انخفاض التضخم في عام 2023 - مدفوعاً بتباطؤ الاقتصاد. - ما يثير المخاوف هو عدم قيام البنوك المركزية باتخاذ الإجراءات الكافية، واستمرار التضخم "مرتفعاً لفترة أطول"، على نحو يعيد إلى الأذهان البيئة السائدة في السبعينات أو أوائل الثمانينات من القرن الماضي أرباح الشركة - من المتوقع أن تأتي أقل من التقديرات الحالية. توقعات السوق الأسهم: تظل أسهم دفاعية النصف الأول من 2023: من المتوقع أن تسجل الأسهم سعراً في الاقتصاد الكلي الضعيف وتحقق أرباح - التمركز الدفاعي، زيادة حجم السيولة النقدية والاستثمار في قطاع الرعاية الصحية. - خفض الاستثمار في الشركات المثقلة بالديون والشركات الحساسة للتباطؤ الاقتصادي. - زيادة الاستثمار في الصين عند إعادة فتح التجارة النصف الثاني من 2023: فرصة محتملة لتحقيق النمو - تطلع إلى التحول إلى مناطق أسواق ذروة المبيعات الصكوك: رفع التوقعات للصكوك في النصف الأول من عام 2023 - توقع انخفاض العائدات في 2023 مع انخفاض الأسعار - تحقق عوائد للصكوك فئة 10 أعوام. - تداول لمدة 6-12 شهراً مع عودة شبح التضخم لرفع رأسه القبيح.
---	---

استعراض لأهم الأحداث في العام المنصرم 2022

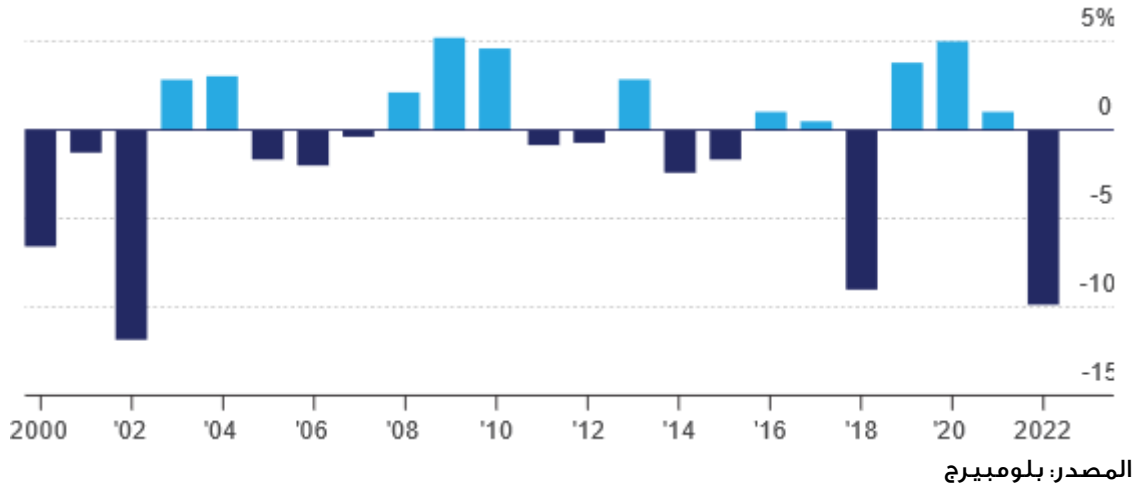
عام 2022 عام لا يُنسى، و عام يجب نسيانه!

نادرًا ما نشهد في تاريخ الأسواق المالية انخفاضًا حادًا في الأصول المعرضة للمخاطر (الأسهم) مصحوبًا بانخفاض حاد في أصول الملاذ الآمن (السندات الحكومية) بالتوازي، مثلما شاهدنا في عام 2022. لقد كان العام الرابع فقط على مدى أكثر من 150 عامًا الذي شهد انخفاضاً في قيمة الأسهم والسندات في وقت واحد. لم يسلم هيكل المحفظة "المتوازن" الذي تم اختباره وتجربته بنسبة 40/60 وشهد أسوأ عام له منذ عقود.

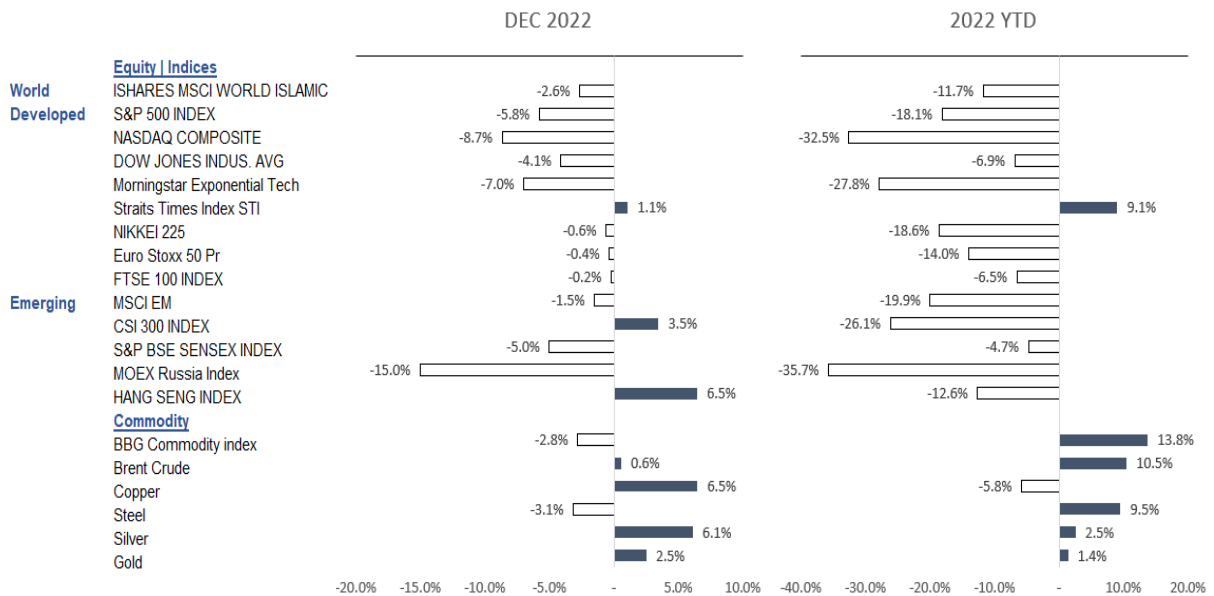


في حين أن الانخفاض في الأسهم ليس بالغاً من منظور تاريخي، إلا أنه الانخفاض الأكثر حدة في أسهم قطاع التكنولوجيا، الذي سجل أدائه تفوقاً كبيراً لفترة طويلة، جعل العديد من المستثمرين يشعرون بأنه أسوأ كثيراً. في واقع الأمر، شهدت الأسهم المتعلقة بقطاع التكنولوجيا واحدة من أسوأ الأعوام، من حيث التراجع، على الإطلاق.

الأسوأ أداءً على مدار عقدين
مؤشر ناسداك 100 يتجه لتسجيل أسوأ أداء له في ديسمبر يتجاوز الخسائر التي تكبدتها في
ديسمبر 2002،
■ أداء ناسداك 100 في ديسمبر

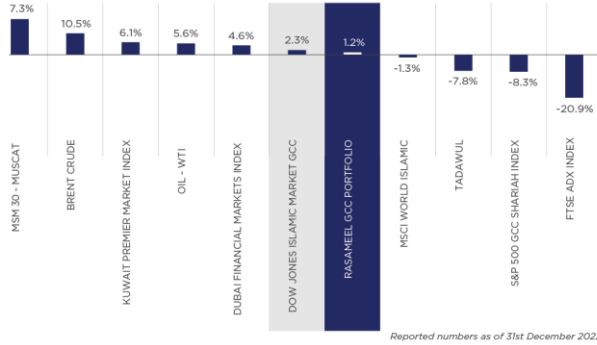


كانت عمليات البيع في عام 2022 واسعة في معظم أسواق الأسهم وكذلك السندات والسلع.

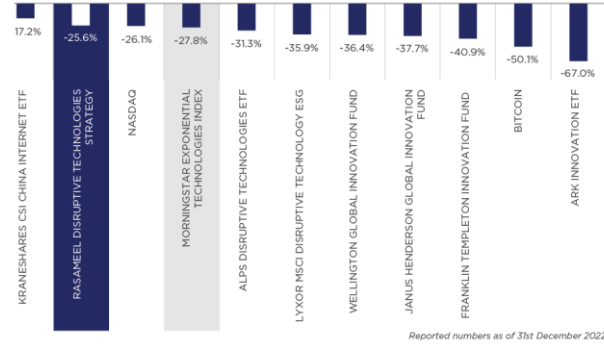


لقد تفوقت إستراتيجيتنا بشكل عام على المستويات المعيارية والأقران على مدار العام. فقد حقق صندوق النوخدة أداءً ممتازاً في عام 2022 بشكل نسبي، مسجلاً معظم هذا الأداء في شهر ديسمبر، حيث تفوق أداء الصندوق بنسبة 3.15٪ في ذلك الشهر وحده.

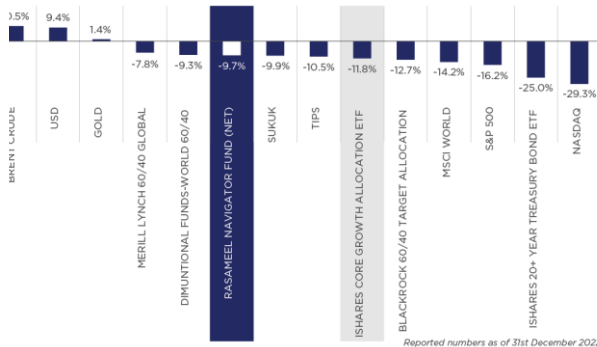
أداء محفظة رساميل لدول مجلس التعاون الخليجي الأداء منذ بداية العام حتى تاريخه مقابل الإستراتيجيات المماثلة



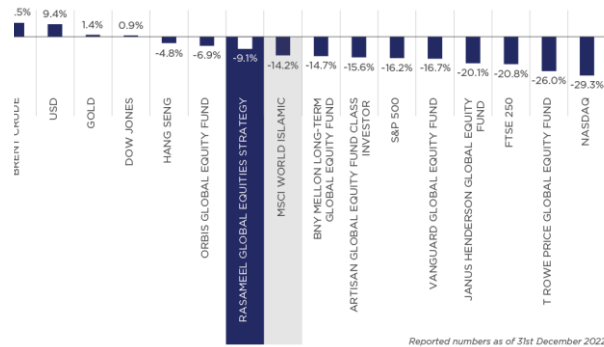
أداء إستراتيجية التكنولوجيا المتطورة لشركة رساميل الأداء منذ بداية العام حتى تاريخه مقابل الإستراتيجيات المماثلة



أداء صندوق النوخة الخاص برساميل الأداء منذ بداية العام حتى تاريخه مقابل الإستراتيجيات المماثلة



أداء استراتيجية الأسهم العالمية لشركة رساميل الأداء منذ بداية العام حتى تاريخه مقابل الإستراتيجيات المماثلة



خلال العام المنصرم، احتلت العوامل الجيوسياسية والتضخم مركز الصدارة كمحركين رئيسيين للاقتصاد والأسواق العالمية. فقد كان التضخم مصدر قلق على مدار العام، ونشوب الحرب في أوكرانيا، ومشكلات سلسلة التوريد، أدت إلى ارتفاع التضخم بشكل أكبر. وفي رد فعلها على هذه العوامل، استجابت جميع البنوك المركزية الكبرى لكبح معدلات التضخم المرتفعة منذ عدة عقود، وذلك عن طريق رفع أسعار الفائدة وسحب دعم التحفيز الذي كان مطروحا خلال فترات الجائحة. كل هذا بينما كان النمو يتباطأ. في هذه الأثناء، لا يزال الاقتصاد العالمي معرضاً بقوة للركود في 2023. وقد أوضحنا خطر الركود في عام 2023 في توقعاتنا لعام 2022، وقد سجل ذلك توافقاً إلى حد كبير.

في حين أننا نقر بأن خطر الركود مرتفع، وأن تقديرات أرباح عام 2023 لا تزال متفائلة للغاية، إلا أن أجزاء انتقائية من السوق معروضة للبيع. بالنسبة للمستثمرين الباحثين عن عوائد، نعتقد أن هناك فرصة ممتازة في الصكوك عالية الجودة، حيث انخفضت الأسعار بدرجة كبيرة خلال الأشهر القليلة الماضية. وإننا نرى عائدات الصكوك اليوم واحدة من أفضل الفرص للاستثمار في عام 2023، لاسيما في النصف الأول من العام.



في الواقع، لقد أوضحنا هذه الفرصة للعملاء. استراتيجية فرص الصكوك عبارة عن سلة من الصكوك الحكومية وشبه الحكومية عالية الجودة وعالية العائد والتي نعتقد أنها توفر فرصة ممتازة للاستفادة من الاتجاه التصاعدي في أسعار السندات، حيث تنخفض العائدات في تباطؤ عام 2023.

- نتوقع أن يكون لسلة الصكوك فرصة للارتفاع بنسبة تصل إلى 20% في حالة تراجع العائدات إلى مستويات عام 2021؛ وهذا يتوافق مع رؤيتنا للتباطؤ الاقتصادي المتوقع في عام 2023.
- توفر سلة صكوك رساميل الحفاظ على الاتجاه الصعودي والحفاظ على رأس المال في بيئة اقتصادية تزداد سوءاً.
- نرى أن هذه الفرصة متاحة على المدى القصير إلى المتوسط، من 6 إلى 12 شهراً، بسبب حالة عدم اليقين الحالية في السوق.

توقعات الاقتصاد الكلي

النمو الاقتصادي

كما أوضحنا في تقاريرنا السابقة على مدار العام، نتوقع أن تضعف بيانات الاقتصادي الكلي أكثر مع دخولنا في عام 2023، لا سيما في معظم الأسواق المتقدمة. جميع توقعات الناتج المحلي الإجمالي منخفضة، وحالياً لا يزال الاقتصاديون يتوقعون أن احتمال تجنب اقتصاد الولايات المتحدة الركود ضيق للغاية، مع نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1٪.

الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، النسبة المئوية (للتغير السنوي)	2021	2022	2023
الناتج العالمي	6	3.2	2.7
الاقتصادات المتقدمة	5.2	2.4	1.1
الولايات المتحدة	5.7	1.6	1
منطقة اليورو	5.2	3.1	0.5
ألمانيا	2.6	1.5	-0.3
فرنسا	6.8	2.5	0.7
إيطاليا	6.7	3.2	-0.2
إسبانيا	5.1	4.3	1.2
الصين	8.4	2.7	4.7
اليابان	1.7	1.7	1.6
المملكة المتحدة	7.4	3.6	0.3
كندا	4.5	3.3	1.5
الاقتصادات المتقدمة الأخرى	5.3	2.8	2.3

المصدر: صندوق النقد الدولي

مع توقعات انخفاض الناتج المحلي الإجمالي، شهدنا أيضاً انخفاضاً في مؤشر مديري المشتريات (PMI) عبر معظم الأسواق الرئيسية.

مؤشر مديري المشتريات العالمي لـ جي بي مورجان

ملخص مؤشر مديري المشتريات العالمي لـ جي بي مورجان

يوليو 2022	أغسطس 2022	سبتمبر 2022	أكتوبر 2022	نوفمبر 2022	
51.1	50.3	49.8	49.4	48.8	مؤشر مديري المشتريات العالمي
50.1	49.4	48.7	48.7	47.8	الناتج
58.7	60.1	57.9	56.7	57.9	الناتج المستقبلي
48.9	48.2	47.7	46.9	46.8	طلبات جديدة
48.0	47.0	45.9	46.2	46.2	أوامر التصدير
50.4	50.3	50.8	50.3	49.8	التوظيف
58.3	56.7	56.6	56.5	56.2	أسعار الناتج
50.5	50.6	50.6	50.3	50.7	مخزون السلع تامة الصنع
0.97	0.95	0.94	0.93	0.92	الطلبات / السلع تامة الصنع

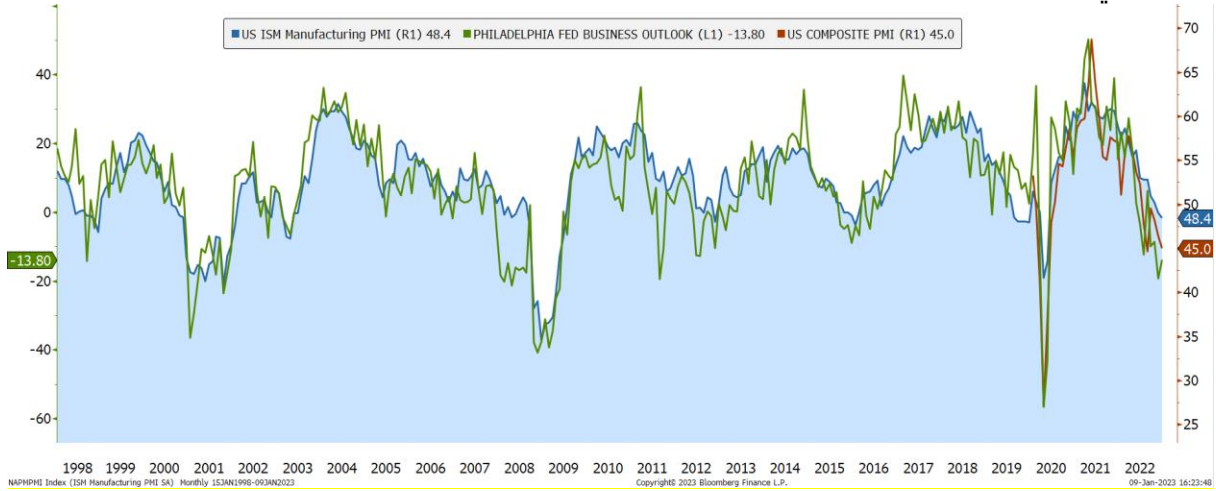
المصدر: جي بي مورجان

تشير القراءة الأقل من 50 إلى الانكماش. ومع دخول وتحركنا في عام 2023، نتوقع أن تتدهور هذه البيانات أكثر بسبب البيئة المتشددة، حيث تقوم معظم البنوك المركزية على مستوى العالم برفع أسعار الفائدة وسحب السيولة من السوق.

الولايات المتحدة الأمريكية

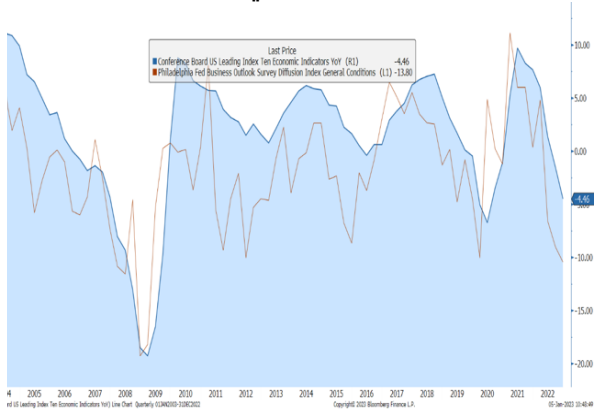
يتجه الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي إلى التراجع، لذلك نركز على المؤشرات الأخرى التي تساعدنا على توقع النمو المستقبلي. وتشمل هذه المؤشرات بيانات تصنيع وخدمات مؤشر مديري المشتريات الصناعي الصادر عن معهد إدارة التوريدات (ISM)، وأسعار المنازل، وثقة المستهلك، بالإضافة إلى العديد من البيانات الأخرى.

مؤشر مديري المشتريات الصناعي الأمريكي مقابل مؤشر فيلادلفيا الصناعي الفيدرالي مقابل مؤشر مديري المشتريات المركب في الولايات المتحدة

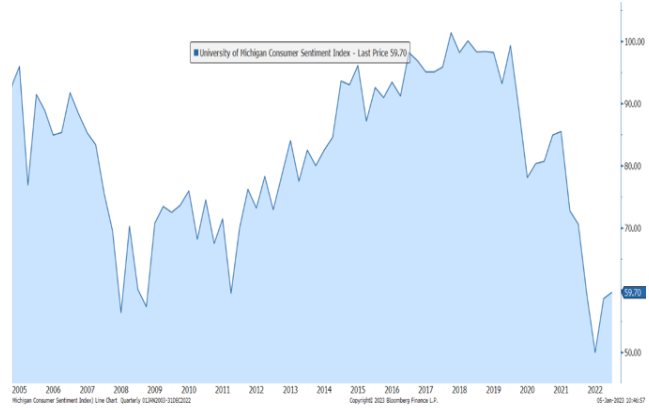


وصلت معنويات المستهلك إلى أدنى مستوياتها منذ سنوات عديدة، بسبب ارتفاع معدلات التضخم وارتفاع الأسعار. وعلى نحو مماثل، تراجعت ثقة الأعمال أيضًا بشكل كبير، وإن لم تكن تمامًا عند المستويات التي شهدناها في عام 2008.

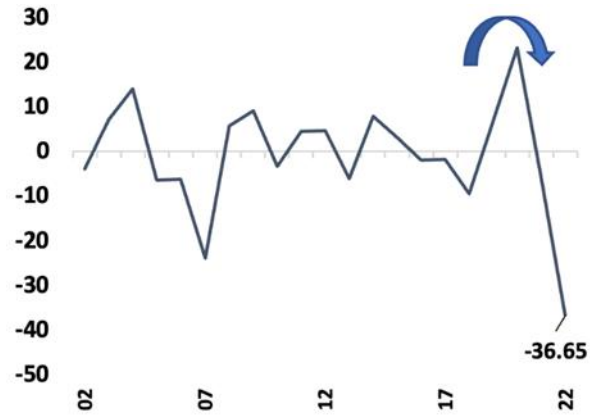
المؤشر الرائد - كونفرنس بورد الأمريكي مقابل مؤشر فيلادلفيا الفيدرالي للأعمال



مؤشر ميشيغان لثقة المستهلك



عبر معظم المؤشرات التي نتتبعها، نلاحظ أن الاتجاه هبوطي. ولا يزال الاحتياطي الفيدرالي في وضع تشديد. وبالمثل تسجيل بيانات الإسكان أداءً ضعيفاً. مع زيادة تكلفة الاقتراض وتباطؤ الاقتصاد، يصبح من الصعب على الكثيرين تغطية تكاليف الرهن العقاري. نتوقع أن يضعف الاتجاه في أسعار المساكن أكثر مع تحركنا خلال عام 2023، وربما بشكل كبير إذا شهدنا ركود طويلاً، حيث يجد مالكو المنازل بشكل حتمي ضرورة التخفيض والبيع. مع إعادة تمويل العديد من مالكي المنازل بالمعدلات المنخفضة القياسية في الماضي القريب، سيتبعون سياسة التحفظ بشأن البيع ويضطرون إلى إعادة التمويل عند مستويات أعلى بكثير.

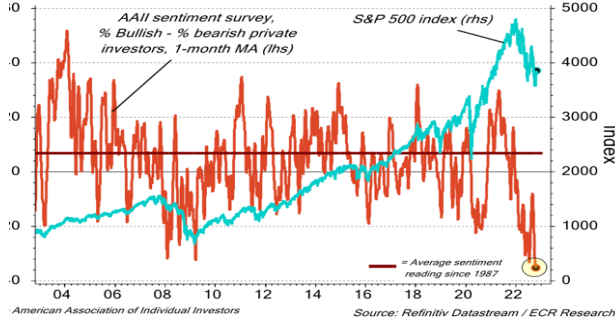


منحنى العائد المقلوب يشير إلى الركود

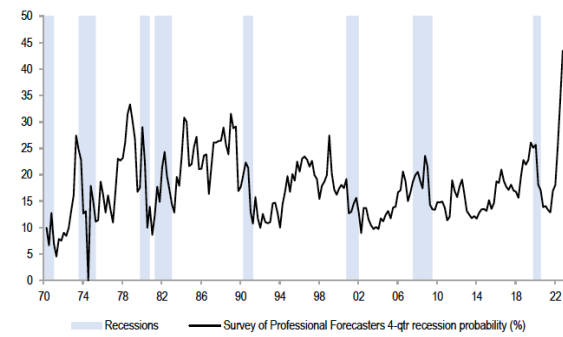


10

مؤشر AAI * Bull - Bear الأمريكي سلبي للغاية ويميل إلى أن يكون تكون إشارة صعودية متضاربة



مسح المتنبئين المحترفين احتمالية حدوث ركود اقتصادي في الولايات المتحدة



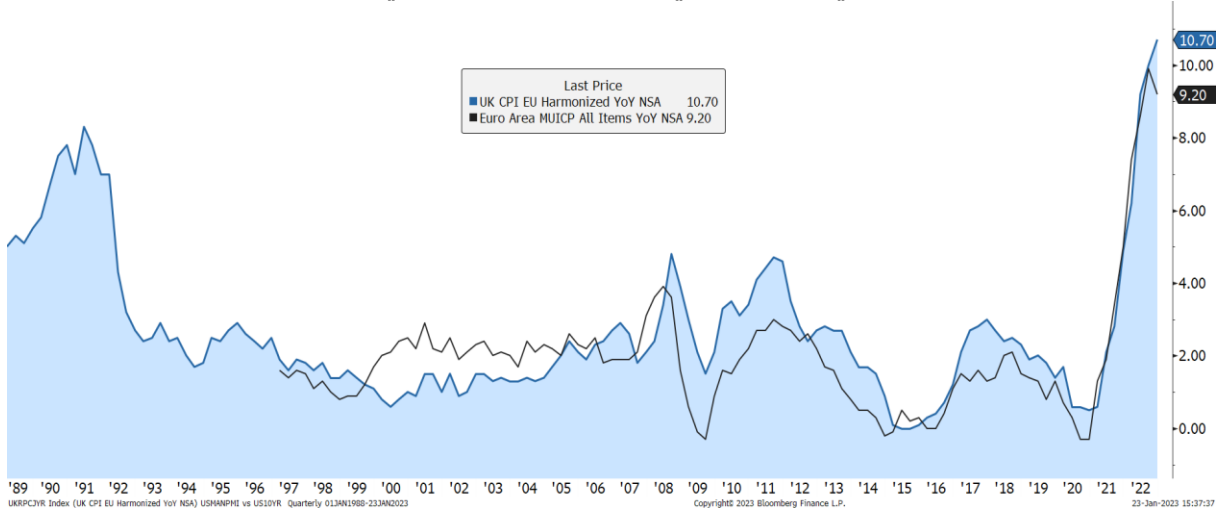
المصدر: جي بي مورغان

الاتحاد الأوروبي

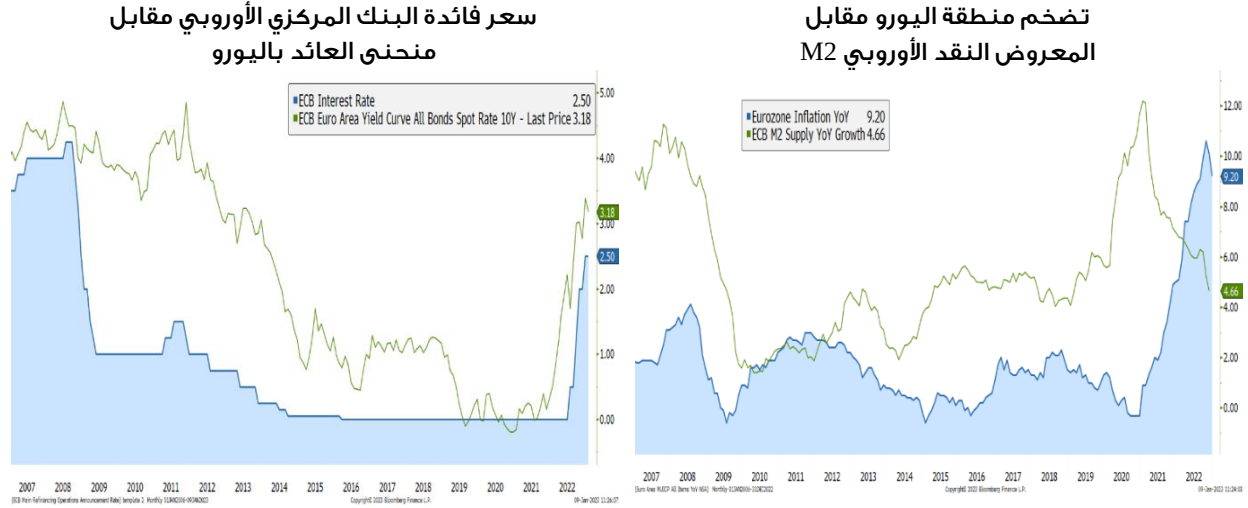
البيانات الواردة من دول الاتحاد الأوروبي، في كثير من الحالات، أسوأ مما هي عليه الحال في الولايات المتحدة. في الواقع، من المتوقع بالفعل أن ينكمش اقتصادين من أكبر الاقتصادات أوروبية، وهما ألمانيا وفرنسا، وسيدخلان في حالة ركود في عام 2023. ولن نتفاجأ إذا كانت الأرقام الفعلية أسوأ مما هو متوقع حالياً.

نتيجة للتضخم المرتفع بشكل لا يُصدق الذي تعاني منه أوروبا، رفع البنك المركزي الأوروبي أسعار الفائدة بشكل كبير في الأشهر الأخيرة. وكذلك سيكون هناك المزيد من عمليات الرفع في الأسعار، لا سيما بالنظر إلى مدى ارتفاع التضخم ومع وجود معدل مستهدف في الاتحاد الأوروبي يبلغ حوالي 3.5%.

مؤشر أسعار المستهلك المنسق في الاتحاد الأوروبي مقابل مؤشر الاتحاد النقدي لأسعار المستهلك لمنطقة اليورو

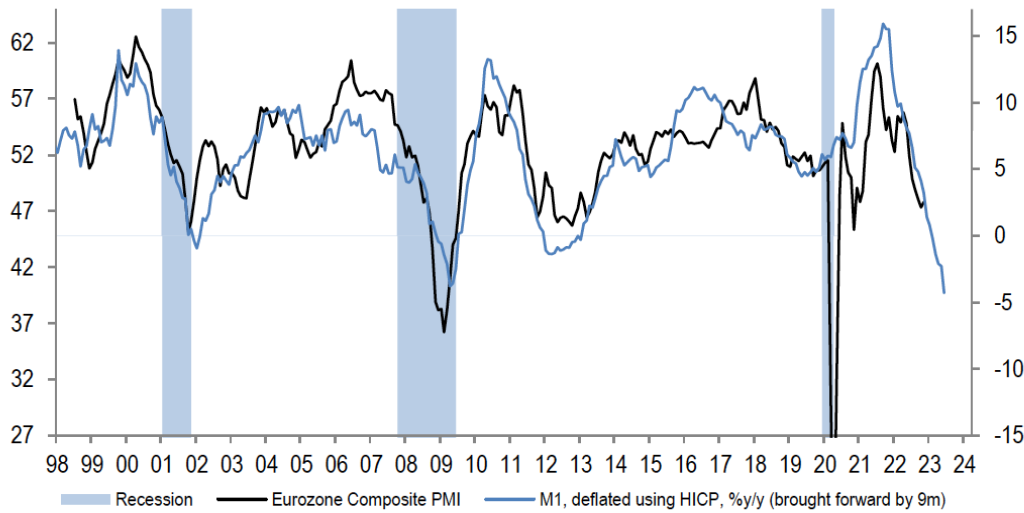


كان معدل الارتفاع في الأسعار، من الصفر، كبيراً جداً لأن البنك المركزي الأوروبي، مثل بنك الاحتياطي الفيدرالي، في وضع اللحاق بالركب بعد أن كان بطيئاً للغاية في الاستجابة للتضخم، زاعماً في بادئ الأمر أنه كان مؤقتاً. هذا وبالإضافة إلى رفع أسعار الفائدة، تم أيضاً تقليص المعروض النقدي. كذلك، يقوم البنك المركزي الأوروبي برفع معدل إعادة التمويل ومعدل الإيداع، بل سيقوم البنك المركزي أيضاً بتقليص حجم ميزانيته العمومية. وبشكل عام، اتباع سياسات صارمة للغاية.



يوضح الرسم البياني أدناه الانخفاض الكبير في السيولة، كما تم قياسها من خلال المعروض النقدي M1، بسبب تشديد البنك المركزي. العلاقة بين السيولة ومؤشر مديري المشتريات واضحة للغاية، حيث يؤدي انخفاض السيولة إلى انخفاض مؤشر مديري المشتريات، مما قد يؤدي إلى حالة الركود. المؤشرات الحالية واضحة للغاية في الرسم البياني أدناه - الركود أمر وارد بدرجة كبيرة بالنسبة لأوروبا.

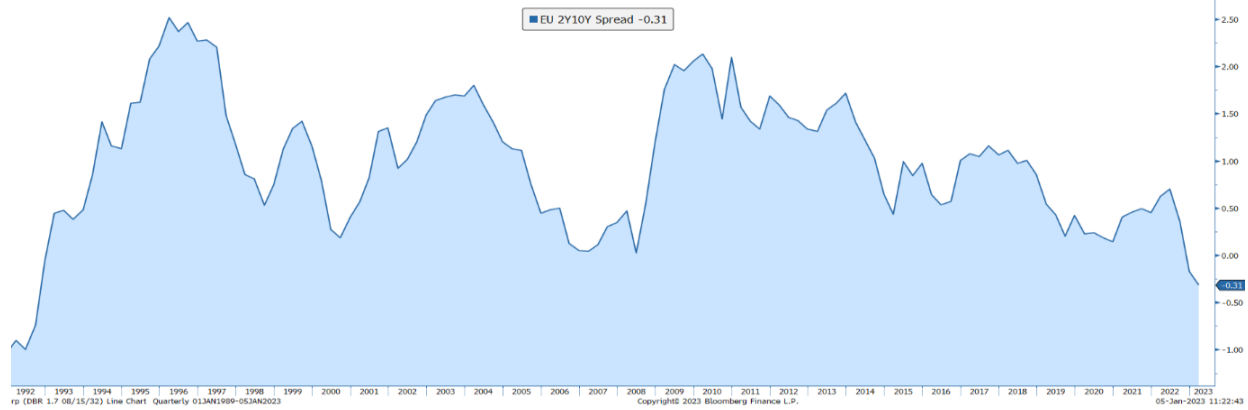
نمو المعروض النقدي M1 في منطقة اليورو مقابل مؤشر مديري المشتريات



Source: Bloomberg Finance L.P. , S&P Global

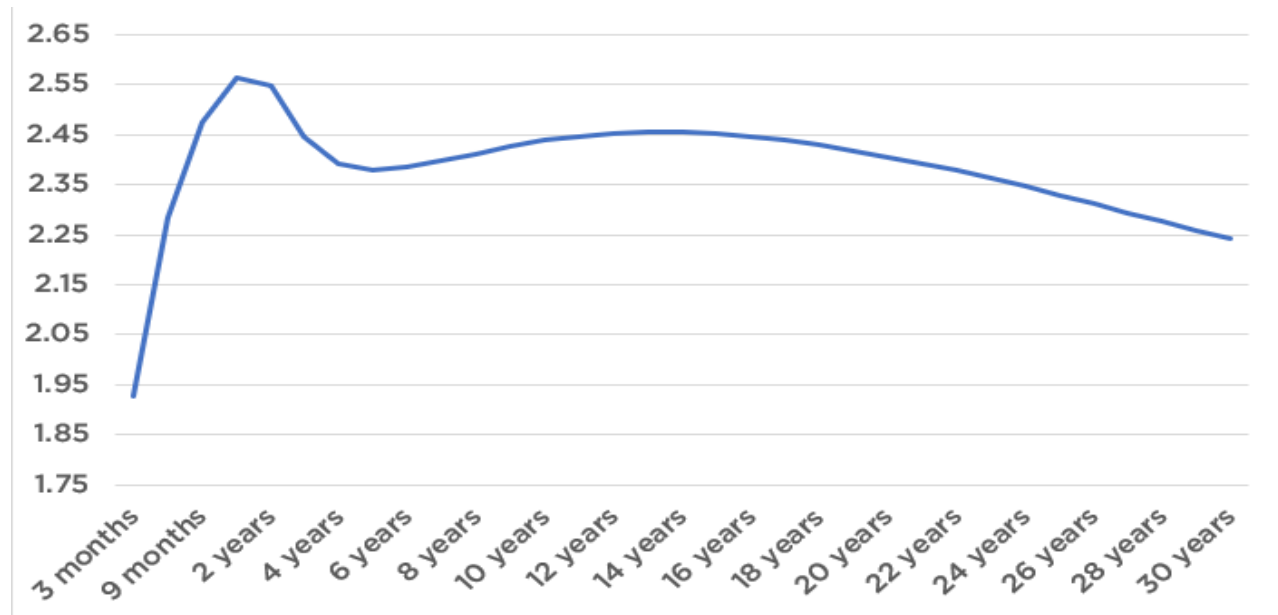
وعلى نحو مماثل للوضع في الولايات المتحدة، ينعكس منحني العائد في الاتحاد الأوروبي أيضًا. على الرغم من أن عمق الانعكاس يختلف عبر الدول الأوروبية، حيث لم نشهد هذا المستوى من الانعكاس منذ التسعينيات.

الفارق الذي بين السندات الأوروبية فئة عامين و10 أعوام



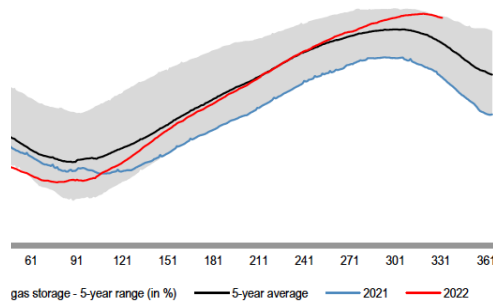
وعلى نحو مماثل للوضع في الولايات المتحدة، لا يزال يتعين على الطرف الأمامي من المنحني أن يتحرك إلى أعلى مع ارتفاع أسعار الفائدة، ومن الواضح أن سوق السندات لا يزال يسعر بمعدلات أعلى قادمة، مع معدل المستهدف الحالي للبنك المركزي الأوروبي البالغ 3.5%. ومع ذلك، فإن السوق يسعر في معدلات تضخم أقل، حيث لا تزال عائدات السندات فئة 10 أعوام في أوروبا أقل بكثير من نظيرتها في الولايات المتحدة والتي تقترب الآن من 3.5%، بانخفاض عن الارتفاع الأخير البالغ 4.25%. هذا بالمقارنة مع الاتحاد الأوروبي، حيث لا تزال عائدات السندات فئة 10 أعوام 2.5% فقط.

منحني العائد في الاتحاد الأوروبي



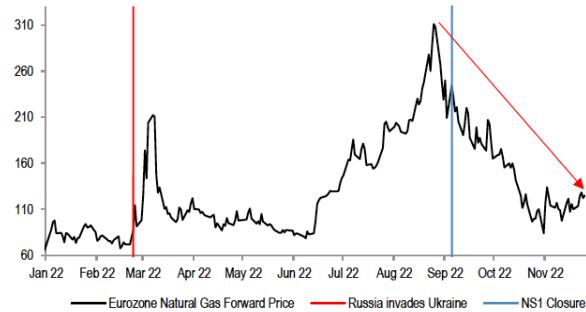
تواجه أوروبا موجتين رئيسيتين من الرياح المعاكسة الشديدة، التضخم الهائل المدفوع جزئياً بعدم اليقين في إمدادات الطاقة ورفع أسعار الفائدة من قبل البنك المركزي الأوروبي. على عكس الولايات المتحدة، لم يتراجع التضخم حتى الآن، ومع عدم اليقين بشأن إمدادات الطاقة، فمن المرجح أن يظل مرتفعاً. ولا تزال أوروبا معرضة بشدة لاتساع رقعة الصراع في أوكرانيا. وقد نفذت أوروبا خطوة جيدة ملء احتياطاتها بحلول شتاء عام 2022، لكن ما لم تجد إمدادات بديلة، فستشهد ضغوطاً على الإمداد في عام 2023.

خزانات الغاز الطبيعي في الاتحاد الأوروبي ممثلة بنسبة
%100



rgan Commodities Research

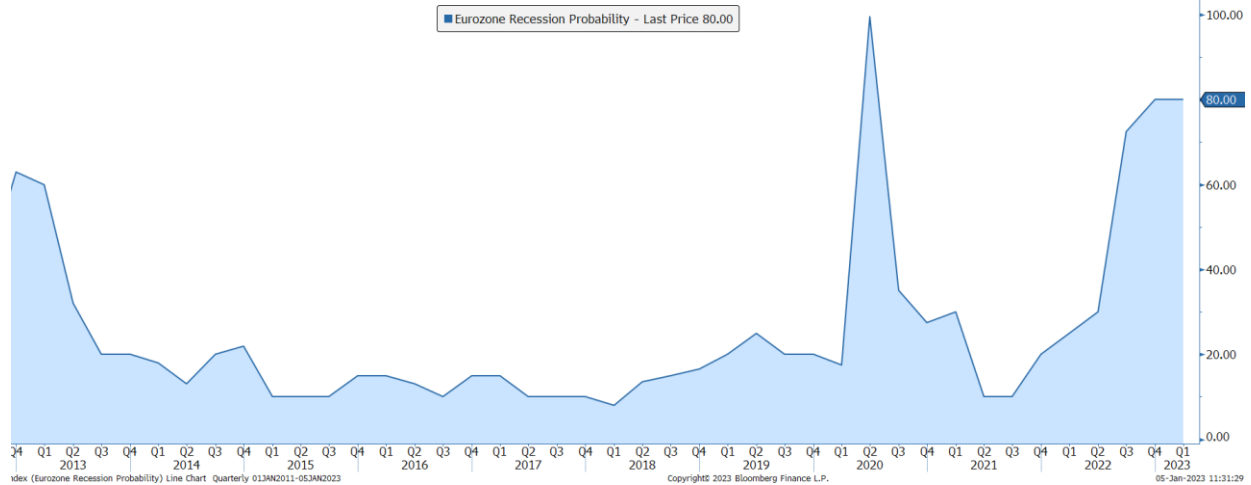
سعر الغاز الطبيعي في الاتحاد الأوروبي



Source: Bloomberg Finance L.P.

وعلى نحو مماثل للوضع في الولايات المتحدة، يتوقع عدد متزايد من المتنبئين حدوث ركود في أوروبا في عام 2023. في الواقع، بخلاف عام 2020، يعد هذا أعلى رقم شهدناه في السنوات العشر الماضية.

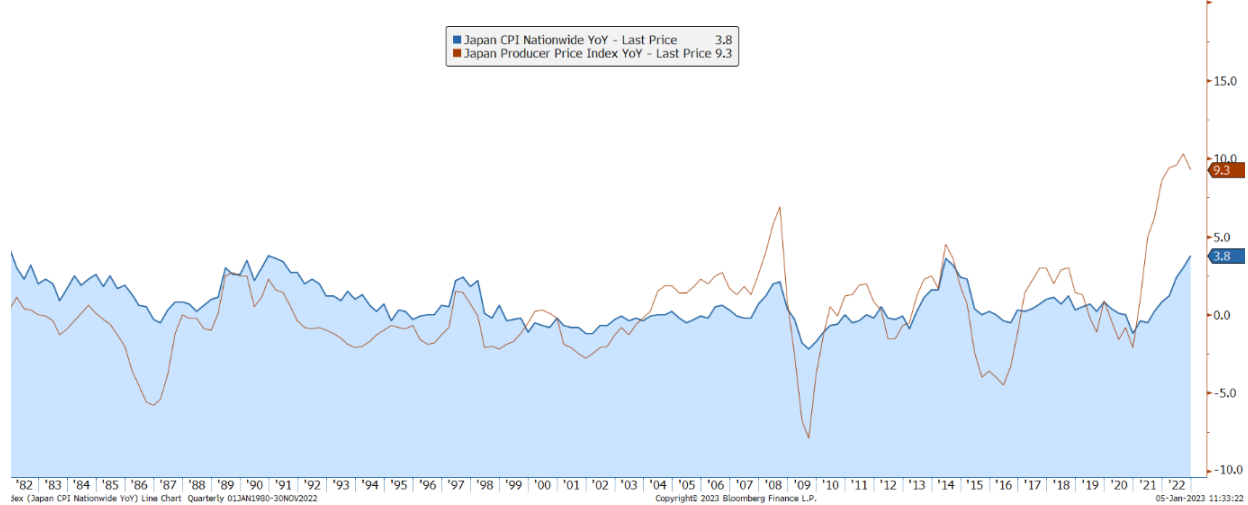
احتمالية ركود منطقة اليورو



اليابان

مثل معظم الاقتصادات المتقدمة الأخرى، ارتفع معدل التضخم في اليابان بشكل كبير، في حين أنه كان أقل من الولايات المتحدة أو أوروبا مسجلاً 3.8٪ فقط، فقد كان -1٪ في نهاية عام 2021. لذلك، كانت الزيادة كبيرة وربما ترتفع أكثر. تاريخياً، كانت هناك علاقة بين مؤشر أسعار المستهلك ومؤشر أسعار المنتجين، وقد تصاعد الأخير بشكل ملحوظ في الأشهر الأخيرة إلى ما يزيد قليلاً عن 9٪. لذلك، قد يتحرك مؤشر أسعار المستهلكين صعوداً قليلاً قبل أن ينخفض، تماشياً مع الأسواق الأخرى.

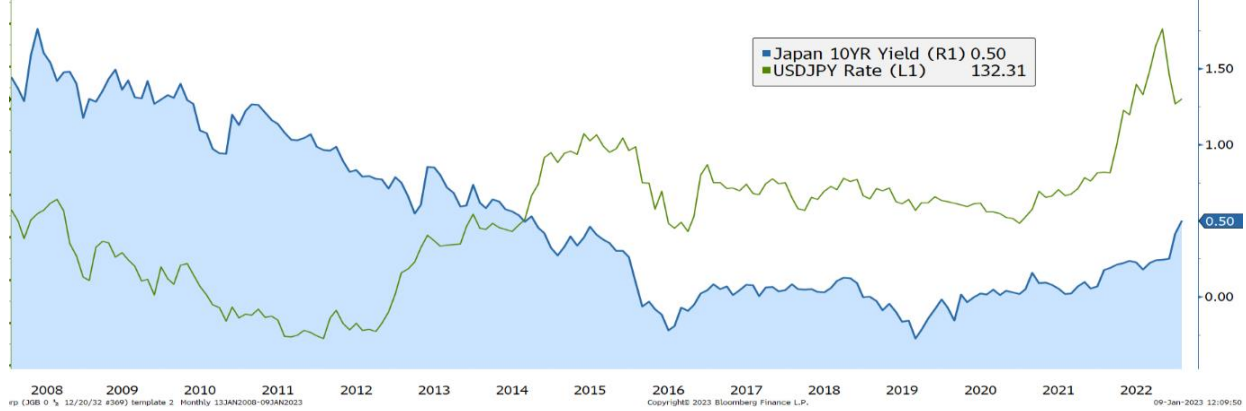
مؤشر أسعار المستهلك مقابل مؤشر أسعار المنتجين في اليابان



يفرض البنك المركزي الياباني تحكماً في منحنى العائد لفترة من الوقت الآن. محددات نطاقات لتواريخ الاستحقاق المختلفة. بالنسبة لفئة 10 أعوام، كان النطاق 0-25 نقطة أساس. وقد تم ذلك بهدف إعادة تضخيم الاقتصاد - يمكن للحكومة استخدام السياسات المالية للتحفيز في حين أن البنك المركزي الياباني سيكون المشتري الرئيسي، إن لم يكن الوحيد، للسندات الحكومية اليابانية.

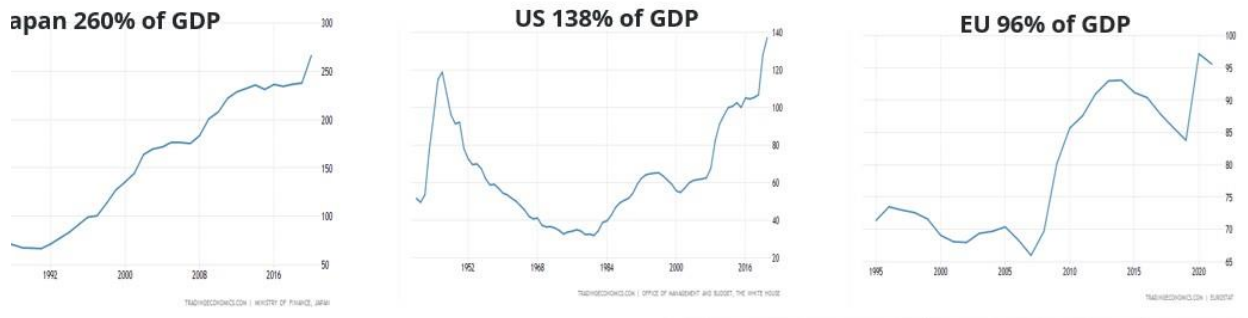
مع وصول التضخم لنسبة 3.8٪ وعدم ظهور أي إشارات على التباطؤ، قرر البنك المركزي الياباني السماح للعوائد بالتحرك أعلى مع ضبط النطاق بالنسبة للسندات لأجل 10 أعوام إلى 25-45 نقطة أساس. وقد أثر هذا الإجراء على الين تأثيراً كبيراً مع تعزيز الين بشكل كبير، من 150 إلى 127 في وقت كتابة هذا التقرير.

عائد السندات اليابانية لأجل 10 أعوام مقابل سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني



على الرغم من ذلك، فإن البنك المركزي الياباني في موقف بالغة الصعوبة. حيث أن نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي تزيد بالفعل عن 250%. الأعلى من بين جميع الاقتصادات المتقدمة. في الواقع، الأعلى عالمياً. لذلك، فإن قدرة البنك المركزي الياباني على مواجهة التضخم من خلال معدلات وعوائد أعلى محدودة للغاية. رفع أسعار الفائدة والسماح بتعويم العائدات وزيادة تكلفة الدين الحكومي بشكل كبير. أي لا يتخذ أي إجراءات تشديدية ويسمح للتضخم بالارتفاع وانخفاض قيمة الين.

نسبة الدين الإجمالي للحكومة اليابانية من الناتج المحلي الإجمالي أعلى من الأسواق الأخرى

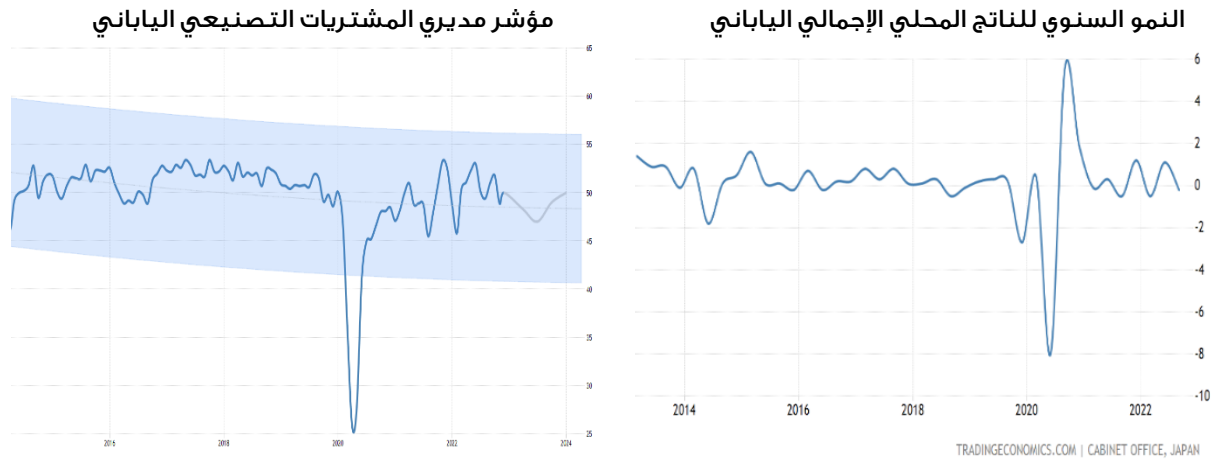


من المرجح أن تتبع اليابان سياسة القمع المالي بشكل متزايد للسيطرة على الاقتصاد والمؤشرات مثل التضخم. بالفعل هناك تحكم في منحني العائد ونتوقع أنها ستبدأ أيضاً في "تشجيع" المؤسسات، وبالنتيجة أيضاً سوق التجزئة، على شراء السندات بعوائد حقيقية اسمية وسلبية منخفضة.

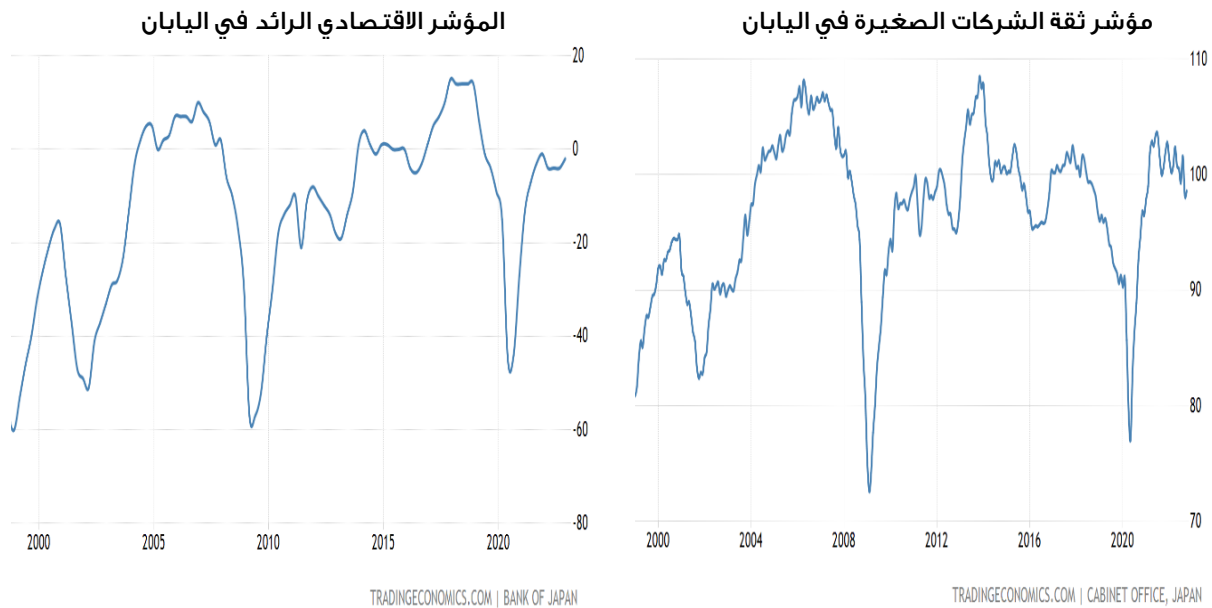
ورغم ذلك، على المدى الطويل، تعتبر اليابان مثلاً جيداً لما قد يأتي إلى الولايات المتحدة وأوروبا إذا لم تقم بترتيب أوضاعها. هناك حد لمدى زيادة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، وقد بدأت اليابان في الوصول إلى هذا الحد الذي يتطلب "إعادة الضبط". قد يكون هذا بمثابة إلغاء للديون بين الحكومة والبنك المركزي الياباني. أو أن ضوابط الصرف الأجنبي تمنع اليابانيين من الاستثمار في الخارج

وإجبارهم على الدخول إلى الأسواق المحلية. لا يوجد سيناريو مثالي، لكنه سوق يجب مراقبته عن كثب في هذا الشأن.

نمو الناتج المحلي الإجمالي الياباني ثابت، وتشير التوقعات إلى ضعف مؤشر مديري المشتريات في عامي 2023 و2024. ورغم ذلك، على عكس الولايات المتحدة وأوروبا، لا يتوقع السوق دخول اليابان في حالة ركود في عام 2023. في الواقع، من المرجح أن يكون الانخفاض في الناتج المحلي الإجمالي طفيفاً، بالنظر إلى مستوى العائدات الحقيقية. حسب ما سبق ذكره أعلاه، فإن مستوى المديونية يمنع البنك المركزي الياباني من رفع أسعار الفائدة بقوة، وإلا فإن تكلفة الاقتراض على الدين الحكومي سترتفع بشكل كبير.



تتمتع اليابان بمعدلات حقيقية سلبية للغاية، حيث تبلغ المعدلات -0.1% والتضخم عند 3.8%. وبالتالي، فإن مؤشر الثقة والمؤشر الرائد لا يزالان قويين نسبياً، مقارنة بالانخفاض في الأسواق المتقدمة الأخرى.



الصين

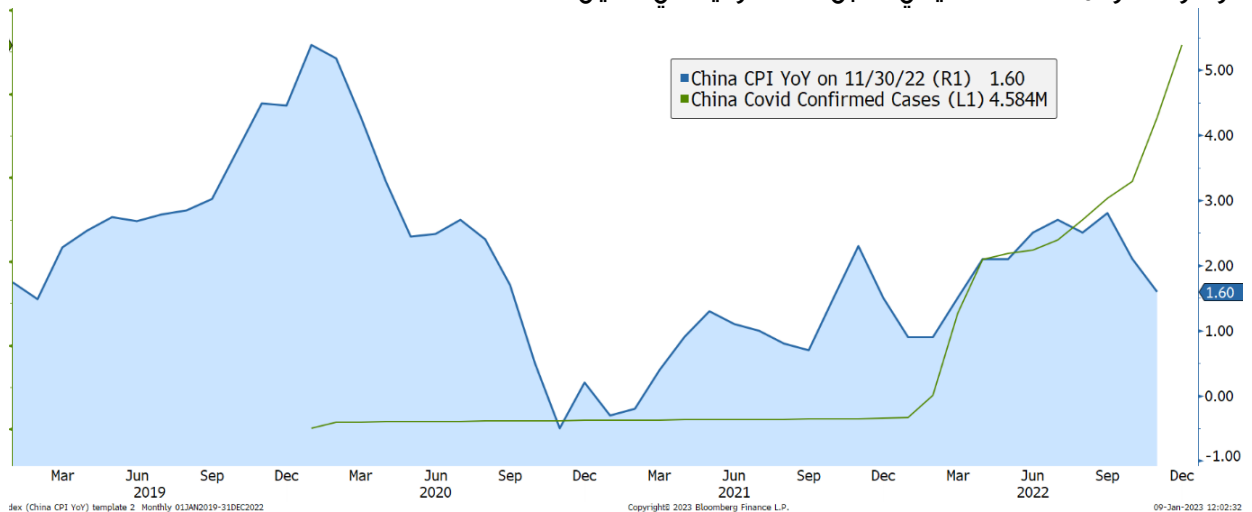
ربما تكون الصين واحدة من الأسواق التي ستحضر أداءً أفضل من التوقعات السابقة، حيث يخرج السوق ببطء من سياسة "صفر كوفيد". وقد أصبح تدفق الأخبار إيجابياً بشكل متزايد، أي أن السلطات تبتعد عن أنظمة الاختبار والإغلاق الجماعي وستتعامل مع فيروس كورونا المستجد على أنه أنفلونزا عادية.

وإننا نرى أن هذه أخبار ممتازة، حيث أن سياسة "صفر كوفيد" التي كانت تتبعها الصين لم يكن لها حقاً مكان في مجتمع قائم على السوق، خاصة بعد ثلاث سنوات من انتشار الجائحة. هذا صحيح بشكل خاص نظراً لأننا نعلم أن متحور أوميكرون ليس خطيراً، خاصة بالنسبة لأي شخص أقل من 60 عاماً، والذي يمثل سن العمل.

مع إعادة الفتح، نتوقع ارتفاع معدلات الإصابة بشكل كبير وأنه سيتم اتباع العزل الذاتي من قبل الأفراد إلى حد ما، وهو الشيء الذي بدأنا مشاهدته بالفعل. ولكن مع مرور الوقت، سيعود الاقتصاد إلى طبيعته بالكامل، وستكون الحكومة قادرة على التركيز على العمل الحقيقي الذي تقوم به، وهو إعادة الاقتصاد إلى مسار النمو.

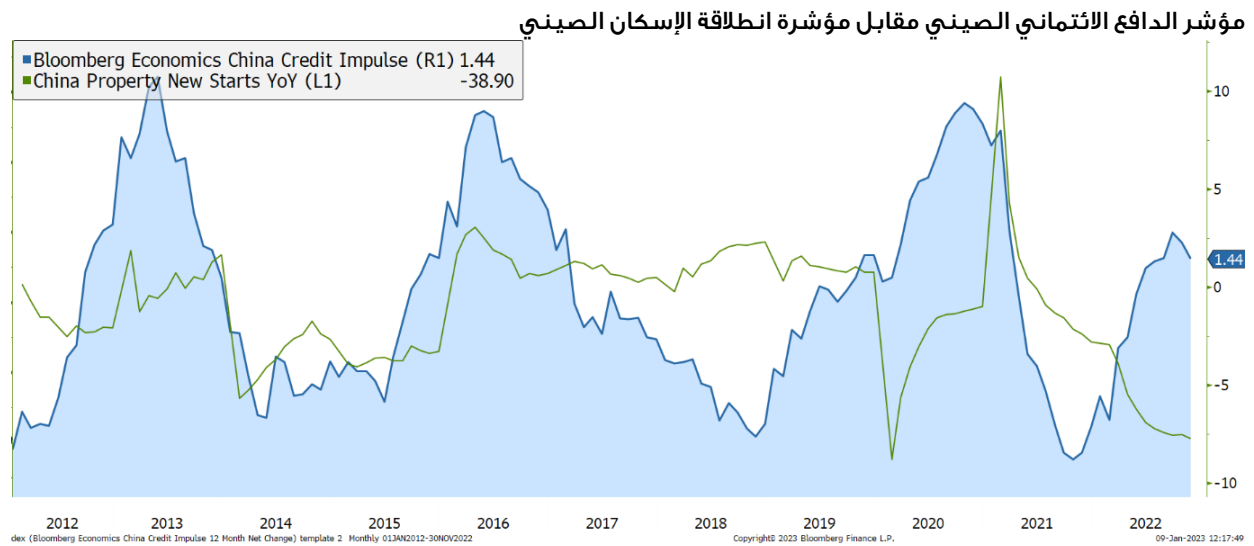
ومن الجدير بالذكر أن الصين، على عكس نظيراتها على المستوى العالمي، لا تعاني من مشكلة تضخم. في الواقع، الاقتصاد ضعيف للغاية لدرجة أن التضخم قد انخفض خلال الفترات ربع السنوية القليلة الماضية، مدفوعاً جزئياً بسياسات "صفر كوفيد"، والتي كانت شديدة التقييد. وقد بلغ معدل التضخم في المؤشرات الأخيرة 1.6٪ فقط. يجب أن نتعامل مع هذا الرقم بمقدار من الشك، لأن البيانات الصادرة من الصين غالباً ما كانت مشكوك فيها للغاية. ومع ذلك، فإن التضخم المنخفض يعكس مدى الضعف الحقيقي للاقتصاد على مدى الفترات ربع السنوية القليلة الماضية.

مؤشر أسعار المستهلك الصيني مقابل حالات كوفيد في الصين



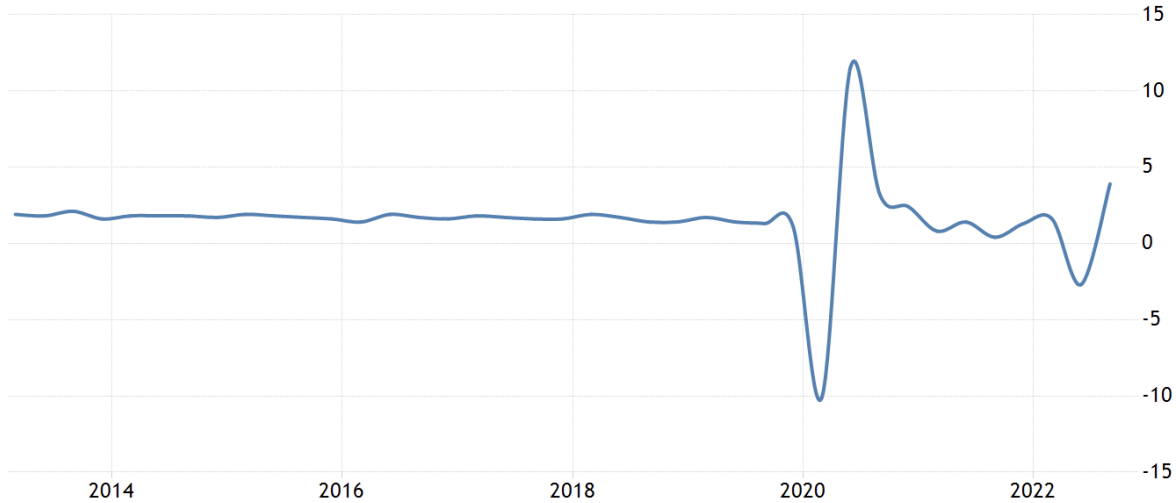
مع ضعف التضخم على هذا النحو، يتمتع الحزب الشيوعي الصيني بمرونة أكبر لتحفيز الاقتصاد.

إن سوق العقارات في الصين في حالة ركود بالفعل ولم ينتعش بعد. انطلاقة الإسكان، على سبيل المثال، هي الأدنى منذ سنوات والأسعار متوقفة على المستوى الوطني. نتوقع أن تبذل الحكومة المزيد لتقديم الدعم لهذا القطاع، سواء في شكل ائتمان أو معروض نقدي، كل ذلك سيغذي أسواق الأسهم مع مرور الوقت. فقد قامت الحكومة بالفعل بزيادة السيولة في السوق مع ارتفاع المعروض النقدي بشكل حاد في الأشهر الأخيرة.



مع انخفاض التضخم، وإعادة فتح الاقتصاد، وارتفاع الدافع الائتماني، شهدنا تحول نمو الناتج المحلي الإجمالي الصيني متخذاً اتجاهًا صعوديًا. في الواقع، تشير التوقعات إلى أن نمو الناتج المحلي الإجمالي في الصين سيتحرك سريعاً مسجلاً 4.7% في عام 2023. أحد الأسواق القليلة جداً التي تظهر نمواً قوياً في عام 2023، مقارنة بعام 2022.

معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الصيني

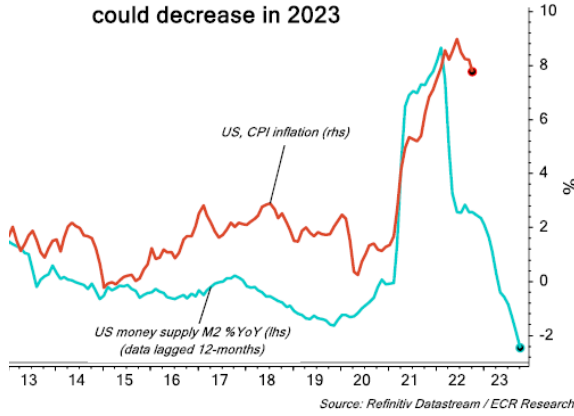


TRADINGECONOMICS.COM | NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA

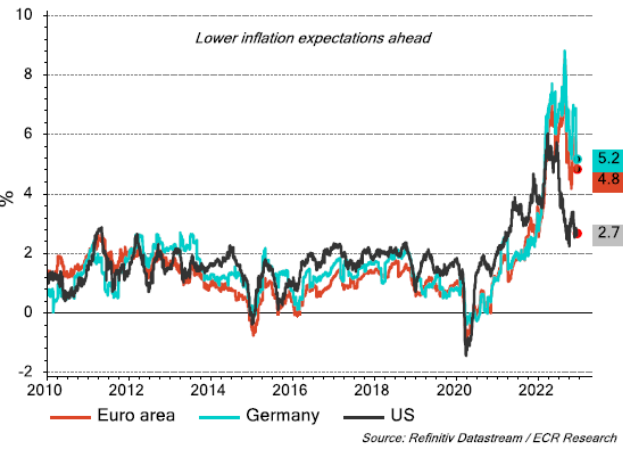
التضخم: انخفاض التضخم في عام 2023

- مدفوعاً بتباطؤ الاقتصاد.
 - ما يثير مخاوفنا هو عدم قيام البنوك المركزية باتخاذ الإجراءات الكافية، ويظل التضخم مرتفعاً لفترة أطول. تكرار محتمل لسيناريو السبعينات والثمانينات.
- مع تباطؤ النمو الاقتصادي في عام 2023، نتوقع أن يتخذ التضخم نفس الاتجاه.
- من المتوقع أن يستمر التضخم في الانخفاض في الولايات المتحدة الأمريكية والأسواق الرئيسية الأخرى، مدفوعاً بانخفاض المعروض النقدي، وانخفاض الطلب، وانخفاض أسعار السلع الأساسية، وانخفاض عدد اضطرابات سلسلة التوريد، مقارنة بعام 2022.

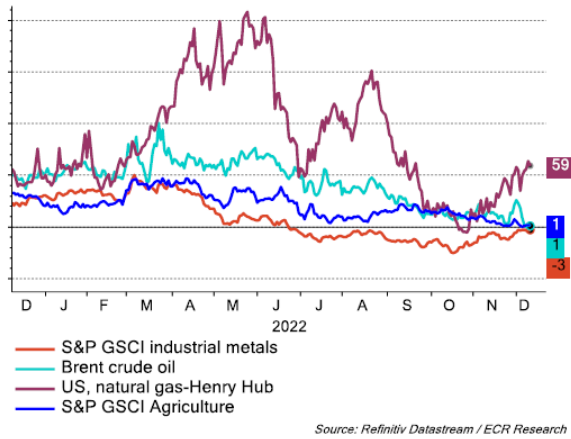
The sharp decline in money supply (M2 growth) suggests inflationary impulses in the economy could decrease in 2023



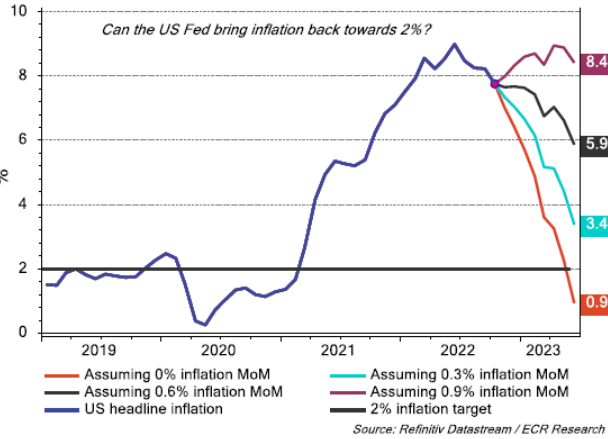
One-year inflation swaps



Commodity benchmarks (%-change year-on-year)

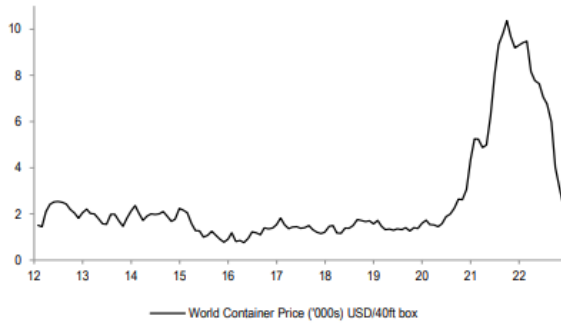


US headline inflation scenarios to June 2023



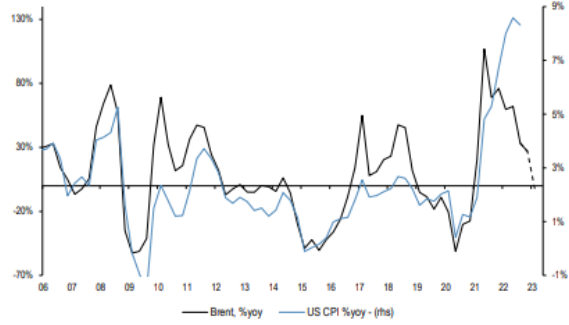
أظهر مؤشر أسعار المستهلك وأسعار نفط برنت بعض الترابط في السنوات السابقة، كما أن انخفاض سعر برنت يعد مؤشراً، كما هو الحال مع العديد من التدابير الأخرى، على أن التضخم سينخفض في عام 2023. كما انخفضت أسعار الحاويات والشحن، مما يعكس عدداً أقل من الاضطرابات في سلسلة التوريد واقتصاداً أضعف.

أسعار الحاويات العالمية



Source: J.P. Morgan

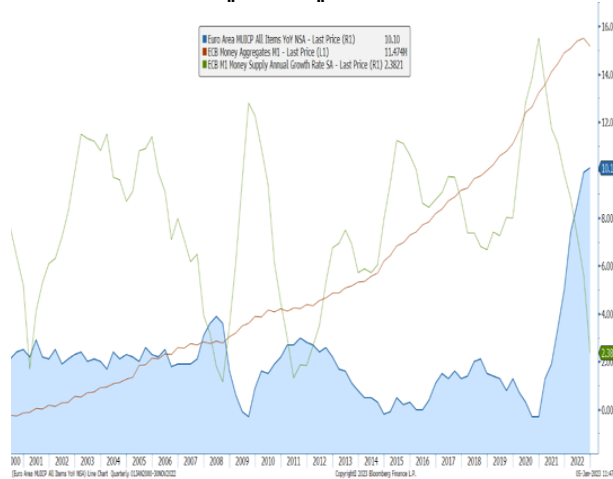
مؤشر أسعار المستهلك الأمريكي وخام برنت، النسب على أساس سنوي



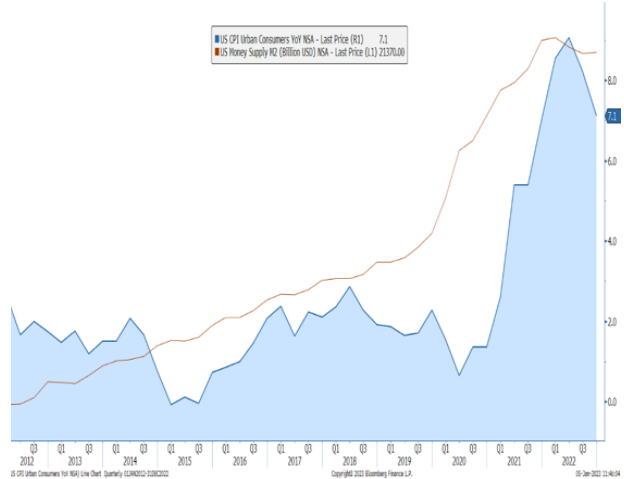
Source: JPMorgan, Bloomberg Finance L.P.

الانخفاض في المعروض النقدي في الولايات المتحدة هو مؤشر آخر نتبعه ويشير مرة أخرى إلى انخفاض التضخم مع الدخول في عام 2023. كان مؤشر أسعار المستهلك في الولايات المتحدة وأماكن أخرى مدفوعاً بدرجة كبيرة ببرامج التحفيز الضخمة التي شهدناها في أعقاب عمليات الإغلاق بسبب الجائحة في عام 2020. ومع ارتفاع المعدلات والتشديد الكمي للمعروض النقدي، سيهدأ بشكل كبير وسيكون له تأثير ناتج عن انخفاض النمو والتضخم.

مؤشر الاتحاد النقدي لأسعار المستهلك لمنطقة اليورو
مقابل
منطقة اليورو MUICP مقابل الإجمالي النقدي للبنك
المركزي الأوروبي مقابل نمو المعروض النقدي
للبنك المركزي الأوروبي M1

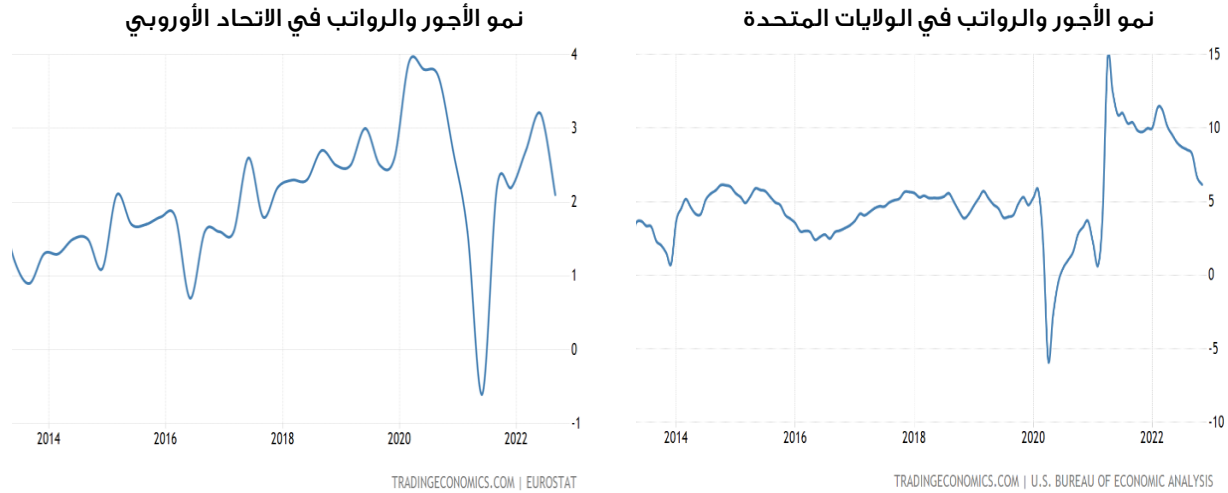


مؤشر أسعار المستهلك الحضري الأمريكي
مقابل المعروض النقدي الأمريكي M2

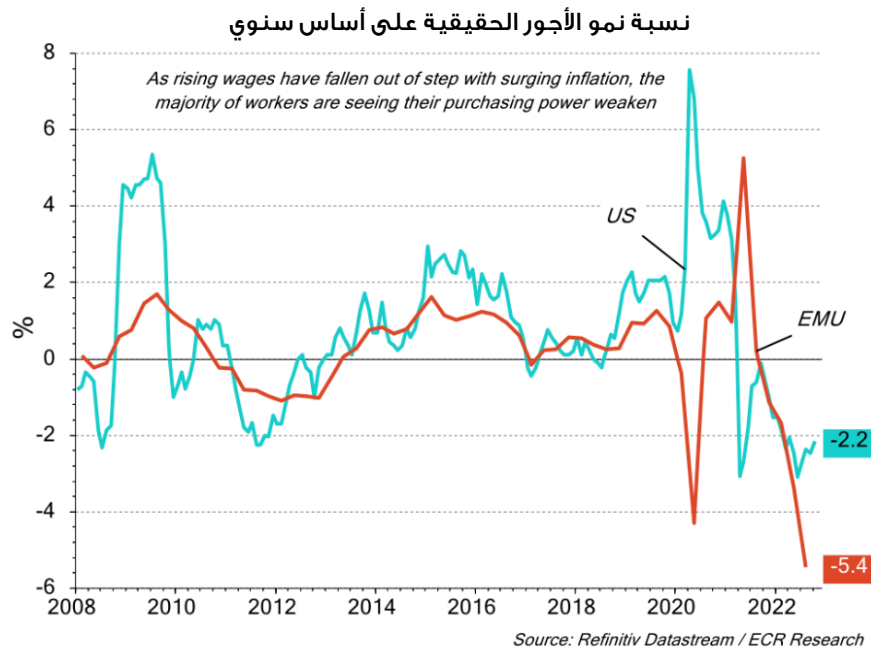


ومع ذلك، بدأ تضخم الأجور في أن يصبح محركاً رئيسياً للتضخم الأساسي. والسبب في كونه متغيراً بالغ الأهمية بالنسبة للبنوك المركزية هو ثباته.

لقد سجل تضخم الأجور في الولايات المتحدة تراجعاً، لكنه لا يزال مرتفعاً. ومع ذلك، فإننا نتوقع أن ينخفض بشكل أكثر قوة مع دخولنا في عام 2023. وبالمقارنة، فإن تضخم الأجور في الاتحاد الأوروبي لم يرتفع أبداً وأخذ في الانخفاض بالفعل.

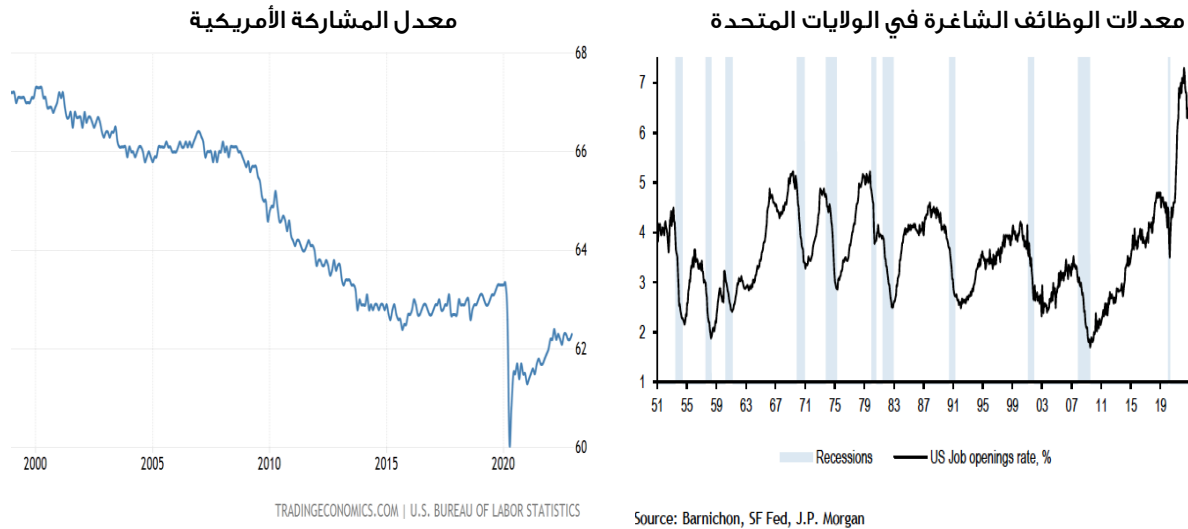


ورغم ذلك، من حيث القيمة الحقيقية، انخفضت الأجور. ومن ثم، نتوقع ارتفاع الأجور الاسمية لتفسير ذلك.



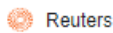
بمجرد أن تبدأ الأجور في الارتفاع، فإن الاتجاه يمكن أن يستمر لبعض الوقت ولن ينعكس ما لم يحدث ركوداً خطيراً. هناك عاملان يحركان تضخم الأجور، وهما العدد الكبير للوظائف الشاغرة وانخفاض معدل المشاركة.

مع التركيز الكبير لبنك الاحتياطي الفيدرالي على إبطاء تضخم الأجور، فإن أحد المؤشرات التي سيتتبعونها هو الوظائف الشاغرة. في الوقت الحالي، لا يزال سوق العمل شديدة السخونة، لذلك هناك طريقة ما للتحرك قبل أن نرى ضعفاً حقيقياً في الوضع. يتمثل الخطر في أننا نحتاج إلى ما يقرب من الهبوط الصعب لتحقيق ذلك.



والخطر الحقيقي هو أن يقوم بنك الاحتياطي الفيدرالي، في إطار جهوده لإبطاء تضخم الأجور، بالتشديد البالغ ودفع الاقتصاد إلى الهبوط الصعب.

ستكون الوظائف الشاغرة مؤشراً حاسماً لمجلس الاحتياطي الفيدرالي وقد أوضحوا أنهم يريدون رؤية بعض الضعف في سوق العمل قبل عكس السياسات. لقد رأينا بالفعل عدداً من الشركات، لا سيما في قطاع التكنولوجيا في الولايات المتحدة، تقوم بتقليص عدد الموظفين.



[Jobless benefits rolls grow but U.S. labor market remains ...](#)

The number of Americans filing new claims for unemployment benefits edged higher last week and a week earlier the total number on jobless...



Slate Magazine

Amazon, Facebook, Twitter layoffs: Where will newly ...

This year is shaping up to be the worst time for white-collar tech workers since the dot-com bubble burst. Even before Amazon began laying...



Tech Monitor

Amazon, Meta layoffs revealed amid Big Tech job cuts

Amazon and Meta layoffs were announced as Big Tech went big on job cuts, while the FTX collapse raised questions about the crypto sector.

3 days ago



بينما من المتوقع أن ينخفض التضخم على مستوى العالم في عام 2023، إلا أننا نتوقع أن ينخفض إلى المستويات المستهدفة الحالية للبنك المركزي وتستقر عند هذا المستوى. بدلاً من ذلك، نتوقع أن يقع في التباطؤ، ولكن من المرجح أن يعاود الارتفاع في السنوات اللاحقة

من غير المرجح، في رأينا، أن ترفع البنوك المركزية أسعار الفائدة بدرجة كافية لمنع عودة التضخم من الارتفاع في السنوات اللاحقة.

علاوة على ذلك، نتوقع أن تكون السياسات المالية، المتبعة لدعم السوق، تضخمية. من المحتمل أن تشمل سياسات للحد من نواتج الكربون وكذلك سياسات "إعادة البناء بشكل أفضل". لقد تطرقنا إلى هذه السياسات في تقرير شهر نوفمبر.

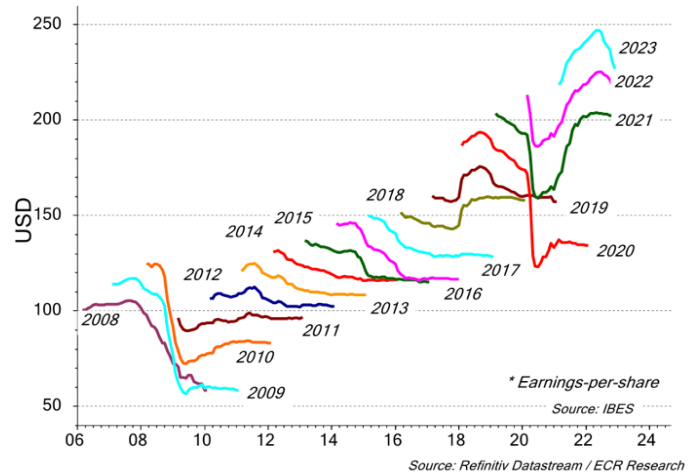
• **أرباح الشركات:** من المتوقع أن تسجل قيماً أقل من التوقعات الحالية.

توقعات ربحية السهم للشركات الأمريكية آخذة في الانخفاض بالفعل ونتوقع المزيد من الانخفاض. وكما أشرنا في التقارير السابقة، لا تزال الأرباح بحاجة إلى السعر الكامل بالدولار الأمريكي الأقوى، وضعف الاقتصاد ومعدلات الإنفاق وضغط الهامش من ارتفاع الرواتب والأجور.

US 12-month forward earnings growth expectations

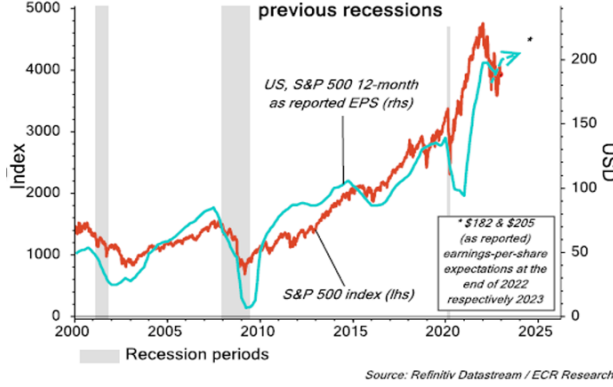


Analysts' S&P 500 consensus earnings estimates

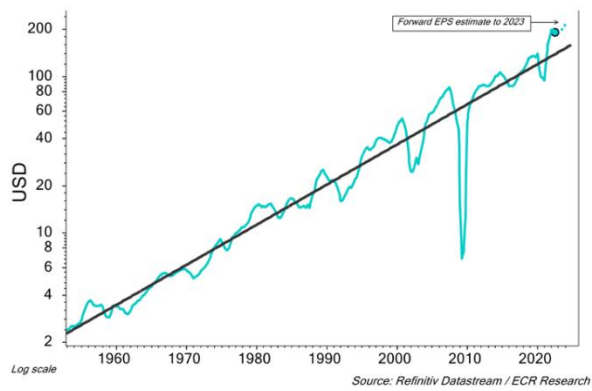


في الوقت الحاضر، تعتبر توقعات نمو الأرباح مرتفعة جداً بالنسبة للتوقعات الاقتصادية. لا يزال السوق، استناداً إلى توقعات المحللين التصاعدية، يتوقع أن تسجل ربحية السهم للشركات المدرجة في مؤشر "ستاندرد آند بورز 500" حوالي 230 في 2023. وإننا نعتقد أن هذا المعدل مرتفعاً للغاية، لأسباب مختلفة.

Too optimistic US corporate profit outlook for 2022 & 2023?
EPS estimates have yet to come down, as happened during previous recessions

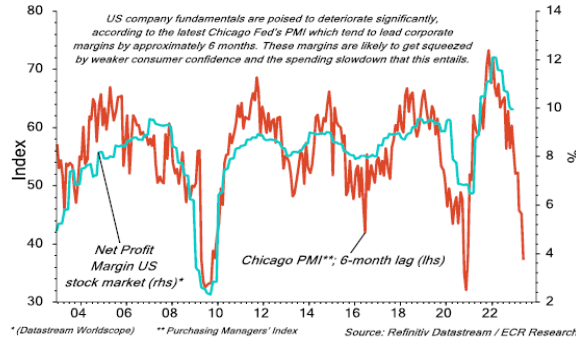


S&P 500 12-month as reported EPS (earnings-per-share) and long-term trend line

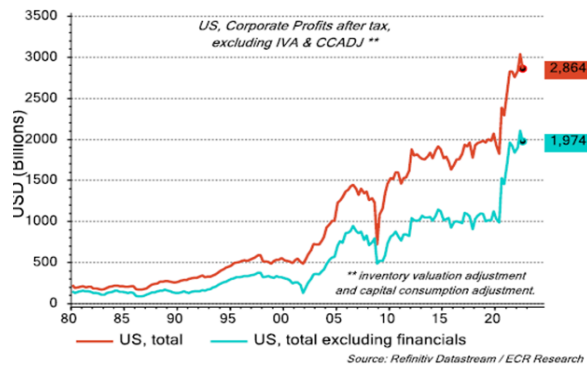


سجلت هوامش الربح مستويات قياسية، ومن المؤكد أن التضخم، وخاصة تضخم الأجور، سيؤدي إلى خفض الأرباح مع دخولنا في 2024/2023، مع انخفاض الهوامش. علاوة على ذلك، من الواضح أن هناك علاقة ارتباط قوية بين النمو الاقتصادي والأرباح. ومع تعزيز الاقتصاد، سترتفع الأرباح والعكس صحيح عند الضعف. مع ارتفاع تضخم الأجور أيضاً، نرى ضغطاً على الهوامش، والتي لا تزال قريبة من المستويات القياسية.

Very doubtful whether high US corporate profit margins are sustainable



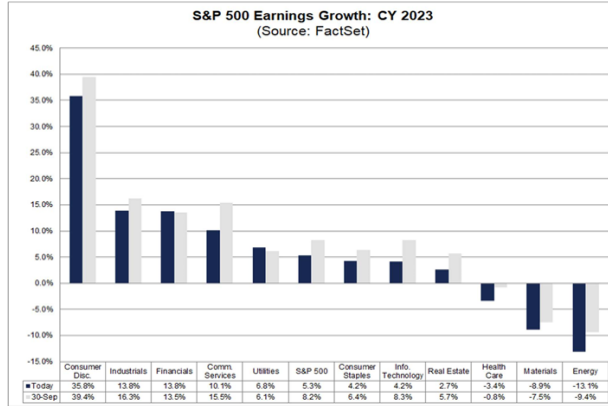
Corporate profitability is still near record highs



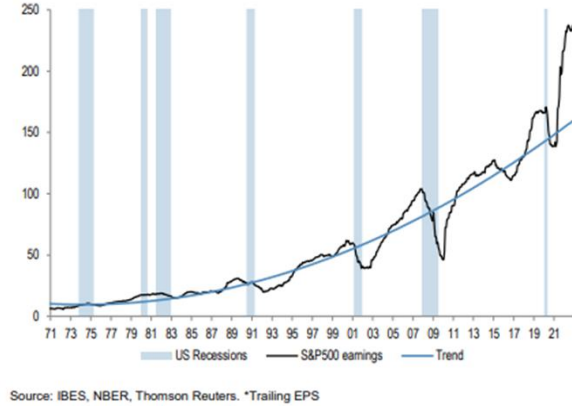
يأتي حوالي 40٪ من أرباح الشركات الأمريكية من الخارج. لقد لاحظنا أن الأرباح قد تأثرت بالفعل بالدولار الأمريكي، ولكن نظراً لأننا نتوقع أن يرتفع الدولار مرة أخرى، فإن خطر إجراء مزيد من التعديل قائم.

ومن الجدير بالذكر أيضاً أن السوق يتوقع أن يتمتع قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية بنمو أرباح بنسبة 35% في عام 2023. وبالأخذ في الاعتبار توقعاتنا بالتباطؤ في عام 2023، فمن المحتمل أن ينخفض نمو الأرباح بشكل كبير. وبالمقارنة، يتوقع المحللون بالفعل تراجع ربحية السهم في قطاع الطاقة على خلفية انخفاض أسعار النفط.

نمو أرباح ستاندرد آند بورز 500



ربحية ستاندرد آند بورز 500 مقابل الاتجاه



والوضع مماثل في الاتحاد الأوروبي، حيث من المتوقع أن تنخفض الأرباح مع نمو الناتج المحلي الإجمالي.

نمو ربحية السهم في منطقة اليورو مقابل نمو الناتج المحلي الإجمالي



توقعات السوق

الأسهم: تظل أسهم دفاعية

النصف الأول من 2023: من المتوقع أن تسجل الأسهم سعرا في الاقتصاد الكلي الضعيف وتحقق أرباح

- التمرکز الدفاعي، زيادة حجم السيولة النقدية والاستثمار في قطاع الرعاية الصحية.
- خفض الاستثمار في الشركات المثقلة بالديون والشركات الحساسة للتباطؤ الاقتصادي.
- زيادة الاستثمار في الصين عند إعادة فتح التجارة

النصف الثاني من 2023: فرصة محتملة لتحقيق النمو

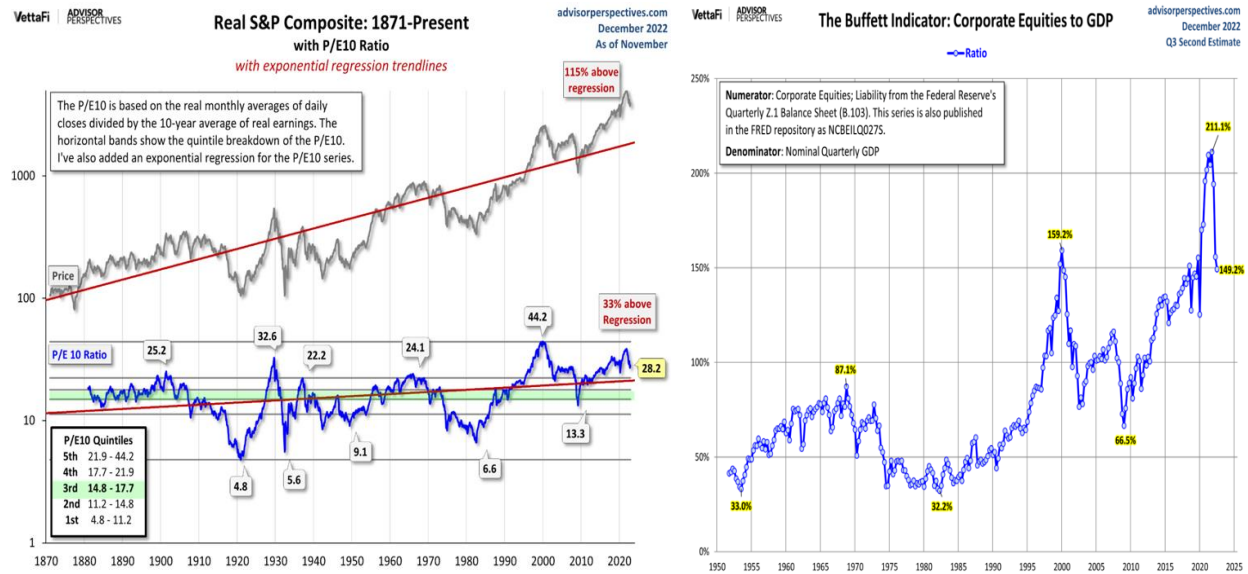
• تطلع إلى التحول إلى مناطق أسواق ذروة المبيعات

نتوقع أن تتعرض الأسهم وغيرها من الأصول الخطرة لضغوط بحلول عام 2023. ولا نعتقد أن سوق الأسهم قد قام بالتسعير الكامل في بيانات الاقتصاد الكلي الأضعف والأرباح المتوقعة.

تتمثل الحالة الأساسية الحالية للأسهم في أننا لدينا حركة هبوط أخرى خلال النصف الأول من عام 2023 ومن ثم انعكاسها حيث يتمحور بنك الاحتياطي الفيدرالي والبنوك المركزية الأخرى ويبدأ التركيز على التباطؤ المتوقع.

لقد أوضح بنك الاحتياطي الفيدرالي أنه يريد التشديد وصولاً إلى 5٪ ويتوقع رؤية بيانات توظيف أضعف وتراجعاً في تضخم الأجور. لذا، فإن الحالة الأساسية تستند إلى عدم مجابهة بنك الاحتياطي الفيدرالي، أو في هذا الصدد، غالبية البنوك المركزية في الأسواق المتقدمة التي تعمل حالياً جميعها في وضع التشديد. إننا نوافق أن نواكب توقعات السوق، والذي يتوقع ضعف أسعار الأسهم، مما يقلل من ثقتنا في المشهد. بعيداً عن عدم مجابهة الاحتياطي الفيدرالي، لا نرى أيضاً الحاجة لإتباع التقييمات حيث تظل هذه التقييمات مرتفعة في معظم الحالات؛ أو، حيثما تكون منخفضة، تكون منخفضة لسبب ما.

وينطبق هذا الحال بشكل خاص بالنسبة لسوق الأسهم الأمريكية التي لا تزال باهظة الثمن، في سياق التباطؤ.



كما سلطنا الضوء في توقعاتنا الشهرية، فإننا نتوقع أن تأتي الأرباح أقل مما يتوقعه السوق حالياً لعام 2023.

تتمثل الحالة الأساسية في أنه إذا كان نمو الأرباح من صفر إلى سلبي هامشي وانخفضت هذه المضاعفات إلى $\times 14$ ، فيجب أن يتم تداول ستاندرد آند بورز عند حوالي 3100.

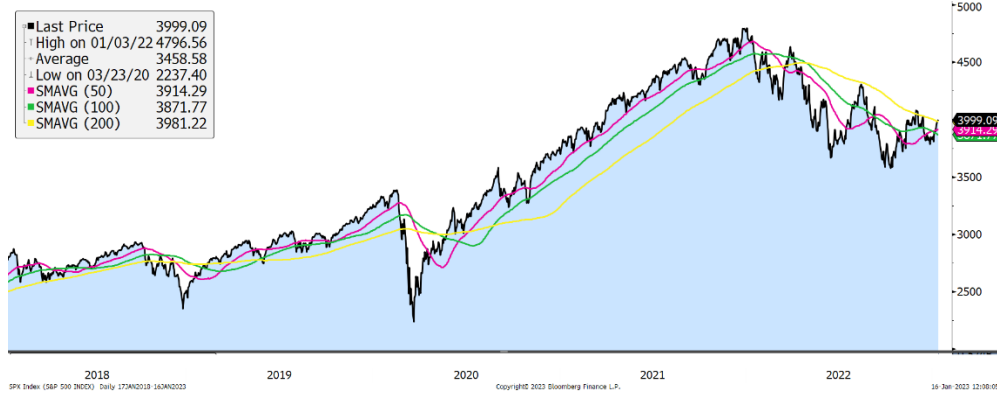
مستهدف ستاندرد آند بورز 500 في 202							
10%	5%	0%	-5%	-10%	-15%	نمو ربحية السهم 2023	
245.3	234.15	223	211.85	200.7	189.6	ربحية السهم 2023	
3802	3629	3457	3284	3111	2938	15.5	نسبة السعر إلى الأرباح الآجلة
3680	3512	3345	3178	3011	2843	15.0	
3557	3395	3234	3072	2910	2748	14.5	
3434	3278	3122	2966	2810	2654	14.0	
3312	3161	3011	2860	2709	2559	13.5	
3189	3044	2899	2754	2609	2464	13.0	
3066	2927	2788	2648	2509	2369	12.5	
ملاحظة – يستند التحليل أعلاه إلى افتراض أن ربحية السهم في 2022 تلبّي التوقعات الحالية عند 223 دولاراً							

يعكس مؤشر ستاندرد آند بورز عند 3100 في 2023 انخفاض إجمالي يبلغ حوالي 35٪ من أعلى مستوى عند 4796، وهو أقل مما شهدناه في تحركات الهبوط الرئيسية السابقة. لذلك، إذا قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بتشديد السياسة بأكثر من المتوقع، أو كان هناك حدث "البجعة السوداء" (صعوبة التنبؤ بالأحداث المفاجئة)، فيمكن أن نشهد بسهولة أدنى مستوى انخفاض. على الجانب الآخر، إذا كان الاحتياطي الفيدرالي قد اتخذ دور محوري في وقت أبكر من التوقعات الحالية، فقد يكون التراجع الإجمالي أقل.

من الناحية الفنية، اتبع مؤشر ستاندر آند بورز مساراً شبه مثالي "للسوق الهابطة"، مع توفير المتوسط المتحرك 200 يوم الدعم الأولي ثم المقاومة. في هذه المرحلة من الدورة، نرى أننا في المرحلة الثالثة للهبوط وأن السوق سيصل إلى مستويات دنيا جديدة في الأشهر المقبلة. لقد شهدنا نفس النوع من الاتجاه في تصحيح الفترة من 2000 إلى 2003 وكذلك في 2008.



المتوسطات المتحركة اليومية من 2018 إلى 2022



على خلفية التقييمات المرتفعة، من حيث القيمة المطلقة والنسبية على حد سواء، والبيئة التشديدية وانخفاض ربحية الأسهم التي لم يتم تسعيرها بالكامل من قبل السوق، فإننا نخفض حجم الاستثمار في الأسهم الأمريكية عبر جميع استراتيجياتنا المختلفة.

أوروبا

بالنسبة لأوروبا، يتم تداول أسواق الأسهم عند مستويات تقييم جذابة نسبياً مقارنة بالولايات المتحدة، بعد أن كان أدائها دون المستوى في السنوات القليلة الماضية.

MSCI Eurozone median P/E



MSCI Eurozone 12M FWD PE



MSCI Eurozone 12M FWD PE relative to MSCI World

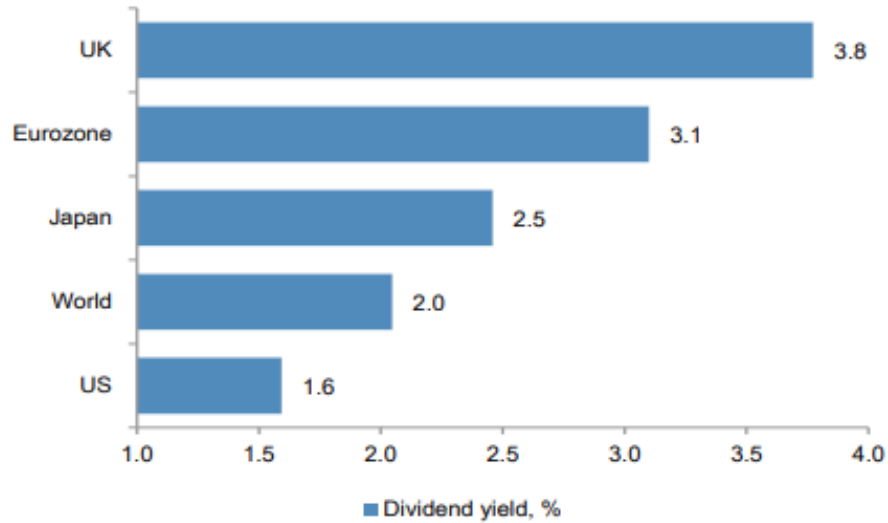


ومع استمرار البنك المركزي الأوروبي في وضع التشديد والمخاطر المتعلقة بتصعيد الصراع في أوكرانيا وتفاقم العلاقات مع روسيا، فإننا نظل كذلك على حذر بشأن الأسهم الأوروبية. كما أننا لا نشعر بالراحة تجاه اعتماد أوروبا الحالي على الغاز الروسي وهو الأمر الذي كان له تداعيات كبيرة في الآونة الأخيرة. فضلاً عن ذلك، إننا لا نشعر بالراحة بشأن الحديث عن "ضرائب خاصة" على أرباح شركات الطاقة.

كنسبة مئوية من الانكشاف للأسهم، فإننا نزيد حجم الاستثمار في أوروبا. وبصفة أساسية نزيد حجم الاستثمار في الأسهم البريطانية والسويسرية، مع التركيز الأساسي على قطاع الطاقة والرعاية الصحية، ونتجه بدرجة كبيرة نحو قطاع الرعاية الصحية في أوروبا، وهو قطاع لدينا حجم استثمارات كبير فيه وكان الأداء فيه جيد للغاية بالنسبة لنا.

علاوة على ذلك، نري عوائد ممتازة لتوزيعات الأرباح من المملكة المتحدة وأوروبا، لا سيما في قطاع الرعاية الصحية والطاقة. يقدم مؤشر MSCI Europe للرعاية الصحية ومؤشر MSCI Europe للطاقة عائداً بنسبة 2.8٪ و 4.64٪ على التوالي. وفقاً للرسم البياني، فإن عائد توزيعات الأرباح في المملكة المتحدة والاتحاد الأوروبي أعلى بكثير من الولايات المتحدة.

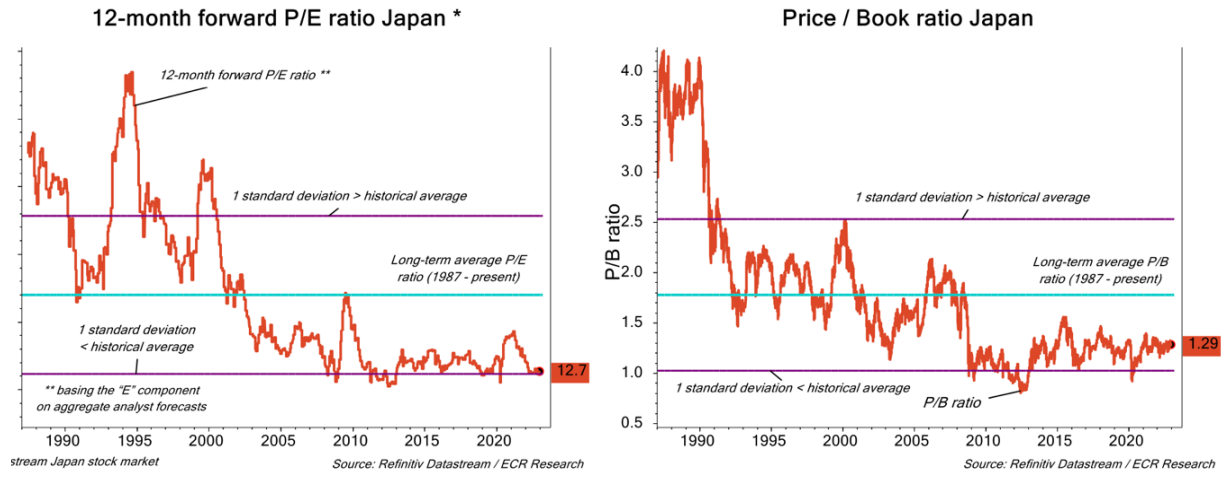
عائد توزيعات الأرباح للأسواق الإقليمية الرئيسية



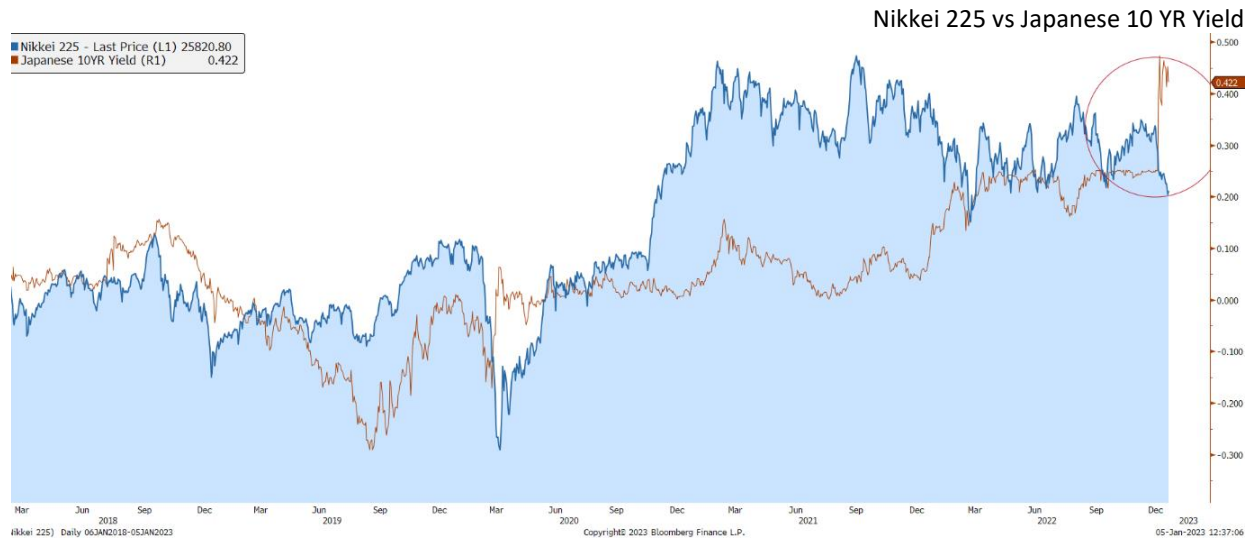
Source: Bloomberg Finance L.P.

اليابان

اليابان، في وضع مماثل للوضع في أوروبا، تتداول أيضاً بسعر مخفض مقارنة بتاريخها وكذلك مع الأسواق الأخرى، ولا سيما الولايات المتحدة.



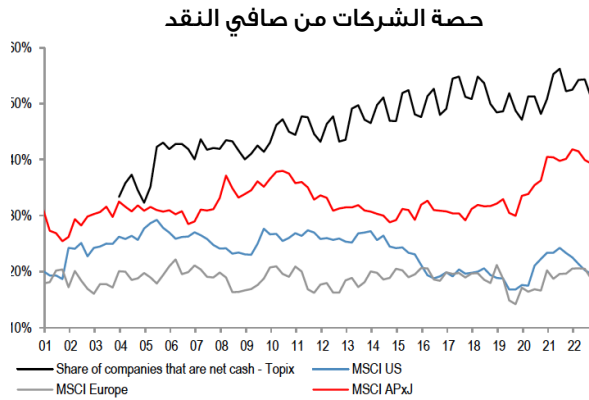
لقد حافظنا على بعض الانكشاف للسوق اليابانية، لكننا التزمنا الحذر بسبب التوقعات بأنه مع الوقت سيحتاج البنك المركزي الياباني إلى عكس بيئة العائد الصفري والبدء في التشديد، وهو ما بدأ للتو القيام به. وتم بيع الأسهم اليابانية إستناداً لهذه الأخبار.



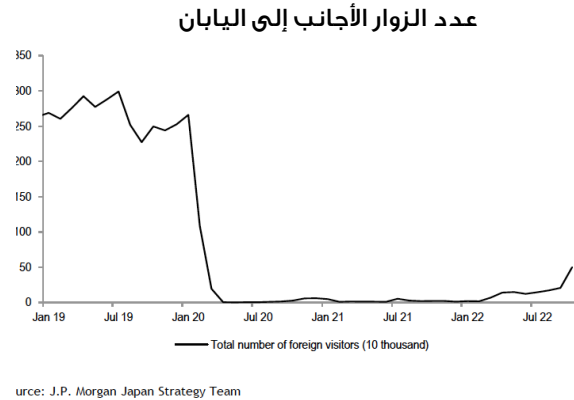
ترتبط أرباح الشركات في اليابان ارتباطاً وثيقاً بمؤشر مديري المشتريات التصنيعي العالمي الذي لا يزال ضعيفاً للغاية. ومن ثم، في هذا الوقت، نظل محايدين لخفض الاستثمار بشكل هامشي ونتوخى الحذر في السوق.

على الرغم من أن اليابان هي سوق للأسهم، فقد نزيد الإنكشاف لها مع الوقت، وذلك راجع لعدد من الأسباب.

- بعد عامين من ضعف النشاط، يتباطأ السياح في العودة إلى اليابان حيث تفتتح على السياحة الأجنبية مرة أخرى. مثل الصين، سيساعد إعادة الانفتاح الاقتصاد على استعادة بعض القوة.
- تعتبر الميزانية العمومية لقطاع الشركات قوية للغاية، مقارنة بالأسواق المتقدمة الأخرى، من حيث صافي النقد. ما يزيد قليلاً عن 50٪ من الشركات في اليابان لديها نقود أكثر من الديون. وبالتالي فإن الشركات قادرة على زيادة عمليات إعادة شراء الأسهم. تاريخياً، ركزت الشركات اليابانية على توزيع الأرباح، وبالتالي فإن توزيعات الأرباح هي الآن واحدة من الأعلى من حيث النسب على مستوى العالم.
- البنك المركزي الياباني نشط للغاية في الأسواق المالية ومن المرجح أن يدعم سوق الأسهم في أوقات الضعف عن طريق شراء صناديق المؤشرات المتداولة. الملكية المحلية خفيفة أيضاً ومع تعزيز قوة الين، قد نرى المستثمرين المحليين يشترون مرة أخرى في السوق المحلية.
- وتعد هذه الأسهم رخيصة نسبياً.

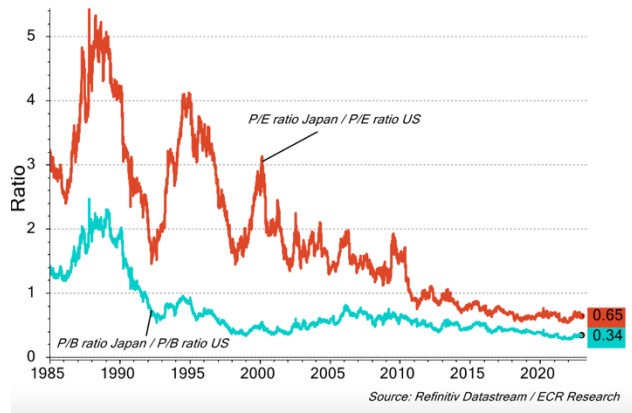


Source: Bloomberg Finance L.P.



Source: J.P. Morgan Japan Strategy Team

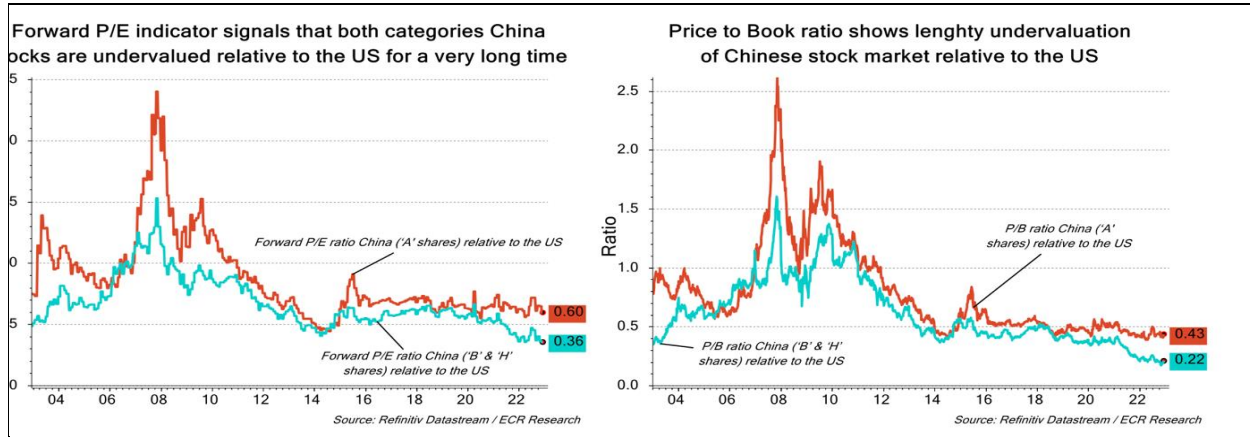
The Japanese stock market is firmly undervalued relative to the US for a very long time



الصين

السوق الأخير الذي نغطيه هو السوق الصيني. شهدت الأسهم الصينية موجة من الارتفاعات والانخفاضات على مدار السنوات القليلة الماضية، لكنها بدأت الآن في التآلق بشكل حقيقي. لقد تراجعت الحكومة أخيراً عن سياسات "صفر كوفيد" وتعمل على فتح الاقتصاد بالكامل. لم تعد تتطلب فحوصات للسفر وانتهى نظام الفحص الشامل. لقد رأينا أسواقاً أخرى تفعل الشيء نفسه في أوائل عام 2022، لذلك من المشجع أن الصين قد تحركت أخيراً نحو الانفتاح.

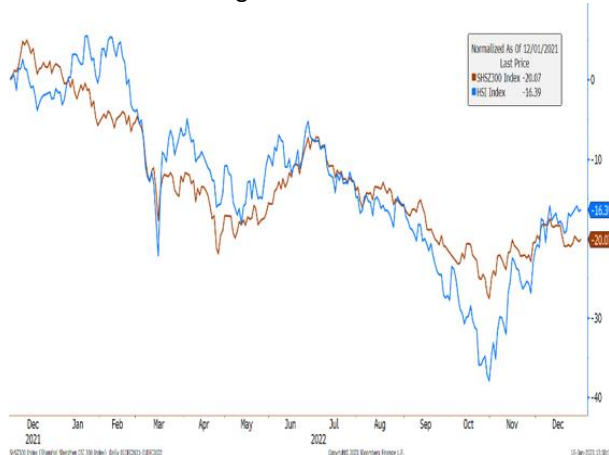
الأسهم الصينية رخيصة أيضاً بالمقارنة على المستوى التاريخي.



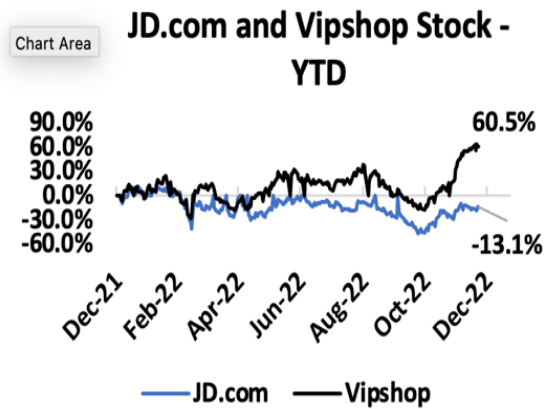
انخفض سوق الأسهم الصينية بنسبة 17٪ في عام 2021 و 20٪ حتى شهر أكتوبر من عام 2022، مدفوعة بسياسات "صفر كوفيد"، واضطرابات سلسلة التوريد، وقطاع العقارات الضعيف، والبيئة التنظيمية الصارمة. لقد أصبحت إلى حد ما سوقاً غير مناسب للاستثمار.

لكن منذ شهر أكتوبر 2022، كان هناك تحولاً كبيراً. وشهدنا تدفقاً هائلاً في الأسهم بنهاية عام 2022 حيث ارتفع مؤشر HSI بأكثر من 48٪ بنهاية العام عن أدنى مستوياته في أكتوبر. ولقد سجلت استثماراتنا أداءً أفضل، مع ارتفاع JD و VIPs بأكثر من 43٪ و 65٪ خلال نفس الفترة الزمنية.

Market Rally In Heng Seng Index and Shanghai Shenzhen Index



Bear Market Rally in Chinese Equities



نظراً لأن الصين في طور عملية إعادة الفتح وتتعافى من التباطؤ الكبير في سوق الإسكان، فإننا نتوقع أن تكون واحدة من أفضل الأسواق التي سيتم الانكشاف لها في عام 2023. على الرغم من أننا نتوحي هذا بدرجة معينة من الحذر، نظراً لأن ذاكرتنا لا تزال حية بعد أن عاصرت فترات خلال السنوات القليلة الماضية شعرنا خلالها أن الصين أصبحت غير مناسبة للاستثمار بشكل متزايد بسبب عدم اليقين بشأن السياسات الحكومية والبيئة التنظيمية.

لا نزال نحتفظ بنسبة كبيرة من الأسهم في محفظة استثماراتنا في الصين.

القطاعات

فيما يتعلق بتوجهنا إزاء القطاعات المختلفة، نواصل تفضيل تلك القطاعات الأقل انكشافاً للاقتصاد الأساسي، الأقل التصاقاً بالدورة الاقتصادية. ولكنها في نفس الوقت لا تزال تلبي توجهاتنا التقييمية. يمثل قطاع الرعاية الصحية وجهة نزيد فيها استثماراتنا الأساسية، عبر جميع الاستراتيجيات.

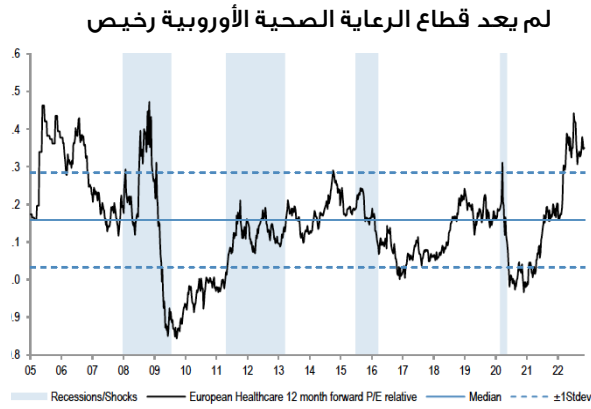
كما يوضح الجدول أدناه، فإن القطاعات الأقل دورية، والتي تشمل الرعاية الصحية والسلع الأساسية والمرافق تميل إلى الأداء الجيد نسبياً خلال الدورة المتأخرة.

بينما القطاعات الأكثر حساسية للمعدلات والاقتصاد المتباطئ، بما في ذلك قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية والصناعات والمواد كان أدائها أسوأ في الدورة الأخيرة.

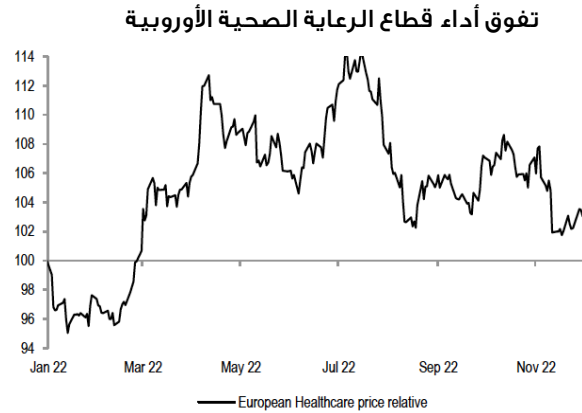
S&P 500 sector excess price return relative to the S&P 500 Index										
Position of economic cycle (ISM Manufacturing Index)	S&P 500 Materials	S&P 500 Industrials	S&P 500 Consumer discretionary	S&P 500 Financials	S&P 500 Information technology	S&P 500 Energy	S&P 500 Health care	S&P 500 Consumer staples	S&P 500 Utilities	S&P 500 Real estate
Early cycle	0.760%	0.144%	0.964%	0.513%	1.659%	-1.464%	-1.020%	-0.554%	-1.433%	-1.243%
	0.110%	0.142%	0.027%	0.682%	-0.533%	0.516%	0.119%	-0.206%	-0.439%	0.603%
Mid cycle	0.301%	0.131%	0.120%	-0.100%	1.477%	-0.133%	-0.504%	-0.643%	-1.371%	-0.349%
	-0.509%	0.340%	-0.075%	-0.452%	0.692%	-0.213%	-0.184%	-0.285%	1.280%	0.562%
Late cycle	-0.666%	-0.140%	0.249%	-0.014%	0.515%	-0.042%	0.620%	0.314%	0.152%	0.486%
	-0.276%	-0.095%	-0.095%	-0.480%	-0.818%	0.317%	1.524%	1.440%	0.267%	-0.539%

الرعاية الصحية بطبيعتها أقل حساسية للمؤشرات الكلية أو نمو الناتج المحلي الإجمالي. أقل بكثير من الصناعات على سبيل المثال، والتي تشمل الشحن أو البنية التحتية.

كان حجم استثماراتنا في قطاع الرعاية الصحية كبيراً في 2022، خاصة الأسواق الأوروبية، عبر مختلف الاستراتيجيات، وقد كان أدائها جيداً. نعتقد أنه لا يزال من الحساسة أن نزيد من الاستثمارات في هذا القطاع ونحن ندخل في النصف الأول من عام 2023.



المصدر: IBES



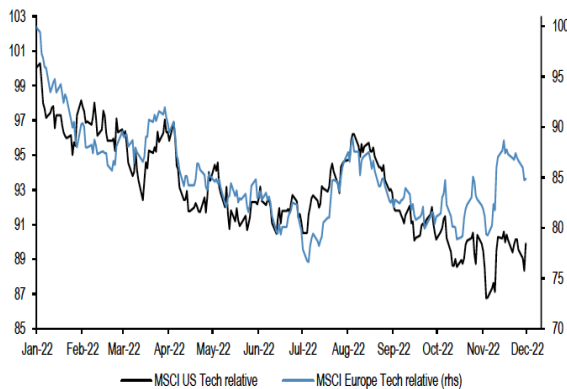
المصدر: جي بي مورغان

لقد عملنا على خفض الاستثمارات في تلك المجالات من أسواق الأسهم ذات الحساسية الاقتصادية والمكلفة، مثل قطاع التكنولوجيا، لبعض الوقت وقد كانت هذه السياسة ناجحة في عام 2022.

كان قطاع التكنولوجيا واحد من أسوأ القطاعات أداءً في عام 2022. في حين تمت عمليات بيع كبيرة في القطاع، مع انخفاض أكثر من 50٪ من أسهم شركات قطاع التكنولوجيا المدرجة بمؤشر "ستاندرد أند بورز 500" من أعلى مستوياتها، نتوقع أن يكون هناك المزيد من الهبوط، حيث بدأ التباطؤ في الظهور.

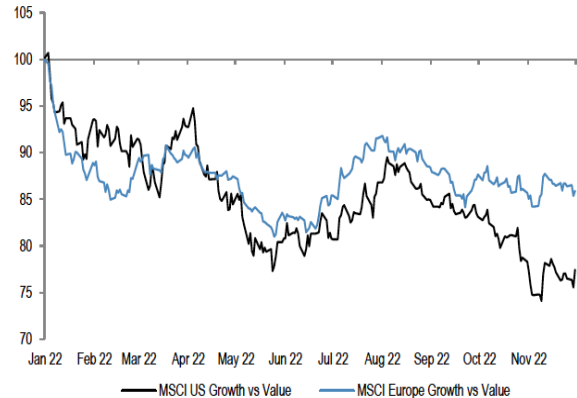
سجل النمو وقطاع التكنولوجيا أداء دون المستوى في عام 2022.

أداء قطاع التكنولوجيا في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي منذ بداية العام



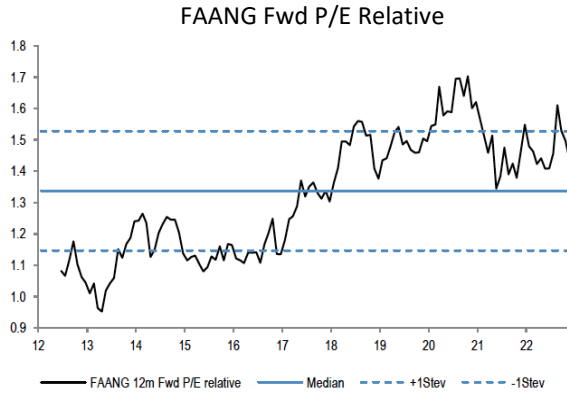
المصدر: جي بي مورغان

النمو في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي مقابل القيمة

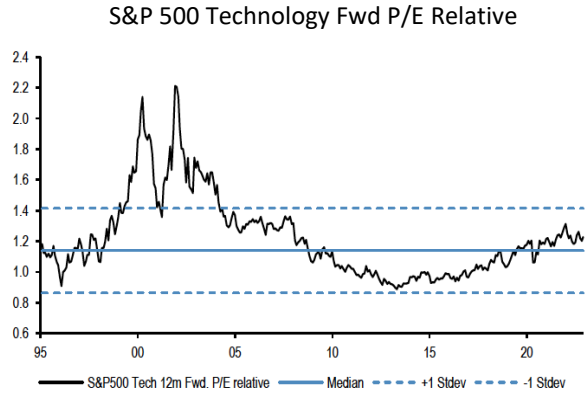


المصدر: جي بي مورغان

تم تعديل توقعات الأرباح أيضاً هبوطاً، وبالتالي فإن القطاع ليس رخيصاً بالتأكيد في هذه المرحلة.



المصدر: جي بي مورغان



المصدر: جي بي مورغان

رغم ذلك، نتوقع أننا سنقوم بالتحول في مرحلة ما خلال النصف الأول من عام 2023 من المناطق الدفاعية في السوق، إلى المناطق الأكثر حركة في دورتها الاقتصادية والتي تتمتع بذروة بيع، مثل قطاع التكنولوجيا. سيعتمد توقيت هذه الخطوة على قيام السوق بتسعير بيانات الأرباح الأضعف التي نتوقعها، بالإضافة إلى عكس البنوك المركزية لبعض سياساتها بالغة التشديد.

الصكوك: زيادة حجم الاستثمار في الصكوك في النصف الأول من عام 2023

- توقع انخفاض العائدات في 2023 مع تباطؤ حركة الأسعار

- ارتفاع عوائد فئة 10 أعوام.

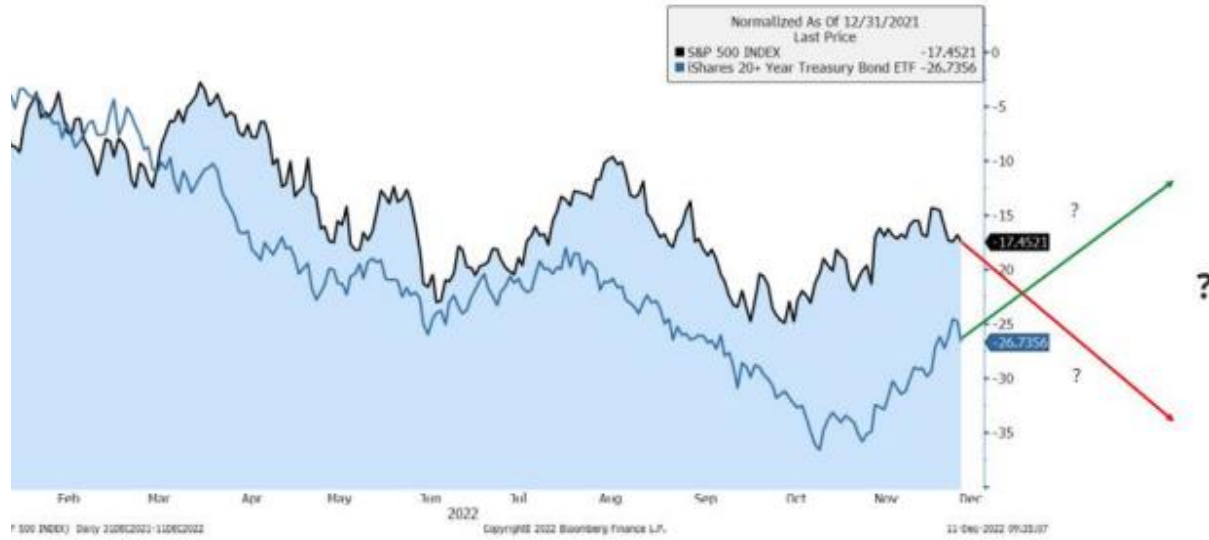
- تداول لمدة 6-12 شهراً

هناك بعض النقاط المضيئة في السوق المالية، وعلى الأخص في مجال الدخل الثابت. إننا نرى أن الصكوك تقدم عوائد ممتازة ومن المتوقع أن تحقق زيادة في رأس المال في عام 2023 مع تسجيل العائدات.

كما أشرنا في توقعاتنا لشهر نوفمبر، تسجل عائدات الصكوك مستويات عالية تاريخياً، وفي حالة انخفاض التضخم، نتوقع أن يقوم السوق بتسعير ذلك. ومن ثم في تحديثنا الأخير، أشرنا إلى أنها صفقة جيدة للأشهر الستة القادمة وبالتأكيد لزيادة الاستثمار في المحفظة متعددة الأصول.

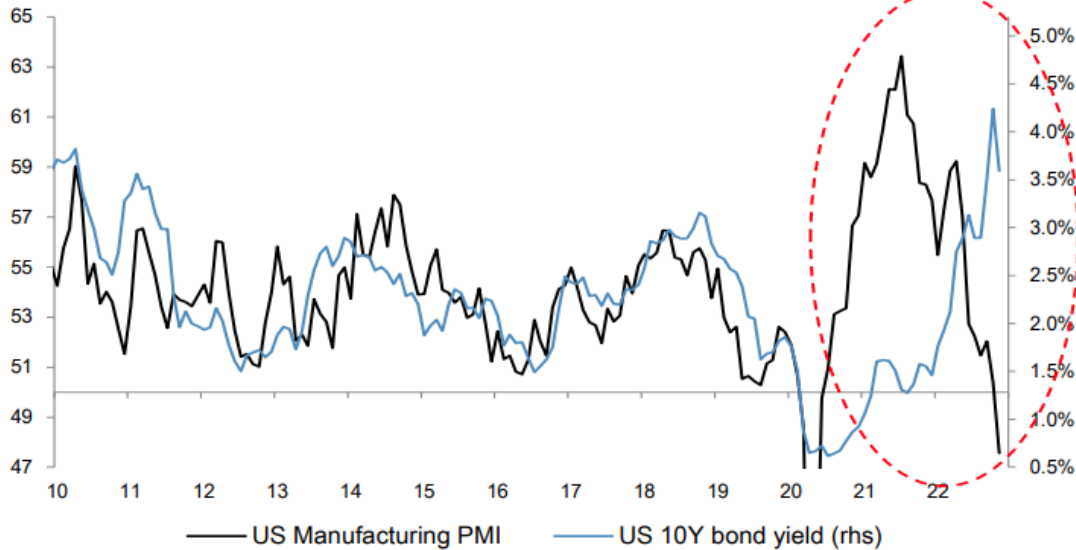
لقد شهدنا أن الصكوك ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالأسهم في عام 2022، لكننا نتوقع أن ينكسر هذا الارتباط. وفي هذا الشأن، توفر الصكوك تحوطاً ممتازاً لسوق الأسهم الأضعف. إذا كانت هذه التوقعات صحيحة، وكان هناك تباطؤ في عام 2023، فسيكون هذا إيجابياً للسندات وسلبياً للأسهم. لذا، يجب أن ينكسر الارتباط الذي شهدناه في عام 2023.

S&P 500 and 20-year Bond performance YTD



تشير توقعاتنا إلى أنه مع ضعف الاقتصاد وتراجع مؤشرات مديري المشتريات، فإن هذا سيؤدي إلى انخفاض العائدات والمعدلات في نهاية الأمر. يوضح الرسم البياني أدناه العلاقة التاريخية بين العائدات ومؤشر مديري المشتريات ولا نتوقع أن تكون هذه المرة مختلفة.

مؤشر مديري المشتريات التصنيعي الأمريكي وعوائد السندات



Source: Bloomberg Finance L.P.

فيما يتعلق بالاتجاه السعودي المحتمل من الصكوك، إذا افترضنا أن عام 2023 لا يختلف عن التباطؤ السابق وقيام الاحتياطي الفيدرالي بخفض أسعار الفائدة وهبوط العائدات إلى المستويات التي شهدناها في المستويات المنخفضة السابقة مثل عامي 2003 و2009، فقد يكون الاتجاه السعودي كبيراً.



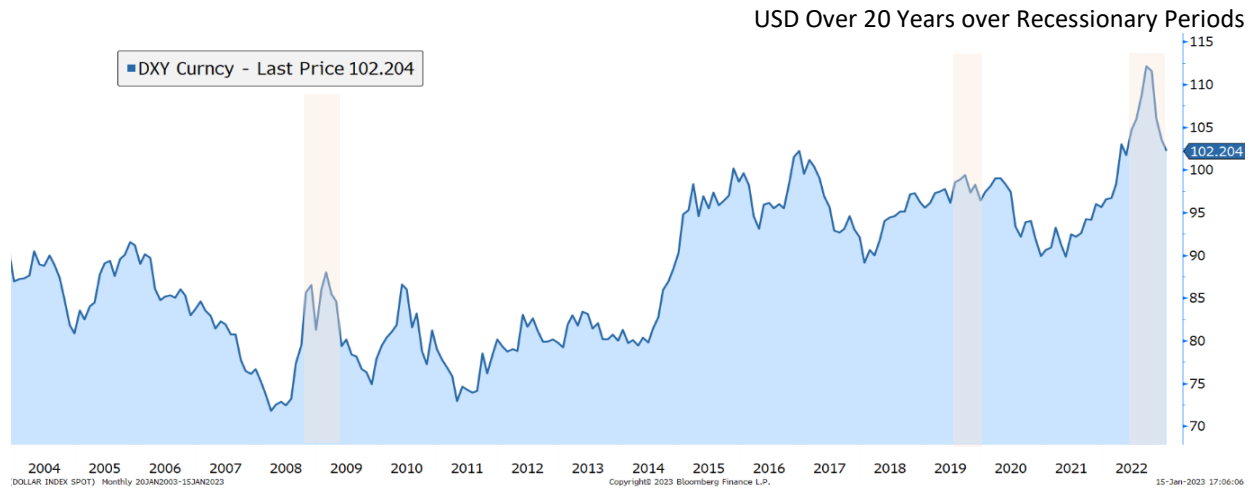
مع أخذ هذا الافتراض في الاعتبار، قمنا بتجميع سلة من الصكوك - الحكومية وشبه الحكومية عالية الجودة - والتي من شأنها أن توفر ارتفاعاً كبيراً في العوائد، في حال انخفاض العائدات كما هو متوقع. توفر الصكوك فارق طفيف على السندات التقليدية من نفس بيان المخاطر، وهو شكل من أشكال التعويض عن السيولة الأقل بشكل هامشي.

على الرغم من ذلك، فمن الواضح أن القارئ يلقظ يسלט الضوء على مخاطر عدم انخفاض التضخم كما كان في الدورات السابقة، لاسيما إذا لم يتخذ الاحتياطي الفيدرالي تدابير كافية الآن لمواجهة التضخم وتم تسعيره في السوق لسنوات لاحقة.

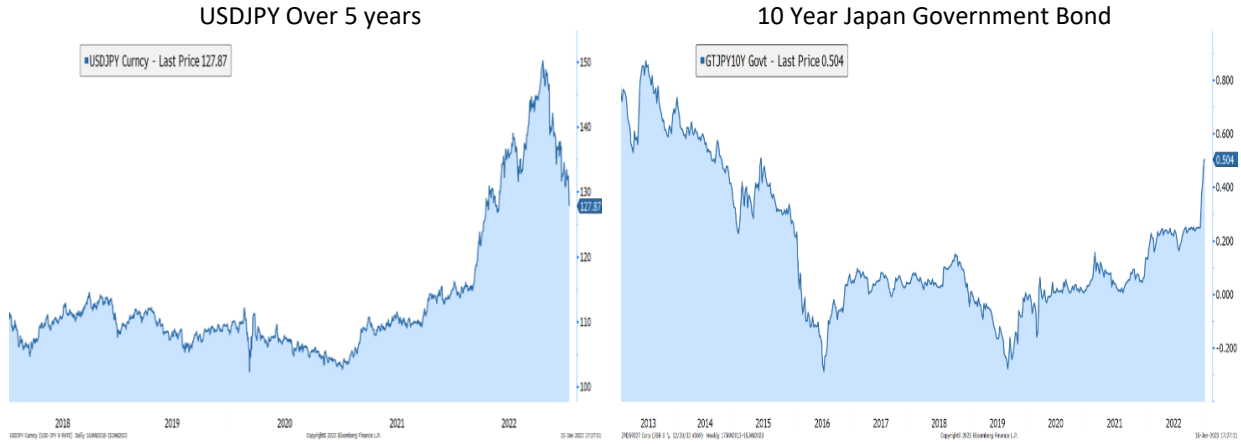
ويعد ذلك مخاطرة، وبالتالي نرى زيادة الاستثمار في الصكوك. وتعد سلة صكوك فئة 10 أعوام وذات التصنيف الائتماني A- بعائد 4.8% سيكون أدائها جيد للغاية في حالة انخفاض التضخم كما نتوقع.

العملات الأجنبية والمعادن الثمينة: قد يسجل الدولار الأمريكي ارتفاعاً مرة أخرى ولكن من المحتمل أن يضعف بحلول نهاية عام 2023.

- **الدولار الأمريكي عملة الملاذ الآمن**
 - **إلتزام الحذر بشأن المعادن الثمينة في الوقت الحالي، ولكن نتوقع أداءً متفوقاً على خلفية ضعف الدولار الأمريكي في نهاية الأمر، على الأرجح في النصف الثاني من عامي 2023 أو 2024.**
- ارتفع الدولار الأمريكي بقوة خلال معظم عام 2022، حيث وصل مؤشر DXY إلى 111.00 في أكتوبر و1.01 دولار مقابل اليورو و150 دولار مقابل الين الياباني.
- كانت قوة الدولار الأمريكي في عام 2022 مدفوعة بشكل أساسي برفع الاحتياطي الفيدرالي لأسعار الفائدة بحزم أكثر من البنوك المركزية الأخرى. الأسعار والعوائد في الولايات المتحدة أعلى بكثير مما هي عليه في الاتحاد الأوروبي أو اليابان، لذلك تدفقت الأموال نحو الدولار الأمريكي.
- وبالمضي قدماً، نرى احتمالية تحرك الدولار الأمريكي صعوداً، مدفوعاً باللجوء إلى الملاذ الآمن. يميل الدولار، باعتباره العملة الاحتياطية، إلى أن يكون قوياً في مواجهة التباطؤ الاقتصادي حيث يدفع المستثمرون الديون مقومة بالدولار ويحتفظون بالنقد كـملاذ آمن. بعد ذلك، مع تخفيف بنك الاحتياطي الفيدرالي للسياسات التشديدية، يضعف الدولار مرة أخرى حيث يتحول المستثمرون إلى الأصول ويتعدون عن الملاذات الآمنة. لقد شهدنا هذا يحدث في جميع تحركات السوق الرئيسية في العقود الماضية، ولا نرى أي سبب يمنعنا من اتباع مسار مماثل في عام 2023.



كانت هناك بعض التحركات الكبيرة في سعر الدولار مقابل الين على مدار العام. أبقى البنك الياباني المركزي على النطاق المرتفع لسندات الحكومة اليابانية فئة 10 أعوام عند 25 نقطة أساس، ولكن سمح لهذا الحد الأقصى بالارتفاع إلى 50 نقطة أساس بالدولار الأمريكي. على خلفية ذلك، عزز الين بنسبة 17.4٪ من أدنى مستوياته.



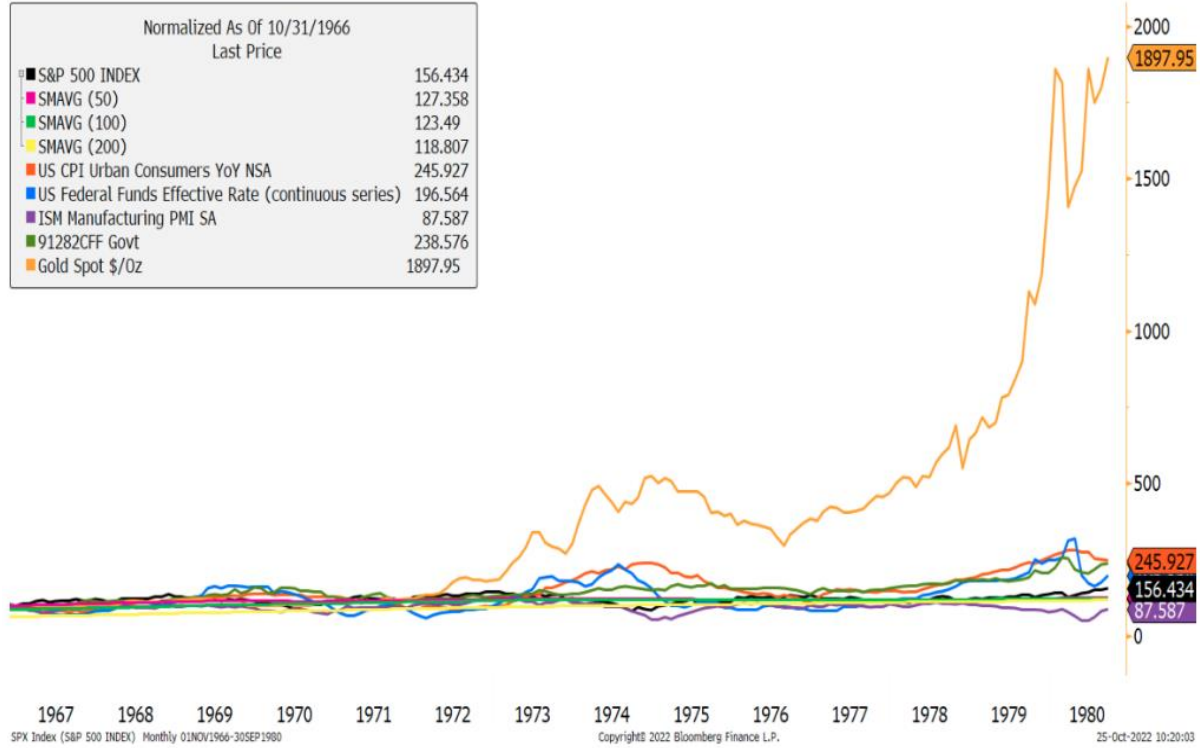
نظراً لأنه من غير العملي بشكل متزايد الحفاظ على عائدات السندات فئة 10 أعوام عند 50 نقطة أساس، مع وجود التضخم يبلغ 3.8٪ ومؤشر أسعار المنتجين عند 9.3٪، نتوقع أن يسمح البنك الياباني المركزي بتعويم العائدات أعلى، مع مرور الوقت في عام 2023. لذلك، نتوقع أن يتحرك زوج العملات دولار أمريكي/ين ياباني إلى حوالي 125، وبالتالي تحقيق التعزيز بالمقارنة بالمستويات الحالية، مما يعكس انخفاض الدولار الأمريكي، وذلك من شأنه أن يكون داعماً للذهب.

بمجرد أن نشهد تعثر كافي في سوق العمل وسياسات محورية وعكسية لبنك الاحتياطي الفيدرالي، وربما المزيد من الإنفاق المالي لدعم الاقتصاد، نتوقع أن يضعف الدولار الأمريكي. توقع مشابه جداً لما شاهدناه في الدورات السابقة.

ضعف الدولار الأمريكي يعني وجود عملة أخرى أقوى على الجانب الآخر، مثل اليورو أو الين. لكن كلا العملتين يمكن أن تضعفا مقابل الأصول الحقيقية. لقد شاهدنا ذلك في الفترة من عام 1974 إلى عام 1980، حيث سُمح للتضخم لتسجيل معدلاً أعلى في معظم الأسواق. إذا رأينا بنك الاحتياطي الفيدرالي وغيره من البنوك المركزية لا يوجهون إجراءات حاسمة للحد من التضخم في الربع الأول أو الثاني المقبلين من العام، فإن توقعاتنا للحالة الأساسية هي أن يزحف التضخم مسجلاً معدلات أعلى في عام 2024 وسنوات أخرى حتى يتم اتخاذ إجراءات حازمة كافية.

وهذا الأمر سيكون عاملاً إيجابياً للغاية بالنسبة للمعادن الثمينة، مثل الذهب والفضة وكذلك للأصول العقارية الأخرى مثل العقارات وربما أيضاً العملات المشفرة، مثل البيتكوين.

الذهب مقابل فئات الأصول الأخرى من 1973 إلى 1982



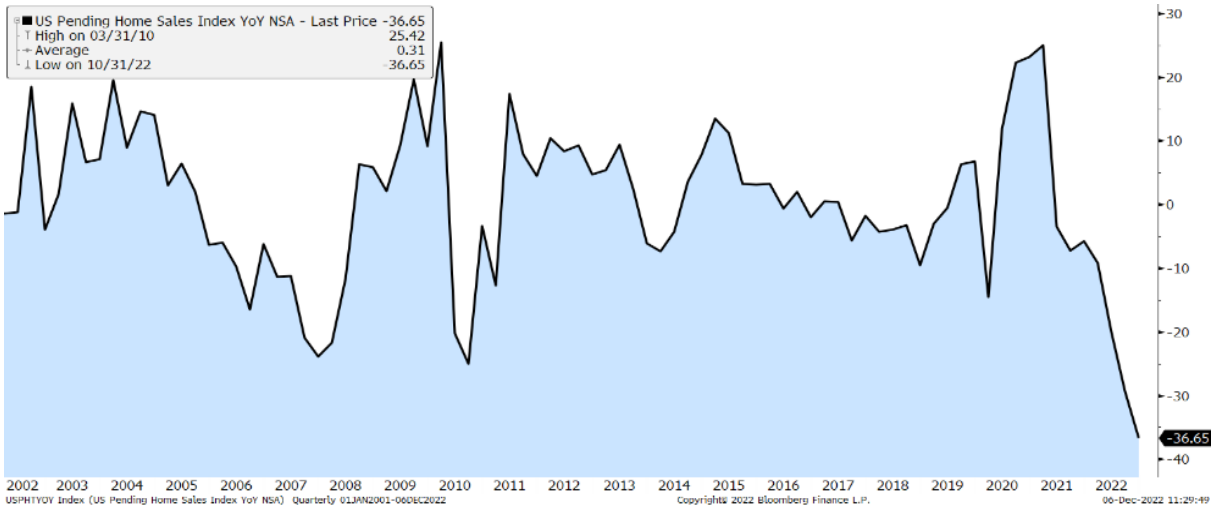
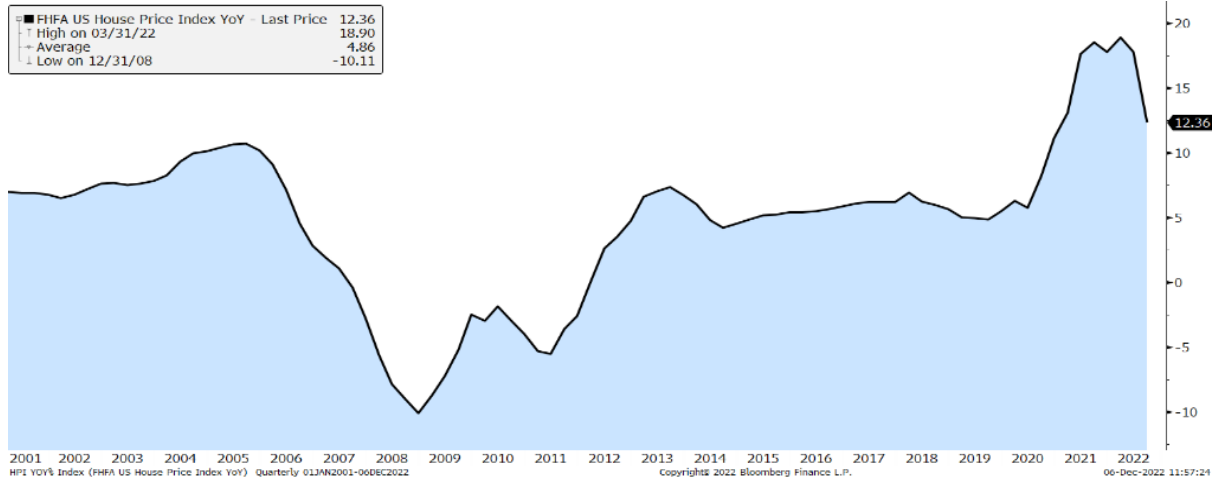
لذلك، بالنسبة للأرباع القليلة القادمة من النمو الضعيف والسوق شديدة المنافسة، لا نتوقع الكثير من الذهب، ولكن بمجرد أن نرى ضعفًا في الدولار الأمريكي ومعدلات حقيقية سلبية مرة أخرى، نتوقع أن يكون كل من الذهب والفضة أقوى وأكثر ارتفاعًا على الأرجح في هذا العام.

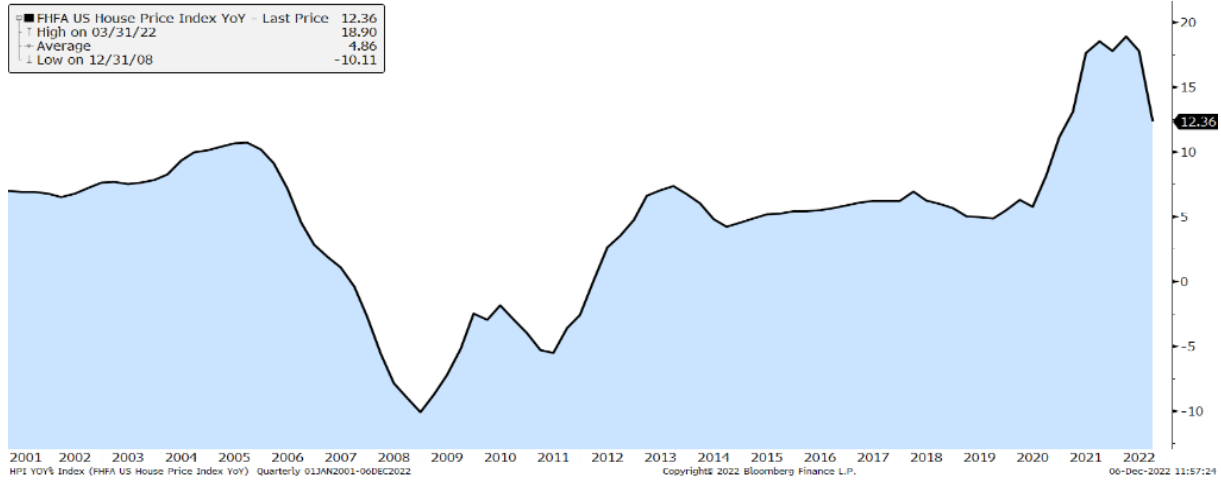
العقارات

- لا تزال بحاجة إلى مزيد من التصحيح مقابل تأثير ارتفاع المعدلات/العائدات وضعف الاقتصاد.
- ربما توفر بداية جيدة للنصف الثاني من 2023، حيث يتم تسعير التباطؤ الاقتصادي.

الظروف النقدية التشديدية لعام 2022 ضربت معظم القطاعات بما في ذلك قطاع العقارات. وتم إلغاء الصفقات لأن العملاء بدأوا في الارتباك وفقد الثقة، وأرادوا عوائد أعلى لتعويض تكاليف التمويل المرتفعة، بينما كانوا يرغبون أيضاً في انتظار تصحيح الأسعار الأساسية وتحسين مستويات القدرة على تحمل التكاليف. من البديهي أن التمويل الذي يقارب 0% أسهل كثيراً من 6 أو 7%. في الولايات المتحدة، شهدنا بالفعل ارتفاع أسعار العقارات السكنية وكذلك أحجام التداول. نتوقع أن يكون هناك المزيد من الارتفاع.

أسعار المنازل الأمريكية وحجم التداول

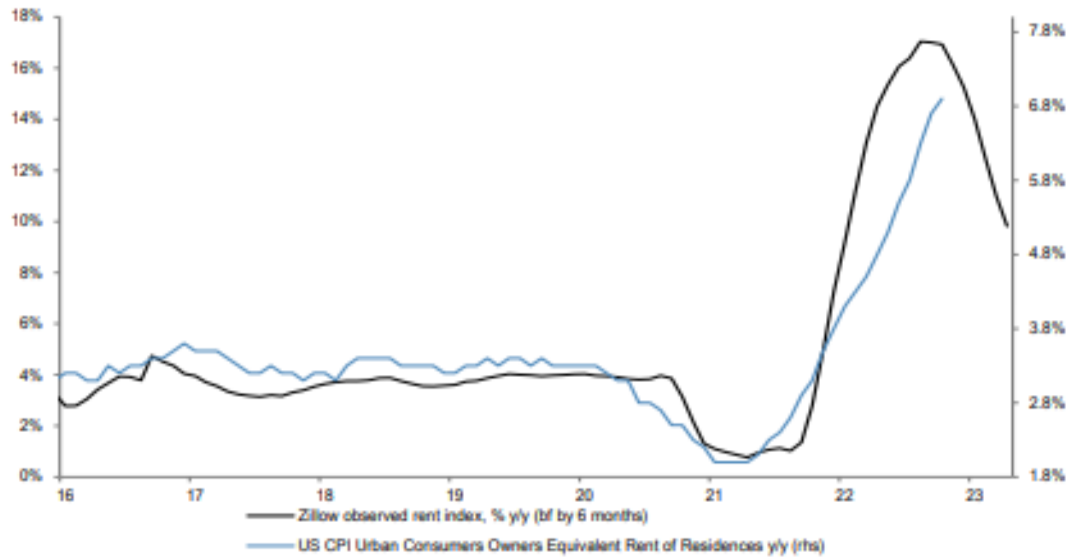




تتوقع شركة سي بي آر إي (CBRE) العقارية انخفاضاً بنسبة 15% على أساس سنوي في حجم الاستثمار العقاري التجاري في الولايات المتحدة في عام 2023، وأن هذا الانخفاض سيتجاوز الرقم القياسي السنوي الذي كان عليه قبل الجائحة في عام 2019. وتتوقع سي بي آر إي أن يصل النشاط الاستثماري إلى أدنى مستوياته في الربع الأول، ومن ثم يبدأ في التحسن التدريجي. وهذا التوقع يطابق رؤيتنا للضعف في النصف الأول ثم التحسن في النصف الثاني.

في حين تميل الإيجارات إلى أن تجاري التضخم على المدى الطويل، مما يجعل العقارات التجارية جذابة نسبياً في أوقات التضخم المرتفع، تنخفض قيم الأصول عندما ترتفع أسعار الفائدة، حيث تعيق الظروف المالية المشددة النشاط الاقتصادي والطلب على العقارات.

Zillow Rent Index vs US Core CPI – rent Component



Source: Bloomberg Finance L.P.

منذ الوصول إلى القاع في أوائل عام 2022، ارتفعت معدلات الحد الأقصى بما يقارب 100 نقطة أساس عبر جميع أنواع العقارات، مما تُرجم إلى انخفاض بنسبة تتراوح من 10٪ إلى 15٪ في القيم خلال الأرباع الثلاثة الأولى من عام 2022. وتتوقع سي بي آر إي احتمالاً آخر يتمثل في انخفاض بنسبة 5٪ إلى 7٪ في القيم في عام 2023.

نتوقع أن يظل المستثمرون أكثر تمييزاً بين الأصول المكتبية عالية الجودة من الفئة "أ"، والتي لا تزال تتمتع بأساسيات قوية نسبياً، والأصول المكتبية من الفئة "ب" والفئة "ج"، والتي تُظهر عليها علامات الأزمة.

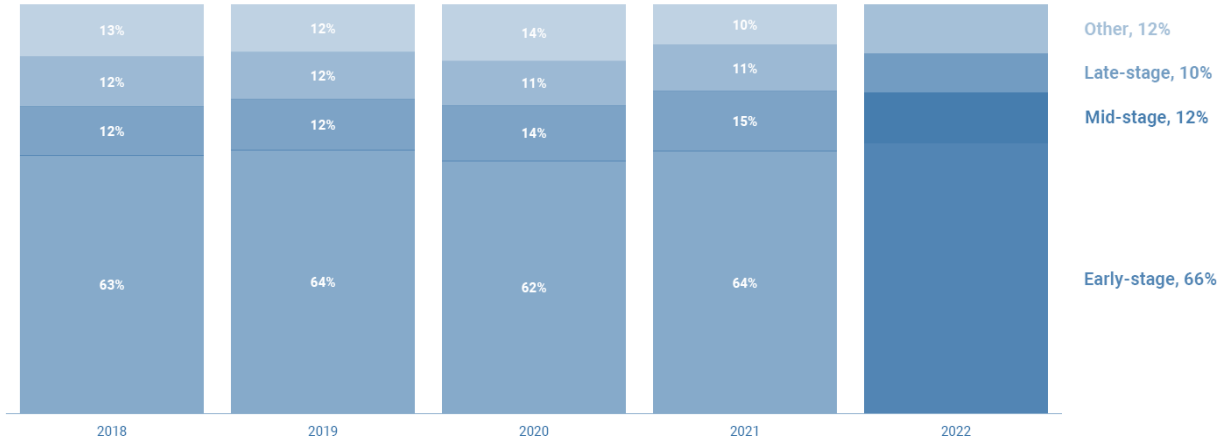
يستمر تركيزنا في المجالات التي نعتبرها أقل حساسية من الناحية الاقتصادية، مثل المباني المكتبية من الفئة (أ) في الولايات المتحدة لمستأجري الخدمات الطبية أو الخدمات المرتبطة بالرعاية الصحية وسكن الطلاب في المملكة المتحدة، والتي يعرف معظم القراء أنها تواجه نقصاً حالياً والإمداد المستقبلي ضيق للغاية.

بمجرد أن ندخل في فترة التباطؤ والتسعير في ظل ظروف نقدية أكثر صرامة، فإننا نتوقع أن تقدم العقارات بعض الفرص الجيدة للمستثمرين لا سيما في المجالات التي تواجه الضائقة، في حالة الإنقاذ من جانب جهات الرافعة المالية. إذا شهدنا فترة مماثلة للفترة من 1974 إلى 1980، فسوف تستفيد العقارات مرة أخرى من ارتفاع قيمة الأصول وكذلك العوائد القوية. لذلك من المحتمل أن تكون مجالاً جيداً للاستثمار، بمجرد أن نكون على الجانب الآخر من التصحيح الحالي.

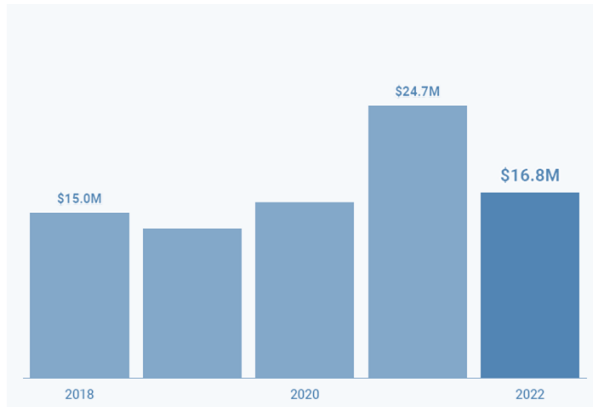
رأس المال المغامر والأسهم الخاصة

- قد يوفر عام 2023 فرص جيدة في حالات التعثر.
 - يحتاج المستثمرون إلى التأكد من أن الصفقات مسعرة بشكل جذاب للبيئة الحالية.
- لقد كان النصف الثاني من عام 2022 عامًا عصيبًا بالنسبة لرأس المال الاستثماري والأسهم الخاصة. فقد أغلق الربع الأخير من العام بانخفاض بلغ 86٪ في أسهم الشركات الناشئة الجديدة مقارنة بالعام الماضي. وانخفض التمويل بنسبة 35٪ عن عام الذروة في عام 2021. وسجل الربع الأخير أيضًا أدنى تمويل للشركات الناشئة في وادي السيليكون منذ عام 2019. وانخفض نشاط أكبر ثلاثة مستثمرين في المجال بنسبة 56٪. شهدت الصفقات المتأخرة انخفاضًا كبيرًا في متوسط أحجام الصفقات (-45٪). تمثل صفقات المرحلة المبكرة ما يقرب من ثلثي جميع الصفقات في القطاع وقد تقلصت بشكل عام من حيث متوسط أحجام الصفقات بنحو 20٪ بينما ظل متوسط أحجام الصفقات كما هو. تلقت الشركات الناشئة أكثر من 400 مليار دولار من التمويل العام الماضي؛ ما يقرب من 35٪ أقل من التمويل التي حصلت عليه في عام 2021. تراجعت كل من التكنولوجيا المالية وتكنولوجيا التجزئة، والتكنولوجيا الصحية من حيث التمويل المخصص لهذا القطاع بنسبة 46٪ و 52٪ و 56٪ على التوالي.

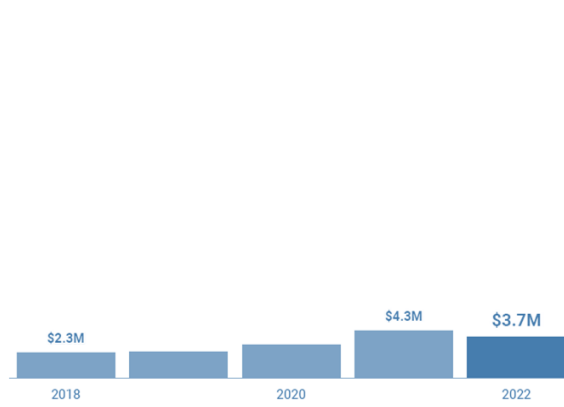
مرحلة صفقة رأس المال الاستثماري



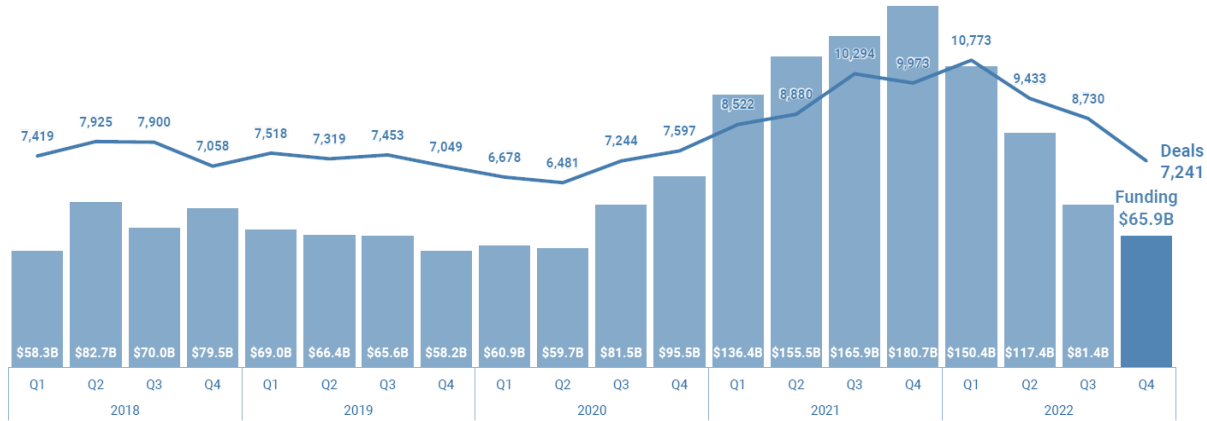
متوسط حجم الصفقة



وسيط حجم الصفقة



إجمالي تمويل رأس المال الاستثماري



على الرغم من انخفاض التمويل، لا يزال هناك احتياطات نقدية يتعين استخدامها. فقد جمع رأس المال الاستثماري مبالغ قياسية خلال هذا العام. يتم التركيز بشكل أكبر على التنفيذ بدلاً من إمكانات نمو الأعمال، الشركات الناشئة التي تتمتع بمؤشرات أداء رئيسية أفضل وإجمالي عائدات وأرباح صافية. تعد الطاقة والمرافق من بين عدد قليل من القطاعات التي تحظى باهتمام متزايد على الرغم من اتباع نهج أكثر حذراً من قبل المستثمرين مدفوعاً بارتفاع أسعار الطاقة.

إننا نتوقع الكثير من النشاط في العام المقبل ليحاكي عام 2022. بينما تظل معدلات الاقتراض أعلى مما كانت عليه في آخر 12 عاماً ومع وجود أسواق رأس المال التي لم تصل بعد إلى "القاع" بشكل قاطع، سيواصل المستثمرون النهج المحافظ في تمويل الشركات الناشئة. وسيستمر التركيز على المؤشرات الرئيسية، والنمو المستدام، وزيادة العائدات، وهوامش صافي أرباح أكثر صحة.

في حال قيام البنوك بتخفيض أسعار الفائدة مرة أخرى، فربما نرى المزيد من المستثمرين (المستثمرين الجدد ترجيحاً) يتخذون نهجاً أكثر جرأة في استخدام رؤوس أموالهم. رأس المال الاستثماري والمستثمرون الذين عانوا من الانكماش. على الرغم من انخفاض التمويل، لا يزال هناك احتياطات نقدية يتعين استخدامها. فقد جمع رأس المال الاستثماري مبالغ قياسية خلال هذا العام. يتم التركيز بشكل أكبر على التنفيذ بدلاً من إمكانات نمو الأعمال، الشركات الناشئة التي تتمتع بمؤشرات أداء رئيسية أفضل وإجمالي عائدات وأرباح صافية. تعد الطاقة والمرافق من بين عدد قليل من القطاعات التي تحظى باهتمام متزايد على الرغم من اتباع نهج أكثر حذراً من قبل المستثمرين مدفوعاً بارتفاع أسعار الطاقة.

إننا نتوقع الكثير من النشاط في العام المقبل ليحاكي عام 2022. بينما تظل معدلات الاقتراض أعلى مما كانت عليه في آخر 12 عاماً ومع وجود أسواق رأس المال التي لم تصل بعد إلى "القاع" بشكل قاطع،

سيواصل المستثمرون النهج المحافظ في تمويل الشركات الناشئة. وسيستمر التركيز على المؤشرات الرئيسية، والنمو المستدام، وزيادة العائدات، وهوامش صافي أرباح أكثر صحة.

في حال قيام البنوك بتخفيض أسعار الفائدة مرة أخرى، فربما نرى المزيد من المستثمرين (المستثمرين الجدد ترجيحاً) يتخذون نهجاً أكثر جرأة في استخدام رؤوس أموالهم. رأس المال الاستثماري والمستثمرون الذين عانوا من الانكماش في القطاع من قبل، من المرجح أن يستمروا في التمويل بمزيد من الحرص.

مثل الأسواق ذات السيولة، نتوقع بالتالي مزيداً من الضعف في قطاع رأس المال الاستثماري / الأسهم الخاصة، لاسيما عندما يتم تسعير الصفقات بشكل مناسب مقابل ارتفاع تكلفة رأس المال. لكن عند الخروج من التباطؤ الاقتصادي سيكون متاحاً للمستثمر الذي يتم بالحصافة والذي يمكنه الاستفادة من حالات التعثر، بعض الفرص الممتازة، وهي الدورة المعتادة.

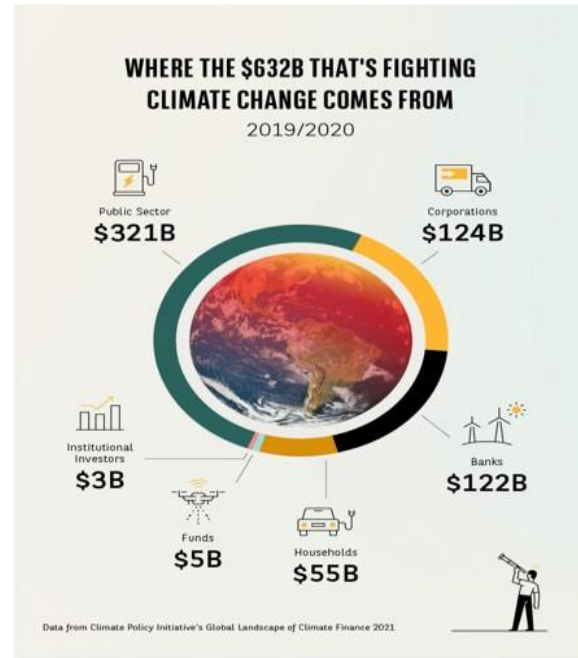
محاور رئيسية

- ارتفاع التضخم لفترة أطول مدفوعاً بما يلي:
 - السياسات المتعلقة بتغير المناخ
 - سياسات إعادة البناء بشكل أفضل
 - سياسات العمل
 - برامج الدخل الأساسي الشامل
- الصعوبة المحتملة للتنبؤ بالأحداث المفاجئة "أحداث البجعة السوداء" / المخاطر المحتملة.

السياسات المتعلقة بتغير المناخ

كما أشرنا في تقرير توقعاتنا لشهر نوفمبر 2022، نتوقع أن يكون للسياسات المتعلقة بتغير المناخ تأثير كبير على الإنفاق المالي في السنوات القليلة المقبلة.

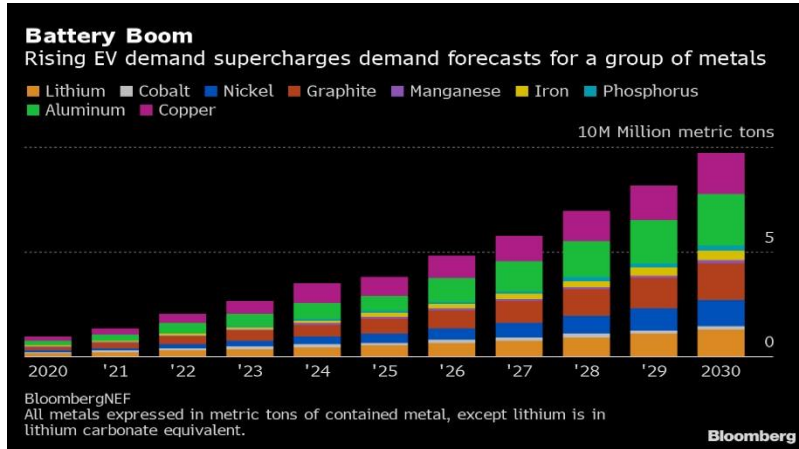
في أكتوبر 2018، قامت الهيئة الحكومية الدولية المعنية بتغير المناخ (IPCC) التابعة للأمم المتحدة بتسليط الضوء على أهمية إبطاء وتيرة الاحترار العالمي إلى 1.5 درجة مئوية من درجتين مئويتين حالياً. أخذت الحكومات الملتزمة باتفاقية باريس للمناخ هذا التقرير على محمل الجد، وقد كثفت العديد من الاقتصادات المتقدمة استثماراتها في التقنيات النظيفة والطاقة المتجددة للمساعدة في تحقيق أهدافها. ومنذ ذلك التقرير، نمت الاستثمارات التي تتمحور حول تحول الطاقة حوالي 14٪ سنوياً، وانتعشت بالفعل بشكل جدي في عام 2021، لتحقق استثمار سنوي قدره 755 مليار دولار، بما يمثل نمواً بنسبة 27٪ على أساس سنوي. واليوم تدعو الأمم المتحدة إلى زيادة هائلة في الاستثمار لتصل إلى 4 تريليون دولار سنوياً حتى عام 2030 للوصول إلى الأهداف المناخية المعلنة.



في ظاهر الأمر، الاستثمار في التكنولوجيا والتنويع في مصادر الطاقة المختلفة مفيد بلا شك للمجتمع والاقتصاد، خاصة كآلية للانتعاش الاقتصادي بعد الركود الحاد. ومع ذلك، يبدو أن العديد من الاقتصادات المتقدمة تتسابق نحو حافة الهاوية بشأن الطاقة والذي قد يكون له عواقب أكثر خطورة مما أبرزته الهيئة الحكومية الدولية المعنية بتغير المناخ.

نظراً لأن الاقتصادات الغربية الرئيسية منعت توسع الوقود الأحفوري على مدى السنوات الخمس الماضية، فإنها تواجه اليوم تحديات كبيرة فيما يتعلق بأمن الطاقة لديها، في حين أن أفقر الدول تعاني بالفعل من اضطرابات اجتماعية واضطراب سياسي بسبب نقص الطاقة.

تواجه تكنولوجيا الطاقة المتجددة الحالية مشكلات رئيسية تتعلق بالحجم والانقطاع وقابلية التخزين. فالشمس لا تشرق إلا أثناء النهار، ولا تولد مزارع الرياح الطاقة إلا عندما يكون الجو عاصف، والقدرة على تخزين وتوزيع هذه الطاقة محدودة للغاية ومكلفة. قد يكون تضخم الطاقة ونقص الطاقة الذي شهدناه في عام 2022 مجرد مقدمة لما سيأتي من حيث مسار أسعار معظم السلع والخدمات للعقد المقبل.



من المفترض أن تؤدي الطفرة الهائلة في الطلب على المعادن مثل النحاس والكوبالت والليثيوم مدفوعة بالزيادة في الطلب على المركبات الكهربائية والطاقة الخضراء في نهاية الأمر إلى رفع أسعار هذه المعادن ومنتجاتها النهائية على طول الطريق. ذكر ريتشارد آدكرسون، الرئيس التنفيذي لشركة

"فريبورت-ماك موران" الأمريكية للتعدين، أنه "ستكون هناك حاجة إلى تطوير كبير لإمدادات المناجم الجديدة لتحقيق أهداف التحول العالمي للطاقة، والأسعار الحالية للنحاس غير كافية لدعم تطوير إمدادات المناجم الجديدة، والتي من المتوقع أن تزيد من عجز العرض في المستقبل".

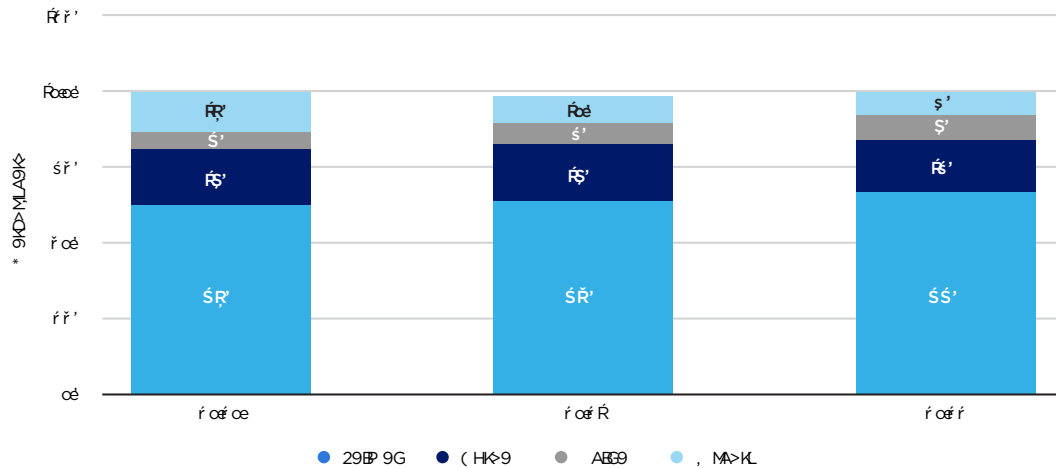
وبالتالي، نظراً لأن الطاقة الرخيصة تصبح مورداً نادراً، فمن المتوقع أن يكون هناك ارتفاعاً في أسعار أي شيء يتم استخدام الطاقة في إنتاجه.

إعادة البناء بشكل أفضل ودورة النفقات الرأسمالية

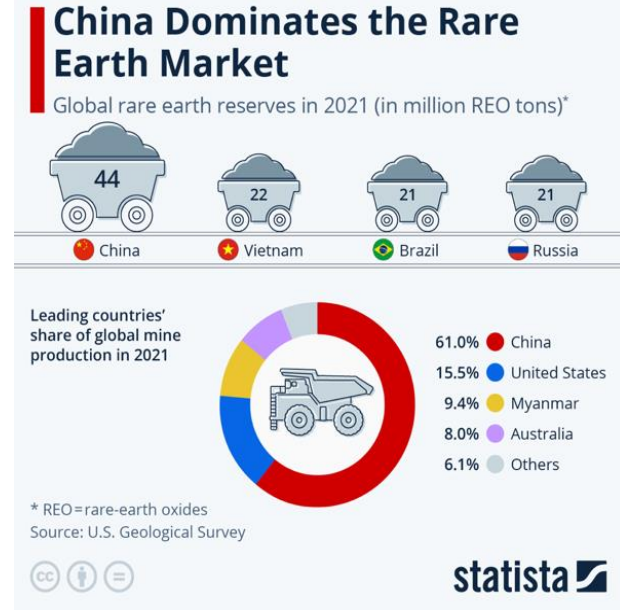
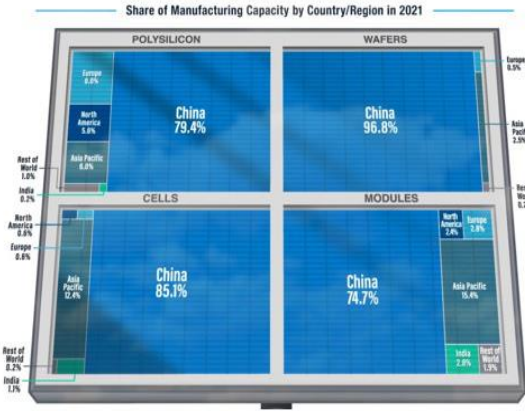
كما أشرنا في تقرير توقعاتنا الصادر في نوفمبر 2022، بعد عقود من تعزيز العولمة لصالح الاقتصاد العالمي، أصبحنا الآن مستيقظين بشأن التهديدات التي يشكلها فقدان القيادة العالمية في العديد من الصناعات الحيوية.

لقد أعطانا نقص الرقائق الذي عانت منه الصناعات أثناء فترات الجائحة لمحة عن الوجه القبيح للاعتماد المفرط على الصين وتايوان فيما يتعلق بقدرة تصنيع الرقائق. كما يوضح الرسم البياني أدناه، يتم الحصول على حوالي 70٪ من أشباه الموصلات من الصين وتايوان.

1 > F B HG= N<NHK #HNG= K<L, K<O>GN<, LA9K<, P HK<P B>, ?KHF, f œ œ œ



ليست أشباه الموصلات فحسب، فالصين أيضاً تعد أكبر مورد للعناصر الأرضية النادرة في العالم، وهو أمر بالغ الأهمية للعديد من التطبيقات التكنولوجية مثل "الطاقة النظيفة" مثل تصنيع الألواح الشمسية.



خلال الثلاثين عامًا الماضية، فقدت الولايات المتحدة ثلثي قدرتها التصنيعية لصالح منطقة آسيا والمحيط الهادئ، وخاصة الصين وتايوان. لقد بينت السنوات القليلة الماضية حالة العولمة في العالم، وقد تكون الولايات المتحدة في نقطة انعطاف قد تقوم فيها أخيراً بما يلزم لدعم التوريد الداخلي للصناعات الحيوية. يهدف قانون الرقائق والعلوم (قانون CHIPS) إلى دعم صانعي الرقائق وأشباه الموصلات بأكثر من 50 مليار دولار من الإعانات لبناء المصانع، مع 200 مليار دولار إضافية مصرح بها لتمويل البحث العلمي لتعزيز الابتكار التكنولوجي على مدى السنوات العشر القادمة.

لقد انتقلت الولايات المتحدة بهدوء من إدارة فائض تجاري يزيد عن 50 مليار دولار في التكنولوجيا المتقدمة مع بقية العالم، إلى عجز يقترب حالياً من 200 مليار دولار. يعد التوريد الداخلي لهذه الصناعة الحيوية أمراً بالغ الأهمية للأمن القومي وسيقطع شوطاً طويلاً في خلق وظائف التصنيع وفرص الاستثمار الخاص.

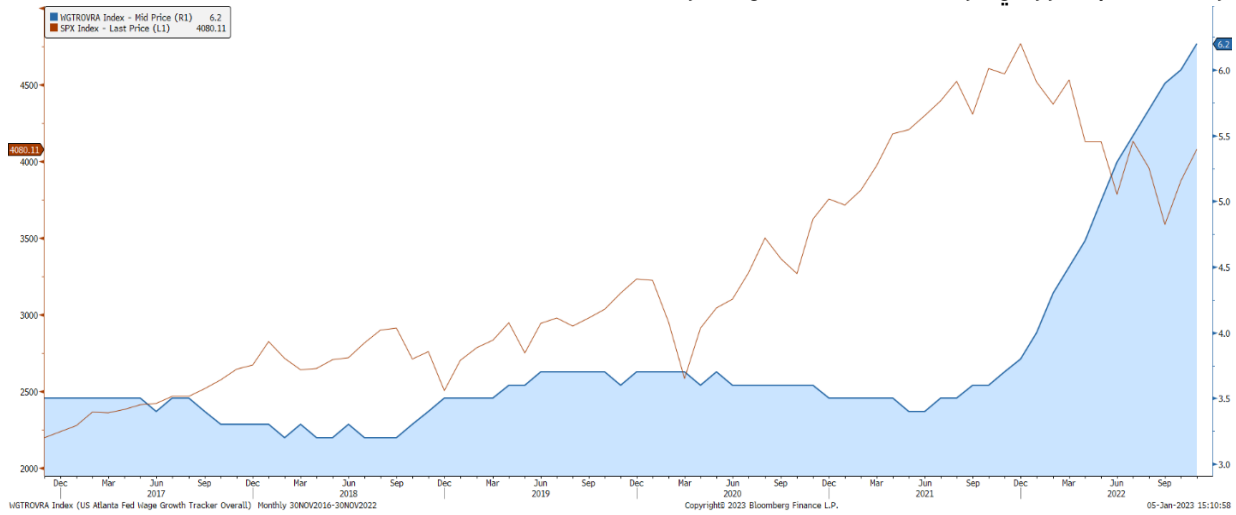
نتوقع أن تشكل هاتان المبادرتان الخاصتان بالسياسات جوهر الإنفاق المالي الجديد في النصف الأخير من هذا العقد ومن المرجح أن تكون ذات معدلات تضخيم عالية.

سياسات العمل وبرامج الدخل الأساسي الشامل

مع تراجع الثقة في القوة التفاوضية للنقابات على مدى العقود القليلة الماضية، ضعفت قدرة العمل على التفاوض. ونتيجة لذلك، شهدنا أن تضخم الأجور أدى بشكل عام إلى تباطؤ نمو الإيرادات مما سمح للهوامش بالتوسع بشكل كبير أيضاً بالنسبة لإعادة توزيع ضخمة للثروة.

للمضي قدماً، فإن تأثير الجائحة وتحفظ الكثيرين إما للذهاب إلى المكتب أو إعادة الانضمام إلى التجمعات العمالية سيتطلب من الشركات تقديم حوافز أكبر للموظفين. من غير المرجح أن تؤدي الإجراءات التي اتخذها بنك الاحتياطي الفيدرالي حتى الآن إلى عرقلة تضخم الأجور تماماً، مدفوعة جزئياً "بسياسات إعادة البناء بشكل أفضل"، وانخفاض معدل المشاركة وتزايد عدم تطابق المهارات. ما لم يكن مسار التباطؤ المحتمل في عامي 2023/2024 أسوأ بكثير مما كان متوقع حالياً.

ارتفاع تضخم الأجور في الولايات المتحدة بشكل كبير



بينما نتوقع أن يظل تضخم الأجور مرتفعاً أكثر مما كان عليه في سنوات ما قبل الجائحة، فإننا نتوقع أيضاً أن مستوى الفقر المتزايد في العديد من الأسواق المتقدمة سيؤدي إلى الحاجة إلى برامج الدخل الأساسي الشامل.

وهذا يُعد شكل أساسي من مساعدات الدولة الموجهة إلى السكان، الذين يحصلون على دخل أقل من مستوى الكفاف. تم استخدام برامج الدخل الأساسي الشامل على نطاق واسع أثناء الجائحة، لكننا نتوقع أن تكون الحكومات هذه المرة أكثر استهدافاً في توصيلها للأشخاص الذين يستحقونها حقاً، بدلاً من المساعدات التي تُدفع على نطاق واسع للجميع. لذلك، نتوقع أنه ستكون هناك حاجة إلى عملية تسجيل وستصبح الحكومات أكثر ذكاءً في تنفيذها.

نتوقع أن تستخدم العديد من المقاطعات برامج الدخل الأساسي الشامل كطريقة لاختبار إطلاق العملات الرقمية للبنوك المركزية (CBDC). لا تزال العملات الرقمية للبنوك المركزية في مهدها، ولكن نتوقع اتباعها على مدار العقد المقبل. وإننا نرى أن برامج الدخل الأساسي الشامل والعملات الرقمية للبنوك المركزية ستكون تضخمية بطبيعتها.

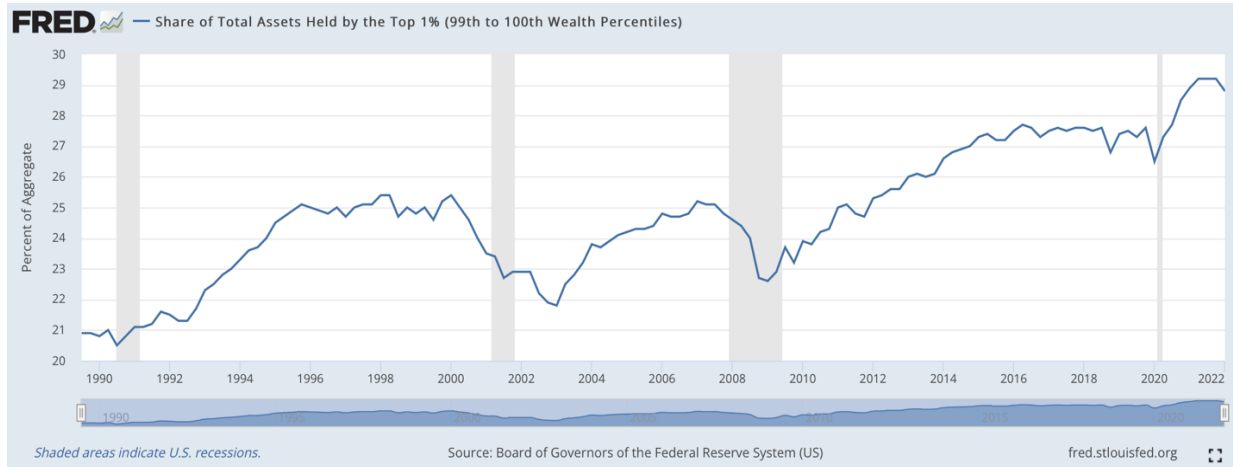
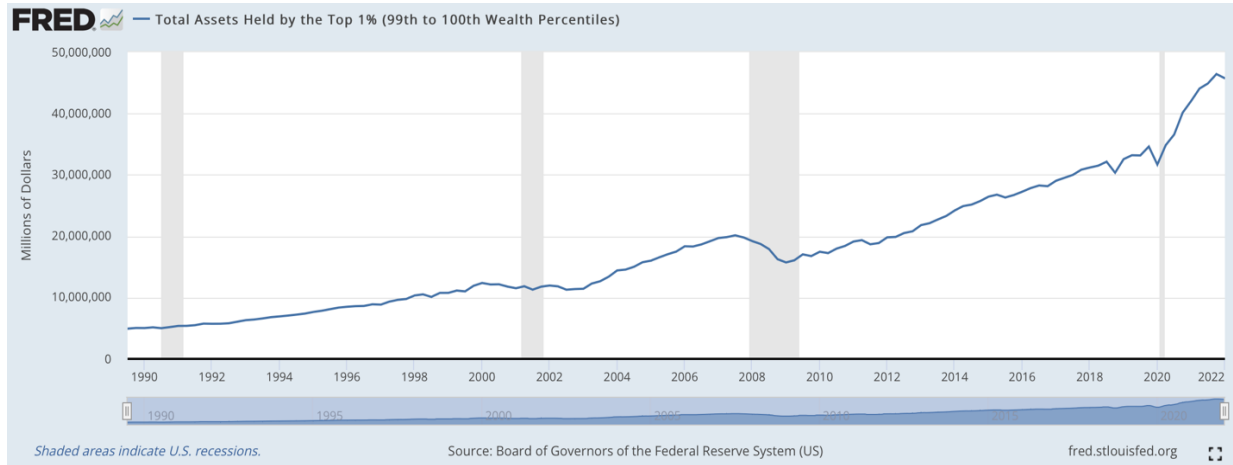
سيكون الدور المستمر للتكنولوجيا الجديدة محركاً رئيسياً للحاجة لبرامج الدخل الأساسي الشامل. ببساطة لن تكون هناك وظائف مناسبة للقوى العاملة الحالية. ومن الأمثلة الجيدة على ذلك في وقت لاحق من هذا العقد أو العقد التالي، السيارات ذاتية القيادة - لن تكون هناك حاجة لسائقي سيارات الأجرة والشاحنات والتوصيل حيث سيتم استخدام الطائرات بدون طيار والمركبات ذاتية القيادة.

لا شك في أن القارئ المتيقظ يمكن أن يشكك في وجهة نظرنا بشأن التضخم "الأعلى لفترة أطول" لأن طرح التكنولوجيا سيكون بطبيعته انكماشياً. لن نختلف، ولكن الإطار الزمني هو المفتاح. خلال السنوات القليلة المقبلة، نتوقع أن تحافظ القوى التضخمية، مثل إعادة البناء بشكل أفضل في الداخل، وتضخم الأجور الثابت وسياسات الصفر الكربوني، على إبقاء التضخم أعلى من أهداف البنك المركزي الحالية البالغة 2% في أواخر عام 2024 وما بعده؛ وبعد ذلك من المحتمل أن تكون هناك مرحلة تشديد أخرى وفترة انكماش. مرة أخرى، نستخدم الفترة من عام 1974 إلى 1980 كنموذج على ذلك.

الصعوبة المحتملة للتنبؤ بالأحداث المفاجئة "أحداث البجعة السوداء" / المخاطر المحتملة والقضايا الجيوسياسية

نأخذ في الاعتبار عدداً من أحداث البجعة السوداء المحتملة في تحليلنا ونسرد بعضها هنا:

- استمرار واتساع الصراع في أوكرانيا: قلقنا بالنسبة لأوكرانيا هو أن الحرب في المنطقة من المحتمل أن تستمر لسنوات عديدة، على حساب المواطن الأوكراني والبلد ككل، ولكن لصالح موردي الأسلحة وسماسرة السلطة السياسية. إننا لا نرى الأمر على أنه حرب يمكن كسبها، إلا من خلال اتفاق سلام.
- الصين وتايوان: لا نتوقع أي إجراء "ساخن" في هذه المنطقة، بل نتوقع أن تستحوذ الصين على تايوان بشكل تدريجي. بالنسبة للصينيين، تعتبر تايوان جزءاً من الصين. يشعر العديد من التايوانيين (تشير الاستطلاعات إلى حوالي ثلث التايوانيين) بنفس الشعور. لذلك نتوقع أن يكون هناك قدر كبير من المواقف السياسية. لقد كشف الغرب عن نفسه بالاعتماد المفرط على الصين وتايوان للحصول على مدخلات مهمة وكلاهما يعرف ذلك. لذلك من المحتمل أن يكون تدفق الأخبار من المنطقة متقلباً للغاية ومن المحتمل أن يكون ضاراً للغاية بالعلاقات العالمية.
- السياسة الأمريكية والتفاوت: التفاوت في الأجور في الولايات المتحدة كبير للغاية. لم نشهد أبداً مثل هذا التفاوت الشديد في الدخل، حيث تزداد الطبقة الفقيرة والمتوسطة فقراً، بينما يزداد الأثرياء ثراءً. يتضح هذا بشكل خاص خلال فترة من عام 2020 لنهاية عام 2021 والتي تغذيها السياسات النقدية والحوافز السهلة. كانت عمليات الإغلاق في عام 2020 فترة من تكوين الثروة الهائلة للأثرياء الفاحشين.



هناك أيضاً انقسام متزايد عبر الطيف السياسي، والليبراليين / الديمقراطيين والجمهوريين. مع اقتراب موعد الانتخابات في عام 2024، نتوقع زيادة التوترات بشكل أكبر، لا سيما إذا لم يتم تحسين عملية التصويت لمنع ظهور احتمالية للتزوير. بالتأكيد استخدام بطاقة التصويت سيساعد في هذا الأمر.

- المتحورات الجديدة وعمليات الإغلاق المتعلقة بتغير المناخ: بدأ العالم أخيراً في العودة إلى طبيعته تماماً بعد عبث السنوات القليلة الماضية. لم يسبق أن تم إجبار اقتصادات بأكملها على الإغلاق بسبب مرض يبلغ متوسط عمر الوفيات فيه أكثر من 80 عاماً ومعدل البقاء على قيد الحياة أكثر من 99% في المتوسط. في حين أن الخسائر التي لحقت بالاقتصادات وقطاع كبير من السكان كانت عالية للغاية، لا يزال هناك الكثير ممن يطالبون بقدر أكبر من السيطرة على الحركة والنشاط البشري. إن مجرد حقيقة أن شريحة الـ 1% الأعلى أصبحوا أكثر ثراءً على خلفية السياسات لمساعدة المتضررين من عمليات الإغلاق بسبب الجائحة يجب أن ينبه أي قارئ إلى احتمالية إساءة استخدام واستغلالها السياسات. لذلك ما زلنا قلقين من إمكانية تطبيق

سياسات متطرفة إما على المتغيرات الجديدة أو حتى كطريقة لدفع أجندات تغير المناخ، من خلال تقييد السفر وحرية الحركة.

- العملة الرقمية للبنك المركزي الصيني (CBDC): تقوم معظم الدول المتقدمة بتجربة/تقييم العملات الرقمية للبنوك المركزية. وقد قامت الصين بهذه الخطوة منذ سنوات. ربما تكون الصين الدولة الرائدة الآن في المراقبة والتسجيل الاجتماعي للمدينة المكتظة بالسكان، وتعتبر العملة الرقمية للبنك المركزي هي الخطوة المنطقية التالية. إن استخدام التسجيل الاجتماعي والعملية الرقمية للبنك المركزي معاً من شأنه أن يمنح الحزب الشيوعي الصيني السيطرة المطلقة على السكان. أحسن التصرف، وستحصل على عملتك الرقمية، وإذا أسأت التصرف، يمكن للحكومة أن تمنعها عنك أو تقوم بالخصم منها. فهي عملة رقمية يمكن برمجتها. إن حدث البجعة السوداء فيم يخص الدولار الأمريكي، يمكن أن يكون العملة الرقمية للبنك المركزي في الصين مدعومة بالذهب، والتي ستصبح عملة رئيسية لتسعير السلع مثل الذهب والنفط.

- احتمالية ارتفاع أسعار النفط: في حين أن التباطؤ الاقتصادي سيكون مفيداً من ناحية لخفض الطلب والأسعار، فإن إعادة فتح الصين سيؤدي إلى زيادة الاستهلاك. استهلاك النفط، بسبب بقاء إعادة الفتح، لا يزال أقل من المعدل الطبيعي. لذلك قد يكون الطلب أكثر قوة مما يتوقعه الكثيرون. من ناحية أخرى، يبدو أن العرض قد يتم تحديده بشكل متزايد إلى حد ما. فقد أدى نقص الاستثمار خلال السنوات الخمس الماضية أو نحو ذلك إلى القليل من القدرة الفائضة. الخطر يكمن في ارتفاع أسعار النفط إلى الأعلى بسبب قلة المعروض من روسيا والدول المصدرة للنفط (أوبك)، مما يدفع التضخم إلى الارتفاع مرة أخرى.

إخلاء المسؤولية

هذا المستند غير موجه أو مخصص للاستخدام من قبل أي شخص مقيم أو موجود في أي ولاية قضائية حيث يكون توزيع هذه المعلومات مخالفاً لقوانين تلك الولاية القضائية، أو يحظر هذا التوزيع دون الحصول على التراخيص أو التصاريح اللازمة. لا يتم تقديم أي إقرار أو ضمان، صريحاً أو ضمنياً، فيما يتعلق بدقة المحتوى أو اكتماله أو موثوقيته. المعلومات الواردة في هذا المستند هي لأغراض إعلامية فقط ولا يجب على من يحصل عليها أن يعتبرها بديلاً عن ممارسة حكمهم الخاص. لا يشكل هذا المستند طلباً أو عرضاً أو توصية لشراء أو بيع أي أدوات استثمارية أو للتأثير على أي معاملات أو إبرام أي عمل قانوني أيا كان نوعه. عند اتخاذ قرار بشأن الاستثمار، يجب عليك طلب المشورة من مستشار مالي محترف. لا يتم تقديم أي إقرار أو ضمان من أي نوع، سواء أكان صريحاً أم ضمنياً، فيما يتعلق بالمحتوى. يتم توفير هذه الوثيقة على أساس السرية للأطراف المدعوة ولا يجوز نسخها أو توزيعها دون الحصول على موافقة خطية مسبقة. وبالخضوع للعقد، تم إعداد هذا المستند لأغراض ترويجية، ولا يجوز تقديمه أو توزيعه في دولة الكويت إلا إلى "العملاء المحترفين" فقط وفقاً للتعريفات الواردة في الكتاب الأول من اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال الكويتية. تتعهد شركة رساميل للاستثمار بموجب هذه الوثيقة بأنها لا تخفي أو تقلل أو تحجب عناصر مهمة من موضوع ترويج الاستثمار.

تحذير

لا يعتبر الأداء السابق لأي استثمار أو منتج مؤشراً موثقاً للنتائج المستقبلية، ولا يمكن الاعتماد عليه في اتخاذ قرار الاستثمار. الأداء المذكور أعلاه لاستراتيجية الأسهم العالمية والتكنولوجيات المتطورة هو مركب من حسابات العملاء وهو شامل لجميع الرسوم والعمولات. قد يختلف أداء العميل الفعلي عن المركب. يعتمد أداء الصندوق متعدد الأصول على محفظة نموذجية.



Rasameel Investment Company
Kuwait City, Souq Al Safat, 3rd Floor, Office 6 & 5
P.O. Box 4915 Safat 13050

T. +965 2247 8800
F. +965 2247 6600
E. info@rasameel.com

www.rasameel.com

[Twitter](#) [LinkedIn](#) [Instagram](#) Rasameel