لنز اقتصاد
LENZ EGHTESAD

شماره ۴ | ۲۱ مهر ۱۴۰۵ | مجله تحلیلی هفتگی

پرونده ویژه

پایان پول ارزان

چرا قرض گرفتن برای دولت‌ها دوباره گران شده و این برای همه چه معنایی دارد؟



اقتصاد سیاسی و ژئواکونومی | گاز؛ کمبود امروز، مازاد فردا | ص ۱۰

اقتصاد سیاسی و ژئواکونومی | جوجه را آخر پاییز می‌شمارند | ص ۱۳

بازار و سرمایه‌گذاری | وال‌استریت روی بلاک‌چین | ص ۲۸

کسب‌وکار و فناوری | هوش مصنوعی و پایان دوران برون‌سپاری ارزان | ص ۳۱

لنز اقتصاد
LENZ EGHTESAD

لنز اقتصاد؛
لنزی برای دیدن تصویر بزرگ اقتصاد جهان

معرفی ما

در دنیای پرشتاب اقتصاد جهانی، هر هفته ده‌ها تحلیل و پیش‌بینی منتشر می‌شود؛ اما تنها بخشی از آن‌ها واقعاً مسیر بازارها را تغییر می‌دهد. ما گروهی از علاقه‌مندان و تحلیلگران بازارهای مالی هستیم که با نگاهی دقیق به منابع معتبر بین‌المللی، مهم‌ترین نکات را انتخاب کرده و در قالبی خلاصه و قابل فهم ارائه می‌کنیم.

لنز اقتصاد مجله‌ای هفتگی است که چکیده‌ای از برجسته‌ترین موضوعات نشریات اقتصادی جهان را به زبانی روشن بازگو می‌کند و نشان می‌دهد هر روند جهانی چه معنایی برای اقتصاد ایران دارد. در دنیایی که حجم اطلاعات هر روز بیشتر می‌شود، لنز اقتصاد به شما کمک می‌کند سریع‌تر و دقیق‌تر آنچه واقعاً اهمیت دارد را ببینید.

در هر شماره می‌خوانید

- گزیده‌ای از مهم‌ترین تحلیل‌های اقتصادی جهان
- خلاصه‌ای روشن و قابل فهم از گزارش‌های مالی و اقتصادی
- نکات کاربردی برای سرمایه‌گذاران و علاقه‌مندان اقتصاد
- بررسی اثر هر روند جهانی بر اقتصاد ایران

از امروز، «لنز اقتصاد» را هر هفته همراه ما دنبال کنید.

فهرست

سیزده روایت از اقتصاد جهان در دوران پول گران

Cover Story — **پرونده ویژه**

۱ **پایان پول ارزان**
قرض مجانی تمام شد؛ صورت‌حساب را چه کسی می‌پردازد؟ — ۶

Geoeconomics — **اقتصاد سیاسی و ژئواکونومی**

۲ **گاز؛ کمبود امروز، مازاد فردا**
چرا کمبود امروز گاز، ارزانی فردا را می‌سازد؟ — ۱۰

۳ **جوجه را آخر پاییز می‌شمارند**
ارز، قیمت‌ها و تجارت ایران از نگاه اکونومیست — ۱۳

۴ **روزهای سخت نفت در چین**
بزرگ‌ترین خریدار نفت جهان چرا ترمز کشید؟ — ۱۶

۵ **شوک دوم چین؛ اروپا برای جنگ تجاری آماده می‌شود**
اروپا سلاح تازه‌اش را برای پکن آماده می‌کند — ۱۹

Markets & Investing — **بازار و سرمایه‌گذاری**

۶ **دلار برخلاف پیش‌بینی‌ها قوی‌تر شد**
همه گفتند ضعیف می‌شود؛ اما دلار قوی‌تر شد — ۲۲

۷ **سهام، خانه تازه نسل جوان**
چرا جوانان به‌جای خانه، سهام می‌خرند؟ — ۲۵

۸ **وال‌استریت روی بلاک‌چین**
بورس شبانه‌روزی و تسویه در چند ثانیه — ۲۸

Business & Tech — **کسب‌وکار و فناوری**

۹ **هوش مصنوعی و پایان دوران برون‌سپاری ارزان**
وقتی کد ارزان می‌شود، ۶ میلیون شغل چه می‌شود؟ — ۳۱

۱۰ **۱۰ میلیارد دلار وال‌استریت در بیمارستان‌های هند**
سود کلان صندوق‌ها، صورت‌حساب سنگین بیماران — ۳۵

۱۱ **کازینویی در جیب**
۹ نفر از هر ۱۰ نفر باختند؛ ماجرا چه بود؟ — ۳۸

Management & Work — **مدیریت و دنیای کار**

۱۲ **وقتی مدیر می‌شوید**
پنج باور نادرستی که کار مدیران تازه را سخت می‌کند — ۴۲

۱۳ **وقتی همکاری زیادی می‌شود**
چرا بهترین همکارانتان زودتر از همه می‌سوزند؟ — ۴۵

۴

شماره

۲۱ مهر ۱۴۰۵

منابع این شماره

مقاله‌های این شماره بازنویسی تحلیلی گزارش‌های این نشریات است:

- اکونومیست — The Economist
- بارونز — Barron's
- بلومبرگ مارکتس — Bloomberg Markets
- هاروارد بیزینس ریویو — Harvard Business Review

لنز اقتصاد
LENZ EGHTESAD

گروه تحریریه مجله تحلیلی «لنز اقتصاد»

ارکان اصلی و مدیریت

صاحب امتیاز و مدیر مسئول — **محمدرضا عابدی**

سردبیر و مدیر محتوا — **محمدرضا عابدی**

مدیران گروه‌های تخصصی

پرونده ویژه — Cover Story

مدیر گروه

محمدرضا عابدی

اقتصاد سیاسی و ژئواکونومی — Geoeconomics

مدیر گروه

محمدامین الفت‌نیا، احسان بهلولی

بازار و سرمایه‌گذاری — Markets & Investing

مدیر گروه

محمدرضا عابدی، کیمیا میرهادی

کسب‌وکار و فناوری — Business & Tech

مدیر گروه

حسین حاجی‌آقابزرگی

مدیریت و دنیای کار — Management & Work

مدیر گروه

محدثه خدایی، مهسا طهرانچی

طراحی و صفحه‌آرایی

مدیر هنری و صفحه‌آرایی — **حسین حاجی‌آقابزرگی**

مقالات این مجله بازنویسی تحلیلی گزارش‌های نشریات معتبر بین‌المللی برای مخاطب فارسی‌زبان است و منبع هر مقاله در ابتدا و پایان آن ذکر شده است. بخش‌های «تأثیر این روند برای اقتصاد ایران» و «راهنمای سرمایه‌گذار» افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد است و توصیه سرمایه‌گذاری محسوب نمی‌شود.

نگاه هفته

دوران قرض ارزان تمام شد

در دهه گذشته، دولت‌ها، شرکت‌ها و مردم در بیشتر کشورها با نرخ بهره بسیار پایین قرض می‌گرفتند. مطالعه منابع این شماره یک تصویر مشترک می‌سازد: این دوران به پایان رسیده و قیمت پول، یعنی نرخ بهره، در سراسر جهان بالا رفته است. سه عامل هم‌زمان این تغییر را رقم زده‌اند:

رونق هوش مصنوعی

شرکت‌های بزرگ فناوری برای ساختن مراکز داده، صدها میلیارد دلار قرض می‌گیرند و با دولت‌ها بر سر پس‌انداز مردم جهان رقابت می‌کنند.

گرانی انرژی

بحران خلیج فارس نفت را حدود ۴۰ درصد گران‌تر کرده و بانک‌های مرکزی برای مهار تورم، نرخ بهره را بالا برده‌اند.

بدهی سنگین دولت‌ها

بدهی دولت‌های ثروتمند تقریباً دو برابر سال ۲۰۰۰ شده و قرض‌دهندگان برای قرض دادن به آن‌ها بازده بیشتری می‌خواهند.

۴٪ بازده معمول (میانه) اوراق ده‌ساله کشورهای ثروتمند؛ یعنی هزینه قرض گرفتن ده‌ساله برای این دولت‌ها، که به بالاترین رقم ۱۵ سال گذشته رسیده است

قرض گرفتن گران‌تر | دلار قوی‌تر | کمبود گاز و سوخت | سهام به‌جای مسکن | رقابت تجاری شدیدتر

اثر این تغییر را در همه بخش‌های این شماره می‌بینید: دولت‌هایی که باید میان صرفه‌جویی و بحران انتخاب کنند، بازار گازی که امروز با کمبود و فردا با مازاد روبه‌رو است، دلاری که برخلاف پیش‌بینی‌ها قوی‌تر شده، و جوانانی که پس‌اندازشان را به‌جای خانه در سهام می‌گذارند. پیام مشترک برای اقتصاد ایران روشن است: در دنیای پول گران، بدهی کم، درآمد نقدی منظم و تنوع شرکای تجاری از هر وعده رشدی مهم‌تر است.

سه سوژه طلایی هفته

۱ پایان پول ارزان — صفحه ۶

۲ هوش مصنوعی و پایان دوران برون‌سپاری ارزان — صفحه ۳۱

۳ کازینویی در جیب — صفحه ۳۸

تحریریه لنز اقتصاد



پایان پول ارزان

چرا وام گرفتن برای دولت‌ها دوباره گران شده و چرا این موضوع برای همه مهم است؟

سیاست‌گذاری اقتصادی | ۱۲ دقیقه مطالعه | تیم تحلیلی لنز اقتصاد

اوراق قرضه | بدهی دولت | نرخ بهره | تورم

سال‌ها دولت‌ها تقریباً مجانی قرض می‌گرفتند. حالا هزینه این قرض‌ها به بالاترین سطح چند دهه اخیر رسیده و بدهی‌های انباشته، به بزرگ‌ترین دغدغه مالی دولت‌های ثروتمند تبدیل شده است.

پنج سال پیش، دولت‌های ثروتمند جهان تقریباً مجانی قرض می‌گرفتند. بازده اوراقشان آن‌قدر پایین بود که بدهی عمومی، دغدغه جدی به حساب نمی‌آمد. امروز ورق برگشته و سرمایه‌گذاران در حال فروش اوراق دولتی‌اند. روز ۵ اکتبر، بازده اوراق ده‌ساله دولت آمریکا از ۵/۳ درصد گذشت؛ بالاترین رقم در بیش از بیست سال گذشته. حتی در ژاپن که سال‌ها نماد نرخ بهره نزدیک به صفر بود، این بازده برای نخستین بار از سال ۱۹۹۶ به بالای ۳ درصد رسیده است.

به گزارش اکونومیست، اگر بازده اوراق ده‌ساله را در کشورهای ثروتمند (آمریکا، کانادا، ژاپن، استرالیا و کشورهای اروپای غربی مثل آلمان، فرانسه، بریتانیا و ایتالیا) کنار هم بگذاریم، عدد میانه (عددی که نیمی از این کشورها بالاتر و نیمی پایین‌تر از آن قرار دارند) به ۴ درصد می‌رسد. این بالاترین سطح در ۱۵ سال اخیر است و بیش از ۲/۵ واحد درصد از میانگین سال‌های ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۹ بالاتر است. اکونومیست تیتر جلد این هفته خود را به همین موضوع اختصاص داده و پرسیده است: «آیا بازار اوراق قرضه منفجر می‌شود؟»

برای فهم این ارقام، یک مثال ساده کافی است. فرض کنید اوراق دولتی با قیمت اسمی ۱۰۰ دلار داریم که ده سال تا سررسیدش مانده و سالانه ۴ دلار سود معین (کوپن) پرداخت می‌کند. اگر سرمایه‌گذاران نگران شوند و اوراق را در بازار بفروشند، قیمت آن مثلاً به ۸۰ دلار افت می‌کند. کوپن تغییر نمی‌کند، اما خریدار جدید فقط ۸۰ دلار پرداخته است؛ پس بازده نقدی سالانه او (بازده جاری) برابر است با ۴ تقسیم بر ۸۰، یعنی ۵ درصد. او در سررسید هم اصل ۱۰۰ دلار را دریافت می‌کند، یعنی ۲۰ دلار بیشتر از قیمت خرید؛ با حساب این مبلغ، بازده کل او تا سررسید (بازده تا سررسید) به‌طور تقریبی ۶/۸ درصد در سال می‌شود.

از این به بعد، دولت هم اگر بخواهد اوراق جدیدی بفروشد، باید بازدهی بالاتری متناسب با بازار پیشنهاد دهد. پس هر وقت می‌شنویم «بازده اوراق بالا رفت»، یعنی قیمت اوراق سقوط کرده و هزینه استقراض برای دولت گران‌تر شده است.

۵/۳٪

بازده اوراق ده‌ساله دولت آمریکا

بالاترین سطح در بیش از ۲۰ سال گذشته

تحلیل روند

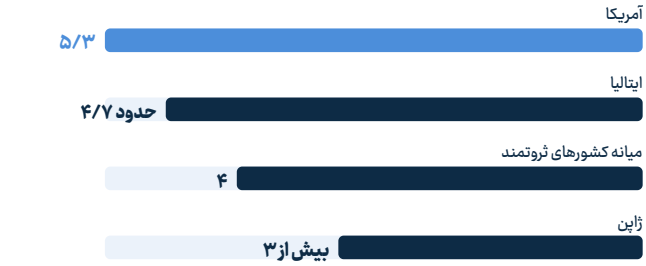
چرا این موضوع مهم است؟ چون دولت‌ها امروز بیش از هر زمان دیگری بدهکارند. بدهی دولت‌های بزرگ ثروتمند، در مقایسه با اندازه اقتصادشان، تقریباً دو برابر ابتدای قرن بیست‌ویکم است. یعنی مثلاً اگر در سال ۲۰۰۰ بدهی یک دولت معادل نیمی از کل تولید سالانه کشورش بود، امروز تقریباً با کل تولید سالانه‌اش برابر است. وقتی بدهی این‌قدر بزرگ باشد، هر یک واحد درصد افزایش در نرخ بهره، صورت‌حساب سنگینی برای بودجه می‌سازد.

به نوشته اکونومیست، حتی پیش از موج اخیر فروش اوراق، پیش‌بینی می‌شد این دولت‌ها امسال ۸ درصد از کل درآمد مالیاتی خود را فقط صرف پرداخت بهره خالص بدهی‌ها کنند. بارونز هم یادآوری می‌کند که بدهی کل جهان، به گزارش مؤسسه مالی بین‌المللی، از ۳۶۵ تریلیون دلار گذشته و بدهی دولت آمریکا برای نخستین بار از ۴۰ تریلیون دلار عبور کرده است؛

رقمی معادل ۱۲۰ درصد کل تولید سالانه آمریکا که یک رکورد تاریخی است.

بازده اوراق ده‌ساله دولتی؛ اکتبر ۲۰۲۶

درصد در سال



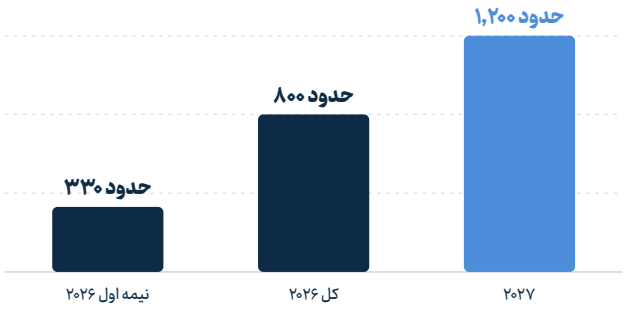
منبع: اکونومیست؛ بارونز

اما همه این افزایش‌ها یک دلیل ندارند. اکونومیست سه نیروی متفاوت را پشت این روند می‌بیند.

نیروی اول: رونق هوش مصنوعی و اقتصادی که داغ مانده است. اقتصاد آمریکا بارها قوی‌تر از انتظار عمل کرده است. وقتی مردم، شرکت‌ها و دولت با هم بیش از ظرفیت اقتصاد خرج می‌کنند، بانک مرکزی برای جلوگیری از تورم ناچار است نرخ بهره را بالا نگه دارد. هوش مصنوعی هم خودش تشنه پول است: پنج غول فناوری آمریکا، یعنی آلفابت (مالک گوگل)، آمازون، متا، مایکروسافت و اوراکل، در شش ماه نخست امسال حدود ۳۳۰ میلیارد دلار برای ساخت مراکز داده خرج کرده‌اند. گلدمن ساکس پیش‌بینی می‌کند این رقم برای کل امسال به حدود ۸۰۰ میلیارد دلار و در سال ۲۰۲۷ به حدود ۱/۲ تریلیون دلار برسد.

سرمایه‌گذاری پنج غول فناوری آمریکا در مراکز داده

میلیارد دلار؛ ارقام ۲۰۲۶ و ۲۰۲۷ پیش‌بینی گلدمن ساکس است



منبع: اکونومیست به نقل از گلدمن ساکس

این شرکت‌ها حالا بخش بزرگی از این پول را با قرض تأمین می‌کنند. آن‌ها امسال تا اینجا ۲۳۰ میلیارد دلار اوراق قرضه فروخته‌اند؛ دو برابر کل سال گذشته. نتیجه ساده است: وقتی شرکت‌های بزرگ و دولت‌ها هم‌زمان برای قرض گرفتن به بازار می‌آیند، برای جذب پول پس‌اندازکنندگان با هم رقابت می‌کنند و قیمت پول، یعنی نرخ بهره، بالا می‌رود. دو پژوهشگر آمریکایی برآورد کرده‌اند که رونق هوش مصنوعی به‌تنهایی می‌تواند نرخ بهره واقعی آمریکا، یعنی نرخ بهره پس از کسر تورم، را حدود نیم واحد درصد بالا ببرد.

نیروی دوم: گرانی انرژی. بحران منطقه خلیج فارس و اختلال چندماهه در تنگه هرمز، قیمت نفت را حدود ۴۰ درصد بالاتر از پیش از بحران نگه داشته و گاز و کود شیمیایی هم گران شده‌اند. صندوق بین‌المللی پول پیش‌تر انتظار داشت تورم جهانی امسال به ۳/۸ درصد برسد؛ حالا این پیش‌بینی را به ۴/۷ درصد رسانده است. بانک‌های مرکزی معمولاً گرانی موقت انرژی را نادیده می‌گیرند، اما این بار شوک انرژی طولانی شده و این خطر وجود دارد که گرانی به همه کالاها سرایت کند.

به همین دلیل بانک‌های مرکزی دست به کار شده‌اند: فدرال رزرو (بانک مرکزی آمریکا) در سپتامبر برای نخستین بار از سال ۲۰۲۳ نرخ بهره را بالا برد، بانک مرکزی اروپا در ماه‌های اخیر دو بار نرخ را افزایش داده و بانک مرکزی ژاپن نرخ بهره را به بالاترین سطح ۳۱ سال اخیر رسانده است.

نیروی سوم: نگرانی از بدهی و سیاست. این خطرناک‌ترین نیروست، چون به اعتماد مربوط است. وقتی سرمایه‌گذاران نگران شوند که یک دولت نتواند بدهی‌هایش را مدیریت کند، برای قرض دادن به آن بازده بیشتری طلب می‌کنند. فرانسه روشن‌ترین نمونه است: بدهی دولت این کشور نزدیک ۱۲۰ درصد تولید سالانه آن است و کسری بودجه امسال به ۵/۴ درصد تولید می‌رسد؛ چهارمین سال پیاپی بالای ۵ درصد. نتیجه اینکه بازده اوراق ده‌ساله فرانسه حالا بیش از ۱/۵ واحد درصد بالاتر از اوراق هم‌سررسید آلمان است؛ بیشترین فاصله از سال ۲۰۱۱. فرانسه حتی از ایتالیا و یونان هم گران‌تر قرض می‌گیرد؛ اتفاقی کم‌سابقه برای کشوری که سال‌ها از معتبرترین وام‌گیرندگان اروپا بود.

> **پول ارزان برای دولت‌ها زمان خرید؛ حالا وقت پرداخت صورت‌حساب رسیده است.**

سازوکار روند

برای فهم اینکه چرا این موج برای برخی کشورها خطرناک‌تر است، یک قاعده ساده کافی است: اگر اقتصاد یک کشور سریع‌تر از نرخ بهره بدهی‌هایش رشد کند (هر دو را بدون کسر تورم می‌سنجیم)، بدهی در مقایسه با اندازه اقتصاد کوچک‌تر می‌شود؛ به شرط آنکه دولت برای خرج‌های جاری‌اش، جدا از بهره، قرض تازه نگیرد. اما اگر نرخ بهره از رشد اقتصاد جلو بزند، بدهی مدام بزرگ‌تر می‌شود، مگر اینکه دولت مالیات را بالا ببرد یا هزینه‌هایش را کم کند. وضعیت شبیه خانواده‌ای است که وامی با نرخ بهره سالانه ۲۰ درصد گرفته، اما درآمدش هر سال فقط ۱۰ درصد زیاد می‌شود؛ اگر خرجش را کم نکند، هر سال سهم بیشتری از درآمدش صرف قسط می‌شود.

آمریکا به لطف رشد قوی اقتصادش وضعیت بهتری دارد. مهم‌تر اینکه دلار پول ذخیره جهان است و تقاضا برای آن همیشه بالاست؛ در هفته‌های اخیر هم هم‌زمان با بالا رفتن نرخ‌ها، دلار تقویت شده است. با این حال، آمریکا هم بی‌خطر نیست:

کسری بودجه سالانه‌اش حدود ۶ درصد تولید است و همین حالا بیش از یک تریلیون دلار در سال بهره بدهی می‌پردازد؛ بیشتر از کل بودجه دفاعی‌اش. به برآورد یک اندیشکده بودجه در آمریکا، اگر نرخ‌ها در همین سطح بمانند، این رقم ظرف ده سال تقریباً سه برابر می‌شود و به ۲/۸ تریلیون دلار می‌رسد.

در مقابل، فرانسه و ایتالیا در وضعیت سخت‌تری هستند، چون هم رشد اقتصادی ضعیفی دارند و هم هزینه قرض بالایی. در فصل دوم امسال، هزینه استقراض فرانسه حدود ۲ واحد درصد بالاتر از نرخ رشد اسمی اقتصادش (رشد پیش از کسر تورم) بود؛ بدترین وضعیت در میان کشورهای ثروتمند. تفاوت مهم این دو کشور این است که ایتالیا، اگر بهره بدهی‌ها را حساب نکنیم، درآمدی بیش از خرج دارد؛ اما فرانسه حتی بدون بهره هم ۲/۹ درصد کسری دارد. اکونومیست حساب کرده که اگر فرانسه بخواهد فقط جلوی بزرگ‌تر شدن بدهی‌اش را بگیرد، باید وضعیت بودجه‌اش را چنان تغییر دهد که از اوایل دهه ۲۰۰۰ تاکنون سابقه نداشته است.

یک عامل زمانی هم وجود دارد که فعلاً ضربه را نرم کرده است: بیشتر بدهی‌های فعلی دولت‌ها در دوران پول ارزان و با نرخ‌های پایین منتشر شده است. نرخ‌های جدید فقط وقتی اثر می‌گذارند که بدهی‌های قدیمی سررسید شوند و دولت ناچار شود آن‌ها را با اوراق جدید و گران‌تر جایگزین کند. اما این سپر در حال فرسایش است: یک‌سوم بدهی‌های دولت‌های عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD)، که بیشتر اعضایش کشورهای ثروتمندند، تا سال ۲۰۲۸ سررسید می‌شود.

یک‌سوم

از بدهی دولت‌های ثروتمند

تا سال ۲۰۲۸ سررسید می‌شود و باید با نرخ‌های گران‌تر تمدید شود

ریسک‌ها و محدودیت‌ها

بزرگ‌ترین خطر این است که نرخ‌های بالا خودشان یک چرخه معیوب بسازند: نرخ بالا رشد اقتصاد را کند می‌کند، رشد کند بدهی را سنگین‌تر می‌کند و بدهی سنگین‌تر، سرمایه‌گذاران را نگران‌تر می‌کند تا برای قرض دادن بازده بیشتری بخواهند. گلدمن ساکس برآورد می‌کند اگر نرخ‌ها در همین سطح بمانند، بیش از نیم واحد درصد از رشد اقتصاد آمریکا در سال ۲۰۲۷ کم می‌شود.

نرخ‌های بالا می‌توانند در جاهای غیرمنتظره هم بحران بسازند. در سال ۲۰۲۲، جهش ناگهانی نرخ‌ها در بریتانیا صندوق‌های بازنشستگی را به فروش اجباری اوراق واداشت تا اینکه بانک مرکزی بریتانیا مداخله کرد. کمی بعد در آمریکا، زیان ناشی از کاهش ارزش اوراق بلندمدت، بانک سیلیکون‌ولی را به ورشکستگی کشاند و موجی از نگرانی درباره بانک‌های دیگر به راه انداخت. این بانک بخش بزرگی از سپرده‌های مشتریانش را در اوراق بلندمدت گذاشته بود؛ وقتی نرخ‌ها بالا رفت، ارزش این اوراق افت کرد و وقتی مشتریان برای برداشت پول هجوم آوردند، بانک ناچار شد اوراق را با زیان بفروشد. حساسیت قیمت اوراق به نرخ بهره را «دیرش» می‌سنجد: قیمت اوراقی با دیرش ۱۰، با یک واحد درصد افزایش بازده، به‌طور تقریبی ۱۰ درصد افت می‌کند. پس بانکی که ۱۰۰ میلیارد دلار از این اوراق دارد، با همین یک واحد درصد، روی کاغذ حدود ۱۰ میلیارد دلار زیان می‌بیند؛ و نرخ‌ها در ۲۰۲۲ بسیار بیش از یک واحد درصد بالا رفت. اگر بانک اوراق را تا سررسید نگه دارد، این زیان در حساب سود و زیانش ثبت نمی‌شود؛ اما با هجوم سپرده‌گذاران، ناگهان واقعی می‌شود.

در بازار سهام هم نشانه‌های هشدار دیده می‌شود. شاخص S&P 500 که عملکرد ۵۰۰ شرکت بزرگ آمریکایی را نشان می‌دهد، امسال حدود ۱۴ درصد بالا رفته و سود شرکت‌ها سه فصل پیاپی، در مقایسه با فصل مشابه سال قبل، بیش از ۲۵ درصد رشد کرده است. اما به گفته یک تحلیلگر ارشد بازار، پژوهش‌های شرکت او نشان می‌دهد هر وقت بازده اوراق ده‌ساله آمریکا از ۴/۷۵ درصد عبور کند، سهام به دردسر می‌افتد؛ و حالا این بازده خیلی بالاتر از آن است.

پرسش بزرگ دیگر این است که آیا سرمایه‌گذاران همچنان حاضرند پول لازم برای ساخت زیرساخت هوش مصنوعی را قرض بدهند. اگر بازار به بازدهی این سرمایه‌گذاری‌های عظیم شک کند، هم سهام فناوری و هم بازار اوراق شرکتی آسیب می‌بینند.

در اروپا، سیاست هم به این نگرانی‌ها دامن می‌زند. دولت فرانسه بودجه‌ای با ۴۳ میلیارد یورو افزایش مالیات و کاهش هزینه ارائه کرده تا کسری را در سال آینده به ۵ درصد برساند، اما در پارلمان اکثریت ندارد. اکونومیست هشدار می‌دهد که اگر سرمایه‌گذاران به‌طور گسترده اوراق فرانسه را بفروشند، دولت ممکن است به‌جای کاهش هزینه، از بانک مرکزی اروپا بخواهد اوراقش را بخرد. اما اگر بانک‌های مرکزی به منبع پول بی‌حساب‌وکتاب دولت‌ها تبدیل شوند، اعتماد سرمایه‌گذاران بیشتر از بین می‌رود و نرخ‌ها باز هم بالاتر می‌روند.

مفاهیم کلیدی

اوراق قرضه دولتی

سندی که دولت با فروش آن از مردم و سرمایه‌گذاران قرض می‌گیرد و قول می‌دهد سود ثابت دوره‌ای (کوپن) بپردازد و اصل پول را در سررسید برگرداند.

کوپن در برابر بازده

کوپن مبلغ ثابتی است که ناشر هر سال می‌پردازد و تغییر نمی‌کند. بازده، درصدی است که خریدار با قیمت روز بازار به دست می‌آورد؛ بازده جاری فقط کوپن را بر قیمت روز تقسیم می‌کند؛ بازده تا سررسید، با فرض نگهداری اوراق تا پایان، تفاوت قیمت خرید با مبلغ اسمی بازپرداختی را هم حساب می‌کند. وقتی قیمت اوراق پایین می‌آید، بازده بالا می‌رود.

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

دوران پول گران در جهان دو اثر هم‌زمان دارد. از یک سو، نرخ‌های بالاتر و دلار قوی‌تر معمولاً تأمین مالی پروژه‌ها و تجارت را برای کشورهای در حال توسعه گران‌تر می‌کند و سرمایه را به سمت دارایی‌های امن دلاری می‌کشد. از سوی دیگر، بخشی از این موج از گرانی انرژی می‌آید که برای کشورهای صادرکننده انرژی می‌تواند درآمد بیشتری به همراه داشته باشد، اما هم‌زمان کالاهای وارداتی مثل نهاده‌های تولید و کود را گران‌تر می‌کند.

سیاست‌گذاری

درس اصلی این گزارش برای هر سیاست‌گذاری، از جمله در ایران، این است که بدهی به‌خودی‌خود مشکل نیست؛ مشکل وقتی آغاز می‌شود که هزینه بدهی به‌طور پایدار از رشد اسمی اقتصاد جلو بزند و بودجه دولت، بدون حساب بهره، هم کسری داشته باشد. تجربه کشورهای مختلف نشان می‌دهد که بازده و سررسید اوراق بدهی دولتی باید همیشه در کنار پیش‌بینی رشد و تورم دیده شود. همچنین اعتبار و استقلال بانک مرکزی، کم‌هزینه‌ترین ابزار برای مهار انتظارات تورمی است.

بنگاه‌ها

شرکت‌هایی که به واردات مواد اولیه یا وام وابسته‌اند، باید برای دوره‌ای طولانی از نرخ‌های بالا آماده باشند. تجربه بازارهای جهانی نشان می‌دهد که در چنین دوره‌هایی، شرکت‌های کم‌بدهی و دارای درآمد نقدی منظم معمولاً کمتر آسیب می‌بینند و شرکت‌هایی که وام کوتاه‌مدت دارند و باید مرتب آن را تمدید کنند، بیشترین فشار را تحمل می‌کنند.

آنچه باید بدانیم

۱ دوران قرض تقریباً مجانی تمام شده است؛ بازده اوراق ده‌ساله در کشورهای ثروتمند به بالاترین سطح ۱۵ سال اخیر رسیده است.

۲ سه نیرو پشت این روند است: رونق سرمایه‌گذاری هوش مصنوعی، گرانی انرژی و نگرانی از بدهی دولت‌ها؛ نیروی سوم از همه خطرناک‌تر است.

۳ معیار اصلی، مقایسه نرخ بهره با رشد اقتصاد است؛ فرانسه و ایتالیا بدترین وضعیت را دارند و آمریکا به لطف رشد و جایگاه دلار فعلاً در امان است.

۴ اثر نرخ‌های بالا تدریجی است، اما با سررسید یک‌سوم بدهی دولت‌های ثروتمند تا ۲۰۲۸ شدیدتر می‌شود.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر

به گفته مدیران سرمایه‌گذاری در گزارش بارونز، اوراق با سررسید کوتاه و متوسط (یک تا پنج سال) در این شرایط جذاب‌اند؛ بازدهی بالاتر از تورم دارند و در برابر تغییر نرخ‌ها هم آسیب‌پذیری کمتری دارند؛ چون هرچه سررسید اوراق دورتر باشد، قیمتش با بالا رفتن نرخ بهره بیشتر افت می‌کند (به این حساسیت، «دیرش» اوراق می‌گویند). شرکت‌های کم‌بدهی با درآمد نقدی منظم هم برتری دارند.

پرریسک‌تر

اوراق بلندمدت دولت‌های پربدهی با رشد اقتصادی ضعیف، شرکت‌های کوچک پربدهی و سهامی که ارزششان فقط به سودهای دور آینده گره خورده است.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند

پایان بحران انرژی و کند شدن رشد آمریکا می‌تواند نرخ‌ها را پایین بیاورد؛ در مقابل، تردید بازار در بازدهی سرمایه‌گذاری‌های هوش مصنوعی یا بحران اعتماد در یک بدهکار بزرگ اروپایی می‌تواند وضع را بدتر کند.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

چشم‌انداز

بخشی از افزایش اخیر نرخ‌ها ممکن است با آرام شدن تورم برگردد، اما جهان به دوران پول تقریباً مجانی دهه ۲۰۱۰ برنمی‌گردد. در سال‌های آینده، دولت‌ها ناچارند میان افزایش مالیات، کاهش هزینه یا پذیرش خطر بحران یکی را انتخاب کنند و محتمل‌ترین سناریو برای اروپا، دوره‌ای طولانی از صرفه‌جویی تدریجی است.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

قرض ارزان یک امتیاز همیشگی نبود، یک فرصت موقت بود. دولت‌هایی که از این فرصت برای اصلاح بودجه استفاده نکردند، حالا باید در شرایط بسیار سخت‌تری هزینه آن را بپردازند. برای سرمایه‌گذار و مدیر ایرانی، پیام عملی روشن است: در دنیای پول گران، بدهی کم و درآمد نقدی منظم از هر وعده رشدی ارزشمندتر است.

تحریریه لنز اقتصاد

منبع: بر پایه اکونومیست، ۱۰ اکتبر ۲۰۲۶ (سرمقاله و گزارش ویژه) · بارونز، ۱۲ اکتبر ۲۰۲۶؛ بازنویسی تحلیلی و افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد.



گاز؛ کمبود امروز، مازاد فردا

امروز گاز مایع کم و گران است، اما همین کمبود، زمینه یک مازاد بزرگ و ارزانی شدید را در چند سال آینده فراهم می‌کند.

ژئواکونومیک · ۷ دقیقه مطالعه · تیم تحلیلی لنز اقتصاد

گاز طبیعی مایع · انرژی · اروپا · قطر

توقف صادرات گاز قطر بازار جهانی را با کمبود روبه‌رو کرده؛ اما پروژه‌های تازه‌ای که به خاطر همین کمبود شتاب گرفته‌اند، می‌توانند تا پایان دهه بازار را از گاز اشباع کنند.

چهار سال پیش، وقتی جنگ اوکراین گاز ارزان روسیه را از اروپا گرفت، اروپا ناچار شد ۴۰ درصد گاز وارداتی‌اش را از جای دیگری تأمین کند. یکی از اولین مقصدهایش قطر بود؛ بزرگ‌ترین تولیدکننده گاز مایع جهان در آن زمان. وزیر انرژی قطر آن روزها با افتخار می‌گفت کشورش بیش از ۲۶ سال تأمین‌کننده‌ای قابل اعتماد بوده و «حتی یک محموله را هم جا نینداخته است».

امروز آن جمله دیگر صدق نمی‌کند. در ماه مارس، با بسته شدن تنگه هرمز، قطر به خریداران اعلام کرد که نمی‌تواند به قراردادهایش عمل کند. به گزارش اکونومیست، قطر از آن زمان فقط ۹۸ محموله صادر کرده که ۵۳۶ محموله کمتر از دوره مشابه سال قبل است. کمبود حاصل به ۳۹ میلیون تن رسیده؛ معادل ۹ درصد کل گاز مایعی که سال گذشته در جهان عرضه شد. قیمت گاز مایع در آسیا حالا ۱۴۰ درصد بالاتر از پیش از بحران است.

۳۹

میلیون تن کمبود گاز مایع از قطر

معادل ۹٪ کل عرضه جهانی در سال گذشته

تحلیل روند

خوش‌بین‌ها می‌گویند اوضاع بدتر از این هم می‌توانست باشد. قیمت امروز، حدود ۲۵ دلار برای هر میلیون واحد حرارتی (واحد رایج قیمت‌گذاری گاز)، هنوز بسیار پایین‌تر از رکورد ۷۰ دلاری سال ۲۰۲۲ است. آسیا که قبلاً بیش از ۸۰ درصد گاز قطر را می‌خرید، تقریباً همه نیازش را از آمریکا، استرالیا، مالزی، نیجریه و دیگر تولیدکنندگان تأمین کرده و وارداتش امسال تا اینجا فقط ۷ میلیون تن کمتر از دوره مشابه سال گذشته بوده است.

اما به نوشته اکونومیست، آزمون اصلی هنوز پیش رو است و نخستین آن، زمستان اروپاست. شرکت‌های اروپایی معمولاً در تابستان گاز می‌خرند و ذخیره می‌کنند تا در زمستان مصرف کنند. امسال اما اروپا اجازه داده آسیا بیشتر محموله‌ها را بخرد و روی زمستانی ملایم حساب کرده است. نتیجه اینکه مخازن گاز اروپا فقط ۷۳ درصد پر است؛ کمترین سطح ثبت‌شده در این زمان از سال، در حالی که میانگین چهار سال گذشته ۹۰ درصد بوده است. این رقم در آلمان ۵۹ درصد است.

۷۳٪

پر بودن مخازن گاز اروپا

کمترین سطح ثبت‌شده در این زمان از سال؛ میانگین سال‌های قبل ۹۰٪

یک شرکت بازرگانی انرژی، آب‌وهوای ده زمستان گذشته را با ذخایر امروز اروپا شبیه‌سازی کرده است: در سه مورد از این ده زمستان، ذخایر به حدی کم می‌شد که اقدامات اضطراری لازم بود. تحلیلگران می‌گویند اگر نوامبر سردتر از انتظار باشد، قیمت می‌تواند به ۳۰ تا ۴۰ دلار برسد و به گفته یک مقام سابق انرژی سنگاپور، در یک زمستان واقعاً سخت «شاید قیمت سقفی نداشته باشد».

سازوکار روند

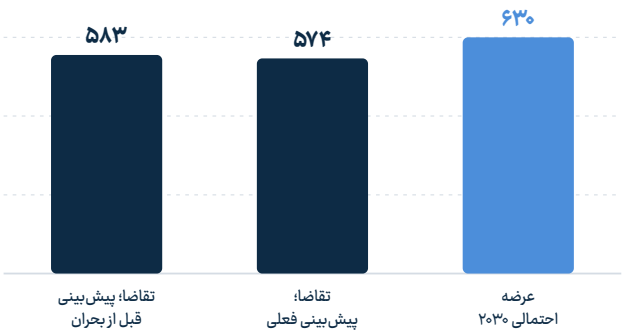
چرا اروپا ذخیره نمی‌کند؟ چون امروز گاز برای تحویل فوری گران‌تر از گازی است که در ماه‌های آینده تحویل داده می‌شود. ذخیره کالا فقط وقتی سود دارد که قیمت تحویل آینده، دست‌کم به اندازه هزینه نگهداری (اجاره مخزن، بیمه و بهره پولی که در کالا خوابیده) از قیمت امروز بالاتر باشد. فرض کنید هر واحد گاز امروز ۲۵ دلار، قرارداد تحویل چهار ماه بعد ۲۲ دلار و هزینه نگهداری ۱ دلار باشد. شرکتی که امروز بخرد و انبار کند، روی هر واحد ۴ دلار زیان می‌کند (۲۵ به‌اضافه ۱، منهای ۲۲). به این وضعیت «بازار وارونه» می‌گویند؛ در چنین بازاری ذخیره‌سازی تجاری عملاً متوقف می‌شود، مگر آنکه دولت آن را اجباری کند یا هزینه‌اش را بپذیرد. به همین دلیل اتحادیه اروپا الزام پر کردن ۹۰ درصد مخازن تا نوامبر را فعلاً اجرا نمی‌کند و فقط آلمان دستور داده تا ۱۵ دسامبر معادل هشت محموله گاز اضافه خریده شود.

روی دیگر سکه، موج عرضه‌ای است که در راه است. پیش از بحران، بیشتر کارشناسان انتظار داشتند بازار گاز مایع از سال ۲۰۲۶ وارد دوره مازاد شود. بحران این پیش‌بینی را عقب انداخت، اما پروژه‌های بزرگ متوقف نشده‌اند و کمبود امروز سازندگان را مصمم‌تر هم کرده است. ظرفیت تولید گاز مایع آمریکا تا سال ۲۰۳۰ تقریباً دو برابر می‌شود و واحدهای کوچک و ماژولار، ذخایر کشورهایی از آرژانتین تا سنگال را هم به بازار می‌آورند. با این پروژه‌ها، عرضه جهانی در سال ۲۰۳۰ می‌تواند به ۶۳۰ میلیون تن برسد؛ نزدیک ۶۰ درصد بیشتر از سال گذشته. در مقابل، تقاضا کمتر از پیش‌بینی‌های قبلی خواهد بود، چون برخی کشورها، از جمله چین، ساخت پایانه‌های جدید واردات را لغو کرده‌اند و بسیاری دوباره به زغال‌سنگ، انرژی‌های تجدیدپذیر و انرژی هسته‌ای روی آورده‌اند.

به نوشته اکونومیست، اگر قطر دوباره با تمام ظرفیت تولید کند و همه پروژه‌های جدید هم به نتیجه برسند، عرضه ۵۵ تا ۷۵ میلیون تن از تقاضا بیشتر خواهد شد. در آن صورت قیمت ممکن است به کمتر از ۶ دلار برای هر میلیون واحد حرارتی برسد؛ یعنی حدود یک‌چهارم قیمت امروز و حتی کمتر از هزینه تحویل محموله در بیشتر قراردادهای بلندمدت.

بازار جهانی گاز مایع در پایان دهه

میلیون تن در سال



منبع: اکونومیست به نقل از ریستاد انرژی

هرچه کمبود امروز شدیدتر باشد، مازاد فردا بزرگ‌تر خواهد بود.

ریسک‌ها و محدودیت‌ها

سناریوی کوتاه‌مدت به دو «اگر» بزرگ بستگی دارد: اگر هوا ملایم بماند و اگر گاز قطر تا دسامبر به بازار برگردد، اروپا از زمستان عبور می‌کند و قیمت‌ها پایین می‌آید. اکونومیست هر دو شرط را «به‌طرز نگران‌کننده‌ای بزرگ» می‌داند. اگر عرضه قطر به‌زودی برنگردد، اروپا برای پر کردن مخازن پیش از زمستان بعد به ۲۰ میلیون تن گاز اضافه نیاز دارد و همین نیاز، قیمت را در تمام سال ۲۰۲۷ بالا نگه می‌دارد.

تاریخ نزدیک این بازار نشان می‌دهد نوسان‌ها تا کجا می‌تواند پیش برود. در تابستان ۲۰۲۲، اروپا تقریباً به هر قیمتی مخازنش را پر کرد و قیمت گاز در بازار مرجع اروپا در هلند، در اوت آن سال به نزدیک ۳۴۰ یورو برای هر مگاوات‌ساعت رسید. اما زمستان ملایم بود و تا اواخر مه ۲۰۲۳ قیمت به کمتر از ۲۵ یورو رسید؛ بیش از ۹۰ درصد زیر اوج. خریدارانی که در اوج قرارداد بسته بودند، زیان سنگینی دیدند و همین خاطره توضیح می‌دهد چرا امروز بسیاری صبر را به خرید زودهنگام ترجیح می‌دهند.

در بلندمدت ریسک برعکس است: بازاری شلوغ از معامله‌گرانی که محموله‌های اضافه را به یکدیگر می‌فروشند و برخی با محموله‌های بی‌خریدار زیان می‌دهند. پس از چنین زیان‌هایی، تأمین‌کنندگان سرمایه ممکن است بیش از حد محتاط شوند؛ همان چیزی که بذر کمبود بعدی را می‌کارد. بازار کالاها بارها این چرخه را دیده است: قیمت بالا سرمایه‌گذاری را زیاد می‌کند، عرضه اضافه قیمت را پایین می‌آورد و قیمت پایین، سرمایه‌گذاری را دوباره کم می‌کند.

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

ایران یکی از بزرگ‌ترین ذخایر گاز جهان را دارد، اما سهمش از بازار جهانی گاز مایع ناچیز بوده است. ارزش ذخایر فقط به حجمشان نیست، به زمان ورود به بازار هم بستگی دارد: درآمدی که دیرتر برسد، امروز کمتر می‌ارزد. فرض کنید هر واحد گاز را بتوان ۹ سال بعد به ۱۰ دلار فروخت و نرخ تنزیل ۸ درصد در سال باشد؛ ارزش امروز آن به‌طور تقریبی ۵ دلار است (۱۰ تقسیم بر ۱٫۰۸ به توان ۹).

سیاست‌گذاری

تجربه اروپا نشان می‌دهد که امنیت انرژی بدون ذخیره‌سازی کافی و تنوع منابع، به آب‌وهوا و شانس گره می‌خورد. کمبود گاز در زمستان در بسیاری از کشورها، از جمله ایران، چالشی تکراری است و تجربه جهانی بر سه ابزار تأکید دارد: مخازن ذخیره فصلی، قیمت‌گذاری پلکانی مصرف و کاهش هدررفت انرژی.

بنگاه‌ها

گرانی گاز در اروپا و آسیا هزینه رقبای خارجی پتروشیمی‌ها را بالا می‌برد، اما اگر مازاد پیش‌بینی‌شده محقق شود، این مزیت در پایان دهه کمرنگ می‌شود. برای سرمایه‌گذار بورس تهران هم درسی در این چرخه هست: ارزش شرکت‌های انرژی‌بر را باید با سود «میانگین چرخه» سنجید، نه با سود سال اوج.

آنچه باید بدانیم

۱ کمبود امروز واقعی است: گاز مایعی که قطر نتوانسته صادر کند، معادل ۹ درصد عرضه جهانی است و قیمت در آسیا ۱۴۰ درصد بالا رفته است.

۲ آزمون اصلی زمستان اروپاست؛ مخازن فقط ۷۳ درصد پر است و اروپا روی هوای ملایم حساب کرده است.

۳ بحران، ساخت پروژه‌های جدید را متوقف نکرده و عرضه احتمالی سال ۲۰۳۰ به ۶۳۰ میلیون تن می‌رسد.

۴ کمبود امروز می‌تواند در پایان دهه به مازادی بزرگ و قیمت کمتر از ۶ دلار، حدود یک‌چهارم قیمت امروز، تبدیل شود.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر

در کوتاه‌مدت، فعالیت‌هایی که از گرانی گاز سود می‌برند؛ و در بلندمدت، کسب‌وکارهایی که ذخیره‌سازی و انعطاف در خرید و فروش را ارائه می‌دهند.

پرریسک‌تر

پروژه‌هایی که سودآوری‌شان بر ماندگاری قیمت‌های بالای امروز بنا شده، و خریدارانی که در اوج قیمت، قرارداد بلندمدت با قیمت ثابت می‌بندند.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند

بازگشت سریع گاز قطر، زمستانی بسیار سرد در اروپا یا لغو گسترده پروژه‌های جدید.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

چشم‌انداز

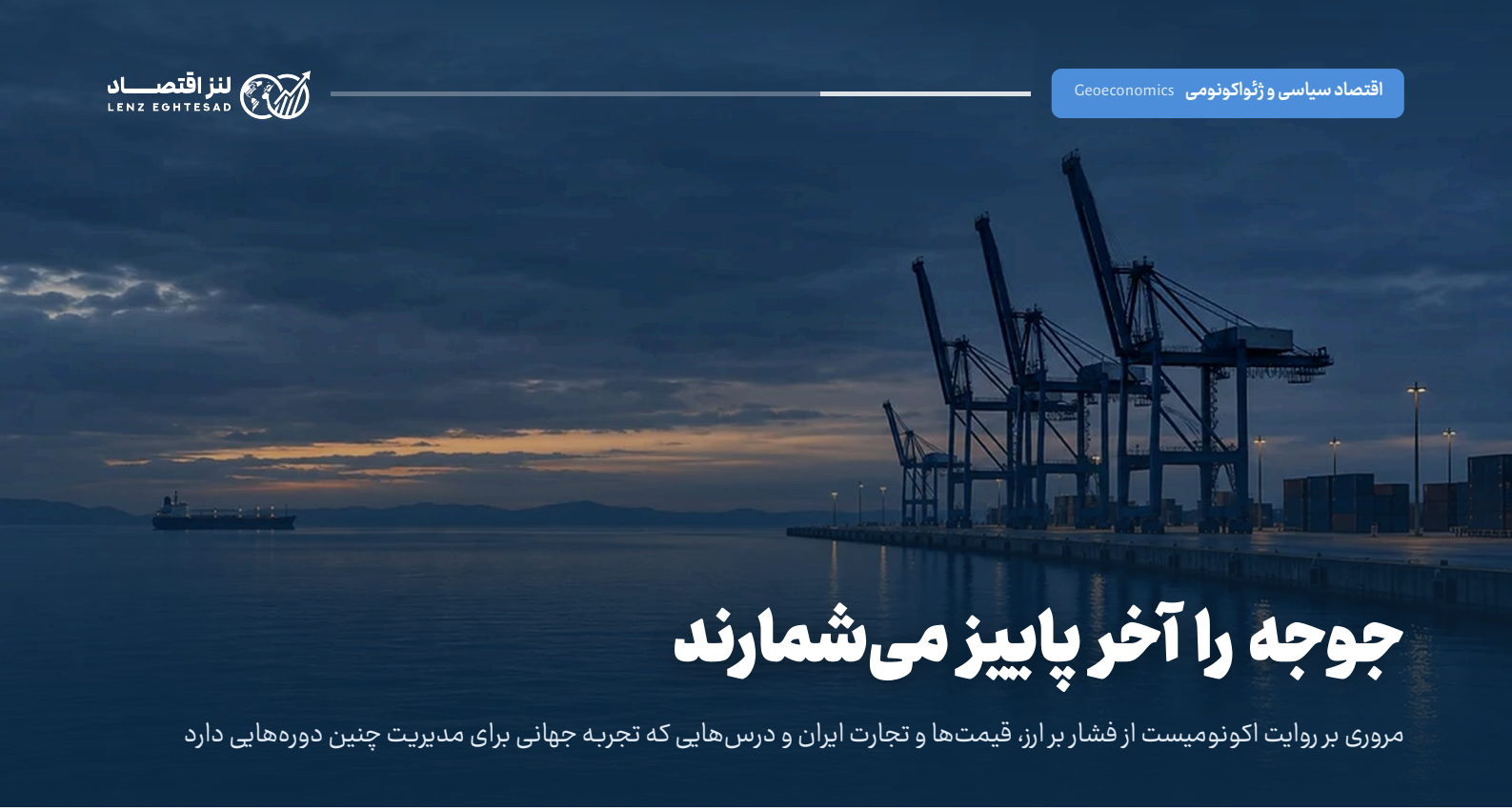
بازار گاز مایع احتمالاً دو دوره متضاد را تجربه می‌کند: یکی دو سال کمبود و نوسان شدید، و سپس موجی از عرضه تازه که قیمت‌ها را به‌شدت پایین می‌آورد. در این مسیر، نقش ذخیره‌سازی و قراردادهای انعطاف‌پذیر پررنگ‌تر می‌شود.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

بحران‌های انرژی معمولاً بذر مازاد بعدی را می‌کارند و بازار گاز امروز نمونه کامل این چرخه است. برای تصمیم‌گیر ایرانی پیام روشن است: در بازار گاز، زمان‌شناسی و قابل اعتماد بودن به اندازه حجم ذخایر ارزش دارد.

تحریریه لنز اقتصاد

منبع: بر پایه اکونومیست، ۱۰ اکتبر ۲۰۲۶؛ بازنویسی تحلیلی و افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد.



جوجه را آخر پاییز می‌شمارند

مروری بر روایت اکونومیست از فشار بر ارز، قیمت‌ها و تجارت ایران و درس‌هایی که تجربه جهانی برای مدیریت چنین دوره‌هایی دارد

سیاست‌گذاری اقتصادی | ۷ دقیقه مطالعه | تیم تحلیلی لنز اقتصاد
اقتصاد ایران | نرخ ارز | تورم | تجارت خارجی

وقتی مسیرهای اصلی تجارت تنگ می‌شود، ارز، قیمت‌ها و تأمین کالا هم‌زمان زیر فشار قرار می‌گیرند؛ تجربه کشورها نشان می‌دهد آرام نگه داشتن انتظارات و حفظ جریان کالاهای ضروری، مهم‌ترین ابزار عبور از چنین دوره‌ای است.

نشریه اکونومیست در شماره این هفته گزارشی درباره وضعیت اقتصاد ایران منتشر کرده که تیترش را از یک ضرب‌المثل فارسی گرفته است. به روایت این نشریه، رئیس کل بانک مرکزی ایران در پاسخ به پیش‌بینی‌های بدبینانه درباره اقتصاد کشور گفته است: «جوجه را آخر پاییز می‌شمارند». اکونومیست می‌نویسد که شمارش در آغاز پاییز تصویر دشواری نشان می‌دهد و به سه شاخص اشاره می‌کند: نرخ ارز، تورم و تجارت خارجی.

ارقام این گزارش بر پایه روایت نشریه اکونومیست و منابعی است که این نشریه به آن‌ها استناد کرده و ممکن است با آمارهای رسمی تفاوت داشته باشد.

ما در لنز اقتصاد این گزارش را فقط از زاویه اقتصادی مرور می‌کنیم: یک فشار تجاری چطور به نرخ ارز و قیمت‌ها منتقل می‌شود و تجربه کشورهای دیگر در مدیریت چنین دوره‌هایی چه درسی دارد؟

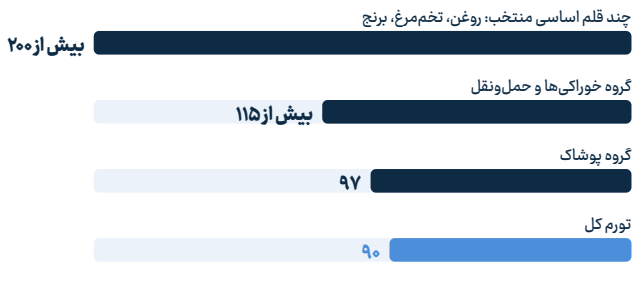
تحلیل روند

به نوشته اکونومیست، ریال در ماه‌های اخیر چند بار رکورد تازه‌ای از کاهش ارزش ثبت کرده و نرخ دلار در بازار به حدود ۲/۷ میلیون ریال رسیده است؛ یعنی ریال امسال حدود نیمی از ارزشش را از دست داده است. این نشریه می‌افزاید که بانک مرکزی در ماه گذشته ۲ میلیارد دلار ارز به بازار عرضه کرد که سرعت افزایش نرخ را کم کرد، اما روند را برنگرداند.

کاهش ارزش پول ملی به‌سرعت به قیمت‌ها منتقل شده است. به روایت اکونومیست، قیمت‌ها در شهریور به‌طور میانگین ۹۰ درصد بالاتر از شهریور سال قبل بوده است. در گروه خوراکی‌ها و حمل‌ونقل این افزایش بیش از ۱۱۵ درصد و در گروه پوشاک ۹۷ درصد بوده است. قیمت چند قلم اساسی منتخب، یعنی روغن خوراکی، تخم‌مرغ و برنج، به‌تنهایی بیش از ۲۰۰ درصد بالا رفته است؛ رقمی که مربوط به همین اقلام است و نه کل سبد مصرفی خانوار.

افزایش قیمت‌ها در یک سال منتهی به شهریور

درصد؛ ردیف اول مربوط به چند قلم منتخب است، نه کل سبد



منبع: اکونومیست؛ ارقام ممکن است با آمار رسمی متفاوت باشد

ریشه این فشار، به روایت این گزارش، در تنگ شدن مسیرهای تجارت خارجی است. بحران منطقه‌ای و اختلال در مسیرهای دریایی، هم بر صادرات نفت و هم بر صادرات غیرنفتی اثر گذاشته است.

اکونومیست به داده‌های گمرک چین استناد می‌کند: چین که بزرگ‌ترین شریک تجاری ایران است، معمولاً سالانه بیش از ۴ میلیارد دلار کالای غیرنفتی از ایران می‌خرد. اما در هشت ماه نخست ۲۰۲۶ این رقم فقط ۷۴۶ میلیون دلار بوده است؛ ۶۷ درصد کمتر از سال قبل. خرید چین از ایران در همه اقلام، از پلاستیک تا پسته، به‌شدت کم شده است.

۶۷٪

کاهش صادرات غیرنفتی ایران به چین

هشت ماه نخست ۲۰۲۶ در مقایسه با سال قبل

سازوکار روند

اقتصادهایی که بخش بزرگی از درآمد ارزی‌شان از چند کالای صادراتی و از چند مسیر محدود حمل‌ونقل تأمین می‌شود، در برابر اختلال در این مسیرها آسیب‌پذیرترند. سازوکار ساده است: وقتی ارز کمتری وارد کشور می‌شود، قیمت ارز بالا می‌رود. و چون بخش زیادی از مواد اولیه تولید وارداتی است، گرانی ارز به‌سرعت به هزینه تولید و قیمت کالاها در مغازه‌ها می‌رسد.

حلقه دوم این زنجیره، حمل‌ونقل است. به نوشته اکونومیست، جایگزین کردن بنادر جنوبی با مسیرهای دیگر، پرهزینه و زمان‌بر است: کامیون‌ها در مرزهای زمینی روزها در صف می‌مانند، ظرفیت بنادر و کشتی‌های دریای خزر محدود است و حمل نفت با قطار هم فقط حجم کمی را جابه‌جا می‌کند؛ برای رسیدن به ظرفیت یک نفتکش بزرگ به ۲٬۸۰۰ واگن مخزن‌دار نیاز است. این مثال نشان می‌دهد که چرا تنوع مسیرهای تجاری باید پیش از بحران ساخته شود، نه در میانه آن.

حلقه سوم، حمل‌ونقل هوایی است. اکونومیست به برآورد یک اندیشکده اشاره می‌کند که ۶۰ درصد واردات دارویی ایران با هواپیما انجام می‌شود و به نقل از اتحادیه داروسازان می‌نویسد که قیمت دارو امسال ۱۵۰ درصد افزایش یافته است. بنابراین محدودیت پروازها مستقیماً به تأمین کالاهای حیاتی گره می‌خورد.

در دوران بحران، انتظارات مردم از تورم سریع‌تر از هر متغیر دیگری حرکت می‌کند و آرام کردن آن کم‌هزینه‌ترین سیاست است.

ریسک‌ها و محدودیت‌ها

مهم‌ترین ریسک در چنین شرایطی، چرخه انتظارات است: وقتی مردم و بنگاه‌ها انتظار تورم بالاتری دارند، پول نقد خود را به ارز و کالا تبدیل می‌کنند و همین رفتار، فشار بر نرخ ارز و قیمت‌ها را بیشتر می‌کند. منطق این رفتار را با مفهوم «بازده واقعی» می‌توان دید: در یک مثال فرضی، سپرده‌ای با سود سالانه ۲۵ درصد در تورم ۴۰ درصدی، قدرت خرید پس‌انداز را به‌طور تقریبی ۱۱ درصد کم می‌کند (۱/۲۵ تقسیم بر ۱/۴۰ برابر است با حدود ۰/۸۹). تجربه کشورهای مختلف نشان می‌دهد که فروش ارز در بازار، اگر با یک برنامه روشن و قابل اعتماد همراه نباشد، فقط زمان می‌خرد.

ریسک دوم، کاهش قدرت خرید حقوق‌بگیران و بازنشستگان است. وقتی دستمزدها دیرتر و کمتر از تورم افزایش می‌یابند، خرید خانوارها کم می‌شود و کسب‌وکارهایی که به بازار داخلی وابسته‌اند، با رکود روبه‌رو می‌شوند. اگر دستمزد اسمی ۲۰ درصد بالا برود و قیمت‌ها ۵۰ درصد، قدرت خرید حقوق به‌طور تقریبی ۲۰ درصد کم می‌شود (۱/۲۰ تقسیم بر ۱/۵۰ برابر است با ۰/۸۰).

ریسک سوم، کاهش ذخایر نفت آماده فروش است. به نوشته اکونومیست و به برآورد شرکت داده Kpler، نفتی که ایران روی نفتکش‌ها و خارج از منطقه بحران در اختیار دارد، به حدود ۱۰ میلیون بشکه رسیده؛ در حالی که پیش از بحران بیش از ۱۲۰ میلیون بشکه بود. کاهش این ذخایر، فشار بر درآمد ارزی را در ماه‌های آینده بیشتر می‌کند.

در عین حال، خود گزارش اکونومیست هم یادآوری می‌کند که اقتصاد ایران با دوره‌های دشوار بیگانه نیست و بارها چنین دوره‌هایی را پشت سر گذاشته است. عنوان گزارش هم یادآوری می‌کند که داوری نهایی به پایان این فصل موکول است.

مفاهیم کلیدی

تورم نقطه‌به‌نقطه

مقایسه سطح قیمت‌ها در یک ماه با همان ماه در سال قبل؛ تغییر مسیر قیمت‌ها را سریع‌تر از تورم میانگین سالانه نشان می‌دهد.

ذخیره شناور نفت

نفتی که روی نفتکش‌ها در دریا نگهداری می‌شود و هنوز به خریدار تحویل نشده است؛ نوعی انبار متحرک برای فروش‌های بعدی.

لنگر انتظارات

یک هدف یا قاعده روشن، مثل هدف تورمی اعلام‌شده، که به مردم و بنگاه‌ها نشان می‌دهد قیمت‌ها به کدام سو می‌روند و از نگرانی و رفتارهای هیجانی جلوگیری می‌کند.

تاب‌آوری زنجیره تأمین

توان یک بنگاه برای ادامه تولید در شرایط بحران، با داشتن چند تأمین‌کننده، چند مسیر حمل و موجودی احتیاطی.

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

در چنین دوره‌ای، اولویت اصلی حفظ ثبات نسبی و جلوگیری از سرایت فشار به همه بخش‌های اقتصاد است. تجربه کشورهایی که با شوک‌های ارزی بزرگ روبه‌رو بوده‌اند، از ترکیه تا آرژانتین، نشان می‌دهد که سیاست پولی منضبط، اطلاع‌رسانی شفاف و حمایت هدفمند از گروه‌های آسیب‌پذیر، هزینه عبور از این دوره را کم می‌کند. هرچه این اقدام‌ها زودتر و هماهنگ‌تر انجام شود، هزینه کمتری دارد.

سیاست‌گذاری

تجربه بسیاری از اقتصادها نشان داده که اعلام یک برنامه روشن برای سیاست ارزی و پولی، بهتر از مداخله‌های پراکنده می‌تواند انتظارات را آرام کند. همچنین تجربه جهانی بر اولویت دادن ارز به دارو، غذا و مواد اولیه تولید، و تسهیل مسیرهای جایگزین حمل‌ونقل در دوره‌های بحران تأکید دارد. در ادبیات اقتصاد پولی، اعتبار سیاست‌گذار از کم‌هزینه‌ترین ابزارهای مهار تورم شمرده می‌شود: وقتی مردم باور کنند سیاستی ادامه می‌یابد، انتظاراتشان را زودتر تعدیل می‌کنند.

بنگاه‌ها

برای بنگاه‌ها، مهم‌ترین درس این دوره تاب‌آوری زنجیره تأمین است: داشتن چند تأمین‌کننده و چند مسیر حمل، نگهداری موجودی احتیاطی از مواد اولیه حیاتی و بستن قراردادهایی که ریسک نوسان ارز را میان طرفین تقسیم می‌کند. شرکت‌هایی که بازارهای صادراتی متنوع‌تری دارند، در برابر کاهش خرید یک شریک بزرگ مقاوم‌ترند. بندهای تعدیل قیمت بر پایه شاخص‌های رسمی هم ریسک تورم را منصفانه‌تر میان طرفین قرارداد تقسیم می‌کند.

آنچه باید بدانیم

۱ به روایت اکونومیست، نرخ ارز، قیمت‌ها و تجارت خارجی هم‌زمان زیر فشارند و تورم شهریور نسبت به سال قبل به ۹۰ درصد رسیده است.

۲ ریشه فشار، تنگ شدن مسیرهای تجارت و حمل‌ونقل است؛ صادرات غیرنفتی به چین در هشت ماه نخست سال ۶۷ درصد کاهش یافته است.

۳ مسیرهای جایگزین زمینی، دریای خزر و ریلی ظرفیت محدودتر و هزینه بیشتری دارند و جای بنادر اصلی را کامل پر نمی‌کنند.

۴ تجربه جهانی نشان می‌دهد آرام نگه داشتن انتظارات و تأمین کالاهای ضروری، مهم‌ترین ابزار عبور از دوره‌های دشوار اقتصادی است.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر

در دوره‌های تورم بالا، کسب‌وکارهایی که می‌توانند قیمت محصولشان را با تورم تنظیم کنند، دارایی‌های واقعی و شرکت‌های صادرات‌محور با بازارهای متنوع، معمولاً ارزششان را بهتر حفظ می‌کنند.

پرریسک‌تر

بنگاه‌هایی که برای مواد اولیه به یک مسیر یا یک تأمین‌کننده وابسته‌اند، و شرکت‌های پربدهی که درآمدشان ریالی و هزینه‌شان ارزی است.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند

گشایش در مسیرهای تجاری و ثبات نسبی نرخ ارز می‌تواند به‌سرعت انتظارات را تغییر دهد.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

چشم‌انداز

مسیر ماه‌های آینده بیش از هر چیز به وضعیت مسیرهای تجاری و حمل‌ونقل منطقه بستگی دارد. اگر این مسیرها باز شوند، بخشی از فشار بر ارز و قیمت‌ها می‌تواند به‌سرعت کاهش یابد؛ در غیر این صورت، تاب‌آوری زنجیره تأمین و مدیریت انتظارات نقش تعیین‌کننده خواهد داشت. به تعبیر رایج میان اقتصاددانان، تورم «با آسانسور بالا می‌رود و با پله پایین می‌آید»؛ پس حتی در سناریوی خوش‌بینانه، بازگشت ثبات قیمت‌ها زمان می‌برد.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

هر اقتصادی در دوره بحران آزموده می‌شود و داوری نهایی، همان‌طور که ضرب‌المثل می‌گوید، به پایان فصل موکول است. پیام این گزارش برای سیاست‌گذار و بنگاه یکسان است: تنوع در مسیرهای تجارت و ثبات در انتظارات، سرمایه‌ای است که باید پیش از بحران اندوخت. اعتماد را می‌توان سریع خرج کرد، اما ساختنش زمان می‌برد.

تحریریه لنز اقتصاد

منبع: بر پایه اکونومیست، ۱۰ اکتبر ۲۰۲۶؛ بازنویسی تحلیلی و افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد.



روزهای سخت نفت در چین

چین که شوک اول بحران خلیج فارس را با موفقیت پشت سر گذاشت، حالا باید میان سوخت گران‌تر، یارانه سنگین‌تر و کوچک کردن ذخایر احتیاطی‌اش یکی را انتخاب کند.

ژئواکونومیک | ۷ دقیقه مطالعه | تیم تحلیلی لنز اقتصاد | چین | نفت | سوخت | ذخایر استراتژیک

بزرگ‌ترین خریدار نفت جهان هر تصمیمی بگیرد، قیمت نفت و هزینه حمل آن در همه دنیا تغییر می‌کند.

روز ۲۴ سپتامبر، در دیدار رهبران آمریکا و چین در واشنگتن، رئیس‌جمهور آمریکا از همتای چینی‌اش خواست صادرات سوخت چین را افزایش دهد تا کمبود جهانی گازوئیل کمتر شود. یک هفته بعد پاسخ پکن رسید: توقف فوری صدور همه مجوزهای صادرات سوخت، بدون اعلام زمان پایان. به نوشته اکونومیست، این تصمیم بیش از آنکه پیامی سیاسی باشد، نشان می‌دهد نظام انرژی چین زیر فشاری بیشتر از آنچه اعلام می‌کند قرار دارد.

تا همین چند ماه پیش، چین که زمانی بزرگ‌ترین خریدار نفت خلیج فارس بود، بحران هرمز را به‌خوبی مدیریت کرده بود. بین آوریل و ژوئن، واردات نفت خام را نصف کرد و به ۶ میلیون بشکه در روز رساند؛ کاری که بدون ایجاد رکود در داخل، به آرام شدن قیمت جهانی نفت هم کمک کرد. مقام‌های چینی که سال‌ها برای ساختن ذخایر نفتی سرمایه‌گذاری کرده بودند، احساس کردند راهشان درست بوده است.

تحلیل روند

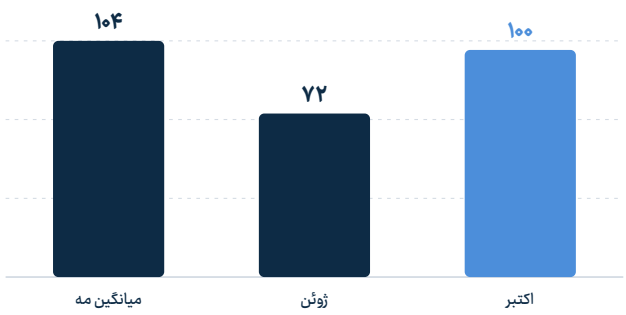
برای فهم دلیل این عقب‌نشینی، باید به نحوه خرید نفت در چین نگاه کرد. به تحلیل اکونومیست، رفتار چین در بازار نفت حاصل کشمکشی دائمی میان دو هدف است: امنیت انرژی که برای دولت اولویت اصلی است، و سود تجاری شرکت‌های بزرگ نفتی دولتی که تقریباً تنها دارندگان مجوز صادرات‌اند.

در آغاز بحران، امنیت انرژی پیروز شد. دولت در ماه مارس صادرات بنزین، گازوئیل و سوخت هواپیما را متوقف کرد. وقتی مخازن پر شد، شرکت‌ها کمتر نفت خام پالایش کردند و برای اولین بار پس از سال‌ها، به‌جای افزودن به ذخایر، کمی از آن‌ها برداشتند. مصرف سوخت هم کم شد، چون گرانی رانندگان را به استفاده از تاکسی، که در چین بیشترشان برقی‌اند، و حمل‌ونقل عمومی کشاند.

در ژوئن، با عبور بخشی از نفت از هرمز، قیمت نفت برنت (شاخص اصلی قیمت نفت در جهان) که در ماه مه به‌طور میانگین ۱۰۴ دلار بود، به ۷۲ دلار رسید. اما قیمت سوخت‌هایی مثل گازوئیل همچنان بالا ماند و صادرکنندگان چینی فرصت سودی بزرگ دیدند. به گفته یک مدیر بازرگانی، دولت زیر فشار شدیدی برای آزاد کردن صادرات قرار گرفت.

قیمت نفت برنت در مسیر بحران

دلار برای هر بشکه



منبع: اکونومیست

سازوکار روند

دولت چین در جولای ممنوعیت صادرات سوخت را برداشت، اما با یک شرط: ذخایر سوخت شرکت‌ها باید بالاتر از سطح ماه فوریه، یعنی پیش از بحران، بماند. نهاد برنامه‌ریزی اقتصادی چین هر ماه این ذخایر را بازرسی می‌کند و اگر راضی باشد، شرکت‌ها می‌توانند مجوز صادرات بگیرند.

این قاعده به جهش صادرات انجامید و صادرات گازوئیل در سپتامبر به بالاترین سطح چهار سال اخیر رسید. اما رفتار شرکت‌ها را هم عجیب کرد. شرکت‌های بزرگ برای اینکه مجوز بگیرند، حجم عظیمی سوخت از پالایشگاه‌های کوچک خصوصی خریدند تا ذخایرشان را بالا نشان دهند. چون می‌دانستند ممنوعیت ممکن است بی‌خبر برگردد، به خرید هرچه بیشتر نفت خام از بازار جهانی هم هجوم بردند. پالایشگاه‌های چینی که معمولاً نفت را چهار ماه زودتر سفارش می‌دهند، در سپتامبر نفت را برای تحویل ظرف چهار هفته خریدند. برای تأمین پول این خریدها، محموله‌هایی را هم که قرار بود در دسامبر تحویل بگیرند، دوباره فروختند؛ یعنی در عمل نفت آینده را با نفتی معاوضه کردند که بلافاصله بتوان پالایش کرد. انگیزه روشن بود: با تشدید کمبود جهانی سوخت، سود دلاری صادرکنندگان از هر بشکه گازوئیل به بیش از ۱۰۰ دلار رسیده بود.

این هجوم، بازار جهانی را به هم ریخت. به نوشته اکونومیست، با اینکه نفت بیشتری از هرمز عبور می‌کند، تقاضای چین قیمت برنت را دوباره به ۱۰۰ دلار رسانده است. هر بشکه برنت برای تحویل فوری حدود ۲۵ دلار گران‌تر از برنتی است که چند هفته بعد تحویل داده می‌شود؛ نشانه‌ای روشن از اینکه خریداران برای نفتِ همین امروز حاضرند بهای بسیار بیشتری بپردازند. اجاره نفتکش هم رکورد زده و حمل هر بشکه نفت از عمان به چین حالا ۳۶ دلار هزینه دارد؛ در حالی که در ابتدای سال ۱/۵ دلار بود.

۳۶ دلار

هزینه حمل هر بشکه نفت از عمان به چین

در ابتدای سال ۱/۵ دلار بود

ریسک‌ها و محدودیت‌ها

این وضعیت برای رهبران چین دردسرساز شده است. با گران شدن نفت خام، قیمت عمده‌فروشی سوخت در چین بالا رفته، اما قیمت جایگاه‌های سوخت را دولت تعیین می‌کند و آن را کمتر افزایش داده است. در برخی مناطق، قیمت جایگاه حتی از قیمت عمده‌فروشی هم پایین‌تر است. نتیجه اینکه شرکت‌ها انگیزه‌ای برای تولید سوخت برای بازار داخلی ندارند.

ذخایر سوخت چین هم به‌سرعت کم می‌شود: از آغاز بحران ۶۵ میلیون بشکه کاهش یافته و به حدود ۳۰۰ میلیون بشکه رسیده است. بخش زیادی از همین مقدار هم فقط برای حفظ شرط مجوز صادرات نگه داشته می‌شود و عملاً قابل استفاده نیست. به برآورد آرگوس مدیا (Argus Media)، یک مؤسسه گزارش قیمت، ذخایر سوخت شرکت‌های دولتی در پایان سپتامبر ۲ درصد زیر سطح فوریه بود. پالایشگاه‌های کوچک خصوصی هم تحت فشارند، چون منابع نفت ارزان‌قیمتی که پیش‌تر به آن دسترسی داشتند، یا قطع شده یا گران شده است.

فشار به جایگاه‌های سوخت هم رسیده است. به گزارش اکونومیست، برخی جایگاه‌ها مشتریان را مجبور می‌کنند برای گرفتن گازوئیل، که کمیاب‌ترین سوخت است، سیگار هم بخرند. همین نگرانی توضیح می‌دهد که چرا دولت صدور مجوز را در اول اکتبر، هم‌زمان با تعطیلات یک‌هفته‌ای ملی که مصرف سوخت را بالا می‌برد، متوقف کرد.

اثر جهانی این تصمیم مهم است. پیش‌بینی می‌شود صادرات سوخت چین در اکتبر ۴۰ درصد کاهش یابد؛ در حالی که چین در سپتامبر ۸ درصد صادرات جهانی گازوئیل، بنزین و سوخت هواپیما را در اختیار داشت. این کاهش، کمبود جهانی سوخت را شدیدتر می‌کند. شرکت‌های نفتی چین هم آسیب می‌بینند، چون باید برای محموله‌هایی که تعهد تحویلشان را داده‌اند اما دیگر اجازه خروج ندارند، جایگزین بخرند. به محاسبه یک تحلیلگر آرگوس مدیا، اگر یک شرکت بزرگ چینی ناچار شود سوخت یک محموله معمولی گازوئیل را از بازار آزاد تهیه کند، به‌جای ۲۰ میلیون دلار سود، ۱۰ میلیون دلار زیان می‌کند؛ چرخشی ۳۰ میلیون دلاری برای تنها یک محموله.

> **سیاستی که در ماه اول بحران جواب می‌دهد، لزوماً در ماه هفتم جواب نمی‌دهد.**

سیاست سوخت چین در ۲۰۲۶

مارس
ممنوعیت صادرات بنزین، گازوئیل و سوخت هواپیما برای حفظ عرضه داخلی

آوریل تا ژوئن
واردات نفت خام نصف شد و به ۶ میلیون بشکه در روز رسید

ژوئن
عبور بخشی از نفت از هرمز؛ قیمت برنت به ۷۲ دلار رسید

جولای
صادرات دوباره آزاد شد، به شرط حفظ ذخایر در سطح فوریه

سپتامبر
صادرات گازوئیل به بالاترین سطح چهار سال اخیر رسید

اول اکتبر
توقف دوباره و بی‌پایان صدور مجوز صادرات سوخت

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

رفتار چین به‌عنوان بزرگ‌ترین واردکننده نفت جهان، اثری تعیین‌کننده بر قیمت جهانی نفت و سوخت دارد. برای کشورهای صادرکننده انرژی، این گزارش نشان می‌دهد که سمت خریدار هم به اندازه سمت فروشنده، تحت تأثیر تصمیم‌های دولتی است. یک تصمیم اداری در پکن می‌تواند قیمت نفت را به‌شدت جابه‌جا کند و پیش‌بینی درآمدهای ارزی را دشوار سازد. نوسان بیشتر قیمت یعنی بودجه‌ای که باید با قیمت محتاطانه‌تری برای نفت بسته شود.

سیاست‌گذاری

تجربه چین نشان می‌دهد که وقتی دولت قیمت سوخت را پایین‌تر از قیمت واقعی نگه می‌دارد، انگیزه تولید برای بازار داخلی از بین می‌رود و کمبود و صف ایجاد می‌شود. فاصله قیمت داخلی و جهانی سوخت در بسیاری از کشورها، از جمله ایران، چالشی ساختاری است. درس دیگر چین، ارزش ذخایر احتیاطی است: ذخیره ۱/۱ میلیارد بشکه‌ای، معادل حدود ۱۰۰ روز واردات، به پکن فرصت مانور داده است.

بنگاه‌ها

برای شرکت‌های حمل‌ونقل و صنایعی که به گازوئیل وابسته‌اند، کمبود جهانی این سوخت و جهش هزینه حمل دریایی یعنی گران‌تر شدن کالاهای وارداتی. جهش اجاره نفتکش، از ۱/۵ به ۳۶ دلار برای هر بشکه، نشان می‌دهد که در دوره‌های بحران، حمل‌ونقل می‌تواند به گران‌ترین بخش زنجیره تأمین تبدیل شود.

آنچه باید بدانیم

۱ چین با توقف صادرات سوخت و نصف کردن واردات نفت، شوک اول بحران را بدون رکود داخلی مدیریت کرد.

۲ شرط «مجوز صادرات در ازای حفظ ذخایر» شرکت‌ها را به خرید هیجانی واداشت و قیمت برنت را دوباره به ۱۰۰ دلار رساند.

۳ پایین نگه داشتن قیمت سوخت در جایگاه‌ها، تولید برای بازار داخلی را بی‌صرفه کرده و ذخایر سوخت ۶۵ میلیون بشکه کم شده است.

۴ چین حالا باید میان سوخت گران‌تر، یارانه سنگین‌تر یا برداشت بیشتر از ذخایر احتیاطی یکی را انتخاب کند و هر انتخاب، بازار جهانی را تکان می‌دهد.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر

تا وقتی کمبود سوخت ادامه دارد، پالایش و حمل دریایی انرژی سودآور می‌ماند و نفت خلیج فارس با قیمت بالاتری معامله می‌شود.

پرریسک‌تر

کسب‌وکارهایی که به سوخت ارزان یا کرایه حمل پایین وابسته‌اند، و هر تحلیلی که قیمت نفت را فقط با میزان تولید پیش‌بینی می‌کند.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند

برداشت گسترده چین از ذخایر احتیاطی یا عادی شدن عبور از هرمز می‌تواند فشار بازار را به‌سرعت کم کند.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

چشم‌انداز

به برآورد مؤسسه S&P Global، چین برای تأمین سوخت کافی بدون دست زدن به ذخایر نفت خام، باید روزانه ۹/۵ تا ۱۰ میلیون بشکه نفت وارد کند؛ ۲ میلیون بشکه بیشتر از ماه گذشته. اگر این تقاضا پیش از آرام شدن خلیج فارس به بازار بیاید، قیمت‌ها می‌توانند جهش کنند و زمستان پیش رو سخت‌ترین آزمون مدیریت انرژی چین خواهد بود.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

ذخایر احتیاطی و تصمیم‌های دولتی می‌توانند یک شوک کوتاه را مدیریت کنند، اما در بحران طولانی، هزینه این ابزارها آشکار می‌شود. درس چین برای هر اقتصاد وابسته به انرژی روشن است: برای بحران‌های طولانی، به برنامه‌ای فراتر از راه‌حل‌های فوری نیاز است. هر ذخیره‌ای فقط تا وقتی سپر است که پیش از تمام شدنش، راه‌حل پایدار پیدا شود.

تحریریه لنز اقتصاد

منبع: بر پایه اکونومیست، ۱۰ اکتبر ۲۰۲۶؛ بازنویسی تحلیلی و افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد.



شوک دوم چین؛ اروپا برای جنگ تجاری آماده می‌شود

فرانسه و آلمان برای نخستین بار در برابر چین هم‌صدا شده‌اند؛ اما قدرت واقعی اروپا در این رقابت، از ساختن منابع تأمین جایگزین می‌آید، نه از تعرفه.

ژئواکونومیک | ۷ دقیقه مطالعه | تیم تحلیلی لنز اقتصاد | اتحادیه اروپا | چین | جنگ تجاری | زنجیره تأمین

اروپا هر روز نزدیک یک میلیارد یورو بیشتر از آنچه به چین می‌فروشد، از چین می‌خرد و حالا می‌خواهد ابزاری برای پاسخ سریع به فشارهای تجاری پکن داشته باشد.

اتحادیه اروپا سال‌هاست با چین دو مشکل دارد. مشکل اول، رقابت روزافزون صادرکنندگان چینی خودرو، ماشین‌آلات و کالاهایی است که زمانی اروپا در ساختنشان بهتر بود. مشکل دوم این بود که فرانسه و آلمان، دو قدرت اصلی اقتصادی اتحادیه، درباره راه‌حل مشکل اول توافق نداشتند: فرانسه طرفدار محدود کردن واردات بود و آلمان که شرکت‌هایش در چین فروش زیادی دارند، تعامل را ترجیح می‌داد.

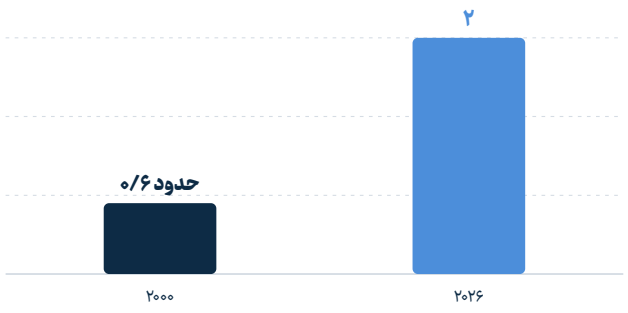
حالا به نوشته اکونومیست، «شوک دوم چین»، یعنی موج تازه هجوم کالاهای ارزان چینی پس از موج اول در دهه ۲۰۰۰، قلب صنعتی آلمان را زیر فشار گذاشته و دو کشور در موضعی مشترک متحد شده‌اند. فرانسه و آلمان در نامه‌ای به کمیسیون اروپا در ۵ اکتبر پیشنهاد کرده‌اند که اتحادیه اروپا اختیار تازه‌ای پیدا کند: اگر کشوری در پاسخ به جریمه‌های تجاری اروپا تلافی نامتناسبی کرد، اروپا بتواند به‌سرعت پاسخ دهد. نامه اسمی از چین نمی‌برد، اما همه می‌دانند منظور کیست. سران دیگر کشورهای اروپایی در نشست ۱۵ اکتبر تصمیم می‌گیرند که به این پیشنهادها بپیوندند یا نه.

تحلیل روند

تجارت اروپا و چین روزبه‌روز نامتوازن‌تر شده است. در سال ۲۰۰۰، یک سال پیش از پیوستن چین به سازمان تجارت جهانی، فاصله صادرات و واردات اروپا با چین حدود ۰/۶ درصد کل تولید سالانه اروپا بود. امروز این فاصله به ۲ درصد رسیده؛ یعنی اروپا هر روز نزدیک یک میلیارد یورو بیشتر از آنچه به چین می‌فروشد، از چین می‌خرد. چین بازار اروپا را با خودروهای برقی، پنل‌های خورشیدی، توربین‌های بادی و محصولات دیگری پر کرده که به گفته منتقدان، به لطف کمک‌های دولتی و پول ملی چین که ارزشش کمتر از حد واقعی نگه داشته می‌شود، به‌طور مصنوعی ارزان‌اند.

کسری تجاری اتحادیه اروپا با چین

درصد از کل تولید سالانه اتحادیه اروپا



منبع: اکونومیست

تغییر اصلی در آلمان رخ داده است. سیاستمداران آلمانی سال‌ها از رویارویی با چین پرهیز می‌کردند، اما امسال که صادرات چین به ضرر صنعت آلمان تمام شده، اوضاع تغییر کرده است.

به گفته یک مقام انجمن سازندگان ماشین‌آلات آلمان، «اجماع گسترده‌ای وجود دارد که اوضاع نمی‌تواند این‌طور ادامه پیدا کند». به نوشته اکونومیست، آلمان هر ماه حدود ۱۵ هزار شغل صنعتی از دست می‌دهد. دولت آلمان در ۷ اکتبر هم از خرید ۸۰ درصد سهام یک شرکت لجستیک آلمانی توسط یک شرکت دولتی کشتیرانی چین جلوگیری کرد.

وابستگی اروپا به چین فقط به عناصر کمیاب معدنی محدود نیست. چین سال گذشته صادرات این عناصر را محدود کرد و کارخانه‌های اروپایی را با کمبود مواد اولیه حیاتی روبه‌رو ساخت. بررسی یک مؤسسه اروپایی روی ۵۶ ماده اولیه دارویی نشان داد که اختلال در عرضه چین برای ۲۰ مورد آن‌ها «پیامدهای شدید» دارد. بیش از ۷۰ درصد مواد اولیه آنتی‌بیوتیک رایج آموکسی‌سیلین در اروپا از چین می‌آید.

بیش از ۷۰٪

مواد اولیه آنتی‌بیوتیک آموکسی‌سیلین در اروپا

از چین تأمین می‌شود

سازوکار روند

مهم‌ترین نوآوری نامه فرانسه و آلمان، چیزی است که از آن با عنوان سلاح اقتصادی «ضربه دوم» یاد می‌شود. این اصطلاح از ادبیات نظامی آمده و به توان پاسخ دادن پس از حمله طرف مقابل اشاره دارد؛ همین که طرف مقابل بداند پاسخ حتمی است، او را از حمله اول بازمی‌دارد. در تجارت یعنی اختیار اتحادیه اروپا برای پاسخ سریع به کشوری که در برابر جریمه‌های تجاری اروپا دست به تلافی می‌زند. دو کشور می‌خواهند اروپا بتواند دسترسی به بازار بزرگ خود را با «طیف گسترده‌ای از ابزارها» تنظیم کند. جزئیات هنوز مبهم است، اما به گفته یک مقام آلمانی، «این یک پیام سیاسی است تا پکن بفهمد اروپا و آلمان جدی‌اند».

پیشنهاد دوم، ابزاری برای «تنوع‌بخشی» است تا وابستگی شرکت‌های اروپایی به یک تأمین‌کننده کم شود. اما تجربه گذشته دشوار بوده است: چین می‌تواند قطعات را بسازد و برای مونتاژ نهایی به کشور دیگری بفرستد. به گفته یک استاد دانشگاه هنگ‌کنگ، در این حالت «ریسک چین در زنجیره تأمین می‌ماند و یک ریسک تازه هم به آن اضافه می‌شود».

پیشنهادهای دیگر آشناترند: استفاده جدی‌تر از ابزارهای موجود دفاع تجاری، گسترش جریمه‌ها از شرکت‌های خاص به کل یک صنعت، نظارت سخت‌تر بر بسته‌های کوچکی که اروپایی‌ها مستقیم از چین سفارش می‌دهند، و یک سیاست صنعتی اروپایی که در برخی صنایع راهبردی، خرید کالای اروپایی را در اولویت قرار دهد. قواعد فعلی اروپا برای وضع عوارض در برابر یارانه‌های ناعادلانه محدود و کُند است و دو کشور می‌خواهند آن‌ها را به‌جای یک شرکت، به کل یک صنعت تعمیم دهند. نامه همچنین خواستار اصلاح «اقدامات حفاظتی» است؛ عوارضی موقت که هنگام جهش ناگهانی واردات وضع می‌شود و نسخه اصلاح‌شده‌اش، به برآورد تحلیلگران، می‌تواند کشورهای مشخصی را هدف بگیرد.

ریسک‌ها و محدودیت‌ها

پکن هم واکنش نشان داده است. وزارت بازرگانی چین هشدار داد که دو کشور نباید «با ابزار اشتباه، راه اشتباهی را بروند» و در ۳ اکتبر تحقیقاتی را درباره دامپینگ (فروش زیر قیمت تمام‌شده) مواد شیمیایی اروپایی در چین آغاز کرد؛ پس از آنکه اروپا سه تحقیق مشابه علیه چین گشوده بود. اروپا منتظر اقدامات بیشتر است.

به نوشته اکونومیست، نامه فرانسه و آلمان بیش از حد به تهدید تعرفه‌های بالاتر تکیه دارد؛ تهدیدی که برای آمریکا در رویارویی با چین جواب نداد، تا حدی به این دلیل که تعرفه به اقتصاد خود کشور هم آسیب می‌زند. تا وقتی اروپا منابع تأمین جایگزین نداشته باشد، چین ممکن است فرض کند که در هر درگیری تجاری، اروپا اولین طرفی است که کوتاه می‌آید. چرا تعرفه به خود کشور هم آسیب می‌زند؟ فرض کنید سازنده‌ای اروپایی قطعه‌ای را ۱۰۰ یورو از چین می‌خرد و جایگزین اروپایی آن ۱۲۰ یورو است. با تعرفه ۲۵ درصدی، قطعه چینی ۱۲۵ یورو تمام می‌شود و سازنده به سراغ گزینه ۱۲۰ یورویی می‌رود؛ یعنی هزینه‌اش در هر حال دست‌کم ۲۰ درصد بالا می‌رود و بخشی از آن به قیمت محصول نهایی و جیب مصرف‌کننده اروپایی می‌رسد. به همین دلیل، به تعبیر اکونومیست، تنها راه معتبر کردن سلاح تجاری، کار دشوار ساختن زنجیره‌های تأمین جایگزین است: تجارت آزاد بیشتر با کشورهایی که منابع مورد نیاز اروپا را دارند، مثل برزیل و کانادا برای عناصر کمیاب، و کاغذبازی کمتر. خطر دیگر این است که نگرانی مشروع درباره امنیت اقتصادی، به حمایت‌گرایی زیان‌بار تبدیل شود.

با این حال، چین هم دلیلی برای عصبانی نکردن اروپا دارد. رقابت شدید در داخل و دیوار تعرفه‌ای آمریکا باعث شده بسیاری از شرکت‌های چینی بدون فروش در اروپا زیان دهند. چین در چند حوزه حیاتی، مثل تجهیزات ساخت تراشه هلند و قطعات هواپیما، به اروپا وابسته است. اقتصاد اروپا هم در برابر شوک انرژی اخیر مقاوم‌تر از انتظار بوده است.

«در جنگ تجاری، تهدید کافی نیست؛ برنده کسی است که منابع تأمین جایگزین دارد.»

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

تشدید رقابت تجاری اروپا و چین می‌تواند بخشی از کالاهای چینی را از بازار اروپا به بازارهای دیگر، از جمله خاورمیانه، سرازیر کند. برای کشورهای منطقه، این یعنی کالای وارداتی ارزان‌تر و هم‌زمان فشار رقابتی بیشتر بر تولیدکنندگان داخلی. ایران که چین بزرگ‌ترین شریک تجاری‌اش است، باید اثر این جابه‌جایی را بر صنایع داخلی دنبال کند.

سیاست‌گذاری

تجربه اروپا نشان می‌دهد که حتی بزرگ‌ترین بلوک تجاری جهان هم وقتی به یک شریک وابسته باشد، قدرت چانه‌زنی محدودی دارد. در بسیاری از اقتصادها، از جمله ایران، تمرکز تجارت خارجی روی یک شریک بزرگ، ریسکی راهبردی است. درس اکونومیست روشن است: قدرت واقعی از تنوع منابع تأمین و رقابت‌پذیری صنعت می‌آید، نه از تعرفه.

بنگاه‌ها

برای شرکت‌هایی که ماشین‌آلات و قطعات را از چین وارد می‌کنند، فشار اروپا بر چین می‌تواند فرصت خرید با قیمت بهتر ایجاد کند. اما شرکت‌هایی که در بازار داخلی با محصولات ارزان چینی رقابت می‌کنند، باید برای رقابت سخت‌تر آماده باشند. بررسی وابستگی زنجیره تأمین، شبیه آنچه اروپا برای داروها انجام داد، کاری است که هر صنعت وابسته به واردات می‌تواند انجام دهد.

آنچه باید بدانیم

۱. کسری تجاری اروپا با چین از حدود ۰/۶ درصد کل تولید اروپا در سال ۲۰۰۰ به ۲ درصد رسیده؛ نزدیک یک میلیارد یورو در روز.

۲. تغییر موضع آلمان از تعامل به قاطعیت، هسته اصلی سیاست تازه اروپاست و دلیل آن از دست رفتن ماهانه حدود ۱۵ هزار شغل صنعتی است.

۳. پیشنهاد کلیدی، «توان ضربه دوم» برای پاسخ سریع به تلافی تجاری است، اما جزئیات آن هنوز مبهم است.

۴. قدرت واقعی اروپا به ساختن منابع تأمین جایگزین و تجارت آزاد با کشورهای دیگر بستگی دارد، نه فقط به تعرفه.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر
کشورها و شرکت‌هایی که می‌توانند جایگزین تأمین‌کنندگان چینی برای اروپا شوند، از معادن عناصر کمیاب تا تولید مواد اولیه دارویی.

پرریسک‌تر
صادرکنندگانی که به بازار اروپا یا چین وابسته‌اند و در میانه تلافی‌های تجاری گیر می‌کنند، مثل صنایع شیمیایی.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند
توافق در مذاکرات اروپا و چین یا عقب‌نشینی سران اروپا در نشست ۱۵ اکتبر می‌تواند تنش را کم کند.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

چشم‌انداز

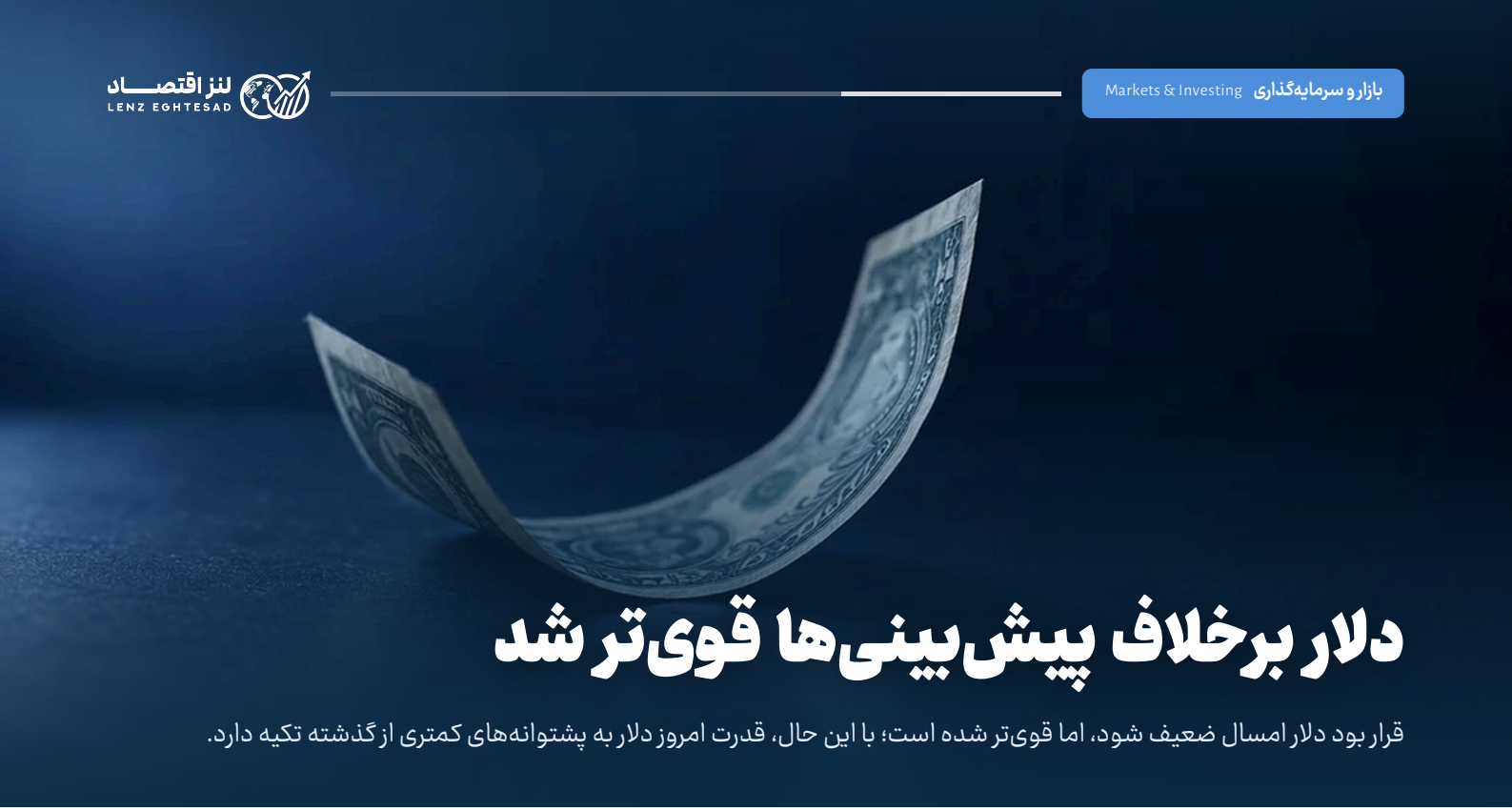
اروپا احتمالاً به سمت ابزارهای تجاری قاطع‌تر و سیاست صنعتی فعال‌تر می‌رود، اما موفقیتش به سرعت ساختن منابع تأمین جایگزین بستگی دارد. در سال‌های آینده، تجارت جهانی بیش از گذشته بر پایه امنیت اقتصادی سازمان می‌یابد.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

جنگ‌های تجاری با تهدید برده نمی‌شوند، با آمادگی و تدارکات برده می‌شوند. این درس برای هر اقتصادی که به یک شریک تجاری بزرگ وابسته است، اعتبار دارد.

تحریریه لنز اقتصاد

منبع: بر پایه اکونومیست، ۱۰ اکتبر ۲۰۲۶ (سرمقاله و بخش اروپا)؛ بازنویسی تحلیلی و افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد.



دلار برخلاف پیش‌بینی‌ها قوی‌تر شد

قرار بود دلار امسال ضعیف شود، اما قوی‌تر شده است؛ با این حال، قدرت امروز دلار به پشتوانه‌های کمتری از گذشته تکیه دارد.

بازارها · ۶ دقیقه مطالعه · تیم تحلیلی لنز اقتصاد

دلار · نرخ ارز · یورو · جریان سرمایه

هجوم سرمایه‌گذاران خارجی به سهام و اوراق آمریکا، ضعف یورو و گرانی انرژی، دلار را بالا برده‌اند؛ اما اگر رونق دارایی‌های آمریکایی به حباب ختم شود، همین سرمایه‌ها با همان سرعت خارج می‌شوند.

در پایان سال ۲۰۲۵، تقریباً همه تحلیلگران بازار مطمئن بودند که دلار در سال ۲۰۲۶ ضعیف می‌شود. بیشتر بانک‌های بزرگ سرمایه‌گذاری چنین پیش‌بینی‌ای داشتند و اکونومیست هم در ماه فوریه نوشته بود که دلار احتمالاً روند ضعیف سال قبل را ادامه می‌دهد، چون جایگاهش به‌عنوان پناهگاه امن در حال کمرنگ شدن است.

اکونومیست حالا اعتراف می‌کند که این پیش‌بینی «کاملاً اشتباه» بود. ارزش دلار در برابر سبدی از ارزهای معتبر جهانی، یعنی یورو، ین ژاپن، پوند بریتانیا و چند ارز دیگر، امسال ۴ درصد بالا رفته و به بالاترین سطح از آوریل سال گذشته رسیده است. اما به نوشته این نشریه، عواملی که دلار را قوی کرده‌اند، برای همیشه پشتیبان آن نخواهند بود.

۴٪

رشد ارزش دلار در برابر ارزهای معتبر جهانی در ۲۰۲۶

بالاترین سطح از آوریل ۲۰۲۵

تحلیل روند

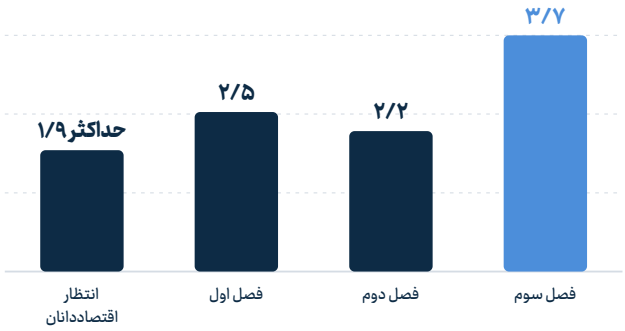
بخشی از ماجرا به ضعف ارزهای دیگر برمی‌گردد. سرمایه‌گذاران از یورو دلسرد شده‌اند. ارزش هر یورو از ۱/۱۷ دلار به حدود ۱/۱۲ دلار کاهش یافته، چون نگرانی درباره ثبات سیاسی و بدهی کشورهای اروپایی بالا رفته است. بازده اوراق ده‌ساله فرانسه امسال از ۳/۵ درصد به ۴/۹ درصد رسیده که نشانه نگرانی سرمایه‌گذاران است. این بازده حالا حدود ۱/۳ تا ۱/۴ واحد درصد بالاتر از اوراق مشابه آلمان، معیار بدهی کم‌ریسک در منطقه یورو، است؛ یعنی بازار برای قرض دادن به فرانسه پاداش ریسک بیشتری می‌خواهد. کسانی که یورو می‌فروشند، جای زیادی برای رفتن ندارند و دلار گزینه طبیعی است.

دلیل دوم، به تعبیر اکونومیست، «طنزی تلخ» است: گرانی انرژی ناشی از بحران خلیج فارس. در گذشته، نفت گران معمولاً دلار را تضعیف می‌کرد؛ آمریکا نفت را از خارج می‌خرید و دلارهایی که به فروشندگان می‌داد، در نهایت به ارزهای دیگر تبدیل می‌شد. اما آمریکا از اواخر دهه ۲۰۱۰ و با رونق تولید نفت و گاز شیل، بیش از آنکه انرژی وارد کند، صادر می‌کند. حالا نفت گران به‌جای تضعیف دلار، آن را تقویت می‌کند.

دلیل اصلی‌تر، قدرت غیرمنتظره اقتصاد آمریکاست. اقتصاددانان در پایان سال گذشته انتظار داشتند اقتصاد آمریکا امسال در هر فصل با نرخ سالانه ۱/۶ تا ۱/۹ درصد رشد کند. اما رشد در فصل اول ۲/۵ درصد و در فصل دوم ۲/۲ درصد بود و برآورد اولیه برای فصل سوم ۳/۷ درصد است. خرید خانوارها و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در زیرساخت هوش مصنوعی، موتور این رشدند.

رشد اقتصاد آمریکا در ۲۰۲۶؛ انتظار و واقعیت

درصد، نرخ سالانه



منبع: اکونومیست؛ فصل سوم برآورد فدرال رزرو آتلانتا است

سازوکار روند

اقتصاد داغ ممکن است بانک مرکزی آمریکا را به افزایش بیشتر نرخ بهره وادار کند و نرخ بالاتر، نگهداری اوراق خزانه و دیگر دارایی‌های بهره‌دار آمریکایی را جذاب‌تر می‌کند. در ۱۲ ماه منتهی به جولای، سرمایه‌گذاران خارجی به‌طور خالص (خرید منهای فروش) حدود ۴۵۰ میلیارد دلار اوراق قرضه شرکت‌های آمریکایی خریدند؛ بیشترین رقم در نزدیک ۲۰ سال گذشته.

تمایل خارجی‌ها به خرید سهام آمریکا از این هم بیشتر است: در همان دوره، آن‌ها به‌طور خالص ۹۰۰ میلیارد دلار سهام و واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری آمریکایی خریدند. این بالاترین رقم در هر دوره ۱۲ ماهه در تاریخ است و ۸۰ درصد بیشتر از رکورد قبلی در سال ۲۰۲۱. به زبان ساده، بخش بزرگی از تقاضا برای دلار امروز، تقاضا برای خرید سهام شرکت‌های آمریکایی است. این دو جریان یکدیگر را تقویت هم می‌کنند، چون بازده سرمایه‌گذار خارجی دو جزء دارد: بازده خود دارایی و تغییر ارزش دلار. اگر سهام آمریکایی در یک سال ۱۰ درصد بالا برود و دلار هم‌زمان ۴ درصد در برابر یورو گران شود، بازده سرمایه‌گذار اروپایی به یورو ۱۴/۴ درصد است (۱/۱۰ ضربدر ۱/۰۴)؛ اما اگر دلار ۴ درصد ارزان شود، همین بازده به ۵/۶ درصد می‌رسد (۱/۱۰ ضربدر ۰/۹۶).

خرید خالص اوراق بهادار آمریکا توسط سرمایه‌گذاران خارجی

میلیارد دلار؛ ۱۲ ماه منتهی به جولای ۲۰۲۶



منبع: اکونومیست

ریسک‌ها و محدودیت‌ها

مشکل این است که پشتوانه‌های قدرت دلار کمتر از گذشته شده است. در گذشته، دلار در دو حالت تقویت می‌شد: وقتی اقتصاد آمریکا قوی بود و وقتی جهان دچار بحران می‌شد و همه به دلار پناه می‌بردند. استیون جن، استراتژیست ارزی، این الگو را «لبخند دلار» نامیده است: دو سر لبخند بالا و میانه آن پایین.

به تعبیر اکونومیست، این لبخند حالا کج شده است. دلار هنوز در زمان نگرانی پناهگاه است، اما این نقش در مقایسه با جذابیت سهام آمریکا اهمیت کمتری دارد. اگر سهام آمریکا ناامید کند، مثلاً اگر رونق هوش مصنوعی به حبابی ختم شود که بترکد، سرمایه‌گذاران همان‌قدر سریع که این سهام و دلار را خریده‌اند، آن‌ها را می‌فروشند. برای سرمایه‌گذار خارجی، چنین فروشی دو بار زیان می‌سازد: یک بار از افت قیمت سهام و بار دیگر از افت دلاری که با آن سهام را خریده است. به همین دلیل، بازار ارز باید منتظر نوسان‌های بزرگ‌تری باشد.

قدرت دلار امروز بیش از هر زمان به جذابیت سهام و اوراق آمریکا گره خورده است.

مفاهیم کلیدی

شاخص دلار
شاخصی که ارزش دلار را در برابر سبدی از ارزهای معتبر جهانی، یعنی یورو، ین ژاپن، پوند بریتانیا، دلار کانادا، کرون سوئد و فرانک سوئیس، می‌سنجد.

لبخند دلار
نظریه‌ای که می‌گوید دلار هم وقتی اقتصاد آمریکا قوی است و هم وقتی جهان در بحران است تقویت می‌شود و فقط در میانه این دو حالت ضعیف است.

پناهگاه امن
دارایی‌ای که سرمایه‌گذاران در زمان ترس و بحران به آن پناه می‌برند تا ارزش ثروتشان را حفظ کنند.

صادرکننده خالص انرژی
کشوری که انرژی بیشتری صادر می‌کند تا وارد؛ آمریکا از اواخر دهه ۲۰۱۰ با رونق تولید نفت و گاز شیل به این جایگاه رسید.

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

دلار قوی در بازارهای جهانی معمولاً یعنی فشار بیشتر بر ارز کشورهای در حال توسعه و گران‌تر شدن کالاهایی که با دلار خرید و فروش می‌شوند. ایران بخشی از تجارت خارجی‌اش را با ارزهایی مثل یورو، یوان و درهم انجام می‌دهد؛ بنابراین نسبت این ارزها به دلار هم بر هزینه واردات و درآمد صادرات اثر دارد. وقتی یورو در برابر دلار ضعیف می‌شود، درآمد یورویی بر حسب دلار کاهش می‌یابد.

سیاست‌گذاری

درس مهم این گزارش، تغییرپذیری قواعد اقتصادی است: رابطه قیمت نفت و دلار که دهه‌ها ثابت به نظر می‌رسید، با تبدیل آمریکا به صادرکننده انرژی وارونه شد. پیش‌بینی‌های ارزی در بسیاری از کشورها، از جمله ایران، باید چنین تغییرات ساختاری را در نظر بگیرند. نگهداری ذخایر ارزی متنوع هم وابستگی به نوسان یک ارز را کم می‌کند.

بنگاه‌ها

برای شرکت‌هایی که با چند ارز کار می‌کنند، نوسان بیشتر میان دلار و یورو یعنی ریسک بیشتر در قراردادها. انتخاب درست ارز قرارداد و هماهنگ کردن ارز درآمد با ارز هزینه، در دوره‌ای که نوسان‌ها بزرگ‌تر می‌شوند، اهمیت بیشتری پیدا می‌کند.

آنچه باید بدانیم

۱ برخلاف پیش‌بینی تقریباً همه تحلیلگران، ارزش دلار امسال ۴ درصد افزایش یافته است.

۲ سه عامل پشت این قدرت است: ضعف یورو، تبدیل آمریکا به صادرکننده انرژی و رشد غیرمنتظره اقتصاد آمریکا.

۳ خرید ۹۰۰ میلیارد دلاری سهام آمریکا توسط خارجی‌ها رکوردی تاریخی است و قدرت دلار را به رونق این بازار گره زده است.

۴ اگر رونق سهام آمریکا به حباب ختم شود، خروج سرمایه می‌تواند دلار را به‌سرعت تضعیف کند.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر

تا وقتی رشد آمریکا قوی و نرخ بهره بالاست، دارایی‌های بهره‌دار دلاری بازده جاری بالاتری پیشنهاد می‌کنند؛ هرچند اگر نرخ‌ها باز هم بالا برود، قیمت اوراق بلندمدت افت می‌کند.

پرریسک‌تر

متمرکز کردن بخش بزرگی از دارایی روی یک ارز؛ به‌ویژه حالا که قدرت دلار به رونق سهام آمریکا وابسته شده است.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند

افت جدی سهام آمریکا، کاهش قیمت انرژی یا بهبود اوضاع مالی اروپا می‌تواند روند دلار را برگرداند.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

چشم‌انداز

دلار احتمالاً تا زمانی که اقتصاد آمریکا از بقیه جهان قوی‌تر است، قوی می‌ماند؛ اما نوسان آن بیشتر می‌شود. در سال‌های آینده، مسیر دلار بیش از گذشته به سرنوشت رونق هوش مصنوعی و بازار سهام آمریکا بستگی خواهد داشت.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

قدرت امروز دلار واقعی است، اما شکننده‌تر از آن چیزی است که به نظر می‌رسد. وقتی قدرت یک ارز به یک روایت واحد گره می‌خورد، متنوع کردن دارایی‌ها بیش از همیشه ارزش دارد.

تحریریه لنز اقتصاد

منبع: بر پایه اکونومیست، ۱۰ اکتبر ۲۰۲۶؛ بازنویسی تحلیلی و افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد.



سهام، خانه تازه نسل جوان

برای نخستین بار در دو دهه، سهم سهام از رشد ثروت خانوارها در جهان از مسکن جلو زده است.

بازارها | ۷ دقیقه مطالعه | تیم تحلیلی لنز اقتصاد | مسکن | بازار سهام | ثروت خانوار | نسل جوان

نرخ بهره بالا، قیمت سرسام‌آور مسکن و تغییر سیاست‌ها، نسل جوان را از «نردبان مسکن» به سوی بازار سهام می‌برد.

سوفی بلنک، زن ۳۳ ساله آلمانی‌تبار که در حوزه هوش مصنوعی و تولید محتوا کار می‌کند و در شبکه‌های اجتماعی درباره پول می‌نویسد، هنوز هفته اول دانشگاهش در بریتانیا را به یاد دارد: هم‌کلاسی‌هایش که تازه از مدرسه آمده بودند، از همان روزها برای خرید خانه نقشه می‌کشیدند. او امروز با رضایت در محله ناتینگ‌هیل لندن اجاره‌نشین است و پس‌اندازش را در سهام سرمایه‌گذاری می‌کند. به تعبیر خودش، «نردبان مسکن می‌تواند صبر کند». در بریتانیا «بالا رفتن از نردبان مسکن» یعنی خرید یک خانه کوچک با وام و ارتقای تدریجی به خانه‌های بزرگ‌تر؛ مسیری که نسل‌ها راه اصلی ثروتمند شدن طبقه متوسط بود.

در آلمان مردم معمولاً اجاره‌نشین‌اند، اما در کشورهای انگلیسی‌زبان، مثل بریتانیا، آمریکا، کانادا و استرالیا، سنت این بوده که هر کس بتواند، خانه بخرد؛ و بخش اصلی ثروت خانوارها از همین راه ساخته شده است. این سنت را سیاست‌های تشویق خانه‌داری پس از جنگ جهانی دوم تقویت کرد و در آمریکا و کانادا، فاصله ثروت مالکان و اجاره‌نشین‌ها در طول زمان بیشتر هم شده است. به برآورد یورکشایر بیلدینگ سوسایتی، یکی از مؤسسه‌های وام مسکن بریتانیا، در این کشور مالکان خانه تا سن بازنشستگی به‌طور میانگین نزدیک ۸۰۰ هزار پوند (۱/۱ میلیون دلار) ثروتمندتر از اجاره‌نشین‌ها هستند و نزدیک نیمی از این فاصله از ملک است. در استرالیا، از هر هفت مالیات‌دهنده یک نفر ملک سرمایه‌ای دارد. اما به نوشته اکونومیست، حالا کمتر روشن است که ملک راه ثروتمند شدن باشد، به‌ویژه برای جوانان.

تحلیل روند

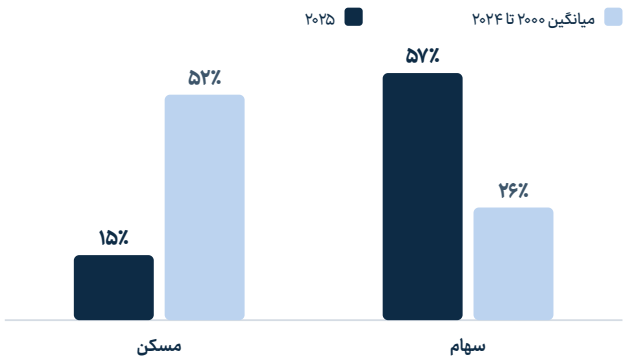
بازار مسکن در بسیاری از کشورها اخیراً آرام‌تر شده، اما به برآورد اکونومیست، قیمت‌های واقعی هنوز نزدیک به بالاترین سطح تاریخی‌اند. برای بسیاری، خرید خانه حتی قابل تصور هم نیست: در ایرلند سه‌پنجم افراد ۱۸ تا ۳۴ ساله با والدینشان زندگی می‌کنند. در عین حال، ملک به‌عنوان سرمایه‌گذاری هم جذابیتش را از دست می‌دهد. با سرد شدن قیمت مسکن زیر فشار نرخ بهره بالا، خانوارها حالا ثروت بیشتری از سهام می‌سازند تا از ملک؛ روندی که دو دهه ادامه داشت، وارونه شده است.

به گزارش مؤسسه جهانی مک‌کنزی، از ۴۰ تریلیون دلاری که در ۲۰۲۵ به ثروت خانوارهای جهان اضافه شد، ۵۷ درصد از سهام و ۱۵ درصد از ملک آمد. در ۲۵ سال پیش از آن، سهم ملک به‌طور میانگین ۵۲ درصد و سهم سهام ۲۶ درصد بود.

آمریکا در منتهی‌الیه این جابه‌جایی قرار دارد. به محاسبه گلدمن ساکس، در جولای برای نخستین بار از جنگ جهانی دوم، سهم سهام از ثروت خانوارهای آمریکایی از سهم ملک بیشتر شد. این جهش به‌ویژه در میان جوانانی که توان خرید خانه ندارند، چشمگیر است: به برآورد جی‌پی‌مورگان، سهم ۲۵ ساله‌هایی که در حساب سرمایه‌گذاری پول گذاشته‌اند، بین ۲۰۱۵ و ۲۰۲۴ شش برابر شده و این بانک احتمال می‌دهد این روند با هزینه بالای مسکن مرتبط باشد.

سهم دارایی‌ها از رشد ثروت خانوارهای جهان

درصد



منبع: اکونومیست به نقل از مؤسسه جهانی مک‌کنزی

۵۷٪

سهم سهام از رشد ثروت خانوارها در ۲۰۲۵

در ۲۵ سال قبل از آن ۲۶٪ بود

سازوکار روند

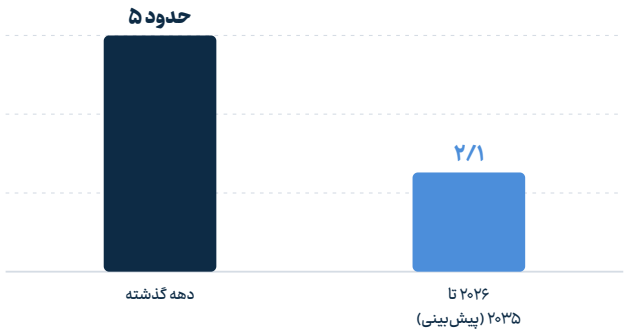
دو نیرو پشت این تغییرند. نخست، تغییر بازده نسبی دارایی‌ها. مؤسسه داده مودیز آنالیتیکس پیش‌بینی می‌کند رشد سالانه قیمت مسکن آمریکا بین ۲۰۲۶ و ۲۰۳۵ به ۲/۱ درصد کاهش یابد؛ در دهه گذشته حدود ۵ درصد بود. در انگلستان، ارزش واقعی خانه متوسط امروز کمتر از دو دهه پیش است. در مقابل، سهام در رونق است: به گفته یکی از پژوهشگران مؤسسه مک‌کنزی، نسبت ارزش بازار سهام شرکت‌ها به ارزش دفتری دارایی‌هایشان (ارزشی که در حساب‌های خود شرکت ثبت شده) به بالاترین سطح تاریخ رسیده؛ حتی ۵۰ درصد بالاتر از اوج حباب شرکت‌های اینترنتی در حدود سال ۲۰۰۰.

البته مقایسه منصفانه این دو دارایی به یک نکته فنی نیاز دارد: بازده ملک فقط رشد قیمتش نیست. صاحب‌خانه اجاره نمی‌پردازد و اگر ملک را اجاره دهد، اجاره می‌گیرد؛ این «بازده اجاره‌ای» بخش مهمی از بازده کل ملک است و در مقابل، هزینه نگهداری، مالیات و هزینه خرید و فروش از آن کم می‌شود. پس برای مقایسه درست، باید بازده کل ملک (رشد قیمت به‌اضافه بازده اجاره‌ای، منهای هزینه‌ها) را با بازده کل سهام (رشد قیمت به‌اضافه سود نقدی) سنجید، نه فقط رشد قیمت این دو را. تفاوت مهم دیگر، اهرم است: خانه معمولاً با وام خریده می‌شود. اگر خانه‌ای ۱۰۰ واحدی با ۲۰ واحد پول خریدار و ۸۰ واحد وام خریده شود، ۵ درصد رشد قیمت یعنی ۵ واحد سود روی ۲۰ واحد سرمایه، یا ۲۵ درصد بازده پیش از کسر بهره؛ اما ۲۰ درصد افت قیمت، کل سرمایه خریدار را از بین می‌برد. همین اهرم یکی از دلایل پرسود بودن مسکن برای نسل‌های قبل و یکی از عوامل ویرانگری بحران ۲۰۰۸ بود.

دوم، تغییر سیاست‌ها. دولت‌ها معافیت‌های مالیاتی و یارانه‌هایی را که به تورم قیمت مسکن کمک کرده بود، برمی‌چینند. بریتانیا در ماه مه حمایت‌های تازه‌ای از مستأجران در برابر رقابت قیمتی، افزایش بیش از حد اجاره و تخلیه بدون دلیل وضع کرد. کانادا در ۲۰۲۳ خرید ملک توسط خارجی‌ها را ممنوع کرد؛ ممنوعیتی که در ۲۰۲۷ پایان می‌یابد. در نتیجه سرمایه‌گذاری سفته‌بازانه عقب‌نشینی کرده است: صاحبان ملک‌های اجاری در بریتانیا با سرعتی رکوردی می‌فروشند، فروش آپارتمان‌های تورنتو سقوط کرده و در آمریکا هم تعداد خانه‌هایی که برای فروش سریع و سودگیری خریده می‌شوند کم شده و حاشیه سود این معاملات پایین آمده است.

رشد سالانه قیمت مسکن آمریکا

درصد



منبع: اکونومیست به نقل از مودیز؛ رقم دهه آینده پیش‌بینی است

ریسک‌ها و محدودیت‌ها

چرخش از ملک به سهام مزایایی دارد: مهار رونق مسکن ریسک بحرانی مالی شبیه ۲۰۰۸ را کاهش می‌دهد. اما به یادآوری اکونومیست، بازار سهام هم می‌تواند سقوط کند و وقتی سقوط می‌کند، معمولاً سریع‌تر از مسکن است. قیمت‌هایی که حتی از اوج حباب اینترنتی سال ۲۰۰۰ بالاتر رفته‌اند، خود یک هشدار است.

ریسک دوم، تمرکز ثروت نسل جوان در دارایی‌ای پرنوسان است. خانه علاوه بر سرمایه‌گذاری، سرپناه هم هست و نوعی پس‌انداز اجباری ایجاد می‌کند؛ سرمایه‌گذاری در سهام نیازمند انضباط و افق بلندمدت است. ریسک سوم، اجتماعی است: شکاف ثروت میان نسل‌هایی که ملک دارند و نسل‌هایی که ندارند، می‌تواند عمیق‌تر شود.

«به گفته سوفی بلنک، مالکیت خانه برای نسل‌های قبل فوق‌العاده جواب داد؛ اما جوانان امروز فقط می‌توانند رؤیای همان سطح از ثروت ملکی را داشته باشند.»

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

در ایران، مسکن سال‌ها مهم‌ترین ابزار حفظ ارزش دارایی در برابر تورم بوده است. تجربه جهانی نشان می‌دهد که وقتی نرخ بهره واقعی بالا می‌رود و قیمت مسکن از توان خرید فاصله می‌گیرد، جریان پس‌انداز به سمت بازار سرمایه می‌چرخد. عمق و کارایی بازار سرمایه تعیین می‌کند که این چرخش به تأمین مالی تولید کمک کند یا به حباب‌های تازه.

سیاست‌گذاری

تجربه کشورهایی مثل بریتانیا و کانادا نشان می‌دهد که سیاست‌های مالیاتی و حمایتی می‌توانند تقاضای سفته‌بازانه مسکن را کاهش دهند و مسکن را به کارکرد اصلی خود، یعنی سرپناه، نزدیک‌تر کنند. در بسیاری از اقتصادها، از جمله ایران، مالیات بر خانه‌های خالی و عایدی سرمایه ملک از ابزارهایی است که برای این هدف بحث می‌شود. همزمان، تقویت حمایت از سرمایه‌گذاران خرد و آموزش مالی، پیش‌شرط چرخش سالم پس‌انداز به بازار سرمایه است.

بنگاه‌ها

برای کارگزاری‌ها، صندوق‌ها و فین‌تک‌های ایرانی، روند جهانی پیام روشنی دارد: نسل جوان، مشتری اصلی آینده بازار سرمایه است. محصولات سرمایه‌گذاری ساده، کم‌هزینه و شفاف، مثل صندوق‌های شاخصی و طرح‌های سرمایه‌گذاری تدریجی، می‌توانند این تقاضا را جذب کنند. سازندگان مسکن هم باید به سمت محصولاتی بروند که با توان خرید واقعی خانوارها سازگار باشد.

آنچه باید بدانیم

۱ در ۲۰۲۵، ۵۷ درصد رشد ثروت خانوارهای جهان از سهام و فقط ۱۵ درصد از مسکن آمد؛ روندی دودهه‌ای وارونه شده است.

۲ در آمریکا برای نخستین بار از جنگ جهانی دوم، سهم سهام از ثروت خانوار از ملک بیشتر شده است.

۳ رشد آتی قیمت مسکن آمریکا به ۲/۱ درصد در سال کاهش می‌یابد، در حالی که ارزش‌گذاری سهام به بالاترین سطح تاریخ رسیده است.

۴ این چرخش ریسک بحران مسکن را کم می‌کند، اما ریسک سقوط سریع‌تر بازار سهام را به ثروت خانوارها منتقل می‌کند.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر
سرمایه‌گذاری منظم و بلندمدت در سبدهای متنوع سهام؛ چون تنوع، ریسک یک شرکت یا صنعت را پخش می‌کند و خرید منظم در قیمت‌های مختلف، خطر ورود یکجا در اوج بازار را کم می‌کند.

پرریسک‌تر
خرید ملک صرفاً با هدف سفته‌بازی در دوره نرخ بهره بالا، و تمرکز کامل پس‌انداز روی سهامی که ارزش‌گذاری‌شان در اوج است.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند
کاهش محسوس نرخ بهره می‌تواند مسکن را دوباره جذاب کند و یک اصلاح بزرگ در بازار سهام می‌تواند اعتماد نسل جوان را متزلزل کند.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

چشم‌انداز

اگر نرخ بهره بالا بماند و قیمت مسکن از توان خرید دور بماند، سهم سهام در ثروت خانوارها در سال‌های آینده باز هم بیشتر می‌شود. این تغییر، هم بازار سرمایه را عمیق‌تر می‌کند و هم ثروت خانوارها را به نوسانات بازار حساس‌تر. یک شاخص ساده برای دنبال کردن این روند، نسبت قیمت مسکن به اجاره است: هرچه این نسبت بالاتر برود، بازده اجاره‌ای ملک کمتر و اتکای خریدار به رشد قیمت بیشتر می‌شود.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

برای نسل‌ها، خانه و ملک نماد امنیت مالی بود؛ نسل جوان امروز همان امنیت را در سهام جست‌وجو می‌کند. اما امنیت مالی از نوع دارایی نمی‌آید، از تنوع، افق بلندمدت و انضباط می‌آید. و در هر دو دارایی، اهرم بیش از حد دشمن اصلی است.

تحریریه لنز اقتصاد

منبع: بر پایه اکونومیست، ۱۰ اکتبر ۲۰۲۶؛ بازنویسی تحلیلی و افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد.



وال‌استریت روی بلاک‌چین

توکنیزه‌شدن سهام و اوراق، یعنی ساختن نسخه دیجیتال آن‌ها روی بلاک‌چین، می‌تواند بازار سرمایه را شبانه‌روزی کند و تسویه معاملات را از چند روز به چند ثانیه برساند.

بازارها | ۷ دقیقه مطالعه | تیم تحلیلی لنز اقتصاد | توکنیزه‌شدن | بلاک‌چین | بازار سرمایه | استیبل‌کوین

فناوری‌ای که پشت بیت‌کوین است، حالا به قلب بازار سرمایه آمریکا می‌آید؛ نه برای رمزارز، بلکه برای سریع‌تر، ارزان‌تر و شبانه‌روزی کردن خرید و فروش سهام.

در واشنگتن، طرفداران رمزارزها به‌تازگی در کنگره شکست سنگینی خورده‌اند؛ اما در وال‌استریت، استفاده از فناوری بلاک‌چین در بازار سرمایه با سرعت پیش می‌رود. به نوشته بارونز، این فناوری چه قانون‌گذاران تأیید کنند و چه نه، از حاشیه به مرکز نظام مالی می‌آید. شرکت‌های رمزارزی و نهادهای مالی سنتی در حال ساختن نسخه دیجیتال سهام، اوراق و دیگر دارایی‌ها روی بلاک‌چین هستند؛ شبکه‌هایی که شاید روزی جای بورس‌ها و نهادهای تسویه سنتی را بگیرند.

روز ۴ اکتبر، شرکتی مشترک میان مالک بورس نیویورک و یک پلتفرم بزرگ رمزارزی اعلام کرد که بازاری برای معامله سهام توکنیزه‌شده راه می‌اندازد. اندرو کومو، فرماندار پیشین نیویورک و یکی از دو رئیس این شرکت مشترک، آن را «نقطه عطف» نامیده و با دیجیتال شدن بازار سهام مقایسه کرده است.

۵/۵

تریلیون دلار ارزش بازار دارایی‌های توکنیزه‌شده تا ۲۰۳۰

پیش‌بینی سناریوی پایه سیتی‌گروپ؛ این رقم امروز ۱۷ میلیارد دلار است

تحلیل روند

برای سرمایه‌گذاران، سهام توکنیزه‌شده می‌تواند آغاز معاملات شبانه‌روزی باشد: خرید فوری و دسترسی فوری به پول حاصل از فروش. این موضوع به‌ویژه برای سرمایه‌گذاران خارج از آمریکا مهم است که امروز فقط در ساعات کاری بازار آمریکا می‌توانند معامله کنند. جابه‌جا کردن سهام از یک کارگزاری به کارگزاری دیگر که امروز روزها تا هفته‌ها طول می‌کشد، به گفته یکی از مدیران کارگزاری آنلاین رابین‌هود، در نظام توکنیزه‌شده چند دقیقه زمان می‌برد.

اما تغییر برای نهادهای مالی بزرگ‌تر است. به نوشته بارونز، بخش زیادی از پول وال‌استریت امروز بی‌استفاده مانده است: بانک‌ها و کارگزاری‌ها برای احتیاط، پول اضافی به‌عنوان وثیقه در نهادهای مختلف نگه می‌دارند و منتظر تسویه معاملات می‌مانند. وضعیتشان شبیه مسافری است که چون نمی‌داند در سفر کدام کارت بانکی‌اش به کار می‌آید، در همه کارت‌ها پول اضافه می‌گذارد؛ پولی که در این مدت بیکار می‌ماند و سودی نمی‌سازد. نزدک برآورد می‌کند که بزرگ‌ترین نهادهای مالی با آزاد کردن این پول‌ها و سرمایه‌گذاری آن در جای دیگر، می‌توانند سالانه تا ۳۴۰ میلیون دلار درآمد بهره‌ای بیشتر به دست آورند.

این بازار هنوز کوچک است، اما پیش‌بینی‌ها بزرگ‌اند. پژوهشگران سیتی‌گروپ در ژوئن، در سناریوی پایه خود، پیش‌بینی کردند که ارزش دارایی‌های توکنیزه‌شده از ۱۷ میلیارد دلار امروز به ۵/۵ تریلیون دلار در سال ۲۰۳۰ برسد. شرکت‌ها می‌خواهند علاوه بر سهام، اوراق، صندوق‌ها و حتی املاک را هم به بلاک‌چین بیاورند.

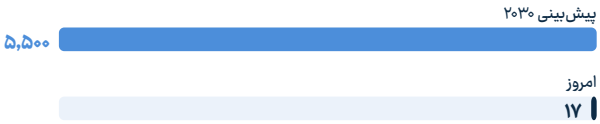
سازوکار روند

امروز هر معامله سهام از کارگزار، بورس، نهاد تسویه و چند واسطه دیگر عبور می‌کند. هر کدام از این‌ها دفتر حساب جداگانه‌ای دارند که باید پیش از تسویه با هم تطبیق داده شوند و این کار ساعت‌ها تا روزها طول می‌کشد.

به همین دلیل، امروز در بازار سهام آمریکا وقتی سهمی را می‌فروشید، پولش یک روز کاری بعد به حسابتان می‌نشیند و در بسیاری از بازارهای دیگر این فاصله دو روز است. در بلاک‌چین، همه طرف‌ها یک دفتر حساب مشترک را می‌بینند؛ بنابراین تطبیق لازم نیست و تسویه می‌تواند فوری انجام شود.

اندازه بازار دارایی‌های توکنیزه‌شده

میلیارد دلار



منبع: بارونز به نقل از سیتی‌گروپ؛ رقم ۲۰۳۰ پیش‌بینی است

چند عامل این تحول را ممکن کرده است. مهم‌ترین آن‌ها رشد «استیبل‌کوین‌ها» است؛ رمزارزهایی که ارزششان به دلار گره خورده و برای پرداخت در معاملات توکنیزه‌شده به کار می‌روند. بزرگ‌ترین شرکت‌های صادرکننده استیبل‌کوین امروز ده‌ها میلیارد دلار ارزش دارند و گروه‌هایی از بانک‌ها و فروشگاه‌های بزرگ هم در حال ساختن استیبل‌کوین خود هستند.

ارزش بازارهای همیشه‌باز امسال آشکار شد: وقتی رویدادهای ژئوپلیتیک بزرگ خارج از ساعات معمول بازار رخ داد، بازارهای سنتی بسته بودند، اما در یک پلتفرم رمزارزی حجم معاملات مرتبط با نفت به‌شدت بالا رفت و تا باز شدن بازارهای سنتی، اثر خبر در قیمت‌ها نشسته بود.

گام بزرگ بعدی همین ماه برداشته می‌شود: نهاد اصلی تسویه معاملات سهام در آمریکا، پلتفرمی راه می‌اندازد که اعضایش بتوانند بسیاری از سهام و صندوق‌ها را توکنیزه کنند و آن‌ها را به‌صورت تقریباً فوری و ۲۴ ساعته جابه‌جا کنند. در آزمایش یک‌روزه این سیستم در تابستان، ده‌ها نهاد بزرگ مالی از جمله جی‌پی‌مورگان، گلدمن ساکس، بلک‌راک و بورس نیویورک شرکت کردند. قانون‌گذار هم راه را باز کرده است: کمیسیون بورس آمریکا با صدور یک معافیت، اجازه داده پلتفرم‌های تازه‌ای برای معامله سهام توکنیزه‌شده راه بیفتند.

به گفته نایب‌رئیس کوین‌بیس، توکنیزه‌شدن بزرگ‌ترین ارتقای نظام مالی از زمان گذار از معاملات کاغذی به الکترونیکی خواهد بود.

ریسک‌ها و محدودیت‌ها

همه با این تحول موافق نیستند. یکی از مدیران یک گروه مدافع اصلاحات مالی در آمریکا یادآوری می‌کند که معاملات پرسرعت در گذشته به سقوط‌های ناگهانی بازار دامن زده است. به گفته او، بازار ۲۴ ساعته در ساعات خلوت شب که خریدار کمی وجود دارد، با خطر سقوط شبانه روبه‌روست و به ترمزهای خودکار، یعنی توقف خودکار معاملات هنگام افت شدید، نیاز دارد.

مسئله دوم، حقوق دارندگان توکن است. رابین‌هود سال گذشته نسخه توکنیزه‌شده ۲۰۰ سهم و صندوق آمریکایی را برای معامله‌گران اروپایی عرضه کرد. اما محصول تازه‌ترش در عمل اوراق بدهی خود رابین‌هود بود که قیمتش همراه سهم اصلی تغییر می‌کرد و نه حق مالکیت و رأی به دارنده می‌داد و نه سود سهام واقعی. مدیرعامل یکی از شرکت‌هایی که سهامش این‌گونه توکنیزه شده بود، گفت این روش «روح مالکیت سهام را از بین می‌برد». حالا معافیت کمیسیون بورس آمریکا فقط معامله توکن‌هایی را مجاز می‌داند که همان حقوق سهام عادی را دارند و به شرکت‌ها ۳۰ روز فرصت می‌دهد تا با توکنیزه‌شدن سهامشان مخالفت کنند.

نکته ظریف‌تر به حمایت از سرمایه‌گذار مربوط است. بورس‌های سنتی موظف‌اند سفارش را با بهترین قیمت موجود اجرا کنند و نمی‌توانند قیمت سهام را با گام‌هایی کوچک‌تر از یک سنت تعیین کنند؛ قاعده‌ای که برای حفظ نقدشوندگی بازار طراحی شده است. پلتفرم‌های تازه به موجب معافیت کمیسیون بورس چنین الزامی ندارند؛ پس سرمایه‌گذار باید خودش بسنجد سفارشش با چه قیمتی اجرا شده است.

ریسک سوم سیاسی است. معافیت فعلی پنج ساله است و اگر دولت بعدی آمریکا رئیسی بدبین به این فناوری برای کمیسیون بورس انتخاب کند، بسیاری از این پروژه‌ها ممکن است متوقف شوند.

مفاهیم کلیدی

توکنیزه کردن
ساختن نسخه دیجیتال و قابل برنامه‌ریزی از یک دارایی واقعی، مثل سهم یا اوراق، و ثبت آن روی شبکه بلاک‌چین.

بلاک‌چین
دفتر حساب دیجیتالی که میان رایانه‌های زیادی مشترک است؛ تغییر یا هک کردن آن بسیار دشوار است و همه طرف‌ها یک نسخه یکسان از آن را می‌بینند.

تسویه
انتقال نهایی پول به فروشنده و سهم به خریدار؛ در بازارهای امروز ساعت‌ها تا روزها پس از معامله انجام می‌شود.

استیبل‌کوین
رمزارزی که ارزش آن به یک پول رسمی، معمولاً دلار، گره خورده و در بسیاری از طرح‌ها برای پرداخت در معاملات توکنیزه‌شده به کار می‌رود.

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

توکنیزه‌شدن نشان می‌دهد که آینده بازارهای سرمایه به سمت تسویه فوری و معاملات پیوسته می‌رود. برای اقتصاد ایران، این روند در بلندمدت می‌تواند ابزاری برای قابل معامله کردن دارایی‌هایی باشد که امروز خرید و فروششان دشوار است، مثل املاک یا سهام شرکت‌های غیربورسی؛ به شرط آنکه چارچوب حقوقی و نظارتی آن ساخته شود. در اقتصادی با تورم و نرخ بهره بالا، هزینه فرصت پولی که در جریان تسویه بیکار می‌ماند هم بیشتر است؛ پس سود تسویه سریع‌تر برای چنین اقتصادهایی حتی بزرگ‌تر است.

سیاست‌گذاری

تجربه آمریکا نشان می‌دهد که قانون‌گذار می‌تواند با «معافیت آزمایشی» و نظارت تدریجی، نوآوری را بدون رها کردن کامل بازار آزمایش کند. در بسیاری از کشورها، از جمله ایران، سامانه‌های سپرده‌گذاری و تسویه متمرکز وجود دارد و پرسش اصلی این است که چگونه می‌توان از مزایای این فناوری بهره برد بی‌آنکه نظارت از دست برود. برابری حقوق توکن با دارایی اصلی، شرط اول اعتماد است.

بنگاه‌ها

برای کارگزاری‌ها و شرکت‌های فین‌تک، روند جهانی پیام روشنی دارد: رقابت آینده بر سر زیرساخت است، نه فقط ظاهر اپلیکیشن. شرکت‌هایی که امروز روی تسویه سریع‌تر، جابه‌جایی آسان‌تر دارایی و توکنیزه کردن دارایی‌های واقعی کار کنند، برای موج بعدی آماده‌ترند. در عین حال، تجربه رابین‌هود نشان داد که عرضه محصولی با نام سهام اما بدون حقوق واقعی سهام، می‌تواند به اعتماد مشتری و شهرت شرکت آسیب بزند.

آنچه باید بدانیم

۱ توکنیزه‌شدن یعنی ساختن نسخه دیجیتال دارایی‌های واقعی روی بلاک‌چین با هدف معامله شبانه‌روزی و تسویه فوری.

۲ بزرگ‌ترین سود کوتاه‌مدت برای نهادهای مالی است: آزاد شدن پول‌هایی که برای احتیاط بلوکه شده‌اند.

۳ سیتی‌گروپ رشد این بازار را از ۱۷ میلیارد دلار امروز به ۵/۵ تریلیون دلار در سال ۲۰۳۰ پیش‌بینی می‌کند.

۴ خطر سقوط شبانه، ابهام در حقوق دارندگان توکن و تغییر سیاست‌های نهاد ناظر، سه مانع اصلی این مسیرند.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر

به تحلیل بارونز، بورس‌ها، کارگزاری‌های آنلاین و شرکت‌های تخصصی توکنیزه‌سازی بیشترین بهره را از این روند می‌برند؛ نزدک هم قصد دارد سال آینده نسخه توکنیزه سهام شرکت‌های بورسی را عرضه کند.

پرریسک‌تر

واسطه‌های سنتی که درآمدشان به کندی و پیچیدگی تسویه وابسته است، و توکن‌هایی که حقوق واقعی سهام را ندارند.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند

یک سقوط ناگهانی شبانه در بازار توکنیزه‌شده یا تغییر رویکرد نهاد ناظر آمریکا می‌تواند این روند را سال‌ها عقب بیندازد.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

چشم‌انداز

اگر پروژه‌های فعلی بدون آسیب به شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران موفق شوند، فشار برای بازسازی کامل زیرساخت بازار سرمایه بیشتر می‌شود. ظرف چند سال، معامله شبانه‌روزی سهام و تسویه فوری می‌تواند از استثنا به قاعده تبدیل شود. به نوشته بارونز، بسیاری از فعالان بازار انتظار دارند کمیسیون بورس آمریکا در ماه‌های آینده قواعد رسمی این بازار را تدوین کند؛ قواعدی که لغوشان دشوارتر از یک معافیت است.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

توکنیزه‌شدن بیش از آنکه درباره رمزارز باشد، درباره زیرساخت پنهان بازار مالی است. برنده این تحول کسی است که زیرساخت را می‌سازد؛ و برای بازارهای در حال توسعه، فرصتی است تا از چند نسل فناوری قدیمی عبور کنند. اما سرعت بیشتر بدون قواعد محکم، فقط ریسک را سریع‌تر جابه‌جا می‌کند.

تحریریه لنز اقتصاد

منبع: بر پایه بارونز، ۱۲ اکتبر ۲۰۲۶؛ بازنویسی تحلیلی و افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد.



هوش مصنوعی و پایان دوران برون‌سپاری ارزان

هند با صادرات خدمات نرم‌افزاری ثروتمند شد؛ حالا هوش مصنوعی همان مزیتی را تهدید می‌کند که میلیون‌ها شغل به آن وابسته است.

فناوری · ۹ دقیقه مطالعه · تیم تحلیلی لنز اقتصاد

هوش مصنوعی · برون‌سپاری · هند · بازار کار

شرکت‌های فناوری هند با در اختیار گذاشتن ارتشی از برنامه‌نویسان برای شرکت‌های جهانی بزرگ شدند؛ اما وقتی ابزارهای هوش مصنوعی کار برنامه‌نویسی را ارزان می‌کنند، این مدل از مزیت به نقطه ضعف تبدیل می‌شود.

هند ۲۵۰ سال طول کشید تا پس از شکست صنعتگران نساجی‌اش در برابر ماشین‌های بریتانیایی در قرن هجدهم، دوباره جایی در اقتصاد جهان پیدا کند. آن جایگاه تازه، صنعت خدمات نرم‌افزاری بود: میلیون‌ها برنامه‌نویس در بنگلور و حیدرآباد که نرم‌افزارهای شرکت‌های بزرگ جهان را می‌نوشتند و نگهداری می‌کردند. به نوشته مجله بلومبرگ مارکتس، خدمات فناوری امروز صنعتی صادراتی به ارزش ۲۵۰ میلیارد دلار است که حدود ۶ میلیون شغل را پشتیبانی می‌کند.

اما این موتور حالا با تهدیدی جدی روبه‌رو است. ابزارهای هوش مصنوعی که می‌توانند خودشان کد بنویسند، ارزش کار برنامه‌نویسان هندی را برای شرکت‌های جهانی کاهش می‌دهند. اندی موکرجی، ستون‌نویس بلومبرگ، می‌پرسد: این بار چقدر طول می‌کشد تا هند جایگاه تازه‌ای در عصر هوش مصنوعی پیدا کند؟

۲۵۰

میلیارد دلار صادرات خدمات فناوری هند

پشتوانه حدود ۶ میلیون شغل

تحلیل روند

نشانه‌های این تغییر در بازار سهام دیده می‌شود. سال‌ها تقاضای جهانی برای برون‌سپاری، شرکت‌های فناوری هند را به یکی از ارزشمندترین بخش‌های بازار سهام این کشور تبدیل کرده بود. اما به گزارش بلومبرگ، سهم این صنعت از شاخص ۵۰۰ شرکت بزرگ هند از ۱۴ درصد در پنج سال پیش به ۷ درصد در سپتامبر امسال کاهش یافته است؛ یعنی از هر ۱۰۰ روپیه‌ای که در این شاخص سرمایه‌گذاری شود، حالا فقط حدود ۷ روپیه به سهام شرکت‌های فناوری می‌رسد. در دو سال گذشته، شاخص شرکت‌های فناوری هند هم از شاخص کل بازار هند عقب مانده و هم از شاخص‌های فناوری آسیا و شرکت‌های تراشه آمریکا.

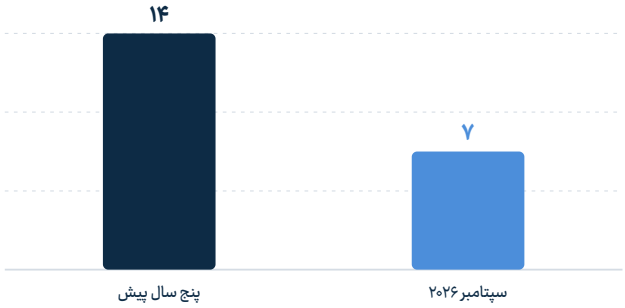
بازار کار هم تغییر را نشان می‌دهد. به گزارش بلومبرگ، تعداد کارکنان بزرگ‌ترین شرکت‌های فناوری هند، مثل تاتا کانسالتنسی سرویسز (TCS)، اینفوسیس و اچ‌سی‌ال، از سال ۲۰۲۳ تقریباً ثابت مانده و برخی حتی شروع به کاهش نیرو کرده‌اند. بیشترین ضربه به تازه‌واردها خورده است: به گزارش یک بانک سرمایه‌گذاری ژاپنی، شرکت‌ها جذب نیروی تازه‌کار را کم کرده‌اند، در حالی که تقاضا برای نیروی باتجربه همچنان بالاست.

مدیرعامل یکی از شرکت‌های فناوری هند گفته است که هوش مصنوعی تعداد آدم‌هایی را که برای انجام یک کار لازم است کاهش می‌دهد و مشتریان

ممکن است ۲۰ تا ۲۵ درصد تخفیف بخواهند. شرکت‌های جهانی هم دیگر فقط مشتری نیستند: برخی از آن‌ها، مثل استارباکس، می‌خواهند نرم‌افزارهای اصلی خود را خودشان بسازند؛ دقیقاً همان کاری که برنامه‌نویسان هندی سال‌ها برایشان انجام می‌دادند.

سهم صنعت فناوری از بازار سهام هند

درصد وزن در شاخص ۵۰۰ شرکت بزرگ هند



منبع: بلومبرگ مارکتس

کار با هوش مصنوعی آدم‌های کمتری لازم دارد و مشتریان ممکن است ۲۰ تا ۲۵ درصد تخفیف بخواهند.

سازوکار روند

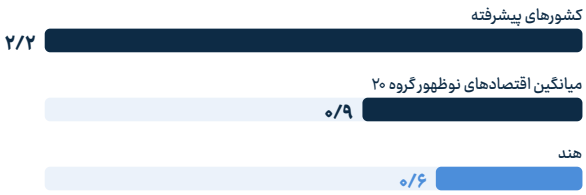
چرا مدل هند آسیب‌پذیر است؟ پاسخ در کمبود سرمایه‌گذاری روی نوآوری است. به برآورد صندوق بین‌المللی پول، هند فقط ۰/۶ درصد کل اقتصادش را صرف پژوهش و توسعه می‌کند؛ در حالی که این رقم در کشورهای پیشرفته ۲/۲ درصد و در اقتصادهای نوظهور عضو گروه ۲۰ به‌طور میانگین ۰/۹ درصد است. فقط ۴/۳ درصد شرکت‌های هندی هزینه پژوهش و توسعه گزارش می‌کنند؛ در برابر ۱۷ درصد در کل بازارهای نوظهور. یک اندیشکده دولتی هند هم هشدار داده است که این صنعت در تولید محصول نرم‌افزاری، سخت‌افزار و پژوهش در فناوری‌های پیشرو حضور کمی دارد.

به عبارت ساده، شرکت‌های هندی بیشتر «نیروی کار» فروخته‌اند تا «فناوری». وقتی هوش مصنوعی کار برنامه‌نویسی را خودکار می‌کند، شرکتی که مزیتش تعداد زیاد برنامه‌نویس ارزان بوده، بیشترین آسیب را می‌بیند. در مقابل، شرکت‌هایی که تراشه، پلتفرم نرم‌افزاری یا مدل‌های هوش مصنوعی می‌سازند، بیشترین سود را از رونق فعلی می‌برند.

موکرجی در تحلیل خود به راه‌حلی اشاره می‌کند. او می‌گوید به‌جای اینکه هند بکوشد کل زنجیره تولید را با شرکت‌های داخلی بدون فناوری بسازد، باید از مراکز پژوهشی شرکت‌های بزرگ جهانی که همین حالا در هند حضور دارند استفاده کند. شرکت‌هایی مثل AMD، اینتل، انویدیا و کوالکام هزاران مهندس در هند برای پژوهش‌های پیشرفته استخدام کرده‌اند. به گفته او، شرکت‌های چندملیتی هم‌اکنون ۲/۴ میلیون متخصص را در هند به کار گرفته‌اند و حدود ۱۰۰ میلیارد دلار درآمد سالانه دارند. به گفته او، پرسش واقعی سیاست‌گذاری این است که این رقم چگونه به ۱ تریلیون دلار برسد. پیشنهاد مشخص او این است که دولت به این شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری در دانشگاه‌های دولتی کم‌بودجه معافیت مالیاتی بدهد تا آزمایشگاه‌های پیشرفته آزمون، شبیه‌سازی و راستی‌آزمایی را نه فقط در دانشگاه‌های نخبه، بلکه در شبکه گسترده دانشکده‌های مهندسی راه بیندازند.

هزینه پژوهش و توسعه نسبت به کل اقتصاد

درصد از تولید ناخالص داخلی



منبع: بلومبرگ مارکتس به نقل از صندوق بین‌المللی پول

گنجاندن پژوهش در محصولاتی که به جهان فروخته می‌شود، سودآورتر از دستمزد گرفتن برای خط‌به‌خط کد است.

ریسک‌ها و محدودیت‌ها

بیشترین چیزی که در این میان در خطر است، آینده نسل جوان هند است؛ نسلی نزدیک به ۴۰۰ میلیون نفر که پیوند میان تحصیلات و شغل خوب برایش روزبه‌روز ضعیف‌تر می‌شود. به نوشته موکرجی، اگر درآمد سرانه دلاری هند با همان سرعت دهه گذشته، یعنی ۵/۵ درصد در سال، رشد کند، هند پیش از آنکه ثروتمند شود، پیر می‌شود. موکرجی یادآوری می‌کند که هدف دولت برای تبدیل هند به کشوری توسعه‌یافته تا سال ۲۰۴۷، حتی پیش از ظهور ابزارهای کدنویسی هوش مصنوعی، به رشد سالانه بیش از ۹ درصد درآمد سرانه دلاری نیاز داشت. فاصله این دو عدد را با یک حساب ساده می‌توان دید: با رشد سالانه ۵/۵ درصد، درآمد سرانه به‌طور تقریبی هر ۱۳ سال دو برابر می‌شود و با رشد ۹ درصد، هر ۸ سال. در افق ۲۱ ساله تا ۲۰۴۷، رشد ۵/۵ درصدی درآمد را به‌طور تقریبی ۳/۱ برابر می‌کند و رشد ۹ درصدی ۶/۱ برابر؛

یعنی مسیر دوم در پایان دوره، درآمد سرانه‌ای تقریباً دو برابر مسیر اول می‌سازد.

مسیر جایگزین، یعنی صنعتی شدن، هم آسان نیست. با وجود میلیاردها دلار مشوق دولتی در پنج سال گذشته، سهم هند از صادرات کالای جهان هنوز کمتر از ۲ درصد است و ویتنام در تولید صنعتی از هند جلو افتاده است. مونتاژ آیفون با قطعات وارداتی، شغل‌هایی با دستمزد ماهانه حدود ۱۸ هزار روپیه (۱۸۸ دلار) ایجاد می‌کند؛ رقمی که به گفته رئیس سابق بانک مرکزی هند، تفاوت زیادی با دستمزد یک راننده یا کارگر خانگی در شهرهای بزرگ ندارد. به نوشته موکرجی، مونتاژ کم‌فناوری فقط وقتی معنا دارد که پله‌ای به سوی تولید با ارزش افزوده بالاتر باشد. مراکز داده هم پاسخ کافی نیستند: سیاستمداران محلی با زمین ارزان و برق خورشیدی یارانه‌ای، شرکت‌های رایانش ابری غربی را جذب می‌کنند، اما این سرمایه‌گذاری‌ها شغل کمی می‌سازند. موکرجی راه دیگری را هم پیشنهاد می‌کند: بیش از ۱۵ میلیون هندی در بافندگی دستی، بافتنی و خیاطی کار می‌کنند و ۵ میلیون نفر دیگر در کارگاه‌های کوچک فراوری غذا؛ به نوشته او، با کمی مقیاس و سرمایه، ارزش افزوده هر کارگر از حدود ۴ دلار در روز به ۶ یا حتی ۸ دلار می‌رسد. به یادآوری او، تایوان هم پیش از جهش صنعتی، کسب‌وکارهای کوچکش را بزرگ کرد.

دولت هند برای جبران این عقب‌ماندگی به سیاست صنعتی شرق آسیا چشم دوخته است؛ از جمله بسته ۱۳/۴ میلیارد دلاری مشوق برای ساخت تراشه. منطق این سیاست «یادگیری در تولید» است: مهارت در کف یک کارخانه شکل می‌گیرد و بعد به رقبا و صنایع مجاور سرایت می‌کند. این سازوکار پشت معجزه صادراتی شرق آسیا در سال‌های ۱۹۶۵ تا ۱۹۹۰ بود. اما به یادآوری موکرجی، آن معجزه فقط به این دلیل ممکن شد که دولت‌های آن کشورها شرکت‌ها را در دوره‌های طولانی تولید مازاد و سود اندک، با نرخ بهره پایین و نرخ ارز رقابتی سرپا نگه داشتند. حتی در بحران مالی آسیا در ۱۹۹۷، دولت کره جنوبی از دانش انباشته در شرکتی که امروز اس‌کی هاینیکس نام دارد، محافظت کرد. به نوشته او، وضعیت مالی دولت هند برای تکرار چنین حمایت پرهزینه و طولانی‌ای شکننده‌تر از آن است.

پنجره این گذار هم برای همیشه باز نمی‌ماند. به نوشته موکرجی، با گسترش عامل‌های هوش مصنوعی همچنان به مهندسانی برای نظارت بر کدی که این عامل‌ها می‌نویسند نیاز خواهد بود؛ اما این شغل‌های تخصصی دیگر از منطق «آربیتراژ دستمزد»، یعنی بهره بردن از اختلاف دستمزد میان کشورها که برون‌سپاری را چنین پرسود کرده بود، پیروی نمی‌کنند و می‌توانند به همان آسانی در نشویل آمریکا ایجاد شوند که در بنگلور. سخت‌تر شدن سیاست مهاجرتی آمریکا هم رقابت را برای متخصصان هندی دشوارتر می‌کند.

برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها هم پرسش بزرگی مطرح است. به گزارش بلومبرگ، سهام TCS، بزرگ‌ترین شرکت فناوری هند، در اوایل سپتامبر با ارزش‌گذاری حدود ۷ درصد پایین‌تر از شرکت‌های مشابه هندی معامله می‌شد. اما بلومبرگ می‌نویسد که بازگشت این شرکت به جایگاه گذشته، به این بستگی دارد که نشان دهد هوش مصنوعی می‌تواند رشد درآمدش را سرعت ببخشد، نه کند.

حساب بلومبرگ نکته ظریف دیگری هم دارد. فاصله ارزش‌گذاری TCS با رقبای هندی در آوریل به نزدیک ۱۵ درصد رسیده بود و تا اوایل سپتامبر به حدود ۷ درصد کم شد. به محاسبه بلومبرگ، اگر این فاصله به میانگین تاریخی‌اش برگردد (آنچه تحلیلگران «بازگشت به میانگین» می‌نامند)، فقط حدود ۱/۷ درصد جای رشد برای قیمت سهم باقی می‌ماند؛ رقمی نزدیک به قیمت‌های هدف تحلیلگران. به زبان ساده، فرصت «ارزان خریدن» تا حد زیادی از دست رفته است. یک نکته حرفه‌ای هم در این میان هست: «ارزان‌تر از رقبا» به‌تنهایی دلیل خرید نیست. وقتی کل یک صنعت با تهدیدی ساختاری روبه‌روست، ممکن است همه شرکت‌های آن هم‌زمان و برای مدتی طولانی ارزان‌تر از گذشته معامله شوند و میانگین گذشته دیگر معیار درستی نباشد.

مفاهیم کلیدی

برون‌سپاری
واگذاری بخشی از کار یک شرکت، مثل نگهداری نرم‌افزار یا پشتیبانی مشتری، به شرکتی دیگر، معمولاً در کشوری با دستمزد پایین‌تر.

عامل هوش مصنوعی
نرم‌افزاری مبتنی بر هوش مصنوعی که می‌تواند یک کار چندمرحله‌ای، مثل نوشتن و آزمودن کد، را بدون دخالت مداوم انسان انجام دهد.

پژوهش و توسعه
هزینه‌ای که شرکت‌ها و دولت‌ها برای خلق فناوری و محصول تازه می‌کنند؛ معیاری برای سنجش توان نوآوری یک اقتصاد.

یادگیری در تولید
مهارتی که کارکنان و شرکت‌ها در جریان تولید واقعی به دست می‌آورند و به‌تدریج به شرکت‌ها و صنایع دیگر هم منتقل می‌شود.

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

ایران هم مانند هند جمعیت تحصیل‌کرده زیادی در رشته‌های مهندسی و فناوری دارد. تجربه هند نشان می‌دهد که اتکای صرف به فروش نیروی کار ارزان متخصص، در عصر هوش مصنوعی مزیت پایداری نیست. ارزش واقعی در ساختن محصول و فناوری است، نه در فروش ساعت کار برنامه‌نویس.

سیاست‌گذاری

درس این گزارش برای سیاست‌گذاران بسیاری از کشورها، از جمله ایران، تقویت پیوند دانشگاه و صنعت و افزایش هزینه پژوهش و توسعه است. پیشنهاد موکرجی، یعنی استفاده از مراکز پژوهشی موجود و تشویق آن‌ها به سرمایه‌گذاری در دانشگاه‌ها، نشان می‌دهد که برای ساختن توان نوآوری، همیشه لازم نیست از صفر شروع کرد.

بنگاه‌ها

برای شرکت‌های نرم‌افزاری ایرانی، پیام روشن است: مدل درآمدی که بر تعداد نیروی برنامه‌نویس و ساعت کار بنا شده، در برابر ابزارهای هوش مصنوعی آسیب‌پذیر است. شرکت‌هایی که هوش مصنوعی را در خدمات خود به کار بگیرند، محصول اختصاصی بسازند و نیروهایشان را برای کارهای پیچیده‌تر آموزش دهند، در موقعیت بهتری قرار می‌گیرند.

آنچه باید بدانیم

۱ خدمات فناوری هند صنعتی ۲۵۰ میلیارد دلاری با حدود ۶ میلیون شغل است که حالا از سوی هوش مصنوعی تهدید می‌شود.

۲ سهم این صنعت از بازار سهام هند در پنج سال نصف شده و جذب نیروی تازه‌کار در شرکت‌های بزرگ کاهش یافته است.

۳ ریشه آسیب‌پذیری، سرمایه‌گذاری اندک در پژوهش و توسعه است: ۰/۶ درصد اقتصاد هند در برابر ۲/۲ درصد در کشورهای پیشرفته.

۴ راه‌حل پیشنهادی، تکیه بر مراکز پژوهشی شرکت‌های جهانی در هند و تقویت دانشگاه‌هاست تا به‌جای کد، فناوری صادر شود.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر
شرکت‌هایی که فناوری، پلتفرم یا محصول اختصاصی می‌فروشند و هوش مصنوعی را برای افزایش بهره‌وری خود به کار می‌گیرند.

پرریسک‌تر
کسب‌وکارهایی که درآمدشان به فروش ساعت کار نیروی متخصص ارزان وابسته است و برنامه روشنی برای استفاده از هوش مصنوعی ندارند.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند
اگر شرکت‌های خدمات فناوری نشان دهند که هوش مصنوعی رشد درآمدشان را سرعت بخشیده، بازار دوباره به آن‌ها اعتماد خواهد کرد.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

چشم‌انداز

در سال‌های آینده، صنعت خدمات فناوری از مدل «نیروی کار زیاد» به مدل «تیم‌های کوچک متخصص و ابزار هوش مصنوعی» تغییر می‌کند. کشورهایی که بتوانند از فروش نیروی کار به فروش فناوری برسند، به احتمال زیاد برنده این تغییر خواهند بود.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

هوش مصنوعی همان کاری را با برون‌سپاری می‌کند که ماشین‌های نساجی با صنعتگران دستی کردند: مزیت قدیمی را بی‌ارزش می‌کند. برای اقتصادهایی با نیروی جوان و تحصیل‌کرده، از جمله ایران، فرصت در ساختن است، نه در اجاره دادن مهارت.

تحریریه لنز اقتصاد

منبع: بر پایه بلومبرگ مارکتس، اکتبر و نوامبر ۲۰۲۶؛ بازنویسی تحلیلی و افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد.



۱۰ میلیارد دلار وال‌استریت در بیمارستان‌های هند

صندوق‌های بزرگ سرمایه‌گذاری با خرید بیمارستان‌های هند سود کلانی برده‌اند؛ اما حالا این پرسش مطرح است که هزینه این رونق را چه کسی می‌پردازد.

بازارها · ۶ دقیقه مطالعه · تیم تحلیلی لنز اقتصاد

سلامت · صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی · بیمه درمان · هند

سرمایه خارجی به ساختن بیمارستان در کشوری با کمبود شدید تخت کمک کرده؛ اما بیمه‌ها، نمایندگان مجلس و بیماران می‌گویند همین سرمایه، درمان را گران‌تر کرده است.

وال‌استریت به دنبال یکی از بزرگ‌ترین فرصت‌های رشد در صنعت بیمارستان‌داری جهان به هند آمد؛ اما چیز دیگری هم پیدا کرد: دعوایی بر سر اینکه صورت‌حساب را چه کسی بپردازد. به گزارش مجله بلومبرگ مارکتس، صندوق‌های بزرگ سرمایه‌گذاری خصوصی جهانی، یعنی صندوق‌هایی که سهام شرکت‌ها را می‌خرند، چند سال رشدشان می‌دهند و بعد با سود می‌فروشند، مثل بلک‌استون، KKR و TPG، در پنج سال گذشته حدود ۱۰ میلیارد دلار برای خرید سهام زنجیره‌های بیمارستانی هند خرج کرده‌اند.

این پول به ساخت بیمارستان‌های تازه، خرید تجهیزات گران‌قیمت و ادغام بیمارستان‌های کوچک در زنجیره‌های بزرگ کمک کرده؛ آن هم در کشوری که به‌شدت با کمبود تخت بیمارستانی روبه‌رو است. با اینکه بیمارستان‌های متعلق به این صندوق‌ها کمتر از ۵ درصد تخت‌های هند را در اختیار دارند، در رشته‌های پرسودی مثل جراحی قلب و درمان سرطان حضوری پررنگ دارند.

۱۰

میلیارد دلار سرمایه‌گذاری صندوق‌های جهانی

در خرید سهام بیمارستان‌های هند طی پنج سال گذشته

تحلیل روند

منطق این سرمایه‌گذاری روشن بود. هند فقط حدود ۱/۳ تخت بیمارستان برای هر هزار نفر دارد؛ رقمی بسیار پایین‌تر از کشورهای توسعه‌یافته. در همین حال، با افزایش درآمد مردم و طولانی‌تر شدن عمر، تقاضا برای درمان سرطان، بیماری‌های قلبی و خدمات تخصصی رو به افزایش است. دولت هند هم در سال ۲۰۲۱ حدود ۶۰۰ پروژه بیمارستانی را شناسایی کرده بود که به حدود ۳۲ میلیارد دلار سرمایه نیاز داشتند.

سرمایه‌گذاران جهانی در این بازار صنعتی دیدند که سرمایه اولیه سنگینی می‌خواهد، اما درآمد بلندمدت و مطمئنی دارد. بیمارستان‌های کوچک و پراکنده هم فرصتی بودند تا با خرید و ادغامشان، زنجیره‌های بزرگ و سودآور ساخته شود.

نتیجه برای سرمایه‌گذاران درخشان بوده است. به گزارش بلومبرگ، صندوق دولتی سنگاپور (تماسک) پولی را که در سال ۲۰۱۷ در یک زنجیره بیمارستانی هند گذاشته بود، حدود ده برابر کرده است؛ یعنی هر ۱۰۰ دلار به حدود ۱,۰۰۰ دلار رسیده است؛ نرخ بازده داخلی این سرمایه‌گذاری، یعنی بازده سالانه آن با در نظر گرفتن زمان ورود و خروج پول، حدود ۳۰ درصد بوده است. صندوق KKR هم در ماه اوت توافق کرد بخش هندی یک زنجیره بیمارستانی سوئدی را به قیمت ۱/۴ میلیارد دلار بخرد؛ معامله‌ای که تعداد تخت‌های این صندوق در جنوب هند را تقریباً دو برابر می‌کند و به ۱۰ هزار تخت می‌رساند. پیش‌بینی می‌شود درآمد بیمارستان‌های خصوصی هند در سال ۲۰۲۷ تا ۱۵ درصد رشد کند.

بزرگ‌ترین تغییر در درمان هند در اتاق عمل رخ نداده؛ در اتاق هیئت‌مدیره رخ داده است.

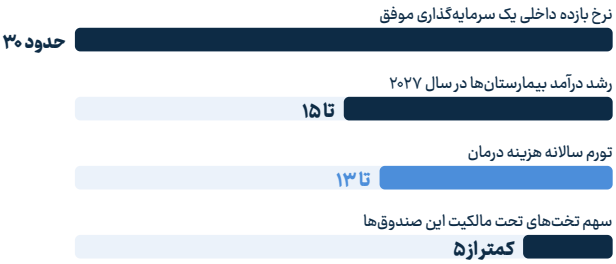
سازوکار روند

یکی از عوامل جذابیت این مدل، رشد بازار سرمایه هند است. عرضه سهام بیمارستان‌ها در بورس به صندوق‌ها راه روشنی برای فروش سهم و خروج با سود داده است. این صندوق‌ها با پولی که از فروش به دست می‌آورند، سراغ خرید بیمارستان‌های بعدی می‌روند. به گفته مدیر یک بیمارستان در ایالت کرالا، «امروز بیمارستان‌ها بیش از هر چیز با بازده سرمایه و درآمد هر تخت اشغال‌شده سنجیده می‌شوند».

اما همین منطق سودآوری، نگرانی‌هایی ایجاد کرده است. به گزارش یک کمیته پارلمانی هند، تورم هزینه‌های درمان تا ۱۳ درصد در سال رسیده است. درمان در بیمارستان‌های خصوصی به‌طور میانگین پنج تا ده برابر بیمارستان‌های دولتی هزینه دارد و بیشترین تفاوت در درمان سرطان، بیماری‌های قلبی، نارسایی کلیه و زایمان دیده می‌شود.

سرمایه، رشد و هزینه در بیمارستان‌های خصوصی هند

درصد



منبع: بلومبرگ مارکتس؛ رقم رشد درآمد پیش‌بینی مؤسسه رتبه‌بندی کریسیل است

در اوت، همین کمیته پارلمانی هشدار داد که «ورود کنترل‌نشده سرمایه خارجی» زمینه خرید بیمارستان‌های متوسط و کم‌هزینه را به دست گروه‌های بزرگ فراهم کرده است. کمیته پیشنهاد کرد قواعد سرمایه‌گذاری خارجی در سلامت بازبینی شود، سقف قیمت بررسی شود و نهادی برای نظارت بر بیمارستان‌ها ایجاد شود.

ریسک‌ها و محدودیت‌ها

اصلی‌ترین تنش، میان بیمارستان‌ها و شرکت‌های بیمه است. بیمه‌ها می‌گویند بیمارستان‌های خصوصی صورت‌حساب‌ها را بزرگ‌تر می‌کنند و بیماران را به سمت درمان‌های گران‌تر می‌برند. بیمارستان‌ها پاسخ می‌دهند که بیمه‌ها دیر پرداخت می‌کنند و تعرفه‌هایشان کافی نیست. به گفته مدیر یک شرکت بیمه، «تا وقتی بیمه وارد ماجرا می‌شود، تشخیص داده شده، روش درمان انتخاب شده و بیمه فقط باید صورت‌حساب را بپردازد».

بیماران در میانه این دعوا گیر کرده‌اند. بلومبرگ از زنی ۴۰ ساله در بمبئی روایت می‌کند که برای جراحی با کمک ربات به یک بیمارستان خصوصی رفت و انتظار داشت بیمه‌اش هزینه را بپردازد. اما بیمه از پرداخت سهم مربوط به بخش رباتیک جراحی سر باز زد و او ناچار شد مابه‌التفاوت را از جیب خودش بدهد. بیمه‌ها می‌گویند برخی روش‌های رباتیک بسیار گران‌ترند، بدون آنکه نتیجه درمانی متناسبی داشته باشند.

نهاد ناظر بیمه هند با قواعد تازه‌ای برای درمان بدون پرداخت نقدی و یکسان‌سازی فرایند تأیید درمان واکنش نشان داده است. اما تجربه آمریکا نشان می‌دهد که مقررات راه‌حل ساده‌ای نیست. به گفته یک استاد مدرسه کسب‌وکار وارتون، بحث درباره اینکه آیا مقررات می‌تواند هزینه درمان را مهار کند، ۵۰ سال است در آمریکا ادامه دارد. برخی سرمایه‌گذاران بزرگ هم هشدار داده‌اند که دخالت دولت در قیمت‌گذاری درمان، فضای سرمایه‌گذاری هند را تضعیف می‌کند و آن‌ها را از سرمایه‌گذاری بیشتر منصرف خواهد کرد.

درمان نمی‌تواند مدام گران‌تر شود و بیمه همچنان ارزان بماند.

مفاهیم کلیدی

صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی
صندوقی که با پول سرمایه‌گذاران بزرگ، سهام شرکت‌ها را می‌خرد، آن‌ها را گسترش می‌دهد و چند سال بعد با سود می‌فروشد.

تجمیع
خرید چند شرکت یا بیمارستان کوچک و ادغام آن‌ها در یک زنجیره بزرگ برای کاهش هزینه و افزایش قدرت در بازار.

درآمد هر تخت اشغال‌شده
معیاری که نشان می‌دهد یک بیمارستان به‌طور میانگین از هر تخت پر چقدر درآمد دارد؛ شاخص اصلی سودآوری بیمارستان‌ها.

درمان بدون پرداخت نقدی
روشی که در آن بیمه مستقیم با بیمارستان تسویه می‌کند و بیمار هنگام ترخیص پولی نمی‌پردازد.

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

نظام سلامت ایران هم با چالش‌های مشابهی روبه‌رو است: نیاز به سرمایه‌گذاری برای ساخت و تجهیز بیمارستان، افزایش هزینه‌های درمان و فشار بر صندوق‌های بیمه. تجربه هند نشان می‌دهد که ورود سرمایه بزرگ خصوصی می‌تواند ظرفیت درمان را افزایش دهد، اما اگر هم‌زمان نظام بیمه و نظارت تقویت نشود، هزینه درمان برای مردم بالا می‌رود. به تعبیر مدیرعامل یک شرکت بیمه هندی، اگر حساب‌وکتاب این صنعت اصلاح نشود، بزرگ‌ترین قربانی «میانه گمشده» است: کسانی که مشمول حمایت دولت نیستند و توان پرداخت هزینه‌های فزاینده درمان را هم ندارند.

سیاست‌گذاری

درس اصلی برای سیاست‌گذاران، تعادل میان جذب سرمایه و حمایت از بیمار است. تعرفه‌گذاری شفاف، پروتکل‌های درمانی مبتنی بر شواهد علمی و هماهنگی میان بیمه و بیمارستان، ابزارهایی است که بسیاری از کشورها، از جمله ایران، برای مهار هزینه‌ها به آن نیاز دارند. تجربه آمریکا هم یادآوری می‌کند که مقررات به‌تنهایی کافی نیست. یک نکته اقتصادی هم در میان است: وقتی بیمه هزینه را می‌پردازد، نه بیمار و نه درمانگر انگیزه کافی برای صرفه‌جویی ندارند؛ اقتصاددانان به این وضعیت «کژمنشی» می‌گویند و پرداخت بخشی از هزینه توسط خود بیمار (فرانشیز)، یکی از ابزارهای رایج مهار آن است.

بنگاه‌ها

برای سرمایه‌گذاران و فعالان بخش سلامت در ایران، این گزارش نشان می‌دهد که سلامت می‌تواند صنعتی سودآور و رو به رشد باشد؛ به‌ویژه در خدمات تخصصی. اما سودآوری پایدار در این صنعت به رابطه سالم با بیمه‌ها و اعتماد بیماران بستگی دارد. مدلی که فقط بر افزایش درآمد هر تخت تکیه کند، دیر یا زود با واکنش نهادهای ناظر روبه‌رو می‌شود. به تعبیر همان مدیر بیمه، «نبرد واقعی در درمان امروز بر سر این است که رابطه با بیمار در اختیار کیست».

آنچه باید بدانیم

۱ صندوق‌های بزرگ جهانی در پنج سال گذشته حدود ۱۰ میلیارد دلار برای خرید بیمارستان‌های هند خرج کرده‌اند و سود کلانی برده‌اند.

۲ هند فقط ۱/۳ تخت بیمارستان برای هر هزار نفر دارد؛ همین کمبود، این صنعت را برای سرمایه‌گذاران جذاب کرده است.

۳ تورم هزینه درمان به ۱۳ درصد در سال رسیده و درمان خصوصی پنج تا ده برابر درمان دولتی هزینه دارد.

۴ تنش میان بیمه و بیمارستان بالا گرفته و دولت هند به فکر نظارت بیشتر افتاده است؛ نظارتی که سرمایه‌گذاران با آن مخالف‌اند.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر
بخش سلامت در کشورهایی با کمبود تخت و رشد درآمد مردم، صنعتی با تقاضای پایدار است؛ به‌ویژه خدمات تخصصی مثل درمان قلب و سرطان.

پرریسک‌تر
کسب‌وکارهایی که سودشان بر قیمت‌گذاری بالا و درمان‌های گران بنا شده و در برابر سقف قیمت یا مقررات تازه آسیب‌پذیرند.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند
تصمیم دولت هند درباره سقف قیمت و نهاد ناظر بیمارستان‌ها می‌تواند جذابیت این صنعت را برای سرمایه خارجی تغییر دهد.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

چشم‌انداز

هند به آزمایشگاهی برای این پرسش تبدیل شده که آیا سرمایه خصوصی می‌تواند ظرفیت درمان را گسترش دهد، بی‌آنکه درمان از دسترس مردم خارج شود. پاسخ این پرسش در چند سال آینده، به توازن میان بیمه، بیمارستان و نظارت دولت بستگی دارد.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

سلامت مثل هیچ صنعت دیگری نیست، چون مشتری آن بیمار است. سرمایه می‌تواند بیمارستان بسازد، اما فقط یک نظام بیمه و نظارت کارآمد می‌تواند تضمین کند که این بیمارستان‌ها در دسترس مردم بمانند.

تحریریه لنز اقتصاد

منبع: بر پایه بلومبرگ مارکتس، اکتبر و نوامبر ۲۰۲۶؛ بازنویسی تحلیلی و افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد.



کازینویی در جیب

اپلیکیشن‌های معامله‌گری ارزان، میلیون‌ها هندی را به شرط‌بندی کوتاه‌مدت در بورس کشاندند؛ ۹ نفر از هر ۱۰ نفر ضرر کردند و نهاد ناظر ناچار شد ترمز بکشد.

بازارها | ۱۰ دقیقه مطالعه | تیم تحلیلی لنز اقتصاد

فین‌تک | اختیار معامله | سرمایه‌گذاران خرد | نظارت بازار

گوشی ارزان، اینترنت ارزان و کارمزد نزدیک به صفر، هند را به بزرگ‌ترین بازار اختیار معامله جهان تبدیل کرد؛ داستانی که برای هر بازاری با معامله‌گران خرد پرشمار، درس دارد.

ششصد کیلومتر جنوب غربی دهلی نو، شهر کوچک گانگاپور قرار دارد؛ شهری که نسل‌ها بستنی شیرینش را به شهرهای اطراف می‌فرستاد. اما به روایت مجله بلومبرگ مارکتس، برای چند سال در آغاز این دهه، مردم این شهر ۲۸ هزار نفری شیفته نمودارهای قیمت روی صفحه گوشی‌ها شده بودند. همه‌جا معامله می‌کردند: جلوی خانه‌ها، زیر سایه درختان، و گاهی سه نسل دور یک گوشی. یوتیوب کلاس درس بود و صحبت سر شام از محصول و عروسی به شگردهای معامله‌گری رسیده بود.

دیپاک پراجاپات ۲۷ ساله که پیش‌تر لباس آنلاین می‌فروخت، بیش از ۱۵۰ هزار روپیه (حدود ۱٬۵۶۰ دلار) از پس‌اندازش را از دست داد؛ رقمی بزرگ در کشوری که یک کارمند معمولی سالانه حدود ۲۹۰ هزار روپیه درآمد دارد. ماجرای گانگاپور در سراسر هند تکرار می‌شد: هندی‌ها در سال ۲۰۲۳ بیش از ۸۵ میلیارد قرارداد اختیار معامله خرید و فروش کردند؛ بیشترین رقم در جهان.

تحلیل روند

عواملی که این رونق را ساختند ساده بودند: گوشی هوشمند ارزان، اینترنت بسیار ارزان و کارمزد ناچیز. کارگزاری‌های آنلاین هندی از اواخر دهه ۲۰۱۰ کارمزدها را به‌شدت پایین آوردند و در سال ۲۰۲۰ یکی از آن‌ها امکان ثبت سفارش با فقط ۲۰ روپیه کارمزد را فراهم کرد. همه‌گیری کرونا هم میلیون‌ها جوان را با کمی پول و وقت زیاد در خانه نشاند.

جرقه اصلی، قراردادهای اختیار معامله کوتاه‌مدت بود که امکان شرط‌بندی روی جهت حرکت بازار در چند روز را می‌داد. بلومبرگ تفاوت را با یک مثال توضیح می‌دهد: خرید سهم مثل خرید یک گاری میوه است؛ شما صاحب یک کسب‌وکار می‌شوید. اما خرید اختیار معامله بیشتر شبیه شرط‌بندی روی قیمت میوه در پایان هفته است. اگر بازار کمی در جهت درست حرکت می‌کرد، پول در چند دقیقه دو یا سه برابر می‌شد و اگر برعکس، همه آن از بین می‌رفت.

حساب این شرط‌ها را با یک مثال ساده می‌توان دید. فرض کنید شاخص در ۲۲٬۰۰۰ واحد است و معامله‌گری اختیار خرید با قیمت اعمال ۲۲٬۱۰۰ واحد و سررسید چند روز بعد را به قیمت ۵۰ واحد می‌خرد؛ این ۵۰ واحد، بهای حق خرید یا «پریمیوم» است. اگر شاخص در سررسید به ۲۲٬۲۵۰ برسد، ارزش اختیار به ۱۵۰ واحد می‌رسد و پول او سه برابر می‌شود. اما برای اینکه اصلاً سود کند، شاخص باید از نقطه سربه‌سر، یعنی ۲۲٬۱۵۰ (قیمت اعمال به‌اضافه پریمیوم) بالاتر برود؛ یعنی حدود ۰/۷ درصد رشد در چند روز. اگر شاخص در سررسید ۲۲٬۱۰۰ یا پایین‌تر باشد، کل ۵۰ واحد از دست می‌رود. در این میان، ارزش زمانی اختیار با نزدیک شدن به سررسید هر روز کمتر می‌شود؛ پدیده‌ای که معامله‌گران به آن «فرسایش زمانی» می‌گویند. به همین دلیل، خریدار اختیار کوتاه‌مدت فقط وقتی سود می‌کند که بازار هم در جهت درست، هم به اندازه کافی و هم به‌سرعت حرکت کند؛ و طرف مقابل او، یعنی فروشنده حرفه‌ای اختیار، دقیقاً از همین احتمال پایین سود می‌برد.

تا اوایل ۲۰۲۴، هند با حدود ۸۴ درصد تعداد کل قراردادهای اختیار معامله سهام در جهان، به بزرگ‌ترین بازار این ابزار تبدیل شده بود. بورس‌ها هم به این رونق دامن می‌زدند:

سررسید قراردادهای شاخص‌های مختلف را در روزهای مختلف هفته قرار داده بودند تا هر روز فرصت شرط‌بندی تازه‌ای وجود داشته باشد.

«به نظر می‌رسید کازینویی قانونی است که در جیبت جا می‌شود.»

۸۴٪

سهم هند از تعداد قراردادهای اختیار معامله سهام در جهان

در اوج رونق، اوایل ۲۰۲۴

سازوکار روند

حول این بازار، صنعتی از «آموزشگاه‌های معامله‌گری» شکل گرفت. به گفته مدیر یکی از این آموزشگاه‌ها، مشتریان برای یک آخر هفته ۵۰ هزار روپیه می‌پرداختند؛ نه برای یاد گرفتن صورت‌های مالی شرکت‌ها، بلکه برای پیدا کردن نشانه‌ای که بگوید پنجشنبه ساعت یک‌ونیم دقیقاً چه بخرند.

«آن‌ها دنبال فرمولی برای یک بعدازظهر خوب بودند.»

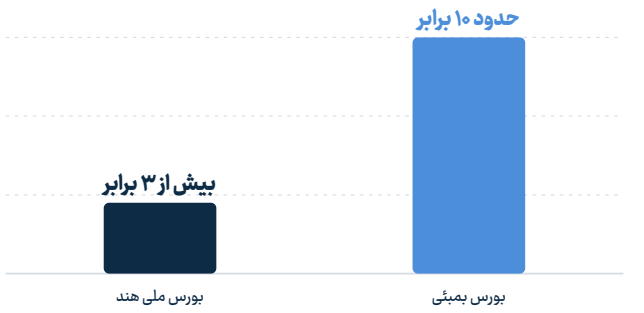
ارزش شرکت‌های کارگزاری به میلیاردها دلار رسید و سود بورس‌ها جهش کرد: سود بورس ملی هند طی چهار سال بیش از سه برابر و سود بورس بمبئی حدود ده برابر شد. معامله‌گران حرفه‌ای و شرکت‌های بزرگ هم با کمال میل در طرف مقابل معاملات قرار می‌گرفتند.

چرا حساب این بازار به ضرر معامله‌گران خرد بود؟ قرارداد اختیار معامله، پیش از کسر هزینه‌ها، یک بازی با جمع صفر است: هر روپیه‌ای که خریدار سود می‌کند، از جیب فروشنده بیرون می‌آید و برعکس. وقتی کارمزد، مالیات و اختلاف قیمت خرید و فروش را هم کم کنیم، مجموع بازیگران بازنده می‌شوند؛ پس اگر گروه حرفه‌ای با تحلیل و سرعت بهتر به‌طور میانگین سود کند، گروه خرد به‌طور میانگین بیشتر از آن زیان می‌کند. هزینه‌های کوچک هم با تکرار بزرگ می‌شوند. فرض کنید معامله‌گری روزی ۱۰ بار خرید و فروش کند و برای هر سفارش فقط ۲۰ روپیه کارمزد بدهد؛ در ۲۵۰ روز معاملاتی سال، تنها کارمزد کارگزار به ۱۰۰ هزار روپیه می‌رسد (۲۰ روپیه، ضربدر ۲ سفارش، ضربدر ۱۰ معامله، ضربدر ۲۵۰ روز)، بدون حساب مالیات و هزینه‌های بورس. این رقم به‌تنهایی به میانگین زیان سالانه‌ای که سازمان بورس هند گزارش کرده، نزدیک است.

اما حساب‌وکتاب این بازار هرگز به نفع معامله‌گران خرد نبود. سازمان بورس هند در سال ۲۰۲۳ و دوباره در اوت امسال نشان داد که ۹ نفر از هر ۱۰ معامله‌گر خرد در این بازار ضرر کرده‌اند؛ به‌طور میانگین حدود ۱۲۸ هزار روپیه در سال. در یک سال مالی، مجموع زیان این معامله‌گران از ۵۰۰ میلیارد روپیه گذشت و بخش زیادی از آن به جیب معامله‌گران حرفه‌ای رفت. رئیس وقت سازمان بورس هشدار داد که این جنون، پس‌انداز خانوارها را از سرمایه‌گذاری مولد دور می‌کند.

رشد سود بورس‌های هند در دوران رونق

چند برابر شدن سود طی حدود چهار سال



منبع: بلومبرگ مارکتس

۱۰از۹

معامله‌گر خرد در بازار مشتقه هند ضرر کرده‌اند

به پژوهش سازمان بورس هند

ریسک‌ها و محدودیت‌ها

پاسخ نهاد ناظر قاطع بود. سازمان بورس هند در پاییز ۲۰۲۴ حداقل اندازه هر قرارداد را حدوداً سه برابر کرد؛ به تعبیر بلومبرگ، «گاری میوه را سه برابر بزرگ‌تر کرد». اگر یک معامله قبلاً ۵۰۰ روپیه هزینه داشت، با فرض ثابت ماندن قیمت هر واحد، حالا حدود ۱٬۵۰۰ روپیه هزینه دارد. هر بورس هم فقط اجازه یافت روی یک شاخص قرارداد با سررسید هفتگی داشته باشد. ظرف چند هفته، پرهیجان‌ترین بازار مشتقه جهان آرام شد و تا اوایل ۲۰۲۵، حجم معاملات اختیار ۳۰ تا ۴۰ درصد کاهش یافت.

سپس پرونده‌ای بزرگ مطرح شد: سازمان بورس هند در جولای یک شرکت معاملاتی بزرگ آمریکایی را به دستکاری شاخص‌ها متهم کرد و مدعی شد این شرکت از ژانویه ۲۰۲۳ تا مارس ۲۰۲۵ حدود ۴/۳ میلیارد دلار از بازار هند سود برده است. این شرکت هرگونه تخلف را رد کرده و به حکم اعتراض کرده است.

به ادعای سازمان بورس هند، سازوکار کار ساده اما پرسود بود. در روزهایی که حجم زیادی از قراردادهای اختیار سررسید می‌شد، این شرکت صبح سهام بانک‌های بزرگ را می‌خرید و شاخص بانکی را بالا می‌برد. معامله‌گران خرد که این رشد را می‌دیدند، به خرید اختیار خرید هجوم می‌آوردند؛ در همان حال، این شرکت در بازار اختیار موقعیتی می‌گرفت که از افت شاخص سود می‌برد. بعدازظهر، با فروش همان سهام و قراردادها، شاخص را پایین می‌کشید؛ ارزش اختیارهای خرید معامله‌گران خرد سقوط می‌کرد و موقعیت نزولی شرکت سود می‌ساخت.

به ادعای ناظر، فقط در یک روز، ۱۷ ژانویه ۲۰۲۴، سود این شیوه به ۷/۳۵ میلیارد روپیه (حدود ۸۸ میلیون دلار) رسید. شرکت این توصیف را نادرست می‌داند و می‌گوید معاملاتش آربیتراژ معمولی شاخص بوده که به هم‌راستا شدن قیمت اختیارها با سهام و قراردادهای آتی کمک کرده است. رأی نهایی هرچه باشد، این پرونده درسی روشن برای سرمایه‌گذار خرد دارد: وقتی طرف مقابل شما سرمایه، اطلاعات و سرعت بسیار بیشتری دارد، شرط‌بندی کوتاه‌مدت رقابتی نابرابر است.

پیامدها فراتر از بازار رفت. آموزشگاه‌ها یکی پس از دیگری بسته شدند و زیان‌ها ماندگار شد: پولی که می‌توانست صرف بذر، شهریه مدرسه یا تعمیر خانه شود، در معاملاتی چنددقیقه‌ای از بین رفت و برخی هنوز در حال پرداخت وام‌هایی هستند که برای معامله گرفته بودند. و حالا به گزارش همین مجله، موج تازه‌ای در راه است: معامله‌گرانی که پس از محدودیت‌ها، به خرید سهام با پول قرضی کارگزاری‌ها روی آورده‌اند. یکی از آن‌ها نیمی از پول خرید سهامش را با نرخ بهره سالانه ۱۵/۶ درصد از کارگزار قرض گرفت و وقتی قیمت سهم تا ماه مارس نصف شد، کارگزار به‌طور خودکار سهامش را فروخت. به گفته خودش، بیش از ۴۰۰ هزار روپیه (حدود ۴,۲۰۰ دلار)، تقریباً معادل اجاره دو سال خانه‌اش، از دست داد؛ در حالی که سهم فقط یک ماه بعد دوباره بالا رفت و اگر بدون وام خریده بود، می‌توانست صبر کند.

حساب اهرم ساده اما بی‌رحم است. فرض کنید سهامی به ارزش ۱۰۰ واحد بخرید: ۵۰ واحد از پول خودتان و ۵۰ واحد وام. اگر قیمت دو برابر شود، ارزش سهام ۲۰۰ واحد می‌شود و پس از بازپرداخت وام، ۱۵۰ واحد برایتان می‌ماند؛ یعنی سرمایه اولیه سه برابر شده، منهای بهره. اما اگر قیمت نصف شود، ارزش سهام به ۵۰ واحد، یعنی درست به اندازه وام، می‌رسد و کل سرمایه شما از بین رفته است؛ بهره هم جداگانه حساب می‌شود: با نرخ سالانه ۱۵/۶ درصد، بهره ۵۰ واحد وام در شش ماه به‌طور تقریبی ۳/۹ واحد است. در عمل کارگزار منتظر این نقطه نمی‌ماند: وقتی سهم پول خود سرمایه‌گذار در ارزش سهام به کمتر از حد معینی برسد، یا باید پول تازه بگذارد یا سهام به‌اجبار فروخته می‌شود و زیان قطعی می‌شود.

این بازار هم به‌سرعت بزرگ شده است: ارزش سهامی که با وام کارگزاری خریده شده، از ۵۸ میلیارد روپیه در ۲۰۱۹ به بیش از ۱/۵ تریلیون روپیه در اوت امسال رسیده؛ رشدی سالانه حدود ۶۰ درصد. بهره این وام‌ها معمولاً سالانه ۹ تا ۱۷ درصد است و برای کارگزاری‌ها به منبع درآمدی بزرگ تبدیل شده؛ با این حال مدیرعامل زرودا (Zerodha)، یکی از بزرگ‌ترین کارگزاری‌های آنلاین هند، این کسب‌وکار را «ترسناک» خوانده و گفته برای بیشتر مشتریان مناسب نیست. در مقابل، طرفداران این وام‌ها می‌گویند خریدار اعتباری، برخلاف خریدار اختیار که اگر پیش‌بینی‌اش درست نباشد در سررسید همه پول را از دست می‌دهد، مالک سهم واقعی شرکت است و می‌تواند از رشد ارزش آن بهره ببرد. به نوشته بلومبرگ، این رونق بخشی از تغییری بزرگ‌تر در نگاه هندی‌ها به پول است: نسل‌های قبل پس‌انداز را برای حفظ ارزش می‌خواستند، اما نسل جوان با اپلیکیشن‌های معاملاتی بزرگ شده؛ اقتصاددانی هندی این حالت را «بی‌صبری بلندپروازانه» می‌نامد.

از رونق تا سقوط

اواخر دهه ۲۰۱۰
کارگزاری‌های آنلاین کم‌کارمزد راه افتادند

۲۰۲۰
همه‌گیری کرونا؛ هجوم جوانان خانه‌نشین به معاملات روزانه

۲۰۲۳
۸۵ میلیارد قرارداد اختیار معامله؛ زیان خرده‌معامله‌گران بیش از ۵۰۰ میلیارد روپیه

پاییز ۲۰۲۴
نهاد ناظر اندازه قرارداد را حدوداً سه برابر و معاملات هفتگی را محدود کرد

۲۰۲۵
حجم معاملات اختیار ۳۰ تا ۴۰ درصد کاهش یافت

۲۰۲۶
موج تازه: خرید سهام با پول قرضی

مفاهیم کلیدی

اختیار معامله (آپشن)
قراردادی که به خریدار حق می‌دهد سهم یا شاخصی را تا تاریخ معینی با قیمت مشخص بخرد یا بفروشد. خریدار برای این حق مبلغ کمی می‌پردازد؛ اگر بازار در جهت دلخواهش برود سودش چند برابر می‌شود و اگر نرود، کل همان مبلغ را از دست می‌دهد.

بازار مشتقه
بازاری که در آن قراردادهایی معامله می‌شوند که ارزششان از یک دارایی دیگر، مثل سهم یا شاخص، گرفته می‌شود.

معامله اهرمی
خرید سهام با پول قرضی کارگزار؛ سود را بزرگ‌تر می‌کند، اما زیان را هم چند برابر می‌سازد.

فراخوان وجه تضمین
درخواست کارگزار از مشتری برای واریز پول بیشتر وقتی ارزش سهامی که با وام خریده شده کاهش می‌یابد؛ در غیر این صورت سهام فروخته می‌شود.

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

بازار سرمایه ایران هم در سال‌های اخیر میلیون‌ها سرمایه‌گذار خرد جذب کرده است. تجربه هند نشان می‌دهد که اگر حضور گسترده مردم در بورس به سمت سفته‌بازی کوتاه‌مدت برود، نتیجه انتقال ثروت از خانوارها به بازیگران حرفه‌ای و دور شدن پس‌انداز از سرمایه‌گذاری مولد است. در اقتصادی با تورم بالا که مردم به دنبال راهی برای حفظ ارزش پولشان هستند، این خطر جدی‌تر است.

سیاست‌گذاری

درس اصلی هند برای نهادهای ناظر بازار سرمایه، از جمله در ایران، این است که ابزارهای مشتقه برای مدیریت ریسک ساخته شده‌اند، نه شرط‌بندی. ابزارهایی که هند به کار برد، یعنی بزرگ‌تر کردن اندازه قرارداد، محدود کردن قراردادهای کوتاه‌مدت و انتشار شفاف آمار زیان معامله‌گران خرد، الگوی قابل مطالعه‌ای است. نظارت بر آموزشگاه‌ها و چهره‌های شبکه‌های اجتماعی که وعده سود سریع می‌دهند هم بخشی از حمایت از سرمایه‌گذار است.

بنگاه‌ها

برای کارگزاری‌ها و شرکت‌های فین‌تک، داستان هند دو روی دارد: رشد سریع از محل معاملات پرتکرار و زیان‌ده مشتریان، می‌تواند با یک تصمیم نظارتی از بین برود. بورس‌های هند پس از این دوره به سمت جذب سرمایه‌گذاران نهادی و عرضه سهام شرکت‌های تازه رفتند. مدل کسب‌وکاری که بر موفقیت مشتری بنا شده باشد، پایدارتر از مدلی است که از زیان او سود می‌برد.

آنچه باید بدانیم

۱ گوشی ارزان، اینترنت ارزان و کارمزد ناچیز، هند را به بزرگ‌ترین بازار اختیار معامله جهان تبدیل کرد.

۲ ۹ نفر از هر ۱۰ معامله‌گر خرد ضرر کردند و زیان کل در یک سال مالی از ۵۰۰ میلیارد روپیه گذشت.

۳ بزرگ‌تر کردن اندازه قرارداد و محدود کردن قراردادهای هفتگی، حجم معاملات را ۳۰ تا ۴۰ درصد کم کرد.

۴ سفته‌بازی از بین نمی‌رود، جابه‌جا می‌شود: موج تازه در هند، خرید سهام با پول قرضی است.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر

سرمایه‌گذاری بلندمدت در سهام شرکت‌های خوب، یعنی همان «مالکیت گاری میوه»، به‌جای شرط‌بندی کوتاه‌مدت روی جهت قیمت.

پرریسک‌تر

معاملات اختیار کوتاه‌مدت بدون دانش تخصصی، خرید سهام با پول قرضی و دنبال کردن فرمول‌های سود سریع در شبکه‌های اجتماعی.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند

بعید است چیزی آن را عوض کند؛ ابزار مشتقه برای حرفه‌ای‌ها ابزار مدیریت ریسک است، اما شواهد هند نشان می‌دهد برای بیشتر معامله‌گران خرد زیان‌ده بوده است.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

چشم‌انداز

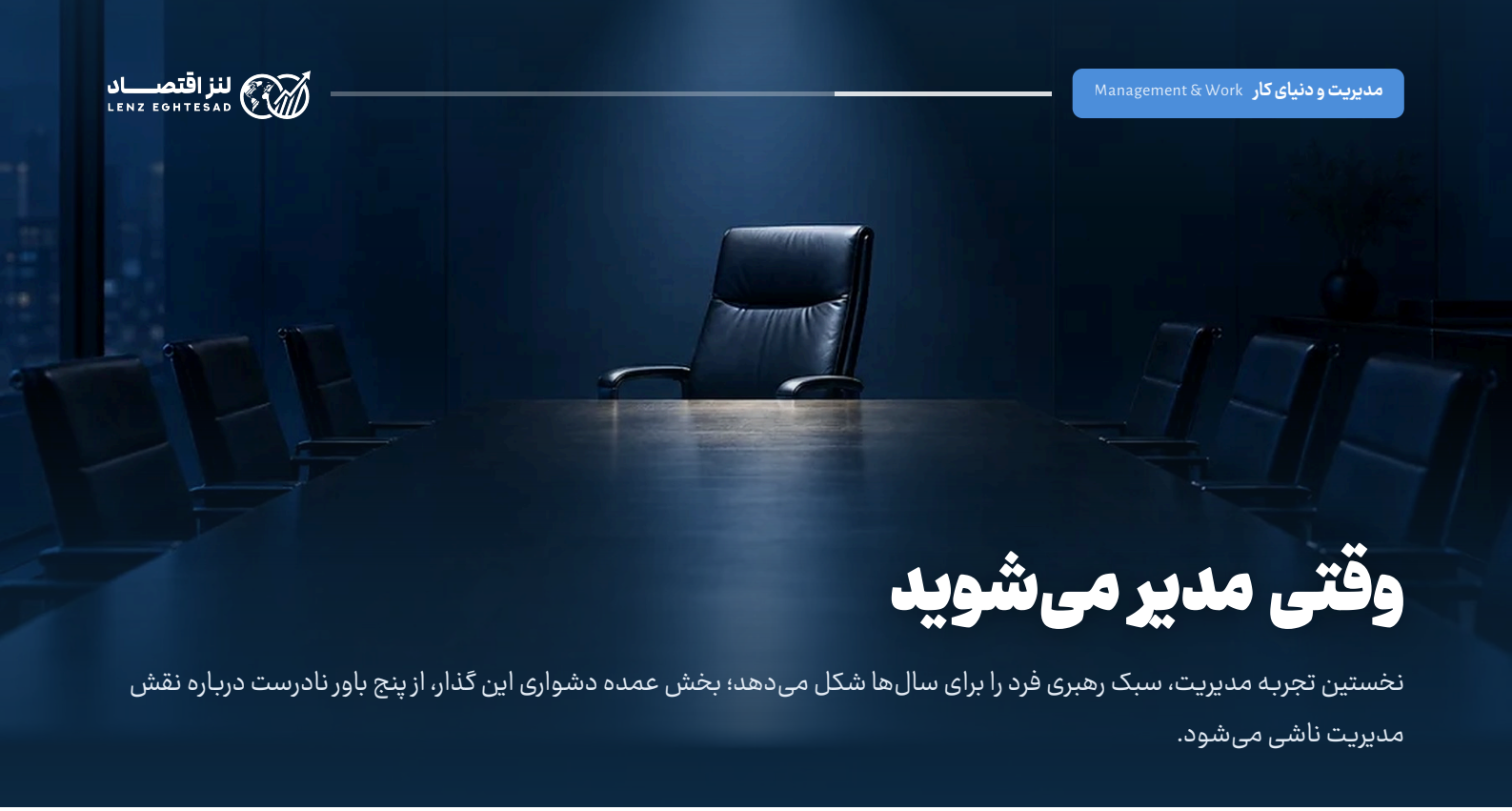
بازار سرمایه هند در حال گذار از بازاری پرهیجان و پر از معامله‌گر خرد به بازاری حرفه‌ای‌تر است. اما تا وقتی دسترسی آسان و وعده ثروت سریع وجود دارد، سفته‌بازی شکل تازه‌ای پیدا می‌کند و ناظران باید یک قدم جلوتر باشند. رشد سریع خرید اعتباری نشان می‌دهد که نگاه ناظر باید از یک ابزار خاص به کل اهرمی که خانوارها می‌پذیرند گسترش یابد.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

ساده شدن دسترسی مردم به بازار مالی دستاورد بزرگی است، اما دسترسی برابر به معنای شانس برابر نیست. داستان گانگاپور یادآوری می‌کند که بدون آموزش مالی و نظارت هوشمند، گوشی هوشمند می‌تواند به کازینویی در جیب تبدیل شود. سود پایدار در بازار سرمایه از مالکیت و صبر می‌آید، نه از سرعت و اهرم.

تحریریه لنز اقتصاد

منبع: بر پایه بلومبرگ مارکتس، اکتبر و نوامبر ۲۰۲۶؛ بازنویسی تحلیلی و افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد.



وقتی مدیر می‌شوید

نخستین تجربه مدیریت، سبک رهبری فرد را برای سال‌ها شکل می‌دهد؛ بخش عمده دشواری این گذار، از پنج باور نادرست درباره نقش مدیریت ناشی می‌شود.

مدیریت | ۶ دقیقه مطالعه | تیم تحلیلی لنز اقتصاد | مدیریت | رهبری | مدیران تازه‌کار | فرهنگ سازمانی

مدیران تازه‌کار گمان می‌کنند با ارتقا قدرت و آزادی به دست می‌آورند، اما خود را در شبکه‌ای از وابستگی‌ها می‌یابند؛ گذار موفق یعنی جایگزین کردن پنج افسانه با پنج واقعیت.

حتی برای مستعدترین افراد، رهبری سفری دشوار و البته پرثمر از یادگیری و رشد مداوم است. به نوشته لیندا هیل، استاد مدرسه کسب‌وکار هاروارد، نخستین آزمون این مسیر آن‌قدر بنیادی است که اغلب نادیده گرفته می‌شود: رئیس شدن برای اولین بار. مقاله او که در مجموعه تازه «۱۰ مقاله ضروری هاروارد بیزینس ریویو برای مدیران تازه‌کار» بازنشر شده، حاصل حدود ۱۵ سال مطالعه افرادی است که این گذار را تجربه کرده‌اند.

هیل می‌گوید مدیران ارشد سال‌ها بعد، ماه‌های نخست مدیریتشان را تجربه‌ای دگرگون‌کننده به یاد می‌آورند که فلسفه و سبک رهبری‌شان را شکل داده؛ گاهی به شکلی که در تمام مسیر شغلی همراهشان می‌ماند و حتی دست‌وپایشان را می‌بندد. سازمان‌ها هم وقتی فردی که به دلیل عملکرد فردی درخشان ارتقا یافته، نمی‌تواند با مسئولیت مدیریتی کنار بیاید، هزینه انسانی و مالی سنگینی می‌پردازند.

یک مدیر تازه شعبه در یک شرکت کارگزاری این تجربه را این‌طور توصیف می‌کند: «می‌دانید چقدر سخت است رئیس باشید وقتی همه‌چیز از کنترلتان خارج است؟ مثل احساس بچه‌دار شدن است. روز قبل هنوز بچه ندارید؛ روز بعد ناگهان پدر یا مادرید و قرار است همه‌چیز را درباره مراقبت از یک بچه بدانید.»

تحلیل روند

به یافته هیل، گذار به مدیریت اغلب سخت‌تر از آنچه لازم است می‌شود، چون مدیران تازه‌کار تصورات نادرستی درباره نقش خود دارند. این تصورات بخشی از حقیقت را دارند، اما چون ساده‌انگارانه و ناقص‌اند، انتظاراتی می‌سازند که با واقعیت مدیریت جور درنمی‌آید. هیل پنج افسانه را شناسایی می‌کند.

افسانه اول: مدیر اختیار زیادی دارد. مدیران تازه معمولاً روی حقوق و امتیازات نقش تمرکز می‌کنند و فکر می‌کنند آزادی بیشتری برای انجام کار درست خواهند داشت. اما به‌جای اختیار، خود را گرفتار وابستگی‌های متقابل می‌یابند: شبکه‌ای از روابط با زیردستان، رؤسا، همکاران هم‌سطح و افراد داخل و خارج سازمان که خواسته‌های بی‌وقفه و اغلب متضاد دارند. به‌ویژه برای کسانی که پیش‌تر کارمندی برجسته و مستقل بوده‌اند، این تجربه محدودکننده است. یکی از آن‌ها می‌گوید: «این واقعیت آدم را فروتن می‌کند که کسی که زیر دست من کار می‌کند، می‌تواند باعث اخراجم شود.»

افسانه دوم: اقتدار از جایگاه می‌آید. مدیران تازه گمان می‌کنند با رسیدن به جایگاه، به بالای نردبان رسیده‌اند. اما به تجربه آن‌ها، افراد محتاط‌اند و اعتماد باید به دست آید. اعتبار از شایستگی، شخصیت و توانایی تأثیرگذاری بر دیگران ساخته می‌شود، نه از عنوان شغلی.

پنج افسانه و پنج واقعیت مدیر تازه‌کار

	افسانه	واقعیت
ویژگی نقش	اختیار: «حالا آزادم ایده‌هایم را اجرا کنم»	وابستگی متقابل: «کسی که برای من کار می‌کند می‌تواند اخراجم کند»
منبع قدرت	اختیار رسمی: «بالاخره به بالای نردبان رسیدم»	همه‌چیز جز اختیار رسمی: «باید اعتماد را به دست می‌آوردم»
نتیجه مطلوب	کنترل: «باید اطاعت بگیرم»	تعهد: «اطاعت با تعهد برابر نیست»
کانون مدیریت	رابطه یک‌به‌یک با هر نفر	رهبری تیم و ساختن فرهنگ
چالش اصلی	روان نگه داشتن کارها	ایجاد تغییر برای عملکرد بهتر

> **اطاعت با تعهد برابر نیست.**

افسانه سوم: مدیر باید زیردستان را کنترل کند. بسیاری از مدیران تازه به دنبال اطاعت‌اند، اما به‌زودی می‌فهمند که اطاعت به معنای تعهد نیست. کارکنانی که فقط اطاعت می‌کنند، ابتکار عمل به خرج نمی‌دهند و وقتی شرایط تغییر می‌کند، تیم آسیب‌پذیر می‌شود.

سازوکار روند

افسانه چهارم: تمرکز روی روابط فردی. مدیران تازه اغلب فکر می‌کنند وظیفه‌شان ساختن رابطه خوب با تک‌تک اعضای تیم است. اما با تمرکز بر روابط یک‌به‌یک، از ظرفیت تیم به‌عنوان یک کل غافل می‌شوند. به تعبیر یکی از آن‌ها، «باید فرهنگی بسازم که به گروه اجازه دهد به همه ظرفیتش برسد». رهبری تیم یعنی ساختن هنجارها، ارزش‌ها و شیوه‌های کار مشترک.

افسانه پنجم: کار مدیر روان نگه داشتن امور است. حفظ عملیات جاری لازم است، اما کافی نیست. مدیر تازه مسئول است تغییراتی را آغاز کند که عملکرد گروه را بهتر کند؛ حتی اگر این تغییرات خارج از حوزه اختیار رسمی او باشد و نیازمند تأثیرگذاری بر دیگر بخش‌های سازمان.

پشت این پنج افسانه یک سازوکار مشترک وجود دارد: فردی که با مهارت‌های تخصصی و عملکرد فردی موفق شده، فرض می‌کند همان مهارت‌ها او را در مدیریت هم موفق می‌کند. اما مدیریت یعنی گذار از «انجام دادن» به «انجام شدن از طریق دیگران»؛ گذاری که نیازمند تغییر هویت حرفه‌ای است. به همین دلیل، به تعبیر هیل، پرسش‌های «آیا مدیریت را دوست خواهم داشت؟» و «آیا در آن خوب خواهم بود؟» اغلب با پرسش نگران‌کننده‌تری همراه می‌شود: «دارم به چه کسی تبدیل می‌شوم؟»

ریسک‌ها و محدودیت‌ها

بزرگ‌ترین ریسک، تنهایی مدیر تازه است. بسیاری از آن‌ها از کمک خواستن می‌ترسند، چون نگران‌اند نشانه ضعف تلقی شود. این ترس گاهی موجه است؛ یک مدیر تازه می‌گوید پس از پرسیدن یک سؤال از رئیسش، احساس کرد «مثل یک کودک کودکستانی» با او رفتار شده است. اما به یافته هیل، این یک فرصت از دست رفته بزرگ است: مدیر تازه دسترسی به منابع سازمان، از بودجه تا اطلاعات اولویت‌های مدیران ارشد، را از دست می‌دهد.

پژوهش هیل نشان می‌دهد در نهایت حدود نیمی از مدیران تازه‌کار از رئیس خود کمک می‌خواهند، اغلب در آستانه یک بحران؛ و بسیاری از آن‌ها با تعجب می‌بینند که رئیسشان صبورتر از انتظارشان است. گاهی بهترین مربیان، ظاهری بی‌تفاوت دارند: مدیری تعریف می‌کند که رئیسش به‌جای جواب دادن، از او می‌خواست با ایده‌هایی برای حل مسئله بیاید و بعد ساعت‌ها با او درباره آن‌ها گفت‌وگو می‌کرد.

حدود نیمی

از مدیران تازه‌کار

در نهایت از رئیس خود کمک می‌خواهند؛ اغلب در آستانه یک بحران

محدودیت دیگر این است که سازمان‌ها اغلب مدیران تازه را بدون آمادگی رها می‌کنند. ارتقا معمولاً پاداش عملکرد فردی است، اما آموزش برای نقش تازه به ندرت همراه آن می‌آید.

> **این واقعیت آدم را فروتن می‌کند که کسی که زیر دست من کار می‌کند، می‌تواند باعث اخراجم شود.**

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

بهره‌وری یک اقتصاد تا حد زیادی به کیفیت مدیریت میانی آن بستگی دارد. در بسیاری از اقتصادها، از جمله ایران، ارتقای متخصصان موفق به مدیریت بدون آموزش و همراهی، به اتلاف استعداد و کاهش بهره‌وری می‌انجامد. سرمایه‌گذاری در توسعه مدیران، یکی از کم‌هزینه‌ترین راه‌های افزایش بهره‌وری در سطح بنگاه و اقتصاد است.

سیاست‌گذاری

در بخش دولتی و شرکت‌های بزرگ، تجربه جهانی نشان می‌دهد که برنامه‌های ساختاریافته برای مدیران تازه‌کار، مثل دوره‌های گذار، مربیگری و شبکه‌های همتایان، هزینه شکست مدیریتی را کاهش می‌دهد. نهادهایی که ارتقا را فقط بر اساس سابقه یا عملکرد فنی انجام می‌دهند، باید معیارهای آمادگی رهبری را هم وارد فرایند کنند.

بنگاه‌ها

برای مدیران و صاحبان کسب‌وکار ایرانی، پیام هیل کاربردی است: وقتی بهترین کارشناس خود را مدیر می‌کنید، او را تنها نگذارید. ماه‌های نخست را دوره یادگیری تعریف کنید، یک مربی یا همتای باتجربه در کنارش بگذارید و به او کمک کنید از «کنترل» به «جلب تعهد» و از «روابط فردی» به «ساختن تیم» برسد.

آنچه باید بدانیم

۱ نخستین تجربه مدیریت، فلسفه رهبری را برای سال‌ها شکل می‌دهد؛ شکست در آن برای فرد و سازمان پرهزینه است.

۲ مدیر تازه به‌جای اختیار، با شبکه‌ای از وابستگی‌ها روبه‌رو می‌شود و اعتبارش را باید به دست آورد، نه اینکه از جایگاه بگیرد.

۳ هدف، تعهد است نه اطاعت؛ و کانون کار، ساختن تیم و فرهنگ است نه فقط روابط یک‌به‌یک.

۴ کمک خواستن نشانه ضعف نیست؛ حدود نیمی از مدیران تازه در نهایت به رئیس خود روی می‌آورند و اغلب حمایت می‌یابند.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر

شرکت‌هایی که در توسعه مدیران میانی سرمایه‌گذاری می‌کنند و فرهنگ یادگیری دارند، معمولاً در بلندمدت بهره‌وری و ماندگاری نیروی بالاتری دارند.

پرریسک‌تر

کسب‌وکارهای در حال رشد سریع که متخصصان را بدون آمادگی به مدیریت ارتقا می‌دهند؛ ریسک فرسودگی و خروج استعدادها در آن‌ها بالاست.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند

نشانه‌های عینی از برنامه‌های توسعه رهبری و کیفیت مدیریت میانی، معیاری است که در ارزیابی هر کسب‌وکار باید در کنار اعداد مالی دید.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

چشم‌انداز

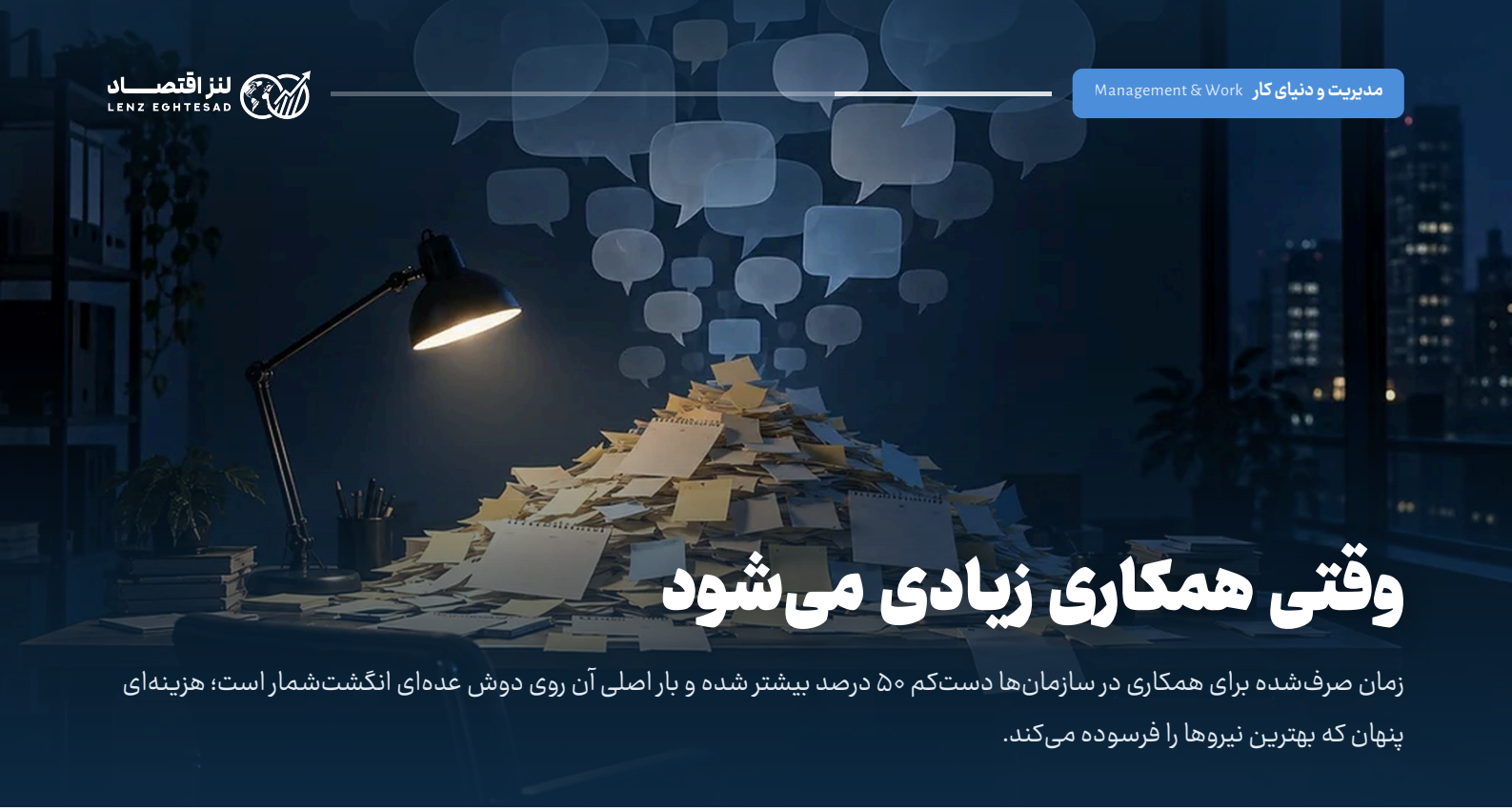
در دنیای کاری که تیم‌ها کوچک‌تر، چابک‌تر و پراکنده‌تر می‌شوند، مدیران تازه‌کار زودتر و با آمادگی کمتر به نقش رهبری می‌رسند. سازمان‌هایی که این گذار را جدی بگیرند، در جذب و نگهداشت استعداد برنده خواهند بود.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

رئیس شدن یک ارتقا نیست، یک تغییر هویت است. سازمانی که این واقعیت را بپذیرد و مدیران تازه را در مسیرشان همراهی کند، نه فقط یک مدیر، بلکه یک فرهنگ سازمانی سالم‌تر می‌سازد.

تحریریه لنز اقتصاد

منبع: بر پایه مجموعه «۱۰ مقاله ضروری هاروارد بیزینس ریویو برای مدیران تازه‌کار» (۲۰۲۶)؛ مقاله «رئیس شدن» نوشته لیندا هیل؛ بازنویسی تحلیلی و افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد.



وقتی همکاری زیادی می‌شود

زمان صرف‌شده برای همکاری در سازمان‌ها دست‌کم ۵۰ درصد بیشتر شده و بار اصلی آن روی دوش عده‌ای انگشت‌شمار است؛ هزینه‌ای پنهان که بهترین نیروها را فرسوده می‌کند.

مدیریت · ۷ دقیقه مطالعه · تیم تحلیلی لنز اقتصاد

همکاری · بهره‌وری · فرسودگی شغلی · مدیریت استعداد

در بسیاری از شرکت‌ها حدود ۸۰ درصد وقت کارکنان در جلسه، تلفن و ایمیل می‌گذرد؛ مدیریت هوشمند همکاری، به اندازه تشویق آن اهمیت دارد.

همکاری محیط کار را تسخیر کرده است. با جهانی‌تر و میان‌بخشی‌تر شدن کسب‌وکارها، دیوارهای میان واحدها فرومی‌ریزد و کار تیمی کلید موفقیت سازمانی تلقی می‌شود. به گزارش راب کراس، رب ربل و آدام گرانت در مقاله‌ای که در مجموعه تازه «۱۰ مقاله ضروری هاروارد بیزینس ریویو برای مدیران تازه‌کار» بازنشر شده، داده‌های دو دهه نشان می‌دهد زمانی که مدیران و کارکنان صرف فعالیت‌های همکاری می‌کنند، ۵۰ درصد یا بیشتر افزایش یافته است.

نویسندگان در این روند نکات زیادی برای تحسین می‌بینند. اما وقتی مصرف یک منبع ارزشمند این‌قدر جهش می‌کند، باید مکث کرد. در بسیاری از شرکت‌ها، حدود ۸۰ درصد وقت کارکنان در جلسه، تلفن و پاسخ به ایمیل می‌گذرد و زمان کمی برای کارهای مهمی که باید به‌تنهایی انجام دهند، باقی می‌ماند. کار به خانه می‌رود و به‌زودی، به شواهد گسترده پژوهشی، فرسودگی و ترک کار به ریسکی واقعی تبدیل می‌شود.

۸۰٪

زمان کارکنان در جلسه، تلفن و ایمیل

در بسیاری از شرکت‌ها

تحلیل روند

مشکل فقط حجم نیست؛ توزیع آن هم به‌شدت نامتوازن است. پژوهش نویسندگان در بیش از ۳۰۰ سازمان نشان می‌دهد که در بیشتر موارد، ۲۰ تا ۳۵ درصد همکاری‌های ارزش‌آفرین فقط از ۳ تا ۵ درصد کارکنان می‌آید. وقتی کسی به توانمندی و تمایل به کمک شناخته می‌شود، به پروژه‌ها و نقش‌های مهم‌تری کشیده می‌شود. پژوهشی به سرپرستی نینگ لی از دانشگاه آیووا نشان می‌دهد که یک کارمند «فراتر از وظیفه» می‌تواند بیش از همه اعضای دیگر تیم با هم، عملکرد تیم را بالا ببرد.

اما این «شهروندی فزاینده»، به تعبیر مارک بولینو از دانشگاه اوکلاهما، خودش درخواست‌ها از بهترین همکاران را بیشتر می‌کند. چرخه‌ای که فضیلت‌مند آغاز می‌شود، به‌زودی معیوب می‌شود: کارکنان کمک‌کننده به گلوگاه سازمان تبدیل می‌شوند و تا نظر آن‌ها گرفته نشود، کار پیش نمی‌رود. بدتر اینکه آن‌قدر فرسوده‌اند که دیگر خودشان هم مؤثر نیستند. و اغلب حجم و تنوع کاری که برای دیگران انجام می‌دهند دیده نمی‌شود؛ وقتی نویسندگان با تحلیل شبکه قوی‌ترین همکاران سازمان‌ها را شناسایی می‌کنند، مدیران معمولاً از دست‌کم نیمی از نام‌ها غافلگیر می‌شوند.

سازوکار روند

نویسندگان سه نوع «منبع همکاری» را از هم جدا می‌کنند: اطلاعاتی (دانش و مهارت)، اجتماعی (آگاهی و جایگاه در شبکه) و شخصی (زمان و انرژی).

دو نوع اول را می‌توان بدون کم شدن به اشتراک گذاشت؛ وقتی دانشم را به شما می‌دهم، خودم هم آن را دارم. اما زمان و انرژی محدود است. مشکل این است که درخواست پیش‌فرض همکاری، اغلب از نوع منابع شخصی است: تبادلی که می‌توانست پنج دقیقه طول بکشد، به یک دعوت‌نامه ۳۰ دقیقه‌ای در تقویم تبدیل می‌شود.

۳ تا ۵٪

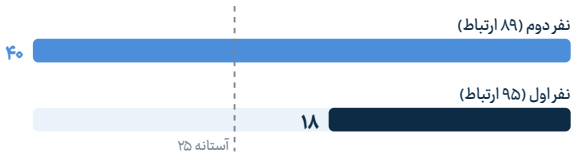
از کارکنان

۲۰ تا ۳۵ درصد همکاری‌های ارزش‌آفرین را انجام می‌دهند

یک مطالعه موردی در یک شرکت معتبر خدمات حرفه‌ای این تفاوت را نشان می‌دهد. پرارتباط‌ترین فرد، ۹۵ ارتباط بر اساس درخواست‌های ورودی داشت، اما فقط ۱۸ درصد درخواست‌کنندگان زمان بیشتری از او می‌خواستند. نفر دوم ۸۹ ارتباط داشت، اما وضعیتش خطرناک‌تر بود: ۴۰ درصد درخواست‌کنندگان زمان بیشتری از او می‌خواستند. به یافته نویسندگان، وقتی این درصد از حدود ۲۵ بالاتر می‌رود، عملکرد فرد و گروه افت می‌کند و پیش‌بینی‌کننده قوی ترک داوطلبانه کار است.

دو نیروی کلیدی شبکه همکاری در یک شرکت خدمات حرفه‌ای

درصد درخواست‌کنندگانی که زمان بیشتری از فرد می‌خواهند



منبع: هاروارد بیزینس ریویو؛ بالاتر از حدود ۲۵ درصد، نشانه خطر فرسودگی و ترک کار است

داده‌های مدیران در ۲۰ سازمان هم نشان می‌دهد کسانی که همکاران آن‌ها را بهترین منبع اطلاعات و مطلوب‌ترین همکار می‌دانند، کمترین سطح تعلق خاطر و رضایت شغلی را دارند. نتیجه یا ترک سازمان است، که دانش و شبکه ارزشمند را با خود می‌برد، یا ماندن و سرایت بی‌انگیزگی به دیگران. راه‌حل همیشه کم کردن همکاری نیست؛ گاهی تغییر نوع آن است. در یک شرکت فناوری از فهرست فورچون ۵۰۰، ۶۰ درصد کارکنان می‌خواستند زمان کمتری صرف درخواست‌های موردی کنند و ۴۰ درصد می‌خواستند بیشتر آموزش دهند و مربیگری کنند؛ وقتی کمک‌هایشان به این سمت رفت، استرس و بی‌انگیزگی کمتر شد.

> **تیم‌های ورزشی فقط گل را نمی‌شمارند؛ پاس گل را هم ثبت می‌کنند. سازمان‌ها هم باید همین کار را بکنند.**

ریسک‌ها و محدودیت‌ها

ریسک دیگر، ناهماهنگی میان آنچه سازمان می‌خواهد و آنچه پاداش می‌دهد است. نویسندگان معمولاً فقط حدود ۵۰ درصد همپوشانی میان برترین همکاران سازمان و کسانی که برترین عملکرد را دارند، می‌بینند. حدود ۲۰ درصد از کارکنانی که بهترین عملکرد فردی را دارند هم به دیگران کمک نمی‌کنند؛ به اهدافشان می‌رسند و تشویق می‌شوند، اما موفقیت همکارانشان را تقویت نمی‌کنند. به تعبیر استیو کر، مدیر یادگیری پیشین گلدمن ساکس و جنرال الکتریک، رهبران «به امید A (همکاری) هستند، اما به B (دستاورد فردی) پاداش می‌دهند». برخی سازمان‌ها این ناهماهنگی را اصلاح کرده‌اند. کورنینگ (Corning)، سازنده شیشه و سرامیک، وقتی دانشمندان و مهندسانش را برای بالاترین عنوان افتخاری شرکت انتخاب می‌کند، عنوانی که شغل و آزمایشگاهی مادام‌العمر تضمین می‌کند، فقط نمی‌پرسد که نامزد نویسنده اول اختراعی با دست‌کم ۱۰۰ میلیون دلار درآمد بوده یا نه؛ این را هم می‌سنجد که آیا در اختراع‌های همکارانش نقش پشتیبان داشته است.

بار همکاری هم به‌طور برابر میان زنان و مردان توزیع نمی‌شود. به شواهد پژوهشی، بخش بیشتر کار همکاری، از کمک به همکاران پرمشغله تا مربیگری و استخدام، به دوش زنان می‌افتد و آن‌ها خستگی عاطفی بیشتری تجربه می‌کنند. نوع کمک هم متفاوت است: در نظرسنجی‌ای در سال ۲۰۱۳ در آمریکا، به گفته خود پاسخ‌دهندگان، احتمال اینکه مردان دانش و تخصصشان را به اشتراک بگذارند ۳۶ درصد بیشتر بود و احتمال اینکه زنان به دیگرانِ نیازمند کمک کنند ۶۶ درصد بیشتر؛ کمکی که معمولاً زمان و انرژی بیشتری می‌گیرد. در آزمایشی به سرپرستی مادلین هیلمن از دانشگاه نیویورک، مردی که برای کمک به همکاران تا دیروقت ماند، ۱۴ درصد امتیاز بالاتری از زنی گرفت که همین کار را کرد؛ و وقتی هیچ‌کدام کمک نکردند، زن ۱۲ درصد امتیاز کمتری از مرد گرفت.

مفاهیم کلیدی

منابع اطلاعاتی

دانش و مهارتی که می‌توان ثبت و منتقل کرد؛ با به اشتراک گذاشتن، از دست دهنده کم نمی‌شود.

منابع شخصی

زمان و انرژی خود فرد؛ محدود است و هر درخواست، از سهم کار شخصی او کم می‌کند.

منابع اجتماعی

آگاهی، دسترسی و جایگاه فرد در شبکه سازمان که به وصل کردن دیگران به هم کمک می‌کند.

شهروندی فزاینده

چرخه‌ای که در آن فرد کمک‌کننده، به دلیل همین ویژگی، درخواست‌ها و نقش‌های بیشتری دریافت می‌کند تا جایی که فرسوده شود.

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

بهره‌وری نیروی کار یکی از گلوگاه‌های رشد در بسیاری از اقتصادهاست و بخش مهمی از آن در جلسه‌ها، تأییدهای پی‌درپی و درخواست‌های غیرضروری هدر می‌رود. در اقتصادهایی که فرهنگ اداری به تأییدهای چندلایه و تمرکز تصمیم‌گیری گرایش دارد، هزینه پنهان همکاری بیش از حد می‌تواند بزرگ‌تر هم باشد. این هزینه در آمار رسمی دیده نمی‌شود: ساعتی که در جلسه‌ای غیرضروری می‌گذرد، در حساب‌ها هزینه ثبت نمی‌شود، اما تولیدی را که می‌توانست در همان ساعت انجام شود از بین می‌برد؛ چیزی که اقتصاددانان «هزینه فرصت» می‌نامند.

سیاست‌گذاری

یکی از راهکارهای نویسندگان، انتقال حق تصمیم به افراد مناسب‌تر در شبکه است؛ مثلاً اجازه دادن به مدیران سطوح پایین‌تر برای تأیید هزینه‌های کوچک، مأموریت‌ها و برخی امور منابع انسانی. در بسیاری از سازمان‌های دولتی و بزرگ، از جمله در ایران، تفویض اختیار و کاهش لایه‌های تأیید می‌تواند هم سرعت کار را بالا ببرد و هم بار کلیدی‌ترین افراد را سبک کند. داده‌هایی مثل نظرسنجی کارکنان و بازخورد ۳۶۰ درجه نشان می‌دهد چه کسانی زیر بار همکاری بیش از حدند و گلوگاه کجاست.

بنگاه‌ها

برای مدیران ایرانی، سه اهرم نویسندگان کاربردی است. اول، **تغییر رفتار**: به کمک‌کنندگان پرمشغله اجازه «نه» گفتن یا اختصاص نیمی از زمان درخواستی را بدهید؛ دراپ‌باکس با حذف همه جلسات تکراری برای دو هفته، کارکنان را واداشت ضرورت هر جلسه را بازبینی کنند. دوم، **فناوری و فضا**: اطلاعات را در دسترس عموم بگذارید تا درخواست‌های تکراری کم شود و کارکنان وابسته به هم را کنار هم بنشانید. سوم، **تغییر ساختاری**: مثل بیمارستان‌هایی که برای هر بخش یک پرستار راهنما بدون مسئولیت مراقبت از بیمار تعیین می‌کنند تا به درخواست‌ها پاسخ دهد.

آنچه باید بدانیم

۱. زمان صرف‌شده برای همکاری در دو دهه اخیر ۵۰ درصد یا بیشتر افزایش یافته و در بسیاری از شرکت‌ها به حدود ۸۰ درصد وقت کارکنان رسیده است.

۲. بار همکاری نامتوازن است: ۳ تا ۵ درصد کارکنان، ۲۰ تا ۳۵ درصد همکاری‌های ارزش‌آفرین را انجام می‌دهند.

۳. منابع اطلاعاتی و اجتماعی با اشتراک کم نمی‌شوند، اما زمان و انرژی محدود است؛ درخواست پیش‌فرض باید از منابع کم‌هزینه‌تر باشد.

۴. سازمان‌ها باید «پاس گل» را هم مثل «گل» بسنجند و پاداش دهند؛ همکاری مؤثر باید شرط ارتقا و پاداش باشد.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر

سازمان‌هایی که همکاری را می‌سنجند و پاداش می‌دهند، مثل شرکت شیشه‌سازی کورنینگ که مشارکت در اختراع‌های ثبت‌شده همکاران را جزو معیارهای بالاترین عنوان افتخاری دانشمندانش قرار داده است، معمولاً استعدادهای کلیدی را بهتر نگه می‌دارند.

پرریسک‌تر

کسب‌وکارهایی که دانش و روابط کلیدی‌شان در دست چند نفر انگشت‌شمار متمرکز است؛ خروج یک نفر می‌تواند عملیات را مختل کند.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند

ابزارهای تحلیل شبکه و داده‌های تقویم که بار همکاری را شفاف می‌کنند، امکان مدیریت این ریسک را فراهم می‌کنند.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

چشم‌انداز

با گسترش کار ترکیبی و ابزارهای ارتباطی، تقاضا برای همکاری باز هم بیشتر می‌شود. سازمان‌هایی که همکاری را مثل هر منبع کمیاب دیگر اندازه‌گیری و مدیریت کنند، از بهره‌وری و ماندگاری بالاتر نیروی کار سود خواهند برد.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

همکاری پاسخ بسیاری از چالش‌های امروز کسب‌وکار است، اما بیشتر همیشه بهتر نیست. سازمانی که بار همکاری را نبیند، بهترین آدم‌هایش را درست به خاطر بهترین ویژگی‌شان از دست می‌دهد.

تحریریه لنز اقتصاد

منبع: بر پایه مجموعه «۱۰ مقاله ضروری هاروارد بیزینس ریویو برای مدیران تازه‌کار» (۲۰۲۶)؛ مقاله «بار اضافه همکاری» نوشته راب کراس، رب ربل و آدام گرانت؛ بازنویسی تحلیلی و افزوده‌های تیم تحلیلی لنز اقتصاد.

«پول ارزان برای دولت‌ها زمان خرید؛ حالا وقت پرداخت صورت‌حساب رسیده است.»

برگرفته از پرونده ویژه این شماره | صفحه ۶



شماره بعدی لنز اقتصاد را هفته آینده دنبال کنید

لنز اقتصاد
LENZ EGHTESAD

آنچه مهم است را واضح‌تر ببینید

lenzeghtesad.com
@LenzEghtesad
@LenzEghtesad
aparat/lenzeghtesad
in/lenzeghtesad

شماره ۴ | ۲۱ مهر ۱۴۰۵