

بحران بدهی



و آینده بازارهای جهانی



الگوریتم

گروه خدمات بازار سرمایه

۲	مقدمه
۳	مروری بر بحران جهانی سال ۲۰۰۸
۴	بحران ۲۰۰۸ و راهکارهایی برای برون رفت از بحران
۵	چرا باید نگران بود؟
۷	رشد بدهی در چین و بحران آینده
۹	تاثیر چین بر بازار کالاها
۱۳	بحران بدهی در چین و بازار کالاها
۱۶	نتیجه گیری
۱۷	پیوست: رشد بلندمدت در چین

بحران بدهی چین و آینده بازارهای جهانی
محمد مهدی عسگری ده آبادی
علیرضا کنعانی، امین سهل البیع
امیریویا صابری
دی ماه ۱۳۹۸

عنوان گزارش:
تهیه و تدوین کننده:
ناظران:
صفحه آرا:
تاریخ انتشار:

گروه خدمات بازار سرمایه الگوریتم نامی جوان برای گروهی با تجربه است. هسته اصلی این مجموعه در سال ۱۳۸۶ با نام شرکت سرمایه گذاری آتی نگر سپهر ایرانیان به عنوان بازوی کارشناسی و مدیریت دارایی های بورسی شرکت سرمایه گذاری خوارزمی شکل گرفت. این شرکت در سال های اخیر با تاسیس شرکت سبدگردان الگوریتم و تملک شرکت کارگزاری آینده نگر خوارزمی گام در راه تبدیل شدن به یک هولدینگ خدمات مالی گذاشته است. در حال حاضر همه خدمات کارگزاری، مدیریت دارایی ها، تامین مالی و مشاوره سرمایه گذاری در مجموعه گروه خدمات بازار سرمایه الگوریتم به مشتریان ارائه می شود. مالکیت ۵ درصد از سهام بیمه سرمد و تامین سرمایه سپهر، سرمایه ۲۰۰۰ میلیارد ریالی، ارزش دارایی های بیش از ۵۰۰۰ میلیارد ریالی، بهره مندی از حمایت گروه سرمایه گذاری خوارزمی و ارتباطات گسترده با نظام مالی و پولی کشور در کنار توانمندی های داخلی گروه، زمینه ارائه مطلوب تر خدمات به مشتریان را فراهم می آورد.



الگوریتم

گروه خدمات بازار سرمایه

خیابان ولیعصر - خیابان بزرگمهر - پلاک ۱۶ - طبقه چهارم

تلفن: ۰۲۱ - ۶۶ ۹۷ ۲۶ ۵۲

algorithm.holdings / info@algorithm.holdings

❖ بحران مالی فراگیر سال ۲۰۰۸ که به سقوط بازارهای جهانی منجر

شد ناشی از بروز بحران مالی در اقتصاد آمریکا بود. بحران مالی ناشی از ترکیدن حباب مسکن در آمریکا به عنوان بزرگترین اقتصاد جهان رشد اقتصادی جهان را از ۴.۲ درصد در سال ۲۰۰۷ به ۱.۶۷- درصد در سال ۲۰۰۹ کاهش و نرخ بیکاری را از ۵.۳ درصد در سال ۲۰۰۷ به ۸.۱ درصد در سال ۲۰۰۹ افزایش داد.

❖ اجرای سیاست‌های پولی متعارف - مانند کاهش نرخ بهره به حدود صفر- و غیرمتعارف - مانند سیاست تسهیل کمی- توسط آمریکا، ژاپن، انگلیس و ... در کنار اجرای سیاست‌های مالی مانند ۴۰۰۰ میلیارد یوان سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های مختلف و کاهش مالیات توسط چین زمینه را برای احیای مجدد اقتصاد در بازه‌ای دو ساله فراهم نمود.

❖ اکنون و بیش از یک دهه پس از بحران ۲۰۰۸ مجدداً نشانه‌هایی از بروز رکود اقتصادی در آمریکا یا بحران بدهی در چین قابل مشاهده است. هرگونه نابه‌سامانی اقتصادی در آمریکا یا چین به عنوان دو کشوری که در مجموع نزدیک به ۴۰ درصد از تولید ناخالص داخلی اسمی دنیا را در اختیار دارند به سرعت اقتصاد جهانی را متأثر خواهد کرد. درعین حال باید توجه داشت که ۵۰ درصد از مصرف انرژی و ۷۰ درصد از مصرف فلزات جهان به چین اختصاص دارد، بنابراین بروز بحران در این کشور اثر بسیار شدیدی بر بازار کالاهای اولیه خواهد گذاشت.

❖ پس از بروز بحران در سال ۲۰۰۸ بسیاری از بانک‌های مرکزی نرخ بهره را به حدود صفر درصد رساندند تا از طریق تحریک تقاضا اقتصاد را به ریل رونق بازگردانند. اکنون اما نرخ بهره در بسیاری از کشورها نزدیک به صفر یا حتی منفی است؛ مسئله‌ای که توانایی بانک‌های مرکزی در مواجهه با بحران آتی را به شدت کاهش می‌دهد.

❖ رشد اقتصادی چین در سال‌های اخیر سیری نزولی در پیش گرفته و از ۱۴.۲ درصد در سال ۲۰۰۷ به ۶.۶ درصد در سال ۲۰۱۸ رسیده است. از سوی دیگر کاهش رشد چین و تغییر ساختار تقاضا در این کشور و تکیه بر بخش مصرف به جای سرمایه‌گذاری باعث می‌شود بر خلاف

بحران پیشین برای خروج از بحران به زیرساخت‌ها و مسکن توجه چندانی نشود؛ مسئله‌ای که احیای بازار کالاهای اولیه را با چالش جدی مواجه خواهد کرد.

❖ بر اساس مطالعات انجام شده توسط بانک جهانی هر یک درصد کاهش در نرخ رشد اقتصادی می‌تواند متوسط قیمت کالاهای اولیه را طی دو سال تا ۶ درصد کاهش دهد. همچنین بر اساس مطالعات انجام گرفته توسط موسسه مودی بروز بحران در چین منجر به منفی شدن رشد اقتصادی این کشور خواهد شد که می‌تواند کاهش ۴۰ درصدی قیمت کالاهای اولیه را به دنبال داشته باشد.

❖ احتمال کاهش شدید قیمت کالاهای اولیه سرمایه‌گذاری بلندمدت در شرکت‌های کالامحور را با ریسک جدی مواجه می‌کند زیرا با بروز رکود در اقتصاد جهانی قیمت جهانی کالاهای اولیه و به تبع آن سودآوری شرکت‌های کالامحور شدیداً کاهش خواهد یافت. بنابراین هرگونه سرمایه‌گذاری بلندمدت در این صنایع مستلزم در نظر گرفتن ریسک‌های ناشی از بروز رکود در اقتصاد جهانی است.

❖ حتی اگر اقتصاد چین با بحران بدهی مواجه نشود تداوم رشد اقتصادی بالای این کشور در سال‌های آتی با تردیدهای جدی مواجه است. سهم بالای دولت از اقتصاد، افزایش نرخ دستمزدها، مشکلات زیست محیطی، تغییر ساختار جمعیتی و ... از جمله چالش‌های جدی چین در یک دهه آینده خواهد بود. کاهش رشد شتابان چین بیش از همه صادرکنندگان انرژی و محصولات فلزی و معدنی را تهدید می‌کند، زیرا وابستگی شدید اقتصاد چین کشورهایی به صادرات این محصولات باعث می‌شود در صورت تغییر جدی در قیمت آن‌ها با کسری بودجه شدید مواجه شدند. بنابراین به این‌گونه کشورها توصیه شده است اقدام به تشکیل صندوق‌های ثروت کنند تا از تبعات سقوط شدید قیمت کالاهای اساسی مصون بمانند.

جهانی را تشدید می‌کند. به‌علاوه رشد نسبت بدهی‌ها به تولید ناخالص داخلی در چین در کنار کند شدن رشد اقتصادی این کشور و تشدید جنگ تجاری باعث شده است بسیاری از اقتصاددانان در خصوص احتمال عدم بازپرداخت گسترده وام‌های بانکی و بروز بحران مالی در چین هشدار دهند. آنچه این بحران را نگران‌کننده می‌سازد سهم بالای چین از اقتصاد جهانی است. چین دومین اقتصاد بزرگ دنیا از حیث تولید ناخالص داخلی اسمی محسوب شده و به همین دلیل ثبات اقتصاد جهانی وابستگی بسیاری به ثبات اقتصادی این کشور دارد. به‌علاوه جمعیت بالا و وابستگی رشد اقتصادی چین به زیرساخت‌ها و مسکن، این کشور را به یکی از مهم‌ترین بازیگران بازار کالاهای اولیه تبدیل کرده است. از این رو بروز هرگونه بحران اقتصادی در این کشور می‌تواند منجر به سقوط بازارهای جهانی شود. شرایط وقتی نگران‌کننده‌تر می‌شود که بدانیم اقدامات و سیاست‌های چین کمک شایانی به تخفیف اثرات بحران جهانی ۲۰۰۸ کرد در حالی که در صورت بروز یک رکود جدید جهانی، چین به دلایلی که در ادامه درباره آن‌ها بحث خواهد شد همانند دوره قبل قادر به دخالت مؤثر نیست و البته در صورت بروز بحران بدهی در چین توانمندی چین برای بهبود اوضاع کمتر نیز خواهد بود.

بدیهی است کاهش قیمت‌های جهانی بر اقتصاد ایران به عنوان اقتصادی نفتی تاثیر منفی می‌گذارد. بازار سرمایه ایران نیز از این آسیب‌ها مصون نمانده و کاهش قیمت فلزات اساسی و نفت سودآوری شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. بنابراین بررسی احتمال بروز بحران مالی در چین چه از حیث سیاستگذاری اقتصادی و چه از حیث تحلیل چشم‌انداز بازار سرمایه حایز اهمیت است. در این گزارش مختصر سعی شده است ضمن بررسی دلایل نگرانی درخصوص بروز بحران مالی در چین، اثرات بروز چنین بحرانی بر اقتصاد جهانی و به‌ویژه بازار کالاهای اولیه مورد بررسی قرار گیرد.

بحران مالی سال ۲۰۰۸ تبعات سنگینی برای اقتصاد جهانی در پی داشت. دو تریلیون دلار از دارایی‌های موسسات مالی نابود شد و رشد اقتصادی از دست رفته ناشی از آن حدود ۱۰ تریلیون دلار (معادل یک ششم GDP کل دنیا در سال ۲۰۰۶) تخمین زده می‌شود. بر اساس آمارهای بانک جهانی رشد اقتصادی جهان از ۴.۲ درصد در سال ۲۰۰۷ به ۱.۶۸- درصد در سال ۲۰۰۹ کاهش و نرخ بیکاری در کشورهای عضو سازمان همکاری اقتصادی و توسعه از ۵.۳ درصد در سال ۲۰۰۷ به ۸.۱ درصد در سال ۲۰۰۹ افزایش یافت. این بحران بزرگترین بحران اقتصادی پس از جنگ جهانی دوم بود.

بحران از آمریکا شروع شد اما به سرعت به تمام دنیا به ویژه کشورهای توسعه یافته سرایت کرد. در واقع ابتدا بحران وام‌های رهنی که به تبع ترکیدن حباب مسکن در آمریکا ایجاد شده بود بازارهای مالی آمریکا را با یک شوک بزرگ مواجه کرد. در آن مقطع (سال ۲۰۰۷) آمریکا حدود ۲۵ درصد از تولید ناخالص داخلی جاری^۱ (بزرگترین اقتصاد دنیا)، ۱۴ درصد از واردات (بزرگترین واردکننده دنیا در آن مقطع) و ۸ درصد از صادرات (دومین صادرکننده دنیا در آن مقطع) دنیا را در اختیار داشت. بزرگی اقتصاد آمریکا و به هم پیوسته بودن بازارهای جهانی، عدم بازپرداخت وام‌های مسکن توسط شهروندان طبقه متوسط (وپایین‌تر) آمریکا را به یک بحران جهانی تبدیل کرد و همه بازارها از جمله بازار کالاهای اولیه^۲ را با شوک منفی مواجه ساخت.

اکنون اما پس از یک دهه رونق، شبح ترسناک رکود مجدداً بر بازارهای جهانی سایه افکنده است. کاهش شاخص PMI به سطوح زیر ۵۰، منفی شدن بازده اوراق قرضه دولتی، کاهش قیمت کالاهای اساسی در بازارهای جهانی و ... همگی منعکس‌کننده نگرانی فعالان اقتصادی از آینده اقتصاد جهان است. تشدید تنش تجاری میان آمریکا و چین نیز به این نگرانی‌ها دامن زده و بدبینی به اقتصاد

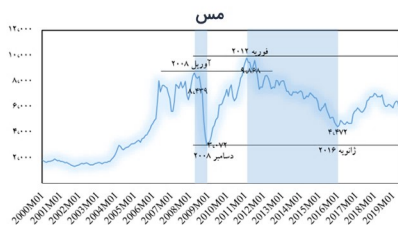
۱. اگر برای محاسبه GDP به جای نرخ مبادله دلار آمریکا از نرخ برابری قدرت خرید استفاده کنیم، سهم آمریکا به ۱۸ درصد کاهش می‌یابد. با این حال حتی در این حالت نیز آمریکا در سال ۲۰۰۷ بزرگترین اقتصاد جهان بوده است.

۲. Commodity

افت کرد. همچنین قیمت فلزات اساسی از جمله سنگ آهن، روی و مس نیز با کاهش چشمگیر مواجه شد. برای مثال متوسط قیمت سنگ آهن ۷۰ درصد، قیمت روی ۷۵ درصد و قیمت مس ۶۴ درصد با کاهش مواجه شد.



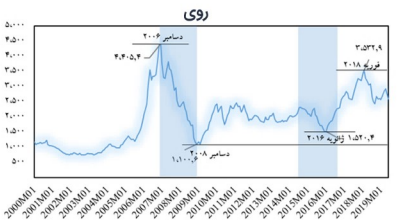
■ شکل ۲- تغییرات قیمت سنگ آهن در دو دهه اخیر



■ شکل ۳- تغییرات قیمت مس در دو دهه اخیر



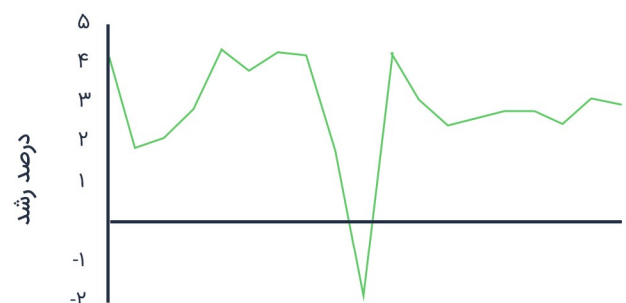
■ شکل ۴- تغییرات قیمت نفت برنت در دو دهه اخیر



■ شکل ۵- تغییرات قیمت روی در دو دهه اخیر

بنابراین بروز بحران در اقتصادهای بزرگ دنیا می‌تواند منجر به ریزش شدید قیمت‌ها در بازار کالاهای اولیه شده و ارزش سهام شرکت‌های بورسی کلامحور در ایران را با افت شدید مواجه کند. به‌علاوه کاهش قیمت نفت می‌تواند کلیه بخش‌های اقتصادی کشور را دچار مشکل کرده و سرمایه‌گذاری در بورس را با ریسک‌های جدی مواجه کند.

بحران مالی وضعیتی است که در آن ارزش دارایی‌ها به شکلی غیرمنتظره با کاهشی محسوس مواجه شود. این بحران‌ها گاه یک کشور، گاه گروهی از کشورها و بعضاً کل دنیا را تحت تاثیر قرار می‌دهد. رکود بزرگ ۱۹۲۹ و بحران مالی سال ۲۰۰۸ تقریباً تمام دنیا را تحت تاثیر خود قرار دادند. بحران مالی سال ۲۰۰۸ بدترین سقوطی است که بازارهای جهانی پس از رکود بزرگ ۱۹۲۹ با آن روبه‌رو شده‌اند. این بحران علل گوناگونی داشت اما آنچه آن را تبدیل به یک بحران فراگیر کرد ترکیب حساب مسکن در آمریکا بود. توسعه بازار وام‌های مسکن درجه دو و تزریق سرسام‌آور نقدینگی به بازار مسکن منجر به رشد حساب‌گونه قیمت‌ها شد به‌گونه‌ای که بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۶، قیمت خانه‌های معمولی در آمریکا تا ۱۲۴٪ افزایش پیدا کرد. در سال ۲۰۰۷ و به دنبال افزایش نکول در بازپرداخت وام‌ها، قیمت مسکن در این کشور با نزول شدید مواجه شد. این رخداد به سرعت تبدیل به بحرانی فراگیر شد و نه تنها اقتصاد آمریکا بلکه اقتصاد جهان را تحت تاثیر قرار داد. در واقع بزرگی اقتصاد آمریکا و درهم‌تنیدگی بازارهای جهانی باعث شد این بحران به سرعت در سرتاسر دنیا فراگیر شود و ضمن کند کردن رشد اقتصادی دنیا، بازارهای جهانی را با سقوطی شدید مواجه کند.

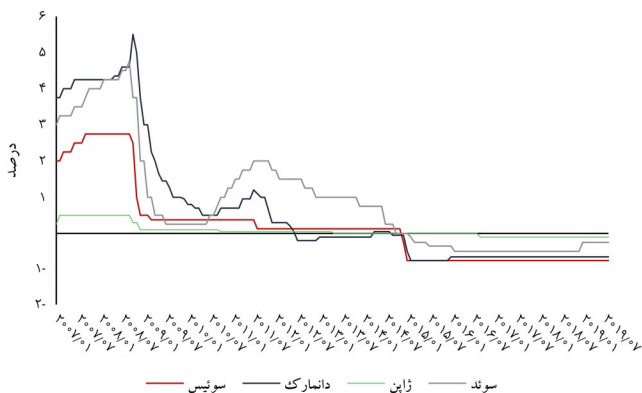


۲۰۰۰ ۲۰۰۲ ۲۰۰۴ ۲۰۰۶ ۲۰۰۸ ۲۰۱۰ ۲۰۱۲ ۲۰۱۴ ۲۰۱۶ ۲۰۱۸

■ شکل ۱- سقوط نرخ رشد اقتصادی متوسط دنیا پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ (منبع: بانک جهانی)

بازار کالاهای اولیه نیز از اثرات این بحران مصون نماند و با سقوطی شدید مواجه شد. در آن مقطع قیمت نفت برنت حدود ۶۹ درصد

به رغم موارد فوق باید توجه داشت که در صورت بروز یک بحران جدید شاید نتوان به توانایی بانک‌های مرکزی برای احیای اقتصاد تکیه کرد زیرا نرخ بهره در حال حاضر نیز در بسیاری از کشورهای اروپایی نزدیک به صفر یا حتی منفی است و این امر توانایی تحریک تقاضا و به تبع آن رشد اقتصادی را از بانک مرکزی سلب می‌کند.

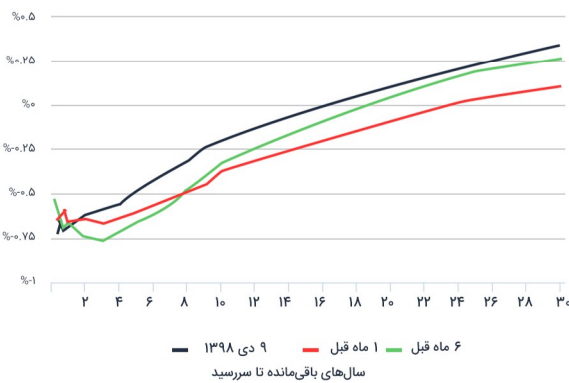


از سوی دیگر کاسته شدن از شتاب رشد اقتصادی چین و برنامه‌های این کشور برای کیفی‌سازی رشد که منجر به کاهش سهم زیرساخت‌ها و مسکن از رشد آتی چین خواهد شد می‌تواند بازار کالاهای اولیه را بیش از هر بازار دیگری با چالش مواجه کند زیرا حتی با فرض موفقیت سیاست‌های پولی و مالی چین برای مهار بحران آتی تمرکز این سیاست‌ها بر افزایش تقاضای مصرفی خواهد بود و زیرساخت‌ها و مسکن به اندازه بحران ۲۰۰۸ مورد توجه سیاست‌گذاران اقتصادی این کشور نخواهد بود.

بحران ۲۰۰۸ بدترین رکود اقتصادی جهان از زمان رکود بزرگ ۱۹۳۰ بود و به همین دلیل احیای اقتصاد به یک مداخله جدی نیاز داشت. از این رو بانک‌های مرکزی برای غلبه بر بحران وارد عمل شدند و با کاهش پیاپی نرخ بهره و سپس اجرای سیاست تسهیل کمی به کمک اقتصاد بحران‌زده دنیا آمدند. اقتصادهای بزرگ دنیا شامل آمریکا، انگلستان اتحادیه اروپا و ژاپن برای خروج از بحران اتخاذ سیاست‌های پولی را در دستور کار خود قرار داده و نرخ بهره را به صفر درصد کاهش دادند.

در آن مقطع چین پرچمدار رشد جهانی و دومین اقتصاد بزرگ دنیا محسوب می‌شد. این کشور بزرگترین صادرکننده و دومین واردکننده بزرگ دنیا نیز بود و طبیعتاً بهبود اوضاع اقتصاد جهان بدون بهبود شرایط چین امکان‌پذیر نبود.

رشد اقتصادی چین که در سال ۲۰۰۷ به رقم خیره‌کننده ۱۴.۲ درصد رسیده بود با وقوع بحران جهانی به ۹.۴ درصد در سال ۲۰۰۹ کاهش یافت؛ با این حال این کشور همچنان رشدی خیره‌کننده داشت. دلیل اصلی افت اقتصادی چین کاهش تقاضای جهانی و به تبع آن کاهش صادرات این کشور بود. دولت چین برای گذر از بحران از ترکیبی از سیاست‌های مالی (مانند ۴۰۰۰ میلیارد یوان سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های مختلف و کاهش مالیات) و پولی (مانند کاهش نرخ بهره و نرخ ذخیره قانونی و رفع سهمیه‌بندی وام) استفاده کرد. مجموعه این اقدامات اقتصاد جهانی را از رکود خارج کرده و به ریل رونق بازگرداند. متوسط رشد اقتصادی جهان در سال ۲۰۱۰ مجدداً به ۴.۲۸ درصد رسید و به رغم کاهش آن در سال‌های بعد هیچ‌گاه از ۲.۵ درصد پایین‌تر نرفت. بازار کالاهای اولیه نیز به وضعیت سابق بازگشتند و قیمت برخی از کالاها از جمله مس، از مقادیر پیش از بحران نیز فراتر رفت.



شاخص جهانی نااطمینانی در سیاست اقتصادی نیز مویید افزایش نااطمینانی و ریسک در عرصه بین‌المللی است. این شاخص بر اساس میانگین موزون (وزن هر کشور با تولید ناخالص داخلی آن کشور متناسب است) میزان نااطمینانی سیاست اقتصادی در بیست کشور استرالیا، برزیل، کانادا، شیلی، چین، فرانسه، آلمان، یونان، هند، ایرلند، ایتالیا، ژاپن، مکزیک، هلند، روسیه، کره جنوبی، اسپانیا، سوئد، انگلستان و ایالات متحده محاسبه می‌شود. ملاک سنجش نااطمینانی سیاست اقتصادی در هر کشور تعداد مقالات مرتبط با این مقوله در روزنامه‌های آن کشور است. ۲۰ کشور حاضر در این شاخص بر اساس شاخص برابری قدرت خرید، ۷۰ درصد و بر اساس نرخ‌های مبادله ارز ۷۹ درصد از تولید ناخالص داخلی کل جهان را به خود اختصاص داده‌اند.



دلایل متعددی برای هراس از بروز یک رکورد جدید در بازارهای جهانی وجود دارد. مطابق آمارهای منتشره توسط بلومبرگ در پایان آگوست سال ۲۰۱۹، ۱۷ هزارمیلیارد دلار از اوراق قرضه دنیا (معادل ۲۵٪ از حجم بازار) با نرخ بهره منفی معامله شده است.

این یعنی بسیاری از سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند به جای پذیرش ریسک حضور در بازار سهام یا حتی سپرده‌گذاری در بانک‌ها (که ممکن است ورشکست شوند)، دارایی‌های خود را با ضرری اندک (معادل بهره منفی اوراق) به شکل اوراق قرضه نگهداری کنند. به‌علاوه در حال حاضر بیش از هزار میلیارد دلار اوراق قرضه شرکتی (که طبیعتاً بدون ریسک نیستند) با بازده منفی در بازار وجود دارد. سرمایه‌گذاران چشم‌انداز مثبتی برای آینده اقتصاد متصور نیستند؛ بنابراین انتظار کاهش بیشتر نرخ بهره را دارند و ممکن است با هدف کسب سود از محل افزایش قیمت، اقدام به خرید چنین اوراقی کنند. در هر حال عدم خوش‌بینی نسبت به آینده اقتصاد یکی از اصلی‌ترین دلایل بزرگ شدن بازار اوراق با بازدهی منفی است. چنان که پیش از این اشاره شد بحران مالی سال ۲۰۰۸ به اتخاذ سیاست‌های نامتعارف پولی همچون تسهیل کمی و منفی کردن نرخ بهره منجر شد. در حال حاضر کشورهایی که در آن‌ها نرخ بهره سیاستی منفی است حدود یک چهارم تولید ناخالص داخلی دنیا را در اختیار دارند. منفی شدن نرخ بازده اوراق کوتاه‌مدت تا حد زیادی تابع نرخ بهره سیاستی است، اما در برخی از این کشورها نرخ اوراق قرضه بلندمدت نیز منفی شده است، که تا حد زیادی متأثر از چشم‌انداز نامناسب اقتصادی است. برای مثال اوراق قرضه دولتی آلمان به عنوان یکی از امن‌ترین گزینه‌های سرمایه‌گذاری در بیشتر دوره‌ها با بازده منفی مواجه است. همچنین بازدهی اوراق قرضه در ژاپن در تمامی سرسیدها طی یکسال اخیر کاهش یافته و حتی اوراق قرضه ده‌ساله نیز بازدهی منفی دارند.

به رغم موارد فوق آنچه بیش از همه سرمایه‌گذاران را نگران کرده است بروز برخی نشانه‌های رکود در اقتصاد آمریکا است. برخی از این نشانه‌ها به صورت خلاصه در جدول زیر مورد بررسی قرار گرفته است.

جدول ۱- دلایل نگرانی در خصوص بروز رکود در اقتصاد آمریکا

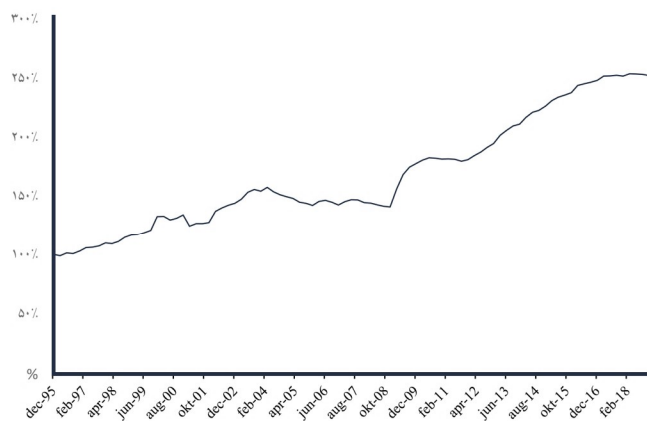
آیتم	نشانه	توضیح
الف) منحنی بازده	اختلاف میان نرخ بازده اوراق قرضه ده ساله و اوراق قرضه دوساله آمریکا در روز چهارشنبه ۱۴ آگوست (۲۳ مرداد) برای نخستین بار از سال ۲۰۰۷ منفی شد.	بسیاری از کارشناسان وقوع این اتفاق را دلیلی حتمی برای بروز رکود در اقتصاد می‌دانند. در واقع پس از جنگ جهانی دوم، پیش از وقوع کلیه بحران‌های اقتصادی در آمریکا منحنی بازده در این کشور معکوس شده است.
	بازدهی اوراق سه ماهه آمریکا برای اولین بار در ۲۲ مارس امسال (۲ فروردین) از بازدهی اوراق ۱۰ ساله پیشی گرفت.	بسیاری از اقتصاددانان کمتر شدن بازدهی اوراق قرضه ۱۰ ساله از بازدهی اوراق قرضه سه ماهه را یکی از نشانه‌های مهم برای پیش‌بینی وقوع رکود می‌دانند.
ب) نرخ بیکاری	در حال حاضر نرخ بیکاری آمریکا حدوداً به کمترین میزان طی ۵۰ سال اخیر رسیده است.	پیش از دو بحران قبلی در آمریکا ادعاهای اولیه برای دریافت مزایای بیکاری که سنج‌های هفتگی برای نرخ بیکاری است به حداقل رسیده است. طبیعتاً هر چه درخواست برای دریافت مزایای بیکاری کمتر باشد نرخ بیکاری پایین‌تر است. بنابراین کاهش شدید نرخ بیکاری نشانه‌ای برای بروز رکود است.
شاخص اعتماد مصرف‌کننده ^۱	روند این شاخص در آمریکا در حال حاضر نزولی نیست اما به سقف‌های قبلی خود نزدیک است که می‌تواند نشانه‌ای برای حرکت روبه‌پایین باشد.	تقاضای مصرف‌کننده محرکی کلیدی برای اقتصاد آمریکا محسوب می‌شود. این شاخص معمولاً پیش از بروز یک بحران روندی نزولی در پیش می‌گیرد.
شاخص مدیران خرید ^۲	بر اساس آخرین آمار شاخص مدیران خرید در آمریکا در انتهای سال ۲۰۱۹ به ۴۷.۲ رسیده است که کمترین مقدار از ژوئن سال ۲۰۰۹ است	هنگامی که مقدار این شاخص از ۵۰ کمتر باشد، وضعیت اقتصادی و چشم‌انداز رشد نامطلوب ارزیابی می‌شود.

۱. Consumer Confidence Index
۲. Purchasing Managers' Index (PMI)

ریشه مشکل بدهی در چین به بحران مالی سال ۲۰۰۸ بازمی‌گردد. تا پیش از بحران جهانی سال ۲۰۰۸ نسبت بدهی به تولید ناخالص ملی در چین نسبتاً پایین و پایدار بود. بحران جهانی سال ۲۰۰۸ منجر به کاهش تقاضا شد. این کاهش تقاضا باعث شد میزان صادرات چین افت کند. این مسئله باعث تعطیلی بسیاری از کارخانه‌ها و اخراج نزدیک به ۲۰ میلیون کارگر شد. بیکاری گسترده نگرانی دولت را برانگیخت به‌ویژه اینکه این مسئله می‌توانست منجر به بروز ناآرامی‌های اجتماعی شود. کاهش ارزش پول ملی به منظور افزایش رقابت‌پذیری یکی از روش‌هایی است که چین برای افزایش سهم خود در بازارهای جهانی از آن استفاده می‌کند اما دلیل اصلی بحران کاهش تقاضای جهانی به واسطه بروز بحران مالی در اقتصاد آمریکا بود و بنابراین کاهش ارزش پول چین و افزایش رقابت‌پذیری محصولات چینی کمکی به حل مشکل نمی‌کرد. بنابراین نیاز به اجرای سیاست‌های مالی یا پولی دیگری بود.

عمده بانک‌ها و بسیاری از شرکت‌های بزرگ چینی، دولتی است. بنابراین دولت تصمیم گرفت به جای اجرای یک سیاست مالی مستقیم از وام‌های بانکی استفاده کند. هدف اصلی از اعطای وام به شرکت‌های دولتی افزایش اشتغال و بهبود تقاضا از طریق اجرای پروژه‌های زیر ساختی و ساختمانی بود.

اجرای این سیاست نتایج مثبت بسیاری به دنبال داشت. مهم‌ترین نتیجه اجرای این سیاست، گذر از تبعات بحران مالی سال ۲۰۰۸ بدون ایجاد ناآرامی‌های سیاسی بود. به‌علاوه از آن‌جا که عمده این وام‌ها صرف سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت در زیرساخت‌های عمومی شده بود به کاهش فقر و بهبود بهره‌وری کمک کرد. چین بیش از ۱۵۰ شهر با جمعیت بیش از یک میلیون نفر دارد که عمده آن‌ها تا پیش از اجرای این طرح فاقد زیرساخت‌های ضروری برای پشتیبانی از تولید کالاها و مشاغل خدماتی بود.



شکل ۹- نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در چین (منبع: BIS)

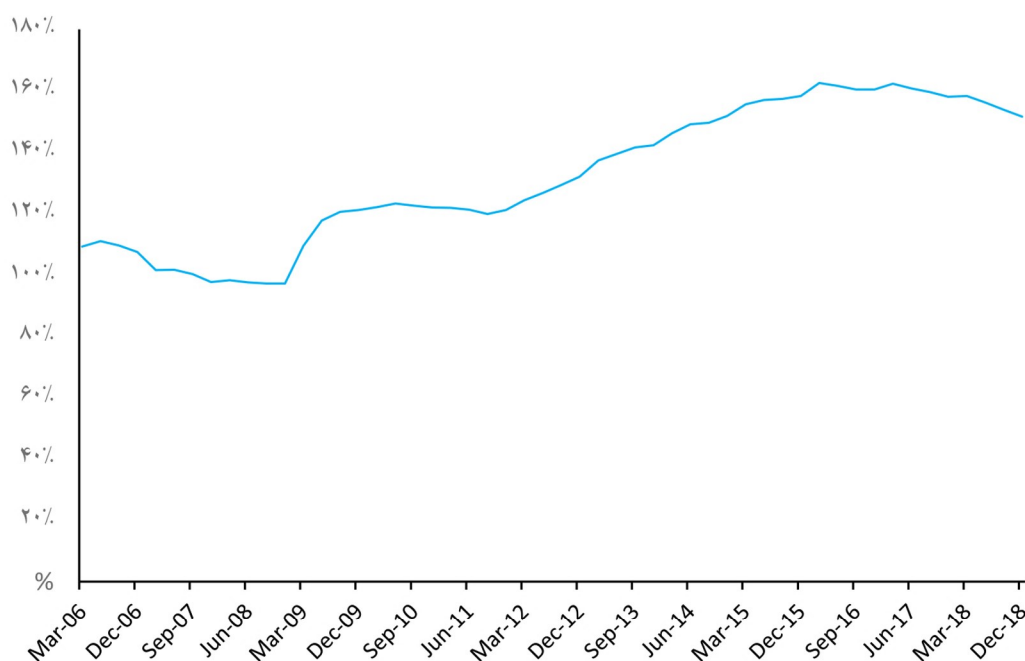
با این حال موفقیت‌های فوق به بهای افزایش شدید بدهی در چین به دست آمد. بر اساس آمارهای بانک تسویه بین‌المللی میزان بدهی‌ها در چین در انتهای سال ۲۰۱۸ نسبت به انتهای سال ۲۰۰۷ بیش از ۶ برابر شده است و در حالی که نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در این کشور تا پیش از بحران جهانی حدود ۱۵۰٪ بود پس از این بحران و در انتهای سال ۲۰۱۸ به ۲۵۴٪ رسیده است.



شکل ۱۰- سهم بدهی دولت، خانوارها و شرکت از مجموع بدهی در چین (منبع: BIS)

با این حال نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در چین تفاوت چندانی با کشورهای توسعه یافته ندارد. این نسبت برای ایالات متحده ۲۴۹.۸٪ و برای اتحادیه اروپا ۲۵۸.۲٪ است. آنچه شرایط چین را متفاوت می‌کند رشد شدید بدهی شرکتی و سهم بالای آن از کل بدهی‌ها است.

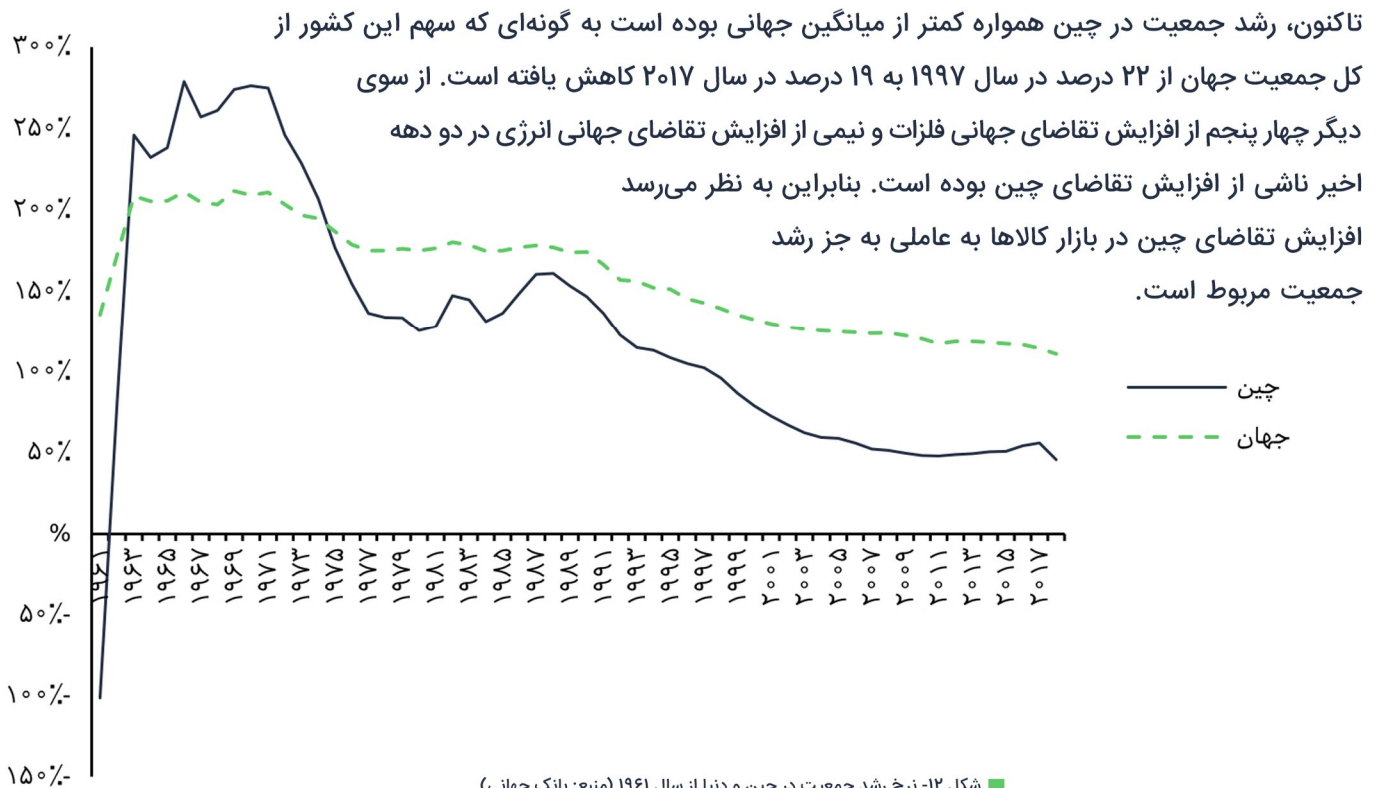
بدهی شرکتی در چین در انتهای سال ۲۰۱۸ به بیش از ۱۹.۸ تریلیون دلار رسیده است که ۵.۵ برابر سال ۲۰۰۷ است همچنین نسبت بدهی شرکت‌های دولتی به تولید ناخالص داخلی در چین از ۹۸.۵ درصد در انتهای سال ۲۰۰۷ به ۱۵۳ درصد در انتهای سال ۲۰۱۸ رسیده است. این افزایش در بدهی شرکت‌ها نگرانی‌ها از عدم بازپرداخت وام توسط شرکت‌های چینی و به تبع آن وقوع بحران بانکی را افزایش داده است. بحران مالی سال ۱۹۹۷ جنوب آسیا در وضعیتی مشابه رقم خورد و همین امر باعث شده است بسیاری وضعیت کنونی را با شرایط آن دوره مقایسه کنند.



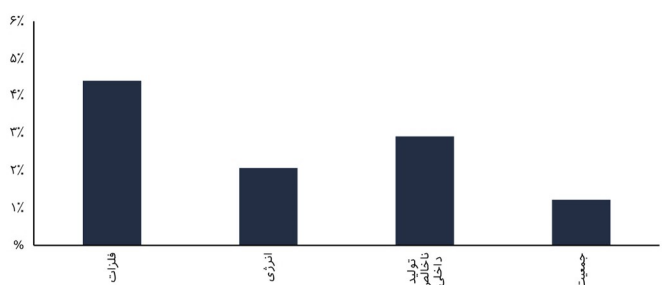
■ شکل ۱۱- نسبت بدهی شرکت‌ها به تولید ناخالص داخلی (منبع: BIS)

البته نباید از افزایش شدید بدهی خانوارها نیز غافل شد. نسبت بدهی خانوارها به تولید ناخالص ملی در چین در انتهای سال ۲۰۱۸ به حدود ۵۲ درصد رسیده است؛ این در حالی است که این نسبت در انتهای سال ۲۰۰۷ حدود ۱۸ درصد بوده است. در واقع بدهی خانوارها در این مدت نزدیک به ده برابر شده است. برخی کارشناسان رشد شدید بدهی خانوارها را عامل افزایش حبابی قیمت مسکن در چین دانسته و معتقدند امکان ترکیدن این حباب و سقوط قیمت مسکن در این کشور بسیار بالا است. در مجموع افزایش بدهی شرکتی در کنار رشد شدید بدهی خانوارها منجر به نگرانی‌های جدی درخصوص بروز بحران بدهی در چین شده است.

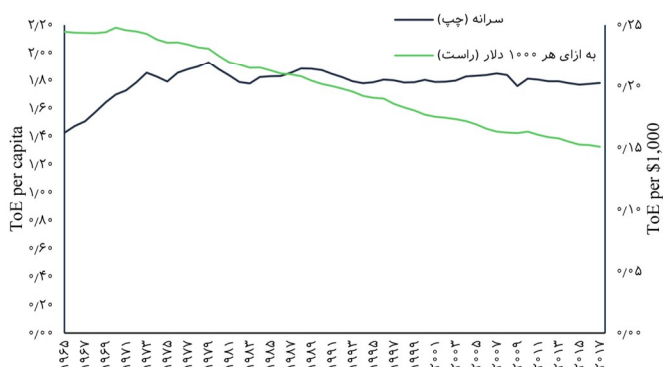
رشد اقتصادی چین در دهه‌های اخیر این کشور را به یکی از مهم‌ترین بازارهای کالاهای اساسی در دنیا تبدیل کرده است. کشورهای توسعه‌یافته جهان در سال ۱۹۹۷ حدود ۵۰ درصد از مصرف انرژی و ۷۰ درصد از مصرف فلزات جهان را به خود اختصاص داده بودند. دو دهه بعد سهم این کشورها از تقاضای جهانی انرژی به ۴۰ درصد و سهم آن‌ها از تقاضای جهانی فلزات به ۳۰ درصد کاهش یافته است. این در حالی است که سرمایه‌گذاری وسیع چین در زیرساخت‌ها و تأکید این کشور بر توسعه صنایع باعث شده است سهم چین از تقاضای جهانی فلزات در مدت مشابه ۵ برابر شده و از ۱۰ درصد به ۵۰ درصد افزایش یابد. سهم این کشور از تقاضای جهانی انرژی نیز در همین مدت دو برابر شده و از ۱۱ درصد به ۲۳ درصد افزایش یافته است که حاکی از نقش بی‌بدیل چین در بازار کالاهای اساسی است. رشد جمعیت و توسعه اقتصادی که با رشد تولید ناخالص داخلی سرانه سنجیده می‌شود دو محرک مهم تقاضای کالاها هستند. از سال ۱۹۷۶ تاکنون، رشد جمعیت در چین همواره کمتر از میانگین جهانی بوده است به گونه‌ای که سهم این کشور از



به رغم کاهش جهانی در نرخ رشد جمعیت، رشد اقتصادی در سال‌های اخیر با سرعت ادامه داشته است. به همین دلیل سرانه تولید ناخالص داخلی واقعی جهان طی دو دهه اخیر ۴۰ درصد رشد کرده است. با بزرگ شدن اقتصاد، نیاز به منابع افزایش می‌یابد و در نتیجه انتظار افزایش مصرف انرژی و فلزات انتظاری معقول است. با این همه افزایش بهره‌وری، افزایش سهم بخش خدمات از تولید ناخالص داخلی و کاهش نیاز به سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها در کشورهای توسعه‌یافته باعث شده است که سرانه جهانی (بدون چین) مصرف انرژی و فلزات در دو دهه گذشته تقریباً ثابت بماند.



شکل ۱۳- رشد اقتصادی، تغییرات جمعیت و تغییرات تقاضای فلزات و انرژی در دو دهه اخیر (منبع: BP Statistical Review, World Bank, World Bureau of Metals Statistics, U.S. Department of Agriculture)



■ شکل ۱۴- سرنانه مصرف انرژی و شدت در دو دهه اخیر در دنیا بدون چین
(منبع: BP Statistical Review, World Bank)

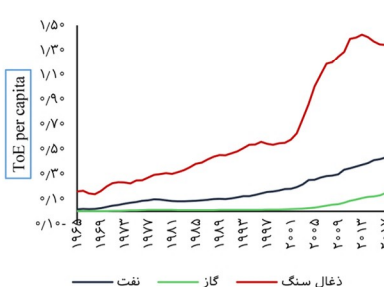
چنان که در شکل ۱۴ مشاهده می‌شود سرنانه مصرف انرژی که به صورت تن معادل نفت خام به ازای هر نفر مشخص شده است طی ۲۰ سال گذشته روندی با ثبات داشته است و این در حالی است که شدت انرژی (به عنوان سنج بهرهوری انرژی) که به صورت تن معادل نفت خام به ازای هر دلار تولید ناخالص ملی محاسبه شده است روندی نزولی داشته است.



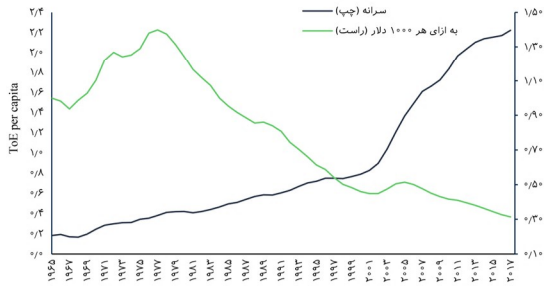
■ شکل ۱۵- سرنانه مصرف فلزات و شدت مصرف فلزات در دو دهه اخیر در دنیا بدون چین
(منبع: World Bank, World Bureau of Metals Statistics)

همچنین طی ۲۰ سال گذشته سرنانه جهانی (به جز چین) مصرف فلزات به رغم نوسانات متعدد تغییر چشمگیری نداشته است و این در حالی است که شدت مصرف فلزات که به صورت تن معادل نفت خام به ازای هر دلار تولید ناخالص ملی محاسبه شده است روندی نزولی داشته است. این امر معلول افزایش سهم خدمات از تولید ناخالص داخلی و کاهش سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها در کشورهای توسعه یافته است.

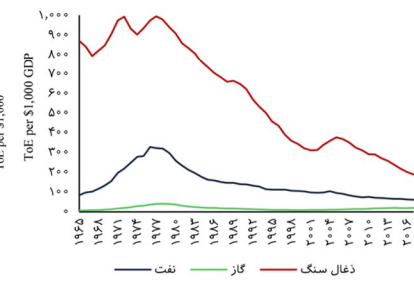
از سوی دیگر به رغم کاهش شدت انرژی در چین که حاکی از افزایش شدید بهرهوری در این کشور است، سرنانه مصرف انرژی در این کشور طی دو دهه اخیر روندی شدیداً صعودی داشته و از ابتدای هزاره جدید سه برابر شده است که ذغال سنگ با افزایش بیش از ۶ برابری بیشترین سهم را در آن داشته است. افزایش سرنانه مصرف انرژی در چین ناشی از رشد شدید اقتصاد این کشور طی دو دهه اخیر بوده است.



■ شکل ۱۶- سرنانه مصرف نفت، گاز و ذغال سنگ
(منبع: BP Statistical Review, World Bank)

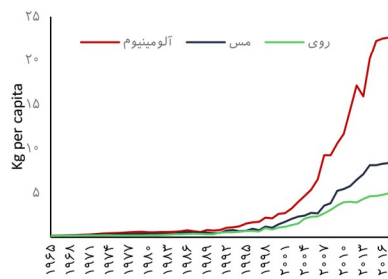


■ شکل ۱۷- سرنانه مصرف انرژی و شدت انرژی در چین
(منبع: BP Statistical Review, World Bank)

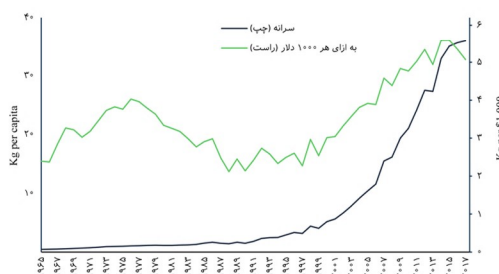


■ شکل ۱۸- سرنانه مصرف نفت، گاز و ذغال سنگ
(منبع: BP Statistical Review, World Bank)

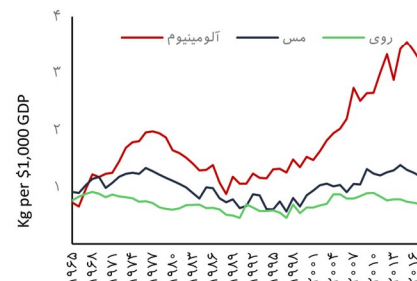
شدت مصرف فلزات و سرانه مصرف فلزات در کشور چین نیز طی دو دهه اخیر رشدی چشمگیر داشته است. در این مدت سرانه مصرف فلزات در این کشور بیش از ۷ برابر و شدت مصرف انرژی ۲ برابر شده است. تفاوت در روند شدت مصرف فلزات در چین با کل جهان ناشی از وابستگی شدید رشد این کشور به توسعه زیرساخت‌ها و مسکن است. به علاوه تقاضای چین در بازار فلزات بیشتر از مصرف داخلی این کشور است زیرا بسیاری از فلزات مورد استفاده در چین به عنوان کالای واسطه جهت تولید محصولات صادراتی مورد استفاده قرار می‌گیرد. این مسئله تا حدی توضیح دهنده چرایی کاهش تقاضای فلزات در دیگر کشورهای جهان نیز هست.



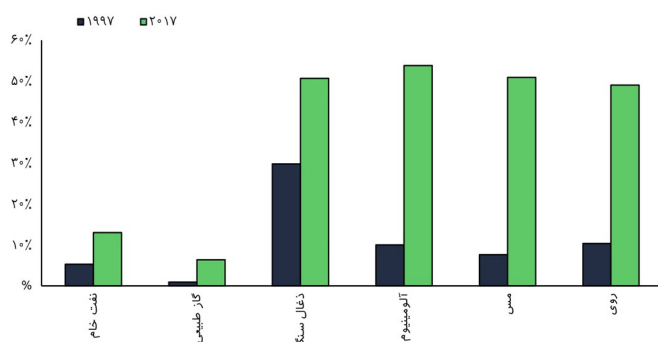
■ شکل ۲۱- سرانه مصرف آلومینیوم، روی و مس
(منبع: World Bank, World Bureau of Metals Statistics)



■ شکل ۲۰- سرانه مصرف فلزات در چین
(منبع: World Bank, World Bureau of Metals Statistics)



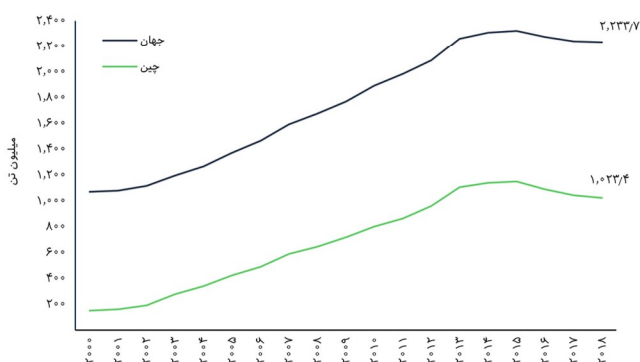
■ شکل ۱۹- شدت مصرف آلومینیوم، روی و مس
(منبع: World Bank, World Bureau of Metals Statistics)



■ شکل ۲۲- تغییرات سهم چین از بازار کالاهای اولیه در دو دهه اخیر
(منبع: BP Statistical Review, United States Department of Agriculture, World Bureau of Metal Statistics)

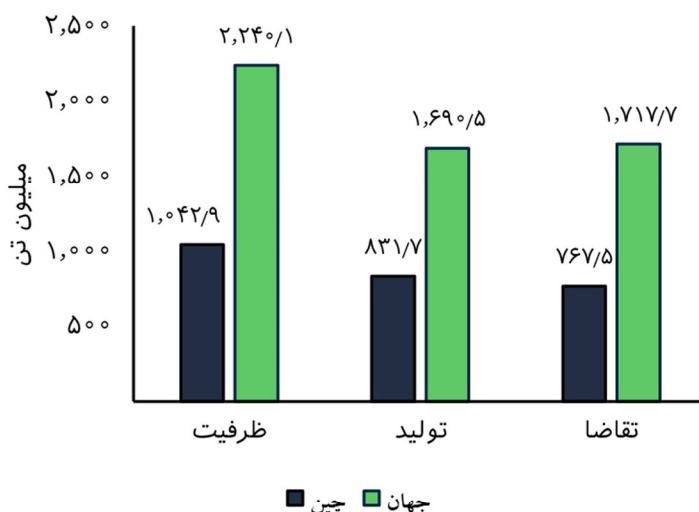
این روندها باعث شده است حدود ۱۳.۲ درصد از تقاضای نفت خام، ۶.۶ درصد از تقاضای گاز طبیعی، ۵۰.۷ درصد از تقاضای ذغال سنگ، ۵۳.۸ درصد از تقاضای آلومینیوم، ۵۰.۱ درصد از تقاضای مس و ۴۹ درصد از تقاضای روی جهان در سال ۲۰۱۷ به این کشور اختصاص داشته باشد. بنابراین نیمی از تقاضای فلزات اساسی و ذغال سنگ جهان متعلق به این کشور است و هرگونه تغییر در تقاضای این کشور می‌تواند اثرات جدی بر بازار آن‌ها داشته باشد. همچنین با توجه به تعادل بازار نفت، هرگونه تغییر در تقاضای انرژی توسط این کشور نیز می‌تواند اثری جدی بر قیمت این محصول داشته باشد.

مسئله حایز اهمیت دیگر، تغییر ترتیبات عرضه کالاهای اولیه است. برای مثال ظرفیت تولید فولاد خام از سال ۲۰۰۷ تا سال ۲۰۱۸ بیش از ۴۰ درصد افزایش یافته و از ۱۵۹۱.۷ میلیون تن به ۲۲۳۳.۷ میلیون تن رسیده است. این در حالی است که ظرفیت تولید فولاد در چین در همین مدت حدود ۷۴ درصد افزایش یافته است و در حال حاضر ۴۵ درصد از ظرفیت تولید فولاد جهان متعلق به این کشور است.

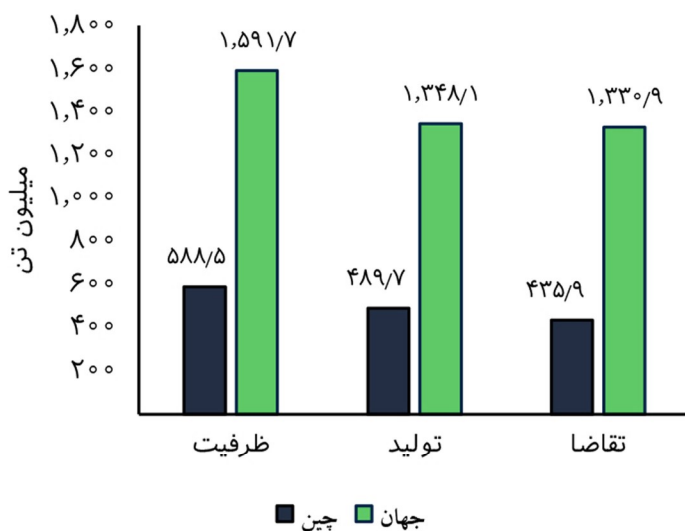


■ شکل ۲۳- روند افزایش ظرفیت تولید فولاد در جهان و چین

با توجه به آنکه میزان مصرف معادل فولاد خام در جهان در سال ۲۰۱۷ حدود ۱۷۱۷.۷ میلیون تن بوده است می‌توان گفت صنعت فولاد جهان در سال ۲۰۱۷ با ۵۲۲ میلیون تن مازاد ظرفیت مواجه بوده است در حالی که مازاد ظرفیت تولید فولاد در سال ۲۰۰۷ نصف این مقدار و معادل ۲۶۰ میلیون تن بوده است. در طی این ده سال افزایش ظرفیت تولید فولاد چین معادل ۷۰ درصد از کل افزایش ظرفیت تولید جهان و افزایش تولید فولاد این کشور معادل ۱۰۰ درصد افزایش تولید فولاد جهان بوده است. این افزایش عرضه به واسطه رشد تقاضای فولاد در کشور چین جذب شده است، در واقع رشد تقاضای فولاد در این کشور در طی یک دهه اخیر معادل ۸۶ درصد از رشد کل تقاضای فولاد جهان بوده است (در این ۱۰ سال چین ۳۴۲ میلیون تن فولاد بیشتری تولید و ۳۳۱ میلیون تن فولاد بیشتری مصرف کرده است). بنابراین در صورت افت تقاضای چین دنیا با مازاد ظرفیت شدیدی در این بخش مواجه شده و سقوط قیمت‌ها می‌تواند فراتر از حد تصور باشد.

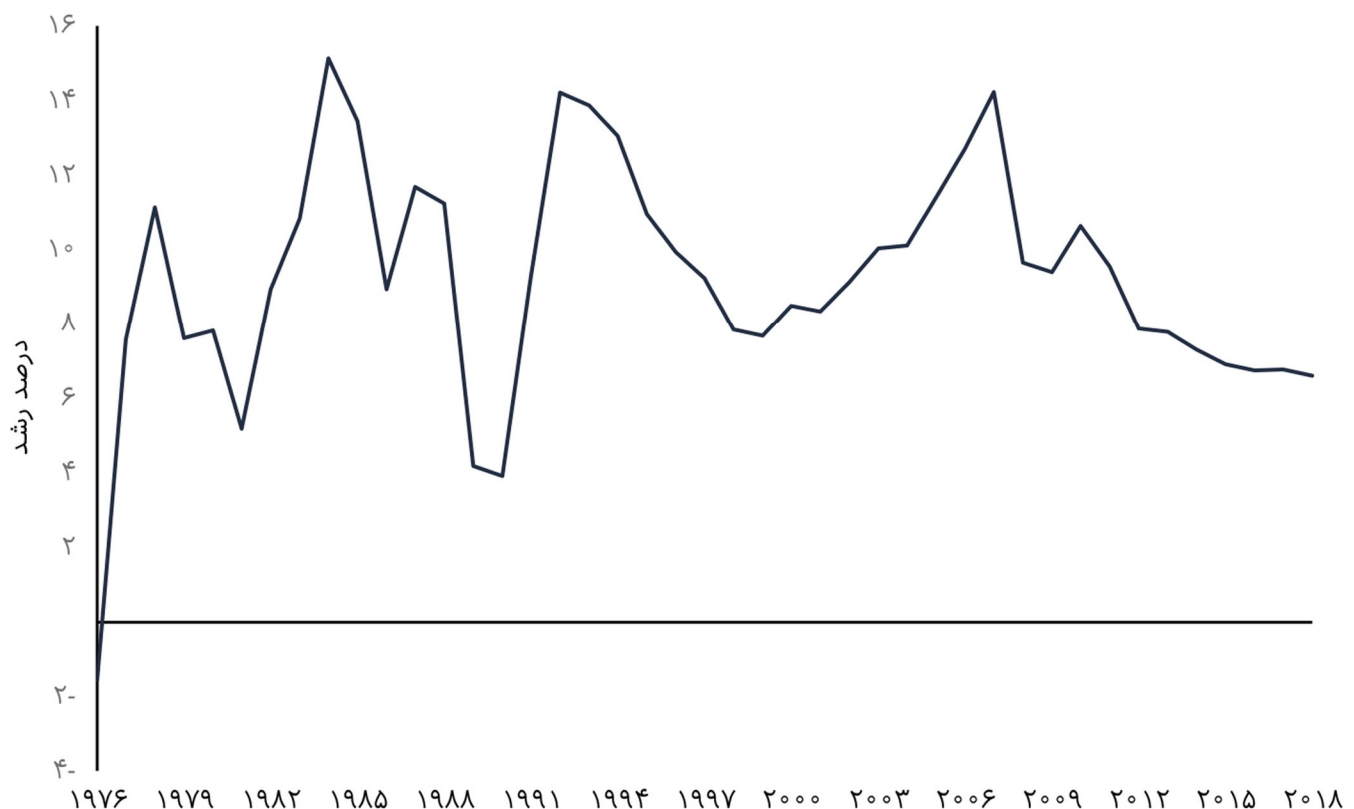


شکل ۲۴- سهم چین از ظرفیت، تولید و تقاضای فولاد، ۲۰۱۷

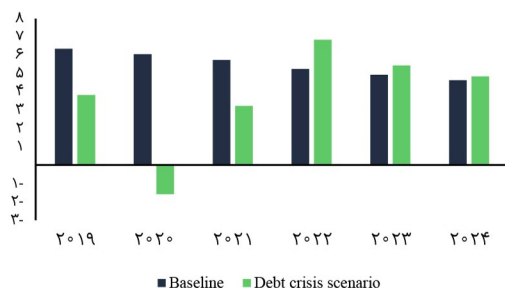


شکل ۲۵- سهم چین از ظرفیت، تولید و تقاضای فولاد، ۲۰۰۷

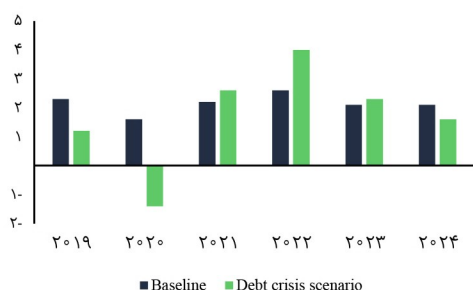
سطح وام‌های غیرجاری در انتهای سال ۲۰۱۸ در چین به حدود ۲ تریلیون یوان معادل ۱.۶۸ درصد کل وام‌ها رسید. به علاوه ۳.۱۶ درصد وام‌ها معادل ۳.۴ تریلیون یوان نیز مشکوک‌الوصول محسوب می‌شود. این ارقام زنگ خطر را برای اقتصاد چین به صدا درآورده است. به همین دلیل دولت چین برنامه‌های سخت‌گیرانه‌ای برای بهبود این وضعیت به اجرا گذاشته است. با این حال چین در این مسیر با دو چالش عمده مواجه است. نخست آنکه رشد اقتصادی چین پس از بحران اقتصادی سال ۲۰۰۸ تا حد زیادی مرهون افزایش اعتبارات و وام‌دهی بوده و کاهش میزان اعطای وام می‌تواند منجر به کند شدن رشد اقتصادی شود. باید توجه داشت که کاهش رشد اقتصادی چین خود به کاهش بازدهی صنایع منجر شده و به تبع آن بازپرداخت بدهی‌های شرکتی را با چالش مواجه می‌کند و به این ترتیب تلاش دولت چین برای کاهش سطح بدهی‌ها، ضد خود عمل خواهد کرد. از سوی دیگر تشدید جنگ تجاری میان چین و آمریکا سطح صادرات چین را کاهش داده و رشد این اقتصادی این کشور را با تهدید مواجه می‌کند. به همین علت دولت چین در ماه‌های اخیر برخی سیاست‌های انبساطی از جمله کاهش نرخ ذخیره قانونی را در دستور کار خود قرار داده است که با سیاست سخت‌گیری در اعطای اعتبارات در تضاد است. طی سال‌های اخیر رشد اقتصادی چین به رغم افزایش بدهی‌ها روندی نزولی در پیش گرفته است. رشدی اقتصادی چین که در سال ۲۰۰۷ به رقم خیره‌کننده ۱۴.۲ درصد رسیده بود در پی بروز بحران جهانی با کاهش جدی مواجه شد. سیاست‌های حمایتی در چین و سایر کشورهای جهان منجر به بهبود شرایط اقتصادی شد با این حال نرخ رشد اقتصادی چین از سال ۲۰۱۰ روندی نزولی در پیش گرفت و در سال ۲۰۱۸ به ۶.۶ درصد رسید.



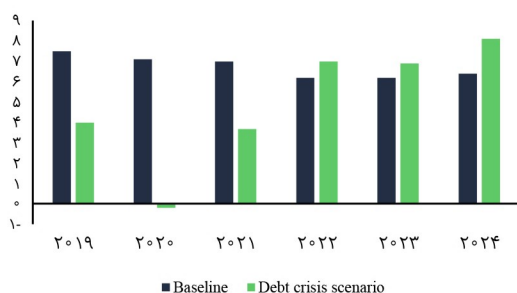
■ شکل ۲۶- نرخ رشد اقتصادی چین از ۱۹۷۶ (منبع: بانک جهانی)



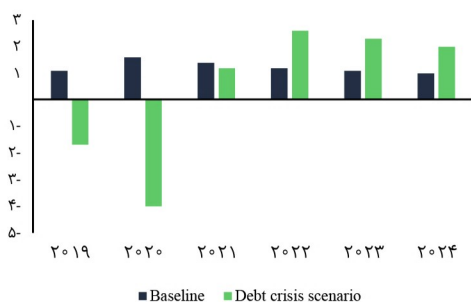
■ شکل ۲۷- تخمین اثر بحران مالی احتمالی در چین بر رشد اقتصادی این کشور



■ شکل ۲۸- تخمین اثر بحران مالی احتمالی در چین بر رشد اقتصادی آمریکا



■ شکل ۲۹- تخمین اثر بحران مالی احتمالی در چین بر رشد اقتصادی هند



■ شکل ۳۰- تخمین اثر بحران مالی احتمالی در چین بر رشد اقتصادی آلمان

تشدید جنگ تجاری می‌تواند روند رشد اقتصادی چین را بیش از پیش با مشکل روبه‌رو کرده و احتمال بروز بحران بدهی در این کشور را افزایش می‌دهد. کاهش رشد اقتصادی در چین می‌تواند منجر به کاهش بازدهی صنایع و به تبع آن ناتوانی شرکت‌ها در پرداخت بدهی‌ها شود. با بروز بحران بدهی تمایل بانک‌ها به اعطای وام کاهش یافته و صنایع با تنگنای اعتباری مواجه می‌شوند که به نوبه خود منجر به تشدید بیشتر رکود می‌شود. افزایش رکود منجر به کاهش قیمت دارایی‌ها به‌ویژه قیمت مسکن شده و احتمال عدم بازپرداخت وام‌های مسکن از سوی خانوارها را افزایش می‌دهد. این اتفاقات در کنار عدم بازپرداخت بدهی‌های شرکتی موجبات ورشکستگی نهادهای مالی را فراهم کرده و تنگنای اعتباری در این کشور را شدیداً افزایش می‌دهد. در نتیجه میزان سرمایه‌گذاری و مصرف به شدت کاهش یافته و اقتصاد چین با رکودی شدید مواجه می‌شود. با منقبض شدن اقتصاد چین و کاهش تقاضا، میزان واردات توسط این کشور کاهش یافته و تقاضای جهانی تحت تاثیر قرار می‌گیرد. بروز بحران در چین انتظارات جهانی در خصوص آینده اقتصاد را تحت تاثیر قرار داده و از این طریق نیز بر تقاضا و مصرف جهانی و به تبع آن رشد اقتصادی جهان تاثیر منفی می‌گذارد. موسسه مودی از مدلی مشتمل بر هفتاد کشور جهان استفاده کرده و اثرات بروز شوک بدهی در اقتصاد چین را مورد بررسی قرار داده است. به این منظور این موسسه فرض کرده شوک بدهی در فصل سوم سال ۲۰۱۹ رخ داده و بین ۴ تا ۶ فصل ادامه خواهد داشت.^۱ بر اساس نتایج این پژوهش این اتفاق رشد اقتصادی چین را تا پایان سال ۲۰۱۹ به کمتر از ۴ درصد کاهش داده و موجب رشد منفی اقتصاد این کشور در سال ۲۰۲۰ خواهد شد. اقتصاد آمریکا به عنوان بزرگترین اقتصاد جهان نیز از تبعات این بحران مصون نمانده و در سال ۲۰۲۰ با رشد اقتصادی منفی روبه‌رو خواهد شد. شکل مقابل اثرات بروز بحران بر رشد اقتصادی کشورهای منتخب تا سال ۲۰۲۴ را نشان می‌دهد.

۱. هرچند زمان فرض شده برای وقوع بحران درست نیست اما بازخوانی این پژوهش به برآورد میزان تاثیرات احتمالی بحران کمک شایانی می‌کند.

نتایج این مطالعه در خصوص تغییرات نرخ بیکاری، بازار سهام، نرخ بهره و قیمت مسکن برای چین و آمریکا مطابق جدول زیر است.

کشور	سناریو	۲۰۱۹	۲۰۲۰	۲۰۲۱	۲۰۲۲	۲۰۲۳	۲۰۲۴
بیکاری (درصد)							
چین	حالت عادی	۳.۹	۳.۹	۴	۴	۴	۴
	بروز بحران بدهی	۴.۴	۵.۸	۶	۵.۷	۵.۱	۴.۸
	اختلاف (نقطه درصد)	۰.۵	۱.۹	۲	۱.۷	۱.۱	۰.۸
آمریکا	حالت عادی	۳.۷	۳.۶	۴.۳	۴.۶	۴.۷	۴.۷
	بروز بحران بدهی	۴.۵	۷.۱	۷.۸	۷.۲	۷	۷.۲
	اختلاف (نقطه درصد)	۰.۸	۳.۵	۳.۵	۲.۶	۲.۳	۲.۵
شاخص قیمت سهام (درصد تغییرات)							
چین	حالت عادی	-۰.۸	۴.۴	۱۵.۱	۹.۸	۴.۸	۴.۲
	بروز بحران بدهی	-۲۵.۶	-۳۸.۳	۱۲.۲	۲۸.۵	۲۰.۷	۱۴
	اختلاف (نقطه درصد)	-۲۴.۸	-۴۲.۷	-۲.۹	۱۸.۷	۱۵.۹	۹.۸
آمریکا	حالت عادی	۱.۱	-۶.۴	۶.۷	۶.۹	۵	۵.۵
	بروز بحران بدهی	-۸.۲	-۲۰.۸	۲.۸	۸.۹	۸.۹	۸.۱
	اختلاف (نقطه درصد)	-۹.۳	-۱۴.۴	-۳.۹	۲	۳.۹	۲.۶
نرخ بهره کوتاه مدت (درصد)							
چین	حالت عادی	۳.۷	۳.۵	۳.۸	۴.۳	۴.۸	۵.۳
	بروز بحران بدهی	۴.۵	۲.۴	۱.۸	۱.۶	۱.۶	۲
	اختلاف (نقطه درصد)	۰.۸	-۱.۱	-۲	-۲.۷	-۳.۲	-۳.۳
آمریکا	حالت عادی	۲.۸	۳	۳.۱	۳.۴	۳.۴	۳.۵
	بروز بحران بدهی	۲.۸	۱.۵	۰.۹	۰.۹	۱.۲	۲.۴
	اختلاف (نقطه درصد)	۰	-۱.۵	-۲.۲	-۲.۵	-۲.۲	-۱.۱
شاخص قیمت مسکن (درصد تغییرات)							
چین	حالت عادی	۴.۱	۲.۴	۳.۹	۵.۲	۵.۵	۵.۳
	بروز بحران بدهی	-۵.۵	-۲۵.۸	-۷.۱	۷.۹	۱۲.۲	۱۰.۷
	اختلاف (نقطه درصد)	-۹.۶	-۲۸.۲	-۱۱	۲.۷	۶.۷	۵.۴
آمریکا	حالت عادی	۳.۵	۲.۱	۲.۴	۲.۵	۳.۵	۴.۷
	بروز بحران بدهی	۳.۲	۱.۸	۱.۲	۰.۹	۱.۵	۱.۵
	اختلاف (نقطه درصد)	-۰.۳	-۰.۳	-۱.۲	-۱.۶	-۲	-۳.۲

بر اساس یک مطالعه انجام شده توسط بانک جهانی هر یک درصد کاهش در نرخ رشد اقتصادی چین می‌تواند متوسط قیمت کالاهای اولیه را طی دو سال تا ۶ درصد کاهش دهد. بنابراین کاهش رشد اقتصادی چین به واسطه بحران بدهی در این کشور می‌تواند قیمت کالاهای اولیه را تا ۴۰ درصد کاهش دهد. باید توجه داشت که بحران بدهی در چین به سایر کشورها از جمله آمریکا نیز سرایت کرده و اثر بیشتری بر قیمت کالاهای اولیه می‌گذارد.

حدود یک دهه پس از خروج جهان از تبعات بحران جهانی سال ۲۰۰۸ مجدداً نگرانی‌ها درخصوص بروز رکود در اقتصاد آمریکا افزایش یافته است. شاخص‌های مختلف از جمله اختلاف میان نرخ اوراق قرضه سه ساله و ده‌ساله، نرخ بیکاری، شاخص اعتماد مصرف‌کننده و شاخص مدیران خرید همگی بر افزایش احتمال بروز یک رکود قریب‌الوقوع در اقتصاد آمریکا دلالت دارند. به‌علاوه وضعیت نامناسب اقتصاد اروپا که منجر به کاهش‌های پیاپی نرخ بهره تاسطوح زیرصفر شده و دنباله‌دار شدن تنش تجاری میان چین و آمریکا^۱ هراس‌ها را افزایش داده است. کاهش مداوم رشد اقتصادی چین و پر شدن ظرفیت‌های این کشور در زیرساخت‌ها و مسکن نیز باعث شده است کارشناسان اقتصادی درخصوص توانایی چین برای احیای اقتصاد تردید داشته و حتی معتقد باشند اقدامات چین برای کمک به خروج از بحران سال ۲۰۰۸ منجر به انباشت بدهی در این کشور شده و می‌تواند موجبات بروز بحران بدهی در دومین غول اقتصادی جهان را فراهم کند. بروز رکود در اقتصاد آمریکا یا بروز بحران بدهی در چین به سرعت به کل جهان سرایت خواهد کرد و بازارهای مختلف از جمله بازار کالاهای اولیه را به شکل منفی تحت تاثیر قرار خواهد داد. این مسئله سرمایه‌گذاری بلندمدت در شرکت‌های کالامحور را با ریسک جدی مواجه می‌کند زیرا با بروز رکود در اقتصاد جهانی قیمت جهانی کالاهای اولیه و به تبع آن سودآوری شرکت‌های کالامحور شدیداً کاهش خواهد یافت. وضعیت نامناسب اقتصاد اروپا به ویژه منفی بودن نرخ بهره در این ناحیه، تغییر ترکیب رشد اقتصادی چین و تمرکز این کشور بر توسعه بخش خدمات در کنار تغییر ترتیبات عرضه کالاهای اولیه می‌تواند خروج از رکود جهانی بعدی را طولانی‌تر کرده و شرایطی بسیار سخت‌تر از رکود پیشین برای بازار کالاهای اولیه ایجاد کند، زیرا حتی با فرض خروج اقتصاد از رکود، تمرکز چین (به عنوان بزرگترین تقاضاکننده کالاهای اولیه در جهان) بر بخش خدمات بازگشت تقاضای کالاهای اولیه به سطوح پیش از بحران را با چالش جدی مواجه خواهد کرد.



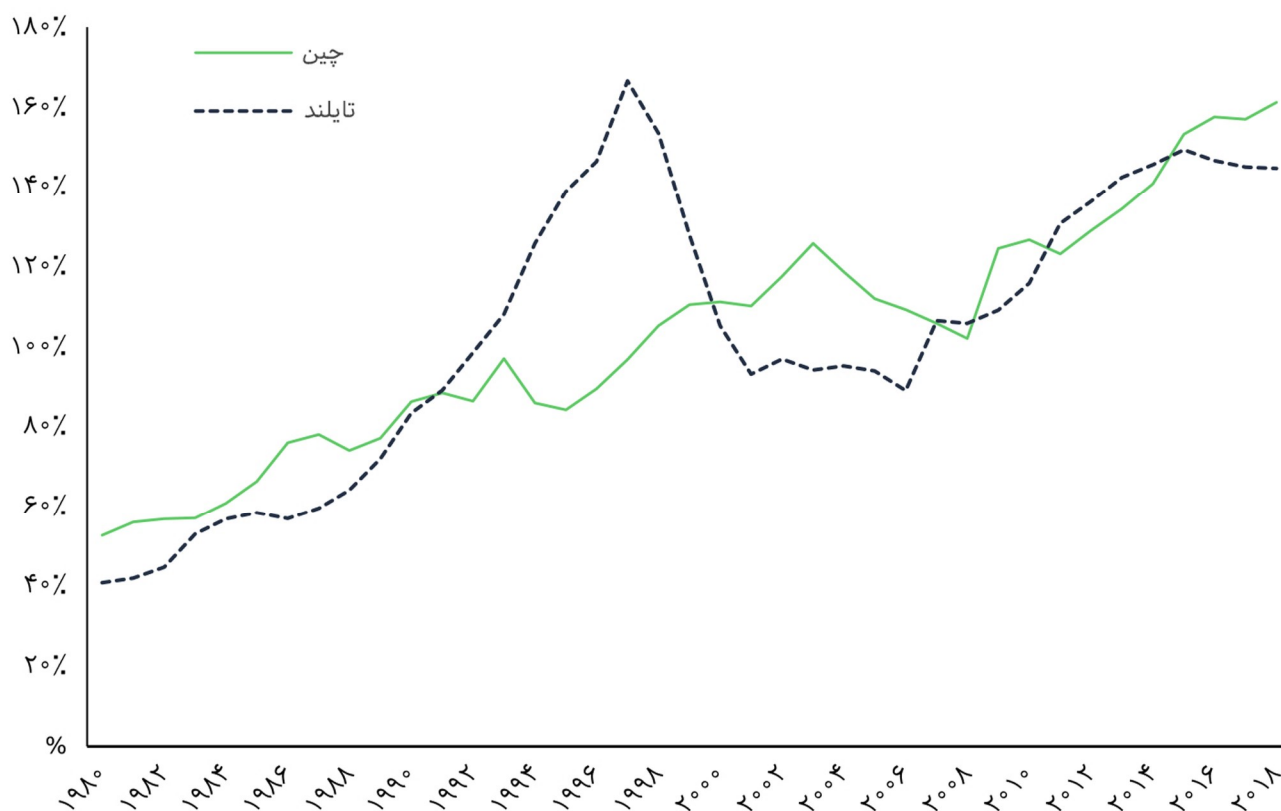
۱. چین و آمریکا اخیراً در خصوص برخی موارد به توافق رسیده‌اند با این حال نمی‌توان از انگیزه‌های انتخاباتی ترامپ در حصول این توافق چشم‌پوشی کرد در نتیجه هیچ تضمینی برای تداوم این توافق یا بروز نکردن تنش‌های جدید وجود ندارد.

چین پس از شروع اصلاحات اقتصادی در سال ۱۹۷۹ تقریباً بدون هیچ‌گونه رکود یا اختلال جدی به رشد خود ادامه داده است. متوسط رشد اقتصادی چین در فاصله سال‌های ۱۹۷۹ تا ۲۰۱۸ حدود ۹.۵ درصد بوده است. این نرخ رشد برای دو برابر کردن اندازه اقتصاد چین در هر هشت سال کفایت می‌کند. بالا بودن سطح پس‌انداز و جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کنار رشد بهره‌وری ناشی از اصلاحات اقتصادی باعث شد چین با سرعتی خیره‌کننده و ثباتی بی‌نظیر خود را از یک کشور فقیر به کشوری با درآمد متوسط به بالا تبدیل کند. بانک جهانی برای طبقه‌بندی کشورها بر اساس سطح توسعه‌یافتگی از درآمد ناخالص ملی سرانه استفاده می‌کند. این نهاد در سال ۱۹۹۷ بر اساس این معیار چین را از زمره کشورهای با درآمد پایین خارج و در گروه کشورهای با درآمد متوسط به پایین طبقه‌بندی و سپس در سال ۲۰۱۰ این کشور را وارد گروه کشورهای با درآمد متوسط به بالا کرد. سرانه درآمد ناخالص داخلی چین در سال ۲۰۱۷ حدود ۸۶۹۰ دلار بود که ۳۸.۷ درصد کمتر از حدنصاب لازم برای قرار گرفتن در زمره کشورهای با درآمد بالا بود. دولت چین معتقد است این کشور تا سال ۲۰۲۵ وارد گروه کشورهای با درآمد بالا خواهد شد؛ گزاره‌ای که با تردیدهای بسیاری مواجه است. در واقع بحران بدهی تنها یکی از مشکلات پیشروی اقتصاد چین است و به زعم کارشناسان اقتصاد این کشور در سال‌های آتی با مشکلات عدیده دیگری نیز مواجه است، مشکلاتی که می‌تواند این کشور را مانند بسیاری از کشورهای با درآمد متوسط در دام درآمد متوسط گرفتار کند. بر این اساس صندوق بین‌المللی پول روند نرخ رشد اقتصادی چین در ۶ سال آینده را نزولی پیش‌بینی کرده و معتقد است این نرخ در سال ۲۰۲۴ به ۵.۵ درصد خواهد رسید. واحد اطلاعات اقتصادی اکونومیست نیز بر نزولی بودن روند رشد اقتصادی چین در سال‌های آتی تأکید کرده و معتقد است نرخ رشد اقتصادی چین در سال ۲۰۳۴ با نرخ رشد اقتصادی آمریکا در رقم ۱.۹ درصد برابر خواهد شد. یکی از مهم‌ترین چالش‌های چین در سال‌های آتی افزایش نرخ دستمزدها است. متوسط دستمزد ماهانه (بر حسب دلار آمریکا) در سال ۱۹۹۰ در کشورهای چین، ویتنام و مکزیک به ترتیب ۵۵، ۳۲ و ۲۲۱ دلار بوده است اما در سال ۲۰۱۸ متوسط دستمزد ماهانه در چین به ۹۹۰ دلار رسیده است که ۳۱۶ درصد از ویتنام (۲۲۱ دلار) و ۱۵۸.۸ درصد از مکزیک (۳۸۳ دلار) بالاتر است. متوسط نرخ دستمزد ماهانه حداقل سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۸ در چین ۲۶۳ درصد رشد کرده است. اتاق بازرگانی آمریکا در چین افزایش دستمزدها را دومین چالش مهم پیش روی شرکت‌های آمریکایی فعال در چین می‌دانند. در حالی که هزینه نیروی کار به ازای هر واحد تولید در چین در سال ۲۰۰۰ حدود ۴۲.۳ درصد آمریکا بوده است، در سال ۲۰۱۸ به ۷۵.۵ درصد رسیده است. سهم زیاد دولت از اقتصاد دیگر چالش پیش‌روی چین است. مطابق آمار اعلام شده از سوی شورای دولتی چین ۱۵۰ هزار شرکت تحت مالکیت دولت در این کشور وجود دارد که بیش از ۵۰٪ تولید ناخالص داخلی (بدون احتساب بخش کشاورزی) را در اختیار دارند. نتایج یک مطالعه نشان می‌دهد که نیمی از ۵۰۰ شرکت بزرگ در حوزه ساخت و ۶۱ درصد از ۵۰۰ شرکت اول فعال در حوزه خدمات در چین، شرکت‌های تحت مالکیت دولت است. برخی از این شرکت‌ها حتی در مقیاس جهانی نیز بزرگ محسوب می‌شوند. از ۵۰۰ شرکت بزرگ جهان بر اساس لیست فورچون ۲۰۱۶، ۱۰۳ شرکت چینی بوده‌اند (در سال ۲۰۰۷ فقط ۲۹ شرکت چینی در این لیست وجود داشته است). از این ۱۰۳ شرکت حدود ۷۳ درصد (یعنی ۷۵ شرکت) شرکت‌هایی با مالکیت ۵۰ درصدی یا بیشتر توسط دولت بوده‌اند. این ۷۵ شرکت در سال ۲۰۱۶ حدود ۷.۲ تریلیون درآمد، ۲۰.۷ تریلیون دلار دارایی و ۱۶.۲ میلیون کارگر داشته‌اند. ۲۸ شرکت دیگر موجود در این لیست نیز به نوعی دارای ارتباطات مالی با دولت بوده‌اند. همچنین پنج بانک بزرگ چین (به لحاظ دارایی) در سال ۲۰۱۵ دولتی بوده‌اند.

بانک‌های تحت مالکیت دولت (شامل این ۵ بانک بزرگ) سه بانک سیاستی چین و بانک‌هایی که یکی از سهامداران عمده آن نهادهای دولتی هستند جمعاً ۶۸.۵ درصد (به لحاظ دارایی) از کل صنعت بانکداری چین را در اختیار دارند. سهم شرکای خارجی از صنعت بانکداری چین اندک و حدود ۱.۶ درصد (به لحاظ دارایی) است.

شرکت‌های تحت مالکیت دولت قادر به اخذ وام‌های ترجیحی از این بانک‌ها هستند و این رقابت شرکت‌های خصوصی با آن‌ها را دشوار می‌کند. تخمین زده می‌شود که ۸۵ درصد (۱.۴ تریلیون دلار) از وام‌های بانکی در چین در سال ۲۰۰۹ به این شرکت‌ها پرداخت شده است. از سوی دیگر این بانک‌ها قادر به تخصیص بهینه اعتبارات مطابق با بیشترین بازدهی نبوده و مجبورند بر اساس تصمیمات دولت چین اقدام به اعطای کنند.

دولت چین از نظام بانکی برای دستیابی به اهداف اقتصادی خود به ویژه تحقق رشد اقتصادی استفاده می‌کند. بانک‌ها و اعتبارات بانکی در مواقع بروز بحران نقشی کلیدی در اقتصاد چین داشته‌اند. در حال حاضر مجموع اعتبارات داخلی پرداختی به بخش خصوصی توسط بانک‌ها در چین ۱۶۱ درصد تولید ناخالص ملی این کشور است. بحران مالی ۱۹۹۷ در جنوب شرقی آسیا زمانی رخ داد که این نسبت در تایلند به ۱۶۶ درصد رسیده بود.



■ شکل ۳۱- نسبت اعتبار اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی

دیگر چالش پیش‌روی چین مشکلات زیست‌محیطی است. آگزون موبیل در گزارشی در سال ۲۰۱۸ تخمین زده است که چین از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۶ حدود ۶۰٪ از رشد انتشار جهانی CO2 را به خود اختصاص داده است. گزارش OECD در سال ۲۰۱۷ هزینه‌های بهداشتی آلودگی هوای چین در سال ۲۰۱۵ را ۱.۴ تریلیون دلار معادل ۷.۸٪ از تولید ناخالص داخلی این کشور تخمین زده است. این امر باعث شده است دولت چین برنامه‌های متعددی از قبیل جایگزینی سوخت‌هایی مانند ذغال سنگ با سوخت‌های پاک مانند گاز طبیعی و تعطیل کردن کارخانه‌های آلاینده را در دستور کار قرار دهد. دولت چین در ژانویه سال ۲۰۱۷ اعلام کرد که تا سال ۲۰۲۰، ۳۶۱ میلیارد دلار برای تولید انرژی تجدیدپذیر هزینه خواهد کرد. وضع مقررات ضدآلودگی مانند وضع مالیات کربن منجر به کاهش سوددهی صنایع شده و از آنجا که رشد اقتصادی چین وابستگی بسیاری به بخش ساخت دارد، رشد اقتصادی در این کشور کند خواهد شد. همچنین تغییر ساختار جمعیتی چین در پی اجرای سیاست تک‌فرزندی در این کشور منجر به کاهش نیروی کار شده و بازار کار را بیش از پیش تحت فشار قرار خواهد داد. طبق گفته دولت چین، اندازه جمعیت کارگر این کشور (سنین ۱۶ تا ۵۹ سال) در سال ۲۰۱۱ به اوج (۹۲۵ میلیون نفر) رسید، اما پس از آن با روندی نزولی در پیش گرفت به طوری که در سال ۲۰۱۸ به ۸۹۷ میلیون نفر رسید. پیش‌بینی می‌شود جمعیت در سن کار در این کشور تا سال ۲۰۳۰ به ۸۳۰ میلیون و تا سال ۲۰۵۰ به ۷۰۰ میلیون نفر برسد.

طبق اعلام موسسه بروکینگ، چین در حال حاضر ۱۸۰ میلیون نفر بالای ۶۰ سال دارد که تا سال ۲۰۲۰ به ۲۴۰ میلیون و تا سال ۲۰۳۰ به ۳۶۰ میلیون خواهد رسید. سهم جمعیت افراد بالای ۶۰ سال می‌تواند تا سال ۲۰۲۰ به ۲۰ درصد و تا سال ۲۰۳۰ به ۲۷ درصد از کل جمعیت برسد. با کاهش جمعیت در حال کار و افزایش جمعیت سالخورده، دولت چین با چالش‌هایی از قبیل تلاش برای ارتقای بهره‌وری کارگران و گسترش هزینه‌های مربوط به مراقبت‌های بهداشتی و خدمات سالمندان مواجه خواهد بود. بنابراین بسیاری معتقدند رشد شتابان اقتصاد چین دیر یا زود متوقف خواهد شد و این هشدار جدی برای اقتصاد جهانی است. این هشدار بیش از همه متوجه صادرکنندگان انرژی و محصولات فلزی و معدنی است، زیرا وابستگی شدید اقتصاد چین کشورهایی به صادرات این محصولات باعث می‌شود در صورت تغییر جدی در قیمت آن‌ها با کسری بودجه شدید مواجه شوند. بنابراین به این‌گونه کشورها توصیه شده است اقدام به تشکیل صندوق‌های ثروت کنند تا از تبعات سقوط شدید قیمت کالاهای اساسی مصون بمانند. از سوی دیگر کاهش رشد چین یا تغییر ساختار تقاضا در این کشور و تکیه بر بخش مصرف به جای سرمایه‌گذاری تقاضای جهانی کالاهای اولیه را تحت تاثیر قرار داده و می‌تواند منجر به کاهش قیمت این محصولات شود. این امر می‌تواند اقتصاد وابسته به نفت ایران را با خطرات جدی مواجه کند. بر این اساس به نظر می‌رسد لازم است دولت با کاهش وابستگی بودجه به نفت و تشکیل صندوق‌های ثروت ملی تمهیداتی برای جلوگیری از بروز بحران‌های آتی بیاندیشد.



الگوریتم

گروه خدمات بازار سرمایه

خیابان ولیعصر - خیابان بزرگمهر - پلاک ۱۶ - طبقه چهارم

تلفن: ۰۲۱ - ۶۶ ۹۷ ۲۶ ۵۲

algorithm.holdings / info@algorithm.holdings