



کارگزاری حافظ (سهامی خاص)

تئوری دومینو

بررسی بحران مالی یونان و خطرگسترش آن

۱۸ فوریه ۲۰۱۰ / واشینگتن / از نشریه ECONOMIST

Satoshi Kambayashi

مترجم : علیرضا طهرانی



مسافت بین آتن و آمریکا چقدر است و چه کشورهایی در این مسیر قرار دارند؟ ممکن است این، یک سوال جغرافیایی سخت به نظر برسد، اما این سوال توسط سرمایه گذارانی پرسیده می شود که بحران بدهی یونان وحشت جهانی درباره امنیت بدهی دولتی ایجاد کرده است.

تاکنون پرتغال، ایرلند و اسپانیا از جمله کشورهایی در ناحیه یورو با کسری بودجه بالا به شمار می روند که در معرض بحران می باشند. در اغلب اقتصادهای بزرگ و ثروتمند، بازدهی ها ثابت و زیر متوسط میانگین بلندمدت آن می باشند. اما مشکل از جایی دیگر ناشی می شود. هزینه بیمه نکول بدهی اوراق دولتی در ۴۷ کشور از ۵۰ کشور افزایش داشته است که در مورد دویی به علت وجود بحث هایی در مورد تجدید ساختار بدهی دولت دویی به بالاترین سطح در این هفته رسیده است. به شکل فزاینده تفسیر روشنی وجود دارد که بحث می کند که بحران ایجادشده در یونان شروع مشکل بسیار بزرگتری است که به آمریکا نیز سرایت می کند.



کارگزاری حافظ (سهامی خاص)

تیتیری که در مقاله اخیر فایننشال تایمز توسط Niall Ferguson تاریخ نویس مالی به صراحت اعلام شده است.



مخاطرات زیادی وجود دارد. یک بی اعتمادی ناگهانی در مورد بدهی دولتی خصوصا "در مورد اسناد خزانه آمریکا که به عنوان دارایی پایه بدون ریسک جهانی شناخته می شود، منجر به نتایج وخیمی در دوره بهبود شکننده اخیر خواهد شد. به همین شکل ترس زیاد از ریسک دولتی می تواند دولت ها را به ریاضت مالی زودهنگام تحریک کند که ممکن است منجر به رکود و عقبگرد اقتصاد جهانی شود. در این مورد نباید هیچکدام از بحث های موافق و مخالف این عقیده را از نظر دور داشت. بد بینان مالی با اشاره به تجربه گذشته و محاسبه بدهی بخش عمومی معتقدند که بحران بدهی اخیر در یونان می تواند به فراسوی این کشور تسری یابد. به عنوان درسی تاریخی، در سندی که با مطالعه بحران مالی توسط ken Rogoff و Reinhart آلمانی ارائه شده بیانگر این است که بدهی بخش عمومی منجر به افزایش بحران مالی تا میزان ۸۶٪ می شود. که در پی آن نکول بدهی دولتی ایجاد می گردد.

آماري توسط بد بینان ارائه می شود به شکل برابر اثبات این مدعاست. در واقع هیچ یک از کشورهای ثروتمند موقعیت بدهی با ثباتی ندارند. به بیان دیگر هیچکدام نه بودجه ای به حد کافی منسجم دارند و نه به حد کافی سریع رشد می کنند که مانع افزایش ذخایر بدهی خود گردند. آمریکا و بریتانیا از جمله کشورهای مشمول این مورد در پیرامون ناحیه یورو به شمار می روند.



کارگزاری حافظ (سهامی خاص)

یونان در مورد اندازه ذخیره بدهی خود، اندازه کسری بودجه و بدی چشم انداز رشد خود با توجه به هزینه های داخلی و ناتوانی در کاهش ارزش پول خود موردی برجسته به شمار می رود. آمریکا و بریتانیا با با دارا بودن پول ملی مختص خود در موقعیت متمایزی قرار دارند. اما آنها نیز نگران رشد و وضعیت بدهی خود می باشند. در ۱۸ فوریه بریتانیا پس از یک ماه مازاد بودجه از شروع ۱۹۹۳، کسری بودجه ای را گزارش کرد.

بدینسان همچنین درباره میزان خالص بدهی بخش عمومی آمریکا و خصوصا "نقش چین در آن سر و صدا براه انداختند. اخباری که از کاهش شدید تقاضای خارجی برای اسناد خزانه در ماه دسامبر و نیز نقش چین در فروش آن، موجب این نگرانی ها شده است.

در مقابل بدینسان، گروه sanguine که شامل Paul Krugman (نویسنده برجسته سرستون نیویورک تایمز) می شود مدعی هستند که آنانی که از افزایش ناگهانی در ریسک بدهی دولتی خصوصا "آمریکا درهراسند، دلایل تشکیل بدهی دولتی را به نادرست درک کرده اند و نقش اسناد خزانه به عنوان محل امن سرمایه گذاری را کم ارزیابی کرده اند.

بازدهی اوراق دولتی پایین است چون تقاضای بخش خصوصی برای سرمایه گذاری پایین است. و احتمالا تا هنگامی که بخش خانوار به پس انداز خود ادامه می دهند و شرکت ها از سرمایه گذاری امتناع می ورزند، به همان صورت سابق باقی می ماند.

از این نظر آمریکا و بریتانیا به ژاپن بیشتر شبیه هستند تا به یونان. بدهی بخش عمومی ژاپن تقریبا "۲۰۰٪ GDP برپایه ناخالص در طول دو دهه پس از ترکیدن حساب دارایی ها، به طور یکنواخت افزایش داشته است. این عدد از اقتصاد آمریکا و بریتانیا بیشتر بوده است. با وجود چندین کاهش، ژاپن بحران بدهی نداشته است.

این درست است که ژاپن به عنوان ملتی طلبکار، می تواند از پس انداز فراوان داخلی بهره برداری کند درحالیکه آمریکا بیشتر متکی به سرمایه گذاران خارجی است. اما به علت گستردگی بحران مالی در میان کشورهای ثروتمند و به علت زیادی پس انداز نسبت به سرمایه گذاری، این تفاوت می تواند اغراق گونه باشد. آنچه که احتمال آن بیشتر است سرمایه گذاران هنگام نگرانی از ریسک، متقاضی اوراق دارایی آمریکا خواهند بود. از شروع سال دلار در برابر یورو ۰,۴٪ افزایش قیمت داشته است. سرمایه گذاران موجود در بازار بدهی آمریکا همچون چین به هیچ وجه محرکی جهت کاهش ارزش آن از طریق فروش زیاد این دارایی ندارند.

اگر گرفتاری اخیر یونان نشاندهنده تمایل سرمایه گذاران به تغییر سریع و در مقابل در مورد ژاپن نشاندهنده خلاف آن باشد، وضعیت بدهی های دیگر دولت ها در کجا قرار دارد؟



کارگزاری حافظ (سهامی خاص)

تا کنون وجود بازدهی پایین از عقیده دوم بجز برای کشورهای حاشیه یورو حمایت کرده است. اما سه دلیل وجود دارد که این مورد می تواند تغییر کند.

اولین دلیل قدرت بازارهای نو ظهور است. جهت دهی تدریجی اقتصاد این کشورها به سمت مخارج داخلی، تولید جهانی پس انداز را به آهستگی کاهش خواهد داد، حتی اگر رشد رشد کشورهای ثروتمند پایین باقی بماند. اگر شرایط دیگر یکسان باشد، منجر به افزایش نرخ هزینه سرمایه می شود. در همان زمان رشد سریع این کشورها موجب کاهش نرخ بدهی دولتی آنها می گردد، نرخ که قبلاً نسبت به دیگر کشورهای ثروتمند بسیار کمتر بود. بدین ترتیب کشورهای ثروتمند مجبور به پرداخت بهره بسیار بیشتر خواهند بود.

تا ۵۰ سال پیش نکول این بدهی ها محدود به کشورهای نوظهور بود، اما آنچه به عنوان قرض گیرنده امن شناخته می شود می تواند تغییر یابد. بدین ترتیب برزیل به جای آمریکا و بریتانیا قرار خواهد گرفت.

دوماً مسائل بدهی در اقتصادهای بزرگ و ثروتمند از اثرات موقتی بحران فراتر می رود. به علت کهنولت جمعیت و افزایش هزینه های سلامتی و باز نشستگی نرخ بدهی آمریکا در طول یک دهه در حال افزایش بوده است. سرمایه گذاران به مدت طولانی به این تباهی ساختار بی اعتنا بوده اند. اما این بی اعتنایی زمانیکه این نرخ بدهی خیلی بالاتر رود، کمتر خواهد شد.

سوماً افزایش در نرخ بهره که به طور طبیعی باید با بهبود اقتصادی و افزایش تقاضای سرمایه گذاری همراه باشد، ممکن است موجب ایجاد صرف ریسک بالاتر بر روی بدهی دولتی خصوصاً در آمریکا گردد. میانگین سررسید بدهی فدرال کمتر از ۵ سال است بنابراین بازدهی بالاتر مورد انتظار موجب پرداخت بهره بیشتر می گردد، که سبب بدتر شدن وضعیت مالی می گردد. Richard Berner از موسسه Morgan Stanley انتظار دارد بازدهی ۱۰ ساله اوراق از ۳٫۷٪ به ۵٫۵٪ برسد.

هیچیک از این احتمالات بیانگر این نیست که آمریکا یا بریتانیا در معرض ریسک بحران بدهی قرار دارند. به این خاطر که بازدهی اوراق زمانیکه سرمایه گذاران به ناگهان از بازار خارج می شوند، افزایش می یابد.

اما آنها متذکر می شوند که امکان افزایش بیشتر در بازدهی نسبت به مورد انتظاری و در نتیجه بدتر شدن وضعیت بدهی ها وجود دارد. بدین جهت یک برنامه کاهش کسری بودجه لازم و ضروری می باشد. والا مشکلات یونان می تواند شروع مشکلات بزرگتر گردد.