

بر اساس گزارش «گلدمن ساکس» سرمایه‌گذاران دیگر تمایلی به خرید اوراق بلندمدت خزانه‌داری آمریکا ندارند

آمریکا در بحران ابربدهی ۴۰ تریلیون دلاری



گروه اقتصادی: یک منطق همیشه در بازار وجود داشته که تورم، بدهکار را سبک‌تر و طلبکار را محتاط‌تر می‌کند. همین منطق قدیمی اکنون در بزرگ‌ترین بازار مالی جهان دوباره موضوع بحث شده است. هم‌زمان با عبور بدهی دولت آمریکا از مرز ۴۰ تریلیون دلار و ایجاد یک بحران جدی برای اقتصاد آمریکا، دونالد ترامپ گفت تورم بالاتر می‌تواند این بدهی را «بسیار سریع» سبک کند و رشد اقتصادی را نیز راه اصلی مهر آن دانست. با این حال، واکنش فوری بازار در جهت افزایش بازده اوراق خزانه‌داری آمریکا بود. از سوی دیگر، طی روزهای اخیر بازده اوراق دهم‌ساله آمریکا به واسطه جنگ‌افروزی به ۵.۲۴ درصد رسید؛ بالاترین سطح از سال ۲۰۰۲. فشار مشابهی نیز در بازار بدهی فرانسه، بریتانیا و ژاپن دیده شد. این مجموعه تحولات، یک پیام مشترک بیشتر ندارد: سرمایه‌گذاران برای قرض دادن پول به دولت‌های بزرگ، بهای بیشتری طلب می‌کنند. به زبان ساده، جهان وارد دوراهی شده که در آن هزینه بدهی رو به افزایش است و پول دیگر مانند سال‌های گذشته ارزان و فراوان نیست.

■ عددی که دیگر کوچک نیست

دولت آمریکا طی دهه‌های گذشته تقریباً بدون وقفه بر حجم بدهی خود افزوده است. اکنون رقم بدهی از ۴۰ تریلیون دلار عبور کرده و وزارت خزانه‌داری نیز همچنان باید برای تأمین کسری بودجه و بازپرداخت اوراق سررسید شده، صدها میلیارد دلار اوراق تازه بفروشد. فقط برای ۳ ماه تابستان امسال، وزارت خزانه‌داری آمریکا برآورد کرده بود ۷۳۹ میلیارد دلار استقراض خالص قابل معامله انجام دهد و برای ۳ ماه پایانی سال نیز ۶۲۸ میلیارد دلار دیگر در نظر گرفته شده است.

البته بدهی دولتی به خودی خود الزماً نشانه فروپاشی اقتصادی نیست. دولت‌ها می‌توانند دهه‌ها بدهکار باقی بمانند، مشروط بر اینکه اقتصادشان رشد کند، مالیات وصول شود و سرمایه‌گذاران همچنان به توان بازپرداخت آنها اعتماد داشته باشند. آمریکا نیز مزیتی دارد که تقریباً هیچ کشور دیگری از همان جنس در اختیار ندارد؛ بدهی‌اش به ارزی منتشر می‌شود که مهم‌ترین پول ذخیره جهان است.

البته یک تفاوت اساسی ایجاد شده است: زمانی که نرخ بهره پایین باشد، انبوه بدهی را می‌توان با هزینه نسبتاً محدود حمل کرد اما وقتی بازده اوراق دهم‌ساله به محدوده ۵ درصد و بالاتر می‌رسد، بدهی قدیمی به‌تدریج سررسید می‌شود و دولت ناچار است آن را با نرخ‌های سنگین‌تر جایگزین کند. درست است که همین نقطه، عدد ۴۰ تریلیون دلار معنایی متفاوت می‌یابد.

■ حرف خنجالی ترامپ

اظهارات اخیر دونالد ترامپ این بحث را به سطحی سیاسی‌تر برد. او در گفت‌وگویی با مجله تایم گفت رشد اقتصادی می‌تواند به کاهش بار بدهی کمک کند و سپس اضافه کرد «سطوحی از تورم» نیز می‌تواند بدهی را بسیار سریع‌تر سبک کند. این سخن از نظر اقتصادی کاملاً بی‌معنا نیست اما تعبیر «تسویه بدهی با تورم» می‌تواند گمراه‌کننده باشد. تورم چک ۴۰ تریلیون دلاری دولت آمریکا را پاس نمی‌کند. کاری که می‌کند کاهش ارزش واقعی بدهی‌های اسمی است.

فرض کنید دولت ۱۰ سال پیش هزار دلار قرض گرفته و تعهد کرده امروز همان هزار دلار را پس بدهد. اگر قیمت کالاها در این فاصله ۲ برابر شده باشد، قدرت خرید هزار دلار بازپرداختی نصف شده است. به زبان ساده، دولت همان عدد اسمی را پس می‌دهد اما ارزش واقعی پولی که بازمی‌گرداند کمتر شده است. دولت‌ها در تاریخ بارها از ترکیب رشد اسمی اقتصاد و تورم برای کوچک‌تر کردن نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی بهره برده‌اند اما این راه بی‌هزینه نیست. بازار اوراق هم حساب خود را بلد است. اگر سرمایه‌گذار تصور کند دولت می‌خواهد از تورم برای کم کردن ارزش بدهی استفاده کند، در خرید اوراق تازه سود بیشتری طلب می‌کند. واکنش بازار به سخنان ترامپ نیز از همین جنس بود و بازده اوراق خزانه‌داری بالا رفت.

■ بازار جواب می‌دهد

اوراق قرضه یک رابطه ساده دارند. وقتی خریدار برای اوراق موجود کمتر پول می‌دهد، قیمت آن پایین می‌آید و بازده آن بالا می‌رود. بنابراین جهش بازده اوراق دولتی، در بسیاری مواقع همان پیامی است که بازار با زبان خود به دولت‌ها می‌دهد: «اگر می‌خواهی پول بیشتری قرض بگیری، باید سود بیشتری بپردازی».

روز اول اکتبر، بازده دهم‌ساله خزانه‌داری آمریکا تا ۵.۳۴ درصد بالا رفت؛ بالاترین سطح از سال ۲۰۰۲. افزایش بازده در ۳ ماه سوم سال نیز از سال ۱۹۹۴ سابقه نداشت.

اهمیت این عدد از این جهت است که اوراق دهم‌ساله آمریکا یکی از مهم‌ترین نرخ‌های مرجع اقتصاد جهانی است. هزاران قرارداد مالی، وام شرکتی، سرمایه‌گذاری و ارزش‌گذاری دارایی‌ها مستقیم یا غیرمستقیم به آن نگاه می‌کنند. بازده بالاتر یعنی نرخ وام مسکن بالاتر، هزینه تأمین مالی شرکت‌ها بیشتر، ارزش فعلی پروژه‌های سرمایه‌گذاری کمتر و هزینه استقراض خود دولت سنگین‌تر.

همین انتقالی توضیح می‌دهد چرا بازار اوراق با یک جمله رئیس‌جمهور آمریکا درباره تحمل تورم حساس می‌شود. اگر بازار احتمال دهد تورم برای مدتی بالا می‌ماند، سرمایه‌گذار اوراق ۱۰ یا ۳۰ ساله حاضر نیست پول خود را با سود قبلی برای مدتی طولانی قفل کند.

■ خریداری برای اوراق بلندمدت نیست

در روزهای اخیر، اظهار نظری از «استیو هانکه» اقتصاددان آمریکایی با استناد به ارزیابی گلدمن ساکس توجه زیادی جلب کرد. بر اساس این ادعا، در بخش بلندمدت بازار اوراق خزانه‌داری آمریکا تقاضای خرید عملاً از بین رفته و برای اوراقی با سررسیدهایی ۱۰ تا ۳۰ ساله خریدار جدی دیده نمی‌شود.

به بیان صریح‌تر، دولت آمریکا برای بدهی‌های بلندمدت خود با بازاری روبه‌رو است که سرمایه‌گذاران تمایلی چندانی به قفل کردن پول‌شان برای یک یا چنددهه ندارند. اهمیت این مساله از خود کمبود خریدار بیشتر است. وقتی تقاضا برای اوراق بلندمدت کاهش می‌یابد، خزانه‌داری برای فروش بدهی تازه ناچار می‌شود بازده بالاتری پیشنهاد کند. همین اتفاق به افزایش نرخ‌های بلندمدت دامن می‌زند و هزینه تأمین مالی دولت را بالا می‌برد. در نتیجه بدهی‌ای که پیش‌تر با نرخ‌های پایین‌تر قابل مدیریت بود، به‌تدریج با هزینه‌های بهره سنگین‌تری همراه می‌شود.

این فشار در شرایطی ایجاد شده که حجم بدهی آمریکا از مرز ۴۰ تریلیون دلار گذشته و دولت ناچار است به طور مستمر اوراق تازه منتشر کند؛ هم برای تأمین کسری بودجه و هم برای جایگزینی بدهی‌های سررسید شده. اگر بخش بلندمدت بازار واقعاً با کمبود خریدار روبه‌رو باشد، معنایش این است که خزانه‌داری برای جذب سرمایه باید بهای بیشتری بپردازد. از این زاویه، مساله فقط افزایش چنددهم درصدی بازده اوراق نیست، موضوع اصلی دشوارتر و گران‌تر شدن مسیر تأمین مالی بزرگ‌ترین بدهکار جهان است.

■ مشکل دیگر فقط آمریکا نیست

آنچه اهمیت تحولات جاری را دوچندان می‌کند، جهانی بودن آن است. اوراق ۱۰ ساله فرانسه در ابتدای ماه جاری به نزدیکی ۵ درصد رسید و بالاترین بازده از سال ۲۰۰۲ را ثبت کرد. فاصله سود اوراق فرانسه با آلمان نیز به محدوده‌های رسید که از بحران بودی منقطه پیورو در سال ۲۰۱۲ دیده نشده بود. در بریتانیا، بازده اوراق ۳۰ ساله از ۶ درصد عبور کرد و به بالاترین سطح از سال ۱۹۹۸ رسید. ژاپن نیز پس از دهه‌ها زندگی با نرخ‌های بسیار پایین، پنجمین فصل متوالی افزایش

از استقراض بانکی با بازار بدهی‌چرا یا ستور مسیر تأمین مالی خود را تغییر داد؟

صندوق‌ها خزانه‌دار دولت

را به دارند پرداخت کنند، «کول» رخ داده است. در مورد اوراق دولتی ایران، تجربه چند سال اخیر نشان می‌دهد هیچ‌گونه نکولی در اوراق پذیرش‌شده در بازار سرمایه رخ نداده است. خزانه‌دار کل کشور نیز تأکید کرده «وراقی که دولت منتشر می‌کند اگر شرکت‌های طرف قرارداد اوراق دولت را خرید کنند با اطمینان می‌دانند که حتی یک ریال از این اوراق نکول نمی‌شود».

همین اطمینان است که اوراق دولتی را برای صندوق‌ها جذاب می‌کند. بازده این اوراق در مقاطعی حتی از ۳۶ درصد نیز فراتر رفته و به عنوان «سود بدون ریسک» در بازار شناخته می‌شود. صندوق‌ها با سرمایه‌گذاری در این اوراق، هم سود نسبتاً بالایی کسب می‌کنند و هم تعهدات ماهانه خود را به سرمایه‌گذاران به‌موقع ایفا می‌کنند.



آنها نمی‌توانند منابع سرمایه‌گذاران را به بازارهای پرنوسان و پریسک ببرند، زیرا نوسانات شدید می‌تواند توانایی آنها در پرداخت سود ثابت را تضعیف کند. بنابراین سرمایه در خزانه‌دار گزینهای طبیعی برای این نهادها تبدیل شده است. **■ چرا بانک‌ها تمایلی به خرید اوراق دولتی ندارند؟** پرسش کلیدی این است: چرا دولت ناچار شده برای استقراض، سراغ صندوق‌ها برود، نه بانک‌ها؟ پاسخ در وضعیت ویژه شبکه بانکی نهفته است. بانک‌ها در شرایط کنونی با محدودیت جدی در تأمین ذخایر مورد نیاز خود مواجهند. جهش‌های ارزی اخیر، تقاضای پول و سرمایه در گردش را در میان فعالان اقتصادی به‌شدت افزایش داده است. بنگاه‌های تولیدی که پیش‌تر مواد اولیه خود را با نرخ‌های ارزی پایین‌تر تأمین می‌کردند، اکنون با افزایش چندبرابری هزینه نهاده‌ها مواجه شده‌اند و نیاز نقدینگی آنها به طور تصاعدی رشد کرده است.

در چنین شرایطی، بانک‌ها با تقاضای فزاینده‌ای برای تسهیلات رویه‌رو هستند. از سوی دیگر، بسته حمایتی ۷۰۰ هزار میلیارد تومانی دولت برای تأمین سرمایه در گردش واحدهای تولیدی، فشار مضاعفی بر منابع بانکی وارد کرده است. بانک‌ها برای پاسخ به این تقاضاها نیاز مبرمی به ذخایر خود دارند و نمی‌توانند بخش قابل توجهی از آن را صرف خرید اوراق دولتی کنند. به عبارت دیگر، بانک‌ها در شرایطی که اقتصاد با «فشار هزینه» مواجه است و تقاضای سرمایه در گردش اوج گرفته، ترجیح می‌دهند منابع محدود خود را به تسهیلات‌دهی اختصاص دهند تا خرید اوراق بدهی دولت.

این در حالی است که در سال‌های گذشته، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی، و صندوق‌های بازنشتی، خریداران اصلی اوراق دولتی بودند. اکنون این الگو تغییر کرده و صندوق‌های سرمایه‌گذاری جای بانک‌ها را در سمت تقاضای اوراق دولتی گرفته‌اند.

بماند و از سوی دیگر، انرژی گران و هزینه بالای استقراض فشار تورمی ایجاد می‌کند.

بر اساس گزارش رویترز، ارزش انتشار اوراق توسط شرکت‌های بزرگ فعال در زیرساخت ابری و هوش مصنوعی در سال جاری به بالاتر از ۲۰۰ میلیارد دلار رسیده و بیش از ۲ برابر شده است. بنابراین دولت آمریکا تنها متقاضی پول نیست، شرکت‌های فناوری نیز برای میلیاردها دلار به منظور ساخت مراکز داده، نیروگاه‌ها و زیرساخت هوش مصنوعی به بازار بدهی مراجعه می‌کنند.

می‌توان بازار سرمایه را به یک حوض آب تشبیه کرد. دولت با سطل بزرگ خود آمده است، شرکت‌های فناوری نیز سطل‌های بزرگی آورده‌اند، اروپا و دیگر دولت‌ها هم سهم خود را می‌خواهند. وقتی تقاضا برای پول بالا می‌رود، قیمت پول نیز بالا می‌رود؛ همان چیزی که اقتصاددانان نرخ بهره می‌نامند.

■ صورت حساب تازه دولت‌ها

این تغییر برای دولت‌های بدهکار یک پیام تلخ دارد: دوران استقراض تقریباً بدون هزینه پایان یافته است. مؤسسه مالی بین‌المللی برآورد کرده اقتصادهای پیشرفته طی یک سال گذشته بیش از ۳.۳ تریلیون دلار بهره فقط بابت اوراق دولتی قابل معامله در بازارهای بین‌المللی پرداخت کرده‌اند؛ عددی بزرگ‌تر از برآورد هزینه دفاعی کل جهان و سرمایه‌گذاری جهانی در انرژی پاک. این همان جایی است که بحران مالی آرام آغاز می‌شود. هر دلار یا یوروایی که صرف پرداخت بهره شود، دیگر نمی‌تواند خرج زیرساخت، رفاه اجتماعی، دفاع یا کاهش مالیات شود.

فرانسه نمونه روشنی است. دولت این کشور هم‌زمان با تلاش برای مهار کسری بودجه، باید هزینه بیشتری برای بدهی تازه بپردازد. هرچه بازار بدبین‌تر شود، بهره بالاتر می‌رود؛ هرچه بهره بالاتر رود، بودجه دشوارتر می‌شود و دشواری بودجه دوباره نگرانی بازار را بیشتر می‌کند. این چرخه اگر کنترل نشود، برای اقتصاد غرب بحران بی‌سابقه‌ای ایجاد خواهد کرد.

■ نظم پولی آرام‌آرام تغییر می‌کند

از جهش بازده اوراق آمریکا نباید نتیجه گرفت دلار در آستانه فروپاشی است. بازار خزانه‌داری آمریکا همچنان عمیق‌ترین بازار بدهی جهان است و دلار هنوز ستون اصلی ذخایر بین‌المللی محسوب می‌شود اما یک تغییر مهم و چالش‌برانگیز در حال رخ دادن است. سرمایه‌گذاران دیگر حاضر نیستند همان اطمینان گذشته را با همان قیمت قبلی خریداری کنند. اگر آمریکا برای فروش بدهی خود ناچار شود نرخ بیشتری پیشنهاد کند، این یعنی امتیاز مالی آمریکا هنوز بسیار بزرگ است اما هزینه استفاده از آن در حال افزایش است.

برای کشورهای بزرگی مانند چین، هند، ایران، روسیه و اقتصادهای خلیج فارس، چنین دوراهی انگیزه بیشتری برای گسترش تسویه با ارزهای محلی، قراردادهای پایایی، ذخایر طلا و سازوکارهای پرداخت غیردلاری ایجاد می‌کند. این مسیر احتمالاً آهسته خواهد بود اما روندی‌ها بزرگ پولی معمولاً با یک اعلام رسمی آغاز نمی‌شوند؛ ابتدا رفتار بازرگان عوض می‌شود و بعد ساختارها آرام‌آرام خود را با آن رفتار جدید تطبیق می‌دهند. داستان ۴۰ تریلیون دلار بدهی آمریکا در اصل، داستان قیمت پول است. دولت‌های غربی طی سال‌های طولانی عادت کردند با نرخ‌های پایین قرض بگیرند اما اکنون تورم، انرژی گران، رقابت بر سر سرمایه، سرمایه‌گذاری سنگین در فناوری و انباشت بدهی این معادله را تغییر داده است. بازار اوراق دارد از دولت‌ها مطالبه می‌کند برای پولی که می‌گیرند بهره بیشتری بپردازند. اظهار نظر ترامپ درباره استفاده از تورم برای کاهش بار واقعی بدهی با واکنش فوری بازار مواجه شد؛ یعنی تورم بالاتر، نرخ بهره بالاتر می‌طلبد. فرانسه، بریتانیا، ژاپن و آمریکا اکنون هر یک به شیوه خود با این مساله دست‌وپنجه نرم می‌کنند.

■ پیامدها و ملاحظات

چرخش تأمین مالی دولت به سمت صندوق‌ها و بازار بدهی، پیامدهای دوگانه‌ای به همراه دارد. از یک سو، این تغییر می‌تواند به کاهش فشار بر شبکه بانکی و آزادسازی منابع آن برای تسهیلات‌دهی به بخش تولید کمک کند. با انتقال بخشی از بدهی دولت به ترانزاکشن صندوق‌ها، بانک‌ها فضای بیشتری برای پاسخ به تقاضای سرمایه در گردش بنگاه‌ها خواهند داشت. از سوی دیگر صندوق‌های سرمایه‌گذاری خود متکی به منابع سرمایه‌گذاران خرد و نهادی هستند. اگر بازده اوراق دولتی به دلایلی کاهش یابد یا تورم از پیشی بگیرد، جذابیت این اوراق برای صندوق‌ها از میان می‌رود و آنها ناچار به جست‌وجوی دارایی‌های جایگزین خواهند شد. در آن صورت، دولت ممکن است ناچار شود نرخ سود بالاتری به خریداران اوراق پیشنهاد دهد که خود به افزایش هزینه تأمین مالی بدهی عمومی می‌انجامد.

■ نتیجه‌گیری

تغییر مسیر تأمین مالی دولت از بانک‌ها به صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ماه اول سال جاری، بازتاب‌دهنده واقعیت‌های ساختاری اقتصاد ایران است. شبکه بانکی تحت فشار تقاضای سرمایه در گردش، توان خرید اوراق دولتی را از دست داده و صندوق‌ها با تعهدات سود ثابت ماهانه، به خریداران طبیعی این اوراق تبدیل شده‌اند. این چرخش، در کوتاه‌مدت می‌تواند به توزیع مجدد فشار تأمین مالی و کاهش بار شبکه بانکی کمک کند. با این حال، تلاطم این الگو بدون توجه به محدودیت‌های ظرفیت جذب بازار بدهی و بدون اصلاحات بنیادی در نظام مالی، ممکن است به چالش‌های جدیدی در حوزه مدیریت بدهی عمومی و ثبات مالی منجر شود. تجربه سال‌های اخیر نشان می‌دهد اتکالی صرف به یک کانال تأمین مالی، هرچند می‌تواند در کوتاه‌مدت کارساز باشد اما در بلندمدت نیازمند تنوع‌بخشی و اصلاحات ساختاری است.

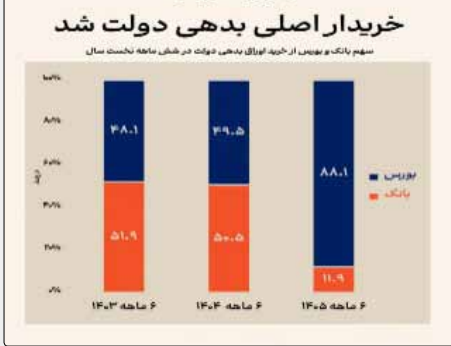


محمّدظاهر حیمی

در نخستین ماه سال جاری، الگوی تأمین مالی دولت دستخوش تغییر محسوس شد. برخلاف سال‌های گذشته که استقراض از شبکه بانکی به عنوان کانال اصلی استقراض دولت به کار می‌رفت،

دولت مسیر متفاوتی را برگزید: مراجعه به بورس، نه به معنای بازار سهام، بلکه به مفهوم دقیق‌تر آن یعنی بازار سرمایه و مشخصاً بازار اوراق بدهی. این تغییر رویکرد، هم بازتاب‌دهنده محدودیت‌های فزاینده نظام بانکی در پاسخ به تقاضاهای اعتباری و هم نشانه‌ای از جست‌وجوی ابزارهای بدیل برای مدیریت بدهی عمومی است. گزارش حاضر می‌کوشد سازوکار این چرخش، منطق حاکم بر آن و پیامدهای اقتصادی آن را تحلیل کند.

بازار سرمایه



■ بازار بدهی: مفهوم و کارکرد

برای درک دقیق تحول مورد بحث، نخست باید ابهام زبانی رایج را رفع کرد. هنگامی که گفته می‌شود «دولت به

نکول در ادبیات مالی به ناتوانی ناشر اوراق در ایفا تعهدات خود در تاریخ سررسید اشاره دارد. به بیان ساده، اگر نهادی که اوراق بدهی منتشر کرده، در زمان مقرر نتواند اصل یا سود آن