



بانک کارآفرین
KARAFARIN BANK

آذر ۱۴۰۰

تصویری از اقتصاد جهان آیا بحرانی در راه است؟

مدیریت ریسک و مطالعات اقتصادی

اداره تحلیل بازارهای مالی و بخش های اقتصادی

محتوای ارائه شده صرفاً یک سناریو محتمل بر اساس اطلاعات و داده های منتشر شده و در دسترس اقتصاد جهان است. قاعدتاً، احتمال نادرست بودن تحلیل های مطرح شده و مغایرت آن با اتفاق های پیش رو یک امر بدیهی است. بنابراین توصیه می شود، صرفاً بر اساس اطلاعات این گزارش تصمیم گیری اقتصادی صورت نپذیرد.

خلاصه مدیریتی

همزمان با انتشار همه‌گیری کرونا در سطح جهان، همه اقتصادها با یک شوک جدی مواجه شدند. کشورها با اجرای قرنطینه و برخوردهای سخت‌گیرانه جهت کنترل بیماری، شرایط رکودی خاصی را تجربه کردند. برای مقابله با این شرایط، دولت‌های مختلف در سراسر جهان دست به کار شدند و اقدام به تزریق محرک‌های مالی و اجرای سیاست تسهیل مقداری کردند اما این تصمیم‌گیری‌ها بدون عوارض نخواهند بود.

بسیاری از کارشناسان اقتصادی معتقداند که حتی با فرض اتمام روند همه‌گیری کرونا، اقتصادهای جهانی همچنان با عوارض ناشی از این بحران و سیاست‌های اتخاذ شده برای مقابله با کرونا مواجه خواهند بود. سیاست‌های انبساطی شدید و بسته‌های محرک مالی بی‌سابقه که در اقتصادهای جهان برای مقابله با اثرات اقتصادی کرونا اتخاذ شده بود، می‌تواند ضربه‌های قابل توجهی را بر اقتصاد وارد کند.

در حالی که بسیاری از اقتصادها با خیال عبور از همه‌گیری کرونا به دنبال احیا مجدد خود بودند، شناسایی سویه جدید و نگران‌کننده "اومیکرون" تردیدها را بیش از پیش نسبت به چشم‌انداز اقتصاد جهانی افزایش داد. گسترش و احتمال وقوع سویه‌های جدید کرونا نااطمینانی‌ها را نسبت به آینده اقتصاد به شدت افزایش داده است. در این شرایط تصمیم‌گیری سخت‌تر شده و با چالش‌های چندبعدی از قبیل کاهش رشد، افزایش تورم، ناامنی غذایی، عقب‌نشینی در انباشت سرمایه انسانی و افزایش مستمر هزینه‌های تولید، روز به روز فضای مانور را برای سیاست‌گذاران تنگ‌تر می‌کند.

علی رغم اینکه غالب سیاست گذاران از گذرا بودن تورم و موقتی بودن شرایط فعلی اقتصاد صحبت می کنند، بسیاری از اقتصادها تورم های چندین برابری سطح میانگین خود را تجربه می کنند و با این حال همچنان محرک های مالی ادامه دارد. در اقتصاد آمریکا، علی رغم تورم های بالا نرخ های بهره از سطوح قبل از کرونا هم پایین تر است. مهم ترین دلیل این امر می تواند این باشد که بسیاری از فعالین اقتصاد برای سال های طولانی تورم پایینی را تجربه کرده اند و تجربه ای از تورم بالا و ماندگار ندارند. به همین خاطر افراد بر این باور هستند که تورم موقتی خواهد بود. اما داده های اقتصادی و آمارهای پولی نشانگر این است که اقتصادها از یک طرف به دلیل سیاست های انبساطی شدید از سمت تقاضا تحت فشار هستند و از طرف دیگر نیز هر روز بر مشکلات سمت عرضه افزوده می شود. هم چنین، با توجه به وجود نا اطمینانی بسیاری از خانوارها با تعویق مصرف خود سعی در پوشش ریسک های احتمالی پیش رو داشته و با بهتر شدن شرایط می تواند منجر به تشدید فشار سمت تقاضا شود. در حالی که به نظر نمی رسد مشکل سمت عرضه موقتی باشد.

افزایش پول موجود در اقتصاد و اتخاذ محرک های مالی رشد دارایی های مالی را به دنبال دارد. نرخ های بهره پایین و پول ارزان در اقتصاد در مرحله اول منجر به رونق نسبی تولید و رشد دارایی می شود. دولت ها هم نسبت به ورود نقدینگی افزایش یافته به سمت بازارهای مالی استقبال می کنند تا فشار تقاضا را در سایر بازارها کمتر کنند. اما بازارهای مالی نمی توانند همواره رشد کرده و برای پول ها همیشه جذاب باشند. در نهایت ثروت افزایش یافته افراد باید تبدیل به تقاضای واقعی شود. در این مرحله نحوه مدیریت دولت، انجام عملیات تیپرینگ و شروع سیاست های انقباضی به شدت مهم است. فعالین اقتصاد به شدت نسبت این سنخ از اقدامات دولت ها حساس هستند و بیش واکنش های شدیدی را بروز می دهند.

افزایش قیمت نفت و بحران انرژی، اتفاقی است که می تواند اوضاع را بدتر کند. روند صعودی نفت به نظر ادامه دار خواهد بود. نفت از روند نزولی خود در چند سال اخیر خارج شده و بسیاری از کارشناسان قیمت های بالای ۱۰۰ دلار را برای نفت پیش بینی می کنند. این وضعیت در ابتدا می تواند چشم انداز مثبتی را برای کشورهای نفتی به دنبال داشته باشد اما در صورت وقوع بحران، دامنگیر همه کشورها خواهد شد هر چند که کشورهای نفتی ضربه کمتری را تجربه خواهند کرد.

با این شرایط به نظر می رسد که ریسک دارایی های مالی به شدت در حال افزایش است. این مهم وقتی اهمیت بیشتری پیدا می کند که فعالین بازارهای مالی به خوبی تجربه های مشابه قبلی را در خاطر دارند. در هر صورت به نظر می رسد اگر دولت ها نتوانند اقدامات مقتضی و متناسب شرایط فعلی را انجام دهند و اقتصاد جهان به سمت رکود تورمی حرکت کند، دارایی های مالی در این سطوح قیمتی پر ریسک ارزیابی می شوند.

طلا همواره مامن امنی برای سرمایه گذاران بوده است. رکود تورمی چیزی است طلا برای رشد قیمتی به آن نیاز دارد. تورم آمریکا برای چهار ماه پیاپی ارقامی بالاتر از ۵ درصد را تجربه می کند. با توجه به اظهارات اخیر رییس فدرال رزرو آمریکا، به نظر می رسد که دولت مردان آمریکا آماده یک دوره تورمی می شوند. بنابراین رشد قیمت طلا در سال آینده دور از انتظار نخواهد بود.

طبیعتاً روی دیگر سکه وقوع بحران مالی، تأمین معیشت و امنیت غذایی جامعه است. در همین شرایط فعلی هم بسیاری از اقلام غذایی قیمت های به شدت بالاتری را نسبت به قبل از کرونا تجربه می کنند. این در حالی است که

شرایط سمت عرضه، بحران آب و زنجیره تأمین می‌تواند این شرایط را بدتر هم بکند. ضروری است که کشورها باید برای خطرهای بزرگ و جدی، حتی با احتمال وقوع کم خود را آماده کنند.

همه این موارد صرفاً تصویری از وضعیت اقتصاد جهان است و این که در ادامه چه اتفاقی خواهد افتاد وابسته به متغیرهای متعددی است که هنوز اتفاق نیافتاده اند. به طور مثال در صورتی که آمریکا موفق شود کسری بودجه و بدهی خود را مدیریت کند و از طرف دیگر قیمت نفت به هر دلیلی در سطوح پایین کنترل شود، شدت و وقوع تورم و حوادث متعاقب آن در اقتصاد جهان بسیار متفاوت خواهد بود.

فهرست مطالب

مقدمه.....	۱
۱- مداخلات بی سابقه در اقتصاد با همه گیری کرونا.....	۲
۲- وضعیت شکننده فعلی اقتصاد جهان و آمریکا.....	۷
۳- سویه جدید کرونا و تنگنای سیاست گذاری.....	۱۰
۴- بررسی وضعیت بازار.....	۱۲
۴-۱- نفت.....	۱۲
۴-۲- فلزات گران بها.....	۱۴
۴-۳- برابری قدرت دلار.....	۱۶
۵- جمع بندی و نتیجه گیری.....	۱۷

فهرست نمودارها

- نمودار ۱: مجموع دارایی‌های فدرال رزرو..... ۳
- نمودار ۲: مقایسه اندازه محرک‌های مالی در بحران کرونا و بحران مالی ۲۰۰۸ در اقتصاد آمریکا..... ۴
- نمودار ۳: کسری بودجه در آمریکا..... ۵
- نمودار ۴: نقدینگی (M۲) آمریکا..... ۶
- نمودار ۵: نرخ تورم ۱۲ ماهه آمریکا..... ۶
- نمودار ۶: تورم انتظاری ۱۰ ساله آمریکا..... ۷
- نمودار ۷: بازده اوراق خزانه آمریکا در سررسیدهای ۳۰، ۱۰، ۵ و ۱ ساله..... ۸
- نمودار ۸: شاخص ترس بازارها..... ۱۱
- نمودار ۹: روند قیمت نفت..... ۱۴
- نمودار ۱۰: مقایسه بازده طلا و شاخص گروه فلزات صنعتی بلومبرگ..... ۱۵



مقدمه

اقتصاد جهان با خیال عبور از همه گیری کرونا روند بازگشت به مسیر پیش از همه گیری را با توجه به سیاست های اتخاذ شده به خوبی در پیش گرفته بود که شناسایی سویه جدید و نگران کننده "اومیکرون" تردیدها را بیش از پیش نسبت به چشم انداز اقتصاد جهانی افزایش داد.

بسیاری از کارشناسان اقتصادی معتقدند که حتی با فرض اتمام روند همه گیری کرونا، اثرات ناشی از این بحران و سیاست های اتخاذ شده، همچنان اقتصادهای جهانی را با چالش های عمده ای مواجه خواهد کرد. سیاست های انبساطی شدید و بسته های تحرک مالی بی سابقه که در اقتصادهای جهان برای مقابله با اثرات اقتصادی کرونا اتخاذ شده و خواهد شد، بدون عواقب نخواهد بود.

گسترش و احتمال وقوع سویه های جدید کرونا ناطمینانی ها را نسبت به آینده اقتصاد به شدت افزایش داده است. وقوع هر سویه جدید و تداوم سیاست های محرک و تعویق بازگشت به شرایط عادی سیاست گذاری، احتمال وقع رکود و تورم های شدید و مستمر را در آینده بیشتر می کند و در این شرایط انتخاب سیاست سخت تر شده و با چالش های چندبعدی از قبیل رشد کم شده اشتغال، افزایش تورم، ناامنی غذایی، عقب نشینی در انباشت سرمایه انسانی و افزایش مستمر هزینه های تولید روز به روز فضای مانور را برای سیاست گذاران تنگ تر می کند.

در این گزارش به بررسی آنچه در این دو سال بر اقتصادها گذشته، تمرکز شده و با تاکید بر اقتصاد آمریکا به عنوان رهبر اقتصاد جهانی به تصویر وضعیت فعلی آن پرداخته شده است. پس از آن به این مسئله توجه شده است که چرا اقتصاد آمریکا در این شرایط شکننده بوده و وقوع بحران مالی در این کشور محتمل به نظر می رسد. در نهایت بر اساس تصویر ارائه شده به بررسی دارایی های مختلف پرداخته و سعی شده یک افقی کلی از آینده این دارایی ها



ارائه شود. طبیعی است که مطالب مطرح شده صرفاً بر اساس اطلاعات محدود در دسترس در شرایط فعلی ارائه می شود و به هیچ عنوان نباید به عنوان توصیه مالی تلقی گردد.

۱- مداخلات بی سابقه در اقتصاد با همه گیری کرونا

با شروع همه گیری کرونا به تدریج نتایج ناشی از آن در اقتصادها آشکار شد. قرنطینه جامعه، کاهش تقاضا، افزایش بیکاری و مشکلات زنجیره تولید چشم انداز نامناسبی را برای اقتصادها در آینده نزدیک تصویر کرده بودند. در این فضا دولت ها جهت حمایت از اقتصاد و کنترل صدمات ناشی از همه گیری شروع به انجام مداخلاتی در اقتصاد کردند که از مهم ترین آن ها بسته های محرک مالی بود.

محرک های مالی غالباً از طریق سیاستی به نام تسهیل مقداری (QE)^۱ صورت می گیرد، در این سیاست، اوراق قرضه خزانه داری و شرکتی مستقیماً توسط بانک مرکزی خریداری شده و پول بیشتری وارد اقتصاد می شود. این سیاست تا زمانی ادامه پیدا می کند که اقتصاد بتواند شرایط خود را بازیابی کند. به این ترتیب با نزدیک شدن به شرایط عادی بانک های مرکزی نیز برای کنترل تورم و جلوگیری از حباب دارایی ها، حجم سیاست های انبساطی خود را کمتر کرده و حجم خرید اوراق را کاهش می دهند، به این اقدام تیپرینگ^۲ می گویند که به فارسی می توان آن را کاهش سرعت خرید دارایی نامید.

در ایالات متحده، برنامه تسهیل مقداری شامل خرید دارایی ها از جمله اوراق بهادار با پشتوانه رهنی و اوراق خزانه داری بلندمدت برای کاهش نرخ بهره انجام می شود. بر اساس تئوری، در نتیجه این اقدام هزینه استقراض

^۱ Quantitative Easing

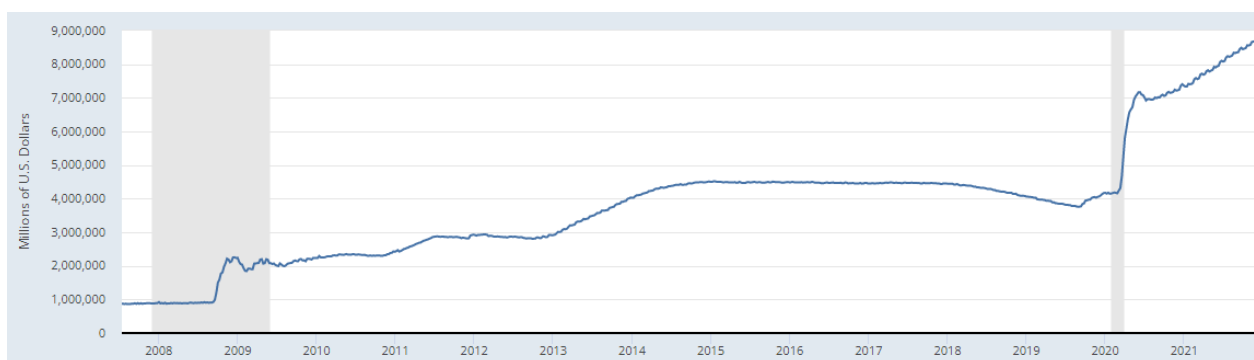
^۲ Tapering



کاهش یافته و تأمین مالی پروژه‌های جدید را برای کسب و کارها آسان می‌کند. همین امر منجر به افزایش اشتغال و به دنبال آن افزایش سطح کلی مصرف و رشد اقتصادی خواهد شد.

فدرال رزرو، در پی همه‌گیری کرونا، سیاست‌های انبساطی گسترده‌ای را برای تسریع بهبود اقتصادی به اجرا گذاشت و شروع به خرید اوراق به‌صورت ماهانه کرد به صورتی که طی دو سال حجم ترازنامه فدرال رزرو حدود دو برابر شد و به نزدیک ۹ تریلیون دلار رسید. (نمودار ۱)

نمودار ۱: مجموع دارایی‌های فدرال رزرو

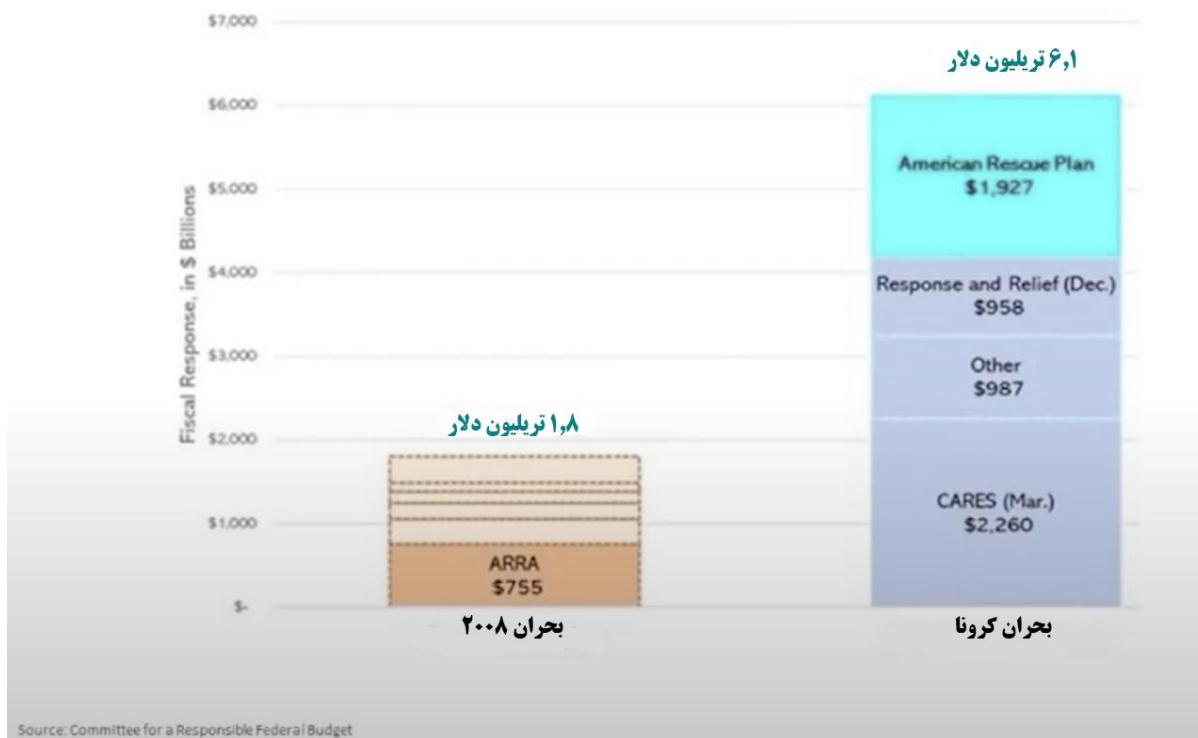


ماخذ ۱: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

سیاست انبساطی و اعطای بسته‌های حمایتی در دوران پاندمی با وعده‌های صریح سیاست‌گذاران مبنی بر اتخاذ سیاست‌های معکوس پس از پشت سر گذاشتن بحران همراه بود. این امر بدان دلیل است که تحریک اقتصاد با پول ارزان می‌تواند تورم خارج از کنترل و حباب قیمت دارایی‌ها را بعد از رکود اقتصادی به دنبال داشته باشد. اندازه محرک‌های مالی برای جبران صدمات ناشی از کوید ۱۹ در اقتصاد آمریکا بی‌سابقه بوده است به‌طوری‌که حجم این محرک‌ها تا به امروز بیش از ۳ برابر محرک‌های مالی در بحران سال ۲۰۰۸ بوده است. در نمودار ۲ محرک‌های مالی برای کوید ۱۹ و بحران مالی سال ۲۰۰۸ مقایسه شده است.



نمودار ۲: مقایسه اندازه محرک های مالی در بحران کرونا و بحران مالی ۲۰۰۸ در اقتصاد آمریکا

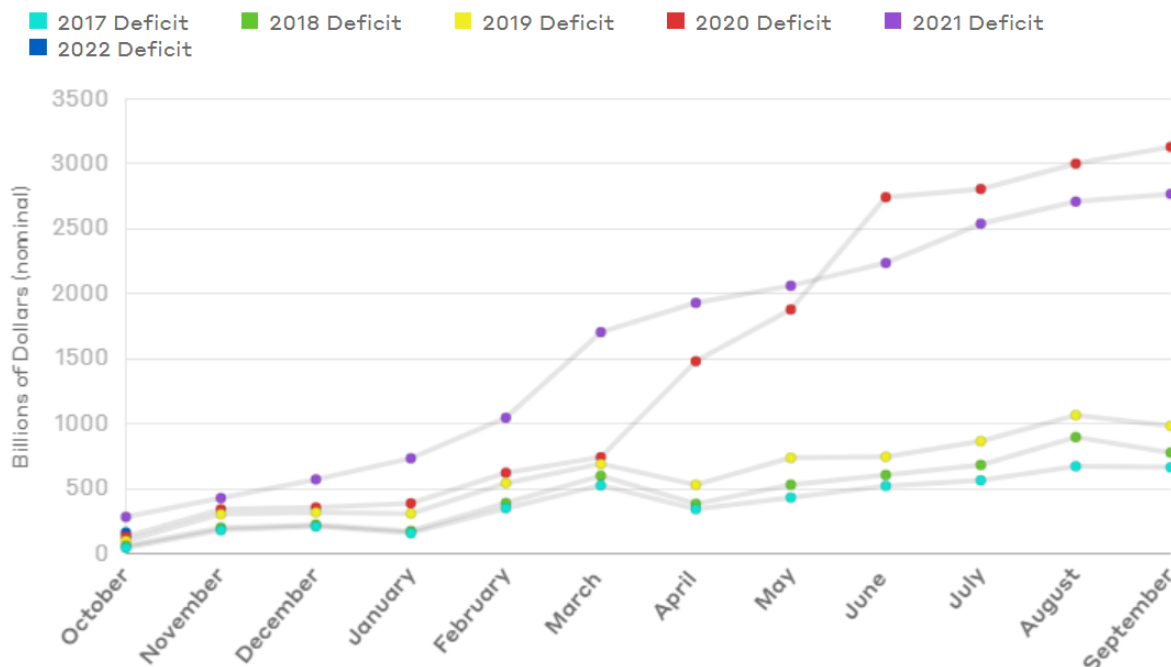


ماخذ ۲: Committee for a Responsible Federal Budget

این وضعیت، کسری بودجه در آمریکا را به شدت تحت تأثیر قرار داده است، روند کسری بودجه ایالات متحده حتی قبل از بحران کرونا یک روند صعودی و رو به رشدی داشت و به حدود یک تریلیون دلار در سال می رسید. وقوع همه گیری این وضعیت را نامساعدتر کرد به طوری که در دو سال اخیر، با وجود همه گیری به حدود ۳ تریلیون دلار در سال رسیده است. این در حالی است نسبت کسری بودجه به GDP با نزدیک شدن به ۱۵ درصد به سطوح جنگ جهانی دوم نزدیک می شود.



نمودار ۳: کسری بودجه در آمریکا



U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE :۳. مأخذ

شرایط در سمت بدهی‌ها هم بدتر شده است به طوری که نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی آمریکا به حدود ۱۲۵ درصد رسیده است. همان‌طور که در نمودار ۴ نشان داده شده است، نقدینگی (M۲) نیز طی ۲۰ ماه گذشته ۳۵ درصد رشد داشته است. این نرخ رشد برای نقدینگی در اقتصاد آمریکا قابل توجه بوده و می‌تواند اثرات تورمی غیرقابل پیش‌بینی‌ای به دنبال داشته باشد. این در حالی است که سطوح تورمی که هم‌اکنون نیز اقتصاد آمریکا با آن مواجه هست در چند دهه اخیر بی‌سابقه بوده است. تورم ۱۲ ماهه نقطه به نقطه برای آمریکا در نمودار ۵ آمده است.



نمودار ۴: نقدینگی (M2) آمریکا



ماخذ ۴: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

نمودار ۵: نرخ تورم ۱۲ ماهه آمریکا



ماخذ ۵: U.S. Bureau of Labor Statistics

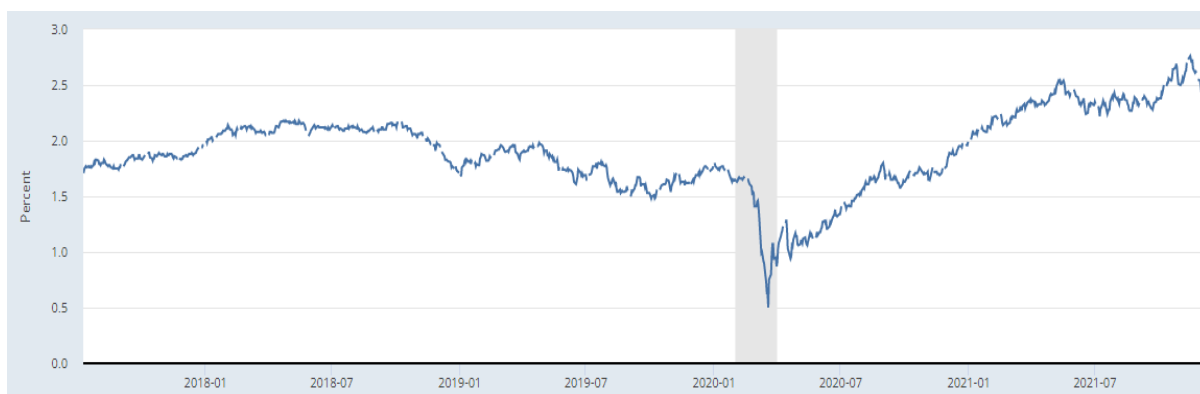
نرخ تورم در ماه اکتبر به بالاترین سطح خود یعنی ۶٫۲ درصد رسیده است و برای پنجمین ماه متوالی در بالای ۵ درصد قرار دارد. این در حالی است که در بحران ماهی ۲۰۰۸ تنها دو ماه تورم به بالای ۵ درصد افزایش یافته بود. این در حالی است که نرخ تورم اجاره بها بیش از ۹ درصد و نرخ رشد ۱۲ ماهه قیمت مسکن به حدود ۲۰ درصد رسیده است.



۲- وضعیت شکننده فعلی اقتصاد جهان و آمریکا

علی رغم رشد نقدینگی بالا که در قسمت قبل توضیح داده شد، اما هم چنان تورم انتظاری در سطوح پایینی قرار دارد. همانطور که در نمودار ۶ نشان داده شده است، نرخ تورم انتظاری با افزایشی که در چند ماه اخیر داشته به حدود ۲,۵ درصد رسیده است و این تنها حدود ۰,۵ درصد بیشتر از سطوح تورم انتظاری قبل از همه گیری کرونا است. با این حال این ارقام انتظاری در بالاترین سطح خود در ۱۰ سال اخیر قرار دارند.

نمودار ۶: تورم انتظاری ۱۰ ساله آمریکا

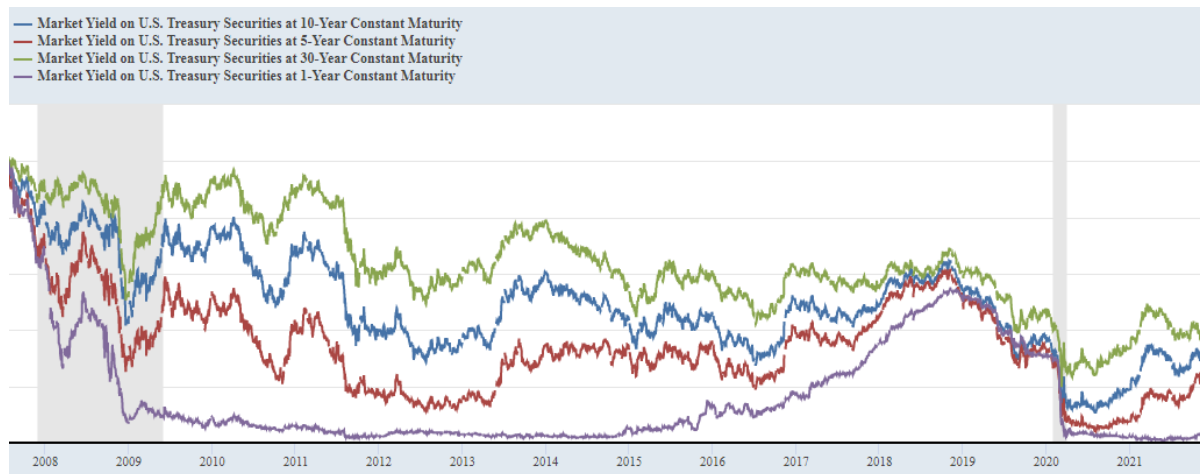


ماخذ ۶: Federal Reserve Bank of St. Louis

نرخ بازدهی اوراق خزانه نیز برای سررسیدهای مختلف در نمودار ۷ نشان داده شده است. علی رغم تورمهای بالا در اقتصاد آمریکا اما همچنان نرخهای بهره پایینی مشاهده می شود. به تعبیری در سطح نرخهای فعلی، نرخ بهره واقعی منفی است و دارندگان نه تنها عایدی در سررسید نخواهند داشت بلکه به دلیل صبرشان تنبیه هم می شوند.



نمودار ۷ بازده اوراق خزانه آمریکا در سررسیدهای ۱، ۵، ۱۰، ۳۰ و ۱ ساله



توجیحی که برای این وضع به نظر می‌رسد، این است که فعالین اقتصادی هم چنان به آینده اقتصاد خوشبین هستند و وضع فعلی تورم را گذرا می‌دانند. این مسئله می‌تواند ناشی از اعتبار بالای سیاست گذار پولی و یا تجربه تورم‌های پایین طولانی مدت توسط فعالین اقتصادی است فلذا تصویری از وقوع تورم‌های بالا برای مدت طولانی تر ندارند. مسئله قابل توجه این است که آیا تورم بر اساس انتظارات مردم آمریکا ادامه پیدا خواهد کرد؟ آمریکا با توجه به جایگاه خاصی که در اقتصاد جهانی دارد می‌تواند تورم خود را منتقل نماید اما هم چنان با توجه به داده‌های اقتصادی منتشر شده، شکل‌گیری انتظارات پایین از تورم جای تأمل است. بر اساس دیدگاه پولی به تورم، افزایش نقدینگی باید خودش را در رشد اقتصادی و یا رشد سطح قیمت‌ها نشان دهد. با توجه به رشد پایین اقتصادی انتظار این است که مازاد آن خود را بر روی سطوح قیمتی نشان دهد.

بر اساس دیدگاه کسری بودجه به تورم، باز هم مشاهده می‌شود که کسری بودجه در دو سال اخیر در حال ثبت رکوردهای جدید بوده است. به همین دلیل انتظار می‌رود که سطوح تورمی هم رکوردهای جدیدی را از خود ثبت کنند.



نکته قابل تأمل دیگر این است که اخیراً لحن سیاست گذار آمریکا هم کمی تغییر کرده است. در ابتدا همه گیری، رییس کل فدرال رزرو بیان می کرد که مسئله ما فعلاً فقط حمایت از اقتصاد است. و تورم مسئله امروز اقتصاد ما نیست. با فروکش کردن کرونا و بهبود نسبی شرایط، اصرار سیاست گذاران بر گذرا بودن و موقتی بودن تورم بود اما امروز چنین مطرح می شود که احتمال دارد تورم بیشتر از انتظار در سطوح بالا ادامه پیدا کند. جرمی پاول در سخنان اخیر خود در کنگره چنین مطرح کرد که امروز خطر تورم به طور پایدار افزایش یافته است. او همچنین صریح تر از انتظار بازار نسبت به آغاز سیاست های انقباضی صحبت کرد و گفت فدرال رزرو می تواند تیپرینگ را چند ماه زودتر به پایان برساند.

بنابراین به نظر می رسد که نگرش ها به تورم در شرایط فعلی به صورت افراطی خوش بینانه است. در صورت ادامه روند فعلی، تولید کنندگان و دارندگان اوراق، صبرشان از تحمل بازده های پایین و عدم تغییر قیمت ها از دست داده و با ادامه دار بودن تورم طبیعتاً فشار به سمت مصرف کنندگان انتقال داده خواهد شد.

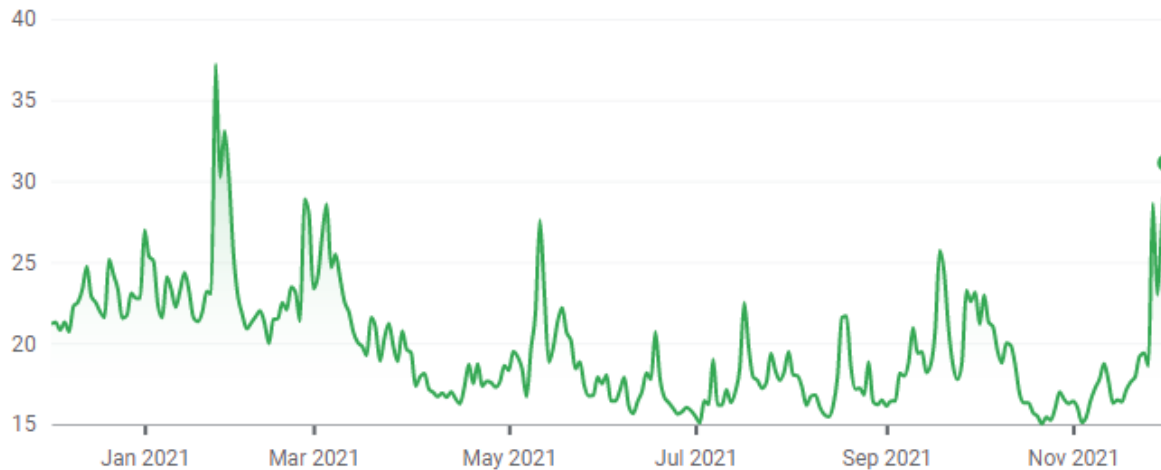


۳- سویه جدید کرونا و تنگنای سیاست گذاری

با گسترش واکسیناسیون، کنترل کرونا و فروکش کردن علائم رکود اقتصادی، زمزمه‌هایی برای کاهش سرعت سیاست‌های انبساطی و فراهم کردن مقدمات افزایش نرخ بهره مطرح شد. براین اساس، فرآیند کاهش خرید اوراق شروع شد و اقتصادها آماده اقداماتی جهت کنترل تورم و برطرف کردن مشکلات زنجیره تولید شدند. اما در صورت جدی شدن سویه جدید و بی اثر بودن واکسن‌های فعلی، کرونا باز هم می‌تواند محاسبات را برهم بزند. سویه جدید کرونا، بازارها را در شوک فرو برد، به طوری که بسیاری از شاخص‌ها یکی از منفی‌ترین روزهای خود را سپری کردند. قیمت نفت نهمین ریزش قوی را در تاریخ خود ثبت کرد. این اتفاق منجر به افزایش نگرانی‌ها و جهش در شاخص به اصطلاح ترس بازار (VIX) شد. در نمودار زیر مشخص است که در حالی که وضعیت ریسک بازار به شرایطی متعادل رسیده بود اما به یکباره با انتشار خبر، نااطمینانی فعالین نسبت به آینده افزایش پیدا کرد.



نمودار شاخص ترس بازارها



ماخذ: google finance / vix index

این اتفاق در شرایطی افتاد که بانک‌های مرکزی آماده کنار گذاشتن سیاست تسهیل مقداری بودند، انتشار سویه جدید و افزایش تعداد مبتلایان دوباره چشم‌ها را به سمت کرونا چرخاند. در واقع تصمیم گیران در یک تنگنای سیاست گذاری قرار گرفته‌اند که باید بین تورم بالا، تسهیل مقداری و کنترل اثرات کرونا تصمیم گیری انجام دهند. این در حالی است که برای کنترل تورم، افزایش سریعتر نرخ‌های بهره ضروری به نظر می‌رسد.

این اتفاق در ابتدا باعث شد که انتظارات بازار از شروع افزایش نرخ بهره به تعویق بیافتد اما صحبت‌های پاول بعد از انتشار این خبر چنین گمانه زنی‌هایی را برطرف کرد. پس از اینکه جرمی پاول رئیس فدرال رزرو آمریکا در سخنان خود در کنگره گفت که تیپرینگ می‌تواند چند ماه زودتر تمام شود و اعلام کرد دیگر نمی‌توان تورم را گذرا نامید، دلار به شدت پر تقاضا شد و در مقابل سایر ارزها افزایش داشت. شاخص‌های سهامی و نفت نیز وارد موج نزولی شدند.



۴- بررسی وضعیت بازار

۴-۱- نفت

پس از آن که همه گیری کرونا در جهان کنترل شد. با شروع بازگشت کسب و کارها به فرآیند طبیعی تولید، فشار تقاضا برای نفت افزایش یافت و به دنبال آن قیمت آن افزایش پیدا کرد و برای هفته هایی در بالای ۸۰ دلار معامله شد. از طرف دیگر بحران انرژی و کسری گاز برای فصل زمستان، نگرانی ها را برای تأمین انرژی مورد نیاز فصل سرما افزایش داده بود به طوری که اکثر کارشناسان چشم انداز مثبتی برای بازار نفت در نظر داشتند.

کشف سویه جدید و اوج گیری مجدد کرونا در کشورهای اروپایی که قرنطینه برخی کشورها را نیز به دنبال داشت، نگرانی ها را از توانایی واکسن ها و داروهای موجود برای مقابله با این جهش افزایش داد و در روز جمعه گذشته منجر به ریزش شدید بسیاری از بازارهای مالی شد. به طوری که ترس از افزایش محدودیت ها و کاهش تقاضای نفت، قیمت آن را در یک روز بیش از ۱۱ درصد کاهش داد.

اوپک در ماه گذشته رشد ۲۲۰ هزار بشکه ای را در دستور کار خود داشت و به ۲۷,۷۴ میلیون بشکه در روز رسید اما اکثر اعضا آن نسبت به درخواست بایدن مبنی بر افزایش بیشتر تولید نفت خود واکنش های سردی نشان دادند. از طرف دیگر برخی کشورها همزمان با انتشار خبر سوبه جدید دست به آزاد سازی بخشی از ذخایر استراتژیک نفت خود زدند، که منجر به افزایش فشار فروش بر نفت شد. تعدادی از تحلیلگران همزمانی انتشار خبر سوبه جدید و آزاد سازی ذخایر استراتژیک را واکنش آمریکا نسبت به سر باز زدن کشورهای نفتی برای افزایش تولید خود دانستند و چنین برداشت کردند که آمریکا به دنبال تنبیه کشورهای نفتی است. در هر صورت با این شرایط تصمیم گیری در مورد افزایش تولید در جلسات آتی اوپک و اوپک پلاس بسیار بعید به نظر می رسد.



با این حال چشم انداز بسیاری از کارشناسان برای قیمت نفت در سال‌های پیش رو افزایشی است. همان طور که در نمودار ۹ نشان داده شده است، نفت پس از تکمیل روند صعودی برای مدتی در اصلاح قیمتی قرار گرفت است و حتی می‌تواند به قیمت‌های حدود ۶۰ دلار نیز کاهش یابد، اما انتظار نمی‌رود این اصلاح قیمت ادامه دار باشد و با شروع روند صعودی قیمت نفت فشار مضاعفی بر اقتصادهای جهان از سمت تولید وارد خواهد شد. باید توجه داشت که ذخایر استراتژیک نفت در سطح جهان به سطوح قابل توجهی کاهش یافته‌اند. در این شرایط این احتمال وجود دارد که در مذاکرات پیش رو امتیازاتی به ایران برای فروش نفت خود جهت کنترل بازار نفت داده شود. اما آن مسئله‌ای که منافع بلندمدت آن برای ایران بیشتر خواهد بود همکاری در جهت افزایش قیمت نفت است.



نمودار ۹: روند قیمت نفت



ماخذ: Tradingview, WTI Crude Oil

تحلیلگران جی پی مورگان پیش بینی می کنند^۳ که قیمت نفت خام برنت در سال آینده به ۱۲۵ دلار در هر بشکه و به ۱۵۰ دلار در سال ۲۰۲۳ خواهد رسید، زیرا معتقد اند که تولید کنندگان حتی در صورت تمایل جهت افزایش تولید، نمی توانند این امر را به دلیل شرایط چاه های نفت و کاهش سرمایه گذاری جهانی به خاطر شرایط کرونا در بخش نفت به سر انجام برسانند.

۴-۲- فلزات گران بها

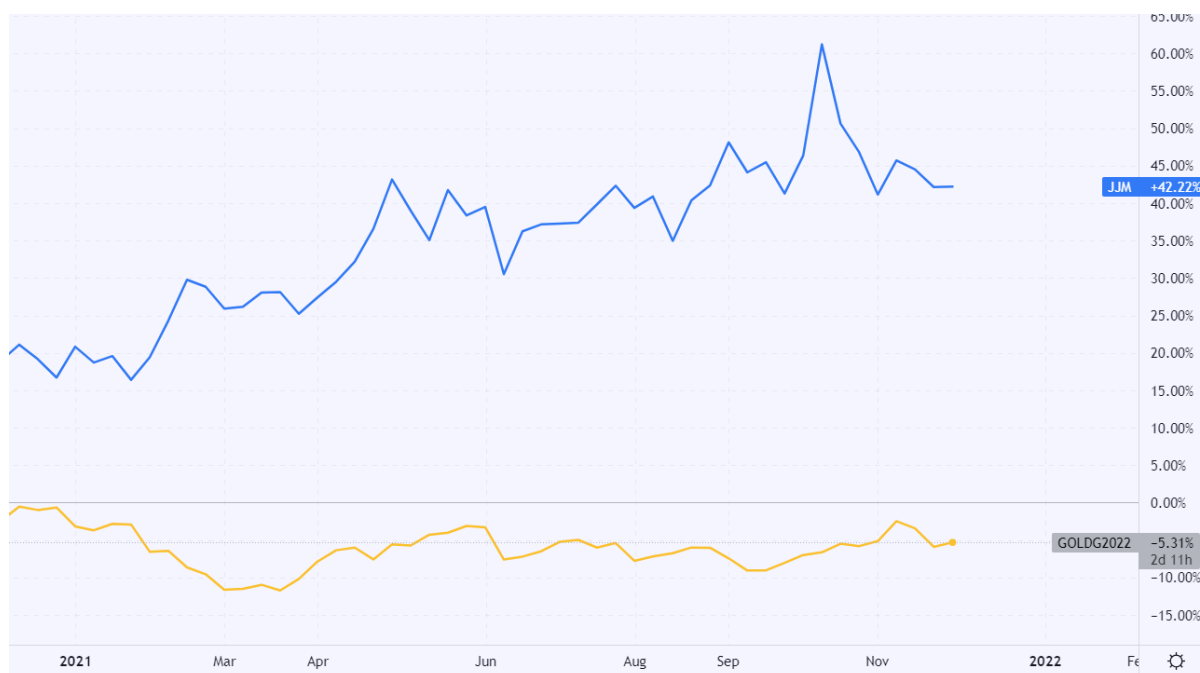
فلزات گران بها به فلزاتی اطلاق می شود که با آب و اکسیژن واکنش نشان نداده و به طور کلی واکنش پذیری کمی دارند. مهم ترین آن ها می توان به طلا و نقره اشاره کرد. به صورت سنتی از نگاه سرمایه گذاران این فلزات مامن امنی برای سرمایه گذاران بوده و فلذا در وقوع بحران ها و شوک ها به اقتصاد بیشتر مورد توجه قرار می گیرند. بنابراین وقوع شرایطی مثل رکود تورمی بهترین حالت برای رشد قیمتی این فلزات است.

^۳ <https://www.thestreet.com/investing/oil-will-hit-125-a-barrel-in-15-2022-in-2023-jpmorgan>



نمودار ۱۰ مقایسه بازده گروه فلزات صنعتی و طلا را برای یک سال اخیر نشان می دهد. با کاهش نگرانی ها نسبت به کرونا، فلزات صنعتی بیشتر مورد توجه قرار گرفت و در یک سال گذشته به طور متوسط رشد قیمت دلاری حدود ۴۰ درصدی را تجربه کردند. این در حالی است که طلا بازده منفی از خود ثبت کرده است. نکته قابل توجه این است که این دو گروه به صورت تاریخی همبستگی خوبی با هم داشته اند. از طرف دیگر علی رغم اینکه این فلزات در گروه فلزات گران بها دسته بندی می شوند اما غالباً مصرف صنعتی آن ها بر سایر مصارف آن غالب است. برای مثال حدود ۸۰ درصد تولید نقره در تولیدات صنعتی مورد استفاده قرار می گیرد.

نمودار ۱۰: مقایسه بازده طلا و شاخص گروه فلزات صنعتی بلومبرگ



Tradingview : ماخذ

زرد: بازده طلا / آبی: بازده شاخص فلزات صنعتی بلومبرگ

با توجه به شرایط آسیب پذیر اقتصاد جهانی که در بخش های قبل به آن پرداخته شد، به نظر می رسد که تورم بالای فعلی بیشتر از حد انتظار ماندگار خواهد بود. اجرای سیاست های تسهیل مقداری بی سابقه در جهان ظرفیت



بالقوه ایجاد تورم‌های بالا را فراهم کرده است. از طرف دیگر به دلیل همه‌گیری کوید ۱۹ و ماندگاری آن اثرات بعدی در سمت تولید گذاشته است. زنجیره تأمین جهانی به شدت دچار مشکل شده است. نا همگونی فعالیت بخش‌های مختلف اقتصاد توازن سمت عرضه را نیز دچار مشکل کرده است. در صورت جدی شدن انتشار سویه‌های جدید کرونا این مسئله جدی‌تر هم خواهد شد فلذا به نظر می‌رسد وقوع یک رکود تورمی در آینده نزدیک برای اقتصاد جهانی دور از انتظار نباشد.

نکته قابل توجه این است که هم‌چنان تورم انتظاری فعالین بازار در سطوح پایین قرار دارد و بازارها هم‌چنان تورم بالا فعلی را موقت می‌دانند. مهم‌ترین نشانه آن هم پایین بودن نرخ اوراق قرضه است. اما این انتظارات تعدیل خواهد شد و اثرات خودش را در نرخ اوراق هم نشان خواهد داد. افزایش نرخ اوراق می‌تواند منجر به تقویت دلار شود اما به نظر نمی‌رسد با توجه به رکود احتمالی و سطوح بی‌سابقه تورم توانایی مقابله با دلایل افزایش قیمت فلزات گران بها را داشته باشد.

۴-۳- برابری قدرت دلار

با توجه به شیوع کرونا در اروپا از یک طرف و جدیت بانک فدرال رزرو برای تیپرینگ و افزایش نرخ بهره در ماه‌های آتی و افزایش ریسک‌گریزی در بین معامله‌گران بازار، دلار نسبت به اکثر ارزها روندی افزایشی را سپری می‌کند. آمار اشتغال در آمریکا با توجه به نزدیک شدن به روزهای پایانی سال و تعطیلات وضعیت بهتری پیدا کرده است. با این حال در هر صورت به نظر می‌رسد که فعلاً شاخص دلار نسبت به سایر ارزها وضعیت کم‌ریسک‌تری داشته باشد. چرا که اگر وضعیت اشتغال و تولید برای چند ماه پیش رو بهبود خودش را ادامه دهد که دلار می‌تواند تقویت شود اما اگر سویه جدید در آمریکا هم منتشر شود سایر اقتصادها هم از این مسئله متأثر



خواهند شد. در اصطلاح هست که « وقتی آمریکا عطسه می کند، دنیا سرما می خورد »، باید دید که مواجهه دنیا در صورتی که اقتصاد آمریکا مجدد درگیر همه گیری شود، چگونه خواهد بود.

اما در بلندمدت انتظار می رود ارزهای کامودیتی محور مانند دلار کانادا و استرالیا، با افزایش قیمت نفت و طلا عملکردهای بهتری نسبت به دلار خواهند داشت. اقتصاد آمریکا همان طور که قبل تر نیز به آن اشاره شد با تورم های چندین برابری میانگین خود مواجه هست. به لحاظ نموداری هم نشانه های دال بر تضعیف و اتمام روند صعودی دلار دیده می شود. این مسئله در واکنش ضعیف بازار به صحبت های تند روز سه شنبه آقای پاول، رئیس کل بانک مرکزی آمریکا نیز روشن بود. اما سؤال مهم این است که آیا آمریکا می تواند با توجه به شرایط سمت تولید، نرخ بهره را به اندازه کافی بالا ببرد؟!

۵- جمع بندی و نتیجه گیری

انتشار همه گیری کرونا در سطح جهان، اقتصادها را با شوک جدی مواجه کرد. با جدی شدن این همه گیری بسیاری از کسب و کارها تعطیل شدند و کشورها با اجرای سیاست های سخت گیرانه و قرنطینه برای کنترل شرایط، شرایط رکودی خاصی را تجربه کردند. هم زمان برای بهبود وضعیت دولت های مختلف در سراسر جهان دست به کار شدند و اقدام به تزریق محرک های مالی و اجرای سیاست تسهیل مقداری کردند.

کرونا و سویه های جدیداش وضعیت را پیچیده تر از حد انتظار کرده است. به طوری که با گذشت حدود دو سال از انتشار آن، بانک های مرکزی مختلف صحبت های امیدوار کننده کمتری مطرح می کنند و کمتر از گذرا بودن تورم های بالا و مشکلات جدی سمت تولید صحبت می کنند. این در حالی است که مدیریت و کنترل انتظارات فعالین بازار از مهمترین دغدغه های بانک های مرکزی است.



بسیاری از اقتصادها تورم‌های چندین برابری سطح میانگین خود را تجربه می‌کنند و با این حال همچنان محرک مالی ادامه دار بوده و علی‌رغم تورم‌های بالا نرخ‌های بهره به سطوح قبل از کرونا برگشته است. مهم‌ترین دلیل این امر می‌تواند این باشد که بسیاری از فعالین اقتصاد برای سال‌های طولانی تورم پایینی را تجربه کرده‌اند و تجربه‌ای از تورم بالا و ماندگار ندارند. به همین خاطر افراد بر این باور هستند که تورم موقتی خواهد بود. اما داده‌های اقتصادی و آمارهای پولی نشانگر این است که اقتصادها از یک طرف با سیاست‌های انبساطی شدید از طرف تقاضا تحت فشار است و هم بر مشکلات سمت عرضه روز به روز افزوده می‌شود. این در حالی است که با توجه به وجود نااطمینانی بسیاری از خانوارها با تعویق مصرف خود سعی در پوشش ریسک‌های احتمالی پیش رو داشته و با بهتر شدن شرایط می‌تواند منجر به تشدید فشار سمت تقاضا شود. در حالی که به نظر نمی‌رسد مشکل سمت عرضه موقتی باشد.

افزایش قیمت نفت و بحران انرژی، اتفاقی است که می‌تواند به تورم بیشتر منجر گردد. به نظر می‌رسد که روند صعودی نفت پس از اصلاح قیمتی خود در هفته اخیر ادامه دار خواهد بود. نفت از روند نزولی خود در چند سال اخیر خارج شده و بسیاری از کارشناسان قیمت‌های بالای ۱۰۰ دلار را برای نفت پیش‌بینی می‌کنند. این وضعیت در ابتدا می‌تواند چشم‌انداز مثبتی را برای کشورهای نفتی به دنبال داشته باشد اما در صورت وقوع بحران، دامنگیر همه کشورها خواهد شد هرچند که کشورهای نفتی ضربه کمتری را تجربه خواهند کرد.

افزایش اعتبار موجود در اقتصاد و اتخاذ محرک‌های مالی در مرحله اول رشد دارایی‌های مالی را به دنبال دارد. نرخ‌های بهره پایین و پول ارزان قیمت در اقتصاد در مرحله اول منجر به رونق نسبی تولید و رشد دارایی می‌شود. دولت‌ها هم نسبت به ورود نقدینگی افزایش یافته به سمت بازارهای مالی اقبال می‌کنند تا فشار تقاضا را در سایر بازارها کمتر کنند. اما بازارهای مالی نمی‌توانند همواره رشد کرده و برای پول‌ها همیشه جذاب باشند. در نهایت



ثروت افزایش یافته افراد باید تبدیل به تقاضای واقعی شود. در این مرحله نحوه مدیریت دولت، انجام عملیات تیپرینگ و شروع سیاست‌های انقباضی به شدت مهم است. فعالین اقتصاد به شدت نسبت این دست از اقدامات دولت‌ها حساس هستند و بیش واکنش‌های شدیدی را بروز می‌دهند.

در بلندمدت انتظار می‌رود ارزهای کامودیتی محور مانند دلار کانادا و استرالیا، با افزایش قیمت نفت و طلا عملکردهای بهتری نسبت به دلار خواهند داشت. اقتصاد آمریکا همان طور که قبل‌تر نیز به آن اشاره شد با تورم‌های چندین برابری میانگین خود مواجه هست. به لحاظ نموداری هم نشانه‌های دال بر تضعیف و اتمام روند صعودی دلار دیده می‌شود.

با این شرایط به نظر می‌رسد که ریسک دارایی‌های مالی به شدت در حال افزایش است. این مهم وقتی نمود بیشتری پیدا می‌کند که فعالین بازارهای مالی به خوبی تجربه‌های مشابه قبلی را در خاطر دارند. در هر صورت به نظر می‌رسد اگر دولت‌ها نتوانند اقدامات مقتضی و متناسب شرایط فعلی را انجام دهند و اقتصاد جهان به سمت رکود تورمی حرکت کند، دارایی‌های مالی در این سطوح قیمتی پر ریسک ارزیابی می‌شوند.

طلا همواره مامن امنی برای سرمایه‌گذاران بوده است. رکود تورمی چیزی است طلا به آن نیاز دارد تا رشدهای قیمتی خود را آغاز کند. با توجه به اینکه تورم آمریکا برای پنج ماه پیاپی ارقامی بالاتر از ۵ درصد را تجربه می‌کند. با توجه به اظهارات اخیر رییس فدرال رزرو آمریکا، به نظر می‌رسد که دولت مردان آمریکا آماده یک دوره تورمی می‌شوند. بنابراین رشد قیمت طلا در سال آینده دور از انتظار نخواهد بود.

طبیعتاً روی دیگر سکه وقوع بحران مالی، تأمین معیشت و امنیت غذایی جامعه است. در همین شرایط فعلی هم بسیاری از اقلام غذایی قیمت‌های به شدت بالاتری را نسبت به قبل از کرونا تجربه می‌کنند. این در حالی است که



شرایط سمت عرضه، بحران آب و زنجیره تأمین می‌تواند این شرایط را بدتر هم بکند. ضروری است که کشورها باید برای خطرهای بزرگ و جدی، حتی با احتمال وقوع کم خود را آماده کنند.

همه این موارد صرفاً تصویری از وضعیت اقتصاد جهان است و این که در ادامه چه اتفاقی خواهد افتاد وابسته به متغیرهای متعددی است که هنوز اتفاق نیافتاده اند. به طور مثال در صورتی که آمریکا موفق شود کسری بودجه و بدهی خود را مدیریت کند و از طرف دیگر قیمت نفت به هر دلیلی در سطوح پایین کنترل شود، شدت و وقوع تورم و حوادث متعاقب آن در اقتصاد جهان بسیار متفاوت خواهد بود.



 مدیریت ریسک و مطالعات اقتصادی

تهران، خیابان ولیعصر، خیابان امین گاج آبادی، شماره ۷۵
تلفن: ۰۲۱-۲۶۳۱۵۰۰۰-۵ نمایر: ۰۲۱-۲۶۳۱۴۹۹۹

ER@karafarinbank.ir www.karafarinbank.ir