



بدهی دولت، پاشنه آشیل اقتصاد ایتالیا



همزمان با افزایش نرخ بهره در اروپا، نگرانی راجع به بدهی عمومی^۱ ایتالیا افزایش یافته است. ماریو دراگی^۲، نخست‌وزیر ایتالیا، به هدف تحریک اقتصاد به رکود رفته در دوران کرونا و بازیابی اقتصاد از افت ۹ درصدی تولید در سال ۲۰۲۰، بسته حمایتی ۷۹۰ میلیارد دلاری را از اتحادیه اروپا درخواست کرده است؛ تورم شدید و افزایش بدهی دولت در کنار افت رتبه اعتباری اوراق، یادآور تجربه تلخ بحران مالی ۲۰۰۸ و بحران بدهی بسیاری از کشورهای اروپا است.

1 Public Debt
2 Mario Draghi

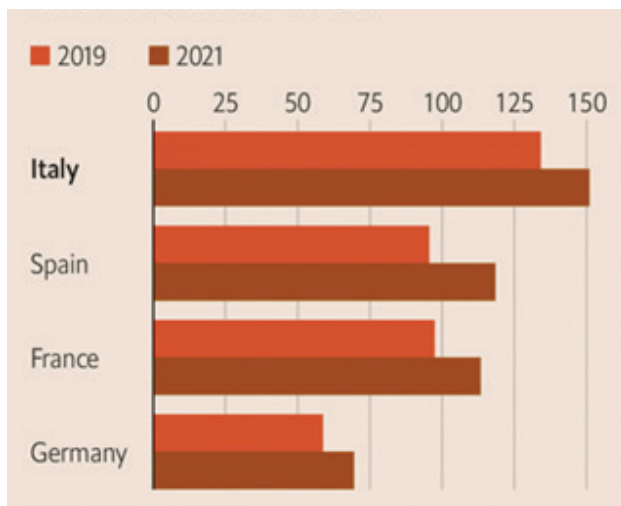
مقدمه

تهیه و تنظیم: محمدهادی ناظمی

اقتصاد ایتالیا هنوز تبعات رکود کرونایی را برطرف نکرده بود که درگیر تأثیرات جنگ اوکراین و افزایش قیمت انرژی و تورم شد. قیمت نفت و گاز، در اثر شوک جنگ اوکراین و تحریم روسیه، بیش از ۶۰ درصد جهش کرد. این درحالیست که نیمی از گاز طبیعی مصرفی ایتالیا به واردات از روسیه وابسته است.^۱

ECB^۲ در ماه آوریل ۲۰۲۲، تورم ۸ درصدی را در منطقه یورو گزارش می‌کند. بانک مرکزی اروپا برای کنترل فشار افزایش قیمت‌ها، به دنبال کاهش حمایت مالی از طریق بالابردن نرخ بهره اوراق قرضه و به نوعی، اعمال سیاست انقباضی است.

عنوان نمودار ۱: دهی دولت نسبت به GDP (درصد)



منبع: شرکت تحلیلی هاور Haver

توضیحات:

نمودار بیانگر مقایسه سطح بدهی دولت‌های ایتالیا، اسپانیا، آلمان و فرانسه نسبت به از تولید ناخالص داخلی کشور در دو سال ۲۰۱۹، قبل از شیوع کووید و ۲۰۲۱ بعد از بهبود اقتصادی است.

در همین حال، سطح بدهی دولت ایتالیا، به ۱۵۹ درصد تولید ناخالص داخلی رسیده است؛ بر این اساس، ایتالیا بعد از یونان بحران زده، جایگاه دوم سطح بدهی را در اروپا دارد. افزایش نرخ بازدهی اوراق ایتالیا، باعث بروز نگرانی در ارتباط با تأمین سرمایه از خارج و بازپرداخت معوقات دولت رم شده است (نمودار ۱). اکونومیست در گزارشی با عنوان «چرا هزینه‌های استقراض ایتالیا افزایش یافته است؟» به بررسی مشکلات اقتصادی این کشور می‌پردازد و عواقب جهش قیمت‌ها و سیاست پولی انقباضی را بر بحران بدهی، مورد بازبینی قرار می‌دهد.^۳

۱ بر اساس گزارش سالانه (Energy Information Administration) eia مربوط به وضعیت کشور ایتالیا

2 Euro Central Bank

۳ برگرفته از مقاله هفته سوم اکونومیست در ماه می به عنوان "Why Italy's borrowing costs are surging once again"

اعتبارسنجی اوراق ایتالیا

سطح بدهی دولت ایتالیا، به ۱۵۹ درصد تولید ناخالص داخلی رسیده است؛ بر این اساس، ایتالیا بعد از یونان بحران زده، جایگاه دوم بدهی را در اروپا دارد.

نرخ بازدهی^۱ اوراق ۱۰ ساله ایتالیا، در مقایسه با آلمان از ابتدای سال جاری، با ۲ واحد درصد افزایش، به بیش از ۳ درصد رسیده است. مهم تر این که، فاصله نرخ بازدهی اوراق^۲ نیز در این مدت بیشتر شده است (نمودار ۲). افزایش بهره اوراق ایتالیا، نشان دهنده بالارفتن ریسک نکول ایتالیا روی بدهی های دریافتی خود است. افزایش ریسک نکول، باعث می شود دارندگان این اوراق، تمایل بیشتری به فروش پیدا کنند. نتیجه این اتفاق، کاهش رتبه اعتباری اوراق ایتالیا و پرهزینه تر شدن فرآیند وام گیری برای این کشور است. اکنون میست این پدیده را به «مارپیچ سردرگمی»^۳ تعبیر کرده است.

عنوان نمودار ۲: بازدهی اوراق ۱۰ ساله دولت (درصد)



منبع: مرکز داده کاوی ریفرنیت

توضیحات:

در این نمودار به بررسی شکاف بین نرخ بازدهی اوراق ۱۰ ساله ایتالیا و آلمان می پردازیم. بازه مورد بررسی از ابتدا همه گیری کرونا، ابتدا سال ۲۰۲۰ تا ماه می ۲۰۲۲ است.

بهبود اقتصادی بعد از رکود حاصل از همه گیری ویروس کرونا، بسیار سریع تر از پیش بینی اتفاق افتاد. صندوق ذخیره اروپا، با تکیه بر پیش بینی صندوق بین المللی پول مبنی بر رشد ۳٫۸ درصدی اقتصاد ایتالیا و ادامه روند اصلاح زیرساخت های اقتصادی این کشور، با اعطای وام حمایتی به دولت ژم موافقت کرد؛ IMF در گزارش ماه آوریل، پیش بینی خود از رشد اقتصادی سال ۲۰۲۲ ایتالیا را به ۲٫۳ درصد کاهش داده است.

1 Yield

2 Bond spread

3 Cuspiness



در شرایط ایده‌آل، وام‌گرفتن با نرخ ۳ درصد خارج از عرف نیست؛ در صورتی که انتظار رشد اقتصادی اسمی^۴ بالاتر از سه درصد را داشته باشید، پس لازم است ایتالیا وام دریافتی از بانک مرکزی اروپا را به سرمایه‌گذاری و اصلاح زیرساخت اختصاص دهد که زمینه‌ساز رشد اقتصادی شده و بار بدهی مردم ایتالیا را در بلند مدت کاهش دهد. البته ایتالیا با گرفتن وام‌های زیادی در گذشته با نرخ بهره کمتر از ۱ درصد، خوش اقبالی بزرگی داشته است؛ چراکه میانگین سررسید این وام‌های ارزان قیمت، بیش از ۷ سال دیگر خواهد بود و افزایش بازدهی اخیر، شامل حال این دسته از وام‌ها نمی‌شود. IMF در گزارش ماه آوریل، پیش‌بینی خود از رشد اقتصادی ایتالیا را نسبت به ابتدای سال، ۱٫۵ واحد درصد تقلیل داده است.

نرخ بازدهی اوراق ۱۰ ساله ایتالیا، در مقایسه با آلمان از ابتدای سال جاری، با ۲ واحد درصد افزایش، به بیش از ۳ درصد رسیده است.

بار منفی تورّم

افزایش نرخ تورّم، مولد دو مکانیزم منفی در اقتصاد ایتالیا است:

۱ ترمزی بر رشد اقتصادی است. افزایش قیمت انرژی در اثر جنگ روسیه - اوکراین، اختلال زنجیره تأمین و در نتیجه، افزایش قیمت‌ها، باعث کاهش قدرت خرید و به عبارتی، فقیرتر شدن مردم ایتالیا شده است. افزایش تورّم، همواره با اعتراضات گسترده همراه است و ادامه این روند می‌تواند باعث جابجایی ترجیحات مصرفی خانوار و تغییر اولویت سرمایه‌گذاری دولت شده و برنامه رشد اقتصادی را کندتر کند؛ همان‌طور که در ۳ ماهه اول ۲۰۲۲ رشد اقتصادی منفی در ایتالیا مشاهده شد.^۵

۲ باعث تشدید رکود تورمی می‌شود. افزایش تورّم، بازیگران اقتصادی را به بازنگری در سبب سرمایه‌گذاری تحریک می‌کند. در صورت مشاهده تورّم بالا، مردم در بازارهای مالی ریسک‌گریزتر^۶ شده و ترجیح می‌دهند در سهام‌های مطمئن‌تر سرمایه‌گذاری کنند. همچنین، سیاست پولی انبساطی در دوره رکود، کاملاً بر روی تورّم تخلیه شده و کارکردی برای ثبات‌سازی و تحریک اقتصاد ندارد. در نتیجه، دولت‌ها، وام‌های حمایتی بانک مرکزی اروپا را به افزایش مخارج و تضمین مبادلات آحاد اقتصادی و بخش خصوصی در راستای تحریک اقتصاد اختصاص دادند و به عنوان ابزار سیاست مالی استفاده کردند. تورّم ۸ درصدی اروپا، ECB را به سمت سیاست انقباضی هدایت کرده و ممکن است تزریق پول و تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی را برای ایتالیا سخت‌تر کند.

4 Nominal growth rate

۵ برگرفته از گزارش فدرال رزرو با عنوان "Does inflation hurt long-run economic growth?"

6 Risk aversion



خلاء اجماع سیاسی

ناپایداری سیاسی، یکی از عوامل مشترک کشورهای همچون یونان و ایتالیا است که با بحران بدهی درگیر هستند. دراگی، پیش از نخست‌وزیری، ریاست بانک مرکزی اروپا را در دوره‌ی بعد از بحران مالی ۲۰۰۸ برعهده داشت و توانست اروپا را از رکود اقتصادی نجات دهد. از ابتدای ۲۰۲۱ و با روی کار آمدن دراگی، وضعیت سیاسی ایتالیا به سمت ثبات نسبی هدایت شد. اما، جنگ اوکراین و جهش تورم اروپا، باعث به وجود آمدن اختلاف نظر در ارکان سیاسی کشور شد. به‌طوریکه زمه‌های استعفای پیش از موعد دراگی نیز به گوش می‌رسد که می‌تواند برای دولت زنگ خطری در زمینه‌ی اجرای سیاست‌های اصلاحی باشد. بنابراین، قرار گرفتن در مسیر رشد پایدار اقتصادی، نیازمند برطرف شدن اختلافات سیاسی در خاک ایتالیا است.^۱

کلام آخر، بارقه‌های امید زنده‌ست!

افزایش تورم و بحران بدهی دولت‌ها، محدود به ایتالیا نیست، کم‌وبیش کل اروپا در حال دست‌وپنجه نرم‌کردن با رکود است. بانک مرکزی اروپا با خرید اوراق پریسک برخی از دولت‌ها در نرخ بهره واقعی منفی^۲، سعی در تحریک و نجات اقتصاد اروپا دارد. البته مقایسه شاخص تورم و دستمزد در اروپا و آمریکا نیز حاکی از سرحال تر بودن اسب اقتصاد منطقه یورو است؛ تورم اروپا ۱ درصد پایین‌تر و ثبات دستمزد نیروی کار بیشتر است. بنابراین، افزایش نرخ بازدهی اوراق قرضه از طرف تقاضاکنندگان و اعمال هزینه بیشتر بر دولت ایتالیا برای دریافت وام در مقطع کنونی، بیشتر جنبه پیشگیری از تکرار تجربه نکول بدهی یونان و کنترل تورم منطقه اروپا را دارد. وضعیت اوراق بدهی ایتالیا نیز آن‌چنان وخیم نیست؛ مقایسه بازدهی اوراق این کشور با اوراق شرکتی هم‌رتبه و هم‌ارزش خود، نشان می‌دهد که مسیر نوسانات بازدهی و نرخ بهره، هنوز در بازه اطمینان قرار دارد و از کنترل خارج نشده است. اگرچه در سال ۲۰۲۲، بدهی دولت ایتالیا به بالاترین سطح تاریخی خود رسیده است و عامل شکنندگی اقتصاد ایتالیا در بحران مالی ۲۰۰۸ نیز بدهی دولت بود، اما، مقایسه این دو شرایط چندان دقیق نیست؛ چراکه با نگاه به شاخص‌های اقتصادی هر دو دوره، یافتن نقاط مشترک برای برقراری تناظر و الگوبرداری رفتار اقتصاد، کار دشواری است.

1 Based on site data; Fred.com/series/WUIITA

۲ در شرایطی که تورم بیشتر از بازدهی اوراق باشد، نرخ بهره واقعی منفی می‌شود.

رهنمان
RAHNAMAN CO.



www.rahnaman.com