



مجمع کارآفرینان ایران  
Iran Entrepreneurs Forum

# اقتصاد جهانی در مسیر دگرگونی؛

## چهار سناریو و راهبرد

مرکز مطالعات استراتژیک کارآفرینی

شهریور ماه ۱۴۰۲

آشفته‌گی‌های اخیر جهان، سوال مهمی را به ذهن همگان متبادر ساخته است: آیا جهان در بلندمدت به سوی یک «رژیم اقتصادی جدید» گذار خواهد کرد؟

تحقیقات جدید موسسه جهانی مک‌کینزی (MGI) و نظرسنجی‌های اخیر نشان می‌دهد که ممکن است چنین باشد، اما «شکل» و «ساختار» این رژیم جدید که در آینده به سوی آن رهسپار خواهیم شد کماکان نامشخص باقیمانده است. بر همین اساس، رهبران کسب‌وکارها در سراسر جهان باید از سناریوهای بالقوه آگاه باشند تا بتوانند بر اساس آن، روندهای مطلوب خود را تنظیم کنند و مبتنی بر آن، به طراحی استراتژی‌های متناسب دست بزنند. بررسی تلاطم‌های اخیر به روشنی نشان می‌دهد که تحولات ۲۰ سال گذشته به نوسانات اقتصادی، مالی و بازار امروزی کمک کرده است.

طی دو دهه گذشته، ترازنامه جهانی بسیار سریعتر از تولید ناخالص داخلی - اقتصاد واقعی - دچار انبساط شده است. از آنجایی که نرخ بهره برای تحریک اقتصاد، پایین نگه داشته شد، قیمت دارایی‌ها و بدهی‌ها با رشد همراه بوده‌اند. بین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱، با افزایش قیمت دارایی‌ها به دلیل نرخ‌های بهره پایین، حدود ۱۶۰ تریلیون دلار به ثروت کاغذی (Paper Wealth) اضافه شد.

همچنین به ازای هر ۱ دلار سرمایه‌گذاری، حدود ۱/۹ دلار بدهی ایجاد شده است. در همین حال، نرخ رشد بهره‌وری در میان اقتصادهای G-7 با یک خزش کند، روندی کاهشی به خود گرفته است: از سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۰، بهره‌وری ۱/۸ درصد در سال رشد کرده، در حالی که از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۸، تنها ۰/۸ درصد در سال رشد نشان داده است. از طرف دیگر، پس‌انداز بیش از حد، موجب کاهش شدید میزان سرمایه‌گذاری‌های مولد شده و در پی آن، زمینه‌های رکود بلندمدت (Classic Secular Stagnation) را ایجاد کرده است. این دوره باثبات و قابل پیش‌بینی، وضعیت مناسبی برای «انباشت ثروت» ایجاد کرده است؛ اگرچه برای «رشد»، چالش‌برانگیز بوده و نابرابری را تشدید کرده است.

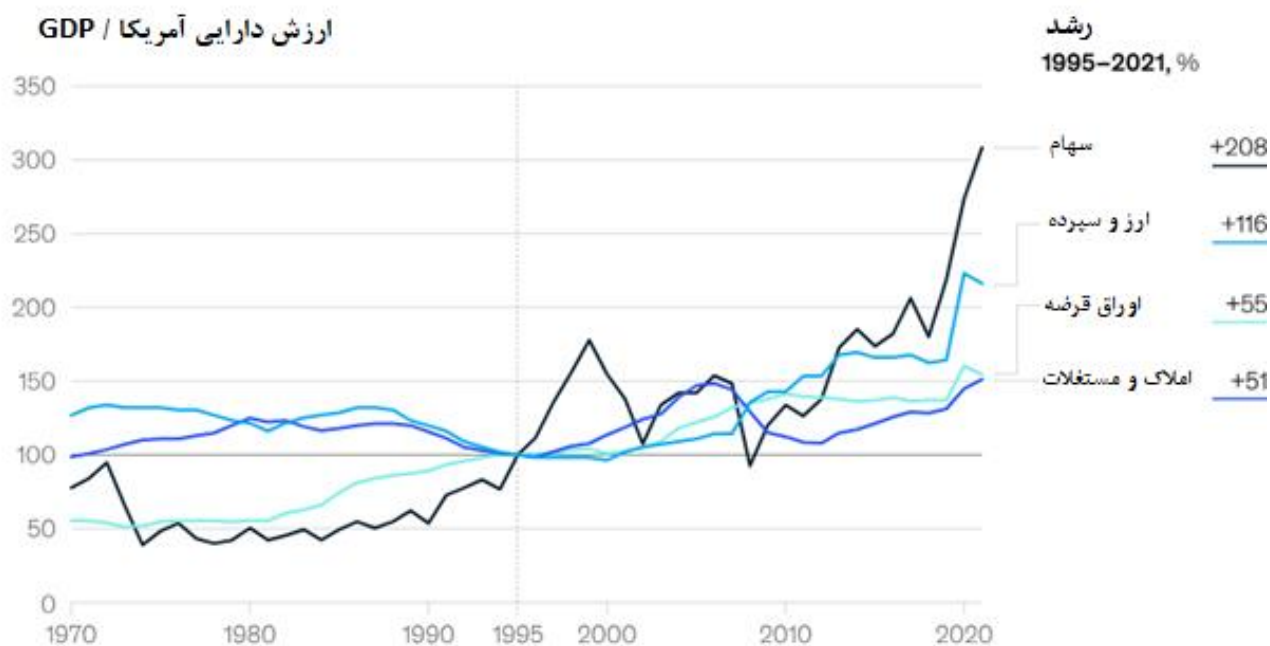
در این میان، باید توجه داشت که دامنه سناریوهای میان‌مدت قابل قبول امروز به طور غیرعادی در حال گسترده‌تر شدن است که این مساله می‌تواند به افزایش ریسک منجر شود. در نتیجه، شهودی که تا کنون راهنمای بسیاری از رهبران کسب‌وکار در حرفه‌شان بوده، ممکن است آهسته آهسته شروع به گمراه کردن آنها کند.

در مجموع، این نوشتار به بررسی چهار سناریویی که ممکن است اقتصاد جهان در آینده با آنها روبه‌رو شود خواهد پرداخت و به طور کلی، تأثیرات احتمالی آن بر اقتصاد جهانی را مورد ارزیابی قرار می‌دهد. در این ارزیابی، دیدگاه حدود ۱۰۰۰ مدیر اجرایی و مدیر دارایی مورد بررسی قرار گرفته تا مبتنی بر آن، محتمل‌ترین سناریوها انتخاب شوند. در نهایت، گام‌هایی پیشنهاد خواهد شد که رهبران کسب‌وکارها می‌توانند برای برنامه‌ریزی در راستای مواجهه با هر سناریویی که از نگاه آنها امکان وقوع بیشتری دارد راهبرد مطلوب خود را در نظر بگیرند.

### «راهبردهای موفق» در طول سال‌های «انبساط ترازنامه جهانی»

«سرمایه‌گذاران اهرمی» از آغاز هزاره جدید عملکرد خوب و قابل قبولی در اقتصاد جهانی داشته‌اند. به عنوان مثال، در ایالات متحده، ارزش بازار املاک و مستغلات از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۲۱ حدود ۱/۵ برابر سریعتر از تولید ناخالص داخلی آن افزایش یافته است (شکل

۱) و در بریتانیا این عدد ۱/۸ برابر بوده است. همچنین، ارزش بازار سرمایه در ایالات متحده، سه برابر نرخ تولید ناخالص داخلی رشد کرده است.



Source: Federal Reserve Board; national statistics offices; OECD; World Bank; World Inequality Database; McKinsey Global Institute analysis

McKinsey & Company

جدول ۱. پیشی گرفتن رشد دارایی‌های ایالات متحده از اواسط دهه ۱۹۹۰ از تولید ناخالص داخلی (تغییر در ارزش دارایی در قیمت‌های بازار نسبت به تولید ناخالص داخلی اسمی، ۱۹۷۰ - ۲۰۲۱)

در این بستر، چند راهبرد محبوبیت بیشتری پیدا کرده‌اند. از آنجایی که اعتبار، ارزان و در دسترس بوده، راهبردهای اهرمی و مالی غالب شده‌اند؛ از جمله خریدهای اهرمی، راهبردهای دارایی اهرمی، افزایش بدهی شرکت‌ها و بازخرید سهام. با وجود نرخ‌های تخفیف بسیار پایین و افزایش قابل توجه سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر، راهبردهای رشد تهاجمی - به ویژه در حوزه فناوری اما نه محدود به آن - اغلب راهبردهای را که بر «سودآوری اولیه» و «بازدهی پایدار» متمرکز شده‌اند، شکست می‌دهند. در چنین شرایطی، با رشد اقتصادی نرم اما پایدار، «بهره‌وری» بر «انعطاف‌پذیری» غلبه کرده است.

**آیا تعادل جدیدی در ارتباط میان «ثروت» و «رشد» پدیدار خواهد شد؟**

پس از اوج گرفتن همه‌گیری کرونا، زمانی که میزان «ثروت جهانی» نسبت به «تولید ناخالص داخلی» سریعتر از هر دوره دو ساله دیگری در نیم‌قرن گذشته رشد کرد، به نظر می‌رسید که احتمالاً وقفه‌ای در روند دو دهه‌ای اخیر به وجود بیاید. اما بین اقتصاددانان و رهبران تجاری در مورد اینکه چه چیزی تغییر خواهد کرد، اختلاف نظر وجود داشته و کماکان دارد؛ آیا سطح تورم طی چند سال

پیش‌رو همچنان بالا باقی خواهد ماند؟ آیا قیمت دارایی‌ها تصحیح می‌شود و اهرم‌زدایی اتفاق خواهد افتاد؟ یا اینکه اقتصاد جهانی به سمت دوره‌ای با بهره‌وری و رشد بالاتر پیش خواهد رفت؟

سناریوهایی در این بین مطرح است که وقوع هر یک می‌تواند محتمل باشد. در حالی که نیروهای ساختاری، که ممکن است وضعیت تورمی کنونی را تشدید کنند کماکان در حال نقش‌آفرینی هستند اما، تعهدات بانک‌های مرکزی برای کاهش تورم می‌تواند باعث اصلاح و اهرم‌زدایی شود. همچنین، افزایش سرمایه‌گذاری، همراه با گسترش مداوم فناوری‌های دیجیتال و هوش مصنوعی، ممکن است بهره‌وری را افزایش دهد و به جهان کمک کند تا از وضعیت غیرعادی انبساط ترازنامه خارج شود.

	بازگشت به دوران پیشین	[تورم و بهره] بالاتر برای مدت طولانی‌تر	تعدیل ترازنامه	شتاب بهره‌وری
	مانند دوران پس از بحران مالی جهانی ایالات متحده، اواخر دهه ۲۰۰۰-۲۰۱۰	مانند دوران پس از شوک نفتی ایالات متحده، دهه ۱۹۷۰	مانند دوران پس از ترکیدن حباب املاک و مستغلات ژاپن، دهه ۱۹۹۰	مانند وضعیت ایالات متحده پس از جنگ جهانی دوم، اواخر دهه ۱۹۴۰-۱۹۵۰
چه چیزی رخ خواهد داد؟	بازگشت به سرمایه‌گذاری ضعیف و مازاد پس‌انداز	سرمایه‌گذاری قدرتمند و مصرف مطلوب با وجود موانع رشد	انقباضات مالی و پولی؛ حوادث سیستم مالی	استقرار فناوری و سرمایه‌گذاری مولد
معنای آن چیست؟	رشد کند، احتمال افزایش ثروت، افزایش ریسک ترازنامه	سود در ثروت اسمی اما ضرر در ثروت واقعی	اصلاح دارایی و تنش در ترازنامه	رشد ثروت واقعی و کاهش ریسک ترازنامه
رشد	حدود ۰ تا ۱ واحد درصد (pp)	حدود ۰ تا ۱ pp	حدود ۱ pp پایین‌تر از روند	حدود ۱ pp پایین‌تر از روند
تورم	حدود ۰ تا ۱ واحد درصد کمتر از هدف (نسبت به ۲ درصد تورم هدف ایالات متحده)	حدود ۲ pp بالاتر از هدف	حدود ۱ pp زیر هدف پس از افزایش اولیه	حدود ۱ pp بالاتر از هدف
نرخ واقعی	حدود منفی ۱٪ (از نرخ‌های سیاستی بانک مرکزی ایالات متحده)	حدود ۰٪ (از نرخ‌های سیاستی بانک مرکزی ایالات متحده)	حدود منفی ۱٪ تا ۰٪	حدود ۱٪ (از نرخ‌های سیاستی بانک مرکزی ایالات متحده)

جدول ۲. چهار سناریوی اصلی اقتصادی و ترازنامه‌ای محتمل تا سال ۲۰۳۰

چهار سناریوی محتمل شامل موارد زیر است:

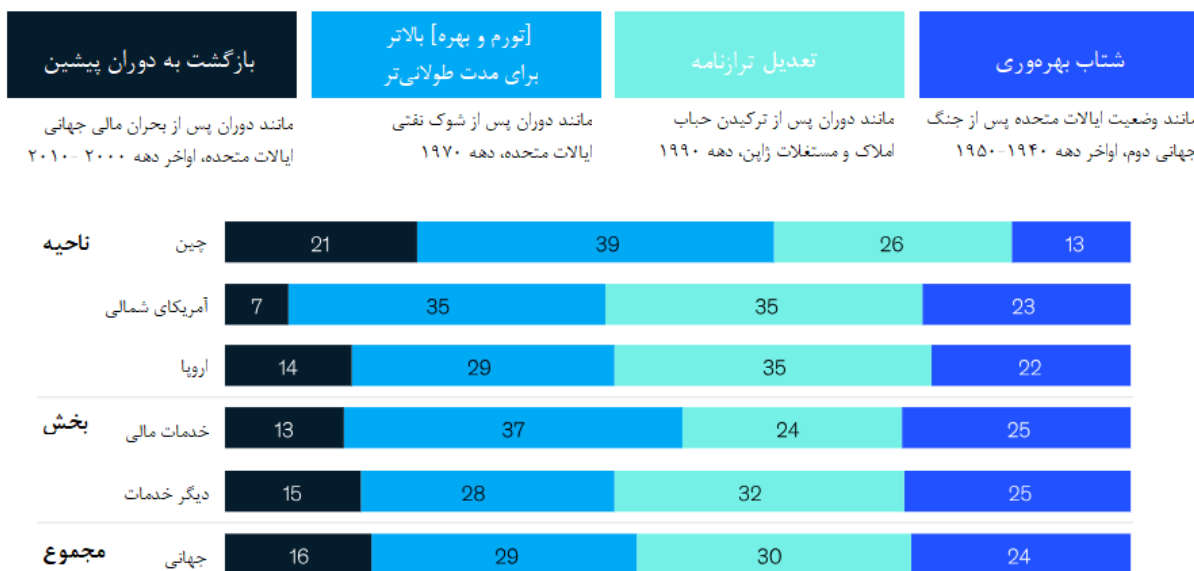
۱- بازگشت به دوران پیشین (مانند دوران پس از بحران مالی جهانی ایالات متحده، اواخر دهه ۲۰۰۰-۲۰۱۰)

۲- [تورم و بهره] بالاتر برای مدت طولانی‌تر (مانند دوران پس از شوک نفتی ایالات متحده، دهه ۱۹۷۰)

۳- تعدیل ترازنامه (مانند دوران پس از ترکیدن حساب املاک و مستغلات ژاپن، دهه ۱۹۹۰) و

۴- شتاب بهره‌وری (مانند وضعیت ایالات متحده پس از جنگ جهانی دوم، اواخر دهه ۱۹۴۰-۱۹۵۰)

از بین این چهار سناریو، ۸۴ درصد از پاسخ دهندگان بر این باورند که انتظار رخدادن سناریویی متفاوت از سناریوی نخست (یعنی بازگشت به دوران پیشین) را دارند. با این حال، دیگر سناریوهای محتمل آنها تقریباً به طور مساوی بین سه گزینه باقیمانده تقسیم شده است. از منظری دیگر، پاسخ‌ها بر اساس «حوزه فعالیت هر بخش» و «جغرافیا» متفاوت بوده است. مدیران حوزه خدمات مالی که در نظرسنجی شرکت کردند، به‌علاوه گروهی متشکل از حدود ۵۰ نفر از مدیران دارایی‌های بزرگ که به‌طور جداگانه مورد بررسی قرار گرفتند، فکر می‌کردند که احتمال بیشتری وجود دارد که سناریوی «[تورم و بهره] بالاتر برای مدت طولانی‌تر» حاکم شود، که در آن میزان تورم و نرخ‌های بهره در دهه آینده همچنان بالا خواهند ماند. پاسخ‌دهندگان در چین نیز سناریوی «[تورم و بهره] بالاتر برای مدت طولانی‌تر» را ترجیح داده‌اند، در حالی که بسیاری از پرسش‌شوندگان در اروپا «تعدیل ترازنامه» را انتخاب کرده‌اند.



Note: Figures may not sum to 100%, because of rounding.

<sup>1</sup>Question asked: "Please look at the following scenarios for the global economy and rank them in order of how well they describe your outlook for the next decade. Do not rank any scenario you think has no likelihood of occurring."

<sup>2</sup>Includes Hong Kong and Taiwan.

Source: McKinsey Executive Survey, June 2023 (n = 961)

McKinsey & Company

جدول ۳. بررسی انتظارات از چشم‌انداز اقتصادی،

## چرا دوره بعدی ممکن است متفاوت باشد؟

تعداد کمی از پاسخ‌دهندگان انتظار « بازگشت به دوران پیشین » را دارند، که احتمالاً بازتابی از تغییرات ساختاری بلندمدت و پرشماری است که به نظر می‌رسد در حال وقوع است. انبساط مستمر ترازنامه جهانی در دو دهه گذشته اساساً ناشی از سرمایه‌گذاری محدود برای مصارف تولیدی و مازاد پس‌انداز بوده است که باعث کاهش نرخ بهره و افزایش بدهی و رشد قیمت‌های دارایی‌ها شده است. اگر سرمایه‌گذاری‌های مولد افزایش یابد، این وضعیت می‌تواند دستخوش تغییر شود. تنش اخیر در زنجیره تامین، هم در نتیجه همه‌گیری کرونا و هم حمله روسیه به اوکراین، توجهات را به «انعطاف‌پذیری زنجیره تامین» جلب کرده است. برخی از آنها در حال پیکربندی دوباره هستند که نیاز به سرمایه‌گذاری دارد. از طرف دیگر، یکی از عوامل تقویت پس‌انداز این واقعیت بوده است که نابرابری، افزایش و سهم نیروی کار از درآمد، کاهش یافته و با هدایت سهم نامتناسبی از ارزش‌آفرینی به سمت ثروتمندان (که بیشتر از افراد عادی پس‌انداز می‌کنند) میزان مصرف را کاهش داده است. با این وجود، بازارهای کار اکنون در تنگنا قرار دارند، که ممکن است تعادل را به سمت مصرف بالاتر برگرداند.

## کسب و کارها چگونه می‌توانند خود را تجهیز کنند؟

کارایی الگوهای اقتصاد کلان طی ۲۰ سال گذشته ممکن است به پایان رسیده باشد، اما دامنه سناریوهای اقتصادی محتمل، بین بازه زمانی «اکنون» تا «سال ۲۰۳۰» گسترده است. بنابراین منطقی است که رهبران شرکت‌ها در هر نوع کسب‌وکار، زمینه را برای آینده بالقوه متفاوتی فراهم کنند و آماده فعالیت در شرایط «نااطمینانی» باشند.

## ردیابی نشانگرهای مناسب

به عنوان اولین گام، کسب‌وکارها باید مجموعه وسیعی از نشانگرها را شناسایی کنند که به آنها کمک می‌کند تا تشخیص دهند کدام سناریو احتمال وقوع بیشتری دارد. بسیاری از مدیران کسب‌وکارهای گوناگون، فقط به آخرین اعداد تورم توجه می‌کنند اما نشانگرهای اساسی بیشتری را که بین سناریوها تمایز ایجاد می‌کند نادیده می‌گیرند. نمونه‌هایی از برخی از موارد مهم‌تر عبارتند از:

**معاملات بانک مرکزی:** بسیاری از بانک‌های مرکزی مستقل عمل می‌کنند و یک دستور مشخص در حوزه باثبات‌سازی قیمتی دارند، اما آنها همچنین تمایل دارند که یک فرمان ثبات مالی نیز داشته باشند - دو دستورالعملی که به طور فزاینده‌ای در تنش با یکدیگر هستند.

**پیگیری مواضع سیاست مالی:** انقباضات مالی می‌تواند تأثیر قابل‌توجهی بر فشار تورمی داشته باشد زیرا افزایش نرخ بهره با نگرانی‌های شدید مربوط به ثبات مالی مواجه است. باید توجه داشت که انقباض در کجا و تا چه حد ممکن است رخ دهد.

**سرمایه‌گذاری تجاری:** لازم است به این پرسش توجه شود که آیا تعهدات و سرمایه‌گذاری‌های واقعی از نظر مادی افزایش می‌یابند - مثلاً دو درصد از تولید ناخالص داخلی یا بیشتر؟ اگر چنین باشد، احتمال حرکت به سمت بهره‌وری شتابان افزایش می‌یابد و بازگشت به وضعیت انبساطی ترازنامه بعید می‌شود.

## تغییر استراتژی بر اساس سناریو

برخی از شرکت‌ها ممکن است بخواهند روی یک سناریوی خاص تمرکز کنند، در حالی که برخی دیگر ممکن است تصمیم بگیرند که وقوع چند سناریوی متفاوت را محتمل بدانند. سناریوی «بازگشت به دوران پیشین»، مثل همیشه، با خطراتی همیشگی و نسبتاً قابل‌پیش‌بینی همراه خواهد بود. به همین دلیل، آماده‌شدن برای رویارویی با سه گزینه‌ای که تغییرات قابل‌توجه‌تری را احتمالاً در پی خواهند داشت، ممکن است اقدامات خاصی را طلب کند:

**اتورم و بهره‌ا بالاتر برای مدت طولانی‌تر** (مانند دوران پس از شوک نفتی ایالات متحده، دهه ۱۹۷۰): در این سناریو، تعدادی از قابلیت‌ها به تمایز رقابتی تبدیل می‌شوند و وضعیت نرمال جدید را رقم خواهند زد. در چنین وضعیتی، کسب‌وکارها می‌توانند رویکردی سه‌جانبه در حوزه‌های «قیمت‌گذاری»، «تدارکات» و «بهره‌وری» را برای مواجهه با بالارفتن قیمت نهاده‌ها و افزایش دستمزدها اتخاذ کنند. آنها همچنین می‌توانند ترکیب سبد کسب‌وکار خود را تغییر دهند تا از رشد و هزینه‌های سرمایه‌ای بالاتر بهره‌مند شوند و در برابر افزایش هزینه‌های نهاده‌ها و نیروی کار، از خود محافظت کنند. باید توجه کرد که مساله «مقیاس» برای محافظت از حاشیه سود نیز اهمیت بیشتری پیدا کرده است. در محیطی که هزینه و نرخ‌ها در حال افزایش است، قرار گرفتن در یک وضعیت با ثبات و مطلوب می‌تواند جذاب باشد. برای این منظور، بهره‌مندی از سررسیدهای طولانی‌مدت در تامین مالی تا قراردادهای بلندمدت برای نیروی کار و تامین‌کنندگان، از مناسب‌ترین شیوه‌های ممکن است. همچنین با کاهش نابرابری، شرکت‌ها می‌توانند تمرکز خود بر ارائه خدمات مقرون‌به‌صرفه بازار را تقویت کنند. سرمایه‌گذارانی که به دنبال محافظت از دارایی‌ها و ثروت خود در برابر «فرسایش تورمی» هستند نیز محیطی با بازده بالاتر خواهند یافت. موسسات مالی باید مدل‌های کسب‌وکار مرتبط با ترازنامه‌های انبساطی را بازنگری کنند. به عنوان مثال، بانک‌ها می‌توانند به دنبال افزایش درآمد خالص خود با توسل به مدل‌های تجاری مبتنی بر «کارمزد» باشند و کمتر به «مدیریت ثروت برای ثروتمندان» اتکا کنند.

**تعدیل ترازنامه** (مانند دوران پس از ترکیدن حباب املاک و مستغلات ژاپن، دهه ۱۹۹۰): وجود بستری با «هزینه‌های انعطاف‌پذیر» و تلاش برای «کاهش قرار گرفتن در معرض بدهی» و ایجاد «ترازنامه قدرتمند» می‌تواند به کسب‌وکارها در افزایش انعطاف‌پذیری در این سناریو کمک کند. آنها همچنین ممکن است بدهی‌های خود را کاهش دهند، قرار گرفتن در معرض قیمت‌های بازار سهام و املاک را محدود کنند، و بدهکارانی را شناسایی کنند که ممکن است در چنین سناریویی برای بازپرداخت‌ها با مشکل مواجه شوند. همچنین، داشتن ترازنامه‌های قدرتمند می‌تواند به غلبه شرکت‌ها بر تنش‌های ناگهانی کمک کند و در هنگام ظهور فرصت‌های «ادغام و تملیک»، از این موقعیت‌ها به بهترین شکل، بهره‌مند شوند. به همین ترتیب، سرمایه‌گذاران به دنبال محافظت در برابر تصحیح دارایی‌ها و پیش پرداخت‌ها هستند. در این سناریو، «نگهداری پول نقد» نمی‌تواند بدترین گزینه در نظر گرفته شود. موسسات مالی ممکن است در شرایطی قرار بگیرند که بی‌شبهت به سال‌های پس از بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۹ نباشد. ممکن است فرصت‌های قابل‌توجهی برای تثبیت و «ادغام و تملیک» در پیش باشد.

**شتاب بهره‌وری** (مانند وضعیت ایالات متحده پس از جنگ جهانی دوم، اواخر دهه ۱۹۴۰-۱۹۵۰): برای بهره‌مندی از مزایای «شتاب رشد»، منطقی است سرمایه‌گذاری‌های قابل‌توجهی در حوزه‌های فناوری، ظرفیت‌سازی و اتوماسیون صورت بگیرد تا بدین صورت، امکان رشد بازار سایر رقبا تحت‌تاثیر قرار بگیرد. شرکت‌هایی که شتاب بهره‌وری را هدایت می‌کنند - برای مثال، از طریق ارائه فناوری‌های جدید - ممکن است بتوانند ارزش قابل‌توجهی کسب کنند. از آنجایی که سرمایه انسانی و مادی ممکن است دچار کمبود شود، کسب‌وکارها باید به نحوه دسترسی به بازارهایی که ممکن است برای هر دو بسیار رقابتی باشد، توجه ویژه‌ای نشان دهند.