

خطر بروز حباب قیمتی در چین

ممکن است وجود تشابهاتی بین چین امروز و ژاپن دهه 1980 هشدارآمیز به نظر برسد ، اما بعید است که رونق اقتصادی چین به کساد طولانی مدت منجر شود.



به لطف محرک های پولی و مالی بسیار ، چین توانست سریعتر از هر اقتصاد بزرگ دیگر به دوران رشد بازگردد.

در آخرین فصل منتهی به سال 2009 تولید ناخالص ملی واقعی چین 10 درصد رشد کرد. اما بسیاری از بدبینان ادعا می کنند که این بهبود بر پایه هایی لرزان بنا شده است. در واقع آنها بیان می دارند که شرایط چین امروز همچون ژاپن اواخر دهه 1980 می باشد که منجر به ترکیدن حباب قیمتها و رشد کند دو دهه پیش گردید.

از این بدتر اینکه اگر چین دچار کساد گردد با در نظر گرفتن اینکه کشورهای ثروتمند هنوز وضعیت اقتصادی شکننده ای دارند می تواند نه تنها منجر به موج شدیدی در چین بلکه در کل اقتصاد جهان گردد.

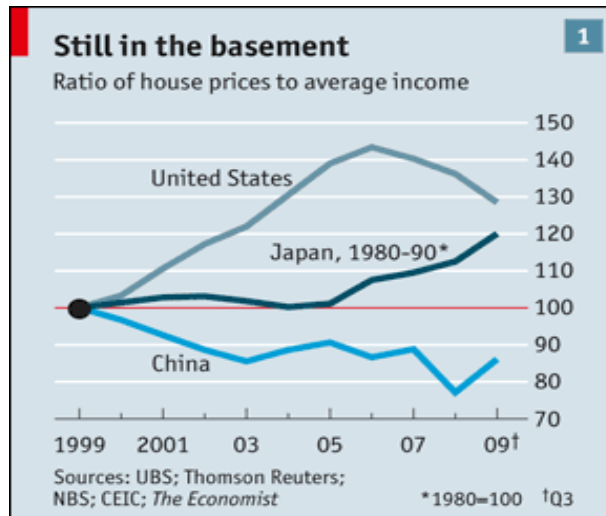
در اینصورت مشابهت بین چین امروز و ژاپن که در اواخر دهه 1980 دچار حباب قیمت ها شد ، نگران کننده می باشد.. به شکل غیر عادی پس انداز بالا و واحد پولی که کم ارزش گذاری شده ، موجب رشد سریع صادرات محور و بیشترین مازاد حساب جاری در جهان شده است. بحث می شود که سرمایه گذاری زیاد گذشته منجر به حجم مازاد و کاهش بازدهی سرمایه می گردد. درحالیکه بازار سهام و املاک به شکل خطرناکی در حباب قرار می گیرد. حجم انبوهی از وام بانکی منجر به وام های سوخت شده می باشد.

فقط در آخر دهه 1980 زمانی که اقتصاد ژاپن در حالی که به پیشی گرفتن از آمریکا بود جهش قدرتمند چین همگان را واداشت که اعلام کنند چین زودتر از انتظار در اوج قرار خواهد گرفت. در نقطه مقابل سراسیمگی ناشی از گزارش های بدبینانه به شک هشدار آمیزی حاکی از انفجار درونی اقتصادی چین می باشد. جیمز چانوس یک سرمایه گذار صندوق پوشش ریسک (یکی از اولین تحلیلگرانی که کشف کرد که مزایای شرکت انرون یک رویای واقعی است) می گوید که چین همچون دویی یا حتی 1000 برابر بدتر از آن می باشد. یکی دیگر از صندوق های پوششی (مدیریت سرمایه پیوت) بحث می کند که امکان سقوطی سخت به همراه رکود در مخارج سرمایه ای و بروز بحران بانکی در حال افزایش است.

اما scary stuff با بررسی دقیق سه دلیل اصلی بدبینان _ قیمت های دارایی زیاد ارزش گذاری شده , سرمایه گذاری بیش از حد و اعطای وام بیش از اندازه _ متذکر می گردد که اقتصاد چین قوی تر از آنی می باشد که دیگران فکر می کنند. قیمت سهام در چین در هیچ زمانی به سستی سهام در آخر دهه 1980 نبوده است. در 1989 بازار سهام توکیو نرخ بازدهی قیمتی نزدیک 70 داشته است در حالیکه برای بازار سهام شانگهای این رقم برابر 28 می باشد. که از رقم متوسط بلندمدت آن یعنی 37 کمتر می باشد. قیمت ها سال گذشته 80 درصد رشد داشت اما بازارها در اقتصادهای بزرگ نوظهور حتی بیش از این رشد داشت : برزیل هند و روسیه با میانگین 120 درصد افزایش قیمت را در برابر دلار شاهد داشتند. روند سود آوری بیش از هر جای دیگری جهش داشت که در مورد صنعت 70 درصد بیشتر از سال پیش بوده است.

بازار املاک در چین داغ می باشد. قیمت آپارتمان های جدید در پکن و شانگهای در سال 2009 تا 50-60 درصد افزایش داشت. تعدادی از پروژه های اسراف گونه در مقایسه با دویی به شکل عمومی اجرا شدند. همچون مجموعه جهان یک طرح توسعه مجلل در تیانجان 120 کیلومتری پکن که در آن خانه ها مطابق نقشه جهان منظم شده اند , به همراه بزرگترین پیست اسکی سرپوشیده و یک هتل 7 ستاره.

اما بصورت ملی میانگین قیمت خانه ها نمی تواند بیانگر حباب باشد. در 14 ژانویه کمیسیون توسعه و اصلاح ملی گزارش کرد که قیمت میانگین در 70 شهر تا دسامبر 8 درصد افزایش داشته که بیشترین رشد 18 ماهه می باشد. اندازه گیری های دیگر بیانگر رشد بیشتر می باشد. این افزایش پس از یک کاهش در سال 2008 می باشد . با اکثر اندازه گیری ها قیمت های میانگین نسبت به درآمد در طول یک دهه گذشته کاهش داشته است. (نمودار شماره 1)



بالاترین دلیل وجود حباب - و بنابراین فروپاشی قریب الوقوع - نسبت نرخ میانگین خانه به درآمد میانگین سالانه خانوار می باشد. این نسبت تقریباً در چین 10 می باشد. در حالیکه در کشورهای پیشرفته فقط 4 یا 5 است. اما tao wang اقتصاددان UBS معتقد است معیار کشورهای پیشرفته گمراه کننده است. خریداران خانه در چین دارای درآمد میانگین نیستند اما بیشتر، شامل 20-30 درصد ثروتمندترین جمعیت شهری می شوند. با احتساب این گروه درآمدی این نرخ به سطح کشورهای ثروتمند نزدیک می شود. در ژاپن نرخ قیمت به درآمد به عدد 18 در 1990 رسید که دوره پرداخت وام خریداران را به 100 سال رساند. از این گذشته برای خانه ها در چین نسبت به مشابه آن در ژاپن در 20 سال پیش، وام کمتری پرداخت شده است. یک چهارم خریداران خانه بصورت نقدی خانه می خردند. وام اخذ شده به شکل میانگین حدود نصف ارزش ملک را شامل می شود. برای خانه دار شدن باید سپرده 20-40 درصد سرمایه گذاری را پرداخت نمایند. بدهی کلی خانواده های چینی در مقایسه با 130 درصد، فقط 35 درصد درآمد قابل تصرف آنها را پوشش می دهد. توسعه و گسترش املاک در چین عمدتاً از طریق پس انداز تامین مالی می شود نه از طریق وام. مطابق بررسی yan wang اقتصاددان موسسه تحقیقاتی BCA که یک شرکت کانادایی می باشد، تنها یک پنجم ساختمان سازی از طریق وام بانکی تامین می گردد. در برابر 56 درصد وام بانکی اعطایی در آمریکا تنها 17 درصد در چین به خانوارها پرداخت شده است. حباب ایجاد شده از طریق پس انداز نسبت به حباب ایجاد از طریق وام کمتر مخاطره آمیز می باشد. زمانی که حباب بازار شروع به ترکیدن نماید سفته بازان پرریسک مجبور به فروش می شوند، قیمت ها پایین تر می آید که موجب می شود قرض گیرندگان متضرر گردند.

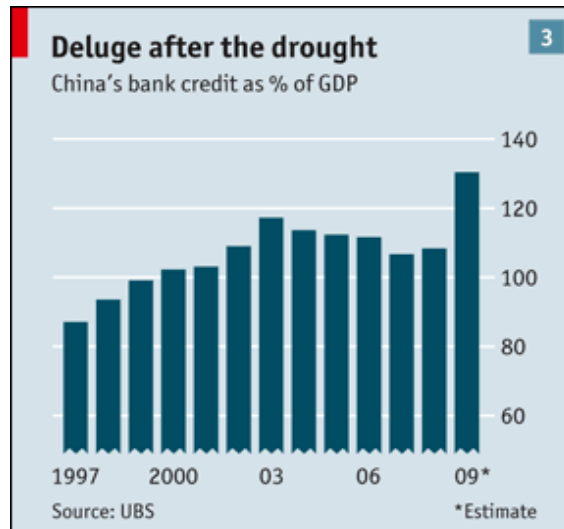


تعدادی از تحلیلگران مخالف این هستند. Pivot بعنوان مثال بحث می کند که زیرسازی در چین به سطح بالایی رسیده است. چین دارای 6 پل بزرگ از بزرگترین پل های دنیا و نیز سریعترین قطار جهان می باشد. که در نتیجه جای کمی برای بهره وری بیشتر باقی می ماند. این نیز نکته ای نادرست می باشد. کشوری که 40 درصد

روستاهایش فاقد راه آسفالته به نزدیکترین بازار شهر است . , هنوز چشم انداز وسیعی برای جاده سازی دارا می باشد. همین مورد برای ریل راه آهن مصداق دارد. مقایسه بین چین امروز با آمریکای یک قرن پیش شایسته بررسی است. چین به سختی دارای وسعت سرزمینی است که آمریکا دارد. اما 13 برابر آمریکا جمعیت دارد. اما در برابر 400000 کیلومتر ریل راه آهن در آمریکا در 1916 تنها دارای 110000 کیلومتر راه آهن تا سال 2012 خواهد بود. برخلاف ژاپن که نیاز به زیر ساخت های زیاد جهت نیاز اقتصادی ندارد چین به امور زیربنایی بهتری نیازمند است.

این درست است که در کوتاه مدت بهره ای که از پروژه های زیر بنایی حاصل می شود امکان پوشش بدهی ها را نداشته باشد. که دولت را مجبور به پوشش زیان می کند , اما در بلندمدت چنین پروژه هایی باید بهره وری اقتصادی را ارتقا بخشد. در میانه قرن 19 راه آهن بریتانیا بازدهی مالی کمی ایجاد کرد اما در بلند مدت منافع اقتصادی به بار آورد.

سومین شباهت چین با ژاپن بزرگترین علت نگرانی نیز می باشد. که همان موج اخیر وام دهی بانک ها می باشد. اعتبار کل بیش از 30 درصد طی یکسال گذشته افزایش داشته است. حتی گمان می رود که امسال تا کمتر از 20 درصد کاهش یافته باشد. همانطور که دولت اشاره کرده کل اعتبار 135 درصد GDP تادسامبر برسد. این هفته آنها نرخ ذخیره بانکی را تا 5. درصد و همچنین بهره اسناد بانکی را افزایش دادند.



تعداد زیادی از مفسران طوری از این موضوع صحبت می کنند. که گویی بانکهای چینی سالها به اعطای وام به شکل اسراف کارانه اقدام کرده اند. به جای آن جهش سریع در 2009 که توسط دولت برای احیای اقتصاد ایجاد گشته سالها تداوم داشته که در آن اعتبارات آهسته تر از GDP رشد کرده است. MICHAEL BUCHANAN از گلدمن ساکس تخمین می زند که از 2004 اعتبار اضافی چین (فاصله بین نرخ رشد اعتبار و GDP اسمی) کمتر از اغلب اقتصادهای کشورهای پیشرفته افزایش داشته است.

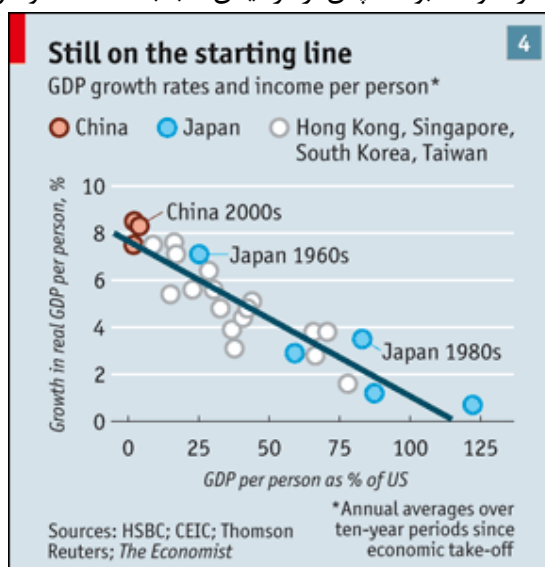
حتی تاکنون وامهای اعطایی به میزان زیادی فزونی یافته که به همراه ظرفیت بالا در تعدادی از صنایع احتمالا "افزایشی در وامهای غیر عملیاتی بانکی ایجاد می کند. خانم WANG محاسبه کرده که اگر 20 درصد تمام وامهای جدیدی که در سال گذشته داده شده و 10 درصد اضافه ای که امسال انجام شده ، سوخت شده باشد این وامها در مقایسه با 2 درصد در حال حاضر معادل 5.5 درصد GDP تا سال 2012 خواهد بود.

مقدار زیادی از وامهای بانکی سال گذشته باید به عنوان شکلی از محرک های مالی محسوب گردد. پروژه های زیربنایی که امید کمی برای بازپرداخت وامها را دارد ، توسط دولت پایان خواهند یافت. بسیار بهتر بود اگر چنین پروژه هایی از طریق بودجه دولتی به شکل شفاف تامین مالی می شد. اما سوال مهم این است که آیا دولت خواهد توانست از عهده پوشش خسارت برآید. بدهی ناخالص دولتی کمتر از 20 درصد GDP است اما منتقدین معتقدند که این عدد بسیار کمتر از مقدار واقعی است. چون تنها شامل بدهی بخش عمومی - دولتی و نیز اوراق صادره توسط شرکت های مدیریتی می گردد که موجب وامهای غیر عملیاتی قبلی بانکی می شود. مجموع بدهی دولتی شامل 50 درصد GDP می شود. اما با این وجود پایین تر از نرخ کشورهای ثروتمند است که حدود 90 درصد است. از این گذشته دولت چین مالک تعداد زیادی از دارایی ها است همچون سهام شرکتهایی که 35 درصد ارزش GDP را به خود اختصاص داده اند.

با توجه به بحث فوق حتی اگر نگرانی ها درباره شکست مالی در چین زودرس باشد ، خطرات حبابی خطرناک و سرمایه گذاری زیاد به طور واضح افزایش خواهد یافت. اگر اعتبارات با روند اخیر

گسترش یابد. این مشکلات می تواند موجب وحشت و انفجار گردد. آیا این به معنای پایان دوران رشد سریع چین می باشد؟

پیش بینی هایی که بیانگر رکودی همچون مورد ژاپن است به تفاوت بین چین امروز و ژاپن اواخر 1980 بی توجهی کرده است. ژاپن اکنون به دوران بلوغ خود رسیده و اقتصادی توسعه یافته با GDP نزدیک آمریکا می باشد. اما چین کشوری فقیر در حال توسعه و GDP سرانه آن کمتر از 1. ژاپن یا آمریکا است. اقتصاد چین با افزودن به موجودی سرمایه ورود تکنولوژی خارجی و ارتقا بهره وری توسط جایگزینی نیروی کار از بخش کشاورزی به سمت کارخانه ها جای رشد فراوانی داراست. برای چین ساده تر خواهد بود تا پس از ترکیدن حباب اقتصاد خود را بهبود بخشد.



نمودار 4 ارتباط بین نرخ رشد و درآمد سرانه شش کشور آسیایی را نشان می دهد. هر نقطه روی نمودار نرخ رشد کشور و GDP سرانه را نسبت به آمریکا برای 10 سال متوالی نشان می دهد. این نمودار نشان می دهد چگونه نرخ رشد وقتی اقتصاد آن کشورها به آمریکا نزدیک می شود، پایین می آید. این حقیقت که GDP سرانه چین خیلی کمتر از سرانه ژاپن در دهه 1980 است بیانگر این است که پتانسیل رشد در دهه آینده خیلی بالاتر خواهد بود. حتی اگر نیروی کار چین بعد از 2016 کاهش یابد بازده بهره وری سریع به این معنا است که روند رشد GDP که اکنون حدود 8 درصد است از 10 درصد دهه گذشته کمتر می باشد.

مقایسه بازار سهام ژاپن و حباب های قیمتی - زمین در دهه 1960 نسبت به حباب دهه 1980 معیار بهتری ارایه می دهد. در آن زمان اقتصاد ژاپن فقیر بود گرچه نسبت به GDP سرانه آمریکا 2 برابر چین امروز بود. و روند نرخ رشد حدود 9 درصد بود. مطابق HSBC بعد از ترکیدن حباب در 1962-65 نرخ سالانه ژاپن تا 6 درصد پایین افتاد سپس سریعاً تا 10 درصد در دهه بعد افزایش یافت.

همچنین کره جنوبی و تایوان که حباب بزرگی را در بازار سرمایه در دهه 1980 تجربه کردند شایسته بررسی هستند. در طول 5 سال تا 1990 بازار سهام تایپه 1600 درصد سئول 700 درصد و

توکیو 450 درصد رشد قیمتی داشت. بعد از آنکه قیمت های سهام فرو ریخت رشد سالانه در کره جنوبی و تایوان حدود 6 درصد کاهش داشت اما خیلی زود روند قبلی 7-8 درصدی را پی گرفت. تا زمانیکه امور مالی و محاسباتی در شکل معقول خود قرار داشته باشد هرچه نرخ پتانسیل رشد کشور بالاتر باشد پس از حباب قیمت ها اقتصاد سریعتر بهبود می یابد. رشد سریع در GDP اسمی گویای آن است نیازی به کاهش قیمت ها برای حفظ ارزش دارایی ها نیست و از شر وامهای سوخته راحت تر می توان خلاص شد و ظرفیت اضافی می تواند سریعتر توسط تقاضای در حال رشد جذب گردد.

تجربه 1960 ژاپن بیانگر این است که اگر حباب چین بترکد روند رشد موقتا " صدمه می بیند اما به رکود بلندمدت منتهی نمی شود. تجربه ژاپن در دهه 1980 موجب توجه سیاست گذاران چینی به خود گردیده است. عده ای ژاپن را به خاطر انقباض و یک دهه از بین رفتن رشد ملامت می کنند. با توجه به اینکه دولت ژاپن به تقاضای آمریکا برای افزایش نرخ ین موافقت کرد. در 1985 بانک های مرکزی کشورهای پیشرفته در پیمان پلازا جهت مداخله برای کاهش ارزش دلار موافقت کردند. تا 1988 ین در برابر دلار 100 درصد افزایش یافت. دلیلی که سیاست گذاران پکن از افزایش ارزش یوان جلوگیری می کنند این است که می ترسند مثل ژاپن اقتصاد دچار رکود انقباضی گردد.

درس گرفتن از اشتباه



اما اشتباه واقعی ژاپن این نبود که اجازه افزایش ارزش ین را داد بلکه آن بود که برای مدت طولانی در برابر افزایش ارزش آن مقاومت کرد. بطوریکه در زمان انجام آن موجب افزایش صعودی ارزش ین شد.

دومین اشتباه ژاپن این بود که سعی کرد اثرات اقتصادی ناشی از این کار را با سیاست پولی آسان تری مرتفع کند. اگر سیاست پولی انقباضی تر بود حباب مالی کوچکتر می بود و عواقب آن کمتر موجب صدمه می گردید. این موضوع موجب دو درس مهم برای چین است. اول آنکه بهتر است اجازه دهد نرخ ارز زودتر و به تدریج افزایش یابد تا اینکه بعداً " مجبور شود ناگهانی خطر افزایش ارزش پول را بپذیرد. افزایش ذخیره های پولی گام کوچکی در مسیر صحیح است. برخلاف

خرناس خرس شکست اقتصاد چین نه نزدیک و نه اجتناب ناپذیر است. اما اگر درس اشتباهی از مورد ژاپن گرفته شود روزی اقتصاد دچار ازهم گسیختگی خواهد شد.

برگرفته از ECONOMIST (ترجمه توسط بخش تحلیل و مقالات کارگزاری حافظ)

1388/11/4