

# معمای نظام اعتباری چین

گفت‌وگوی رابرت برنر با ویکتور شی



ترجمه‌ی سیدرحیم تیموری



رابرت برنر (چپ) و ویکتور شی (راست)

شما به‌عنوان تحلیل‌گر پیشگام نظام اقتصادی و مالی چین، یکی از نخستین کسانی بودید که مسئله‌ی تعمیق بدهی و اثرات آن را بر جمهوری خلق چین شناسایی و با کمیت بیان کردید و درباره پیامدهای افول آن هشدار دادید. با چنین زمینه‌ای، آیا می‌توانید دیدگاه خود را درباره ظهور چین به‌عنوان کارگاه جهان و دومین اقتصاد بزرگ سیاره توضیح دهید؟ برآمدن این کشور به‌عنوان تولیدکننده‌ی طیف گسترده‌ای از مصنوعات کارخانه‌ای به آن اجازه داد، از طریق واردات، مجموعه‌ی فزاینده و پیچیده‌ای از کالاهای سرمایه‌ای و نهاده‌های واسطه‌ای موردنیاز برای صعود از نردبان تکنولوژیک را تأمین کند، که راه را بر مسیر رشد صادرات-محور<sup>۱</sup> که در عین حال، نسخه‌ی مؤثری از صنعتی‌شدن از طریق جایگزینی واردات<sup>۲</sup> بود، گشود. این کشور همچنین مازاد بالای حساب جاری و ذخایر عظیم ارزی، اغلب به شکل دلار، ایجاد کرد که معنایش آن بود که چین بدون زحمت قادر به تأمین شرکت‌های غیر-مالی خود با جریان مستمر وام‌ها و یارانه‌ها و پی‌ریزی رشد شتابان و سرمایه‌گذارانه‌ی آنها بود. اما چه‌گونه این امکان ایجاد شد؟ نظر شما درباره خاستگاه آغازین ترقی چین چیست؟

چین به‌عنوان یک قدرت صادراتی مهم از دهه‌ی ۱۹۸۰ تا میانه‌های دهه‌ی ۲۰۰۰، به موهبت نیروی کار ارزان و نسبتاً ماهر-نیروی کار در اواخر دهه‌ی ۱۹۷۰ از طریق اشتراکی‌زدایی<sup>۳</sup> از مزارع کشاورزی آزاد شد که محصول آن موج تاریخی تجاری‌شدن کشاورزی و صنعتی‌شدن روستایی (بنگاه‌های روستایی-شهری کوچک<sup>۴</sup>) بود- و

<sup>۱</sup> export-oriented growth path

<sup>۲</sup> import-substituting industrialization (ISI)

<sup>۳</sup> de-collectivization

<sup>۴</sup> (Township-Village Enterprises, or TVEs)

کاهش موانع تجاری در جهان پیشرفته - که در پذیرش چین در موقعیت دولت کامله‌الوداد<sup>۱</sup> و پیوستن این کشور به سازمان تجارت جهانی در شروع قرن بیست و یکم به اوج رسید - ظهور یافت. اتحاد شوروی بعد از جنگ جهانی دوم به یک خیز صنعتی بزرگ از طریق روش خودبسنده‌ی صنعتی شدن از طریق جایگزینی واردات نایل شده بود. در مقابل، چین ساخت صنعتی خود را از تغییر پارادایم به سوی جهانی شدن اقتصاد جهانی به قسمی که نقش کلیدی در آن ایفا کند، آغاز کرد. با گذشت زمان نیروی کار ارزان - به‌علاوه‌ی یارانه‌ها و وام‌های کم‌هزینه‌ی دولتی برای صادرکنندگان داخلی و خارجی - مازاد تجارت هنگفت و ذخایر بالای ارزی برای کشور به ارمغان آورد. در گام بعدی این مبلغ تقریباً به ۴ تریلیون دلار بالغ شد و با افزایش سپرده‌های بانکی/عرضه‌ی پول، تأمین مالی وام‌های آسان را برای چین مسیر کرد که رشد تاریخی کشور در تولید ناخالص داخلی و سرمایه‌گذاری را تضمین کرد.

ادغام چین درون زنجیره‌های کالایی و تجاری پیش‌موجود شرق آسیا چه نقشی در این مورد ایفا کرد؟ اغلب گفته شده این شبکه - ابتدا با مرکزیت ژاپن، تایوان و کره - بود که کالاهای سرمایه‌ای و نهاده‌های واسطه‌ای را تولید کرد که متعاقباً ارزش

---

#### <sup>۱</sup> Most Favoured Nation (MFN)

قاعده‌ی دولت کامله‌الوداد اعضای سازمان جهانی تجارت را از اعمال تبعیض میان اعضای دیگر در روابط تجاری منع می‌کند؛ به گونه‌ای که هریک از اعضا باید با سایر اعضا هم‌ون بهترین دوستان خود رفتار کند (ماده‌ی یک گات). در نتیجه، اعضای سازمان جهانی تجارت به‌طور یکسان از بهترین شرایط تجاری ایجاد شده در نظام تجارت یکدیگر (چه در رژیم تعرفه‌ای و چه در سایر مقررات تجاری) برخوردار خواهند بود. در واقع، این قاعده محصولات تمامی شرکای تجاری کشورهای عضو را در موقعیت برابر قرار می‌دهد. این وضعیت برای چین در دهه ۱۹۹۰ ایجاد شد-م.

کالاهای تولیدی در سرزمین اصلی چین و ارزش کالاهای صادراتی به بازار آمریکا و سایر اقتصادهای پیشرفته‌ی سرمایه‌داری را بالا برد. آیا با این استدلال موافقتی دارید؟

بله موافقم، اما سه دلیل دیگر نیز دارم که چرا چین توانست از موقعیت مرکزی خود در زنجیره‌ی ارزش جهانی به‌طور مؤثر بهره‌مند شود. نخست، برای چین با جمعیتی نزدیک به یک میلیارد نفر در ابتدای دهه‌ی ۱۹۸۰، اندازه و مقیاس نیروی کار ارزان مزیت بزرگ‌تری نسبت به ژاپن و کشورهای تازه صنعتی‌شده<sup>۱</sup> بود. این جمعیت عظیم افزایش عرضه‌ی نیروی کار را به‌طور مداوم ممکن کرد، که به خصوص با توجه به ورود اجتماع ۱۵۰ میلیونی کارگران مهاجر از حومه‌ها به بازار کار، فشار هزینه‌های نیروی کار را کاهش داد. این کارگران قادر بودند نیروی کار را به قیمت بسیار پایین عرضه کنند زیرا آنها می‌توانستند از مزارع کوچک دهقانی<sup>۲</sup> که هرگز آنها را رها نکرد، کمک‌هزینه بگیرند. دوم، خیزش چین با پیشرفت‌های عمده در تکنولوژی اطلاعات هم‌رویداد بود، که ایجاد ارتباطات بین‌المللی پیچیده و شبکه‌های حمل‌ونقل را ممکن کرد که از طریق آن اقتصاد گسترش یافت. سوم، جهانی‌شدن و موافقتنامه‌های بین‌المللی تجارت آزاد مانند نفتا و سازمان تجارت جهانی WTO که موانع وارداتی را در سراسر جهان کاهش داد، مسیر چین را نیز برای کسب بیش‌ترین مزیت از هزینه‌های مصرفی و قدرت رقابتی خود هموار کرد. بنابراین جمهوری خلق چین به بخشی از زنجیره‌ی تولید جهانی تبدیل شد، حتی بزرگ‌تر از تجربه‌ای که ژاپن انجام داده بود. بر اساس یک مطالعه، واردات از چین سریع‌تر از همه‌ی امواج پیشین واردات، به صنایع آمریکا ضربه زده است.<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> NICs

<sup>۲</sup> peasant plots

<sup>۳</sup> David Autor, David Dorn and Gordon Hanson, 'The China Syndrome: Local Labour Market Effects of Import Competition in the United States', *American Economic Review*, vol. ۱۰۳, no. ۶, October ۲۰۱۳.

نظر شما درباره‌ی نقش دولت چین در تضمین رشد چیست؟ سرمایه‌داری سازمان‌یافته چین که توسط یارانه‌ها و وام‌های نهادهای دولتی در همه‌ی سطوح - مرکزی، استانی، ناحیه‌ای، محلی - پیش رفته است، چه گونه به رشد اقتصادی چین تحرک بخشید؟<sup>۱</sup> آن‌چه که ما در این جا داریم نوعی وابستگی مسیر توسعه است، موقعیتی که تولیدکنندگان فراملی در بسیاری از بخش‌های صنایع سبک و همچنین صنایع سنگین، برای تأمین بخش روبه‌رشد زنجیره‌ی تولید خود به نهادهای چین متکی هستند. چین میلیاردها، حتی تریلیون‌ها دلار آمریکایی برای حفظ و توسعه‌ی جایگاه خود در زنجیره ارزش جهانی صرف کرده است. پشتوانه‌ای که سرمایه‌داری سازمان‌یافته‌ی چین برای این تلاش فراهم کرد تاحدودی زمین ارزان، زیرساختی در سطح جهانی، مالیات‌های پایین و قیمت‌های کاهش‌یافته‌ی انرژی، و تاحدودی نیز به صورت اعتبار ارزان برای صادرکنندگان داخلی، و شرکت‌های در رقابت با کالاهای وارداتی است.

دولت چین، در همه‌ی سطوح، نقش بارزی در تدارک همه این عوامل بازی کرده است. حکومت‌های استانی، ناحیه‌ای و محلی چین، به مانند حکومت‌های شهری و ایالتی آمریکا، بر سر جذب سرمایه با یکدیگر در رقابت بوده و این کار را با تدارک بیش‌ترین مشوق‌های ممکن برای تولیدکنندگان و صادرکنندگان شرکت‌های غیرمالی - برای ایجاد زیرساخت‌ها، آماده‌سازی و تغییر کاربری زمین، ارائه‌ی اعتبار و غیره - انجام داده‌اند. به این ترتیب، آن‌ها بخش تولید چین را به صعود از نردبان تکنولوژیک سوق داده‌اند، تا جایکه این بخش با ساخت کالاهای پیچیده قادر به رقابت با طیف متنوعی از تولیدات کارخانه‌ای کشورهای رقیب است.

شما گفته‌اید که درآمدهای صادراتی وسیع و ذخایر حساب جاری چین، آن کشور را قادر کرد حجم زیادی اعتبار اعطا کند. پیامدهای اعطای اعتبار بر ارز آن کشور چه بوده است؟

در صعود معجزه‌آسای چین در زنجیره‌ی تولید جهانی، منطق خودتقویت‌کننده‌ی خاصی وجود داشت. به این معنا که، موهبت اولیه‌ی نیروی کار ارزان به چین اجازه داد مازادهای حساب جاری خود را از طریق صادرات - حداقل در گام نخست - صادرات صنایع تولیدی سبک ایجاد کند. به صادرکنندگان چینی از سوی خریداران آمریکایی و دیگر کشورهای فراسوی دریاها، دلار یا دیگر ارزها پرداخت می‌شد، اما آن‌ها ارز را در بانک‌های خود با یوآن مبادله می‌کردند زیرا برای پرداخت کارگران چینی و خرید کالاهای سرمایه‌ای و نهادهای واسطه‌ای که در سطح داخلی عرضه می‌شدند، به پول محلی نیاز داشتند. بانک‌ها نیز دیر یا زود به وسیله‌ی بانک خلق چین PBOC<sup>۱</sup> دلارها را با یوآن مبادله کردند، که این حجم پول نیز به دلار و دیگر ذخایر ارزی اضافه شد. نتیجه‌ی این روند در بلندمدت، افزایش تصاعدی سپرده‌های رنمینبی<sup>۲</sup> در بانک‌های چین بود، که می‌توانست به صورت وام در اختیار شرکت‌های غیرمالی قرار داده شود، و ذخایر روبه افزایش دلار نیز در اختیار دولت چین قرار گرفت.

در صورت برابر بودن سایر شرایط، افزایش مازادهای حساب جاری چین و ایضاً ذخایر دلاری به این معنی بود که عرضه‌ی دلار از تقاضا برای آن پیشی خواهد گرفت. این امر فشار روبه بالا بر ارزش رنمینبی در برابر دلار ایجاد کرد، آغازی بر روند تقویت پولی رنمینبی که رقابت‌پذیری چین را تضعیف، و صادرات و مازاد حساب جاری این

<sup>۱</sup> People's Bank of China (PBOC)

PBOC بانک خلق چین یا همان بانک مرکزی این کشور است-م.

<sup>۲</sup> Renminbi

رنمینبی واحد پول رسمی کشور چین و یوان واحد پایه‌ی رنمینبی است-م.

کشور را کاهش داد. اما دولت چین ضمن تعهد به رشد مبتنی بر صادرات، مجموعه اقداماتی را برای ممانعت از افزایش نرخ ارز رنمینی تمهید کرد تا به نحوی جلوی این اتفاق را بگیرد.

مهم تر از همه، این کشور سیستم نرخ مبادله‌ی رنمینی-دلار ثابت و با حداقل نوسان، پیش برد. برای انجام این هدف، به اندازه‌ی لازم اسکناس رنمینی برای جبران کمبود تقاضا برای دلار در برابر یوآن چاپ کرد تا متمم مازاد حساب جاری چین باشد. در گام بعدی از یوآن برای خرید دلار در بازار بین‌المللی استفاده کرد، تا محرکی بر تقاضای غیرمکفی دلار به منظور ممانعت از افزایش ارزش رنمینی و حفظ نرخ ارز در یک سطح ثابت باشد. این اقدامات چین را قادر کرد مازاد حساب جاری خود را، در عین ممانعت از تقویت پول ملی، به‌طور مداوم افزایش دهد، که رقابت‌پذیری چین را حفظ و سیاست رشد مبتنی بر صادرات را پایدار کرد.

بدون مداخله‌ی بانک مرکزی چین، افزایش صعودی دلار در دست چینی‌ها نه تنها می‌توانست به افزایش ارزش پول ملی منتهی شود، بلکه سرمایه‌گذاران بخش خصوصی چین را به سرمایه‌گذاری دلارهای‌شان در سراسر جهان بدون تضمین نرخ‌های بالای برگشت سرمایه ترغیب می‌کرد. اما پکن میزان سپرده‌گذاری سرمایه‌گذاران خصوصی را در خارج به‌شدت محدود کرد و ذخایر ارزی خود را با اعمال رژیم سخت‌گیرانه‌ی کنترل سرمایه، کاهش داد. این کنترل‌ها تا حالا در ممانعت از صادرات بیش از حد سرمایه از سوی طبقه‌ی متمول نوظهور این کشور و محافظت چین در برابر پدیده‌ی شایع فرار سرمایه موفق بوده‌اند، همچنین مانع تضعیف ویرانگر پول ملی شده‌اند که درد مشترک بسیاری از اقتصادهای در حال توسعه است.

بنابراین مازاد و ذخایر دلاری چین به‌جای بخش خصوصی، در اختیار بانک مرکزی باقی مانده‌اند. این کشور از ذخایر دلاری برای تقویت بیش‌تر موقعیت بین‌المللی چین- از طریق خرید دارایی‌های مطمئن با ارزش اسمی دلار آمریکا، به خصوص اسناد و اوراق

خرانه‌داری، و نیز خرید بدهی شرکت‌های بدهکار تحت حمایت دولت آمریکا، از جمله فردی مک و فانی مه<sup>۱</sup> - استفاده کرده است. خرید بدهی دولت آمریکا در مقادیر هنگفت موجب افزایش عظیم در عرضه‌ی اعتبار به آمریکا در مقایسه با تقاضا برای وام شد، و در نتیجه هزینه‌ی استقراض را در آمریکا پایین آورد. بنابراین بانک مرکزی چین نه تنها اثر فشار به بالا بر ارزش دلار داشته، بلکه نرخ بهره‌ی آمریکا را پایین کشاند. در نتیجه، مصرف‌کنندگان آمریکا قادر بودند به راحتی و البته با پولی ارزشمند استقراض کنند. آن‌ها تقاضا برای صادرات چین در برابر واردات آمریکا را افزایش داده‌اند، که مازاد حساب جاری، تراز تجاری و ذخایر ارزی دلاری این کشور را بیش‌تر می‌کند: یک چرخه‌ی شگون‌مند که توسعه چین را تضمین کرده است.

### پی‌آمدهای این جریان بر شکوفایی چین چه بود؟

خوبی این چرخه‌ی خود-پیش‌رونده آن بود که چین را از نیاز به استقراض از خارج از کشور برای تأمین مالی صنعتی‌شدن از طریق جایگزینی واردات خلاص کرد، زیرا توانست برای تأمین مالی مسیر صنعتی شدن خود به افزایش عرضه‌ی پول اتکا کند. پول به شکل دلارهای حاصل از مازاد حساب جاری، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و معاملات سوداگرانه‌ی مشکوک به چین روان شد. دریافت‌کنندگان، این دلارها در ازای رهنمایی به بانک‌های خود فروختند. خودبانک‌ها حجم بالای اسکناس رهنمایی را تأمین کردند تا سپرده‌های دلاری ناشی از مبادله‌ی دلار با بانک خلق چین (PBOC) را پوشش دهند. بانک خلق چین جریان ورودی بالای دلار از سوی بانک‌ها را با چاپ پول پر قدرت<sup>۲</sup> مسدود کرد. بنابراین ایجاد پول پر قدرت از سوی PBOC به تحصیل

<sup>۱</sup> Freddy Mac and Fannie Mae

<sup>۲</sup> high-powered money



کنندگان ارز خارجی اجازه داد تا سپرده‌های رنمینی خود را حتی اگر مبادلات تقریباً در یک سطح باقی بماند، افزایش دهند.

در اواسط سال ۲۰۰۰، مازاد تجاری چین تقریباً به اندازه‌ی پنج درصدِ عرضه‌ی پول این کشور افزایش یافت، و پتانسیل رشد چین را به طرز معنی‌داری افزایش داد. رشدِ پیوندیافته با عرضه‌ی پول، که از اواسط دهه‌ی ۱۹۹۰ تا سال ۲۰۰۸ با سرعت بالا تداوم یافت، بسیار مهم بود. این امر به چین اجازه داد تا با صرف تریلیون‌ها یوان برای اعتبارات جدید در شرکت‌های غیرمالی به حفظ جایگاه چین در تولید جهانی کمک کند، که منجر به صعود در زنجیره‌ی ارزش تکنولوژیکی شود، و پیگیری سیاست جایگزینی واردات را در طیف وسیعی از کالاها امکان‌پذیر کند؛ روندی که زمینه را برای تولید و صادرات از سوی چین برای کالاهایی که قبلاً باید از خارج کشور خریداری می‌شد، فراهم کرد.

وابستگی حداقلی به بدهی خارجی، به چین اجازه داد تا صنعتی‌شدن از طریق جایگزینی واردات را بدون ضرورت مواجهه با تهدید بحران پرداخت‌ها که بسیاری از کشورهای در حال توسعه مجبور به رویارویی با آن بوده‌اند، دنبال کند - بحرانی که از ناحیه‌ی پسگرد بدهی‌های خارجی که ممکن است توسط افزایش کسری‌های خارجی، فروپاشی پول ملی و فرار سرمایه نیز تسریع شود. به همین ترتیب، چین نگرانی چندانی در زمینه سفته‌بازی علیه رنمینی نداشت، چرا که جریان ورودی عظیم دلار، به رغم همه‌ی مسائل، محرک رنمینی بود تا عامل تضعیف آن. بدین‌سان چین قادر بود مسیر صنعتی شدن صادرات-محور را به کار گیرد تا بر مسئله‌ی قدیمی فائق آید که همیشه عامل شکست تلاش‌های مدل صنعتی شدن از طریق جایگزینی واردات بود. این مسئله گرایش به ایجاد کسری‌های کنترل‌ناپذیر حساب جاری، به دلیل هزینه‌ی فزاینده‌ی واردات کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای برای حمایت از صنایع داخلی جدید، بود. اما، صنعت کاران چین

توانستند این مسئله را از طریق مزیتِ افزایشِ مازاد حساب جاری خود به‌سادگی حل کنند.

در سال ۲۰۰۸-۲۰۰۹ همراه با بقیه‌ی جهان، چین نیز به ورطه‌ی بحران مالی و اقتصادی جهانی درگلتید. پی‌آمد فوری آن وقفه در بازارهای صادرات تولیدات چینی، و کاهش سریع و در واقع پایدار رشد تقاضا برای صادرات که نقش محرک را در تولید ناخالص داخلی چین داشته، بود. بحران اقتصادی جهانی نقطه‌عطفی برای چین بود، لحظه‌ای که کشور خود را در این موقعیت اجباری یافت تا از مدل رشد با اولویت صادرات که برای نزدیک به سه دهه آن‌را دنبال کرده بود کنار بکشد، چنان‌که بخش صادرات آن نیز از اعطای دلار که تسریع‌کننده‌ی وام‌دهی بود دست کشید. می‌توانید توضیح دهید چه چیزی در پس این بحران قرار داشت و پکن چه‌گونه برای مقابله با آن تلاش کرد؟

با شروع بحران مالی جهانی، رشد صادرات چین به‌شدت کاهش یافت و واقعیت و شکل بحران متعاقب آن نشان داد که چین در دستیابی به رشد اقتصادی از طریق صادرات به جهان سرمایه‌داری پیشرفته دچار محدودیت بود. در خلال سال‌های پایانی رونق چین، صادرات کالاها رشد چشمگیری داشت، تقریباً میانگین ۲۰ درصد طی هر سال. اما در سال ۲۰۰۹، صادرات چین منفی ۱۸ درصد کاهش یافت. افزایش صادرات به شدت عقب‌گرد داشت، به‌طور متوسط ۲۵ درصد در سال ۲۰۱۱-۲۰۱۰. ضمناً تا سال ۲۰۱۲، ماه عسل تمام شد و رشد صادرات کالاها به حدود ۷ برای سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۱۲ و منفی ۲ درصد در سال ۲۰۱۶-۲۰۱۵ سقوط کرد. مازاد حساب جاری چین نیز مسیری مشابه را طی کرد. این مازاد از ۴-۳ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۴ به ۱۰-۸ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۸-۲۰۰۹ افزایش یافته بود. اما در سال ۲۰۱۱ به ۲ درصد تولید ناخالص داخلی کاهش یافت و تا سال ۲۰۱۶ در همین سطح باقی ماند.

با این حال، فروپاشی صادرات بلافاصله تحقق نیافت، زیرا رژیم راه‌هایی برای مقابله با سقوط در اختیار داشت. واکنش آغازین دولت به افت صادرات و رکود اقتصادی متعاقب آن، جبران کاهش سقوط سنگین تقاضا از خارج کشور با ایجاد تقاضای داخلی بود. این واکنش به یک سنخ از کینزگرایی تبدیل شد که اگرچه اسلوب آن معرف حضور همه است، اما در مقیاسی اجرا شد که به لحاظ تاریخی بی‌سابقه بود. ون جیابائو ترکیبی از یک سیاست مالی فعال و یک سیاست پولی سهل‌گیرانه را اتخاذ کرد تا یک بسته‌ی محرک چهار تریلیون یوانی (۵۸۰ میلیارد دلاری) را برای سال‌های ۲۰۰۹ و ۲۰۱۰ اجرا کند. مع‌هذا، اجرای آن سیاست شاهی بر مشکلات در دورنمای آینده‌ی چین بود که بخش بزرگی از این حجم اعتبارات به جای اقتصاد واقعی به بازارهای دارایی و سهام هدایت شد- و به جای کالاهای سرمایه‌ای و دستمزدها از دارایی‌های مالی سر درآورد. بنابراین در چین نیز به مانند جاهای دیگر، افزایش تولید ناخالص داخلی به ازای تزریق اعتبار به‌شدت کاهش یافت.

هنگامی که بحران در سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۹ اوج گرفت، بانک‌ها دارای سرمایه‌گذاری خوب و نقدینگی بسیار بالایی بودند که آن‌ها را قادر ساخت با افزایش وام دهی به بیش از ۳۰ درصد در سال اول اجرای بسته‌ی محرک، واکنش مقتضی نشان دهند. با این حال چین تنها می‌توانست این مسیر را برای مدت زمان محدودی دنبال کند، زیرا مازاد حساب جاری که در طول رونق صادرات انباشته شده بود به‌سرعت توسط بسته‌ی محرک هزینه شد و کاهش شدید رشد صادرات مانع اشباع مجدد حساب جاری شد. مازاد تجاری و ورودی‌های ارزی، تزریق سیستم بانکی با سپرده‌های جدید را که در گذشته به بانک‌ها اجازه گردش دارایی‌های غیرنقدی و تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی جدید را می‌داد، متوقف کردند. چین مجبور بود در شرایط نامطلوب فعلی، راه‌های دیگری برای تزریق اعتبار به درون اقتصاد پیدا کند.

حکومت چین چه‌گونه به ضرورت توسعه‌ی اعتبار برای تحرک بخشیدن به رشد پاسخ داد، آن هم در مواجهه با کاهش سپرده‌ها که مدت‌های مدید از طریق مازاد بالای حساب جاری خود در اختیارش بود؟

چین برای تداوم رشد اقتصادی به روش دوره‌ی رونق بزرگ خود مجبور بود یک مازاد تجاری بالا، در حدود ۲-۳ درصد از عرضه‌ی پول سالیانه، تولید کند. اما تحقق این مهم نیازمند بازارهای نوظهور در جهان درحال توسعه بود تا چین را با تقاضای صادراتی بالا، مازاد حساب جاری بیش‌تر، افزایش ورودی‌های ارزی و افزایش حجم پول در حساب‌های بانکی تأمین کند؛ معلوم بود که تحقق موارد فوق غیرممکن است. بنابراین چین مجبور بود برای افزایش وام‌دهی به ایجاد پول توسط بانک خلق چین اعتماد کند. نقطه‌ی اوج آن در سال ۲۰۰۸ بود که ورودی خالص ارزی طی یک دوره‌ی ۱۲ ماهه سپرده‌های بانکی را تقریباً به ۷ درصد از دارایی‌های بانکی رسانده بود. حتی تا اواسط سال ۲۰۱۱، ورودی‌های خالص ارزی هنوز سپرده‌ها را معادل ۳٫۵ درصد از دارایی‌های بانکی در یک دوره‌ی ۱۲ ماهه افزایش می‌داد. اما سال ۲۰۱۲ پایان خط بود. در این سال، ورودی‌های ارزی تنها معادل ۰٫۵ درصد از دارایی‌های بانک‌ها طی یک دوره‌ی ۱۲ ماهه بود. بنابراین چین در شروع سال ۲۰۱۲، برای رشد پایدار خود، افزایش حجم اعتبار از طریق چاپ یوان را آغاز کرد، به جای این که به افزایش سپرده‌های بانکی رنمینبی ناشی از افزایش ورودی‌های دلاری تکیه کند. خلق آسان پول به‌عنوان متمم ورودی‌های ارزی تبدیل به خاطره‌ای از گذشته شده است.

آیا مسیر رشد از طریق ایجاد بدهی بیش‌تر، و فراتر از مازاد حساب جاری، واقعاً پایدار است؟ شما انتظار چه مسائلی را در صورت تحقق این مسیر دارید؟

چین با یک تناقض ذاتی مواجه است بین آنچه که باید برای تداوم رشد و حفظ موقعیت خود در زنجیره‌ی تولید جهانی انجام دهد- که مستلزم ایجاد حجم بیش‌تری از اعتبار

است- و آنچه باید برای ممانعت از کاهش نرخ مبادله‌ی رنمینبی و افزایش فشار خروج سرمایه از کشور انجام دهد- که در گرو افزایش نرخ‌های بهره و کاهش ایجاد اعتبار است. این تناقض در طی زمان شدیدتر شده، زیرا برای تحریک مقدار معینی از رشد، اعتبار بیش‌تری نیاز است.

الزامی که این بدهی فوق‌العاده بالا برای چین ایجاد می‌کند در سطوح عظیم اعاده‌ی بدهی - پرداخت‌های بهره - همراه با آن آشکار است. در دوره ۱۲ ماهه منتهی به ژوئن ۲۰۱۷، میزان افزایش پرداخت‌های بهره عملاً نزدیک به ۸ تریلیون رنمینبی از افزایش تولید ناخالص داخلی اسمی پیشی گرفت. از آن‌جا که نکول بدهی در دستور نبود، بار اضافی بهره باید به نحوی تأمین مالی می‌شد. افزایش هزینه‌های استقراض می‌توانست توسط خود تولید ناخالص داخلی (درآمد) پرداخت شود، که مستقیماً کاهش رشد تولید ناخالص داخلی را همراه داشت. اما پرداخت‌های بهره‌ی جدید از طریق وام‌های مجدد پوشش یافت، که باعث افزایش بیش‌تر بدهی کل شد. بنابراین طبق تعریف، اقتصاد چین - با درگیر شدن در آنچه هایمن مینسکی استقراض پونزی<sup>۱</sup> نامیده - تبدیل به یک نظام پونزی شده است.

در نتیجه، اگر چین بخواهد از کاهش نرخ رشد ممانعت کند، مجبور خواهد بود گسترش اعتبارات را با یک نرخ بزرگ و همواره افزایشی دنبال کند، همان کاری که تاکنون انجام داده است. اما اگر اقتصاد به همین روش فعلی بدهی‌ها را انباشته کند، به‌ناگزیر ارزش رنمینبی پایین خواهد رفت و فشار برای فرار سرمایه ایجاد می‌کند. با ایجاد شکاف در دیوار کنترل سرمایه، راه بر بحران مالی باز خواهد شد. از سوی دیگر، اگر چین افزایش نرخ‌های بهره‌ی داخلی را انتخاب کند که رشد اعتبار را کاهش می‌دهد و ارزش را سرپا نگه می‌دهد، این گزینه روند خروج سرمایه از کشور را کاهش

---

<sup>۱</sup> Ponzi borrowing

خواهد داد اما همزمان وام‌دهی و سرمایه‌گذاری داخلی را که برای رشد بسیار پایدار ضروری است، کاهش خواهد داد.

به نظر می‌رسد چین باید بین ثبات سیاسی - که مستلزم رشد اعتبار و در نتیجه نرخ کاهنده‌ی ارز و نرخ افزایشی بدهی است - و ثبات مالی - که به معنی توقف فرار سرمایه و در نتیجه نرخ افزایشی ارز و رشد آهسته‌تر اعتبار است - یکی را انتخاب کند. به نظر می‌رسد کشور در برابر محدودیت‌های مدل اقتصادی خود قرار دارد. در سه یا چهار سال آینده، نیاز خواهد بود چین بین تقلیل پولی گسترده‌ی ناشی تداوم بدهی از یک سوی، و ترکیدن حباب مالی داخلی و متعاقب آن کاهش سرعت رشد از سوی دیگر، دست به انتخاب بزند. این انتخاب دشوار، آزمونی بر رهبری شی جین‌پینگ خواهد بود.

با توجه به تناقض‌های موجود در سیاست تحریک رشد از سوی وام‌های تحت ضمانت دولت، چه واکنش‌های سیاسی بدیلی از سوی رژیم چین قابل اعمال هستند؟

بحران ۲۰۰۹-۲۰۰۸ و دنباله‌های آن، واکنش‌های زیادی از سوی دولت چین به همراه داشت. سیاست‌گذاران باهوش چین تناقض‌ها و تضادهای عمیق حاصل از روش کشور در ایجاد کسب و کارها را درک کردند. هنگامی که شی در سال ۲۰۱۲ زمان امور را بدست گرفت، با شعار سیاسی «نرمال جدید»<sup>۱</sup> بر روی کاهش سرعت رشد بدهی، حتی به قیمت کاهش رشد GDP، هدف‌گذاری کرد. از دیدگاه مشاوران وی ممکن نبود نرخ رشد بدون فشار بالابه‌پایین بر رنمینی، که فشار را بر فرار سرمایه افزایش و راه را بر بحران خواهد داد، پایدار شود.

بنابراین دولت شروع به اجرای یک سری اقدامات برای حفظ ثبات و رشد کرد. نخست، کاهش سرعت رشد اعتبار را در دستور قرار داده است. چین اعلام کرده این

<sup>۱</sup> 'New Normal'

کار را انجام می‌دهد، اما این که آیا واقعاً بتواند آن‌را به سرانجام رساند هنوز مشخص نیست. دوم، چین باید سهم بزرگی نسبت به آنچه گسترش اعتبار در ایجاد سرمایه‌گذاری ثابت و کمک به حفظ موقعیت چین در صادرات تولیدی ایفا کرده، اختصاص دهد. بنابراین تلاش می‌کند تا حباب‌های قیمت دارایی‌ها، به‌خصوص قیمت زمین، ملک و سهام، را کاهش دهد، تا انگیزه برای مشارکت در فعالیت‌های سوداگرانه که مخل سرمایه‌گذاری تولیدی است کاهش یابد. سوم، چین در مواجهه با نرخ‌های بهره‌ی بالاتر نیاز دارد پول بیش‌تری را برای تأمین وام، بیش از آنچه مازاد حساب جاری و سپرده‌های بانکی مرتبط و ذخایر ارزی اجازه می‌دهند، کنار بگذارد. بنابراین، حداقل تا حدی، دولت به کاهش نرخ اندوخته‌ی بانکی [نزد بانک مرکزی] متعهد است. نهایتاً، چین باید ببیند چه دستاوردهای تجاری را می‌تواند با توسعه‌ی طرح «کمربند و جاده»<sup>۱</sup> - شبکه‌ی بنادر، راه‌آهن‌ها و بزرگراه‌ها که چین را از طریق آسیای مرکزی و اقیانوس هند به اروپا متصل می‌کند و دولت بر تأثیر بازرگانی آن اصرار دارد- تضمین کند.

درست است که هیچ‌کدام از این سیاست‌ها موفقیت فوق‌العاده‌ای نداشته‌اند، اما در مجموع به‌عنوان بخشی از عرضه‌ی پول در تثبیت سطح تجارت و مازاد حساب جاری موفق بوده‌اند. بدون این سیاست‌ها، مزادهای خارجی سهم ناچیز عرضه‌ی پول را منقبض می‌کردند. معذک هنوز هم، آینده به نظر نامطمئن است. رویداد احتمالی این است که با کندشدن رشد اقتصادهای آمریکا و اروپا در سال یا دو سال آینده، رشد تجارت و مازاد حساب جاری چین نیز کاهش خواهد یافت- با وجود روند اخیر برای توقف افزایش اعتبار، رشد عرضه‌ی پول از مازاد حساب جاری و تجاری پیشی خواهد گرفت. ایجاد رشد پایدار تحت پيشران بدهی، مسیری نامطمئن است.

---

<sup>۱</sup> Belt and Road Initiative

تا چه اندازه، برنامه‌ی سیاسی «نرمال جدید» دولت شی جین‌پینگ با نخبگان چین هماهنگی دارد، ثروت بادآورده‌ی چه اولویت‌هایی را بر دولت تحمیل می‌کند؟ آیا این لایه، حامی برنامه‌ی «نرمال جدید» هستند؟

معجزه‌ی چینی؛ افزایش بالای نابرابری اقتصادی و قطبی‌شدن ثروت را به همراه آورده که خود تمرکز فوق‌العاده‌ی ثروت در دست یک درصد بالایی جامعه را به دنبال داشته است. در سال ۲۰۱۱-۲۰۱۰، یک درصد قشر مرفه خانوارهای شهری تقریباً بیش از ۵ تریلیون دلار را در اختیار داشتند. طبیعتاً نمایندگی خواسته‌های این نخبگان اقتصادی جدید یکی از اولویت‌های اصلی دولت‌ها بوده است. مع‌هذا، دولت‌ها در تلاش برای اجابت خواسته‌های قشر مرفه مجبور بوده‌اند با انبوهی از انتخاب‌های دشوار مواجه شوند. تا سال‌های ۲۰۱۳-۲۰۱۲، کاهش نرخ‌های بهره‌ی واقعی، سیاست اعتبار آسان را سرعت بخشید. اما آن سیاست، فشار به پایین بر رنمینی را به دنبال داشت، که به معنی کاهش در ارزش دارایی‌های چین در چرخه‌های بین‌المللی و متناظر با آن نابودی ظرفیت خرید و سرمایه‌گذاری در خارج بود.

توانگران جدید چین، با وجود مالکیت بسیار بالای خود بر سهم ثروت کشور، حاضر نیستند گوشه‌ای بنشینند و کاهش ارزش دارایی‌های خود را ببینند. آن‌ها مستقیم و غیرمستقیم، بر کاهش کنترل سرمایه از سوی سیستم که نقش مرکزی را به استراتژی رشد کشور داده است، تأکید کرده‌اند. آنها نه تنها تلاش دارند حکومت را به کاستن از کنترل بر سرمایه ترغیب کنند، بلکه همچنین برای صادرات یواشکی سرمایه خود به آمریکا و مهاجرت فرزندان خود به سرزمین گانگسترها در تقلا هستند. درک بخشی از حکومت این است که کنترل سرمایه در نهایت ایجاد یک استراتژی اقتصادی مستقل را تضمین می‌کند و سعی کرده‌اند از آن در فضای سیاسی حمایت کند، هر چند از اعمال کنترل‌های خیلی سخت‌گیرانه اجتناب می‌کند.



## دولت این رویه را چه گونه پیش برد؟

ابتدا کارها خیلی هم بد نبود. تا همین اواخر، دولت با دقت مسئله را مدیریت کرد، زیرا سیستم بانکی اعتبار کافی را نه تنها برای تقویت رشد اقتصادی، بلکه برای حمایت از حساب‌های قیمت‌داری، از زمین تا املاک و بازار سهام، فراهم کرد. بنابراین طبقه‌ی ثروتمند قادر بودند از طریق سرمایه‌گذاری در چین - به جای خارج کشور - و از طریق گردش پول خود در بازار دارایی‌های مالی، سود هنگفتی کسب کنند. بنابراین، سیاست «نرمال جدید» و «کاهش بدهی» اقتصاد چین که از سوی حکومت شی‌جین‌پینگ اعمال شد آغازی بر شکل خاصی از گردش پولی و ایجاد پول، از طریق ترکیدن انواع حساب‌های داری، بود؛ همان حساب‌هایی که گزینه‌ی فرار سرمایه را برای نخبگان ثروتمند فراهم کرده بود.

اگرچه قیمت‌داری‌ها کاهش یافته، و ثروتمندان انگیزه‌ی بیش‌تری برای انتقال پول خود از خارج به کشور یافته‌اند، اما دولت امید دارد که رشد آهسته‌تر اعتبارات به بهبود چشم‌انداز بلندمدت سرمایه‌گذاری در اقتصاد واقعی چین بینجامد. افزون بر معکوس‌شدن روند فرار سرمایه، ریسک‌های زیادی نیز، از جمله خطر سیاسی کشیده‌شدن به دام فساد، با سرمایه‌گذاری در چین کنونی هم‌پیوند هستند. همچنین اگر نرخ‌های بازدهی در چین دیگر چندان فوق‌العاده نباشد، سرمایه‌گذاران چینی ممکن است به دنبال بازدهی سود از مسیرهای مطمئن‌تر و مصون‌تر در خارج کشور بروند.

سیاست «نرمال جدید»، در لحظه‌ی نخست به معنای کاهش رشد وام و بدهی، به‌منظور ثبات مالی است. اما نظر شما درباره‌ی طول مدت آن چیست؟ دولت چه‌طور می‌تواند به لحاظ کیفی پویایی اقتصادی چین را احیا کند؟

به‌زبان مالی، ساده‌ترین کار نسخه‌برداری از مسیر طی شده توسط ژاپن است. در تئوری، دولت قادر است نرخ‌های بهره را با سیاست‌های تسهیل‌مقداری، امکان‌پذیرساختن

خروج سرمایه و کاهش ارزش ارز، و صدور اوراق قرضه‌ی دولتی به مقدار بالا برای ثبت بدهی و دیون سوخته در سیستم بانکی، به صفر کاهش دهد. این سیاست می‌تواند تقریباً یک‌شبه بدهی شرکت‌های چینی را از بین ببرد و با توجه به نرخ بهره‌ی نزدیک به صفر، استقراض‌های بزرگ-مقیاس را پایدارتر کند. اگر این اتفاق بیفتد صادرات، تحت حمایت یک ارز ارزان‌تر، سرعت خواهد یافت. با این حال رهبران چین فعلاً می‌خواهند از این رویکرد پرهیز کنند، زیرا با اتخاذ آن رشد کاهش خواهد یافت، ارزش دلار در اقتصاد چین سقوط خواهد کرد، و متعاقباً نزدیکی به اقتصاد آمریکا، براساس مقادیر اسمی، سخت‌تر خواهد شد.

آیا تحلیل شما از معجزه‌ی توسعه‌ی صادرات چین با توجه به افزایش اضافه‌ظرفیت<sup>۱</sup> تولید در بازار جهانی و در چین، می‌تواند نشان دهد این تجربه را پشت سر گذاشته‌ایم؟ اضافه‌ظرفیت با روایتی که شما بیان کرده‌اید، در کجا قرار می‌گیرد؟

مطمئناً، ترکیب کنترل دولتی چین بر کل سیستم مالی و همین‌طور کاهش موانع تجاری به این کشور اجازه داد مازاد تجاری خود را به سرمایه‌گذاری گسترده در بخش‌های متنوع صنعتی معطوف کند و تقاضا در رشد صادرات را محقق کند. اگر نهادهای مالی تحت کنترل حکومت نبودند، از همان ابتدا سرمایه‌ی خصوصی بیش‌تری - به ضرر تولید و صادرات- در خارج کشور و در بخش‌های متنوع سرمایه‌گذاری می‌شدند. مع‌هذا، با توجه به اولویت برنامه‌ریزان چینی در زمینه‌ی ساخت زیربناها و ظرفیت‌های صنعتی، سیستم مالی بخش عمده‌ی منابع خود را به این دو حوزه اختصاص داد و این موضوع به‌واقع در ایجاد اضافه‌ظرفیت جهانی برای تعدادی از بخش‌ها کمک کرد؛ به‌عنوان مثال چین ساخت سرمایه‌ی ثابت را برای کمک به تولید داخلی کالاهایی که قبلاً در

---

<sup>۱</sup> over-capacity

کشورهای پیشرفته‌ی سرمایه‌داری ساخته می‌شدند ولو با هزینه‌ی بالاتر و با شدت پیش برد.

به یک معنا می‌توان گفت چین از طریق تولید سیستماتیک اضافه بر ظرفیت، در همه‌ی خطوط، در خارج و داخل کشور، توسعه یافت. پویش حاصل از عرضه‌ی مازاد،<sup>۱</sup> نظر به افزایش سرمایه‌ی ثابت چین و کاهش سود تولیدکنندگان خارجی در مواجهه با کالاهای کم‌هزینه‌ی تولید چین، شوک‌های تجاری را برای صنایع و کارگران کشورهای پیشرفته ایجاد کرد. اما کارگران و شرکت‌های چین قویاً از آن بهره‌مند شدند، چرا که جرقه‌ی فرآیند توقف‌ناپذیری از توسعه را زد که به چین اجازه داد برای چند دهه از رکود و بیکاری فرار کند.

بحران جهانی ۲۰۰۹-۲۰۰۸ در لحظه‌ی نخست برای چین، بحران بازارهای صادراتی و نتیجه‌ی رویه‌ی چین برای اختصاص سهم بازار به خود از طریق کالاهای ارزان و کم‌هزینه بود. آیا فهم این بحران صادراتی و مشکلات اقتصادی متعاقب آن به مثابه‌ی بازنمودی از افزایش اضافه‌ظرفیت چین و موج حاصل از سرمایه‌گذاری مبتنی بر اعتبار از آن کشور، فهم درستی است؟

اگر صحبت از اقتصاد داخلی است، از نظر تکنیکی، فکر نکنم اضافه‌ظرفیت یک مشکل بزرگ برای چین بوده باشد. بدین خاطر که رژیم قادر است مشکل تقاضا به‌طور عام- و مشکلات تقاضای صادراتی به‌طور خاص- را با انتشار بدهی بیش‌تر حل کند. در صورت ضرورت، بانک‌ها بدهی اضطراری بنگاه‌های تحت مالکیت دولت و حتی شرکت‌های خصوصی تحت حمایت دولت را تمدید خواهند کرد. همان‌طور که گفته‌ایم، این رویه فشار به پایین بر ارز را در پی خواهد داشت، که محرک بروز بحران

---

<sup>۱</sup> over-supply

از طریق فرار سرمایه است. اما دقیقاً برای جلوگیری از فرار سرمایه است که چین کنترل سرمایه را در دست دارد.

اما آیا اتکا به اعتبارات برای پیش راندن اقتصاد به این روش، از حرکت کسب و کارها و ابزارهای تولید کم منفعت ممانعت نمی‌کند و اضافه ظرفیت را تشدید نمی‌کند؟ آیا ضروری نیست افزایش میزان اعتبار، نیروی محرک میزان مشخصی از رشد اقتصادی باشد؟

مطمئناً اضافه ظرفیت، در میان مدت، سیاست‌گذاران امیدوار به توقف خروج سرمایه را دچار دردمس می‌کند. در بلندمدت، تمرکز سنگین روی سرمایه‌گذاری سرمایه‌ی ثابت در صنایع تولیدی، با تشدید اضافه ظرفیت، همراه است چرا که نرخ بازدهی آن پایین‌تر از حدی است که جلوی تحرک سرمایه‌گذاری‌های جایگزین را بگیرد. این موضوع جست‌وجو برای سرمایه‌گذاری‌های جایگزین در خارج از صنعت را تقویت کرده، که منجر به تمرکز بالا در بخش املاک، ایجاد حباب‌های سفته‌بازی و همچنین تمرکز بر بخش زیرساخت‌ها شده است. چنانچه بخش املاک و زیرساخت نیز از کاهش نرخ بازدهی خود آسیب ببیند، فشار برای سرمایه‌گذاری در خارج از کشور افزایش و کنترل سرمایه ضرورت بیش‌تری خواهد یافت.

در سطح جهانی، این امر موجب نابسامانی‌های عمده شده، زیرا سنت بانک‌های کشورهای سرمایه‌داری این است که از شرکت‌های بازنده در بخش‌های دارای اضافه ظرفیت حمایت نکنند. از آن‌جا که سرمایه‌گذاری شدید به چین اجازه داد ظرفیت تولید خود را به سرعت توسعه دهد، بسیاری از شرکت‌های کشورهای پیشرفته، به‌ویژه ایالات متحده، قادر نبودند حرکت تولیدی خود را با چین هماهنگ کنند. بانک‌های این کشورها، برخلاف بانک‌های چین، مایل به تدارک اعتبار برای شرکت‌های ناتوان در رقابت با «قیمت‌های چین» نبودند، بنابراین هزاران شرکت تعطیل شد یا نقل مکان

کرد، و در فاصله‌ی کم‌تر از یک دهه میلیون‌ها کارگر بیکار یا در مشاغل حاشیه‌ای مشغول کار شدند. گرچه بیش‌تر لفاظی‌ها درباره‌ی ناسازگاری سرمایه‌داری و سوسیالیسم بازتاب ساختار مانوی جنگ سرد است، اما به واقع برخی ناسازگاری‌های عمیق بین سرمایه‌ی خصوصی و سرمایه‌ی دولتی تحت سیستم چینی وجود دارد.

آیا چین واقعاً یک کشور کاپیتالیستی است؟ تا اندازه‌ای چنین است، زیرا جذب سرمایه‌گذاری برای صادرات تولیدی به نظر می‌رسد با گرایش سرمایه‌داری به نرخ بازدهی بالا - که از طریق دستمزدهای نسبتاً کم و مهارت‌ها و تکنولوژی نسبتاً بالا تأمین می‌شود- منطبق است. اما نظر شما درباره‌ی منع گسترده شرکت‌ها برای خارج شدن از کسب و کار چیست؟ درباره‌ی فشار ارگان‌های دولتی بر شرکت‌ها به منظور سرمایه‌گذاری دلخواه آنها، نه سرمایه‌گذاری مبتنی بر نرخ سود شرکت‌ها، چه نظری دارید؟ این موضوع کجا با کنترل بر سرمایه جفت و جور است؟ درک شما از دسترسی مقامات چینی به درآمد شرکت‌های خصوصی بدون سرمایه‌گذاری مستقیم در آنها چیست؟ آیا شرکت‌های دولتی SOEها و نیز بسیاری دیگر از شرکت‌های تحت مالکیت دولت، به هنجارهای سرمایه‌دارانه پایبند هستند و اولویت آنها ایجاد سود است؟

این پرسشی پیچیده است. من هنوز هم معتقدم چین دارای یک نظام سرمایه‌داری دولتی است - یعنی، اگرچه خانوارهای خصوصی تریلیون‌ها یوآن صرف دارایی‌های مالی و فیزیکی می‌کنند، دولت هنوز هم اولویت‌های اصلی سرمایه‌گذاری را، هم در اقتصاد مالی و هم در اقتصاد واقعی، کانالیزه می‌کند. برای مثال، اولویت بانک‌های چینی، اعطای وام و اوراق قرضه برای تأمین مالی پروژه‌های تحت-حمایت دولت یا بنگاه‌های تحت-مالکیت دولت است. حتی عشق خانوارهای چینی به سرمایه‌گذاری در دارایی توسط سیاست‌های دولتی کالایی‌سازی زمین و مسکن، که از اوایل دهه‌ی ۱۹۹۰ ترویج شد،

شکل گرفته است - همچنانکه فقدان بدیل‌های موجود برای سرمایه‌گذاری در خارج کشور نیز توسط سیاست‌های دولتی ترویج شده است.

شما مکرراً هشدار داده‌اید که احتمال یک بحران مالی در چین وجود دارد، مگر اینکه ارزش رنمینبی به میزان زیادی کاهش یابد. آیا می‌توانید استدلال خود را برای ما تصریح کنید؟

همان‌طور که تأکید کرده‌ام، در سالیان اخیر تناقض بین نیاز به خلق اعتبار - برای تحرک رشد - و نیاز به تأمین ارز پایدار - برای اجتناب از بحران مالی - تشدید شده است. قبلاً PBOC به منظور حفظ گردش اقتصادی مجبور شد سیاست تقلیل ارزش پولی را در سال ۲۰۱۵، ولو به میزان نسبتاً محدود، اعمال کند. اما این سیاست سریعاً به امواج بلند فرار سرمایه در پاییز ۲۰۱۵ و اوایل ۲۰۱۶ منتهی شد. این روند سبب‌ساز بخش عمده‌ای از کاهش چندین تریلیون دلاری ذخایر ارزی در طول دوره‌ی ۲۰۱۷-۲۰۱۴ شد، به‌طوری‌که شهروندان ثروتمند پول خود را از کشور خارج کردند. اگر فدرال رزرو نرخ بهره را در سال ۲۰۱۹ افزایش دهد، چین خود را در موقعیتی به مراتب متزلزل‌تر خواهد یافت. در وضعیتی که نرخ بهره‌ی اوراق خزانه داری آمریکا، امن‌ترین دارایی‌های جهان، به بیش از ۴ درصد افزایش یابد، سپرده‌های بانکی و اوراق قرضه‌ی دولتی چین تنها با ۳٫۵ درصد نرخ بازدهی، و سوسه‌ی خروج پول از چین را غیر قابل‌اجتناب خواهد کرد.

پیش از سال ۲۰۱۳، فرار سرمایه‌ی شدید از چین دور از ذهن بود. تا اواسط سال ۲۰۱۴، ذخایر ارزی هم‌چنان به ۲۰ درصد از عرضه‌ی پول می‌رسید. اما در سال‌های بعد، کاهش ذخایر ارز خارجی و همراه آن افزایش عرضه‌ی پول، نسبت بین آنها را به تنها ۱۰ درصد کاهش داد. این بدان معنی است که اگر خانوارها و بنگاه‌ها فقط معادل ۱۰ درصد از عرضه‌ی پول را به خارج کشور منتقل کنند ذخایر ارزی چین رو به اتمام خواهد رفت، اقتصاد این کشور در برابر بحران ناشی از فرار سرمایه به‌شدت آسیب پذیر

خواهد شد و PBOC به تداوم تحرک اقتصاد از طریق صدور اعتبار بیش تر روی خواهد آورد.

رژیم شی جین پینگ، برای جلوگیری از این احتمالات، مجموعه اقداماتی برای تشدید کنترل سرمایه انجام داده است. این اقدامات عبارتند از: محدودیت بر شرکت‌هایی که بدون صورتحساب‌های تجاریِ مقدمِ رنمینی با دلار آمریکا مبادله می‌کنند؛ بررسی صحت صورتحساب‌های تجاری برای ممانعت از قیمت گذاری زیاد- و کم؛ اعمال موانع بیش تر برای دلالتان ارزی تبدیل رنمینی به دلار؛ و سخت‌گیری بر بانک‌های زیرزمینی و مکان‌های ساحلی محبوب مبادله ارز. این گام‌های سخت‌گیرانه به طرز معنی‌داری در چند سال گذشته مانع خروج رنمینی شده است.

اما این واقعیت سر جای خود است که تجارت خارجی جاری اجازه‌ی قیمت گذاری زیاد - و کم صادرات و واردات را می‌دهد، و توانایی شهروندان چینی برای سفر خارجی به بدان معنا است که آنها هنوز می‌توانند وجوه را به خارج بفرستند؛ در نتیجه افزایش قابل ملاحظه خروج ذخایر دلار بسیار محتمل است. در واقع، اگر این فرآیند در بلندمدت تداوم یابد، به راحتی می‌تواند به بحران اعتماد به رنمینی منجر شود. نتیجه ممکن است فاجعه‌آمیز نباشد، اما اعمال سیاست تقلیل پولی در برابر فرار سرمایه به چندین سال رشد منفی، نکول برخی از بدهی‌های خارجی و تقلیل قیمت دارایی‌ها منجر خواهد شد. اگر بحران اعتماد به پول ملی در چین رخ دهد، فشار بر این کشور با توجه به وحشت بین‌المللی که بازارهای نوظهور جهان در برابر آن بسیار آسیب‌پذیر هستند، به نقطه‌ی بحرانی خواهد رسید.

پیوند با منبع اصلی:

Victor Shih, “[CHINA’S CREDIT CONUNDRUM](#)”,  
*Interview by Robert Brenner, NLR ۱۱۵, Jan Feb ۲۰۱۹*

پی‌نوشت‌ها