

هل بدأت لعبة أحجام الدومينو في الاقتصاد الصيني؟

تي آر تي عربي¹

نشرنا في مقالنا الافتتاحي لعدد (١١٣) مقالا بعنوان: الانهيار من الداخل - (ايفرجراند) الصينية وصلاحيية نماذج النمو الاقتصادية.

يبدو أن أزمة الديون التي تشهدها كبرى شركات التطوير العقاري في الصين مستمرة، فهل ينكمش الاقتصاد الصيني؟ أم هل ينهار جاراً العالم من خلفه إلى مستنقع أزمات مالية أكثر ضرراً من الأزمة الأمريكية عام ٢٠٠٨؟

وعنونت النيويورك تايمز وغيرها التساؤل: هل يتسبب عمالقة العقارات الصينيين بأزمة اقتصاد عالمية؟ لقد خفضت وكالة فيتش للتصنيف الائتماني الخميس المنصرم تصنيف مجموعتي التطوير العقاري الصينييتين، ايفرجراند وكايسا، قائلة إنهما "تخلفتا عن سداد سندات في الخارج". في حين ذكر مصدر أن كاسيا بدأت العمل على إعادة هيكلة ديونها الخارجية البالغة ١٢ مليار دولار. طوال الأشهر الماضية يرضخ قطاع التطوير العقاري في الصين تحت أزمة سيولة ضخمة منذ تعثر مجموعة ايفرجراند الصينية، المطور الأكثر مديونية في العالم بإجمالي ديون وصلت إلى أكثر من ٣٠٠ مليار دولار. فيما يبلغ إجمالي ديون شركات التطوير العقاري الأكبر في الصين أكثر من ٥ تريليون دولار، وفقاً لتقديرات مجموعة نومورا المالية.

وبينما تكرر شركة كاسيا سيناريو ايفرجراند، أفادت وكالة بلومبرغ في وقت سابق تجاوز ثلث أكبر ٣٠ شركة عقارية من حيث المبيعات أحد الخطوط الحمراء الثلاثة للديون التي وضعتها الحكومة الصينية لكبح المضاربة العقارية، الأمر الذي من شأنه أن يدب الرعب في قلوب الاقتصاديين والمستثمرين في الصين وربما في العالم أجمع، وسط مخاوف من تداعيات اقتصادية شديدة قد تعم العالم بأسره، رغم أن بكين طمأنت المستثمرين مراراً.

¹ تاريخ ١٠-١٢-٢٠٢١

قطاع العقارات الصيني

لا تملك الصين أكبر تعداد سكاني (أكثر من ١.٤ مليار نسمة) فحسب، بل تملك أيضاً ثاني أكبر اقتصاد عالمي تضاعف في العقد الأخير حتى وصل لنحو ١٥.٤٢ تريليون دولار العام الماضي رغم جائحة كورونا، وما زال يحافظ على نمو مرتفع في طريقه ليصبح الاقتصاد الأقوى في العالم في غضون سنوات قليلة.

ويعد قطاع العقارات في الصين من أحد أهم الركائز الرئيسية في اقتصاد البلاد، إذ يساهم بقرابة ٢٩٪ في الناتج المحلي الإجمالي للصين، ما يندرج بأن أي انهيار في قطاع العقارات قد يندرج بخسائر ضخمة وقلقاً كبيراً من شأنه أن يتجاوز حدود الصين.

وفي سياق متصل، تشير التقديرات أن أكثر من ٩٠٪ من العائلات الصينية تمتلك منازلها الخاصة، وأن عدداً كبيراً من الصينيين يملكون أكثر من عقار واحد. إلا أن أزمة ايفرجراند التي اندلعت في الأشهر الماضية أثرت على سوق مبيعات العقارات الجديدة في الصين، وسببت هبوطاً حاداً بلغت نسبته ٣٢٪ في أكتوبر/ تشرين الأول الماضي.

أزمة ديون

تفجرت أزمة ديون شركات التطوير العقاري الصينية في سبتمبر/أيلول الماضي، وذلك بعد أن تعثرت ايفرجراند عن سداد ديونها المستحقة، ما جعلها عنواناً رئيسياً لأزمة سوق العقارات الصيني بإجمالي ديون بلغت نحو ٣٠٥ مليار دولار. لكن جذور الأزمة تعود لسنوات سابقة، وتحديدًا بعد أن تدخلت الحكومة الصينية لوضع حد للمضاربات في سوق العقارات في البلاد.

وبهذا تكون ايفرجراند قد فتحت الباب واسعاً على فقاعة العقارات الصينية التي لا تعتبر حديثة العهد، كون الخبراء أعزروا عدم انفجارها إلى سياسة التعتيم الإعلامي والضغط الحكومي، الذين أسهما بشكل كبير في تأخير انفجارها.

وإذا أخذنا ايفرجراند كمثال، نجد أن الشركة التي تعتبر ثاني أكبر شركة عقارية في البلاد، والتي تعمل في مجالات أخرى كالطاقة المتجددة والسيارات، اعتمدت اعتماداً كلياً على القروض التي بدأت تخنقها رويداً رويداً منذ بدء هبوط إيراداتها في عام ٢٠١٨. إذ تشير التقديرات إلى أن ١٧٠ بنكاً صينياً و ١٢٠

بنكاً أجنبياً ستتضرر من تعثر الشركة، فضلاً عن الحديث عن ديون بلغت ١٦٠ مليار دولار لصالح الشركات التي وردت مواد بناء إلى أكثر من ١٣٠٠ مشروع سكني لايفجراند. وتزامناً مع بدء شركات عقارية عملاقة أخرى في سلك طريق ايفرجراند، كثرت التخوفات من امتداد الأزمة إلى قطاع البنوك وتحولها إلى أزمة مالية عالمية على غرار انهيار بنك ليمان براذرز الأمريكي الذي مهد للأزمة العالمية عام ٢٠٠٨.

هل تتوسع الأزمة وتصبح أزمة عالمية؟

رغم أن التوقعات تشير إلى أن ملايين الصينيين سوف يتكبدون خسائر كبيرة بسبب أزمة العقارات المستعرة، فإن الانكماش في قطاع العقارات لن يحدث أثراً كبيراً أو يتسبب في أزمة من شأنها أن تلحق الضرر بالنظام المالي العالمي كما حدث عقب انهيار بنك ليمان براذرز الأمريكي عام ٢٠٠٨. ويعود ذلك بحسب خبراء إلى أن الصين قد تعلمت من الأزمة الأمريكية قبل أكثر من عقد، إذ وضعت الحكومة خطوطاً حمراء بشأن ديون الشركات من أجل منع حدوث أزمة عقارية مثل تلك التي حدثت في الولايات المتحدة عام ٢٠٠٨، وأنها جاهزة للتدخل إذا استدعت الحاجة لذلك. وعقب أزمة ايفرجراند، وبينما أشار جيروم باول رئيس مجلس الاحتياطي الاتحادي الأمريكي إلى أن مشاكل ديون عمالقة العقارات الصينية يبدو أنها تخص الصين إلى حد كبير، وليس لها نظير في قطاع الشركات العاملة في الولايات المتحدة، حذر البنك المركزي الأمريكي الشهر الماضي من أن أزمة العقارات التي تشهدها الصين "تشكل خطراً على النظام المالي في الولايات المتحدة"، وأشار إلى أن الشركات العقارية الصينية التي تواجه مشاكل مديونية هائلة قد تصبح مصدراً للعدوى في الأسواق العالمية كلها.

إيجاد السعر الآجل لخمس سنوات بدلالة سعر السوق وفق قياسات مقام¹

أوهاج بادانين عمر

ماجستير محاسبة وتمويل

سعر السوق هو سعر الظل للسعر الآجل لفترة زمنية محددة تصل لخمس سنوات وفق دراستنا، مما يحتم وجود نطاق محدد للأسعار إن كانت لأسعار السوق أو للأسعار الآجلة. وإن المستهدف من الدراسة هو حساب أسعار تمويل أموال مودعة بمصرف لخمس سنوات

يمكن حساب السعر الآجل لخمس سنوات بدلالة مقام بالمعادلة (١) الآتية:

$$(١) \quad \text{السعر الآجل لخمس سنوات بدلالة مقام} = (\text{ص} \div \text{ك}) \times (\text{مقام} - ١) + (\text{مقام} - ١) \times ٢٨$$

حيث أن: ص: تمثل صافي القيمة الحالية، ك: تمثل تكلفة الاستثمار

ويمكن حساب السعر الآجل لخمس سنوات بدلالة سعر السوق بالمعادلة (٢) الآتية:

$$(٢) \quad \text{السعر الآجل لخمس سنوات بدلالة سعر السوق} = (\text{ص} \div \text{ك}) \times ((\text{سعر السوق}) + ٢٨)$$

ويحسب صافي القيمة الحالية (ص) بحساب مجموع التدفقات النقدية لفترة المدروسة بدلالة سعر السوق بالمعادلة (٣) الآتية:

$$(٣) \quad \text{صافي القيمة الحالية} = ((\text{سعر السوق} + ٦٨) \times \text{تكلفة الاستثمار}) \div ٥$$

على اعتبار أن معدل مقام يكافئ سعر السوق:

$$(٤) \quad \text{معدل مقام} = \text{سعر السوق}$$

فإذا كان سعر السوق ١٥٪، أو ٣٠.٧٦٦٪ وتكلفة الاستثمار ١٠٠٠٠٠، فإن السعر الآجل لخمس سنوات يحسب كآتي:

حالة سعر السوق ١٥٪:

١- لحساب التدفقات النقدية عند سعر السوق ١٥٪، يتم التعويض بالمعادلة (٣)

$$\text{التدفق النقدي السنوي} = (١٠٠٠٠٠ \times ٦^{(١ + ١٥\%)}) \div ٥ = ٤٦٢٦١.٢٢$$

٢- لحساب السعر الآجل لخمس سنوات عند سعر السوق ١٥٪، يتم التعويض بالمعادلة (٢) بعد حساب صافي القيمة الحالية (ص) (١٥٥٠٧٤.٧٨ من الجدول (١) .

¹ معيار قياس اداء المعاملات الاسلامية - نموذج (اوهاج - قنطقجي) - النسخة الرابعة سبتمبر ٢٠٢١

		- ١٠٠,٠٠٠	
إعادة التشغيل	صافي التدفق النقدي	٤٦,٢٦١.٢٢	١.١٥٠,٠٠٠
		٤٦,٢٦١.٢٢	١.٣٢٢٥٠٠
٩٩,٤٦١.٦٢	٤٠,٢٢٧.١٥	٤٦,٢٦١.٢٢	١.٥٢٠.٨٧٥
١٦٠,٦٤٢.٠٩	٣٤,٩٨٠.١٣	٤٦,٢٦١.٢٢	١.٧٤٩٠٠.٦
٢٣٠,٩٩٩.٦٣	٣٠,٤١٧.٥٠	٤٦,٢٦١.٢٢	٢.٠١١٣٥٧
٣١١,٩١٠.٧٩	٢٦,٤٥٠,٠٠٠	٣٦.٤٩٨%	IRR
	٢٣,٠٠٠,٠٠٠	٢٣١,٣٠٦	إجمالي التدفقات النقدية
١٥٥,٠٧٤.٧٨			

السعر الآجل لخمس سنوات = $(100000 \div 155074.78) \times (1.15)^5 =$

$$0.1725 \times 155074.78 = 26.75\%$$

حالة سعر السوق ٣٠.٧٦٦٪:

١- لحساب التدفقات النقدية عند سعر السوق ٣٠.٧٦٦٪، يتم التعويض بالمعادلة (٣)

$$100000 = 5 \div (100000 \times (1 + 30.766\%)^5) =$$

٢- لحساب السعر الآجل لخمس سنوات عند سعر السوق ٣٠.٧٦٦٪، يتم التعويض بالمعادلة (٢) بعد

حساب صافي القيمة الحالية (ص) ٢٤٠٠٢٦.٨٩ من الجدول (٢).

		- ١٠٠,٠٠٠	
إعادة التشغيل	صافي التدفق النقدي	١٠٠,٠٠٠,٠٠٠	١.٣٠٧٦٦٠
		١٠٠,٠٠٠,٠٠٠	١.٧٠٩٩٧٦
٢٣٠,٧٦٦.٠٥	٧٦,٤٧٢.٤٥	١٠٠,٠٠٠,٠٠٠	٢.٢٣٦.٦٨
٤٠١,٧٦٣.٦٤	٥٨,٤٨٠.٣٥	١٠٠,٠٠٠,٠٠٠	٢.٩٢٤٠.١٨
٦٢٥,٣٧٠.٤٤	٤٤,٧٢١.٣٦	١٠٠,٠٠٠,٠٠٠	٣.٨٢٣٦٢٢
٩١٧,٧٧٢.٢١	٣٤,١٩٩.٥٢	٩٦.٥٩%	IRR
	٢٦,١٥٣.٢١	٥٠,٠٠٠	إجمالي التدفقات النقدية
٢٤٠,٠٢٦.٨٩			

السعر الآجل لخمس سنوات = $(100000 \div 240026.89) \times (1.30766)^5 =$

$$0.9606 = 0.402315 \times (2.4002689) =$$

النتائج:

يمكن قياس صدق النتائج من خلال قياس الحساسية. وطريقة قياسها كالآتي:

– إذا كان السعر الآجل لخمس سنوات في الحالة الأولى من المثال (١)، يساوي ٢٦.٧٥٪ يحقق جملة قسط سنوي (٣٨٥٢٦.٩٤) وبالمقارنة مع الحالة الأولى الجدول رقم (١) نجد القسط السنوي (٤٦٢٦١.١١).

والنتيجة ممكن.

– إذا كان السعر الآجل لخمس سنوات في الحالة الثانية من المثال (١)، يساوي ٩٥.٩٥٪ يحقق جملة قسط سنوي (١٠٠٠٠٠) وبالمقارنة مع الحالة الثانية الجدول رقم (٢) نجد القسط السنوي (١٠٠٠٠٠).

والنتيجة ممكن.

– إذا كان السعر الآجل لخمس سنوات في المثال (٢) الحالة الثالثة يساوي ١١٠.٠٨٤٪ يحقق جملة قسط سنوي (١١٣٥٧٦.٩٩) وبالمقارنة مع الجدول رقم (٣) نجد القسط السنوي (١١٠٠٠٠). وفي الحالة الأخيرة فإن القسط السنوي للسعر الآجل (١١٣٥٧٦.٩٩) أكبر من القسط السنوي حسب قياسات مقام وهو (١١٠٠٠٠) حسب الجدول (٣).

والنتيجة غير ممكن.

			- ١٠٠,٠٠٠	
إعادة التشغيل	صافي التدفق النقدي	١١٠,٠٠٠,٠٠٠		١.٣٢٨٥٩٨٦
		١١٠,٠٠٠,٠٠٠		١.٧٦٥١٧٤
٢٥٦,١٤٥.٨٤	٨٢,٧٩٤.٠١	١١٠,٠٠٠,٠٠٠		٢.٣٤٥٢٠.٨
٤٥٠,٣١٥.٠٠	٦٢,٣١٦.٨٠	١١٠,٠٠٠,٠٠٠		٣.١١٥٨٤.٠
٧٠٨,٢٨٧.٨٧	٤٦,٩٠٤.١٦	١١٠,٠٠٠,٠٠٠		٤.١٣٩٧.٠
١,٠٥١,٠٣٠.٢٥	٣٥,٣٠٣.٤٨	١٠٧.١١٣٦٪	IRR	
	٢٦,٥٧١.٩٧	٥٥٠,٠٠٠		إجمالي التدفقات النقدية
	٢٥٣,٨٩٠.٤٢			

ولقياس الحساسية رياضياً نستخدم القانون الآتي :

$$\text{سعر السوق الفعلي} = \text{العائد الداخلي لمقام } \pi \div (5)$$

ثم بإعادة تطبيق المعادلة (٥) على الجداول السابقة نجد الآتي :

الحالة الأولى سعر السوق ١٥٪

حسب المعادلة (٥) فإن :

$$\text{سعر السوق الفعلي} = 36.498 \div \pi = 11.618\%$$

وبتطبيق المعادلة (٣) نجد أن :

$$\text{التدفق النقدي} = 38675.45 = 5 \div (100000 \times 6(1.11618))$$

$$\text{معدل العائد الداخلي} = 38675.45 + (1 + e) \div 38675.45 + (1 + e) \div 38675.45 = 26.9422\%$$

$$= 100000 - (1 + e) \div 38675.45 + (1 + e) \div 38675.45 + (1 + e) \div 38675.45 = 26.9422\%$$

ولإثبات سعر السوق الفعلي مقارنة مع السعر الآجل كما في الحالة الأولى فإنه يساوي ٢٦.٧٥٪

			- 100,000	
إعادة التشغيل	صافي التدفق النقدي	38,674.95		1.1161776
		38,674.95		1.245852
81,843.06	34,649.46	38,674.95		1.390592
130,026.34	31,042.96	38,674.95		1.552148
183,807.44	27,811.85	38,674.95		1.732473
243,836.69	24,917.05		26.9422%	IRR
	22,323.55		193,375	إجمالي التدفقات النقدية
	140,744.87			

الحالة الثانية سعر السوق ٣٠.٧٦٦٪

$$\text{سعر السوق الفعلي} = 96.59 \div \pi = 30.7471\%$$

ولإثبات سعر السوق الفعلي مقارنة مع السعر الآجل كما في الحالة الثانية فإنه يساوي ٩٦.٥٩٪

		- ١٠٠,٠٠٠	
إعادة التشغيل	صافي التدفق النقدي	٩٩,٩١٣,٠٠	١,٣٠٧٤٧,٠٨
		٩٩,٩١٣,٠٠	١,٧٠٩٤٨,٠
٢٣٠,٥٤٦,٣٣	٧٦,٤١٧,٠٠	٩٩,٩١٣,٠٠	٢,٢٣٥,٠٩٥
٤٠١,٣٤٥,٦٠	٥٨,٤٤٦,٤٣	٩٩,٩١٣,٠٠	٢,٩٢٢٣٢٢
٦٢٤,٦٦٠,٦٥	٤٤,٧٠١,٩٠	٩٩,٩١٣,٠٠	٣,٨٢٠,٨٥٠
٩١٦,٦٣٨,٥٧	٣٤,١٨٩,٦٠	٩٦,٥٠٢,٨%	IRR
	٢٦,١٤٩,٤٢	٤٩٩,٥٦٥	إجمالي التدفقات النقدية
	٢٣٩,٩٠٤,٣٥		

الحالة الثالثة سعر السوق ٣٢.٨٦٪

$$\text{سعر السوق الفعلي} = \frac{\pi}{\% ١٠٧.١١٤} = \% ٣٤.٠٩٥$$

ولإثبات سعر السوق الفعلي مقارنة مع السعر الآجل كما في الحالة الثالثة فإنه يساوي % ١١٠.٠٨٤

على الرغم من كونها أكبر من التدفقات النقدية للمشروع

		- ١٠٠,٠٠٠	
إعادة التشغيل	صافي التدفق النقدي	١١٦,٢٨١,٨٦	١,٣٤٠,٩٥٣٣
		١١٦,٢٨١,٨٦	١,٧٩٨١٥٦
٢٧٢,٢١٠,٤١	٨٦,٧١٥,٨١	١١٦,٢٨١,٨٦	٢,٤١١٢٤٣
٤٨١,٣٠٣,٣١	٦٤,٦٦٧,٢٩	١١٦,٢٨١,٨٦	٣,٢٣٣٣٦٤
٧٦١,٦٨٧,١٤	٤٨,٢٢٤,٨٦	١١٦,٢٨١,٨٦	٤,٣٣٥٧٩١
١,١٣٧,٦٦٨,٧٦	٣٥,٩٦٣,١٢	١١٣,٦٧١,٠%	IRR
	٢٦,٨١٩,٠٧	٥٨١,٤٠٩	إجمالي التدفقات النقدية
	٢٦٢,٣٩٠,١٥		

تفسير التحليل:

تثبت الحالة الثالثة أن سعر السوق بعد ٣٠.٧٦٦٪ هو سعر غير ممكن؛ أي غير متوازن اقتصادياً، كما هو موضح في الجدول أدناه، وهو جدول نموذجي لما ستكون عليه الأسواق كحالة السوق السعودي أو

الأمريكي أو حتى متوسط أسعار السوق في البورصات العالمية، وذلك لحساب السعر الآجل لخمس سنوات بدل سعر ليبور .

بفرض التحقق من الحساسية		السعر الآجل لخمس سنوات حسب سعر السوق	سعر السوق
سعر السوق الفعلي	سعر آجل لخمس سنوات حسب سعر السوق الفعلي		
٢.٥٢٥.٠.٠٪	٥.٢.٣٪	٤.٤.٣٪	٣.٧٨٩١٪
٤.٨٥.٠.٠.٠٪	١٠.٢٨٧٪	٩.٢.٣٪	٦.٩٩.٠.٠٪
٧.٠٤.٠.٠.٠٪	١٥.٣٤٦٪	١٤.٣٢.٠٪	٩.٧٧٦.٠٪
٩.١١٩.٠.٠٪	٢٠.٤٤٠٪	١٩.٧.٠.٠٪	١٢.٢٤٦.٠٪
١١.١٢٣.٠.٠٪	٢٥.٦١٩٪	٢٥.٣.٥٪	١٤.٤٧١.٠٪
١٣.٠٦٣٩.٠٪	٣٠.٩١٦٪	٣١.١١.٠٪	١٦.٤٩٩.٠٪
١٤.٩٥٥.٠.٠٪	٣٦.٣٦٥٪	٣٧.٠.٨.٠٪	١٨.٣٦٥.٠٪
١٦.٨.٥.٠.٠.٠٪	٤١.٩٩٤٪	٤٣.٢١١٪	٢٠.٠٩٣.٠٪
١٨.٦٢٢.٠.٠٪	٤٧.٧٢.٠٪	٤٩.٤٨٤٪	٢١.٧.٧.٠٪
٢٠.٤١١.٠.٠٪	٥٣.٨٩٤٪	٥٥.٨٨٨٪	٢٣.٢١٩.٠٪
٢٢.١٧٥.٠.٠٪	٦٠.٢١٥٪	٦٢.٤١١٪	٢٤.٦٤٤.٠٪
٢٣.٩٢.٠.٠.٠٪	٦٦.٦١٨٪	٦٩.٠.٥.٠٪	٢٥.٩٩٢.٠٪
٢٥.٦٤٧.٠.٠٪	٧٣.٧٢.٠٪	٧٥.٧٨٥٪	٢٧.٢٧٢.٠٪
٢٧.٣٥٩.٠.٠٪	٨٠.٩٥٣٪	٨٢.٦٢٢٪	٢٨.٤٩.٠.٠٪
٢٩.٠٥٩.٠.٠٪	٨٨.٥٣٩٪	٨٩.٥٥١٪	٢٩.٦٥٢.٠٪
٣٠.٧٤٧.٠.٠٪	٩٦.٥٠٣٪	٩٦.٥٦٦٪	٣٠.٧٦٦.٠٪
٣٢.٤٢٦.٠.٠٪	١٠٤.٨٧١٪	١٠٠.٠٣٧٪	٣١.٨٣٤.٠٪
٣٤.٠٩٥.٠.٠٪	١١٣.٦٧١٪	١١٠.٨٤٢٪	٣٢.٨٦.٠.٠٪
٣٥.٤٢٦.٠.٠٪	١٢١.٠٣٩٪	١١٦.٦٢٨٪	٣٣.٦٥٣.٠٪