

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بحران آسیای جنوب شرقی: ریشه ها، درسا و چشم انداز
(مجموعه مقالات)

تهیه کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فهرست مطالب

بخش نخست : برگردان فارسی

۱- بحران آسیا و تغییر در نقش صندوق بین‌المللی پول، استنلی فیشر	۱
۲- بحران آسیا و برداشت‌هایی از آن برای سایر اقتصادهای جهان، استنلی فیشر، ژوئن ۱۹۹۸	۶
۳- منشأ بحران مالی ۱۹۹۴ مکزیک، فرانسیسکو جیل - دیاز	۱۱
۴- چالش‌های مربوط به کنترل جریان سرمایه، نوشته مانوئل گیوتین	۱۸
۵- بحران؛ سرمایه‌داری آسیایی را به سوی شیوه بازار آزاد آمریکایی سوق می‌دهد؛ نیکولاس کریستوف، ژوئن ۱۹۹۸	۲۲
۶- آنچه در آسیا اتفاق افتاد؛ نظر پال کراگمن در مورد بحران آسیا	۲۴
۷- بحران آسیا؛ چشم‌انداز بازار؛ جان لیپسکی	۲۷
۸- درس‌هایی از بحران مکزیک، گیلرمو ارتیز مارتینز	۳۱
۹- بحران آسیا؛ متن مصاحبه مجله اکونومیست با نوریل روبین پرفسور اقتصاد و امور بین‌المللی در مدرسه بازرگانی دانشگاه نیویورک	۳۴
۱۰- بحران پولی آسیای جنوب‌شرقی و ارتباط آن با هیأت پولی؛ نوشته کورت شولر	۳۷
۱۱- بحران آسیا، ریشه‌ها، چالش‌های سیاستی و چشم‌اندازها، خلاصه سخنرانی جواد خلیل‌زاده شیرازی، کارشناس بانک جهانی	۴۰
۱۲- بحران آسیا؛ علل و علاج؛ کاری از صندوق بین‌المللی پول، می ۱۹۹۸	۴۴
۱۳- واکنش صندوق بین‌المللی پول در قبال بحران آسیا؛ تهیه شده؛ توسط دفتر روابط خارجی، صندوق بین‌المللی پول	۴۹
۱۴- درس‌هایی از بحران آسیا؛ ژانت یالن از انجمن مشاوران اقتصاد، ۱۵ آوریل ۱۹۹۸	۵۳

بخش دوم : اصل مقالات

1- The Asian Crisis and the Changing Role of the IMF	۵۷
2- The Asian Crisis and Implications for Other Economies	۶۳
3- The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis	۶۹
4- The Challenge of Managing Global Capital Flows	۷۷
5- Crisis Pushing Asian Capitalism Closer to U.S. -Style Free Market	۸۳
6- What Happened To Asia?	۸۸
7- Asia's Crisis : A Market Perspective	۹۷
8- What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery Asia?	۱۰۴
9- Asian Crisis : An Interview With Nouriel Robini	۱۰۹
10- The Southeast Asian Currency Crisis and Its Relation to Currency Boards	۱۱۵
11- The East Asian Crisis : Origins, Policy Challenges, and Prospects	۱۲۱
12- The Asian Crisis : Causes and Cures	۱۳۳
13- The IMF's Response to the Asian Crisis	۱۳۹
14- Lessons From the Asian Crisis	۱۴۶



بحران آسیا و تغییر در نقش صندوق بین‌المللی پول،^(۱) استنلی فیشر

نویسنده در این مقاله پس از بحث مختصری در مورد نقش و جایگاه صندوق بین‌المللی پول، سپس به نقش این نهاد در گسترش تجارت بین‌المللی و توجیه برنامه‌های آزادسازی پیشنهادی این نهاد و توصیه‌های سیاستی آن در مورد تثبیت و تقویت نرخ ارز در کشورهای آسیایی می‌پردازد. و در نهایت به بحث پیرامون واکنش صندوق بین‌المللی پول در قبال بحران آسیا و تحول نقش این نهاد بین‌المللی می‌پردازد.

صندوق بین‌المللی پول از آغاز تأسیس آن در سال ۱۹۴۶ همواره در برابر تحولات اقتصادی جهان واکنش نشان داده است. اما در برابر بحران آسیا چه گام‌هایی برداشته می‌شود. بحران آسیا نگاه‌های زیادی را به سمت صندوق بین‌المللی پول معطوف کرده است.

اگر چه بخشی از مباحثات اخیر مربوط به نقش و جایگاه این نهاد است اما برداشت‌های غلطی نیز در زمینه نقش این نهاد در سیستم پولی بین‌المللی مطرح شده است. مثلاً مکرراً مطرح شده که صندوق بین‌المللی پول که به منظور مدیریت نرخ ارز ثابت در پایان جنگ جهانی دوم تشکیل شد، پس از، از میان رفتن این سیستم، به دنبال توجیهی برای ابقا وجود خود می‌باشد.

اگر چه تحولاتی در نقش صندوق بین‌المللی پول از زمان تأسیس آن تاکنون ایجاد شده اما این تحولات با اهداف اولیه این نهاد مطابقت دارد.

همکاری بین‌المللی

صندوق بین‌المللی پول با ۱۸۲ عضو، عرصه مناسبی برای همکاری‌های اقتصادی و مشاوره می‌باشد. مسایل مربوط به ساختار و عملکرد نظام بین‌المللی اغلب در این نهاد مورد بحث قرار می‌گیرد و اتخاذ تصمیم بر عهده هیأت اجرایی، کمیته‌های موقتی هیأت مدیره، و خود هیأت مدیره می‌باشد.

1- IMF

تقریباً تمامی مسایل مربوط به اقتصاد بین‌المللی و مشکلات چند سال اخیر در صندوق بین‌المللی پول مورد بحث قرار گرفته و در صورت لزوم در مقابل آن واکنش نشان داده شده است - به ویژه به همکاری سایر نهادها از جمله دوقلوی همسان آن یعنی بانک جهانی - از جمله؛ بحرانهای مکزیک و آسیا، کمک‌های فنی و مالی به اقتصادهای در حال انتقال (مثل روسیه)، بدهی‌های کشورهای فقیر، مشکلات بلندمدت اقتصاد ژاپن و ...

صندوق بین‌المللی پول گزارشات خود را به هیأت مدیره و دول عضو ارائه می‌دهد، و بعد از بحث و بررسی خلاصه این گزارشات در گزارش‌های نیم‌سالانه "چشم‌انداز اقتصاد جهانی" و گزارش سالانه "بازارهای بین‌المللی سرمایه" منتشر می‌شود. علاوه بر این گزارش‌ها، گزارشی در مورد اقتصاد جهانی و توسعه بازار برای نشست کشورهای صنعتی گروه ۷ تهیه می‌شود.

صندوق بین‌المللی پول تقریباً هر سال یک گزارش که شامل تحلیل عمیق در مورد سیاست‌ها و عملکردهای هر کشور است، برای کشورهای عضو تهیه می‌کند، و از طریق این گزارش‌ها، هیأت مدیره نظرات و انتقادات خود از سیاست‌های سیاست‌گزاران هر کشور را به آن کشور ابلاغ می‌کند و از این طریق آنها را به سمت اتخاذ سیاست‌های مناسبتر سوق می‌دهد. اگر چه این گزارش‌ها به منظور حفظ صراحت بحث‌ها در اختیار عموم قرار نمی‌گیرد اما از سال ۱۹۹۷ با موافقت اعضا خلاصه‌ای از این گزارش منتشر می‌شود.

صندوق بین‌المللی پول در سالهای اخیر، به ویژه از زمان بحران مکزیک نقش نظارتی خود را وسعت بخشیده است. توجه خاص به اطلاعات دریافتی از کشورهای عضو، تاکید بر تقویت سیستم مالی داخلی و تلاش برای تداوم جریان ورودی سرمایه‌های خصوصی، از جمله اقدامات صندوق بین‌المللی پول است. این نهاد از طریق هشدار در مورد خطرات قریب‌الوقوع می‌تواند مانع از رخداد بسیاری از بحرانها شود.

زمانی که از وقوع بحرانی جلوگیری می‌شود و نظارت با موفقیت صورت می‌گیرد، توجه کمی به آن می‌شود و مثالهای متعددی در این زمینه وجود دارد. اما این اقدامات یا به علت بی‌توجهی به اخطارها و یا به علت فقدان پیش‌بینی مشکل موفقیت‌آمیز نیست.

تشویق تجارت بین‌المللی

صندوق بین‌المللی پول تجارت بین‌المللی را به طور مستقیم هم از طریق تشویق آزادسازی تجارت و هم از طریق اعمال نقش نظارتی به صورت وام‌دهنده به کشورهای عضو، ترغیب می‌کند. پی‌گیری اهداف صندوق بین‌المللی پول ادامه این روند را طلب می‌کند. بنابراین انتقاد از صندوق بین‌المللی پول به علت پیشنهاد برنامه‌های آزادسازی در آسیا شگفت‌آور است. اگر چه که در یک زمان آزادسازی تجارت یک مسئله جدال‌برانگیز و سیاست جایگزینی واردات یک سیاست پذیرفته شده بود اما تجارب بسیاری از کشورها به همراه شواهد اقتصادسنجی بیانگر منافع آزادسازی تجارت و ادغام در اقتصاد جهانی است. علاوه بر این، صندوق بین‌المللی پول تجارت بین‌المللی را به طور غیرمستقیم از طریق تشویق کشورها برای از بین بردن کنترل ارز خارجی در زمینه تجارت کالا و خدمات تشویق می‌کند. این نوع کنترل‌ها در پایان جنگ جهانی دوم یک امر فراگیر و پذیرفته شده بود، اما در حال حاضر ۱۴۴ کشور

عضو، ماده ۸ صندوق بین‌المللی پول را که بر طبق آن این کشورها قابلیت تبدیل‌پذیری کامل پولشان برای معاملات را تضمین می‌کنند، پذیرفته‌اند.

نوسان پولها

سیستم نرخ ارز که در پایان جنگ جهانی پذیرفته شد و تا سال ۱۹۷۳ تداوم یافت وسیله‌ای برای حفظ ثبات نرخ ارز بود. زمانی که این سیستم مقبولیت خود را به علت ناسازگاری آن با تحرک سرمایه و اهداف سیاست‌های داخلی از دست داد، پذیرش یک نرخ ارز انعطاف‌پذیرتر، غیرقابل اجتناب بود. مسایل مربوط به رقابت در زمینه کاهش ارزش پول و نوسانات نرخ ارز، نیاز به توصیه‌های سیاستی صندوق بین‌المللی پول را روشن می‌کند. مسئله‌ای که در بحران آسیا صندوق بین‌المللی پول آن را گوشزد کرد این بود که پول کشورهای آسیایی کمتر از حد برآوردشده و مازاد حساب جاری آنها به اقتصاد سایر کشورها، از جمله کشورهای در حال توسعه آسیب وارد می‌کند. این مسئله از جمله دلایلی است که صندوق بین‌المللی پول نیاز به تثبیت و سپس تقویت نرخ ارز در کشورهای آسیایی را در طی بحران گوشزد کرد، و به این علت از آنها خواست تا نرخهای بهره را تا زمان تثبیت ارزش پول و آغاز افزایش ارزش آن، کاهش ندهند.

وامهای صندوق بین‌المللی پول

صندوق بین‌المللی پول به رغم سایر نقش‌های آن از جمله نقش نظارتی، ارائه دهنده اطلاعات و کمکهای فنی، و...، بیشتر به عنوان یک نهاد وام‌دهنده شناخته شده است. صندوق بین‌المللی پول به صورت یک اتحادیه اعتباری عمل می‌کند که سپرده‌های آن از طرف اعضا تأمین می‌شود و سپس برای وام‌دادن به اعضای که نیاز به وام و شرایط دریافت وام را دارند، مورد استفاده قرار می‌گیرد.

اما چرا برنامه‌های حمایتی صندوق بین‌المللی پول شناخته شده نمی‌باشد. یکی از علل اصلی این است که صندوق بین‌المللی پول به طور معمول در مواقع بحرانهایی که عمدتاً نتیجه عدم اقدام به موقع از سوی دولت‌ها است، مورد توجه قرار می‌گیرد. اگر داروهای مورد نیاز جهت درمان بیماریهای اقتصادی شیرین و گوارا بود، کشورها از مدتها قبل آن را به موقع به اجرا می‌گذاشتند. اما اغلب این داروها نامطلوب و مستلزم پرداخت هزینه‌های مختلف از سوی کشورها است. شاید اغلب دولتها واقعاً می‌دانند چه عملی باید انجام دهند، ولی اغلب آنها بدون پذیرش مسئولیت، مقصر قلمدادکردن صندوق بین‌المللی پول را ساده‌تر می‌بینند. علاوه بر این اغلب تغییرات ساختاری، مستلزم پرداخت هزینه‌های فوری است در صورتی که منافع حاصل از آن در بلندمدت به دست می‌آید. اما با وجود همه اینها، کشورهایی نیز وجود دارند که اقدامات صندوق بین‌المللی پول در مورد آنها مؤثر واقع شده است؛ از جمله کشورهایی که در مرحله انتقالی قرار داشته و با کاهش تورم، رشد خود را آغاز کرده‌اند. سری‌بودن برنامه‌های حمایتی صندوق بین‌المللی پول نیز یکی از دلایل عدم شناخت آن است.

واکنش نسبت به بحران آسیا

قبل از وقوع بحران آسیا، صندوق بین‌المللی پول نسبت به مشکلات بالقوه کشور تایلند هشدار داده بود ولی دولت تایلند در این زمینه اقدامی صورت نداد. صندوق بین‌المللی پول همچنین نسبت به ضعف بخش مالی چندین کشور که شدیداً درگیر بحران شده‌اند، اخطار کرده بود. اما صندوق بین‌المللی پول در پیش‌بینی اثرات نامطلوب و شدت آثار سرایت بحران به سایر کشورها ناموفق عمل کرد. بخشی از این نتایج ناشی از عملکرد طبیعی نیروهای بازار بود. مشخص بود که کاهش ارزش پول کشور تایلند از قدرت رقابت شرکای تجاری این کشور می‌کاهد و در نتیجه تأثیر معکوس (فشار نزولی) بر پول این کشورها وارد خواهد آورد. علاوه بر این پس از نمایان شدن مشکلات تایلند بازار توجه بیشتری نسبت به مشکلات کشورهای اندونزی، کره و سایرین کرد. آنچه در این کشورها رخ می‌داد مشابهت زیادی با مشکلات تایلند بخصوص در بخش مالی داشت. علاوه بر این با ادامه کاهش ارزش پول این کشورها هزینه دریافت وام از طرف بخش خصوصی افزایش یافت. اقدام این افراد برای تأمین بدهی‌های خارجی، فشار بر نرخ ارز را تشدید کرد. اما واکنش بازار بیش از حد بود و منجر به تعدیل بیش از حد نرخ ارز در مواجهه با این بحران شد.

مشکلات کره، اندونزی و تایلند از بسیاری جهات مشابه بود؛ همه آنها از عدم اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی، و کاهش شدید ارزش پول خود رنج می‌بردند. ضعف سیستم مالی، دریافت وام بیش از حد توسط بخش خصوصی، فقدان شفافیت در ارتباطات بین دولت، بخش تجاری و بانکها بر شدت بحران افزود و تلاش برای مقابله با آن را پیچیده‌تر کرد. اما موقعیت این کشورها تفاوت‌هایی نیز داشت؛ تایلند با حجم زیادی از کسری حساب جاری (۸ درصد از GDP) مواجه بود، وضع کره بدتر بود. اما موقعیت اندونزی قابل کنترل‌تر بود. هر سه کشور در مقاطع مختلفی از صندوق بین‌المللی پول، درخواست کمک کرده بودند.

برنامه‌های پیشنهادی صندوق بین‌المللی پول در این کشورها منعکس‌کننده این شباهتها و تفاوتها می‌باشد. در کلیه این برنامه‌ها افزایش در نرخ بهره به منظور جلوگیری از تداوم کاهش در ارزش پول این کشورها پیش‌بینی شده بود. در کنار آن، آنها تلاش زیادی برای بهبود سیستم مالی به خرج دادند. - تقویت مقررات بخش مالی، افزایش نظارت، افزایش شفافیت و بازنمودن بازارهای آسیایی به روی شرکای خارجی -

صندوق بین‌المللی پول با درس‌گرفتن از این بحران تلاش خواهد کرد اخطارها و هشدارهای خود را به صورت مؤثر ارائه نماید و کیفیت پیش‌بینی‌های اقتصادی خود به ویژه در زمینه بحرانها را افزایش دهد. بسیاری معتقدند که صندوق بین‌المللی پول از طریق انتشار عمومی هشدارهای خود قادر به جلوگیری از وقوع بحرانها می‌باشد.

اما در نظرگرفتن دو مسئله، پذیرش این پیشنهاد را مشکل می‌سازد. نخست اینکه در صورت انتشار عمومی اطلاعات، توان صندوق بین‌المللی پول برای دستیابی به اطلاعات و عمل به عنوان یک مشاور مورد اعتماد از بین می‌رود. دوم اینکه صندوق بین‌المللی پول از طریق انتشار عمومی اطلاعات به بحران جدیدی دامن خواهد زد. علاوه بر این اطمینانی وجود ندارد که بتوان بحرانها را به طور کامل پیش‌بینی کرد. بنابراین ما درصدد تلاش برای بهبود عملکرد خود در مقابله با بحرانها می‌باشیم.

تحول در نقش صندوق بین‌المللی پول

اگر چه که در اهداف صندوق بین‌المللی پول تغییری حاصل نشده، اما در طی این سالیان از صندوق بین‌المللی پول در مواجهه با مشکلات متعدد و مختلفی درخواست کمک شده است. تلاش صندوق بین‌المللی پول در این مدت به طور عمده معطوف حفظ سلامت پولی، سیاست‌های مالی مناسب، تلاش جهت بازنمودن بازارها، به منظور پیش‌نیازهای ثبات و رشد اقتصادی بوده است. اما به مرور زمان میدان سیاست‌های این نهاد وسعت یافته به نحوی که سایر عواملی را که ثبات رشد اقتصادی کشورها را تحت تأثیر قرار می‌دهد، مدنظر قرار گرفته است. بنابراین صندوق بین‌المللی پول به همراهی بانک جهانی در صدد سوق کشورها به سوی سیستم‌های مالی سالم، بهبود کیفیت مخارج عمومی، هزینه بر روی بهداشت و تحصیل، ممانعت از اعمال سیاست‌های اشتباه پرهزینه، جلوگیری از اتلاف منابع ملی، کمک به اقشار آسیب‌پذیر جامعه و گسترش میدان عمل بخش خصوصی است.

گسترش میدان عمل صندوق بین‌المللی پول واکنش‌های مختلفی را دربرداشته است. برخی آن را تحسین و برخی آن را مورد انتقاد قرار داده‌اند.

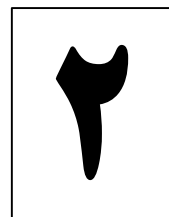
از طرفی تنوع و تعدد کشورهای عضو و مشکلات آنها باعث شده که صندوق بین‌المللی پول سیاست‌های جدیدی برای حمایت مالی از اعضا اتخاذ نماید. علاوه بر کمک‌های معمول که به منظور مواجهه با کسری‌های دورانی یا موقتی تراز پرداخت‌ها ارائه می‌شود و طول مدت آن ۱۲ تا ۱۸ ماه است؛ وام صندوق توسعه^(۱) برای حمایت از برنامه‌هایی که برای مواجهه با مشکلات ساختاری پیشنهاد می‌شود و طول مدت آن ۳ تا ۴ سال است، ارائه می‌شود. همچنین وام تعدیل ساختاری^(۲) برای تأمین مالی برنامه‌های بلندمدت با دوره بازپرداخت طولانی و نرخ بهره کمتر، برای کشورهای کم‌درآمد ارائه می‌شود. صندوق بین‌المللی پول همچنین در طول حیات خود برای مواجهه با مشکلات مختلف تسهیلات متعددی ارائه کرده است؛ یکی از این موارد وام سپرده تکمیلی^(۳) است که در دسامبر ۱۹۹۷ برای کمک به اقتصاد بازارهای نوظهور ارائه شد. نخستین استفاده‌کننده از این تسهیلات کشور کره بود.

اثر خالص این تحولات چیست؟ مسلماً نقش صندوق بین‌المللی پول دچار تحول کامل نشده است. آنچه ثابت مانده تأکید بر اتخاذ سیاست‌های مناسب در سطح ملی و همکاری مؤثر پولی در سطح بین‌المللی است. نکته‌ای که باید مورد توجه قرار گیرد این است که صندوق بین‌المللی پول یک منبع تأمین مالی یا مکانیزم مدیریت بحران نیست (تصور عام) بلکه یک نهاد برای نظارت چندجانبه است. البته وظایف این نهاد در طول زمان به علت پیچیدگی و تنوع مشکلات اقتصاد بین‌المللی، پیچیده‌تر شده است.

1- Extended Fund Facility (EFF)

2- Enhanced Structural Adjustment Facility (ESAF)

3- Supplemental Reserve Facility (SRF)



بحران آسیا و برداشت‌هایی از آن برای سایر اقتصادهای جهان استانلی فیشر، ژوئن ۱۹۹۸

در این مقاله نویسنده به سه مبحث می‌پردازد:

تصویری از کشورهای بحران‌زده در آسیا، انتخاب سیاست‌های اقتصادی که پیش روی ژاپن قرار دارد و سپس به برداشت‌هایی از وقایع اخیر اقتصادهای نوظهور غیرآسیایی به ویژه برزیل می‌پردازد.

تصویری از کشورهای بحران‌زده

- سقوط مالی اکثر کشورهای آسیایی که در سال ۱۹۹۷ با بحران مواجه شدند از هنگامی آغاز شد که کره بر سر تمدید مداوم وام‌ها با بانک‌ها به توافق رسید.

- در حالی که پول این کشورها بسوی وضعیت نخستین خود بازمی‌گشت، بازارهای سهام کره و تایلند که در اوایل سال ۱۹۹۸ رو به بهبود بودند، به ترتیب دچار افت ۲۰ و ۲۵ درصد شدند.

- فعالیت اقتصادی بشدت آسیب دید و محصول افت شدیدی پیدا کرد.

- بدترین وضعیت در اندونزی روی داد. وقایع فوق درس‌هایی در مورد اثرات متقابل سیاست و اقتصاد در زمان بحران به ما می‌آموزد که در حال حاضر به آن نمی‌پردازیم. حال که سیاست انتقالی برقرار است، پیشگویی وقایع دشوار است. اما اقدامات اولیه دولت، به ویژه در مورد دموکراسی و نوید انتخابات جدید امیدوارکننده است. بعلاوه بانک‌ها و دولت اندونزی در مورد مسایل بدهی به توافق‌هایی دست یافته‌اند.

- چنانچه ثبات سیاسی و حرکت اصلاحی همچنان برقرار باشد، برنامه دولت اندونزی با صندوق بین‌المللی پول زمینه‌ساز سلامت اقتصادی و اعاده اطمینان سرمایه‌گذاران خواهد بود.

- انتظار می‌رود پول کشورهای بحران‌زده به وضعیت ثبات برسد، مشروط بر آنکه این کشورها سیاست پولی انقباضی برقرار و از نرخ ارز خود دفاع نمایند. اما این امر فقط قدم اول است و کشورهای مزبور از لحاظ سیاسی و اقتصادی دوران مشکل تعدیل را در پیش دارند و در این دوره باید با سخت‌ترین بخش برنامه‌های اقتصادی خود که تجدید

- ساختار بخش مالی و بخش شرکتی است، دست و پنجه نرم کنند.
- به مدت طولانی پول و بازارهای مالی شرق آسیا دچار فتور شده و مقامات آزمون خواهند شد. این دوره‌ها بمنزله محکی برای درجه اعتبار مقامات و برنامه‌های اقتصادی آنان است.
- بسیاری از تحلیل‌گران بر این باورند که اصلاح اقتصادی باید به دست یک دولت مقتدر انجام گیرد. ولی در تایلند و کره، برنامه‌ها تا زمانی که تغییر دموکراتیک در دولت رخ نداد، با موفقیت روبرو نشدند.
- اولین ضرورت برای برقراری سلامت طولانی مدت، اصلاحات ساختاری است که در وهله اول شامل پاکسازی سیستم بانکی است. بدین معنا که همزمان با برطرف نمودن مشکلات بانکی، در ساختار مالی تجدیدنظر شده و بدنه تولیدی اقتصاد کشور بازسازی شود.
- تمامی کشورهای بحران‌زده با خطرهای داخلی و خارجی مواجه هستند. خطرات داخلی عبارت از شکست دولت در انجام اصلاحات مشکل سیاسی است. زیرا یا موفقیت‌های اولیه منجر به رضایت از خود شده (خودکامگی)، یا آنکه دولت قادر به متمرکز نمودن قوای سیاسی خود نیست.
- خطر خارجی نیز آن است که محیط خارجی به ضرر کشور بحران‌زده حرکت کند. خوشبختانه، بحران اخیر در زمانی اتفاق افتاده است که اقتصادهای شمال آمریکا و اروپا رشد زیادی دارند و به نظر می‌رسد که این روند همچنان ادامه داشته باشد. فقط در مورد ژاپن و چین تشویش وجود دارد: در مورد چین احتمال افت ارزش پول و در مورد ژاپن خطر ادامه رشد بطئی و کند و وخیم‌شدن وضعیت بخش بانکی وجود دارد.
- مقامات چینی بخوبی از اهمیت عدم تضعیف ارزش پول خود آگاه هستند. این مقامات واقف هستند که چنین اقدامی، دور تازه‌ای از تضعیف ارزش پولها را در منطقه بدنبال خواهد داشت. و در نتیجه هدف آنها زایل و همچنین منجر به بی‌ثباتی مالی بیشتری خواهد شد. اما با تضعیف ین نگرانی خود را از وخیم‌تر شدن وضعیت منطقه اعلام داشته‌اند. دخالت موزون بازار ارز خارجی به حمایت از ین در واقع پاسخی به تشویش چین و سایر کشورهای منطقه است از این رو دولت چین قصد خود مبنی بر تثبیت ارزش پول آن کشور را اعلام کرد.

اقتصاد ژاپن

- ژاپن که ۶۰ درصد از GDP شرق آسیا از آن اوست، در حال حاضر با وضعیت وخیم اقتصادی مواجه است.
- ضعف وضعیت اقتصادی، با سقوط سریع ین نشان داده شد. کاهش ین موجب اعمال فشار بر بازارهای سرمایه و پول کشورهای منطقه و در واقع سایر مناطق شد. اقتصاددانان مسئول و سیاست‌گذاران ژاپن در مورد اتخاذ یک راه‌حل به توافقی نرسیده‌اند. ولی می‌توان گفت در درجه اول انبساط مالی و سپس پرداختن به نقاط ضعف بخش بانکی ضرورت دارد.
- در مورد سیاست مالی، دولت به تازگی لایحه مالی انبساطی را بالغ بر بیش از ۲ درصد GDP است تصویب کرده است. برخی عقیده دارند که انبساط مالی بیشتری که مبتنی بر کاهش مالیات باشد لازم است و در اولین فرصت باید به مرحله اجرا درآید.

- اقدام مالی جهت رشد اقتصادی ضروری است، اما به تنهایی کافی نیست. نظام مالی ضعیف در تمام طول دهه اخیر سد راه بهبود وضعیت اقتصادی بوده است. مشکل وام‌های نامناسب که از سال‌های اقتصاد حبابی بجای مانده و سهم عمده‌ای در شکست‌های بانکی پیش‌بینی نشده در سال ۱۹۹۷ داشتند، موجب زوال اطمینان و محدودیت دستیابی به اعتبار علیرغم نرخ‌های بهره نازل شده است. بانک‌ها مایل به اعطای وام به شرکت‌ها نیستند. افت طولانی مدت و کند و بطئی قیمت املاک از سال ۱۹۹۰، عدم تمایل بانک‌ها را به پرداخت وام آشکار می‌کند. مهم‌ترین درسی که از بحران شرق آسیا می‌توان گرفت آن است که اگر به مشکل بخش بانکی رسیدگی نشود، این مشکلات بهبود نمی‌یابند و در واقع وخیم‌تر شده و پایه‌های اقتصاد را می‌لرزانند. در حال حاضر ژاپن پس از هفت سال بردباری، باید با مشکلاتی در مقیاس بزرگتر نسبت به سال‌های ۱۹۹۲ و ۱۹۹۳ دست و پنجه نرم کند.

- اقدام اخیر دولت ژاپن مبنی بر توسل به وجوه عمومی جهت پرداختن به ضعف بخش بانکی، که بالغ بر ۶ درصد GDP است، اقدام مثبتی است اما باید در چارچوب یک طرح جامع انجام شود. در حال حاضر آنچه که ضرورت دارد، اتخاذ بینش جامع و شفاف است تا اطمینان حاصل شود که مشکل بدهی‌های نامناسب در نهایت حل شده و نظام بانکداری به سوی سودآوری و وضعیت سرمایه‌ای مستحکمی پیش می‌رود. محتوای بینش مزبور از این قرار است:

* تشخیص زود هنگام و تعطیل مؤسسه‌هایی که قادر به بازپرداخت بدهی‌های خود نیستند،

* تلاش جهت از بین بردن وام‌های رو به سوخت،

* مرتبط ساختن تزریق وجوه عمومی آتی به طرح‌ها و برنامه‌های قوی بازسازی شده،

* شناخت دامنه وام‌های رو به سوخت،

* اتخاذ موازین بین‌المللی افشاگری، و

* افزایش منابع بیش از آنچه که در حال حاضر وجود دارد، تا مقام جدید نظارت مالی بتواند تعهد خود را بجا آورد.

- در مورد ارزش ین، دخالت موزون در بازارهای ارزی، از کاهش ارزش پول جلوگیری کرده است. این اقدام حرکت بسیار مهمی است زیرا حاکی از توقف سقوط اقتصادهای شرق آسیا است. اما دخالت به تنهایی نمی‌تواند تأثیر طولانی مدت داشته باشد، مگر آنکه اقدامات ناشی از سیاست‌گذاری‌های بنیادی از آن حمایت کند.

- ژاپن راهی طولانی در پیش دارد. اقداماتی در کشورهای دیگر، که برخی بحران‌زده نیز بوده‌اند، جهت رفع مشکلات بخش بانکداری انجام شده است.

برداشت‌هایی از بحران برای سایر اقتصادها

- این بحران برای دیگر کشورها چه معنایی دارد؟ چارچوب سیاستی که باید اتخاذ گردد واضح است: سیاست اقتصاد کلان باید برپایه‌ای مستحکم استوار شده، کسری مالی کمتری داشت و نسبت به سیاست پولی و مدیریت نرخ ارز بینش مرتبطی اتخاذ گردد. چنانچه نظام نرخ ارز ثابت برقرار باشد، در زمان چرخش بازار و ظهور علام فشار بر نرخ تثبیتی، کشورها باید در جهت تعدیل سیاست‌های اقتصاد کلان خود گام بردارند. سیاست‌گذاران باید توجه خود را به کسری حساب جاری، تأمین مالی آن و بدهی خارجی، بخصوص بخش کوتاه‌مدت آن، معطوف دارند. نظام‌های

مالی و بانکی باید به درستی نظارت شوند و شفافیت جوابگویی‌های دولتی و شرکتی باید ارتقا یابد.

- برزیل و سایر کشورها چه برداشتی می‌توانند از بحران داشته باشند؟ اقتصاد برزیل چنین طوفان‌هایی را تجربه کرده است. چندین عامل دست‌اندرکار بوده‌اند. نخست آنکه، سیاست‌گذاران برزیلی شماری از اصلاحات ساختاری با هدف ارتقا کارایی را به مدت چند سال پیاده کرده‌اند، که مشوق سرمایه‌گذاری در سطوح بالاتر بوده و به خصوص به سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در اقتصاد برزیل کمک شایانی نموده است. این اصلاحات شامل ساختار مجدد نظام بانکی است. دیگر اصلاحات انجام شده عبارتند از: برنامه خصوصی‌سازی، اصلاحات مهم مدیریتی، بهبود نظام نظارت بانکی، و اصلاحات در نظام تأمین اجتماعی.

- از همه مهمتر، هنگامی که رئال برزیل در اکتبر ۱۹۹۷ مورد حمله قرار گرفت، مقامات از آن دفاع کردند. باید به این واقعیت توجه کرد که در بحران اخیر آن دسته از کشورهایی که برای دفاع از پول خود مایل به استفاده از نرخ بهره نبودند، دچار بحران عمیق شده، و آن دسته که از پول خود دفاع کرده‌اند از ابتلای به بحران پیشگیری کرده‌اند. آن زمان که برزیل به چنین اقدامی مبادرت نمود، بازارهای مالی جهانی وضعیت بسیار شکننده‌ای داشتند و چنانچه این کشور از پول خود دفاع نمی‌کرد چه بسا بحران به سایر کشورهای آمریکای لاتین گسترده می‌شد.

- در مورد اقتصاد برزیل، کارشناسان صندوق بین‌المللی پول معتقدند که رشد محصول از ۱ درصد به ۲ درصد در سال ۱۹۹۸ و بیکاری از ۸ درصد به ۷ درصد یا حتی کمتر در ماه‌های آتی برسد. به علاوه تورم بین ۴ تا ۵ درصد باقی می‌ماند و کسری تجاری از ۸ میلیارد دلار به حدود ۵ میلیارد دلار رسیده است. کسری حساب جاری به ۴ درصد GDP تنزل می‌یابد. ذخایر ارزی نیز تا پایان مه ۱۹۹۸ به سطح ۷۲ میلیارد دلار می‌رسد که برابر با بیش از ده ماه واردات کالا و خدمات است.

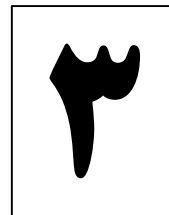
- با این وجود، وضعیت اقتصادی و مالی برزیل، که نوسان‌های بازار سهام و اوراق برزیلی در بازارهای بین‌المللی گواه آن است، هنوز وخیم است. این عوامل لاجرم سیاست پولی را تحت فشار قرار می‌دهد. مقامات موفق شده‌اند در ماه‌های اخیر نرخ بهره را کاهش دهند. ولی ابقای سیاست نرخ بهره انعطاف‌پذیر در ماه‌های آتی امری بسیار خطیر است. با در نظر گرفتن وضعیت ناپایدار داخلی و آشفتگی در بازارهای مالی بین‌المللی، نمی‌توان از نظر دور داشت که افزایش نرخ بهره در آینده ممکن است ضرورت پیدا کند. این امر می‌تواند نقطه عطفی در بحران باشد، اما در بحرانی به این وسعت نمی‌توان مطمئن بود چه پیش می‌آید.

- مشکل اقتصاد کلان برزیل هنوز منابع عمومی است. کسری بخش عمومی بالغ بر ۶ درصد GDP است که بسیار بزرگ است. اما خوشبختانه طی چند سال آتی بخش عظیمی از منابع آن از طریق دریافت‌های ناشی از خصوصی‌سازی تأمین می‌شود. به علاوه، با انتشار برگه‌های بهره‌دار انتظار می‌رود که کسری بخش عمومی تا اواخر سال رو به کاهش گذارد. ولی بدون کاهش پایا و اساسی در کسری بخش عمومی، اقتصاد در قبال تغییر موضع بازار آسیب‌پذیر خواهد بود.

- کارشناسان ما، در نبود اقدامات اصلاحی، برآورد کرده‌اند که تراز اولیه بخش عمومی، کسری کوچکی را در سال ۱۹۹۸ نشان خواهد داد. مقامات باید سریعاً در جهت کاهش هزینه‌های دولت فدرال و اقدامات خطیر آن، همانند

لایحه نوامبر، دست به اقدام بزنند. این نکته حایز اهمیت است که برنامه‌های تعدیلی که کشورها با آن موافقت نموده‌اند، کاملاً به اجرا گذاشته شود. واضح است که وجوه نظام تأمین اجتماعی برای اقتصاد برزیل یک مسئله بحرانی طولانی مدت است.

- در مجموع می‌توان گفت اقتصاد برزیل تاکنون در قبال فشارهای وارده از بحران آسیا مقاومت کرده است. اقدامات سریع در هر دو زمینه سیاست‌های مالی و پولی صورت گرفته و بازارها آرام و ذخایر ارزی نیز جبران شده‌اند. اما درس اصلی از بحران آسیا، هشیاری و اقدام به موقع است. سیاست پولی باید در مورد ظهور مجدد فشار بر پول هشیارانه عمل کند.



منشأ بحران مالی ۱۹۹۴ مکزیک فرانسیسکو جیل - دیاز

پس از حدود یک دهه رکود اقتصادی و تورم بالا در مکزیک، دولت مکزیک در سال ۱۹۸۵ بخش تجاری را آزاد نموده و یک برنامه ثبات اقتصادی را در اواخر سال ۱۹۸۷ اتخاذ نمود و به تدریج مؤسسه‌هایی با جهت‌گیری بازار در این کشور برقرار شد. این اصلاحات منجر به از سرگیری رشد اقتصادی شد که به طور متوسط ۳/۱ درصد در هر سال بین سال‌های ۱۹۸۹ و ۱۹۹۴ بود. در سال ۱۹۹۳، برای اولین بار در طول بیش از دو دهه، تورم به سطح اعداد یک رقمی تنزل یافت. با پیش‌رفتن اصلاحات اقتصادی، مکزیک آغاز به جذب سرمایه‌گذاری‌های بیشتر خارجی نمود. این تحول در نبود محدودیت‌های دست‌وپاگیر برای ورود جریان‌های سرمایه، به خصوص در محیط نرخ بهره پایین آمریکا، صورت گرفت. در واقع ورود سرمایه‌های عظیم از سال ۱۹۹۰ آغاز گردید، یعنی زمانی که مذاکرات در مورد بدهی‌های خارجی به طور موفقیت‌آمیزی مجدداً انجام شد. تضعیف ارزش پزو در دسامبر ۱۹۹۴ به ورود جریان‌های سرمایه خاتمه داده و موجب تسریع بحران مالی شد.

شکست مقررات، رشد اعتبار و آغاز بحران

در بخش مالی آزادسازی اساسی صورت گرفت، که همراه با سایر عوامل، موجب افزایش موجودی اعتبار در مقیاس و سرعتی شد که با وجود نظارت ضعیف، سرمایه اندک برخی از بانک‌ها و حتی وام‌گیرندگان را تحت‌الشعاع قرار داد.

چندین عامل در وفور اعتبار سهیم بودند: (۱) انتظارات ارتقایافته اقتصادی، (۲) کاهش بدهی عمومی، (۳) پدیده دستیابی به بدهی تأمین‌شده در سطح بین‌المللی (مراجعه شود به Hale ۱۹۹۵)، (۴) رونق املاک و بازار سهام و (۵) عکس‌العمل قوی سرمایه‌گذاری خصوصی.

محدود کردن امکانات وام‌گیرنده‌ها، مازاد حجم اعتبارات، و افت رشد اقتصادی در سال ۱۹۹۳ موجب شد بسیاری از بدهی‌ها مشکل‌آفرین شود. وام‌های رو به سوخت به سرعت افزایش یافت. اجرای فرآیند تعدیل وضعیت ترازنامه

بخش خصوصی، در نیمه دوم سال ۱۹۹۳، و اتخاذ دیر هنگام سیاست‌های احتیاطی توسط برخی بانک‌های بازرگانی نشانه‌های عبور وام‌های رو به سوخت از مرزهای امن بود.

دلایل اثبات‌شده افزایش بدهی عبارت بودند از:

۱- آزادسازی بخش مالی: نرخ‌های وام‌دهی و وام‌گیری آزاد، مجاری اجباری اعتبار منسوخ و شروط ذخیره بانکی حذف شد.

۲- بانک‌ها عجولانه خصوصی شدند، در برخی موارد بدون توجه به معیار "تناسب و مناسب بودن"، چه در مورد انتخاب سهامداران جدید چه کارکنان عالی‌رتبه (مراجعه شود به ۱۳: 97 Homohart و ۱۹۹۷ Orty). شایان توجه است که در هر حال، به مدت نیمی از دوران انبساطی، بانک‌ها تحت انقیاد دولت باقی ماندند.

۳- چندین بانک، بدون اقدام مالکان آن در سرمایه‌گذاری صحیح، خریداری شد. سهامداران اغلب مالکیت سهام را از طریق اخذ وام از بانک خریداری شده یا از طریق هر مؤسسه‌ای که به طور متقابل همکاری می‌نمود به دست آوردند.

۴- مالکیت دولت بر بانک‌های بازرگانی در سال ۱۹۸۲ سلب شد و منجر به آن شد که سرمایه انسانی شکل گرفته آنها، از دست‌رفته و همراه با آن چارچوب‌های نهادی و ساختاری آنها نیز از هم پاشیده شود.

۵- خطر رفتاری بواسطه حمایت نامحدود از بدهی‌های بانکی افزایش یافت.

۶- قوانین سرمایه‌داری مبتنی بر خطر بازار وجود نداشته، این امر باعث اختلال در تناسب دارایی - بدهی شد که خود منجر به ساختار بدهی بسیار بالا گردید.

۷- ظرفیت نظارت بانکی در بدو امر ضعیف بود، ولی با افزایش پرتفوی بانک‌ها این ضعف شدت بیشتری یافت. بخشی از این ضعف ناشی از CEOهایی بود که دولت در زمان تملک آن را به کار گمارده بود.

۸- بانک‌های توسعه، اعتبار را افزایش دادند.

۹- از دسامبر ۱۹۹۰، به خارجیان اجازه داده شد بدهی (کوتاه‌مدت) "داخلی" دولت را خریداری کنند. از آنجا که در طول این مدت بدهی داخلی عمومی کاهش یافت، خرید اوراق بدهی یا سِتس^(۱) توسط خارجیان، قدرت خرید فروشندگان داخلی اوراق بدهی را افزایش بخشید.

۱۰- اوراق بهادار کوتاه‌مدت و شاخص‌بندی شده به دلار دولت مکزیک بر حسب پزو، یا تزوبونس^(۲) در اواخر سال ۱۹۹۱ منتشر شد، اگر چه میزان انتشار این اوراق بجز برخی مواقع مقادیر زیادی نبود.

این تجارب منحصر به مکزیک نیستند. همانطور که Lindgem و دیگران (۱۹۹۶) خاطر نشان می‌سازند "بانک‌هایی که از قبل تحت مقررات قرار گرفته بودند، جهت استفاده مؤثر از منابع جدید با مشکل فقدان مهارت‌های لازم در ارزیابی اعتبارات مواجه بودند." آنان نتیجه‌گیری کردند که: آزادسازی می‌تواند منجر به رشد سریع دارایی‌های

1- Cetes

2- Tesobonos

بانکی، بدهکاری زیاد و حباب قیمتی دارایی شود، مگر آن که به درستی سرپرستی و نظارت گردد. عوامل فوق با آنچه که کشور در کوتاه مدت و بلندمدت در پیش دارد دست به دست یکدیگر داده و زمینه را برای بروز بحران مهیا کردند. این ترکیب عوامل نمونه دیگری است از اینکه چگونه آزادسازی مالی علیرغم موفقیت‌های اقتصادی می‌تواند به بیراهه برود. ترکیب اندک منابع مالی برخی از بانک‌ها عامل اصلی بود که در ترکیب با عوامل دیگر موجب رشد اعتبار بدور از رعایت جوانب احتیاط شد، اما همانطور که Lindgem و دیگران (۱۹۹۶) اظهار می‌دارند، رشد سریع اعتبار و پیامدهای آن ویژگی منحصر بفرد بحران مکزیک نیست: Kaminsky و Peinhart (۱۹۹۶) با مروری بر تجارب ۲۰ کشور دچار بحران بانکی و تراز پرداخت دریافتند که بحران بانکی حدود نیمی از این کشورها پیش از بحران تراز پرداخت بوقوع پیوسته و حالت عکس فقط چند نمونه رخ داده است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت وضعیت بانکی تأثیرات منفی بر تراز خارجی و نرخ برابری وارد می‌کند. "و نیز تمامی کشورهای مورد مطالعه بجز ونزوئلا دچار افزایش اعتبار به بخش خصوصی پیش از وقوع بحران شدند" (Lindgem و دیگران ۱۹۹۶) وقایع جمهوری چک، اسلواکی، مالزی، تایلند، کره جنوبی و غیره در سال ۱۹۹۷ را نیز باید در فهرست فوق گنجانند؛ همچنین وقایع مشابه در سوئد و سایر کشورهای توسعه یافته در سال ۱۹۹۲ نیز می‌تواند در این فهرست قرار گیرد.

بازخورد اقتصاد کلان از افزایش اعتبار

افزایش اعتبار در مکزیک شامل ارقام باورنکردنی بود. از دسامبر ۱۹۸۸ تا نوامبر ۱۹۹۴، اعتبار بانک‌های بازرگانی به بخش خصوصی بر حسب ارقام واقعی ۲۷۷ درصد، یا ۲۵ درصد در هر سال افزایش یافت. برخی اقلام درک بهتری از وقایع ارائه می‌کنند: کارت اعتباری با نرخ ۳۱ درصد در هر سال، اعتبار مستقیم به مصرف‌کننده کالاهای بادوام با نرخ ۶۷ درصد در هر سال، و وام‌های رهنی با نرخ سالانه ۴۷ درصد، همگی بر حسب اقلام واقعی، افزایش یافت.

جریان‌های خارجی اعتبار به بخش خصوصی از ۱۹۳ - میلیون دلار در ۱۹۸۸ به ۲۳/۲ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۳ رسید. این رقم در سال ۱۹۹۴، به سطح ۸/۹ میلیارد دلار کاهش یافت. اما این کاهش بیش از افت ذخایر بین‌المللی بانک مکزیک^(۱) که تا ۱۸/۹ میلیارد دلار کاهش یافت، بود. بنابراین مجموع استفاده از منابع خارجی در سال ۱۹۹۴ بالغ بر ۲۷/۸ میلیارد دلار و مجموع جریان‌های مالی خارجی به بخش خصوصی بالغ بر ۹۷ میلیارد دلار بین سال‌های ۹۴-۱۹۸۹ بود.

این نرخ‌های رشد بدفرجام بودند. Honohan در سال ۱۹۹۶ هشدار داد: "شاخص‌هایی وجود دارد که نشان می‌دهد آیا چرخه رونق و کساد اقتصاد کلان در پیش است یا خیر." وی علامات هشداردهنده زیر را خاطر نشان می‌سازد: "نخست رشد وام‌دهی (بر حسب ارقام واقعی) است که به عنوان شاخص کلاسیک شکست بانک و یا نظام بانکی محسوب می‌شود" و "دوم، نسبت وام به اندوخته و تکیه بر وام‌گیری از خارج، است."

جذب نادرست منابع خارجی، نقدینه کردن مقادیر زیادی از بدهی دولت و خطر رفتاری سبب افزایش انباشت

1- Banco de Mexico

تقاضای بخش خصوصی شد که سهم بزرگی در بالارفتن کسری حساب جاری داشت. علاوه بر این، قسمت اعظم این کسری از منابع سرمایه کوتاه مدت تأمین شد. کسری خارجی در حال رشد به همراه تعهد در تثبیت نرخ ارز دست به دست یکدیگر دادند تا نرخ ارز را در محدوده مجاز دامنه نوسان، نگاه دارند.

زمانی که نرخ بهره داخلی سرمایه کوتاه مدت را جذب، بانک‌ها و مؤسسه‌های خصوصی از خارج وام گرفته و پول خارجی به بازارهای سهام سرازیر شد، نرخ ارز در اکثر مدت این دوران در بالاترین سطح محدوده نوسان باقی ماند. بانک مرکزی تقاضای پول را متناسب نموده و طی این جریان بخشی از پول خارجی وارد یا خارج شده را سترون نمود و باعث شد ذخایر بین‌المللی طبق آن افزایش یا کاهش یابد. بخاطر عرضه مازاد بر احتیاج دلار، مقدار ذخایر تا مدت نامعلومی پیش از رأی کنگره آمریکا به نفتا^(۱) افزایش یافت. افزایش ذخایر پس از تصویب نفتا تا آغاز تنش‌های سیاسی سال ۱۹۹۴ افزایش یافت.

کسری تراز تجاری به صورت نسبتی از GDP ۵/۸۳ درصد در طول این دوره افزایش یافت. اما بخش اعظم افزایش سرمایه‌گذاری خصوصی به کار و کسب غیرسودآور سوق داده شد که به ناپایایی کسری حساب جاری کمک کرد. برخی از این سرمایه‌گذاریها مشارکت در ساخت آزادراهها و پروژه‌های ساختمانی رهنی بود و بخشی دیگر به وسیله اتحادیه‌های اعتباری انجام گرفت این اتحادیه‌ها از بانکهای توسعه وام گرفته و آن را در سرمایه‌گذاریهای بازدهی نازل سرمایه‌گذاری کردند. بخشی از اعتبار، بنوبه خود، جهت تأمین منابع مؤسسه‌هایی که وجود خارجی نداشتند یا سهام بانک‌هایی که ترازشان مورد تردید بوده، یا وام‌های با وثیقه تضمین نشده بکار گرفته شد.

بدین ترتیب، زیاده‌روی در اعطای اعتبار، مصرف اعتبار بدون توجیه اقتصادی بدهی کوتاه مدت، و ویژگی‌های نرخ ثابت برابری زمینه را برای بحران اقتصادی ۱۹۹۵ آماده نمود. آنچه که باید مورد تأکید قرار گیرد تأثیرات بالقوه بدهی کوتاه مدت است، زیرا سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، سرمایه‌گذاری بصورت سهام، اوراق بهادار بر حسب پول خارجی که توسط بانک‌های بازرگانی منتشر می‌شود و ذخایر ارزی در بانک‌های بازرگانی، حتی پس از آغاز بحران نیز ثبات چشمگیری از خود نشان دادند (۳-۴: ۱۹۹۷، Tmigueros). این اطلاعات، آسیب‌پذیری مستتر در نظام نرخ ثابت ارز را، بخصوص هنگامی که با تثبیت‌کننده‌های خودکار مقام پولی همراه نباشد، نشان می‌دهد.

حتی اگر نرخ ثابت برابری بواسطه قیمت‌های ثابت پایدار، محسناتی داشته باشد، باز هم می‌توان نتیجه گرفت که در محیط اقتصادی شکننده در قبال یک حمله نگرورزانه، کاملاً بی‌دفاع است.

نرخ‌های واقعی بهره بسیار بالاتر در آمریکا در سه ماهه دوم سال ۱۹۹۴، کاهش چشمگیر اما مطابق با قاعده برابری پزو پیش از سقوط ناگهانی دسامبر ۱۹۹۴، و سوءقصد به نامزد ریاست جمهوری و سایر وقایع تأسفانگیز سیاسی به آتشی که زیر خاکستر بود دامن زد.

درست همانگونه که بسیاری از پول‌های اروپایی در سال ۱۹۹۲ پس از حمله‌های بی‌امان نگرورزانه کاهش یافت، وقایع سیاسی سال ۱۹۹۴ موجب شد آنچه را که یک اقتصاددان پیش‌بینی مرگی شگفت‌انگیز می‌نامد بوقوع بپیوندد: کاهش ذخایر بین‌المللی تا آن حد که محدودیت‌های نرخ ارز در سال ۱۹۹۴ را منسوخ کرد. (مراجعه شود به

1- National Foreign Trade Association (NAFTA)

تضعیف ارزش پول برخی تأثیرات زیان‌بار بار آورد: تورم و نرخ‌های بهره بالا رفت، فعالیت اقتصادی مختل شد، فشار بدهی‌های خدماتی بر حسب پول داخلی و خارجی افزایش یافت و نسبت‌های سرمایه‌گذاری بانکی دچار کاهش شدید شد.

همانطور که (۱۹۹۷) Tmigueros، (۱۹۹۵) Hale، (۱۹۹۵) Calvo و Mendoza، (۱۹۹۵) Pill و Mckinnon خاطر نشان کردند، ریشه بحران نه در نرخ پایین پس‌انداز، بلکه در گسترش اعتبار بود. ارزش‌گذاری بیش از اندازه نرخ ارز نیز طبق نظرات (۱۹۹۷) Carstens و Gil Diay دخیل نبود. (۱۹۹۷) Tmigueros برای رفع ابهام و روشن شدن هر چه بیشتر موضوع می‌گوید: "بخش اعظم افزایش سهم فعالیت‌های مولد غیرقابل تجارت در GDP در گرو رشد صنعت خدمات مالی است."

تفسیر مالی بحران

آیا بحران‌های مالی ۱۹۹۲ در اروپا، بحران ۱۹۹۴ در مکزیک، و بحران پولی اخیر در شرق آسیا نتیجه سیاست‌های ناپایاب بود که موجب بروز تکانه‌های غیرمنتظره شد، یا برخاسته از حالت‌های چند تعادلی که ارتباط چندانی با عوامل نهادی نداشت؟ (مراجعه شود به ۱۹۹۶ Schwarty و Bordo)

نظریه کلاسیک که بحران‌ها را مرتبط با ائتلاف نامناسب عوامل بنیادی می‌داند، می‌توان به (۱۹۷۲) Harry Johnson نسبت داد که معتقد بود گسترش زیاده از حد اعتبار به قیمت از دست دادن ذخایر بین‌المللی تمام می‌شود. بحران تراز پرداخت‌ها پیامد تقلیل ذخایر بین‌المللی است. این نظریه را می‌توان به (۱۹۸۱) Wallac و Sangent نیز نسبت داد که یک الگوی اقتصاد بسته ارائه دادند که در آن کسری پایدار و نرخ بهره واقعی که بالاتر از نرخ رشد اقتصادی است نهایتاً منجر به اشباع بدهی می‌شود. در این دیدگاه بنگاه‌های خصوصی خرید بدهی (وام خریدار) را متوقف کرده و کسری بودجه به پول تبدیل شده و تورم ایجاد می‌شود. این الگو با الگوی اقتصاد باز چندان تفاوتی ندارد. سرانجام (۱۹۷۹) Krugman در الگویی مشابه الگوی (۱۹۶۸) Mundell، مساعی خود را جهت تعیین زمان حمله نگرورزانه که موجب فسخ نرخ برابری و بروز تورم می‌شود، بکار برد.

در تمامی نظریه‌های کلاسیک این افزایش زیاده از حد اعتبار است که موجب ترغیب عموم، ملی یا خارجی، به توقف خرید بدهی شده و پایان کار را برای دولت و جامعه نزدیک می‌کند.

(۱۹۹۶) Schwarty و Bordo فهرستی از بحران‌های پولی را از قرن ۱۸ تا اجرای اخیر مکزیک تهیه نموده و شواهدی دال بر تأیید نظریه کلاسیک جمع‌آوری نموده‌اند: بحران‌های پولی ریشه در علل نهادی یا متحمل‌الوقوع بودن جنگ دارند. آنان نتیجه می‌گیرند که: فرضیه حمله نگرورزانه خود بخودی ممکن است از لحاظ فکری درست باشد اما به فهم وقایعی که در دنیای پیرامون ما رخ می‌دهد، کمکی نمی‌کند. در کلیه بحران‌هایی که بررسی شد، عوامل بنیادی بخوبی اعمال نگرورزانه را توضیح می‌دهند (صفحات ۴۸ و ۴۷). (۳-۲: ۱۹۹۷) Honohan نیز به نتیجه مشابهی دست یافت.

حال به بحران مکزیکی پرداخته می‌شود. عوامل بنیادی این بحران چه بود؟ تمامی عوامل فوق‌الذکر تا حدی دخیل بودند، اما مهمترین آنها ترکیب نظام نرخ برابری با افزایش سریع اعتبار بود (Schwarty و Bordo، ۱۹۹۶)، که بخش قابل توجهی از آن کیفیت نامطلوبی داشت. موج اعطای نامناسب اعتبار توسط بانکها همراه با عدم رعایت موازین بانکی در حفظ و اجرای معیارهای لازم، "تناسب و مناسب‌بودن" در سرمایه‌گذاریهای ناموفق مؤثر بود. درست نیست که فقط یک عامل مثلاً نسبت بدهی کوتاه‌مدت دولتی که توسط افراد خارجی نگهداری می‌شود مقصر قلمداد شود هر چند که این عامل نقش مهمی داشته است. بی‌ثباتی و خطر تا حدودی از نظام نرخ ارز نشأت می‌گیرد. نرخ شناور، نگرورزان را با عدم اطمینان و سایر خطرات، که مهم‌ترینشان خطر ارزش بازاری است، مواجه می‌سازد.

تاوان خط کمتری را که نگرورزان در نظام نرخ ارز ثابت با آن مواجه هستند، دولت (جامعه) می‌دهد. افزایش حق بیمه که جامعه به منظور پوشش دادن به خطرهای نرخ برابری پرداخت می‌کند، بستگی دارد به اندازه ذخایر بین‌المللی مورد نیاز برای دادن اطمینان به سرمایه‌گذاران که مطالبات آنها وصول خواهد شد. اندوخته‌های مکزیکی حتی پیش از دسامبر سال ۱۹۹۴ نیز بخاطر بزرگ‌بودن اندازه بخش مالی کشور ناکافی بود. برخی از محققینی که از عمق و پیچیدگی بحران مبهور شده‌اند سعی کرده‌اند بحران را با اشاره به آسیب‌پذیری‌های مالی کشور مکزیکی توضیح دهند (مراجعه شود به Calvo ۱۹۹۶: ۲۰۸).

مطالب فوق‌تر چه بینشی را فراهم می‌سازد، اما به تنهایی جوابگو نیست. این نکته را نیز باید در نظر داشت که حدود ۷۰ درصد از کل بدهی‌های بانکی یک شبه و بقیه در ظرف مدت کوتاهی قابل پرداخت بود. اما این وضعیت نقدینگی خطرناک برای مکزیکی و سایر کشورها ناشناخته نبود. بلکه وجود همزمان رشد سهمگین در حجم و سرعت حرکت‌های سرمایه بین‌المللی همراه با تداوم نظام نرخ ارز ثابت (مراجعه شود به Hale ۱۹۹۵) یک پدیده نو بود. از این نظر می‌توان گفت فروپاشی واحد پول مکزیکی از سقوط پول‌های برخی کشورهای اروپایی در سال ۱۹۹۲ یا بحران اخیر در شرق آسیا تفاوت چندانی ندارد.

از عوامل دیگر در بحران مکزیکی می‌توان از افزایش اعتبار بانک مرکزی در سال ۱۹۹۴ نام برد. بینش مزبور این نکته را نادیده می‌گیرد که ذخایر بانکی اندک، حتی تحت نظارت مقام پولی، مستلزم وجود یک وام‌دهنده در آخرین وهله است. بانک‌ها به هنگام هجوم افراد جهت بازپس‌گیری سپرده‌ها، قادر نیستند وام‌ها را به نقد تبدیل کنند. بخاطر همین واقعیت ساده اما گریزناپذیر، تمام آنچه که در مورد افزایش زیاده از حد اعتبار داخلی بانک مرکزی در طول سال ۱۹۹۴ نوشته شده بی‌پایه است. منطق نرخ ثابت برابری خدشه‌ناپذیر است. به‌هنگام استرداد ناگهانی سپرده‌ها، بانک‌ها به یکباره با وام‌های بیشتری نسبت به اندوخته‌ها مواجه می‌شوند. بنابراین، هنگامی که بانک مرکزی به بانک‌های بازرگانی وام می‌دهد تا به تراز وضعیت خود بپردازند، در واقع تعهد اجتناب‌ناپذیر خود را به عنوان آخرین وام‌دهنده بجا می‌آورد. این عمل یا توسط بستانکاران خارجی انجام می‌شود، که معمولاً به‌هنگام هجوم به بانکها جهت استرداد سپرده‌ها بندرت صورت می‌گیرد، یا توسط بانک مرکزی انجام می‌شود. تحت چنین شرایطی، حتی مقام پولی نیز نیاز به وام‌دهنده در آخرین وهله دارد.

جمع‌بندی

ترتیب صحیح وقایع، که در تحقیقات دیگر کراراً توضیح و شواهد آن نیز ارائه شده است (Castems ۱۹۹۷ و Mancera ۱۹۹۷، Gil-Diay) با افت تقاضا برای دارایی‌ها بر حسب پزو آغاز شد، این افت با از دست‌دادن ذخایر بین‌المللی و آن نیز بنوبه خود با از دست‌دادن اندوخته‌های بانکی برابر بود. متعاقب افت تقاضای مزبور، بانک مرکزی بلافاصله اعتبار را افزایش داد.

نتیجه‌گیری

گناه بروز بحران مکزیکی را باید به سلب مالکیت از بانک‌های بازرگانی نسبت داد که باعث ضعف این بانک‌ها شد و مسیر شکننده و آسیب‌پذیری را برای خصوصی‌سازی و افزایش اعتبار فراهم ساخت. علاوه بر آن عوامل زیر درجه آسیب‌پذیری حقیقی مکزیکی را از لحاظ مالی در اواخر سال ۱۹۹۴ بازگو می‌کند: (۱) نرخ ارز نیمه تثبیت‌شده، (۲) کسری قابل ملاحظه در حساب جاری که از گسترش عظیم اعتبار نشأت گرفته نه از ارزش‌گذاری بیش از اندازه نرخ ارز که غالباً گفته می‌شود، (۳) افزایش چشمگیر نرخ بهره در آمریکا و (۴) عامل فعال‌سازی، شامل تنش‌هایی سیاسی که در سال ۱۹۹۴ فراوان بود و غالباً از نظر تحلیل‌گران پنهان می‌ماند.

در این نقطه معتقدم که یک تصویر واقعی از ریشه‌های بحران مالی مکزیکی در دست است. عوارض و علل این بحران، درس‌های ارزشمندی به ما می‌آموزد که شاید مهمترین‌شان ضرورت نظارت بر رفتار انباشت اعتبار، پی‌گیری مسیر قیمت املاک، و دستیابی به شفافیت در افشای اطلاعات مالی است. اگر چه بسیاری از این عوارض نیازی به اثبات ندارند، و باز اگر چه اطلاعات مربوط در همان زمان در اختیار جامعه مالی بین‌المللی قرار داشت، اما اتفاق نظر بر این بود که مکزیکی در مسیر صحیح گام برمی‌داشت.

چالش‌های مربوط به کنترل جریان سرمایه، نوشته مانوئل گیوتین

بحث‌های طولانی در مورد مطلوبیت تحرک نامحدود سرمایه، در پی بحران مالی که چند کشور آسیایی را در دوره ۹۸-۱۹۹۷ به لرزه درآورد، شدت گرفت. آیا کنترل سرمایه در اقتصاد جهانی امروز جایگاهی دارد؟ چه اقداماتی در سطح ملی و بین‌المللی قادر به حداقل‌رساندن آثار مخرب جریان سرمایه می‌باشد؟

سیستم برتن وودز

بحث مربوط به تحرک سرمایه موضوع جدیدی نیست. اندکی قبل از پایان جنگ جهانی دوم، سیاست‌گذاران ۴۴ کشور در برتن وودز در نیوهمشایر^(۱) ایالات متحده در مورد چارچوب نهادی، و تجدید ساختار اقتصاد جهانی به بحث و تبادل نظر پرداختند. هدف آنان تأسیس یک نظام پولی بین‌المللی مشترک بود. کلیات اساسی این نظام در مواد موافقتنامه صندوق بین‌المللی پول، که بلافاصله پس از پایان جنگ جهانی تأسیس شد تا بر سیستم پولی بین‌المللی جدید نظارت داشته باشد، ارائه شد. این سند شامل اقداماتی است که کشورهای عضو، برای قانونمند کردن تحرک سرمایه، انجام می‌دهند (ماده ۴، بخش ۳) و یا صندوق بین‌المللی پول از اعضا می‌خواهد که چنین کنترل‌هایی را اعمال کنند (ماده ۴، بخش ۱).

در آن زمان پایه‌گذاران صندوق بین‌المللی پول بصورت قابل درکی به آزادسازی تجارت و نه آزادسازی تحرک سرمایه اولویت دادند. تجارت بین‌المللی قبل و در طی جنگ جهانی دوم آسیب‌دیده بود و بازگشت به روال عادی امور دارای اولویت خاص بود. علاوه بر این که تحرک سرمایه در اقتصاد جهانی ۵۰ سال قبل نقش کمتری نسبت به امروز داشت.

اما مسئله تحرک سرمایه و آثار آن بر اداره اقتصادهای ملی مدتهای طولانی مورد بحث بوده است. در زمان کنفرانس برتن وودز اعتقاد بر این بود که کنترل سرمایه به منظور تأمین استقلال سیاست‌های داخلی کشورها

1- New Hampshire

ضروری می‌باشد. (نیل به هدف حفظ استقلال سیاست‌های اقتصادی داخلی، یکی از علل حمایت از بحث کنترل جریان سرمایه در اقتصادهای امروزی نیز هست).

اعضای شرکت‌کننده در کنفرانس برتن وودز به منظور اطمینان از ثبات نرخ ارز، سیستم نرخ ارز ثابت را پیشنهاد کردند که با مشورت از صندوق بین‌المللی پول قابل تغییر بود. با این حال در اوایل دهه ۱۹۷۰ این سیستم نرخ ارز رها شد. در واقع این سیستم با اهداف و منابع اقتصاد ملی و افزایش تحرک سرمایه در تعارض بود. در هر صورت میزان جریان سرمایه و اهمیت آن در اقتصاد دنیا بطور قابل توجهی در حال رشد است. عوامل متعددی در این رشد دخیل بوده‌اند اما بیش از همه این رشد مدیون آزادی تجارت و حسابهای جاری در طول دهه‌های ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ می‌باشد. همبستگی متقابل اقتصاد جهانی در طی چند دهه گذشته که به نوبه خود باعث افزایش ارتباطات مالی و اعتباری بین کشورها شد، دستاورد کنفرانس برتن وودز می‌باشد. یکی دیگر از ویژگیهای نظام، بعد از کنفرانس برتن وودز این است که بخش عمده‌ای از جریان و تحرک سرمایه از سوی بخش خصوصی و نه از سمت مقامات رسمی و دولتی بوده است. در طی ۲۵ سال گذشته بسیاری از اعضای صندوق بین‌المللی پول کنترل بر تحرک سرمایه را از طریق آزادسازی و قانون‌زدایی بازارهای مالی تعدیل کرده‌اند. این تحولات، بحث‌های زیادی را در مورد توالی مناسب آزادسازی در دو حیطه مطرح می‌کند: (۱) تراز پرداخت‌ها، در این دامنه سؤال این است که آزادسازی از حساب جاری یا از حساب سرمایه باید آغاز شود؟ (۲) بخش مالی، در این دامنه سؤال این است که آیا پس از بازشدن حساب سرمایه، آزادسازی در بخش مالی داخلی نیز باید صورت پذیرد؟

نقش دولت

تحولات صورت گرفته در اقتصاد بین‌المللی از دهه ۱۹۷۰ حاوی نکات مهمی است. اساسی‌ترین آنها یک بحث عمیق در مورد نقش نسبی دولت و نیروهای بازار در اقتصاد است. در زمان سیستم برتن وودز و حدود یک چهارم قرن پس از آن، اعتقاد بر این بود که دولت‌ها و سیاستهای آنان نیروهای غالب در اقتصاد هستند و مسئولیت اهداف اساسی اقتصاد و عملکرد آن بر دوش دولت بود. دیدگاهی که امروزه متداول است در تضاد آشکار با دیدگاه فوق قرار دارد. اولاً اعتقاد بر این است که دولت باید با ابتکار عمل و فعالیت‌های بخش خصوصی همراهی کرده آن را مورد حمایت قرار دهد نه اینکه با آن رقابت کرده و آن را محدود نماید. مسئولیت دولت در اقتصاد به معنای مدیریت مستقیم آن نیست بلکه وظیفه دولت حفظ یک چارچوب باثبات اقتصاد کلان، حمایت از زیرساخت‌های اقتصادی (سرمایه فیزیکی و انسانی)، و گسترش زیرساخت‌های نهادی است. دوماً اتفاق نظری که در مورد محدودیت سیاست‌های اقتصاد کلان وجود دارد، مبتنی بر تحلیل‌های نظری و شواهد تجربی است. در بخش نظری عامل اصلی اتفاق نظر، نظریه انتخاب عمومی (که بر طبق آن مقامات رسمی در پی حداکثرکردن مطلوبیت خود و نه مطلوبیت جامعه هستند)، فرضیه انتظارات عقلایی (که نیاز به ثبات در سیاست‌های دولت را مطرح می‌کند)، و ادبیات مربوط به درجه اعتبار^(۱) (که بر اهمیت سیاست‌های قابل پیش‌بینی و باثبات به منظور اجتناب از بی‌نظمی‌های

1- Credibility

اقتصاد تاکید می‌کند) می‌باشند. امروزه سیاست اقتصادی اساساً به عنوان ابزاری برای ایجاد یک چارچوب نسبتاً باثبات که نیروهای بازار در آن عمل می‌کنند، مورد توجه قرار می‌گیرد.

از بُعد تجربی اغلب کشورهای پیشرفته، و در حال توسعه به سمت استفاده از سیاست اقتصادی به عنوان ابزاری برای تشویق نیروهای بازار و نه ابزاری برای رقابت با آن حرکت می‌کنند.

این مسئله که واکنش مناسب در مورد تحرک سرمایه بین‌المللی چیست باید با توجه به زمینه‌های تجربی و نظری مذکور مورد توجه قرار گیرد. از بُعد تجربی سؤال این است که: آیا یکپارچگی اقتصادی تا حدی پیش می‌رود که هزینه‌های آن بیش از منافع آن باشد؟

از بُعد نظری سؤال این است که: آیا نیروهای بازار به گونه‌ای عمل خواهند کرد که تعادل مناسب و پایدار بین منافع ملی و بین‌المللی در تعارض قرار گیرند؟

در یک جمله مسئله این است که آیا به آزادسازی ادامه دهیم و مسایل را در اقتصاد بین‌المللی از طریق هماهنگی بین سیاست‌های اقتصادهای ملی حل کنیم، یا به سمت کنترل‌های بیشتر حرکت کنیم؟

پاسخ به این سؤال را می‌توان با توجه به دو فرضیه:

۱- وجود شکست بازار

۲- واکنش جریانات بین‌المللی سرمایه نه تنها نسبت به خطر و بازده نسبی در اقتصادهای ملی بلکه نسبت به سیاست‌های اقتصادی کشورهای مختلف، حساس است، را مطرح کرد.

شکست بازار

وجود شکست بازار عامل توجیه دخالت دولت در اقتصاد به شمار می‌آید. در زمینه تحرک سرمایه نواقص بازار زمانی رخ می‌نماید که بین تحرک سرمایه و مبانی اقتصادی^(۱) تعارض ایجاد شود، یعنی زمانی که نیروهای بازار توان عمل نداشته باشند. مثلاً زمانی که جریان سرمایه به سمت کشورهای با سیاست ناپایدار حرکت کند (و بر عکس) و یا زمانی که تأمین مالی در بازارهای سرمایه بین‌المللی برای کشورهای با سیاست‌های مناسب و چشم‌اندازهای مطلوب، غیرممکن و یا پرهزینه باشد.

نظارت بین‌المللی

صندوق بین‌المللی پول نقش حساسی در تضمین منظم آزادسازی حساب سرمایه، تحلیل جریان سرمایه و بازار سرمایه، بازی می‌کند. صندوق بین‌المللی پول می‌تواند در حین انجام وظایف نظارتی (شامل ارائه اطلاعات در مورد تحولات در کشورهای عضو و اقتصاد بین‌الملل و اخطار در مورد مشکلات قریب‌الوقوع) و ارائه وام‌های مشروط به تغییرات ساختاری (اطلاعاتی در مورد سیاست‌های کشورهای مختلف در اختیار بازار سرمایه قرار دهد

1- Economic Fundamentals

به نحوی که منجر به کاهش زمینه شکست بازار و در نتیجه نیاز به آریترژ شود.

آزادسازی جریان سرمایه به دو دلیل بر وضع مقررات مجدد ارجحیت دارد. اولین دلیل مطلوبیت وجود ثبات در سیاست‌ها است. امروز مقررات‌زدایی و آزادسازی بازار سرمایه و فردا بازگشت مجدد به سوی کنترل سرمایه چه منفعتی را دربردارد؟ بطور خلاصه سیاست‌هایی که بر اهمیت نیروهای بازار تأکید داشته و به دولت نقش ایجادکننده چارچوبهای نهادی به منظور تهییج انگیزه‌های اقتصادی می‌دهد، برای ما مطلوب است. دلیل دوم ما کاملاً عملی است و آن این است که کنترل سرمایه، همانند آنچه در اندونزی و تایلند رخ داد، غیرمؤثر است.

از شیلی به عنوان کشوری که در زمینه کنترل سرمایه و محدودکردن جریان کوتاه‌مدت سرمایه موفق بوده یاد می‌شود. در حالی که ارزیابی مؤثر بودن کنترل‌ها مشکل است، می‌توان گفت که این سیاست‌ها موقتاً مؤثر بوده‌اند، در واقع جریان‌های کوتاه‌مدت سرمایه تنها در سال اعمال سیاست‌ها کاهش یافت و در سال بعد با افزایش مواجه شد. علاوه بر این استفاده از سیاست‌های مورد استفاده شیلی، توسط کشورهای آسیای جنوب شرقی به چند دلیل مشکل است:

۱- شیلی پس از بحران بانکی به بررسی و رفع ضعف بخش بانکی پرداخت.

۲- نرخ ارز انعطاف‌پذیر شیلی، ساده‌تر با مسئله جریان سرمایه هماهنگ شد.

سیاست‌های کنترلی یک شمشیر دو لبه است و به علت اثرات خارجی آن (کنترل‌های اعمال‌شده توسط یک کشور می‌تواند تأثیر نامطلوب بر سایر کشورها داشته باشد) نیاز به کنترل و نظارت بین‌المللی می‌باشد. ادغام و وابستگی متقابل وقتی به منافع بالقوه آن توجه شود یک هدف مطلوب است؛ اما زمانی که به هزینه‌ها و تعارضات احتمالی آن توجه شود یک هدف نامطلوب است. متأسفانه دستیابی به منافع بدون پذیرش خطرات و هزینه‌ها امکان‌پذیر نیست. طرفداران اعمال کنترل‌ها، وزن زیادی به هزینه‌های ادغام از جمله محدودیتهایی که وابستگی متقابل کشورها برای عملکرد کشورها بطور مستقل ایجاد می‌کند، می‌دهند. اما می‌توان ابزارهایی را مورد استفاده قرار داد که این تعارضات را از بین ببرد، که مهمترین آنها نظارت بین‌المللی و حمایت مالی مشروط از سیاست‌های کشورها می‌باشد.



بحران؛ سرمایه‌داری آسیایی را به سوی شیوه بازار آزاد آمریکایی سوق می‌دهد؛ نیکولاس کریستوف، ژوئن ۱۹۹۸

در این مقاله نویسنده به یکی از اثرات بحران آسیایی یعنی ترویج نظام بازار آزاد آمریکا و حرکت کشورهای آسیایی به سمت آن می‌پردازد. برخی معتقدند که بحران آسیا سبب حرکت نظام سرمایه‌داری به طرف شیوه و روش سرمایه‌داری آمریکا می‌شود. آنها معتقدند که یکی از علل به وجود آمدن بحران این بود که کشورهای آسیایی بحران زده شده نظام سرمایه‌داری بر شیوه ژاپنی را در پیش گرفتند. بنابراین با وقوع بحران در واقع زنگ تغییر روش از شیوه سرمایه‌داری ژاپنی به صدا درآمده است. شیوه سرمایه‌داری ژاپنی در واقع سرسخت‌ترین رقیب برای سرمایه‌داری بازار آزاد کلاسیک بود و دولت ژاپن به طور رسمی و جدی از کشورهای آسیایی می‌خواست که این شیوه را دنبال کنند. اما به نظر می‌رسد که این شیوه با وقوع بحران اخیر به لرزه درآمده باشد. اما برخی معتقدند که آسیا به عنوان یک مجموعه در کل هرگز یک مدل اقتصادی واحد را نپذیرفته است. به عنوان مثال هنگ‌کنگ به طور نسبی نمونه‌ای از سرمایه‌داری آزاد^(۱) بود.

ژاپن و کره جنوبی سیستم‌های مشابهی از نوع برنامه‌ریزی صنعتی، گسترش مجتمع‌های زنجیره‌ای^(۲) عظیم، صنایع داخلی حمایت شده و کمک به صادرات دارند. سیاست اقتصادی کشورهای تایوان، سنگاپور، اندونزی و مالزی نیز بینابین این دو بود. اما همگی در مواردی مدل توسعه در ژاپن را اقتباس کردند، به طوری که مقامات اداری در همه این کشورها گاهی اوقات فکر می‌کردند که آنها در تخصیص سرمایه و کالاها بهتر از بازار عمل می‌کنند. به هر حال گفته می‌شود که کشورهای آسیایی دیگر باید اقتصاد خود را در جهت منطق بازار آزاد و دور از دخالت‌های دولت و مقامات اداری (بروکراتها) و بلوکهای قدرت صنعتی متمرکز شده، حرکت دهند.

ژاپن به طور جدی توانایی خود را برای کنترل با مهارت اقتصاد، از دست داده است. آسیا بیش از این دچار بحران شده بود؛ از جمله بحران نفتی در سال ۷۴-۱۹۷۳ اما آن بحران در واقع یک شوک خارجی بود. در حالی که بحران

1- Laissez - Faire Capitalism

2- Huge Inter - Linked Conglomerates

حاضر به نظر می‌رسد که یک نوع فروپاشی از داخل باشد. به ویژه با وجود کساد طولانی ژاپن از ۱۹۹۰، این سوال اساسی مطرح می‌شود که آیا یک راهبرد جدید ضرورت دارد؟

بحران حاضر تقریباً همه را متقاعد کرده است که شیوه قدیمی خوب کار نکرده است و باید به طور سریع خود را با نیازهای جدید تطبیق و تعدیل کند و این بدین معنی است که باید ساختار اقتصاد خود را بیشتر شبیه مدل‌های غرب یا اروپا شکل داده و اصلاح نماید.

تغییرات احتمالی در پیش‌رو

- کاهش کنترل‌های دولت بر اقتصاد
- انعطاف بیشتر بازار کار، افزایش نرخ بیکاری و افزایش اخراج
- کاستن از اهمیت اشتغال‌های طویل‌المدت و سیستم سخت ارشدیت در کار
- کاهش ارتباطات و روابط در کار
- شرکتهای زنجیره‌ای یا مرتبط که در ژاپن به نام کیرتسو^(۱) و در کره به نام چیبول^(۲) مشهور هستند و براساس اصل وفاداری با یکدیگر مرتبطند و کار می‌کنند تا براساس قیمت، از این به بعد به تدریج سیستم باز پیدا خواهند کرد.

اما ژاپن برای تغییر سریع به طرف سیستم رانش بازار^(۳) تردید دارد؛ چون معتقد است، سیستمی که صرفاً بازار در آن حکومت می‌کند سیستم خنثی است و سبب مسخ انسان می‌شود. گروهی از ژاپنی‌ها معتقدند با حاکم‌شدن نظام صرف بازار و گسترش بازار، شکاف بین ثروتمند و فقیر زیاد می‌شود و بیکاری افزایش و تمامی تاروپود ساختار اجتماع به خطر می‌افتد.

1- Keiretsu

2- Chaebol

3- Market - Driven



آنچه در آسیا اتفاق افتاد نظر پال کراگمن^(۱) در مورد بحران آسیا

در این مقاله نویسنده در مورد بحران آسیا به بحث در مورد ریشه‌های بحران و ماهیت آن می‌پردازد. وی به منظور ریشه‌یابی موضوع، الگویی ارائه داده که به گفته خود به سادگی به ردیابی مطلب پرداخته و در نهایت بحران را نتیجه بانکداری ضعیف می‌داند.

او معتقد است، برای دریافتن این مطلب که در آسیا چه گذشت باید نگرشی کاملاً متفاوت با نظریه بحران پولی اتخاذ کرد. ولی بحران‌های پولی فقط بخشی از بحران وسیع‌تر مالی را تشکیل می‌دهد که ارتباطی با پول یا حتی مسایل پولی ندارد. این بحران با مسایل پیشین مالی نیز در ارتباط نیست. در عوض باید بر دو نکته که عموماً در تحلیل بحران پولی نادیده انگاشته می‌شود تکیه کرد: نقش مؤسسات مالی واسطه - و خطر رفتاری برخاسته از مؤسسه‌هایی که به درستی نظارت نشده باشد - و قیمت دارایی‌های واقعی همانند سرمایه و زمین.

وی سپس به دو الگوی برخاسته از نظریه بحران پولی پرداخته و از آنها با عناوین الگوی بحران نسل اول و نسل دوم یاد می‌کند. در الگوی بحران نسل اول (Krugman 1979, Flood, Garber 1984) فرض می‌شود دولتی با کسری بودجه پایداری که تأمین پولی شده است به منظور تثبیت نرخ برابری از ذخایر محدودی استفاده می‌کند. این سیاست دوامی نمی‌آورد و زمانی که ذخایر به سطوح بحرانی افت کند، تلاش سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی انحلالی که لاجرم به وقوع می‌پیوندد حمله نگرورزانه‌ای بر پول وارد می‌کند. در الگوی نسل دوم (Gbstfeld 1994,95) سیاست تا این اندازه مکانیکی نیست: دولت تصمیم می‌گیرد با ایجاد رابطه جانشینی بین انعطاف‌پذیری کوتاه‌مدت اقتصاد کلان و درجه اعتبار در بلندمدت از تثبیت نرخ برابری دفاع بکند یا نکند. بنابراین منطق بحران از آنجا نشأت می‌گیرد که پشتیبانی از نرخ برابری گرانتر تمام می‌شود (به عنوان مثال نیازمند نرخ بهره بالاتری است) چنانچه باور بازار بر این باشد که این پشتیبانی در نهایت محکوم به شکست است؛ بنابراین حمله نگرورزانه بر پول یا در نتیجه وخامت پیش‌بینی شده در مبادی یا صرفاً به خاطر پیشگویی خودباورانه است.

۱- استاد اقتصاد دانشگاه استنفورد آمریکا

علیرغم متمرکز بودن الگوهای فوق در پی بردن به بسیاری از بحران‌هایی که رخ داده با گذشت زمان بیشتر آشکار می‌شود که الگوهای مزبور برخی از جنبه‌های مهم بحران آسیا را در خود جای نداده‌اند. البته هر بحرانی با دیگری متفاوت است. اما به نظر می‌رسد بحران‌های آسیایی از چند جهت اساساً با معیار در نظر گرفته شده در مورد اینگونه بحران‌ها متفاوت هستند.

در وهله نخست اصولی که الگوهای بحران نسل اول را به جلو می‌رانند در هیچیک از اقتصادهای آسیایی مبتلا حضور ندارند. همه دولت‌ها در آستانه وقوع بحران کم و بیش دارای موازنه بوده و هیچیک درگیر تولید اعتبار غیرمسئول^(۱) یا انبساط پولی افسارگسیخته نبودند.

دوم آنکه اگر چه در سال ۱۹۹۶ سرعت رشد آهنگ کندتری یافت، ولی قربانیان آسیایی در زمان آغاز بحران دچار معضل بیکاری نبودند. به عبارت دیگر انگیزه‌ای برای برهم زدن نرخ برابری تثبیت شده به منظور اتخاذ سیاست انبساطی که همگان آن را عامل بحران اروپا می‌دانند وجود نداشت (البته پیامد تضعیف ارزش، انقباض اقتصادی را در برداشت نه انبساط).

سوم آنکه در کلیه کشورهای مبتلا، چرخه رونق - کساد بازارهای سرمایه وجود داشت که قیمت سهام و زمین بالا رفت و سپس افت کرد. در نهایت اینکه در تمامی کشورهای مزبور مؤسسات مالی واسطه، بازیگران اصلی صحنه بودند. در تایلند "شرکت‌های مالی" نقش مهمی ایفا کردند؛ مؤسسه‌هایی بانکی که پول کوتاه‌مدت را، اغلب برحسب دلار، به وام‌گرفته سپس به سرمایه‌گذاران نگرورز، عمدتاً در املاک ولی نه فقط در آن، وام می‌دادند. در کره جنوبی بانک‌های مرسوم کشور بیشتر به این عمل مبادرت می‌کردند، ولی این بانک‌ها نیز مبالغ عظیمی برای کوتاه‌مدت به وام‌گرفته و برای تأمین منابع سرمایه‌گذاری‌های نگرورزانه توسط شرکت‌هایی که اتکای زیاد به وام دارند، اعطا می‌کردند.

آنچه که از تمام موارد فوق می‌توان نتیجه گرفت آن است که بحران آسیا را نباید به چشم معضلی نگریست که سبب‌ساز آن کسری بودجه بوده، یعنی آنچه که الگوهای نسل اول را ارائه می‌دهد؛ و نه مشکلی که اغوای اقتصاد کلان اساس آن بوده باشد، یعنی آنچه که الگوهای نسل دوم پیشنهاد می‌کند. بلکه باید آن را به دیده مسأله ناشی از مازاد مالی و سپس سقوط مالی نگریست. در واقع انواع پول و نرخ‌های برابری سهم بسیار اندکی در بحران داشته است. ماجرای آسیا در واقع یک حباب و افت متعاقب ارزش دارایی‌ها در کل است که بحران پولی یکی از عوارض آن به شمار می‌رود نه سبب‌ساز این فساد واقعی (به هر دو مفهوم کلمه).

آغاز مشکل از مؤسسات مالی واسطه بود - مؤسساتی که باورشان بر این بود که بدهی‌هایشان توسط دولت ضمانت می‌شود اما اساساً تحت نظارت نبوده و بنابراین دستخوش خطرهای رفتاری بسیار جدی بودند. وام‌های بسیار خطرناک این مؤسسات موجب تورم شد - و نه در قیمت کالا بلکه در قیمت دارایی‌ها بود. مسبب بخشی از بیش قیمت‌گذاری دارایی‌ها نوعی فرآیند چرخه‌ای بود که در آن ازدیاد اعطای وام‌های خطرناک قیمت دارایی‌های مخاطره‌آمیز را بالا برد و وضعیت مالی مؤسسات واسطه را مستحکم‌تر از آنچه که بود قلمداد نمود؛ و سپس حباب

1- Irresponsibl Credit Creation

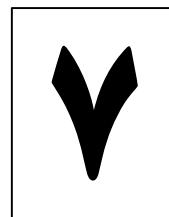
ترکید. سازوکار بحران همان فرآیند چرخه‌ای را در جهت معکوس سیر کرد: قیمت‌های رو به افت دارایی‌ها عدم توانایی مؤسسات واسطه را در بازپرداخت بدهی آشکار و واسطه‌ها را ناچار به توقف فعالیت ساخت که خود موجب کاهش عظیم در قیمت‌ها شد. این چرخه وخامت بحران و همچنین آسیب‌پذیری شرکت‌های آسیایی در قبال بحران خودباور را بطور واضح توضیح می‌دهد؛ که به نوبه خود نیز ما را به درک پدیده سرایت بحران بین اقتصادها، هر چند که رابطه زیادی با یکدیگر نداشته باشند، رهنمون می‌سازد.

از دید نویسنده نظریه خودرفتاری / حباب دارایی که به اختصار تشریح شد نقش اساسی در بحران دارد و به توضیح عملکرد آن می‌پردازد.

مدتهاست که مشکل خطر رفتاری مؤسسات مالی واسطه که بدهی‌هایشان توسط دولت ضمانت می‌شود، بر همگان شناخته شده است. در مجموع بستانکاران مؤسسه‌های مالی ضمانت صریحی از دولت دریافت نمی‌کنند. ولی گزارش‌های مطبوعاتی حاکی از آن است که اکثر آن افرادی که وجوهی را در اختیار شرکت‌های مالی تأیید، بانک‌های کره جنوبی و غیره قرار دادند بر این باور بودند که در قبال خطر حفاظت خواهند شد - گمانی که به سبب ارتباطات مستحکم سیاسی بین صاحبان این مؤسسات تقویت شد - در عمل نیز این باورها بر اثر تجارب دارای اعتبار شد. به عنوان مثال، سپرده‌گذاران کلیه شرکت‌های مالی تأییدی حفاظت شده بودند، البته در برخی موارد آن عده که فقط پول قرض داده بودند محافظت شده نبودند، اما موارد مزبور استثنا بود و شرکت‌های مالی به عنوان یک قاعده کلی دارای بدهی‌های ضمانت‌شده شناخته می‌شدند. بطور اولی با وجود آنکه کره جنوبی مجاز بود بدهی‌های بانکی را یک مسأله خصوصی اعلام کرده و راه را برای پیمان‌شکنی باز گذارد؛ ولی در عمل بدهی‌های بانکی به هنگام نوشتن در میان ملل تبدیل به یک مسأله فراگیر می‌شد.

بنابراین دور از ذهن نیست اگر که فکر کنیم اقتصادهای آسیایی در مرحله پیش بحران، دارای گروهی از مؤسسات مالی واسطه بودند که قادر به جمع‌آوری منابع با نرخ بهره سالم بوده، اما این منابع را با بهره افزایش‌یافته در سرمایه‌گذاری‌های نگرورزانه به وام می‌دادند.

بدین ترتیب می‌توان دریافت که چنین واسطه‌هایی نه تنها انگیزه برای سرمایه‌گذاری‌های بسیار خطرناک دارند، بلکه مادام که امکان گسترش وجود دارد در پی سرمایه‌گذاری‌هایی با بازده مورد انتظار پایین نیز هستند؛ بدین معنی که دارنده یک مؤسسه واسطه ضمانت‌شده به سرمایه‌گذاری‌هایی علاقمند است که در صورت خوش اقبال بازده بالایی دارد، حتی اگر احتمال زیان سنگین نیز در آن باشد.



بحران آسیا: چشم‌انداز بازار؛ جان لیپسکی

در این مقاله نویسنده از سه منظر؛ منطقه‌گرایی در تجارت و سرمایه‌گذاری، توقف فرار سرمایه و بدهی‌های خارجی خصوصی، به بحران آسیا نگاه می‌کند. بحران پولی آسیا، که در دوم جولای سال ۱۹۹۷ با کاهش ارزش پول تایلند، آغاز شد، تأثیر معکوسی بر رشد جهانی گذاشت و این در حالی است که بازارهای مالی هنوز به ثبات دست نیافته‌اند. حتی امروز علیرغم تلاشهای چندماهه گذشته جهت مهار بحران، وضعیت بی‌ثبات و شکننده آسیا یک تهدید بالقوه به شمار می‌رود. در مدت کمتر از یک سال آسیا که دارای سریع‌ترین رشد در دنیا بود، به یک منطقه با رشد کم تبدیل شد. در همان زمان منطقه‌ای که برای بسیاری از سرمایه‌گذاران فرصتهای جذابی ارائه می‌داد، تبدیل به یک صادرکننده خالص سرمایه شد. بحث‌های زیادی در پی بحران آسیا برانگیخته شد. بحث و بررسی جوانب مختلف بحران در این مدت، دارای اهمیت زیادی است. به ویژه در موارد زیر:

- ۱- اگر چه علایم هشداردهنده بحران تایلند به طور گسترده تشخیص داده شده است، اما سیاست‌های اعمال شده پس از سقوط پول تایلند و بسیاری از اطلاعات اساسی از چشم عامه پنهان مانده است.
- ۲- اثرات نامطلوب بحران و سرعت گسترش آن غیرمنتظره بود که نشان از فقدان تشخیص و توجه به اهمیت ارتباطات منطقه‌ای است.
- ۳- آسیب‌های واردشده بر اقتصاد و بی‌نظمی‌های مالی ناشی از بحران غیرقابل اجتناب بود و از طریق اعمال سیاست‌هایی که بر اعتماد سرمایه‌گذاران خدشه وارد کرد، تشدید شد.
- ۴- در تاکید بر نقش سیاست نرخ ارز ثابت به عنوان عامل تشدیدکننده بحران مبالغه شده است.
- ۵- تاکید بر نقش جریان سرمایه خارجی به عنوان جرقه بروز بحران مبالغه‌آمیز است به گونه‌ای که با علایم بحران به عنوان خود بحران برخورد شده است. در همین رابطه اهمیت خروج سرمایه از کشورهای بحران‌زده کمتر از حد برآورد شده است.
- ۶- عدم تمایل کشورهای بحران‌زده در اتخاذ سیاست‌های پولی سخت که از فرار سرمایه ریشه می‌گرفت و تلاش

آنها برای حمایت از بنگاهها و دارندگان ثروت داخلی در برابر فشار بازار یک تناقض آشکار بود. تلاش در جهت تثبیت^(۱) تا زمان استفاده از سیاست‌های سخت پولی مؤثر نیفتاد اگر چه این عمل با تأخیر زیاد و هزینه بیشتر انجام شد.

- ۷- اگر چه بحران مالی آسیا تا حدی تحت کنترل قرار گرفته ولی خطر مشکلات آتی همچنان وجود دارد.
- ۸- چالش‌ها و مشکلات مالی و اقتصادی کشورهای مختلف، تا حد زیادی متفاوت می‌باشد. این نیز نشانگر این مطلب است که هر چند مشکلات به هم وابسته است ولی نیاز به اتخاذ سیاست‌های جداگانه‌ای دارد.
- ۹- انتقاد به عملکرد واکنش مقامات رسمی نسبت به بحران گمراه‌کننده است. نهادهای مالی بین‌المللی شیوه مناسبی برای کلیه کشورهای بحران‌زده ندارند. این ادعا نیز که سیاست‌های تثبیت منجر به رکود اقتصادی کشورهای بحران‌زده است، ناصحیح است. علاوه بر این مقامات رسمی بین‌المللی همواره بطور دقیق قادر به پیش‌بینی مشکلات بازارهای مالی نیستند.
- ۱۰- هرگونه راه‌حلی برای بحران فعلی متکی به وجوه بخش خصوصی است؛ بنابراین جلب اعتماد سرمایه‌گذاران دارای اهمیت ویژه می‌باشد. ارائه وجوه عمومی اگر چه بازارهای مالی کشورهای بحران‌زده را تقویت می‌کند اما یک گزینه سیاستی عملی برای تثبیت بازار سرمایه نیست.
- ۱۱- با تخفیف و فروکش کردن بحران، تضمین تأمین مالی بین‌المللی^(۲) سرعت گرفته است. بحران پزو مکزیک در سال ۱۹۹۴-۹۵ و بحران پولی آسیا در ۱۹۹۷-۹۸ نشان داد که نظام مالی بین‌المللی طرح و چارچوب مشخص و واضحی از مسئولیت این نظام در برابر نقدینگی و توان پرداخت دیون، ارائه نکرده است. در این شرایط سخت مسئولیت دستیابی به ثبات سریع بر عهده صندوق بین‌المللی پول گذاشته شد.
- ۱۲- خطر مخاطرات اخلاقی در طراحی نظام مالی بین‌المللی آتی نقش اساسی دارد اما در اهمیت آن به عنوان یک نیروی فشار در بحران فعلی، مبالغه شده است.
- ۱۳- سیاست‌های اقتصادی مناسب نتایج برتر به بار می‌آورد ولی شفافیت و وضوح در روشن کردن خطر نظام‌های مالی به اجتناب از گرفتار شدن در بحران کمک می‌کند.
- ۱۴- پیشنهاد صندوق بین‌المللی پول مبنی بر آزادسازی بازار سرمایه به عنوان یک هدف بلندمدت می‌تواند عامل مؤثری در اجتناب از بروز بحران‌های آتی باشد.

منطقه‌گرایی

دهه ۱۹۹۰ را اغلب دهه جهانی شدن می‌نامند. در واقع در طی دهه گذشته ارتباطات اقتصادی منطقه‌ای بیش از ارتباطات برون منطقه‌ای گسترش یافت. تجارت میان کشورهای صنعتی به طور نسبی کاهش یافت در حالی که ارتباط میان اقتصادهای بازارهای توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور در منطقه افزایش یافت. تجارت بین‌المللی در بین

1- Spabilization

2- Securitization of International Finance

بازارهای کشورهای نوظهور، دارای بیشترین سرعت رشد بوده است؛ آسیا مثال بارزی از منطقه‌ای شدن تجارت و سرمایه‌گذاری می‌باشد.

در نتیجه افزایش سرعت منطقه‌ای شدن فعالیت‌های اقتصادی، آثار کاهش ارزش پول تایلند با سرعتی بیش از آنچه مقامات رسمی انتظار داشتند، در کل آسیا منتشر شد؛ و آسیا قبل از آنکه سایر بخش‌های دنیا آگاه شوند در بحران شدید مالی و اقتصادی گرفتار شد. شکست مسئولین کشورها و نهادهای بین‌المللی در بررسی بحران و اتخاذ گزینه‌های سیاستی مناسب و اعمال آن به صورت هماهنگ بر اثرات نامطلوب بحران افزود. فرار سرمایه سرتاسر منطقه را فراگرفت و اجتناب وام‌دهندگان خارجی - که برخی از آنها جزء تازه‌واردین به منطقه بودند - در تمديد بدهی‌های سررسیده یا دادن وام‌های بیشتر بر شدت بحران افزود.

زمانی که تلاش‌های اولیه شامل اعلام برنامه‌های تثبیت صندوق بین‌المللی پول - که فاقد جزییات سیاستی بود - برای مبارزه با بحران با شکست مواجه شد، بحران به شمال آسیا سرایت کرد.

در ۱۷ اکتبر مسئولین استان تایوان چین، بطور غیرمنتظره‌ای ارزش دلار تایوان جدید، را ۱۰ درصد کاهش دادند - علیرغم ذخایر عمده ارز خارجی و شواهد اندک مبنی بر وجود فشار بازار - با این عمل رقابت در کاهش ارزش پول شدت گرفت. در حین گسترش فزاینده بحران بین اقتصادهای دارای ارتباطات نزدیک و در فقدان هرگونه سیاست قاطع از سوی کشورهای بزرگتر آ.س. آن برای مبارزه با بحران، تأثیر بحران در بازارهای مالی و اقتصاد ژاپن و کره شگفت‌آور نبود. زمانی که بحران به اقتصاد کشورهای بزرگتر منطقه سرایت کرد، مبارزه با آن سخت‌تر شد.

حتی ارائه وجوه خارجی عمده که در برنامه‌های قبلی صندوق بین‌المللی پول سابقه نداشت، با شکست مواجه شد - که از ضعف بازار کره ناشی می‌شد. تنها اعمال سیاست‌های سخت مالی و پولی همراه با انجام تحولات ساختاری سرانجام توانست مانع از ضعف بیشتر بازار شود. مقامات رسمی تمایلی بر تصدیق نقش مهم فرار سرمایه در شدت‌بخشیدن به مشکلات منطقه ندارند و این عدم تمایل طبیعی است. زیرا اقدام صاحبان ثروت در تبدیل پول محلی به ارز خارجی، منعکس‌کننده فقدان اعتماد به بازارهای محلی و توان سیاست‌گذاران برای آرامش اوضاع می‌باشد.

توقف فرار سرمایه

توقف و معکوس کردن روند فرار سرمایه حتی در شرایط بسیار خوب هم وظیفه، مشکلی است. اگر مشکل به خوبی شناسایی نشود، شانس موفقیت سیاست‌ها در ایجاد ثبات مالی بسیار ضعیف است. علاوه بر این بدون هیچگونه اقدامی در جهت توقف خروج سرمایه، ارائه سرمایه‌های جدید خارجی حتی در مقادیر عمده، در پایان دادن به بحران مالی یا به عبارت مناسب‌تر بحران اعتماد، ناموفق خواهد بود.

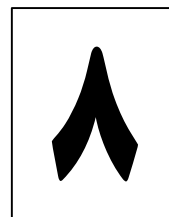
زمانی که مسئولین پولی درصدد تثبیت ارزش خارجی پول خود هستند، اعمال سیاست‌های سخت پولی وضعیت دشواری را برای فرار سرمایه ایجاد می‌کند. به ویژه وجود نرخهای بالاتر برای صاحبان سرمایه بدین معنا است که نمی‌توانند بطور همزمان بر داراییهای داخلی کنترل داشته و در همان زمان وجوه نقد خود را - که از طریق آن داراییها

کسب کرده‌اند. - به ارز خارجی تبدیل کنند. بنابراین در این شرایط انتظار واکنش معکوس از سوی صاحبان ثروت در برابر سیاست‌های سخت پولی دور از انتظار نیست.

بهترین راه اجتناب از این گزینه‌های سیاستی نامطلوب، اجتناب از بروز بحران است؛ چون زمانی که بحران بروز کرد انتخاب و اتخاذ گزینه‌های سیاستی سخت غیرقابل اجتناب است.

بدهی‌های خارجی خصوصی

با وجود بدهی‌های کوتاه‌مدت کشورهای بحران‌زده در طی سالهای ۹۷-۱۹۹۵، و بروز نوسانات شدید در جریان سرمایه خصوصی به محض بروز بحران، بسیاری از ناظران این عامل را به عنوان علت اولیه بحران معرفی کردند. در همین زمان فقدان امکان تأمین نیازهای سرمایه‌ای بلندمدت کشورهای در حال رشد آسیایی از طریق وجوه عمومی به عنوان مشکل اساسی شناسایی شد و بر این اساس معکوس کردن جریان خروج سرمایه‌های خصوصی به سمت کشورهای بحران‌زده، به عنوان شرط لازم موفقیت‌های اقتصادی آتی آنها برشمرده شد. در واقع قبل از بحران، وجود بدهی‌های کوتاه‌مدت تا حدی منعکس‌کننده موقعیت خطرناک کشورهای بحران‌زده بود. تأمین مالی جدید تنها در سررسیدهای کوتاه‌مدت قابل دسترسی بود. پس توسل به دریافت وام، اخطار و نه علت مستقیم بروز مشکلات بود.



درس‌هایی از بحران مکزیک، گیلرمو ارتیز مارتینز

نویسنده در این مقاله در همسنجی بحران آسیا و مکزیک به سیستم نرخ ارز و نظام مالی ضعیف آنها می‌پردازد. مشکلات مالی و ارزی که مکزیک در دوره ۹۵-۱۹۹۴ و آسیا در ۹۸-۱۹۹۷ با آن مواجه شد نشان داد که آنها اقتصادهای سالم و الگوهای مناسبی برای تقلید می‌باشند. در این کشورها حجم عمده‌ای از کسری مالی و تورم حادی که در کشورهایی که معمولاً با بحران مالی مواجهند دیده می‌شود، مشاهده نشد. در هر دو گروه کشورها، بازارهای مالی قبل از بحران یکدست و جای امنی برای دارایی‌ها بود و همین امر منجر به جذب جریان ورودی سرمایه به میزان قابل توجهی شد. اما ناگهان در هر دو گروه کشورها نگرش سرمایه‌گذاران تغییر کرد و باعث خروج سرمایه به میزان متناهی شد. قطع ناگهانی ورود سرمایه ثبات بخش مولد اقتصاد را تهدید کرد.

فرآیند تغییر ساختار و تثبیت اقتصادی در مکزیک از ۱۲ سال پیش آغاز شد و پیشرفت عجیب کشورهای آسیایی از اواخر دهه ۱۹۸۰ آغاز و تا اوایل ۱۹۹۷ ادامه داشت که این امر منجر به رشد سریع جریان ورود سرمایه به این کشورها شد. سرمایه‌گذاران در زمانی که کشورهای صنعتی به علت کندی رشد اقتصاد و پایین بودن نرخ بهره، فرصت‌های سودآور خود را از دست داده بودند، به دنبال بازده بیشتر، سرمایه‌های خود را به سمت این کشورها هدایت کردند. در حالی که خطر این بازارها را کمتر از حد برآورد کرده بودند.

در هر دو گروه کشورها جریان ورودی سرمایه منجر به رشد فزاینده تقاضای کل، افزایش بی‌رویه در قیمت دارایی‌های واقعی و سهام، رشد فزاینده دارایی‌ها و بدهی‌های بانک‌ها و حجم زیادی کسری حساب جاری خارجی شد.

مکزیک تا زمان بحران ۱۹۹۴ حجم زیادی از جریان ورودی سرمایه را دریافت کرده بود. و در این مدت اصلاحات ساختاری زیادی انجام داده بود. این اصلاحات منجر به بهبود وضعیت اقتصاد بعد از نزدیک به یک دهه رشد پایین و تورم بالا شد. تا سال ۱۹۹۴ متوسط نرخ رشد GDP ۳/۹ درصد بود و در سال ۱۹۹۳ تورم برای اولین بار در طی ۲۰ سال گذشته یک رقمی شد. این شرایط منجر به این تصور شد که مکزیک در مرحله رشد پایدار خود قرار

گرفته است. در این دوره مقدار جریان ورود سرمایه به ۱۰۴ میلیارد دلار رسید یعنی حدود ۲۰ درصد از کل جریان ورودی سرمایه به کشورهای در حال توسعه در این دوره (۹۴-۱۹۹۰). این امر منجر به زیاد شدن کسری حساب تجاری خارجی مکزیک شد. این واقعه همراه با رشد سریع اعتبارات بانکی به بخش خصوصی، حفظ نرخ ارز ثابت، افزایش نرخ بهره بین‌المللی، مشکلات سیاسی و اعمال جنایی که به نااطمینانی دامن می‌زد، منجر به آسیب‌پذیری اقتصاد مکزیک شد.

در کشورهای آسیایی بخش عمده‌ای از جریان ورود سرمایه، کوتاه‌مدت بود که عمدتاً توسط سیستم مالی جذب می‌شد و نهادهای مالی این سرمایه‌ها را در بخش‌های پرخطر داراییهای واقعی سرمایه‌گذاری کردند.

نرخ ارز

ویژگی مشترکی دیگر بین بحران مکزیک و کشورهای آسیایی این بود که هر دو گروه از سیستم نرخ ارز تثبیت شده استفاده می‌کرد. این سیستم نرخ ارز در برابر حملات سفته‌بازی توان دفاع چندانی ندارد مخصوصاً زمانی که سیستم مالی کشور ضعیف شده باشد.

در مکزیک نیز همانند کشورهای آسیایی، افزایش نرخ ارز، رشد بدهی‌های کوتاه‌مدت خارجی، حجم زیادی از کسری حساب جاری خارجی، همراه با ضعف سیستم مالی فشار زیادی به بازار ارز خارجی وارد آورد. فشارهای سفته‌بازی بر علیه پزو، مقامات پولی را مجبور به رها کردن نرخ ارز ثابت و روی آوردن به نرخ ارز شناور کرد (در ۲۲ دسامبر ۱۹۹۴).

این کشورها در زمان ضعف سیستم مالی در برابر افزایش فشارهای سفته‌بازی مجبور به دفاع از پول خود شدند و این امر منجر به سقوط نرخ ارز شد، و کاهش ذخایر ارزی و افزایش نرخ بهره قادر به حمایت از نرخ ارز نشد و در نهایت بازار سهام هر دو کشورهای آسیایی و کشور مکزیک سقوط کرد.

ضعف سیستم مالی

سیستم بانکی کشور مکزیک و کشورهای آسیایی حتی قبل از بروز بحران علایمی از ضعف نشان می‌داد. در مکزیک آزادسازی بخش مالی و خصوصی‌سازی سیستم بانکی، مرکز اصلاحات ساختاری بود. این امر همراه با قابلیت دسترسی بیشتر به منابع مالی و جریان ورودی سرمایه منجر به رشد اعطای اعتبار به بخش خصوصی در دوره ۹۴-۱۹۸۹ شد، و تأمین مالی از طریق بانکهای خصوصی با نرخ سالانه ۲۵ درصد رشد یافت. متأسفانه این وقایع در زمانی رخ داد که نظارت مالی و مقررات از جانب مسئولین پولی غیرکافی بود و بانکها هنوز درنیافته بودند که در اعطای اعتبار باید جانب احتیاط را رعایت کنند.

در نتیجه ملی کردن بانکها در سال ۱۹۸۲، بانکهای تجاری پرسنل مجرب و ماهر خود را از دست دادند. علاوه بر این اغلب وجوه قابل دسترسی در دهه ۱۹۸۰ به سوی دولت هدایت می‌شد که منجر به کمتر از حد برآورد کردن ریسک بازار و خطر اعتبار می‌شد.

در کشورهای آسیایی بانکها به عنوان ابزاری برای تشویق و پیشرفت صنعت محسوب می‌شدند به طوری که بانکها و رشد صنعتی و دولت ارتباط تنگاتنگی با هم داشتند. قوانین و نظارت بر بانکها غیرکافی بود، ارزیابی از بازار و خطر آن چندان دقیق نبود و حتی در بسیاری از موارد هیچگونه مبنای تجاری برای دادن وام وجود نداشت.

واکنش مکزیک نسبت به بحران

به محض وقوع بحران دولت تشخیص داد که این یک بحران مالی است که نیاز به تعدیل و حمایت مالی دارد. مشکل سیاست‌گذاری اقتصادی این بود که مسئله تنها کاهش کسری حساب جاری نبود بلکه نیاز به اتخاذ سیاستهایی برای اجتناب از سقوط بخش مالی و بخش‌های مولد اقتصاد نیز بود. علاوه بر تعدیلات پولی و مالی، پذیرش نرخ ارز شناور و بسط تحولات ساختاری و آزادسازی بازار، مسئولین مکزیک مذاکراتی را با مقامات آمریکا، صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی برای اجتناب از تعلیق تعهدات خارجی مکزیک به عمل آوردند. در این مذاکرات برنامه‌هایی برای جلوگیری از سرایت بحران مکزیک به سایر کشورها پیشنهاد شد. اقداماتی نیز برای اجتناب از گسترش بحران در بازار مالی داخلی از طریق حمایت از بانکها و جلوگیری از سقوط گسترده نهادهای مالی انجام شد.

برنامه پیشنهادی شامل اقدامات زیر بود: تهیه ارز خارجی توسط بانک مرکزی برای بانکهای تجاری، برای جلوگیری از قصور آنها در پرداخت تعهدات خارجی، ارائه سرمایه‌های موقت برای بانکها و ایجاد انگیزه برای فعالیت بانکهای تحت فشار، ...

از آغاز بحران، دولت به دقت هزینه حمایت از بانکها و وام‌دهندگان را به منظور حفظ موقعیت مالی مناسب محاسبه می‌کرد. هزینه مالی حمایت از سیستم مالی، ۱۴/۴ درصد از GDP سال ۱۹۹۷ تخمین زده شد که در طی ۳۰ سال عمر برنامه مستهلک می‌شد.

مسئولین مکزیک از مخاطرات اخلاقی عمل کردن به عنوان وام‌دهنده نهایی به پول داخلی و خارجی آگاه بودند. با این وجود آنها این گزینه را به گزینه دیگر که بحران و رکود عمیق و خطر آسیب دیدن سیستم مالی داخلی بود، ترجیح می‌دانستند.

اقدامات اتخاذ شده بسیار پرهزینه بود، اما نتیجه رضایت بخش بود. اگر چه GDP به میزان ۶/۲ درصد در سال ۱۹۹۵ کاهش یافت ولی دومرتبه بهبود یافت و در سال ۱۹۹۶، ۵/۲ درصد و در سال ۱۹۹۷، ۷ درصد رشد داشت. بیکاری و تورم کاهش یافت و کاهش آن همچنان ادامه دارد.

سیاست نرخ ارز شناور نیز خوب عمل کرد. اینک هدف اصلی بانک مرکزی مکزیک تثبیت قیمت است. به این منظور ترتیبات پولی سختی همراه با سیاست مالی مناسب اتخاذ شده است. کسری حساب جاری که در سال ۹۴-۱۹۹۲ به طور متوسط ۶/۷ درصد GDP بود کاهش، و ذخایر ارزی به بیش از ۲۵ میلیارد دلار افزایش یافته است. کل بدهی خالص دولت از ۳۹ درصد GDP کاهش یافته و نرخ پس انداز داخلی افزایش یافته است.

بحران آسیا: متن مصاحبه مجله اکونومیست با نوریل روبین
پرفسور اقتصاد و امور بین‌المللی در مدرسه بازرگانی
دانشگاه نیویورک

سؤال: آیا بحران پولی تأثیری بر عملکرد بلندمدت اقتصادهای آسیایی دارد؟ و آیا پایان دوران شکوفایی معجزه‌آسای اقتصادهای آسیایی فرا رسیده است؟

جواب: پایان معجزه آسیا حتی بدون بروز این بحران نیز فرا می‌رسید. این کشورها قادر به حفظ رشد ۸-۱۰ درصد تا ابد نبودند، همانطور که بازده نزولی نیز بالاخره از نقطه‌ای شروع می‌شود. شواهد نشان داده‌اند که نقش رشد بهره‌وری عوامل در رشد اقتصاد کشورهای آسیایی در حال محدود شدن بود. بخش عمده‌ای از رشد این کشورها ناشی از رشد نهاده‌ها - به ویژه سرمایه و نیروی کار بود. - نرخ سرمایه‌گذاری ۴۰ درصد GDP تا ابد قابل دوام نیست و نرخ پس‌انداز بالاخره کاهش می‌یابد.

بنابراین حتی اگر این کشورها بحران را پشت سر بگذارند، نرخ رشد به همان میزان قبل از بحران نخواهد رسد. یک نرخ ۴-۵ درصد در سال معقول به نظر می‌رسد.

مکزیک نیز در سال ۱۹۹۶ پس از پشت سرگذاشتن دوره رکود سال ۱۹۹۵ و پس از سقوط پزو در سال ۱۹۹۴، مجدداً رشد خود را آغاز نمود. اما بحران کشورهای آسیایی به چند دلیل عمیق‌تر و طولانی‌تر خواهد بود:

۱- سرایت رکود از مکزیکی به سایر کشورهای آمریکای لاتین، آنگونه که سقوط پولها در کشورهای آسیایی به هم منتقل شد، نبود.

۲- آمریکا در دوره ۱۹۹۴-۹۵ در سیکل رشد خود قرار داشت و این امر کمک زیادی به مکزیکی و سایر کشورهای آمریکای لاتین نمود. در حالی که ژاپن بزرگترین اقتصاد منطقه‌ی آسیا از سال ۱۹۹۱ در مرحله رکود یا رشد نزدیک صفر قرار دارد.

۳- آمریکا در سال ۱۹۹۴ مشکلات بانکی خود را حل کرده بود. در حالی که مشکلات بانکی ژاپن همچنان حل نشده باقیمانده است.

۴- بازی رقابتی کاهش ارزش پول که در آسیا مشاهده شد، در آمریکای لاتین به دنبال کاهش ارزش و سقوط پزو رخ

نداد. آن چه در حال حاضر در آسیا مشاهده می‌شود، شبیه واقعه‌ای است که در رکود دهه ۱۹۳۰ رخ داد. بنابراین چندان مشخص نیست که آیا بحران آسیا مشابه بحران مکزیک است که پس از یک سال رکود عمیق مجدداً رشد خود را آغاز نمود یا شبیه اقتصاد ژاپن که از سال ۱۹۹۱ در حالت سکون به سر می‌برد.

سؤال: بحران پولی آسیا تا چه حد بر اقتصاد آمریکا و سایر کشورهای غربی تأثیر می‌گذارد. چه مدت طول می‌کشد تا اثر بحران احساس شود؟

جواب: رشد اقتصاد آمریکا و اروپا در سال ۱۹۹۸ حدود ۱/۲ درصد کاهش می‌یابد، اما ژاپن که در مرحله سکون و بحران قرار دارد، بحران عمیق‌تری را تجربه خواهد کرد.

سؤال: شما در مقاله "علل بحران پولی و مالی آسیا" به مخاطرات اخلاقی به عنوان یکی از عوامل مهم تأثیرگذار در بحران اشاره کرده‌اید، آیا اثر این عامل در بحران آسیا شدیدتر از سایر بحران‌ها است، اگر جواب مثبت است. چرا؟

جواب: مخاطرات اخلاقی تنها یکی از عوامل مهم و نه تنها عامل محسوب می‌شود. این بحران در واقع تنها یک بحران بدهی نیست، بلکه یک بحران پولی نیز می‌باشد. تا سال ۱۹۹۷ اغلب پولهای منطقه بیش از حد برآورد شده بود و سیستم نرخ ارز ثابت و ورود بیش از حد سرمایه‌های کوتاه‌مدت منجر به افزایش واقعی ارزش پول شده بود. ارزیابی بیش از حد همراه با سرمایه‌گذاری بیش از حد منجر به کسری حساب جاری به میزان زیادی شده بود. پس ما از بحران پولی و بدهی صحبت می‌کنیم که فساد اخلاقی در بین سایر عوامل و اشتباهات سیاست‌گذاری مطرح می‌باشد.

سؤال: شما از سرمایه‌گذاری بیش از حد در بخش‌های نامناسب اقتصاد صحبت می‌کنید و ادعا می‌کنید که بخش عمده‌ای از وام‌های دریافتی به منظور سفته‌بازی و نه برای سرمایه‌گذاری مولد در کالاهای سرمایه‌ای مورد استفاده قرار گرفته است. آیا وام‌دهندگان باید نظارت و دقت بیشتری نسبت به نحوه تخصیص وام‌هایشان داشته باشند.

جواب: البته، اما مخاطرات (فساد) اخلاقی در سطوح مختلف می‌تواند مانع از نظارت و دقت شود. اعتباردهندگان بین‌المللی بدون نظارت و هوشیاری اقدام به پرداخت وام بیش از حد به بانکهای داخلی کردند. مؤسسات مالی نیز به علت تعهد ضمنی و صریح از سوی دولت و برنامه‌های صندوق بین‌المللی پول، اقدام به این کار کردند.

سؤال: شما استدلال می‌کنید که عدم تراز حساب جاری، همراه با نرخ ارز ثابت و سایر عوامل منجر به برآورد بیش از حد پول کشورهای آسیایی شد. آیا نشانی از حمله‌های سفته‌بازی وجود دارد و آیا قابل اجتناب بود؟

اگر شما به دقت ملاحظه کنید، متوجه می‌شوید که در واقع یک بحران پولی رخ داده است. مثلاً تایلند و مالزی علایمی مشابه کشور مکزیک نشان دادند؛ حجم عظیمی از کسری حساب جاری - نزدیک ۱۰ درصد GDP حدود یک دهه - افزایش ارزش واقعی پول، حباب دارایی، سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های نامناسب، سیستم بانکی ضعیف و شکننده، از جمله این عوامل هستند.

مشابه مورد مکزیک، با نزدیک شدن به بحران جلوگیری از آن بسیار مشکل بود. سیاست‌ها می‌بایست از چندین

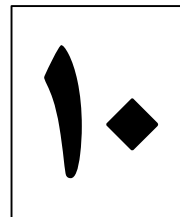
سال قبل آغاز می‌شد؛ اجتناب از ورود سرمایه از طریق کنترل جریان ورودی پول داغ،^(۱) پذیرش سیستم نرخ ارز قابل انعطاف باهدف تثبیت نرخ ارز واقعی، نظارت بیشتر و وضع مقررات بیشتر برای سیستم مالی، اتخاذ تدابیری جهت اجتناب از دریافت وامهای کوتاهمدت از خارج توسط بنگاهها و بانکها، توسعه بازارهای اوراق بهادار - بدهی و سهام - به منظور جلوگیری از جریان ورود سرمایه‌های کوتاهمدت از طریق سیستم بانکی، از جمله سیاستهای لازم بود.

- سؤال:** شما ادعا می‌کنید که مدلهای سنتی بحران پولی چون مخاطرات اخلاقی و آثار سرایت بین کشورها را مدنظر قرار نمی‌دهند، مناسب نمی‌باشند. به نظر شما دلالت‌های سیاستی نسل سوم مدلها چیست؟ ماهیت چند کشوری مشکلات^(۲) و پدیده بحران‌های دوگانه، سیاست‌های زیر را مطرح می‌کند:
- ۱- باید هماهنگی و همکاری‌های بیشتری در زمینه سیاست‌های پولی قابل اتکا فراهم شود.
 - ۲- جریان ورود سرمایه شدیداً پرنوسان، یک مشکل جدی است که باعث تشدید بحرانها می‌شود. کنترل بر روی جریان ورود سرمایه کوتاهمدت مانند آنچه در شیلی رخ داد به نظر مناسب می‌رسد. بانکها و دولت‌ها باید از دریافت وامهای کوتاهمدت اجتناب کنند. راه‌حل‌های نهایی مثل مالیات توبین^(۳) جدیت مورد مطالعه قرار دارد.
 - ۳- مخاطرات اخلاقی باید از طریق مقررات احتیاطی و نظارت و اجتناب دولت از تضمین وامها، از بین برود.
 - ۴- سیستم‌های نرخ ارز ثابت بسیار شکننده می‌باشد، به ویژه زمانی که مجموعه‌ای از کشورها به طور منطقه‌ای به هم وابسته، دارای یک نرخ ارز تثبیت شده باشند. بحران مکزیک و کشورهای آسیایی، گویای مفید بودن حرکت به سمت رژیمهای نرخ ارز انعطاف‌پذیر می‌باشد.
 - ۵- سیستم نرخ ارز ثابت تنها در مراحل اولیه برنامه‌های تثبیت مفید است یعنی زمانی که نرخ تورم بسیار بالا است.

1- Hot Money

2- Multi - Country Nature of The Problems

3- Tobin Tax



بحران پولی آسیای جنوب شرقی و ارتباط آن با هیأت پولی^(۱) نوشته کورت شولر

در این مقاله نویسنده برای مقابله با بحران آسیای جنوب شرقی پیشنهاد می‌کند که در این کشورها یک هیأت پولی جایگزین بانک مرکزی شود. به عنوان نمونه به هنگ‌کنگ اشاره می‌کند.

در دوم جولای سال ۱۹۹۷ تایلند ارزش پول خود را در مقابل دلار آمریکا کاهش داد، این آغاز بحران بود که منجر به کاهش ارزش پول اندونزی، مالزی، فیلیپین، تایوان و ویتنام شد. سنگاپور کاهش ارزش پول خود را به طور قانونمندتری اجرا کرد و میزان کاهش ارزش پول آن کمتر از همسایگانش بود. این کشور از سیستم نرخ ارز شناور مدیریت شده استفاده می‌کند. کره جنوبی هم دارای سیستم نرخ ارز شناور مدیریت شده می‌باشد ولی وضعیت بدتری نسبت به سنگاپور دارد.

دلار هنگ‌کنگ، در هفته ۲۴-۲۰ اکتبر در معرض حملات سفته‌بازی قرار گرفت و در واکنش به عملکرد محتاطانه مسئولین پولی هنگ‌کنگ که به مقابله با عملیات سفته‌بازی شتافته بودند، نرخ بهره یک شبه در بازار بین بانکی به ۳۰۰ درصد افزایش یافت. بازار بورس هنگ‌کنگ به میزان ۱۰/۴ درصد کاهش یافت یعنی به کمترین حد خود از زمان قتل عام میدان تینانمن، در این هنگام کل بازار سهام در دنیا سقوط کرد. در روز بعد نرخ بهره یک شبه ۷ الی ۸ درصد کاهش یافت و این در واکنش به عملکرد مقام پولی هنگ‌کنگ^(۲) بود. سفته‌بازی بر علیه دلار هنگ‌کنگ تا حدی فروکش کرد در حالی که بازارهای سهام هنوز آرامش خود را بازنیافته است.

علل بحران

به نظر من روند اقتصادی که بحران پولی جنوب شرقی آسیا را به وجود آورد رقابت از سوی چین و ژاپن است. در زمینه کالاهای باارزش افزوده کم مثل نساجی، چین کم‌کم جایگزین کشورهای آسیای جنوب شرقی می‌شود. در زمینه

1- Currency Boards

2- Hong Kong Monetary Authority (HKMA)

کالاهای باارزش افزوده بالا مثل اتومبیل، کشورهای آسیای جنوب شرقی با رقابت جدیدی از سوی ژاپن مواجه شدند. تا زمان بحران ارزش ین ژاپن در برابر دلار آمریکا تا نیمه سال ۱۹۹۵ در حال کاهش بود (از حدود ۸۰ ین به ازای یک دلار به ۱۲۰ ین به ازای هر دلار رسید) در صورتی که ارزش پول کشورهای آسیای جنوب شرقی در حال کاهش نبود. بنابراین بر حسب دلار آمریکا، کالاهای ژاپنی ارزان در حالی که کالاهای کشورهای آسیای جنوب شرقی گران شد. بنابراین این کشورها در معرض فشار دوجانبه از سوی ژاپن و چین قرار گرفتند.

چگونه می‌توان از بحرانهای آتی جلوگیری کرد؟

توصیه من برای کشورهای آسیای جنوب شرقی به غیر از سنگاپور این است که بانک‌های مرکزی خود را با هیأت پولی جایگزین کنند. در حالت جدی می‌توانند از انتشار پول ملی خودداری کرده و همه با هم از دلار آمریکا یا ین ژاپن استفاده کنند. سنگاپور به این علت مستثنی است که از مشکلات مدیریتی که بر سایر بانکهای مرکزی در منطقه تأثیر می‌گذارد اجتناب کرده است.

به نظر من پیشنهاد تشکیل صندوق مشترک برای کشورهای آسیای جنوب شرقی با سرمایه ۱۰۰ بیلیون دلار برای کمک به بانک‌های مرکزی به منظور دخالت در بازار ارز خارجی یک ایده بد می‌باشد زیرا باعث مشارکت در تحمل خطر اشتباهات دیگران می‌شود.

سیستم هیأت پولی هنگ‌کنگ

سؤالی که مطرح می‌شود این است که آیا ایجاد هیأت پولی، سایر کشورها را در معرض حملات سفته‌بازی مشابه آنچه هنگ‌کنگ با آن مواجه شد قرار نمی‌دهد؟ باید گفت هیچ سیستم پولی قادر به رهایی از این نوع حملات نمی‌باشد حتی نرخ ارز شناور، اما هنگ‌کنگ دارای اشتباهاتی بود که باعث تشدید این حملات شد.

تاریخچه تحول سیستم پولی هنگ‌کنگ

در سال ۱۹۹۳ دولت مقام پولی هنگ‌کنگ را از طریق ترکیب صندوق ارز و کمیسیون بانکی که مسئولیت نظارت بر نهادهای مالی را بر عهده داشت بوجود آورد. ولی مقام پولی هنگ‌کنگ یک هیأت پولی ساده نمی‌باشد. یک هیأت پولی ساده تنها اقدام به نگهداری ذخایر برای پایه پولی می‌کند و کار دیگری انجام نمی‌دهد. اما این مقام پولی وجوه دولتی را نگهداری می‌کند، اوراق بهادار منتشر می‌کند، برپایه پولی و نرخ بهره تأثیر می‌گذارد و اقدام به وضع قوانین برای نهادهای مالی می‌کند.

چگونگی هدایت سیستم هنگ‌کنگ به سمت یک سیستم کلاسیک

هنگ‌کنگ باید سیستم پولی خود را به سمت یک سیستم پولی کلاسیک رهنمون کند. مقام پولی این کشور باید به سمت پذیرش نرخ ارز ثابت به دلار آمریکا - نه آنگونه که مردم تصور می‌کنند، نرخ ارز تثبیت شده - حرکت کند.

تفاوت بسیار حساس است. در نرخ ارز ثابت، حفظ نرخ ارز اولین اولویت سیاست پولی - و در سیستم هیأت پولی کلاسیک تنها اولویت - می‌باشد. اما در نرخ ارز تثبیت‌شده سایر اهداف مثل نرخ بهره، دارای اهمیتی مشابه نرخ ارز در سیاست پولی می‌باشند. این مسئله منجر به تعارض اولویت‌ها شده و نهایتاً به کاهش ارزش پول می‌انجامد.

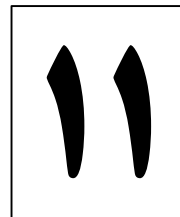
مقام پولی هنگ‌کنگ باید مشابه یک هیأت پولی کلاسیک عمل کند. ذخایر ارزی که این نهاد در برابر پایه پولی نگهداری می‌کند این اطمینان را ایجاد می‌کند که آنها دارای دلار کافی برای مقابله با حملات سفته‌بازی می‌باشند. زمانی نیز که تقاضا برای پایه پولی کاهش می‌یابد، به طور خودکار منجر به کاهش عرضه پایه پولی می‌شود. هیأت پولی نیازی به دفاع از پول در بازار ارز خارجی ندارد. هیأت پولی کلاسیک نیازی به دخالت برای تأثیرگذاری بر نرخ بهره در بازار پول داخلی ندارد، مشابه آنچه که مقام پولی هنگ‌کنگ انجام داد. این مقام باید اعلام کند که از این به بعد در بازار پول یا بازار ارز خارجی به طور فعال دخالت نخواهد کرد.

در نهایت دولت باید ذخایر ارزی را که پشتوانه پایه پولی است از سایر داراییهای مقام پولی جدا نموده و آنها را در اختیار مؤسسه دیگری به نام هیأت پولی هنگ‌کنگ قرار دهد. این مؤسسه جدید تنها یک مأموریت دارد: مبادله دلار هنگ‌کنگ با دلار آمریکا با نرخ ۷/۸ دلار هنگ‌کنگ به ازای هر دلار آمریکا، تغییر نرخ ارز با نسبت ذخایر می‌تواند این نرخ را تغییر دهد. این مؤسسه جدید باید از مقام پولی هنگ‌کنگ جدا باشد و هیأت مدیره آن نیز باید متفاوت باشد. همچنین حذف توانایی مقام پولی هنگ‌کنگ از استفاده از سپرده‌های خارجی دولت برای تأثیر بر شرایط پولی مفید است.

در مجموع این اقدامات باعث می‌شود که سیستم هیأت پولی هنگ‌کنگ به شکل کلاسیک آن تبدیل شود.

آخرین سلاح : دلاریزه کردن

در نهایت؛ سیستم هیأت پولی هنگ‌کنگ می‌تواند در مبارزه با حملات سفته‌بازی اقدام به دلاریزه کردن اقتصاد نماید. چون هیأت پولی کلاسیک معمولاً ذخایری معادل ۱۰۰ درصد پایه پولی نگهداری می‌کند، در هر زمان قادر به دلاریزه کردن اقتصاد می‌باشد.



بحران آسیا، ریشه‌ها، چالش‌های سیاستی و چشم‌اندازها، خلاصه سخنرانی جواد خلیل‌زاده شیرازی، کارشناس بانک جهانی

در این مقاله نویسنده ابتدا به این موضوع می‌پردازد که منشاء بروز بحران عملکرد بخش خصوصی در یک محیط سیاستی ضعیف بود. سپس از رخدادهای آسیای جنوبی به عنوان بحران اعتماد نام برد و به اثرات جانبی آن اشاره می‌کند. بعد از آن به پایه‌های سیاست کلان و تضعیف رقابت می‌پردازد. در قسمت دیگر مقاله به مسأله انعطاف بنیانی در اقتصاد و سازمان‌های مالی آنها پرداخته و در نهایت نیز نتایج و چشم‌اندازی از بحران ارائه می‌دهد.

عوامل متحرک در اقتصاد هر کشور اجناس و کالا و همچنین سرمایه است که تحرک اجناس و کالاها به مرور زمان و در زمان‌های مختلف صورت می‌گیرد؛ اما در مورد سرمایه که مهمترین عامل اقتصادی هر کشور را تشکیل می‌دهد با اختراعاتی که امروزه در کامپیوتر و ارتباطات به وجود آمده تحرک سرمایه بسیار سریع‌تر انجام می‌گیرد و اشخاصی که صاحبان سرمایه هستند حاضرند که این فرار سرمایه را با دید طولی‌المدت حل کنند؛ یعنی بتوانند سرمایه‌ها و وام‌هایی طولی‌المدت بگیرند تا بتوانند با این فرار مبارزه کنند.

در سال ۱۹۹۶ یعنی یک سال قبل از بحران کشورهای جنوب شرق آسیای حدود ۹۷ میلیارد دلار وام خارجی وارد کشور آسیای جنوب شرقی شد که این رقم معادل ۹ تا ۱۰ درصد درآمد ملی آنها بود که بعد از ۱۲ ماه یعنی یکسال این رقم به ۱۲ - میلیارد دلار رسید جهت به یکباره به میزان ۱۰۹ میلیارد دلار عوض شد که این معادل ۱۱٪ GDP این کشورها است.

هیچ اقتصادی حتی اقتصاد توسعه‌یافته نمی‌تواند با چنین فرار سرمایه‌ای مقابله کند یعنی نقدینگی مملکت از دست می‌رود و عواقبش که نزول واردات و صعود صادرات (در صورت وجود بازار) ذخیره ارزی پایین و گرفتن وام‌های زیاد است و در نتیجه فعالیت اقتصادی و رشد اقتصادی در این کشورها پایین می‌آید.

نکته مهم دیگری که در این چند کشور باید مورد توجه قرار گیرد اساس سیاست اقتصادی کلان و قدرت رقابت این کشورها است. کم‌بودن تورم قیمت‌ها به صورت شاخص کالاهای مصرفی و عمده‌فروشی این روزها شاخص چندان مطلوبی نیست که نشان دهد اقتصادی از نظر تورم دارای بحران است یا خیر؟

ولی تورمی که در این کشورها وجود داشت و بسیار مهم بود تورم قیمت ساختمان، زمین و بورس شرکتها بود و چند جنبه دیگر که مربوط به اساس اقتصادی این ممالک است و قابل توجه است نرخ ارز تثبیت شده آنهاست (تایلند، کره جنوبی و مالزی). ثابت نگه داشتن نرخ ارز و همزمان بودن آن با رشد بهره‌های داخلی که بین ۱۴ تا ۱۵ درصد بود قویترین علامت است که سرمایه‌گذاران مبادرت به گرفتن وام از خارج بکنند. چون تثبیت نرخ ارز چند سالی باقی می‌ماند و این فرضیه خود به خود در به وجود آمدن بحران کمک کرده بود. و به تدریج قدرت رقابتی این کشورها تضعیف می‌شد. تایلند که رشد اقتصادی خوبی داشت در سال ۱۹۹۶ رشد صادرات کالایش صفر شده بود و این اولین علامت به سرمایه‌گذاران خارجی بود که تایلند بحران موازنه‌های بین‌المللی دارد.

درس مهمی که از این مطالب باید گرفت این است که در نرخ ارز باید نوساناتی ایجاد کرد یعنی در هیچ هنگامی سرمایه‌گذاران تصور نکنند که نرخ ارز ثابت است و مداوم مبادرت به گرفتن وام کنند.

مسئله دوم اصولاً سیاست مدیریت ورود سرمایه‌های بزرگ کار مشکلی برای مقامات پولی است. چون مقامات پولی می‌توانند کانال‌های ورودی را استرلیزه کنند چرا که حجم پولی زیاد می‌شود و اگر بگذارند خرج شود حساب جاری موازنه بین‌المللی بالا می‌رود و این در حالی است که اقتصاد جدید نتوانسته این مسئله را حل کند و از دید مدیران در این مورد یک حل تئوریک کامل نیست بلکه باید منتظر بود تا عملاً شرایطی به وجود آید که سرمایه‌ها به طرز عاقلانه‌ای وارد و به کار برده شوند. خیلی تنها کشوری است که توانسته مهار و کنترل سرمایه‌های کوتاه‌مدت را در دهه ۱۹۸۰ در دست بگیرد.

نکته مهم بعدی، آزاد کردن حساب سرمایه‌ای موازنه‌های بین‌المللی است که باید با احتیاط انجام شود. اشتباه تایلند نیز در این موضوع بود که حساب سرمایه‌ای موازنه بین‌المللی را قبل از این که نظارت کند آزاد کرد. به همین دلیل وجود نظام قوی بانکی لازمه باز کردن حساب سپرده موازنه‌های بین‌المللی است.

از بین رفتن قدرت رقابت در این کشورها، در دهه ۷۰-۸۰؛ راندمان سرمایه‌گذاری رو به نزول بود و شواهد قاطعی وجود داشت که تایلند ۴۲ درصد در سال از درآمد ملی را در سرمایه‌گذاری برای رشد ۸ درصدی به کار برده است در صورتی که کره ۱۵ سال قبل با سرمایه‌گذاری ۲۴ درصدی رشد ۸ درصدی داشته است.

ضریب افزایش بازده سرمایه برای این دو کشور در ۵ سال منتهی به ۱۹۸۰ معادل ۳ بود یعنی ۳ واحد سرمایه برای تولید ۱ واحد ارزش افزوده لازم بود و در سال ۱۹۹۶ این ضریب به ۵ واحد رسید یعنی وجود ۵ واحد سرمایه برای ۱ واحد ارزش افزوده و متعاقب آن وام بانک‌ها با بهره‌های روز باز پرداخت نشد چون این سرمایه‌ها راندمان نداشت و یکی از بزرگترین مشکلات مسئله وام‌های سوخته شده بدون بهره بود.

نکته مهمی که باید همیشه مورد توجه قرار داد این است که در هر کشوری باید چارچوب صحیح و جامعی برای مقابله با بحران‌های اقتصادی وجود داشته باشد که این کشورها فاقد این موضوع بودند و این چارچوب نیز جنبه‌های مختلفی باید داشته باشد. وجود قوانین ورشکستگی و حل کردن بازپرداخت‌ها. در آسیای جنوب شرقی مدت زیادی طول نکشید که سرمایه‌ها صدمه خورد و عجز سیاسی و اقتصادی به وجود آمد و تاکنون می‌بینیم که در تایلند یک بانک هم نتوانسته یکی از وثیقه‌های خود را از بانک‌های دیگر آزاد کند و بفروشد و پولش را پس بگیرد چون قوانین

ورشکستگی قدیمی بود.

جنبه مهم دیگر این مسئله سیستم بیمه اجتماعی است که در زمانی باید در مملکت‌های در حال رشد ایجاد شود همانند کره، که کشوری در حال رشد است و دارای سیستم صنعتی و تجاری است و مسئولیت رفاه کارگر و کارمند جزء مسئولیت‌های شرکت مربوطه است. در دولت کره سیستم بیمه اجتماعی رشد کافی پیدا نکرد و حال که همه شرکتها در وضع خرابی به سر می‌برند این مسئولیت را دولت در بدترین موقعیت که مصادف با درآمد کم است مجبور شد تقبل کند.

عامل مهم بعدی در مورد چارچوب‌های اقتصادی ساختن بازار برای سرمایه و وام‌های طولی‌المدت بود. در اکثر کشورهای آسیا شرکت‌ها روی وام‌های کوتاه‌مدت کار می‌کنند. در این کشورها اوراق قرضه طولی‌المدت وجود ندارد به همین دلیل برای هر کشوری که می‌خواهد سریعتر پیش رود باید وام‌های طولی‌المدت بگیرد. درسهایی از کشورهای جنوب شرق آسیا: این بحران در سال ۱۹۹۷ که واقعاً وضع اقتصادی دنیا خوب بود شروع شد. در حالی که آمریکا و اروپا در حال رشد بودند ژاپن وارد رکود شده بود، تورم بین‌المللی پایین و شرایط طلایی برای دنیای سوم، و در این دوران به اشکال برخوردند.

یکسال بعد این شرایط نقره‌ای، سربی و یا مسی شد. به این صورت که رشد در غرب کم می‌شود، رشد تجارت بین‌المللی کم شده، قیمت محصولات اولیه پایین آمد. قیمت مس و فلزات پایین آمده، چارچوب اقتصادی بین‌المللی مجهول و اوضاع نامطلوبی پیش آمده بود و از همه عوامل مهمتر وضع خود ژاپن است. ژاپن رسماً در حال رکود است و پیش‌بینی می‌شود ۱/۵ تا ۲ درصد رشد منفی نیز در آینده داشته باشد و این بدان مفهوم است که بزرگترین بازار جهان در حال بحران است و تضعیف ارز ژاپن از نظر صادرات و واردات به ضرر آسیای شرقی است.

عامل مهم دیگر این است که سیستم بانکی ژاپن متزلزل است. اصلاح سیستم بانکی آن ۱۰۰۰ میلیارد دلار خرج دارد و روند سیستم بانکی آن به گونه‌ای است که به سمت سیستم بانکی یخ‌زده پیش می‌رود. نظارت بانکی در غرب اجازه ندارد به این سادگی به آسیا کمک کند، محیط اقتصادی آسیا بد است، و از طرف دیگر کشورهایی که در این بحران قدم‌های قاطعی در اصلاحات اصلی برداشتند تا حد زیادی به موفقیت دست پیدا کردند و این در تثبیت قیمت ارز خود را نشان می‌دهد و در غلبه به بحران بسیار مهم است. اکنون مشاهده می‌شود که ارز کره جنوبی قوی شده است از طرف دیگر کره جنوبی موفق شده به بازارهای بین‌المللی راه یافته و وام‌های طولی بگیرد تا بتواند وام‌های کوتاه‌مدت را بپردازد.

این بحران، بحران چند ساله است. خطرناکترین قسمت آن در این دوران پشت سر گذاشته شده و بازارهای بورس این کشورها صدمه خورده، شاخص بازار بورس آنها به دلار وضع بدتری پیدا کرده و در دوازده ماه اخیر، بین ۶۰ تا ۸۵ درصد قیمت بورس این کشورها دچار تنزل شده است مثلاً اندونزی ۸۳ درصد، هنگ‌کنگ ۵۷ درصد، کره ۶۴ درصد و تایلند ۶۸ درصد تنزل پیدا کرده است.

از بین رفتن این همه ثروت در مدت کوتاهی اثری عمیق بر روان سرمایه‌گذاری در این کشورها می‌گذارد و خیلی

از بانک‌ها ورشکسته می‌شوند.

درسهای کلی که باید از این بحران گرفت این است که اقتصاد جدید واقعاً چه فرقهایی از نظر مدیریت با اقتصاد قدیم دارد:

۱- اهمیت شفافیت در تصمیم‌گیری سیاسی در سیستم بانکی حساب‌های شرکت برای کشوری که سرمایه‌گذاری خارجی می‌خواهد.

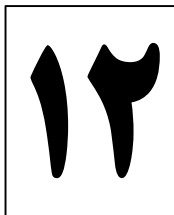
۲- داشتن یک سیستم تجارت بین‌المللی آزاد که آسیای شرقی داشته‌اند و تشویق سرمایه‌گذاری خارجی به تنهایی نمی‌تواند تضمین‌کننده این بحران‌ها باشد، ریشه اصلی اقتصاد هر کشور رفت‌وآمد سرمایه‌گذاران خارجی است، و هیچ کشوری نباید خود را از این سرمایه‌ها محروم کند و اداره‌کردن این وام‌های خارجی باید با مراقبت کامل انجام شود.

۳- درست‌کردن سیستم بیمه اجتماعی مسئله مهمی است چون به هیچ وجه پیش‌بینی نمی‌شود که بحران جدید چه موقع ممکن است پیش آید.

۴- در دنیای امروز از نظر مدیریت موازنه‌های پرداخت‌های بین‌المللی نباید به کمک صندوق بین‌المللی پول و سایر مؤسسات تکیه داشت به این دلیل که حجم منابعی که این بانک در اختیار دارد نسبت به کل سرمایه‌های در دنیا بسیار کوچکتر است مثلاً تمام منابع صندوق بین‌المللی پول معادل متوسط منابع یکی از بانکهای مورگن آمریکاست.

علاوه بر این بانک‌ها شرکت‌های سرمایه‌گذاری مختلفی وجود دارند که نه تنها ۲۰ برابر سرمایه این بانک بین‌المللی پول و وام در اختیار دارند بلکه می‌توانند هر لحظه علیه ارز کشورها حمله کنند.

در نتیجه بهترین راه این است که سیستم مصونیت قوی شود تا هیچ کشور در این اقیانوس غرق نشود.



بحران آسیا: علل و علاج؛ کاری از صندوق بین‌المللی پول، می ۱۹۹۸

کشورهای آسیایی سالیان مدید به سبب اقتصادهایی با بازارهای نوظهور و موفق از جهت رشد سریع و ارتقای سطح زندگی سکنه خود مورد تحسین همگان بودند. هیچکس تصور نمی‌کرد این کشورها به یکباره به کانون بدترین بحران مالی پس از جنگ جهانی تبدیل شوند. می‌توان گفت این کشورها قربانی موفقیت‌های خود شده‌اند. موفقیت کشورهای مزبور باعث شد سرمایه‌گذاران خارجی نقاط ضعف زیربنایی اقتصاد این کشورها را دست کم بگیرند. بدنبال موفقیت اقتصادی و سرازیر شدن سرمایه‌ها به مقیاس کلان تقاضای مؤسسه‌ها نیز بالا رفت. ولی سیاست‌ها و مؤسسه‌ها نتوانستند همگام با افزایش تقاضا خود را تطبیق دهند. فقط هنگامی که بحران عمق بیشتری یافت، نقایص بنیادی سیاست‌ها آشکار شد.

چندین عامل، هم داخلی و هم خارجی، توسط سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی به وخامت اوضاع کمک کرد:
- ایجاد فشارهای رو به تزاید که در کسری خارجی، دارایی‌های هنگفت و ارزش بازار سهام در مقادیر زیاد مشهود بود.

- ابقای طولانی نرخ ارز ثابت عکس‌العمل سیاست‌های پولی به فشارهای رو به تزاید را مشکل می‌نمود و گرچه به عنوان ضمانت ارزش برابری ارز قلمداد می‌شد، ولی در واقع وام‌گیری از خارج را تشویق و منجر به آن شد که هر دو بخش شرکتی و مالی در معرض خطر پول خارجی قرار گیرند.
- فقدان اجرای قوانین احتیاطی و نظارت ناقص نظام‌های همراه با وام‌های دولتی منجر به ایجاد وضعیت بد، نامناسب و اسفبار در کیفیت و ترکیب وام‌های بانکها شدند.

- مشکلات برخاسته از دستیابی محدود به داده‌ها و فقدان شفافیت باعث شد شرکت‌کنندگان در بازار توانایی لازم را در اتخاذ بینش واقع‌گرایانه به اصول اقتصادی نداشته باشند، و

- مسایل حاکمیت و تردیدهای سیاسی، که بحران اطمینان را شدت بخشیدند، موجب بی‌میلی بستانکاران خارجی به تمدید مداوم وام‌های کوتاه‌مدت و در نتیجه فشار در جهت کاهش ارزش پول و کاهش ارزش در بازارهای

سهام شد.

عوامل خارجی نیز دخیل بوده و بسیاری از سرمایه‌گذاران خارجی متحمل زیان‌های فراوانی شدند:

- سرمایه‌گذاران خارجی زمانی که ثابت شد فرصت‌های سرمایه‌گذاری در اروپا و ژاپن به دلیل رشد بطئی و نرخ بهره پایین سودآوری کمتری دارند، در جستجو به دنبال بازده‌های بالاتر، خطرات را ناچیز انگاشتند.
- از آنجا که برخی نرخ‌های ارز در شرق آسیا نسبت به دلار تثبیت شده بود، اما نوسان‌های شدید در نرخ برابری دلار / ین از طریق تغییر و انتقال رقابت بین‌المللی به بحران دامن زد.
- سرمایه‌گذاران خارجی، عمدتاً بانک‌های تجاری و سرمایه‌گذاری، همراه با سرمایه‌گذاران داخلی و افراد مقیم که به دنبال حفظ موجودی خود در قبال آسیب‌پذیری در برابر پول خارجی بودند، در ایجاد این بحران بی‌نصیب نبودند.

در اواخر سال ۱۹۹۷ و اوایل سال ۱۹۹۸، صندوق بین‌المللی پول به منظور حمایت از برنامه‌های اصلاحی در سه کشور اندونزی، کره و تایلند که بحران به بدترین وجه در آن تأثیر کرده بود، یک کمک ۳۶ میلیارد دلاری به این کشورها اعطا نمود. متأسفانه تأخیر اولیه مقامات سه کشور نامبرده در معرفی اصلاحات و اقدامات دیگر در بازیابی اطمینان، همراه با کاهش ارزش پول و سقوط بازار سهام که بسیار بزرگتر از آن مقداری بود که بتوان با اصول اقتصادی توجیه کرد، منجر به تشدید بحران شد. نرخ‌گذاری زیاده از واقع در بازارهای مالی باعث وحشت شده و بر مشکلات بخش مالی و شرکتی افزود.

راهکارهای مناسب

راهکارهای لازم به منظور اعاده اطمینان و از سرگیری روند رشد شامل اقداماتی است که برای از میان برداشتن نقاط ضعف هر کشور طراحی شده است. این راهکارها محتوای اصلی برنامه‌های تحت حمایت صندوق بین‌المللی پول را در اندونزی، کره و تایلند تشکیل می‌دهد.

سیاست پولی باید بقدری مستحکم باشد که بتواند در مقابل کاهش شدید ارزش پول مقاومت نماید. کاهش شدید ارزش پول عواقب مخربی نه تنها بر تورم داخلی بلکه در ترازنامه‌های مؤسسه‌های مالی داخلی و مؤسسه‌های غیرمالی که در قبال پول خارجی آسیب‌پذیر هستند، دارد.

نقاط ضعف بخش مالی ریشه بحران آسیا را تشکیل می‌دهد و مستلزم رسیدگی آنی است. اکثر مؤسسه‌های مالی ضعیف اما حیاتی باید ساخت جدید پیدا کنند و مجدداً در آنها سرمایه‌گذاری شود. و آن دسته از مؤسسات که قادر به بازپرداخت بدهی‌هایشان نیستند باید بسته یا توسط مؤسسات دیگر جذب شود.

حاکمیت در بخش‌های عمومی و شرکتی باید بهبود یابد و شفافیت و قابلیت جوابگویی تقویت شود. منشأ بسیاری از مشکلات دخالت زیاد دولت در اقتصاد و همچنین سرپرستی گسترده سیاسی، خویش و قوم‌پرستی و جوابگویی سهل‌انگارانه است. به منظور اعاده اطمینان، رهبران سیاسی باید نشانه‌هایی قاطع دال بر عدم تکرار چنین سوءاستفاده‌هایی را ابراز کنند.

تمرکز سیاست‌های مالی باید بر کاهش تکیه کشورها به اندوخته‌های خارجی و منظورکردن هزینه‌های ناشی از ساخت و سرمایه‌گذاری مجدد نظام بانکی باشد. تخصیص منابع باید از هزینه‌های عمومی غیرمولد به کاهش هزینه‌های اجتماعی بحران و تقویت شبکه‌های تأمین اجتماعی تغییر جهت دهد.

نویسنده سپس به چشم‌انداز بحران می‌پردازد:

عواقب بحران در تمامی کشورهایی که در کانون این آشفتگی قرار داشتند بصورت کاهش سرمایه‌گذاری و مصرف همراه با تغییر موضع تجاری جلوه‌گر شد. نشانه‌هایی از بهبود در نرخ برابری و بازارهای سهام مشاهده شده است و همگام با اجرای سیاست‌های ضروری و بهبود مواضع خارجی، ثبات و اطمینان در طول سال ۱۹۹۸ بهبود می‌یابد. این امر زمینه را برای اعاده رشد در سال ۱۹۹۹ و بهبود یکپارچه در سال ۲۰۰۰ آماده می‌کند. تجربه آرژانتین و مکزیک در بحران تکیلا در ۱۹۹۵ و ۱۹۹۴، همچنین تجارب دیگر کشورهایی که در موقعیت مشابه قرار داشتند نشان می‌دهد که هنگامی که سیاست‌گذاران به ریشه عوامل مسبب بحران مالی می‌پردازند؛ بازیافت اقتصادی حدود یک سال پس از وقوع بحران آغاز می‌شود. در مورد شرق آسیا، شدت و اهمیت بحران در بخش مالی و دیگر نقاط ضعف ساختاری در کشورهای مبتلا، به معنای آن است که نسبت به بحران‌هایی که صرفاً توسط تعدیل اقتصاد کلان برطرف می‌شود مدت زمان طولانی‌تری لازم است تا اقدامات اصلاحی لازم به اجرا درآید. در عین حال افت شدیدی که در بازارهای پولی و مالی به وقوع پیوسته بدین معناست که با بازگشت اطمینان فضای لازم برای جهش‌های سریع وجود دارد.

خطر رفتاری

خطر رفتاری زمانی وجود دارد که ارائه بیمه در قبال یک خطر رفتاری را که احتمال وقوع خطر را افزایش می‌دهد تشویق کند. در مورد وام‌دهی صندوق بین‌المللی پول، تشویش از خطر رفتاری از آنجا نشأت می‌گیرد که چنین کمکی انضباط سیاسی را تضعیف و سرمایه‌گذاران را با این باور که اگر سرمایه‌گذاری‌هایشان دستخوش دگرگونی شود فقط بخشی از عواقب متوجه آنان خواهد شد تشویق به پذیرفتن خطرات بزرگتر می‌کند.

در واقع از اهداف اصلی صندوق بین‌المللی پول محدودکردن هزینه‌های اقتصادی و اجتماعی بحران‌ها است. تجربه "رکود بزرگ" به سیاست‌گذاران آموخت صدمات وارده از جانب بحران‌های مالی ویران‌کننده بوده و تأثیر جهانی دارد. این امر نقش سیاست عمومی را در اجتناب از بحران‌های عمیق و فاجعه‌بار توجیه می‌کند.

با این وجود در برخی موارد این واقعیت که صندوق بین‌المللی پول منابع را تأمین می‌کند، انگیزه پذیرش خطر را از جانب وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان بالقوه افزایش می‌دهد. سیاست‌گذاران با وقوف به این نکته که اگر سیاست‌های آنان با شکست مواجه شود صندوق بین‌المللی پول حضور دارد، می‌توانند سیاست‌های پرخطرتری را اتخاذ کنند. به طریق اولی، وام‌دهندگان نیز می‌دانند که اگر کشوری با مشکل مالی مواجه شود، وام صندوق بین‌المللی پول دولت یا بانک‌های کشور را قادر به پرداخت بدهی‌شان می‌کند، خطرهای بیشتری را می‌پذیرند.

صندوق بین‌المللی پول در مشاوره‌های سیاستی خود به دنبال اطمینان از این نکته است که طرفین معاملات خصوصی هزینه اعمال خود را به عهده گیرند: سیاست‌گذاری در ساختار مجدد بخش بانکی شامل تعطیل نمودن مؤسساتی است که قادر به بازپرداخت بدهی خود نیستند و همچنین محدود کردن میزان اوراق مالکیت در مؤسساتی که ساختار جدید پیدا می‌کنند. در هر حال، سپرده‌گذاران باید تا سطوح خاصی حفاظت شوند، یا چنانچه کارکرد کلی نظام بانکداری با مخاطراتی مواجه شود، نیازمند حفاظت بیشتری هستند. بنابراین در مجموع اجتناب از خطر رفتاری در رابطه با بستنکاران خارجی امر مشکلی است، اگر چه ممکن است این بستنکاران با تمدید مداوم وام‌های کوتاه‌مدت، که تحت شرایط عادی حاضر به پذیرش آن نبودند، موافقت کنند.

پیش‌گرفتن از بحران‌های آتی

بحران شرق آسیا و بحران مکزیک آخرین بحران‌های دو دهه اخیر بودند. این بحران برای کشورهای درگیر، هم آن دسته که بحران در آنها آغاز و هم کشورهایی که بحران به آن سرایت کرد، به قیمت گزافی تمام شد. بنابراین تشویش اصلی سیاست‌گذاران و بازارهای مالی تشخیص علل بحران و پیشگیری از آن است.

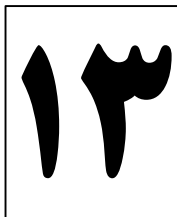
البته پیش‌بینی بحران به طور قاطع امر محالی است بخصوص در مورد بحران‌های ناشی از سرایت، علامات هشداردهنده اولیه وجود ندارد. زیرا این نوع بحران‌ها از واکنش‌های غیرقابل پیش‌بینی بازار نشأت می‌گیرند. ولی آگاهی به انواع نقاط ضعفی که بطور نمونه اقتصادها را در قبال بحران‌ها آسیب‌پذیر می‌سازد کاملاً عملی است، حال چه بحران بوقوع بپیوندد یا نپیوندد.

تحلیل‌گران بر این باورند که احتمال بروز بحران‌های بانکی یا پولی هنگامی که فشارهای رو به تزاید در اقتصاد بروز می‌کند، افزایش می‌یابد: تورم بالا، افزایش نرخ برابری، افزایش کسری حساب جاری، رشد سریع اعتبار داخلی و افزایش شدید قیمت دارایی‌ها. تحلیلی دیگر خاطر نشان می‌سازد که ترقی واقعی پول داخلی، گسترش زیاد اعتبار داخلی و رشد شدید نقدینگی نسبت به ذخایر بین‌المللی، نشانه‌های آسیب‌پذیری بازار پولی است. کاهش قیمت سهام و وخیم شدن رابطه تجاری، همچنین افزایش نرخ بهره جهانی نیز نشانگر آسیب‌پذیری نسبت به بحران هستند. در واقع تعدادی از این متغیرها آسیب‌پذیری کشورهای آسیایی را، که بحران عمیقاً بر آنان تأثیر گذاشته بود، خاطر نشان ساختند. در هر حال، شاخص‌های آسیب‌پذیری نیز به خطا می‌روند و قادر به پیشگویی بحران نیستند.

وظیفه اصلی سیاست‌گذاران آتی تشخیص و پرداختن به ضعف‌ها، پیش از بروز بحران است. با وجود آنکه ردیابی و تفسیر صحیح و به موقع علامات هشداردهنده در مورد انواع بحران‌ها غیرممکن بنظر می‌رسد، ولی اقدامات بازدارنده نشان می‌دهد که از بسیاری از بحران‌های نهایی در گذشته اجتناب شده است. در برخی موارد کشورها نظام نرخ برابری را تعدیل کرده‌اند. سازوکارهایی همانند ثبات نرخ ارز و اتحادیه‌های پولی به خوبی به برخی از کشورها در تداوم مساعی خود جهت ثبات وضعیت کمک نموده است. چنانچه کشوری سیاست ثبات نرخ ارز اتخاذ کند، برخی پیش‌شرطها باید برقرار باشد. به عنوان مثال پولی که برابری در آن تثبیت می‌شود باید متناسب بوده و سیاست‌ها باید در جهت حفظ نرخ مزبور باشد. در برخی اقتصادها، تراز هزینه و فایده به نفع قابلیت انعطاف بیشتر نرخ برابری تغییر

می‌کند تا از خطر نرخ ثابت برابری که منجر به آسیب‌پذیری در برابر پول خارجی می‌شود اجتناب شود. در هر حال تصمیم به خروج از سیاست ثبات نرخ ارز به سهولت امکان‌پذیر نیست و بهتر است در یک دوره زمانی که آرامش بر آن حکمفرماست انجام گیرد.

تمامی کشورها از دستیابی به بازارهای جهانی سرمایه و بهبود تخصیص منابع که ملازم با رقابت بازاری است منتفع می‌شوند. یکی از منفعت‌ها رقابت در بخش‌های مالی داخلی است که ورود شرکت‌های خارجی را میسر می‌سازد. در عین حال شرایطی برای آزادسازی منظم تحرک سرمایه وجود دارد. علاوه بر آن و مهمتر از همه یک نظام مالی نیرومند باید وجود داشته باشد. نظام مالی باید قانونمند بوده و مؤسسات مالی نیز تحت نظارت مؤثر باشند. در طول دوره انتقال به یک نظام حساب سرمایه باز با بخش مالی آزاد، ابزار مبتنی بر بازار همچون ذخایر قانونی سپرده‌های ارزی و وام‌گیری کوتاه‌مدت به تعدیل جریان‌های مالی کمک می‌کند. در سیستم مالی، محدودیتهای احتیاطی در قبال آسیب‌پذیری در برابر پول خارجی نیز امری بسیار ضروری است. آزادسازی نظام‌های مالی داخلی باید بر بازشدن درها به روی سرمایه‌گذاران خارجی پیشی گیرد یا حداقل با آن همگام باشد. زیرا این امر سطح توسعه بازارهای سرمایه داخلی را ارتقا می‌دهد. چنین اقدامی خطر تبدیل شدن سرمایه‌های وارداتی را به جای تحرک و مداخله مؤثر منابع مالی داخلی، کاهش می‌دهد.



واکنش صندوق بین‌المللی پول در قبال بحران آسیا؛ تهیه شده؛ توسط دفتر روابط خارجی، صندوق بین‌المللی پول

بحران مالی آسیا که در اواسط سال ۱۹۹۷ به وقوع پیوست منجر به افت شدید انواع پول، بازارهای سهام و قیمت دارایی‌ها در برخی کشورهای آسیایی شد. نظام مالی این کشورها را تهدید کرد و موجبات از هم گسیختگی اقتصادهای واقعی آنان را فراهم آورد. بحران علاوه بر تأثیرات وخیم در آسیا، بر نرخ‌های برابری بازارهای نوظهور خارج از منطقه نیز فشار وارد کرد و انتظار می‌رود نرخ رشد جهانی را در سال ۱۹۹۸ بیش از یک درصد کاهش دهد.

ریشه‌های بحران

بحران در پی چند دهه عملکرد خوب در آسیا نمودار شد. مشکلاتی که کشورهای شرق آسیا با آن مواجه هستند فقط ناشی از ناترازی‌های اقتصاد کلان نیست؛ بلکه بیشتر ریشه در نقاط ضعف نظام‌های مالی و تا حد کمتری در حاکمیت دارد. ترکیبی از عدم نظارت کافی بر بخش مالی، ارزیابی و مدیریت ضعیف خطر مالی، و ابقای نرخ برابری ثابت باعث شد بانک‌ها و شرکت‌ها اقدام به اخذ مقادیر متناهی وام به صورت سرمایه بین‌المللی کوتاه‌مدت بر حسب پول خارجی و تضمین‌نشده نمایند. با گذشت زمان سرمایه خارجی وارد شده در جهت تأمین منابع برای سرمایه‌گذاری‌هایی با کیفیت پایین مورد استفاده قرار گرفت.

اگر چه هزینه بخش خصوصی و تصمیمات مالی مسبب بروز بحران بود، ولی مسایل حاکمیت، بخصوص دخالت دولت در بخش خصوصی و فقدان شفافیت در حسابهای مالی و شرکتی و فقدان تهیه اطلاعات اقتصادی و مالی بحران را شدت بخشید. تحولاتی نیز که در اقتصادهای پیشرفته صورت گرفت، همانند رشد بطئی در اروپا و ژاپن که باعث کمبود فرصت‌های جذاب سرمایه‌گذاری و پایین‌ماندن نرخ بهره در این اقتصادها شد، به ایجاد بحران کمک شایانی کرد.

پس از بروز بحران در تایلند همراه با یک سلسله حملات به بات،^(۱) بحران به سرعت به سایر اقتصادهای منطقه

۱- واحد پول تایلند

سرایت کرد. این کشورها نسبت به رقابت فرسایشی پس از تضعیف بات آسیب‌پذیر بودند و سرمایه‌گذاران تصور می‌کردند این اقتصادها دارای مشکلات اقتصاد کلان مشابهی هستند. با سرایت بحران به کره، یازدهمین اقتصاد بزرگ دنیا، احتمال قراردادشکنی این کشور، تهدیدی بالقوه برای نظام پولی بین‌المللی بشمار می‌رود.

نقش صندوق بین‌المللی پول در نظام پولی بین‌المللی و بحران‌های مالی

وظیفه حفاظت از ثبات نظام پولی بین‌المللی به صندوق بین‌المللی پول سپرده شده است و هدف آن در بحران آسیا اعاده اطمینان به اقتصادهای تحت تأثیر بحران بود. صندوق بین‌المللی پول بدنبال این هدف با توسل به اقدامات زیر عکس‌العمل فوری نشان داده است:

کمک به سه کشوری که بحران به شدیدترین نحو بر آنان تأثیر گذاشت، یعنی اندونزی، کره و تایلند، و طرح برنامه‌های اصلاح اقتصادی به منظور بازگشت اطمینان که مورد حمایت صندوق بین‌المللی پول قرار داشت. فیلیپین در سال ۱۹۹۷ برنامه حمایتی صندوق بین‌المللی پول را پذیرفت و در سال ۱۹۹۸ تسهیلاتی را که هر لحظه بتوان به کار گرفت تدارک دید.

تصویب ۲۶ میلیارد حق برداشت مخصوص یا حدود ۳۵ میلیارد دلار حمایت مالی صندوق بین‌المللی پول به منظور برنامه‌های اصلاحی در اندونزی، کره و تایلند. فراهم نمودن زمینه ارائه ۷۷ میلیارد دلار از منابع مالی دو و چندجانبه در حمایت از برنامه‌های اصلاحی مزبور در سال ۱۹۹۷، همچنین در جولای سال ۱۹۹۸، صندوق بین‌المللی پول با افزودن ۱/۳ میلیارد دلار کمک دیگر از جانب صندوق بین‌المللی پول و حدود ۵ میلیارد دلار از طریق منابع مالی دو و چندجانبه به اندونزی یاری کرد.

تقویت آن دسته از اعضای داخل و خارج از منطقه که تحت تأثیر بحران قرار گرفته و نیازمند سیاست‌گذاری بودند تا از تأثیرات ناشی از سرایت بحران در امان بمانند، این کشورها به لزوم حمایت مالی صندوق بین‌المللی پول نیازی نداشتند.

صندوق بین‌المللی پول برای بازگشت اطمینان به کشورهای مبتلا به اقدامات زیر را انجام می‌دهد:

- برقراری انعطاف‌پذیری در نرخ‌های برابری،
- سیاست پولی انقباضی موقت به منظور قطع فشار بر تراز پرداخت‌ها،
- اقدام موزون جهت تصحیح نقاط ضعف در سیستم مالی، که عامل اصلی بحران بود،
- اصلاحات ساختاری به منظور زدودن آن دسته از ویژگی‌های اقتصادی که به موانع رشد تبدیل شده بود (همانند انحصارگری‌ها، موانع تجاری و فعالیتهای غیرشفاف شرکتی) و تقویت کارایی واسطه‌گری مالی و استحکام آتی نظام‌های مالی.
- کوشش در جهت استقرار مجدد و حفظ خطوط تأمین منابع خارجی، و حفظ سیاست مالی انقباضی از طریق برطرف نمودن هزینه‌های رو به افزایش بودجه‌ای در ساخت مجدد بخش مالی و در عین حال حمایت از هزینه‌های اجتماعی.

از آنجا که مشکلات بخش مالی علت اصلی بحران بود، کانون توجه برنامه‌های آسیا اصلاح نظام‌های مالی است. با وجود آنکه این برنامه‌ها متناسب با نیازمندی‌های هر کشور ایجاد شده‌اند ولی در تمام موارد مقاصد زیر را در برمی‌گیرند:

- بستن مؤسسه‌های مالی ناپایا و محدود کردن میزان سرمایه سهامداران آن،
 - سرمایه‌گذاری مجدد در مؤسسه‌هایی که سرمایه‌گذاری در آنها زیر حد نصاب بوده است،
 - نظارت دقیق بر مؤسسه‌هایی که عملکرد ضعیف دارند،
 - ایجاد زمینه برای مشارکت خارجی در نظام‌های مالی داخلی.
- به منظور برطرف نمودن مسایل ناشی از حاکمیت، اصلاح نظام مالی با اقداماتی جهت بهبود کارایی بازارها، قطع ارتباطات نزدیک بین دولت و تجارت، و آزادسازی محتاطانه بازارهای سرمایه‌ای همراه شده است. شفافیت نیز در داده‌های اقتصادی (به خصوص در مورد اندوخته و بدهی خارجی) در بخش‌های شرکتی و مالی و همچنین بخش بانکی افزایش می‌یابد.
- بانک جهانی نیز در زمینه مسایل ساختاری و بخشی، که خاستگاه اقتصاد کلان است و بانک توسعه آسیایی در زمینه تخصص‌های منطقه‌ای به اقدامات اصلاحی، کمک شایان توجهی نموده‌اند.

سایر اقدامات صندوق بین‌المللی پول در پاسخگویی به بحران

علاوه بر اقدامات اولیه صندوق بین‌المللی پول در طراحی برنامه‌ها و فراهم نمودن منابع مالی برای حمایت‌های خود، صندوق بین‌المللی پول اقدامات دیگری نیز انجام داد. از آن جمله به منظور جلب حمایت واقعی بین‌المللی، هماهنگی صندوق بین‌المللی پول با سایر مؤسسه‌های مالی بین‌المللی، به ویژه بانک جهانی و بانک توسعه آسیایی، همچنین با اهداکنندگان دوجانبه، تشدید شد.

سطح جدیدی از مذاکرات بین صندوق بین‌المللی پول و گروه‌های مختلف در کشورهای مورد نظر آغاز شد. مشورت با گروه‌ها شامل گروه‌های کارگری، مطبوعات و عموم مردم بود. برنامه‌های صندوق بین‌المللی پول تلاش داشت تا بین بانک‌های بستانکار و بدهکار بین‌المللی هماهنگی ایجاد کرده تا مشکلات وخیم تأمین منابع برای بخش خصوصی را که کانون بحران را تشکیل می‌داد حل کند، و صندوق بین‌المللی پول به خوبی از چنین فرآیندی پشتیبانی کرد.

کشورهای عضو صندوق بین‌المللی پول از طریق انتشار مفاد طرحهایی که حاوی برنامه‌های اصلاح اقتصادی است به سطوح جدیدی از شفافیت دست یافته‌اند.

اقدامات ویژه‌ای نیز به عمل آمده که شامل انتصاب معاون سابق مدیر عامل صندوق بین‌المللی پول بعنوان مشاور مقامات اندونزی، برقراری نمایندگی‌های مقیم در کشورهای مبتلا، و شروع فعالیت‌های گوناگون دفتر جدیدالافتتاح منطقه پاسیفیک و آسیا است.

صندوق بین‌المللی پول در حال پاسخگویی به درخواست‌های اعضای خود است که یا به طور مستقیم یا از طریق مجامع چند ملیتی همانند گروه بیست و چهار دریافت شده است. این درخواست‌ها شامل بررسی جنبه‌های بحران

مالی همانند نقش وجوه تضمین شده تقویت سلامت بخش مالی و اقداماتی برای تقویت ساخت مالی جهانی است. برنامه‌های حمایتی صندوق بین‌المللی پول، علی‌رغم نیاز فوری به واکنش هماهنگ بین‌المللی در قبال وضعیت بحران و تردید در آسیا، تحت نظارت و بررسی گروه عظیمی از مفسران قرار دارد.

درس‌هایی از بحران و راهی که در پیش داریم

پس از بروز بحران، صندوق بین‌المللی پول از چگونگی تقویت ساختار نظام مالی بین‌المللی جهت کاهش وقوع و شدت آشفته‌گی‌های آتی درس‌هایی گرفته است. بحران آسیا یکبار دیگر اهمیت چارچوب مستحکم سیاست اقتصاد کلان و خطر کسری بزرگ حساب جاری ناپایا را گوشزد می‌کند. به علاوه، صندوق بین‌المللی پول شش زمینه اصلی را مشخص کرده که باید طرحها در آن جهت تقویت شوند.

نخست، نظارت مؤثر بر سیاست‌ها و اعمال اقتصادی کشورها از طریق افشای کامل داده‌های مالی و اقتصادی. صندوق بین‌المللی پول به منظور تسهیل در امر انتشار اطلاعات موثق و بهنگام به عموم، موازین خاصی ابداع نموده است. با پی‌بردن به اهمیت ذخایر ناخالص و داده‌های مربوط به آن پس از بروز تحولات در بازارهای مالی آسیا، اقدام صندوق بین‌المللی پول به مشاوره با طرف‌های ذینفع در مورد انتشار اطلاعات ذخایر خارجی مقامات پولی، کرده است.

دوم، اصلاح بخش مالی، شامل مقررات و نظارت احتیاطی بهتر. صندوق با همکاری بانک جهانی مجموعه‌ای از "فعالیت‌های مناسب" را در حوزه بانکی ایجاد و منتشر نموده است.

سوم، تشویق به آزادسازی منظم حساب سرمایه که بطرز مناسبی ردیف شده باشد (که توسط بخش مالی مستحکم و سیاست‌های اقتصاد کلان و نرخ برابری مناسب حمایت شود) تا سودآوری را به حداکثر و خطر جابجایی آزاد سرمایه را به حداقل برساند.

چهارم، ارتقا سطح نظارت منطقه‌ای؛

پنجم، تلاش جهانی جهت ارتقا سطح حاکمیت و مبارزه با فساد، و بهبود کیفیت جوابگویی و درجه اعتبار سیاست مالی به عنوان عامل اصلی حاکمیت مطلوب؛

ششم، ساختارهای موثرتر در چاره‌جویی‌های بدهی، شامل قوانین ورشکستگی در سطح ملی و اتخاذ روش‌های کارآمدتر ارتباط دادن بستانکاران و بدهکاران بخش خصوصی با مساعی رسمی جهت کمک به حل مشکلات حاکمیت و بدهی خصوصی در سطح بین‌المللی؛

این کوششها مستلزم حمایت منابع مالی از صندوق بین‌المللی پول، و در صورت نیاز از سایر منابع چندجانبه و دوجانبه است که می‌توان آن را جهت برنامه‌های تعدیلی بکار برد.

تمامی اقدامات فوق به پشتیبانی از هدف طولانی مدت پاسخگویی صندوق بین‌المللی پول به بحران مالی آسیا انجام شده و اقتصادهای مبتلای آسیایی را قادر می‌سازد روند توسعه را از سرگرفته و نظام پولی بین‌المللی را جهت مقابله با چالش‌های قرن بیست و یکم یاری نماید.

درس‌هایی از بحران آسیا ژانت یالن از انجمن مشاوران اقتصاد، ۱۵ آوریل ۱۹۹۸

نویسنده در نوشته خود به سه نکته اشاره دارد: دلایل بنیادی بحران شرق آسیا - عکس‌العمل صندوق بین‌المللی پول و سایر مجامع بین‌المللی در قبال آن و نتایجی که بحران می‌تواند در کشورهای جنوب‌شرقی آسیا و خارج از آن به بار آورد.

وی در ابتدای امر به مشکل ارائه توضیح جامع درباره بحران شرق آسیا به علت تفاوت کشورهای مبتلا از بسیاری جهات از یکدیگر اشاره‌ای دارد. ولی به عقیده نویسنده، این کشورها با وجود تفاوت‌های اساسی نکات مشترکی دارند که کانون بروز مشکلات است. بخصوص این نکته که کشورهای بحران‌زده برای تخصیص سرمایه خواهان سازوکارهای تمرکز یافته و پشت‌پرده‌ای بودند. انواع مؤسسات از بانک‌های Koman Chaebols , Captive گرفته تا شرکت‌های مالی تایلندی و بانک‌های وابسته به دولت در اندونزی وجود داشتند، ولی در مجموع قسمت عمده تخصیص سرمایه در بازار باز سرمایه از طریق معاملات آزاد انجام نمی‌شد. در عوض تخصیص سرمایه به دور از دید عموم و اغلب براساس روابط شخصی و تجاری یا نفوذ دولتی صورت می‌گرفت تا برپایه توضیحات یا هر نوع اطلاعاتی در مورد وام‌گیرندگان یا طرح‌های سرمایه‌گذاری آنان.

این سیستم مدت مدیدی کارکرد خوبی داشت. تکیه بر روابط شخصی، حرفه‌ای یا دولتی برای تخصیص سرمایه تا آنجا که تصمیمات نهایی سرمایه‌گذاری بی‌نقص و استوار باشد و پس‌اندازکنندگان بر آن اطمینان داشته باشند، می‌تواند پیش برود. اما تکیه طولانی مدت بر روابط پشت‌پرده‌ای در تخصیص سرمایه در نهایت موجب ضعف تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری می‌شود. استدلالی که می‌توان داشت آن است که در مراحل اولیه توسعه تعداد سرمایه‌گذاری‌های با بازده بالا بسیار زیاد بود، اما در مراحل بعدی بازده مورد انتظار از طرح‌های سرمایه‌گذاری هم کمتر و هم دستیابی به آن مشکل‌تر شد. "وامدهی رابطه‌ای" در مراحل اولیه توسعه مؤثر است. زیرا وام‌گیرنده به واسطه پذیرفتن طرح‌هایی با بازده‌های بالا منافع بزرگ اقتصادی بدست می‌آورد، اما در مراحل بعدی با شکست مواجه می‌شود. زیرا زمانی که تمامی بازده‌های اقتصادی در سطح پایین باشد وام‌گیرنده به سوی طرح‌هایی سوق داده

می‌شود که از جنبه اقتصادی سودآور نیست. البته لازم به یادآوری است این نقطه نظرات تا حدی نگرورزانه هستند. با وجود آنکه داستان‌های زیادی در مورد تصمیمات ضعیف سرمایه‌گذاری در شرق آسیا وجود دارد، ولی بحث رو به وخامت‌گذاردن کیفیت سرمایه‌گذاری مورد انتظار در این کشورها زیاد مستدل نیست، اگر چه شواهدی دال بر آنکه بازده‌های تحقق‌یافته در چند سال اخیر پیش از بحران پایین‌تر از حد بازده‌های پیشین بوده‌اند وجود دارد. البته استدلالی دیگر در توضیح کاهش بازده در مرحله پیش از بحران آن است که در آن زمان آهنگ رشد در اکثر کشورهای جنوب‌شرقی آسیا کندتر شد.

صرف نظر از اینکه کیفیت سرمایه‌گذاری پیش از وقوع بحران دچار مشکل واقعی شده بود، آنچه که در مورد بحران شرق آسیا واضح است آن است که، الگوی "رابطه‌ای" تخصیص سرمایه قابلیت تخریب کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری را دارد. چنانچه سپرده‌گذاری که به عملکرد گذشته به عنوان ضامن موفقیت آینده تکیه کرده‌اند یکباره دریابند تصمیمات تخصیص سرمایه مسیر انحرافی را می‌پیماید، و در این ارتباط اطلاعات شفاف از کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری نیرو وجود نداشته باشد ضربه‌ای مهلک بر اعتماد بازار نسبت به کیفیت این تصمیمات وارد می‌شود. حتی اگر تعداد زیادی یا اکثر تصمیمات تخصیص سرمایه از صحت و سلامت برخوردار باشد، نبود اطلاعات بدان معنی است که پس‌اندازکنندگان نتوانند به درستی ارزیابی کنند کدام بانک‌ها یا Chaebols یا سایر مؤسسات تصمیمات درست و کدام تصمیمات نادرست اتخاذ کرده‌اند، خود این امر منجر به بازگرفتن سرمایه‌ها از تمامی مؤسسات بدون هیچگونه تمایزی می‌شود. از آنجا که سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت مبتنی بر پس‌اندازهای کوتاه‌مدت را نمی‌توان به نقد تبدیل کرد مگر به قیمت زیان‌های سنگین، بنابراین چنین تخریبی در اعتماد می‌تواند کل نظام مالی را به آستانه اضمحلال بکشانند.

به بیان دیگر بر این نکته تأکید می‌شود که توضیح جامع و کامل در تمام ابعاد اقتصاد کلان که بتواند تحلیل جامعی از همه کشورهای مبتلا به ارائه دهد امر مشکلی است. نرخ‌های برابری بیش ارزش‌گذاری شده در برخی کشورها معضل بشمار می‌روند. کسری حساب جاری در تایلند بسیار عمده اما در کره ناچیز بود. تنزل ناگهانی صنعت نیمه‌هادی‌ها مشکلات فراوانی در کره بوجود آورد؛ اما در تایلند یا اندونزی نامحسوس بود. اما چنانچه عامل بنیادی بحران در هر مورد سلب اطمینان سرمایه‌گذاران از استحکام طولانی مدت سرمایه‌گذاری‌هایی باشد که حافظ پس‌اندازهای کوتاه‌مدت آنان است دیگر دلیلی برای طرح مقدمه‌ای در مورد هر کشور وجود ندارد. در عوض در یک نظام مالی که برپایه ارتباطات بجای اطلاعات استوار شده است، اطمینان سرمایه‌گذاران بر استحکام وامدهی رابطه‌ای، به تنهایی اصل بنیادی انگاشته می‌شود. از این رو احتمال سرایت از یک کشور به کشوری دیگر بیشتر به درجه برداشت سرمایه‌گذاران از شباهت‌های نظام‌های مالی دو کشور بستگی دارد تا بر مشابهت واقعی آنها. نویسنده دو برداشت متفاوت دارد:

یک برداشت آن است که پوشش مطبوعاتی وسیع بحران، و دیدگاه مشترک موجود در آنها مبنی بر اینکه بحران به منزله شکست الگوی سرمایه‌داری شرق آسیا یا ژاپن است، در واقع به شکست الگوی مزبور سرعت و شدت بخشید. مجدداً، نکته آن است که یک نظام مالی شفاف که در آن سرمایه‌گذاران می‌توانند در مورد استحکام وضعیت

بانک‌ها و شرکت‌ها براساس داده‌های واقعی و معتبر داوری کنند در قبال چنین سرائیتی می‌تواند به مراتب کمتر آسیب‌پذیر باشد. استنباط دیگر آن است که آن عده که ایجاد بدهی خارجی کوتاه‌مدت را در دوران پیش از بحران تقبیح می‌کردند، محق بودند. در طول چند سال گذشته مقادیر متناهی از وام‌های بانک‌های خارجی به سوی کشورهای آسیای شرقی روانه شد که اغلب دارای نرخ بهره با جایزه خطر بسیار پایین نسبت به سرمایه‌گذاری‌های سالم در کشور بود. جوایز خطر اندک مزبور انعکاسی از این باور بود که حتی در آن دسته از کشورهایی که سپرده‌گذاران بطور واضح بیمه نمی‌شوند، دولت هرگز اجازه نمی‌دهد زمینه شکست عمده بانک‌ها فراهم شود. بنابراین پول سپرده‌گذاران از جانب دولت ضمانت می‌شود. این دسته از وام‌دهندگان قادرند به شیوه‌هایی عمل کنند که ثبات نظام مالی را به خطر می‌افکند. از آنجا که این عده جوایز خطر اندکی دریافت می‌کنند، هنگامی که مدت وامشان به سر بیاید با درک کوچکترین خطر، سرمایه خود را بیرون می‌کشند و چون سررسید وام‌های کوتاه‌مدت به فوریت فرامی‌رسد انبوه وام‌های کوتاه‌مدت با خطر کم یقیناً ترکیبی است که منجر به خروج یکباره و انبوه سرمایه می‌گردد. نویسنده سپس به ارائه راه‌حل‌ها می‌پردازد:

با وجود آنکه نباید وام‌دهندگان غیرمسئول را به راحتی رها کرد، ولی تنبیه این دسته از وام‌دهندگان بدون ایجاد عواقب فاجعه‌آمیز در کشورهای مبتلا و در نقاط دیگر امر بسیار مشکلی است. یکبار دیگر مسأله عدم شفافیت نظام مالی مطرح می‌شود که یک مشکل بحرانی است. زیرا عرضه‌کنندگان بالقوه سرمایه جدید هنوز قادر نیستند وام‌گیرندگان خوب را از بد تشخیص دهند. چنانچه در مورد بدهی موجود قراردادشکنی شود تأثیر احتمالی آن منجر به برداشت کامل سرمایه از کشور مبتلا می‌گردد، که خود موجب زوال کامل نظام مالی می‌گردد.

چاره کار یافتن روش‌هایی است که طبق آن وام‌دهندگان بدون به خطر افکندن ثبات نظام مالی یک اقدام مالی بعمل آورند. شاید ساده‌ترین راه ترغیب جریان‌های سرمایه به شکل سهام و سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه باشد، نه وامدهی بانکی بر حسب ارز، زیرا قیمت‌ها در بازارهای سهام و اوراق قرضه بطور خودکار همگام با خطرات تعدیل می‌شود و نسبت به وام‌های کوتاه‌مدت ارزی خطر کمتری وجود دارد. مشکلی که در مورد راه‌حل مزبور وجود دارد آن است که عملکرد صحیح، مستلزم گزارش‌دهی منظم، صادقانه و موثق شرایط مالی شرکت به بازارهای سهام و اوراق قرضه است. به عبارت دیگر ایجاد مجموعه‌ای از بازارهای سرمایه شفاف و نظام‌یافته با عملکرد صحیح راه چاره است. برپایی چنین بازارهایی یک اقدام بلندمدت است و در یک تنگنای کوتاه‌مدت امکان‌پذیر نیست.

در کل به نظر می‌رسد صندوق بین‌المللی پول ویژگی منحصر به فرد بحران شرق آسیا را تشخیص داده و به درستی به آن پاسخ داده است: این نکته که برنامه‌های شرق آسیا به روشنی با کلیه برنامه‌های سابق صندوق بین‌المللی پول متفاوت است، در کانون توجه این نهاد قرار دارد.

آنچه که در دستور کار طولانی‌مدت صندوق بین‌المللی پول در مورد اصلاح مؤسسه‌های مالی بین‌المللی می‌تواند قرار داشته باشد، تهیه و ارائه اطلاعات مالی منظم‌تر، جامع‌تر و مؤثق‌تر به کشورهای عضو این نهاد است. اما دامنه، صحت و منظم بودن داده‌های ارائه‌شده باید بهبود یابد. یک ضرورت دیگر ترویج مؤسسات قانونگذاری مالی و بانکی در کلیه کشورهای عضو صندوق بین‌المللی پول است.

در اینجا نویسنده به بررسی اثرات بحران در روابط خارجی می‌پردازد:

می‌توان در مورد عواقب بحران شرق آسیا در روابط خارجی هم خوش‌بین و هم بدبین بود. نظریه بدبینی بر این مبنا است که بحران منجر به درون‌گرایی می‌شود. یعنی برخوردهای فزاینده تجاری، موانع فزاینده تجاری، موج حمایت‌گرایی و بخصوص بسته‌شدن بازارهای بین‌المللی سرمایه به روی سرمایه‌گذاری‌های خارجی.

نویسنده در مورد تأثیر بر ایالات متحده و اروپا خوش‌بین است:

با وجود آنکه بحران به یقین منجر به افزایش کسری تجاری ایالات متحده با شرق آسیا خواهد شد و رشد در طول سال آتی با آهنگ کندتری نسبت به سال گذشته حرکت خواهد کرد، اما اقتصاد آمریکا برای مقابله با شوک منفی تقاضا در رابطه با بحران آسیا موضع‌گیری خوبی دارد. در طول دو سال گذشته، اقتصاد آمریکا نسبت به روند برآورد شده طولانی مدت خود رشد سریعتری داشته است. پیش‌بینی انجام شده درباره بازارهای کار که رقابت در آن زیاد است نشان می‌دهد که بحران شرق آسیا بمنزله ترمزی است که سرعت رشد را تقلیل داده و در نهایت رشد اشتغال را همگام با نرخ بهره متوسط میسر می‌سازد. اثرات جانبی سودمندان‌ای نیز وجود دارد مبنی بر اینکه افت شدید پول‌های شرق آسیا و متعاقب آن افت قیمت دلاری واردات از این ناحیه تأثیر تسکین‌دهنده زودگذری بر تورم دارد. البته این ارزیابی خوش‌بینانه خطراتی نیز به همراه دارد و یک تراز تجاری رو به وخامت می‌تواند منجر به واکنش سیاسی شود حتی اگر مجموع تأثیرات کلان اقتصادی ملایم یا مثبت باشد.

بحران آسیا تهدیدی است بر اشتغال و صادرات آمریکا، همچنین رشد اقتصادی جهان. سابق بر این نیز دیده شده ضعف در اقتصادهای شرق آسیا، دارای تأثیراتی در آمریکا بوده است.

عواقب بحران برای اروپای غربی داستان متفاوتی دارد: بانک‌های اروپا بیشتر از بانک‌های آمریکا در معرض اقتصادهای جنوب آسیا قرار داشتند و احتمالاً ناچار به جذب زیان‌های بیشتری خواهند بود. از سوی دیگر حجم تجاری اروپا با کشورهای شرق آسیا، نسبت به آمریکا کمتر بوده است. بنابراین خالص تأثیر بر ترازهای تجاری نیز کوچکتر خواهد بود. در مجموع بحران تأثیر بزرگی در اروپا نسبت به آمریکا نخواهد داشت.

بیشترین تشویش در مورد بازتاب بین‌المللی بحران در ارتباط با ژاپن است. بانک‌های ژاپن قویاً در معرض کوران حوادث شرق آسیا قرار داشتند و بر عکس بانک‌های آمریکایی یا اروپایی وضعیت نظام بانکداری ژاپن حتی پیش از بحران نیز بسیار شکننده بود. اما مشکلاتی که شرق آسیا بر ژاپن وارد می‌آورد در مقایسه با مشکلات داخلی این کشور بسیار ناچیز است. جای امیدواری است که متلاشی‌شدن الگوی ژاپن از بازارهای خارجی سرمایه، این کشور را ترغیب به اجرای اصلاحات ساختاری می‌کند. این امر برای پرداختن به مشکلات طولانی‌مدتی که این کشور با آن مواجه است ضروری است. مجدداً لزوم شفافیت، بازبودن و نظارت و قانونگذاری احتیاطی بر بانک‌ها یادآوری می‌شود.