سرمایه گذاریهای غیر مستقیم خصوصی خارجی در ممالک در حال توسعه و راههای حفظ آن

رشیدی، علی

مقدمه

منظور از سرمایه‏گذاری غیرمستقیم،خرید اوراق‏ بهادار(سهام و اوراق قرضه)شرکتهای موجود است.در این‏ نوع سرمایه‏گذاریها،سرمایه‏گذار معمولا"در پی به دست‏ آوردن کنترل اداره یک شرکت و یا دخالت در تصمیم‏گیریها و مدیریت یک واحد به‏طور مستقیم نیست.هر چند در مواردی یک سرمایه‏گذار ممکن است خواهان اکثریت‏ سهام یک شرکت باشد و قیمتی را برای خرید سهام و اوراق‏ بهاءدار آن پیشنهاد کند که سهامداران موجود را به فروش‏ ترغیب نماید( take over bid )ولی در سرمایه‏گذاریهای‏ غیرمستقیم و از طریق خرید اوراق در بورس‏ها معمولا" چنین هدفی تعقیب نمی‏شود.سرمایه‏گذار در کوتاه‏مدت، سود حاصل از خرید سهام به قیمت ارزانتر و فروش به‏ قیمت بالاتر را جستجو می‏کند.این نوع سرمایه‏گذاری‏ بر روی سهام و اوراق موجود انجام می‏شود و حاصل آن دست‏ به دست شدن مالکیت سهام است و نباید انتظار داشت که‏ به افزایش سرمایه‏گذاری واقعی و اشتغال و درآمد در واحد تولیدی منجر شود.انتشار اوراق جدید به منظور افزایش‏ سرمایه ممکن است سرمایه‏گذاریهای جدید را باعث شود ولی در هر حال موضوع رابطه مالکیت سهام با کنترل شرکت‏ یا سرمایه‏گذاری تازه یک رابطه مستقیم نیست.در مقابل، در سرمایه‏گذاریهای مستقیم سرمایه‏گذار خود تصمیم‏گیرنده،خریدار عوامل تولید،استخدام‏کننده کارگر، و تصمیم‏گیری درباره نوع کالا،بازار فروش و قیمت‏گذاری‏ و مدیریت را به عهده دارد.آنچه که باعث تحول اساسی‏ در ساختار تولید و موقعیت رقابتی ممالک در حال توسعه‏ شده است سرمایه‏گذاریهای مستقیم خارجی است که‏ علاوه بر انتقال تکنولوژی و سرمایه و مدیریت،بازارهای‏ صادراتی نیز در اختیار ممالک در حال توسعه گذاشته است.

از اوایل دهه 1980 که تعدادی از ممالک در حال توسعه‏ سیاستهای آزادسازی اقتصادی را مورد توجه قرار دادند، اصلاح ساختار اقتصاد از جمله واقعی کردن قیمتها و یا حد اقل،کاستن از شکاف بین قیمتهای رقابتی و قیمتهای‏ حمایت شده عملی گردیده است.بهترین و دقیقترین راه‏ رقابتی کردن اقصتاد ایجاد و توسعه بورسهای اوراق بهاءدار و کالاها است.در بورس،افزایش انتظار سوددهی شرکت‏ چه در حال و یا در آینده که معرف مدیریت،کارآئی،خوبی‏ و یا بدی تصمیم‏گیری و آینده‏نگری مدیران است خود را به‏ صورت افزایش قیمت سهام نشان می‏دهد و این امر نه‏ تنها به صورت رقابت بر سر سهام این شرکت بلکه در رابطه‏ با رقابت سهام واحدهای مشابه(سهام جانشین و رقیب‏ برای سهام یک شرکت خاص یا سرمایه‏گذاران خاص)از اهمیت ویژه‏ای برخوردار است.

راه افتادن و یا تقویت فعالیت بورسها در تعداد زیادی‏ از ممالک در حال توسعه که دست به اصلاحات اقتصادی‏ زده‏اند توجه سرمایه‏گذاران ممالک غربی و حتی‏ سرمایه‏گذاران ممالک تازه صنعتی شده را شدیدا"به خود جلب کرده است،به نحوی که حجم این سرمایه‏گذاریها از حدود 3353 میلیون دلار به‏طور متوسط در دهه 1980،به‏ 86569 میلیون دلار در سال 1993 رسید.خصوصی‏سازی‏ شرکتهای راه‏آهن،تلفن و مخابرات،شرکتهای آب و برق، صنایع جنبی نفت و پتروشیمی و کارخانجات دیگر توسط دولتها با هدف زنده کردن این نوع فعالیتها از راه عرضه سهام‏ آنها در بورسها فرصتهای تازه سودبری برای سرمایه‏گذاران‏ و خوراک تازه و کافی و متنوع‏تر برای بورسها ایجاد کرد.

مسئله‏ای که در مورد سرمایه‏گذاریهای غیرمستقیم‏ همیشه مطرح می‏باشد عدم ثبات و تغییر روزانه حجم‏ و قیمتها است.مثلا"در روزهای اخیر(19 و 20 ژانویه 1996) در بورس نیویورک سهام تقریبا"دو درصد ارزش خود را به‏ طور متوسط از دست داد(عدم توافق رئیس جمهور و کنگره‏ بر سر ایجاد توازن در بوده دولت)و در پی پائین آمدن ارزش‏ سهام در بورس نیویورک،روز بعد در بورس توکیو و هنگ‏کنگ نیز همین اتفاق افتاد.

سقوط شدید قیمتها در بورسهای ممالک صنعتی غالبا" نادر و همیشه محدود بوده است(با مستثنا کردن سقوط بورسها در سالهای بحران اقتصادی 33-1929).در ایالات‏ متحده آمریکا به عنوان مثال در ده سال اخیر تنها یک‏ بار(در 19 اکتبر 1987)متوسط قیمت سهام بیش از 20 درصد تقلیل یافته است.این امر آنهم براساس ترس واهی‏ از سقوط خود قیمت سهام رخ داد.یعنی عده‏ای به غلط یا صحیح با پیش‏بینی پائین آمدن قیمت سهام در اختیار خود،آنها را در بازار عرضه می‏کنند و با نبودن خریدار در قیمتهای جاری سقوط قیمتها شروع می‏شود و عده تازه‏ای‏ فروشنده می‏شوند.عده‏ای با قبول ریسک سفته‏بازی‏ می‏کنند و این سهام را در قیمتهای پائین می‏خرند.مثلا" در بورس نیویورک در روز 19 اکتبر 1987 حدود 600 میلیون‏ سهم(دو برابر متوسط حجم روزانه)به‏طور متوسط با 6/22 درصد زیر قیمتهای قبل(سقوط 508 واحد در عدد شاخص) دست به دست گردید.چند روز بعد سیر صعودی قیمتها دوباره شروع شد و امروزه قیمت سهام در بورس نیویورک به‏ طور متوسط بیش از دو برابر قیمتهای سال 1987 است‏ (شاخص قیمت سهام از حدود 2248 به بیش از 5052 رسیده است).معنی واقعی این ارقام برای دارنده سهام این‏ بوده است که علاوه بر دریافت سود سالانه سهام،به طور متوسط سالانه حدود 10 درصد ارزش سرمایه‏گذاریهای‏ آنها نیز افزایش یافته است.بنابر این درآمد خریداران سهام‏ غیر از سود توزیع شده شرکتها به تغییرات قیمت سهام‏ و نیز درآمد منتظره سایر فرصتهای سرمایه‏گذاری از جمله‏ به نرخ بهره در بازار که بر قیمت اوراق قرضه اثر دارد بستگی‏ دارد.

تغییرات قیمت سهام در بورسهای کشورها در حال توسعه‏ به دلایل مختلف ممکن است شدیدتر و متعددتر باشد. برای اینکه سرمایه‏گذار خارجی در بورس یک کشور در حال‏ توسعه به خرید و فروش اوراق اقدام کند.یعنی ارز بیاورد و به‏ پول محلی تبدیل کند و سهم بخرد،حد اقل از دو چیز باید اطمینان داشته باشد:اول،قابلیت تبدیل پول محلی به پول‏ خارجی(ارز)،و دوم انتقال سریع و فوری آن به خارج بدون‏ دخالت عامل خارجی،یعنی بدون ضرورت کسب هیچ‏گونه‏ مجوز.به عبارتی،همانطور که یک سرمایه‏گذار خارجی‏ با مراجعه به بانک خود(حتی بدون حضور در بانک) دستور انتقال قسمتی از موجودی خود را،مثلا"به یک‏ حساب بانک در هنگ‏کنگ،می‏دهد،در هنگ‏کنگ نیز پس‏ از فروش سهام خود در بورس باید بتواند به همان آسانی‏ موجودی خود را به هر جای دنیا منتقل نماید.بنابر این، تبدیل‏پذیری پول ملی به ارز و آزادی انتقال سریع و فوری‏ از طریق سیستم بانکی شرط اولیه و مقدماتی فعال شدن‏ بورس در یک کشور در حال توسعه در امر فروش سهام‏ فهرست شده در بورس است.

اما سرمایه‏گذار خارجی خریدار سهام در بورس یک‏ کشور در حال توسعه،همیشه با دو خطر یا دو متغیر نامعلوم‏ روبرو است یکی نرخ ارز در زمان تبدیل پول حاصل از فروش سهام به پول خارجی و دیگری قیمت سهام در زمان‏ فروش در بورس،که ممکن است از قیمت خرید بالاتر و یا پائین‏تر باشد.بنابر این،سرمایه‏گذار خارجی در خرید سهام در بورس کشور دیگر غیر از مسئله سوددهی خود شرکت‏ که سهام آن خریداری شده است و تغییرات قیمت سهم‏ مورد بحث با مسئله تغییر نرخ ارز مواجه است.

اگر ارزش پول کشوری در حال افزایش باشد سرمایه‏گذار خارجی ممکن است حتی با انتظار سود کم شرکت‏ها در صورت ثبوت سایر شرایط،به خرید سهام راغب گردد زیرا فکر می‏کند در زمان فروش سهام و تبدیل پول حاصل‏ به ارز نفع اضافی و تازه‏ای عاید او خواهد شد و مبلغی بیش از آنچه در ابتدای کار به خارج منتقل کرده به مملکت خود بر می‏گرداند.

موفقیت فعاتیت بورس در یک کشور مخصوصا"در یک‏ کشور در حال توسعه قبل از هر چیز به عوامل زیر بستگی‏ دارد:

1-وجود قوانین و مقررات و دستورالعملهای کامل و کافی‏ برای فعالیت بورس.

2-وجود سازمان و پرسنل مدیریتی-کارگزاران‏ و امکانات ارتباطی،مورد اعتماد-سریع و سرویس‏دهنده.

3-وجود و در دسترس بودن اطلاعات فنی،تکنیکی، حسابداری و مالی قابل اعتماد درباره واحدهای فهرست‏ شده در بورس.

4-وجود قوانین مالیاتی مشوق خرید و فروش سریع‏ سهام(قوانین مالیات بر درآمد،مخصوصا"مالیات بر سود سرمایه‏ای( Capital gain tax ).

5-وجود بازار آزاد ارز و آزادی نقل و انتقال سرمایه و وجود بانکها و موسسات مالی تسهیل‏کننده.

6-وجود و عرضه انواع سهام و اوراق بهاءدار و وجود انواع‏ بازارها اعم از بازار اوراق فهرست شده و بازار اوراق و سهام‏ فهرست نشده( over the counter ).

با فراهم بودن شرایط زیربنائی و اولیه فوق تعدادی‏ از کشورهای در حال توسعه مخصوصا"در جنوب و جنوب‏ شرقی آسیا و در آمریکای لاتین موفقیتهای بسیار قابل‏ ملاحظه‏ای در جلب سرمایه‏های خارجی به بازار اوراق‏ خود داشته‏اند و هر روز تعداد دادوستد سهام بیشتر با حجم‏ مالی بالاتر در آنها انجام می‏شود.هجوم سرمایه‏های‏ خارجی برای دادوستد در این بورسها نقش تعیین‏کننده‏ای‏ در رونق آنها داشته است.

در بین کشورهای در حال توسعه،مکزیک دارای وضع‏ خاص و استثنائی است.واقع شدن آن در جنوب ایالات‏ متحده با هزاران کیلومتر مرز مشترک،جمعیت فراوان‏ و دستمزد ارزان،سالهاست که جذب‏کننده‏ سرمایه‏گذاریهای مستقیم ایالات متحده در مناطق‏ نزدیک با مرز خود با آن کشور بوده است.کارخانجات‏ بسیار متعدد و متنوع با سرمایه شرکتهای آمریکائی در این‏ مناطق به تولید کالا برای فروش در بازارهای ایالات متحده‏ مشغول بوده‏اند.اما پدیده‏ای که در سالهای اخیر و به دنبال‏ انجام اصلاحات ساختاری اقتصادی واقعی در مکزیک‏ و مخصوصا"انعقاد قرارداد نفتا Trade Agreement) (North Amirican Free برای ایجاد منطقه آزاد تجاری‏ در آمریکای شمالی با شرکت سه کشور کانادا،ایالات متحده‏ آمریکا و مکزیک ظهور کرده،هجوم سرمایه‏های خارجی‏ به بورسهای مکزیک برای خرید سهام و اوراق بهادار در آن‏ کشور بویژه‏"سهام شرکتهای دولتی تازه خصوصی شده بوده‏ است.

این پدیده حیرت‏آور و مثبت از نظر مدیران اقتصادی‏ مکزیک،در دسامبر 1994 ناگهان تغییر جهت شدید و منفی‏ یافت و میلیونها سهم متعلق به خارجیان به ارزش‏ میلیاردها دلار ناگهان برای فروش عرضه شد و قیمتها در بورس‏ها سقوط کرد و سرمایه‏ها راه خروج از کشور را در پیش گرفتند.در چنین شرایطی ارزش پول‏ مکزیک سقوط کرد و خطری جدی برای کلیه دست‏ آوردهای اقتصادی و سیاسی و اجتماعی مکزیک‏ در سالهای اخیر به وجود آورد.دنیای صنعتی به سرکردگی‏ ایالات متحده آمریکا فورا"برای نجات اقتصاد مکزیک‏ اقدام کرد.صندوق بین المللی پول بزرگترین وام و کمک‏ مالی در تاریخ حیات خود را به مبلغ 18 میلیارد دلار(1/12 میلیارد SDR )برای دفاع پزو و حفظ تبدیل‏پذیری آن‏ در اختیار مکزیک گذاشت و ایالات متحده و سایر کشورها نیز تاکنون بیش از چهل میلیارد دلار دیگر در اختیار آن کشور گذاشته‏اند.

بروز این پدیده بی‏سابقه و با ابعاد وسیع،بانک جهانی‏ را بر آن داشت تا موضوع سرمایه‏گذاریهای غیرمستقیم‏ خصوصی خارجی در کشورهای در حال توسعه را مورد بررسی قرار دهد.هدف این بررسی شناخت عوامل‏ هشداردهنده برای جلوگیری از بروز چنین بحرانهائی‏ است.آنچه که در زیر می‏آید نتیجه این بررسی است که‏ در مجله مشترک بانک جهانی و صندوق بین المللی پول به‏ نام توسعه و تامین مالی( Finance and Development ) دسامبر 1995 درج شده است.

مکزیک از اواخر دهه 1980 برمبنای سیاست‏های کلان‏ اقتصادی صحیح و اصلاحات ساختاری وسیع به‏ پیشرفتهای فوق العاده‏ای نائل آمده است.برنامه‏های‏ دولت سبب کاهش شدید عدم تعادلهای مالی، کاهش نقش حکومت در اقتصاد،پائین آوردن تورم‏ و رساندن آن به حد قابل قبول جهانی و پیوستگی و ادغام‏ بیشتر اقتصاد مکزیک در اقتصاد جهانی گردید.استراتژی‏ نرخ ارز که نوسان نرخ را در داخل نواری محدود می‏کرد و برحسب مقدار قبلا"تعیین شده‏ای،ارزش پول کاهش‏ می‏یافت،نقش تعیین‏کننده‏ای در کاهش تورم داشت‏ و سبب شد که حمایت کارگران را برای برنامه‏های دولت‏ جلب نماید.پول مکزیک‏"پزو"برمبنای جدیدی انتشار یافت و ارزش آن به مقدار زیادی افزایش یافت که‏ خود سبب کسری حسابهای خارجی کشور گردید. سرمایه‏گذاریهای داخلی در این دوره افزایش یافت در حالی‏ که پس‏اندازهای خصوصی تا حد زیادی کاهش یافت.

در سال 1994 نگرانی سرمایه‏گذاران در مورد تداوم کسری‏ حسابجاری با وقوع حوادث شدید سیاسی در مکزیک بیشتر شد.در عین حال افزایش رقابت سایر بازارهای در حال‏ ظهور برای سرمایه‏های خارجی و نرخهای بهره بالاتر در خارج بر جریان ورود سرمایه‏ها اثر گذاشت.برای جلوگیری‏ از خروج سرمایه‏ها دولت مکزیک نرخ بهره را بالا برد و اجازه‏ داد که کاهش ارزش پول به حد بالای نوار تعیین شده‏ نزدیک شود و بدهی‏های کوتاه‏مدت ارزی را به وامهای اخذ شده به پول محلی تبدیل کرد.به رغم این اقدامات، مکزیک در ماههای فوریه و آوریل مقدار زیادی از ذخایر ارزی خود را از دست داد ولی بعد از آن میزان ذخایر تثبیت‏ گردید.

نگرانی دوبارهء سرمایه‏گذاران فشارهای تازه‏ای‏ بر موجودیهای ارزی و بازارهای مالی گذاشت و بحران مالی‏ سال 1994 را به وجود آورد و دولت را مجبور کرد که‏ در دسامبر 1994 پزو را شناور کند.حوادث مکزیک فشارهای‏ زیادی بر بازار مالی آمریکای لاتین و نوسانات شدیدی‏ در کلیه بازارها ایجاد کرد.

تجربه کشورهائی که در نیمه اول دهه 1990 دریافت‏ کننده عمده سرمایه‏های غیرمستقیم خارجی بوده‏اند نشان می‏دهد که بعضی از آنها بهتر از دیگران توانسته‏اند جریان سرمایه‏ها را اداره کنند.کشورهائی که توانسته‏اند از برعکس شدن شدید جریان اجتناب کنند دارای‏ خصائص مشترکی بوده‏اند:سیاستهای اقتصادی کلان‏ باثبات،اجتناب از بالا رفتن مداوم ارزش پول،نرخ پس‏انداز داخلی بالا،سرمایه‏گذاری عمده در صنایع بخش تولید کالاهای قابل تجارت،کسری حسابجاری نسبتا"محدود، رشد چشمگیر صادرات،و تکیه نسبتا"کم بر ورود سرمایه‏های کوتاه‏مدت.برعکس در کشورهائی که‏ در معرض خروج شدید و سریع سرمایه‏ها قرار داشته‏اند این‏ خصائص کمتر دیده شده است.درسهائی که از مطالعه‏ وضع هر دو دسته از کشورها به دست آمده برای‏ سیاست‏گذارانی که مایل به اجتناب از برعکس شدن‏ جریان سرمایه‏ها هستند مفید می‏باشد.

درس‏های حاصل از تجربه

بالا رفتن عمده ارزش پول:بعضی از کشورها مانند آرژانتین،مجارستان و مکزیک که شاهد برعکس شدن‏ شدید جریان ورود سرمایه در سال 1995 بوده‏اند،در نیمه‏ اول دهه 1990 با افزایش مداوم ارزش پول خود نیز مواجه‏ بوده‏اند.

بالا رفتن سریع ورود سرمایه‏ها که در اثر بالا رفتن نرخ‏ منتظره بازده سرمایه‏گذاریها در اثر اجراء اصلاحات عمیق‏ اقتصادی رخ داد،ممکن است به افزایش ارزش واقعی پول‏ ملی کمک کند.اما رشد مداوم ارزش پول که تهدیدی برای‏ رقابتی بودن قیمت کالاهای صادراتی کشور است و بخش‏ خارجی اقتصاد را تحت فشار می‏گذارد ممکن است وضعی‏ را برای از دست رفتن بعدی اعتماد سرمایه‏گذاران خارجی‏ به وجود آورد.

تجربه تعدادی از کشورها نشان می‏دهد که از بروز چنین‏ وضعی می‏توان جلوگیری کرد.بعضی از اقدامات اصلاحی‏ کلیدی مانند اصلاح ساختار مالی دولت و آزادسازی‏ تجاری اصولا"به کاهش ارزش پول منجر می‏شود نه‏ افزایش ارزش آن.در واقع بسیاری از موفق‏ترین اصلاح‏ کنندگان اقتصادی و دریافت‏کننده سرمایه مخصوصا" افزایش/کاهش نرخ ارز(2)

در کشورهای عمده دریافت‏کننده سرمایه‏های خصوصی‏ درصد تغییر 94-1990

 (1)نرخ ارز موثر منبع: IMF,Research Department

منبع:

(1)94-1990

(2)بصورت درصد تولید ناخالص داخلی 93-1990

(3)شاخص قیمت‏های مصرفی(1989-1980)

(4)93-1990 در مقایسه با 89-1985

(5)93-1990 در مقایسه با 89-1985

(6)94-1990

(7)1994

(1) World Bank.lnternational Economics Department

(2)( MF )

آسیائی‏ها شاهد رشد واقعی اندک ارزش پول و یا شاهد کاهش شدید ارزش پول خود بوده‏اند(جدول 1).افزایش نرخ‏ پس‏انداز داخلی عاملی برای خنثی کردن افزایش تقاضا و فشارهای تورمی که در اثر ورود سرمایه‏های خارجی به‏ وجود می‏آید بوده است.به عنوان مثال،مالزی که در بین‏ دریافت‏کنندگان سرمایه‏های خارجی نسبت به تولید ناخالص ملی مقام اول را داشته است،شاهد افزایش ارزش‏ پول اندکی بود.به‏طور کلی،رابطه بین افزایش ارزش پول‏ و جریان ورود سرمایه‏های خصوصی خارجی برای 16 کشور مورد بررسی که در جدول نشان داده شده،رابطه‏ای‏ بسیار قوی نبوده است.

افزایش چشمگیر ارزش پول،برعکس یکی از عوارض‏ جنبی این سیاست است که در ممالک دارای نرخ تورم بالا نرخ ارز را به عنوان یکی از تکیه‏گاههای سیاست تثبیت، انتخاب می‏کنند.در تعدادی از کشورها بالا رفتن شدید ارزش پول در دهه 1990 مرتبط با انتخاب تکیه‏گاه نرخ ارز برای متوقف کردن تراکم سرعت فشارهای تورمی‏ در سالهای قبل بوده است.از 16 کشور مورد بررسی 8 کشور که دارای بالاترین رقم افزایش ارزش پول بوده‏اند،رقم‏ میانی نرخ تورم آنها در دهه 1980 برابر 53 درصد بود. درحالی‏که کشورهای دارای کمترین میزان افزایش ارزش‏ پول(بیشتر در آسیا)شاهد تورم میانی حدود 9 درصد بوده‏اند.برنامه‏های تثبیت اقتصادی بر پایه استفاده‏ از تکیه‏گاه نرخ ارز در اوایل دهه 1990،در بسیاری از کشورهای نشان‏دهنده افزایش بالای ارزش پول‏ مثل آرژانتین،مجارستان،مکزیک،لهستان در دست اجراء بوده است.اصرار در اجرای چنین سیاستی برای مدت‏ طولانی و بعد از مراحل اولیه و عوض نکردن آن‏ با سیاستهای مالی و پولی محدودکننده خطر غیررقابتی‏ بودن بخش خارجی اقتصاد را به وجود می‏آورد.

نرخ‏های پس‏انداز خصوصی کاهنده:کاهش برخی‏ از نرخ‏های پس‏انداز خصوصی اصولا"ممکن است به‏ خاطر افزایش درآمدهای دائمی با توجه به موفقیت‏ اصلاحات و یا انتظار نرخ‏های مالیات پائین‏تر به دنبال‏ کاهش در خرج پول توسط دولت پیدا شود.اما به‏هرحال‏ شواهد امر حکایت از این دارد که موفق‏ترین اصلاح‏گران‏ در شرق آسیا و شیلی شاهد افزایش نرخهای پس‏انداز خصوصی بوده‏اند،هر چند این نرخ‏ها در ابتدای امر نیز بالا بوده است.بعضی از نویسندگان.این‏طور اظهارنظر کرده‏اند که افزایش اولیه مصرف نتیجه معمولی و عادی برنامه‏های‏ تثبیت بر پایه نرخ اسمی ارز و واکنشی از کاهش نرخهای‏ بهره می‏باشد.همچنین افزایش مصرف غالبا"تاثیر اولیه‏ چنین برنامه‏هایی است و نیز انتظار مردم است که چنین‏ برنامه‏هائی احتمالا"دوامی ندارد.اگر رونق مصرف ادامه‏ یابد که نشانه کاهش نرخهای پس‏انداز است،می‏تواند پی‏آمدهای بسیار مهمی از نظر حفظ وضعیت موازنه‏ پرداختها و اعتبار نرخ ارز تکیه‏گاه داشته باشد.به عنوان‏ مثال،در مکزیک نسبت مصرف خصوصی به تولید ناخالص داخلی در سالهای 93-1990 برابر 5 درصد، نسبت به سالهای 89-1985،افزایش یافت.در چهار کشور دارای افزایش واقعی بالای ارزش پول(آرژانتین،پرو، مجارستان و لهستان)افزایش سهم مصرف در فاصله‏ همین دو دوره به‏طور متوسط 9 درصد بود.در مقابل در چهار کشور اشاره شده در جدول که دارای کمترین میزان افزایش‏ ارزش پول بوده‏اند نسبت مصرف به تولید ناخالص داخلی‏ یک درصد کاهش داشت.با توجه به اینکه کسری مالی‏ دولت نسبت به تولید ناخالص ملی به‏طور متوسط 3-2 درصد کمتر شد،نرخ‏های پس‏انداز خصوصی می‏بایست در ممالک دارای افزایش بالای ارزش پول به مقدار عمده‏ای‏ کاهش یافته باشد.این وضعیت عامل ظهور بحران‏ بدهکاریهای بین المللی ممالک آمریکای لاتین در دهه‏ 1980 بود.اما بالا رفتن نرخ‏های بهره در سال 1994 کاملا" با ای وضعیت مطابقت ندارد.افزایش نرخهای بهره‏ در مقایسه با نرخهای اوائل دهه 1980 کمتر بوده است و اثر آنها بر ارزش اعتباری کشورها در اثر رونق جهانی اقتصاد و رونق تجارت جهانی خنثی گردید.

سرمایه‏گذاری غیرکافی در بخش کالاهای تولیدی‏ قابل تجارت:از آنجا که جریان سرمایه به دنبال افزایش‏ کارآئی حرکت می‏کند می‏توان انتظار داشت که‏ سرمایه‏گذاری عمده‏ای توسط سرمایه‏گذاران داخلی‏ و خارجی متوجه بخش تولیدکننده کالاهای قابل تجارت‏ شود که واکنشی از بهبود موفقیت رقابت بین المللی کشور است.اما اگر ورود سرمایه عاملی برای تامین مالی رونق‏ مصرف یا در اثر غریزه دنباله روی حیوانی‏ " herd insrinsts "باشد می‏توان انتظار داشت که بیشتر ورود سرمایه متوجه بخش کالاهای غیرقابل دادوستد شود که قیمتهای نسبی و سودآوری در اثر وجود تقاضای داخلی‏ بالا(که قسمتی از آن ناشی از خود جریان ورود سرمایه‏های‏ خارجی است)افزایش یافته است.اگرچه ارقام قابل‏ مقایسه برای سرمایه‏گذاری در بخش کالاهای قابل‏ تجارت و بخش کالاهای غیرقابل تجارت در دسترس‏ نیست،قابل توجه است که سهم تولید در بخش خدمات که‏ بیشترین ارتباط را با بخش کالاهای غیرقابل تجارت دارد، در کشورهای دارای افزایش زیاد ارزش پول نسبت به تولید ناخالص ملی،افزایش یافت.ولی این امر در مورد کشورهای دارای رشد کم ارزش پول کمتر روی نداد.رشد واقعی بخش خدمات در دوره 93-1990 در کشورهای‏ دارای رشد واقعی ارزش پول در بیش از نیمی از این کشورها که در نمودار نشان داده شده است هر ساله 4/1 درصد بیش‏ از رشد تولید ناخالص ملی بود.درحالی‏که این نسبت برای‏ نیمی از کشورها با افزایش ارزش پول اندک تنها 3%درصد در سال بود.کشورهای دارای افزایش ارزش پول زیاد رویهم رفته شاهد رشد سرمایه‏گذاری کمتری بوده‏اند .

رشد صادرات کم:این علامت بحرانی مهمی است که‏ توانائی تعهدات فزاینده کشور را برای سرمایه‏گذاران به زیر سئوال می‏برد.در تئوری،بازارهای سرمایه کامل قادرند تقریبا"اعتبار نامحدودی در اختیار بازاری قرار دهند که‏ در آینده شاهد رونق شدید صادرات خواهد بود،اما در عمل‏ شاخص‏های ارزش اعتباری بر پایه سابقه متحول رشد صادرات و سهم کشور در بازارهای صادراتی معین می‏شود. اگر کشوری در گروه پرخطرها طبقه‏بندی شود سرمایه‏گذاران باتوجه به خطرات منتظره،انتظار دریافت‏ بازده‏های کلانی دارند و رشد صادرات برای حفظ ورود جریان سرمایه حتی اهمیت بیشتری پیدا می‏کند.همان‏ طور که می‏توان انتظار داشت،در اوایل دهه 1990 رشد صادرات رابطه معکوس تقریبا"نزدیکی با افزایش ارزش‏ پول داشته است.این نرخ رشد صادرات،به‏طور متوسط،7 درصد(برحسب ارزش اسمی دلار صادراتی)برای نیمی‏ کشورهای با رشد ارزش پول و 12 درصد برای نیمه دیگر کشورهای دارای افزایش اندک ارزش پول بود.

کسری حساب جاری غیرپایدار:قاعده مهم‏ و ساده‏ای برای شناخت کسری پایدار وجود ندارد،هر چند به‏طور سرانگشتی می‏توان ارقام هدف محتاطانه‏ای برای‏ استقراض خارجی وضع کرد.مثلا"اگر رقم هدف حد بالای‏ نسبت تعهدات خارجی به صادرات برابر 2 باشد،در این‏ صورت نرخ رشد کسری حساب جاری درازمدت پایدار که‏ به صورت درصدی از صادرات بیان گردد مساوی با دو برابر نرخ رشد صادرات است.محاسبه کسری حساب جاری‏ پایدار برمبنای این قاعده سرانگشتی نشان می‏دهد که‏ این نسبت در کشورها بسیار متفاوت است.حد میانی‏ کسری حساب جاری سالانه برای کشورهای دریافت‏ کننده سرمایه‏های خصوصی در اروپا و آسیای مرکزی 5/2 درصد تولید ناخالص ملی است.در آمریکای لاتین 2/2 و در آسیا 9/8 درصد می‏باشد.در بین کشورهای دارای‏ بیشترین افزایش ارزش پول،کسری واقعی حساب جاری‏ در سال 1994 در حدود 2 درصد تولید ناخالص ملی، از حد کسری پایدار بالاتر بود.اما در همان سال میزان‏ کسری حساب جاری در کشورهای دارای افزایش ارزش‏ پول اندک بیش از 6 درصد تولید ناخالص داخلی، از حد پایدار پائین‏تر بود که بدون شک نشانه دیگری از این‏ احتیاط می‏باشد که احتمالا"شرایط خارجی ممکن است‏ سبب رشد کمتر صادرات در مقایسه با آنچه این کشورها در اوائل دهه 1990 داشتند بشود.

قاعده سرانگشتی به کار گرفته شده در اینجا تنها نشانه‏های اولیه‏ای به دست می‏دهد.محاسبات دیگر کسری پایدار،باید در بر گیرنده سایر عوامل از جمله‏ کمکهای خارجی باشد که حد کسری پایدار را افزایش‏ می‏دهد،همچنین تاریخ سررسید و میزان اولیه بدهی‏ها، میزان نوسان درآمدهای صادراتی و محتوی وارداتی‏ صادرات باید مورد توجه قرار گیرد.افزایش همه این‏ متغیرها سبب کاهش نسبت محتاطانه تعهدات/صادرات‏ و کسری پایدار می‏شود.

تکیه فزاینده بر جریان سرمایه کوتاه‏مدت: قرض‏گیری کوتاه‏مدت تنها برای احتیاجات کوتاه‏مدت‏ مثل تجارت،تامین موجودی و تامین مالی سرمایه در گردش مناسب است،ولی برای تامین مالی پروژه‏های‏ درازمدت اصلا"مناسب نیست زیرا وام‏گیرنده را در وضع‏ ناراحت‏کننده ضرورت تجدید تامین مالی سرمایه‏گذاری‏ قرار می‏دهد.تکیه مداوم بر جریان سرمایه کوتاه‏مدت‏ (مخصوصا"برای تامین مالی کسری حساب جاری)ممکن‏ است خود نشانه‏ای از تحت فشاربودن باشد.اگرچه‏ وام‏گیرندگان وام‏های درازمدت را ترجیح می‏دهند ولی‏ وام‏دهندگان و سرمایه‏گذاران مستقیم به دلیل خطرات‏ احتمالی کمتر مایل به این کار هستند.

تعهدات ارزی زیاد:برنامه‏های تثبیتی که نرخ ارز آنها بعنوان تکیه‏گاه انتخاب می‏شود انگیزه‏ای قوی برای‏ موسسات داخلی در قرض‏گیری به پول خارجی با نرخ‏های‏ بهره پائین‏تر ایجاد می‏کند و برعکس سرمایه‏گذاران‏ خارجی و واسطه‏های مالی داخلی را تشویق می‏کند که به‏ پول داخلی با بهره‏های بالا قرض بدهند و ریسک تغییر نرخ‏ ارز را بپذیرند.در چنین وضعی،ساختار سررسید وام‏ها، کوتاهتر می‏شود زیرا هم وام‏دهنده و هم وام‏گیرنده‏ می‏کوشند ریسک تغییر ارزش پول را حد اقل نمایند.نبودن‏ بازار ارز آینده(بازار سلف ارز)مسئله را مشکلتر می‏کند و سرمایه‏گذاران نمی‏توانند تعهدات ارزی آتی خود را پوشش‏ دهند.چنین وضعی مانعی قوی بر سر راه کاهش ارزش پول‏ حتی موقعی که آشکارا به آن نیاز باشد به وجود می‏آورد. داشتن تعهدات ارزی زیاد آنقدر نشانه اولیه بحران نیست‏ که بیانگر ضرورت ایجاد تغییر در وضعیت موجود می‏باشد.