

اقتصاد جهان و سقوط بازار سهام

★ ترجمه و تخلص از Management Today شماره ۱۹۸۸، ژانویه ۱۹۸۸ ★ مهدی تقوی

سقوط بازار سهام در اکتبر سال ۱۹۸۷، اگر برای برخی از سرمایه‌گذاران مصیبت‌بار بود، اما باعث تفکر بسیار درباره وضعیت اقتصاد جهان گردید. هیچ پدیده‌ای در دوره رونق خرید سهام وضعیت بد اقتصاد جهانی را آشکار نمی‌ساخت. در حالی که بازارهای جهان، سیری صعودی اما فزونی شکل را تجربه می‌کردند، بسیاری از شاخصها چنین وضعیت شکوفایی را مشخص می‌نمودند: نرخ ارز نوسان شدید داشت، نرخهای بهره تغییر شدید می‌کردند و قیمت کالاها سیر نزولی شدید داشتند و مشکلات بنیادی عمیق، یعنی کسر بودجه ایالات متحده، آمریکا و بدهی کشورهای جهان سوم تشدید می‌گردیدند.

آنچه که بسیاری از ناظران را گیج کرده این است که متغیرهای اساسی اقتصادی تغییر قابل ملاحظه‌ای نکردند تا باعث سقوط بازار گردند. در حقیقت بسیاری از مشکلات به نظر می‌رسید که در حال کاهش هستند. سقوط بازار سهام می‌تواند باعث شناخت، اگرچه با تأخیر، این واقعیت تلخ جهانی گردد و بررسی جدی‌تر نحوه اصلاح مشکلات و بازگشت به اقتصادی باثبات‌تر و مطمئن‌تر را ضروری سازد.

به نظر می‌رسد توافقی همگانی در این زمینه وجود دارد که سقوط بازار سهام اجتناب‌ناپذیر می‌بود. جان کنت گالبرایت^۱ پس از سقوط بازار سهام اشاره کرد که "عامل اصلی سقوط بازار سهام حرص و آزی بود که ناگهان به هراس و وحشت تبدیل شد"، آقای

(1) J.K.Galbriath

روهاتین^۲ اظهار داشت که "تداوم سیاست مالی غیر مسئولانه دولت همراه با ادامه رفتار غیرمسئولانه جامعه مالی در سراسر جهان باعث سقوط بازار گردید".

همان طور که اکثر اقتصاددانان اظهار می دارند سقوط بازار سهام به خودی خود احتمالاً، حداقل در بریتانیا، دارای اثرات اقتصادی غیرقابل ملاحظه‌ای است. اگرچه ممکن است در ایالات متحده آمریکا این مسئله صادق نباشد. رئیس هیئت مدیره یکی از بانکهای آمریکایی اظهار داشته که "اگرچه زیان آمریکا و خارجیان در نتیجه سقوط بازار سهام در حدود ۱۰۰۰ میلیارد دلار بوده، اما به نظر نمی رسد که کسی آن را احساس کرده باشد". اما مسائلی که این سقوط آشکار ساخته، قطعاً دارای اثرات قابل ملاحظه‌ای می باشند. خوشبختانه، حتی بدبین ترین ناظران تصور می کنند که سقوط سال ۱۹۸۷ آثار بی نظیری نداشته باشد. مشابه بحران سال ۱۹۲۹ بوجود نخواهد آورد. دنیا از بحران ۱۹۲۹، درس گرفته است، به جای محدود ساختن پول بعد از سقوط مقامات آمریکایی محدودیتهای پولی را کاهش دادند و هنوز هم حمایت گرایان در زمینه تجارت ناخوشایند تصور می شود. اگرچه وقوع بحران بزرگ دیگری مانند بحران سال ۱۹۲۹ محتمل به نظر نمی رسد، اما ممکن است مشکلاتی تجلی کند.

به طور قطع اثر سقوط بازار سهام در ایالات متحده، که در آن بسیاری از سیاستها به گونه‌ای نامطلوب عمل کرده شدیدتر می باشد. سقوط باعث وارد ساختن شوک به بسیاری از آمریکاییان گردید. علت زیان ۱۰۰۰ میلیارد دلاری نبود بلکه عامل اصلی شوک بیدار شدن ناگهانی از رویای سالهای حکومت ریگان بود. وزیر سابق بازرگانی آمریکا قبل از سقوط بازار سهام در مقاله‌ای نوشت: "گرچه مصرف حقیقی کارگران در اقتصاد آمریکا به میزان ۳۱۰۰ دلار از سال ۱۹۸۰ افزایش یافته اما در حدود ۲۱۵۰ دلار از این افزایش را کاهش در سرمایه‌گذاری داخلی و بدهی خارجی تأمین کرده است" وی عقیده دارد که "آمریکا شعار دهه ۱۹۷۰ یعنی مالیات پرداخت کن و پول خرج کن را در دهه ۱۹۸۰ با شعاری جدید یعنی وام بگیر و خرج کن، جایگزین کرده است".

مشکلی که ایالات متحده، آمریکا با آن روبروست، این است که مسئله ابعاد غیرقابل کنترلی یافته است. کسربودجه ۱۶۵ میلیارد دلاری و کسری حساب جاری تراز پرداختهای خارجی ۱۶۰ میلیارد دلاری باعث گردیدند که ادامه گردش اقتصاد آمریکا نیاز به مقدار قابل ملاحظه‌ای از منابع مالی خارجی داشته باشد. در پایان سال ۱۹۸۷، ایالات متحده

امریکا به طور خالص ۴۰۰ میلیارد دلار بدهکار بود، این رقم در مقایسه با آخر سال ۱۹۸۱ که امریکا به طور خالص ۱۴۱ میلیارد دلار بستانکار بود، قابل ملاحظه می باشد. بدون توجه به اینکه چه سیاست اقتصادی در پیش گرفته خواهد شد، اکثر ناظران عقیده دارند که بدهی امریکا در دهه ۱۹۹۰ به ۱۰۰۰ میلیارد دلار یا بیش از ۲۰ درصد تولید ناخالص ملی آن خواهد رسید.

چنین وضعیتی، حتی برای اقتصادی به بزرگی اقتصاد امریکا نیز غیرقابل دوام است، زیرا در مرحله ای بستانکاران حاضر به پذیرش ریسک بیشتر نخواهند گشت. بنابراین انتقال منابع از مصرف به پس انداز و تولید بیشتر و مصرف کمتر ضروری می باشد. وزیر سابق بازرگانی امریکا معتقد است که برای اجتناب از سقوطی دیگر، امریکا باید در دهه آینده صادرات مصنوع خود را به میزان ۲۷۵ میلیارد دلار افزایش داده و در عین حال مصرف را کاهش و سرمایه گذاری داخلی را افزایش دهد. البته این در صورتی امکان پذیر است که سایر کشورها به ورود کالا از امریکا علاقه مند باشند.

با وجود نشانه هایی از بهبود در همکاری های بین المللی پس از سقوط بازار سهام در ماه اکتبر، تعداد اندکی از ناظران بر این عقیده اند که دو کشور اصلی دارای مازاد یعنی آلمان غربی و ژاپن، سیاست های انبساطی اقتصادی در پیش گرفته و واردات خود را افزایش خواهند داد. وزیر دارایی آلمان برنامه ای برای ارائه وامی ۱۲/۷ میلیارد دلاری جهت بسط فعالیت های اقتصادی را اعلام کرده که به عقیده گروهی این برنامه نشان دهنده تمایل وی به مقابله با افزایش کسری، تورم و مخارج دولت است. برنامه کاهش مالیاتها که برای سال ۱۹۹۰ برنامه ریزی شده بود، به جلورانده نشد و در ژاپن نیز اگرچه اقتصاد با نرخ بالاتری رشد می کند اما تقاضای داخلی به علت تعصب فرهنگی و سیاست های حمایت گرایانه، رشد در واردات را غیرممکن ساخته است. (واردات در ژاپن ۶/۵ درصد تولید ناخالص ملی و در آلمان غربی ۲۱ درصد تولید ناخالص ملی می باشد).

به نظر نمی رسد که سیاست های اقتصادی در پیش گرفته شده به وسیله ژاپن و آلمان غربی در کوتاه مدت تغییر کنند. پیگیری چنین سیاست هایی به نظر می رسد که تنها اصلاح عدم تعادل های جاری را به تأخیر می اندازد، بخصوص اثر آرام تقلیل ارزش رسمی پول به نظر می رسد که به تدریج ارقام تراز پرداخت های خارجی امریکا را حتی با وجود کاهش ارزش دلار از سال ۱۹۸۵ بدتر می کند.

بنابراین حداقل در آینده نزدیک، ایالات متحده مجبور است که مشکلات خود را با اندکی کمک از خارج حل کند. یکی از اقتصاد دانان عقیده دارد که امریکا برای کاهش کسری

بودجه و تراز پرداختهای خارجی خود بسیار تأخیر کرده است. در حالی که اقتصاد ۲ سال پیش به اندازه کافی توان تحمل افزایش مالیاتها و کاهش مخارج را با ریسک کم داشت، اما امروز دیگر چنین نیست. نمی‌توان گفت که آیا سقوط بازار سهام اقتصاد را وارد رکود ساخته یا کاهش شدید کسریها، در این زمان، چنین خواهد کرد.

اما کاهش شدید کسریها مورد مخالفت کنگره و رئیس‌جمهور هر دو قرار گرفته و ۳۰ میلیارد دلار کاهش کسری بودجه، به عقیده بسیاری در بازارهای مالی، بسیار اندک، و بسیار دیر می‌باشد و بررسی دقیقتر آن تنها باعث افزایش سرخوردگی و نگرانی شده است.

با کاهش اندک کسری بودجه، اصلاح کسری تجاری نیز به عهده کاهش ارزش دلار گذارده شده است. مسئله‌ای که فدرال رزرو آمریکا با آن روبروست، این است که با کاهش ارزش دلار، خطر تورم افزایش می‌یابد. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران خارجی که ایالات متحده آمریکا به آنها متکی است، با کاهش ارزش دلار نگران ارزش سرمایه‌گذاری‌های خود خواهند شد. اکثر اقتصاددانان احساس می‌کنند که فدرال رزرو می‌تواند بین حمایت از دلار و نرخ بهره بالاتر و اجتناب از رکود با کاهش نرخ بهره حتی با تقبل ریسک کاهش ارزش دلار یکی را انتخاب کند.

البته این انتخاب ممکن است تنها شناخت واقعیت باشد. اگرچه با توافق لوور^۳ تا زمان سقوط بازار سهام دلار باثبات گردید، اما از اواسط اکتبر دولتها در اثر گذاردن روی ارزش دلار ناتوان بوده‌اند.

تنش ایجاد شده به وسیله اختلافات بر سر مسئله دلار از مهمترین کاتالیزورهای سقوط سهام شرکتها بود. آقای بیکر^۴ در یکشنبه قبل از دوشنبه سیاه هشدار داد که: "ما در ایالات متحده آمریکا بیکار نمی‌نشینیم تا کشورهای دارای مازاد را نگاه کنیم که نرخهای بهره خود را افزایش داده و رشد جهانی را کاهش دهند با این امید که آمریکا نیز نرخ بهره خود را افزایش خواهد داد". اما تقلیل رسمی ارزش پول نیز به طور رقابتی دارای مخاطرات خاص خود است. سردبیر مجله "وال استریت می‌گوید": "حاصل عادی تقلیل ارزش تدریجی پول، تقلیل ارزشی ناگهانی است". وی تصویری از وضعیت در صورت سقوط قابل ملاحظه و ناگهانی ارزش دلار ارائه می‌دهد. "واردات متوقف خواهد شد. در ژاپن و سایر کشورهای صادرکننده کالا به آمریکا رکود آغاز خواهد شد. اثر آبی این تقلیل ارزش در آمریکا به شدت تورمی بوده و باعث سقوط بازار اوراق بهادار خواهد شد".

(3) Lauvre

(4) Baker

برخی عقیده دارند که حتی سیاستهای اقتصادی هوشمندانه در امریکا نیز تنها می‌تواند رکود را به تأخیر اندازد. میلیون فریدمن^۵ عقیده دارد که سقوط بازار سهام تنها رکودی را که امریکا بالاخره دچار آن خواهد شد به تأخیر انداخته است و ایالات متحده^۶ امریکا برای جلوگیری از رکود به خاطر کسری انباشته بودجه‌اش نمی‌تواند پول به اقتصاد تزریق کند. از این گذشته، رکود در اقتصاد امریکا به طور قطع مشکلات اقتصادی حادی برای سایر کشورهای جهان نیز به ارمغان می‌آورد. آقای جیمز توبین^۶ نیز عقیده دارد که:

"رکود در این دوره باعث جلب اعتماد دیگران به اقتصاد امریکا نخواهد شد".

اگرچه اکثر اقتصاددانان در بریتانیا سرگرم تحلیل رکود امریکا بر اقتصاد بریتانیا بوده‌اند، اما اثرات این رکود بر کشورهای دیگر شدیدتر خواهد بود. اگرچه کشورهای توسعه‌یافته تا حد زیادی به صدور کالا به ایالات متحده^۶ امریکا متکی هستند، اتکالی کشورهای در حال توسعه به صادرات کالا به امریکا بسیار بیشتر می‌باشد. آسیب‌پذیری اینان از رکود در امریکا باعث ایجاد بی‌ثباتی بیشتر در غرب می‌گردد و علت اصلی بدهیهای کشورهای جهان سوم می‌باشد.

بدهیهای جهان سوم به رقم ۱۰۰۰ میلیارد دلار رسیده است، که اکثر آن هرگز بازپرداخت نخواهد شد. در اکثر کشورهای بدهکار، امریکا است که بیش از نیمی از صادرات را خریداری می‌کند، اگر اقتصاد امریکا دچار رکود شود، کشورهای جهان سوم، بخصوص کشورهای بدهکار نیز دچار رکود خواهند شد و این اقتصادها توان فشار بیشتر را ندارند. بدی ۱۰۰۰ میلیارد دلاری جهان سوم به خاطر انباشت بهره^۶ آن در حال رشد است و این مسئله رشد اقتصادی را در نیمی از جهان متوقف ساخته است. عدم امکان تسویه^۶ کامل این بدهیها را قیمت آنها در بازارهای مالی نشان می‌دهند. در ماه نوامبر ۱۹۸۷ بدهیهای آرژانتین به ۳۷ - ۳۳ سنت برای هر دلار بدهیهای برزیل به ۴۱ - ۳۷ سنت برای هر دلار و بدهیهای پرو به ۷ - ۲ سنت برای هر دلار فروخته می‌شد.

مسئله^۶ بازپرداخت بدهیهای جهان سوم را کاهش قیمت کالاها در دهه^۶ ۱۹۸۰ تشدید کرده است. اگرچه قیمت کالاها در سال ۱۹۸۷ افزایش یافت، اما هنوز هم این قیمت با مقایسه^۶ قیمت‌های قبلی بسیار پایین است، که این مسئله به شدت توانایی کشورهای بدهکار را در انباشت ذخایر ارزی کاهش می‌دهد. مسئله^۶ دیگری که باعث کاهش ذخایر ارزی برخی از کشورهای جهان سوم می‌گردد، افزایش عرضه^۶ نفت خام به بازارهای جهانی

(5) Milton Freedman (6) James Tobin

و سقوط قیمت آن است. قیمت پایین نفت، مشکلات مکزیک، ونزوئلا و نجریه را افزایش داده است.

اگرچه بسیاری از بانکها ذخایری برای این بدهیها در نظر گرفتهاند، اما میزان این بدهیهای مشکوکالوصول بسیار زیاد است. سیتی بانک^۷ آمریکا ۷/۴ میلیارد دلاروام بازپرداخت نشده در کشورهای امریکای لاتین دارد، این رقم برای بانک چیس مانهاتان^۸ ۶/۲ میلیارد دلار است.

مسئله^۶ مهم دیگر این است که بحران بدهیها تاکنون در دوره رونق در اقتصادهای توسعه یافته اتفاق افتاده است. بانکهای عمده ذخایری برای بدهیهای مشکوکالوصول خود، در دوره سودآوری بالا در نظر گرفتهاند، بجز بانکهای تضعیف شده مانند بانک امریکا^۹ و بانک بریتانیایی میدلند^{۱۰}. فشاری که ایجاد ذخیره مطالبات مشکوکالوصول برای بانکهای ضعیفتر بوجود آورده در دوره رکود همگانی خواهد شد.

مسئله^۶ مهم دیگر این است که این مشکل تنها بانکها را تحت تأثیر قرار نمی دهد. " رشد در جهان سوم عاملی تعیین کننده در برنامه های طرح شده برای رونق اقتصادی در کشورهای غرب می باشد ". در مقاله ای در روزنامه^۶ تایمز مالی نیز نویسنده عقیده دارد که: " اگر وام دهی به کشورهای در حال توسعه بعد از سال ۱۹۸۲ متوقف نگردیده بود، عدم تعادل های مزمن فعلی در کشورهای توسعه یافته شاید وجود نمی داشت ".

اگرچه مشکلات اروپا در مقایسه با مشکلات کشورهای بدهکار اندک است، اما رکود در امریکا بدون اثرات اقتصادی در اروپا نخواهد بود. اقتصاددانان بازار مشترک اروپا قبل از سقوط بازار سهام، نرخ رشد اقتصادی در بازار مشترک را ۲/۳ - ۲/۲ درصد تخمین زده بودند. حتی این نرخها برای تضمین عدم افزایش بیکاری به اندازه کافی بالا نبودند. روزنامه^۶ بریتانیایی " گاردین " می نویسد که بعد از سقوط بازار سهام، نرخ رشد اقتصادی در بازار مشترک را این اقتصاددانان بین ۱ تا ۱/۵ درصد تخمین زده اند و پیش بینی می کنند که با این نرخهای رشد در حدود ۴ میلیون نفر به بیکاران در بازار مشترک اضافه خواهد شد.



-
- (7) Citibank (8) Chase Manhattan (9) Bank of America
(10) Midland (11) Guardian