

نگاهی به

ریشه‌ها و چشم‌انداز بحران مالی در آسیای جنوب شرقی

سازمان بوزس اوراق بهادر تهران - اداره مطالعات و بررسیهای اقتصادی

۱- مقدمه

از هیجده ماه پیش به این سو، در شش کشور عضو گروه بیره‌های آسیا شامل اندونزی، تایلند، سنگاپور، فیلیپین، مالزی و هنگ کنگ بحران تراز بازرگانی آغاز شده و سپس به بحران پولی ژوییه، و سقوط بازار سهام در اوت و سپتامبر ۱۹۹۷ انجامیده است. بر اثر بحران مالی در جنوب شرقی آسیا، بیش از ۲۰۰ میلیارد دلار سرمایه بر باد رفته است. یعنی به اندازه ثروتی که سه کشور سنگاپور، فیلیپین و مالزی در طی یکسال به دست می‌آورند. همچنین، سرمایه‌گذاران خارجی در این کشورها بیش از ۱۰۰ میلیارد دلار زیان دیده‌اند. این بحران تا تاریخ تهیه این گزارش - نیمه نخست مهر ماه ۱۳۷۶ / اواخر سپتامبر ۱۹۹۷ - همچنان ادامه داشته است.

برخی از کشورهای بحران زده برای دفاع از نرخ برابری پول ملی‌شان و کاهش دامنه بحران اقداماتی نیز انجام داده‌اند که تا حدود زیادی بی‌نتیجه بوده است. برای مثال، بانک مرکزی تایلند در جریان دفاع از نرخ برابری پول ملی پنجاه درصد از ذخایر ارزی خود - یعنی در حدود ۱۵ میلیارد دلار - را از دست داده است. همچنین، دولت مالزی بودجه‌ای برابر ۶۰ میلیارد رینگیت - در حدود ۳۰ درصد تولید ملی آن کشور - برای حل بحران در نظر گرفته، اما افت ارزش پول ملی و سقوط بازار سهام در آن کشور همچنان ادامه یافته است.

در گزارش پیش‌رو، ریشه‌های بحران مالی در آسیای جنوب شرقی، راه کارهای خروج از بحران، و چشم‌انداز وضع آتی بیره‌های

آسیا به کوتاهی بررسی شده است.

۲- ریشه‌های بحران

دوره تاریخی رشد اقتصادی چشمگیر کشورهای آسیای جنوب شرقی از پیمان پلازا ۱ در سال ۱۹۸۵ آغاز شده است. در آن زمان، کم‌وبیش ارزش همه ارزهای آسیایی به‌طور رسمی یا غیررسمی به دلار آمریکا تثبیت شد. بر این اساس، همچنان که نرخ برابری دلار به‌ین - بین سالهای ۱۹۸۵ و ۱۹۹۴ - پیوسته کاهش می‌یافت، صادرات آسیای جنوب شرقی رو به فزونی داشت، تا آنجا که در نیمه نخست دهه ۱۹۹۰ حجم صادرات آن کشورها به ۱۸ درصد در هر سال و به حدود سه برابر رشد صادرات کشورهای صنعتی رسید. نکته مهمتر آن که صادرات آسیای جنوب شرقی از حوزه کشورهای منطقه به سوی کشورهای توسعه یافته، و نیز از کالا به صنایع با ارزش تر تغییر مسیر داد.

در واقع، رشد صادرات مهمترین دلیل دستیابی کشورهای جنوب شرقی آسیا - بجز ژاپن - به بالاترین رشد تاریخ اقتصادی خود به‌شمار می‌آید، به گونه‌ای که بین سالهای ۱۹۸۵ تا ۱۹۹۵ ستاده سرانه برای ۱/۷ میلیارد نفر آسیایی ساکن در آن کشورها سالانه در حدود ۷/۲ درصد افزایش یافت. نرخی که GNP واقعی سرانه آن کشورها را در طی یک دهه دو برابر کرد؛ در حالی که در همان دوره، ستاده سرانه در آمریکا کمتر از یک پنجم آسیای جنوب شرقی رشد داشت.

در دوره مورد بررسی، بسیاری از سرمایه‌گذارهای مستقیم

نظامهای ارزی انعطاف پذیر امکان بیشتری برای تمرکز سیاستهای پولی بر مسایل درونی اقتصاد ملی - مانند ثبات قیمتها - و کاربرد سیاستهای نرخ بهره برای دفاع از نرخ برابری پول ملی فراهم می آید. به عبارت دیگر، هرگاه مقامات پولی کشور در پی پایداری نرخ برابری پول ملی باشند، تغییر پایه پولی (عرضه پول) با جریان تراز پرداختها همبسته می شود. بدین ترتیب در درازمدت کنترل عرضه پول از دست آنها بیرون می آید. برای مثال، هرگاه جریان واردات بر جریان صادرات فزونی گیرد، ناچار نرخ برابری پول ملی نیز کاهش می یابد. در نظام تثبیت نرخهای ارز، مقامات پولی برای پرهیز از ارزان کردن پول ملی با مداخله در بازار ارز و فروش بخشی از ذخایر ارزی از کاهش نرخ برابری پول ملی جلوگیری می کنند، اما با این کار پایه پولی نیز کاهش می یابد. از سوی دیگر، در نظامهای انعطاف پذیر که مداخله مقامات پولی در بازار ارز بسیار محدود می شود، جریان تراز پرداختها نیز بر پایه پولی (عرضه پول) بی تأثیر است. از این رو، هرگاه مقامات پولی تعیین نرخهای بهره و نرخ ارز را به دست نیروهای بازار بسپارند، خود می توانند کنترل پایه پولی را به دست گیرند؛ اما هیچگاه نمی توانند عرضه پول و نرخ برابری پول ملی را همزمان کنترل کنند. با وجود همه اینها، انعطاف پذیری نرخهای ارز نیز بی عیب و نقص نیست. برای مثال، در نظامهای انعطاف پذیر امکان نگرورزیهای ناپایدار ساز^۸ و افزایش شدت و دوام جریانهای تضعیف یا تقویت نامتعارف پول ملی ممکن است اقتصاد ملی را با مشکلاتی جدی روبرو سازد. به عبارت دیگر، یکی از مهمترین جنبه های پرسش برانگیز بودن ترتیبات انعطاف پذیر امکان تغییر پذیری زیاد یا گریز یا بودن^۹ نرخهای ارز است که با هدایت گری نادرست جریانها و فعالیتهای اقتصادی به معنای بر سر راه تجارت و عاملی برای آشفتگی اقتصاد ملی تبدیل می شود.

چنان که پیداست، هیچ نظام ارزی کامل و بی عیب و نقصی وجود ندارد. اما گزینش یک نظام بهینه تا حدود زیادی به ویژگیهای اقتصادی هر کشور بستگی دارد. برخی از عوامل مؤثر بر گزینش یک نظام ارزی مناسب را چنین می توان برشمرد:

۱- درجه باز بودن اقتصاد

هرچه بازرگانی خارجی بخش بزرگتری از GDP را دربرگیرد، هزینه ناپایداری ارزی نیز بیشتر خواهد بود. به عبارت دیگر، اقتصادهای کوچک و باز ممکن است با یک نرخ ارز تثبیت شده سازگاری و عملکرد بهتری داشته باشند.

۲- نرخ تورم داخلی

اگر نرخ تورم کشوری بیش از تورم در کشورهای شریک تجاری اش باشد، برای جلوگیری از خطر از دست رفتن مزیت های رقابتی صادرات در بازارهای جهانی روی آوردن به ترتیبات ارزی

شرکتهای آمریکایی و ژاپنی به سوی آسیای جنوب شرقی سرازیر شد و به خودی خود این کشورها را در معرض حبابهای مالی بسیار بزرگ قرار داد. از سوی دیگر، افزایش شدید و بی رویه حجم اعتبارات داخلی کم و بیش در تمامی کشورهای مزبور پدیده ای فراگیر بود که از ورود حجم انبوه سرمایه به داخل، افزایش بی رویه قیمت داراییها بویژه داراییهای نامنقول، و رقابتهای بی پرده و فشرده بانکهها و مؤسسات مالی در اعطای منابع اعتباری برای خرید آن داراییها سرچشمه می گرفت.

در سال ۱۹۹۵، افزایش نرخ برابری دلار به یمن - بر اثر توانمندی تدریجی اقتصاد ایالات متحده آمریکا، و از بین رفتن پیامدهای پیمان پلازا - به گران شدن صادرات آسیای جنوب شرقی و در نتیجه، بحران تجاری آن کشورها در سال ۱۹۹۶ انجامید، تا به آنجا که رشد کشورهای مزبور در سطح ۴ درصد متوقف شد. به همین ترتیب، تداوم بحران تجاری در آسیای جنوب شرقی، بحران پولی ژوئیته ۱۹۹۷ را به همراه آورده و موجهای گسترده تضعیف پولی^۲ و سقوط بازار سهام در ماههای اوت و سپتامبر ۱۹۹۷ را در پی داشته است.

۳- خروج از بحران: راهها و معیارها

نگاهی به ریشه های بحران مالی یکی دو ماه اخیر در آسیای جنوب شرقی نشان می دهد که راهی از آن و پیشگیری از تکرار رویدادهای مشابه در آینده پیش از هر چیز در گرو بازنگری درباره ترتیبات ارزی آن کشورهاست.

طی دو دهه اخیر بسیاری از کشورهای در حال توسعه از نظام تثبیت نرخ برابری پول ملی - به یک ارز منفرد یا یک سبب ارزی - به ترتیبات انعطاف پذیر تری روی آورده اند. برای مثال، در سالهای میانی دهه ۱۹۷۰، ۸۶ درصد کشورهای در حال توسعه، و در پایان سال ۱۹۹۶ کمتر از نیمی از همان کشورها از نظام تثبیت نرخهای برابری پول ملی - به یک ارز مانند دلار یا یک سبب ارزی یا SDR^۲ - پیروی کرده اند. هم اکنون، در حدود یک سوم کشورهای جهان مدعی بر خورداری از یک نظام ارزی شناور و مستقلند؛ هر چند برخی از آنها بی گمان از نوع شناوری کیفی^۵ است. بدین ترتیب، به نظر می رسد که آسیای جنوب شرقی نیز باید در این باره دیر یا زود چاره ای بیندیشد.

یکی از مهمترین دلایلهای روی آوردن کشورها به ترتیبات ارزی انعطاف پذیر آن است که در این حالت امکان سترون سازی اثر تکانه های خارجی^۶ - واقعی یا مالی - بر اقتصاد ملی بیشتر می شود. در واقع، در نظامهای ارزی انعطاف پذیر، اقتصاد ملی در برابر تکانه های خارجی - از راه تغییر نرخ برابری پول ملی، و در نتیجه با تغییر ارزش نسبی صادرات و واردات - تا حدود زیادی عایق بندی می شود؛ حال آن که در نظام تثبیت نرخهای ارز، پیامد رکود یا تورم در کشورهای شریک تجاری تا حدود زیادی به اقتصاد ملی قابل سرایت است.^۷ همچنین، در

انعطاف‌پذیر مناسب‌تر است. یک نرخ ارز تثبیت شده در تورم‌های معتدل کمتر مشکل‌زا است.

۳- درجه انعطاف‌پذیری بازار کار

هرچه انعطاف‌ناپذیری دستمزدها در کشوری بیشتر باشد، شنواری نرخ‌های ارز برای مقاوم ساختن اقتصاد ملی در برابر تکانهای خارجی مناسب‌تر است.

۴- درجه گسترش یافتگی مالی

در کشورهایی که بازارهای مالی خوب گسترش یافته‌ای ندارند، بویژه در کشورهای در حال توسعه، شنواری کامل نرخ‌های ارز بخرانه نیست؛ زیرا تعداد یا حجم اندکی از مبادلات ارزی ممکن است به نوسانهای شدید نرخ ارز بینجامد.

۵- امکان جابه‌جایی سرمایه

هرچه درهای کشوری به روی سرمایه‌های خارجی بازتر باشد، امکان دوام یک نرخ ارز تثبیت شده کمتر است.

۶- اعتبار سیاست‌گذاران اقتصادی

هرچه مقامات پولی کشوری از اعتبار بیشتری برخوردار باشند، امکان برقراری دوام^{۱۰} یک نرخ ارز تثبیت شده بیشتر است.

بدین ترتیب و با توجه به معیارهای پرشمرده، پرسش آن است که آسیای جنوب شرقی در این باره چگونه باید رفتار کند؟

اقتصادهای جنوب شرقی آسیا کم‌وبیش کوچک و بازند. برای مثال، سهم واردات از محصول ناخالص داخلی کشورهای تایلند، فیلیپین و مالزی بیش از ۴۰ درصد - یعنی دو برابر میانگین کشورهای در حال توسعه - است. از سوی دیگر، نرخ تورم در این کشورها از استاندارد کشورهای در حال توسعه پایین‌تر است. بر این اساس، به نظر می‌رسد که شنواری کامل نرخ‌های ارز برای آنها گزینه بهینه نباشد. به عبارت دیگر، در این حالت کشورهای مزبور ممکن است در یک دور باطل تضعیف پولی و تورم بالاتر گرفتار آیند. با وجود این، بازگشتن به نرخ‌های تثبیت شده نیز بخرانه نیست؛ زیرا در شرایط امکان تحرک سرمایه، یک نرخ ارز تثبیت شده هدفی تثبیت شده برای حمله نگرورزیهای ارزی نیز به شمار می‌آید. برای مثال، حذف ریسک ارزی بر اثر برقراری یک نرخ تثبیت شده در تایلند سبب شد که بانکها و مؤسسات مالی به استقراض وجوه ارزی هنگامی روی آورند. بدین ترتیب، منابع به دست آمده با هزینه‌ای کمتر از نرخ‌های بهره داخلی حبابهای نگرورزانه^{۱۱} را بویژه در بازار سهام بسیار بارور ساخته است.

روی هم رفته، به نظر می‌رسد که امروزه کشورهای جنوب شرقی آسیا به انعطاف‌پذیری بیش از پیش نرخ برابری پول ملی نیاز داشته باشند، بدون آنکه به یک شنواری کسامل روی آورند. دست کم، شاخص بندی نرخ برابری پول ملی به یک سبب ارزی و بازنهایی برابر

حجم مبادله با شریکهای تجاری انعطاف‌پذیری بیشتری نسبت به تثبیت نرخ برابری پول ملی به دلار فراهم می‌کند. به همین ترتیب، یک حالت بهتر آن است که نرخ برابری پول ملی بتواند در محدوده معینی از یک سبب ارزی مناسب نوسان داشته باشد. بدین ترتیب، امکان برخورداری از مزیت‌های هر دو نظام تثبیت و شنواری نرخ‌های ارز، انضباط پولی و مالی بیشتری برای آن کشورها در پی خواهد داشت.

۷- سخن آخر

هم‌اکنون بسیاری از کشورهای بحران‌زده جنوب شرقی آسیا چشم به راه پایان یافتن این بحران و بازگشت به رشد چشمگیر و پایداری اقتصادی گذشته‌اند. در آن کشورها اغلب این باور وجود دارد که تثبیت نرخ‌های ارز در دستیابی آنها به رکورد جهش اقتصادی دهه اخیر نقشی اساسی داشته، و بدون آن امید به رشد پایدار و چشمگیر نیز از دست می‌رود. با وجود این، در بررسیهای تجربی شواهدی مبنی بر همبستگی سرعت رشد اقتصادی با تثبیت نرخ‌های ارز - در سنجش با نرخ‌های انعطاف‌پذیر - به دست نیامده است.^{۱۲} وانگهی، عملکرد اقتصادی لزوماً با نظام‌های ارزی همبسته نیست و رشد اقتصادی ممکن است بدون توجه به نظام ارزی، کم یا زیاد باشد. از این دیدگاه، آنچه به تفاوت عملکرد کشورها در دستیابی به رشد اقتصادی می‌انجامد، کیفیت کلی سیاست‌های کلان اقتصادی در آن کشورهاست. بدین ترتیب، هیچ‌یک از نظام‌های تثبیت یا انعطاف‌پذیری نرخ‌های ارز راه‌کاری معجزه‌آسا برای خروج از بحران نیست، هر چند انعطاف‌پذیری بیش از پیش نرخ‌های برابری پول ملی در بهبود مدیریت اقتصادی آن کشورها بسیار مؤثر خواهد بود. از این دیدگاه، پایان دوره تاریخی تثبیت نرخ‌های برابری پولهای آسیایی به دلار بد، و در عین حال آسان نیست.

روی هم رفته به نظر می‌رسد که مشکلات کنونی مالی و اقتصادی در آسیای جنوب شرقی نشانه‌ای از گذر به دوره جدیدی از تاریخ اقتصادی این منطقه باشد؛ آغازی برای بنیان‌گذاری یک ساختار مالی و تجاری تازه برای تداوم رشد چشمگیر پیشین. البته این نتیجه‌ای نیست که بی‌درنگ به ذهن سرمایه‌گذاران مهوت از رویدادهای هیجده ماه اخیر برسد.^{۱۳} اما اقتصاد جدید آسیای جنوب شرقی با روی آوردن به تجارت منطقه‌ای و توجه کمتر به رشد بهره‌رهنه صادرات به کشورهای توسعه یافته، به احتمال بیش از پیش توانمند خواهد شد؛ و بدین منظور، بهسازی نرخ برابری انعطاف‌ناپذیر و تثبیت شده به دلار ناگزیر می‌نماید.

۵- منابع

1) Appleyard, D.R., and A.J. Field Jr., **Payments, Exchange Rates, and Macro Policy, IR-**

همچنین، از زانویه تاژوئن ۱۹۹۴، دلار بیش از ۱۰ درصد در برابرین و نزدیک به ۸/۵ درصد در برابر مارک آلمان کاهش یافت.

2. Financial Bubbles.
3. Devaluation.
4. Special Drawing Right (SDR) حق برداشت مخصوص
5. Dirty Floating Exchange Rate System.
6. External Shocks.
۷. باید توجه داشت، در يك نظام انعطاف پذیر نیز به دست آمدن نتیجه دلخواه تا حدود زیادی به وضع اقتصاد ملی در زمان وارد آمدن تکانهای خارجی بر آن بستگی می یابد. از سوی دیگر، در این حالت، اثر تکانهای داخلی بر اقتصاد ملی با ناپایداری بیشتری همراه می شود.
8. Destabilizing Speculation.
9. Volatility.
10. Viability.
11. Speculative Bubbles.

۱۲. البته تثبیت نرخهای ارز در بسیاری از کشورهای در حال توسعه تورم کمتری را به همراه داشته و تغییرپذیری نرخهای واقعی ارز را نیز کاهش داده است.

۱۳. این نکته به مداخلات سیاسی بی جای یکی دو ماه اخیر در تایلند و مالزی اشاره دارد که تدلوم آن ممکن است به گنشدن فرآیند تعدیل و گسترش دامنه بحران مالی کنونی بینجامد. در واقع، جدا از کسری کنونی حساب جاری، بیشتر کشورهای آسیای جنوب شرقی از يك ساختار متوازن کلان اقتصادی برخوردارند. برای مثال، حسابهای بودجهای آنها اغلب مازاد یا فقط اندکی کسری دارد. همچنین، تأمین مالی از منابع خارجی بیشتر به صورت وامهای بانکی یا سرمایه گذارهای مستقیم خارجی بوده است. از این رو، بحران اخیر و چشم انداز آن چندان نگران کننده نیست که دولتها را به مداخلات یا موضعگیریهای تند سیاسی وادار کند.

WIN, U.S.A. 1995.

- 2) ----, "Getting out of a fix", **The Economist**, Sep. 20 1997, p. 105.
- 3) ----, "More turbulence ahead", **The Economist**, Aug. 23 1997, pp. 56-57.
- 4) Rohwer, Jim, "Asia's Tigers: why they still have a long way to grow?", **FORTUNE**, Sep. 29 1997, pp. 56-59.
- 5) ----, "The Baht Spills Over", **The Economist**, May 24 1997, pp. 74-79.
- 6) ----, "The Case for Mild Repression", **The Economist**, Sep. 20 1997, pp. 97-98.

یادداشت ها:

1. Plaza Accord.

پیمان پلازا در سپتامبر ۱۹۸۵ بین مقامات بانکهای مرکزی ایالات متحده آمریکا، آلمان غربی، انگلستان، فرانسه و ژاپن در نیویورک به دست آمد و طی آن پنج کشور مزبور توافق کردند که به افزایش ارزش دلار در برابر ارزهای دیگر - از سال ۱۹۸۰ تا آن تاریخ - پایان داده، و حتی ارزش آن پایین آورده شود. این کار از طریق مداخله بانکهای مزبور انجام می گرفت. پس از آن، ارزش دلار تا سال ۱۹۸۷ پیوسته کاهش یافت؛ تا آن که در فوریه ۱۹۸۷ در پیمان لوور (Louvre Accord) به این روند پایان داده شد. هر چند قرار بود دلار در يك محدوده باریک تثبیت شود، ارزش دلار در برابر ارزهای دیگر تا دهه ۱۹۹۰ پیوسته افزایش یافت. برای مثال، از سپتامبر ۱۹۹۲ تا سپتامبر ۱۹۹۳، نرخ دلار در برابر مارک آلمان، پوند استرلینگ و کرونای سوئد به ترتیب ۱۸،۱۴ و ۵۰ درصد افزایش یافت. تغییر نرخ دلار در برابر پولهای ملی کشورهای در حال توسعه بسیار بیشتر بود؛ برای مثال ارزش دلار در برابر پول ملی برزیل ۹۵ درصد افزایش یافت. با وجود این، در همان دوره نرخ برابری دلار به ۱۲/۵ درصد کاهش یافت.