

## تحولات و چشم‌اندازها در بازارهای در حال ظهور\*

ترجمه: ابراهیم‌علی رازینی\*\*

### چکیده

جریانات سرمایه به بازارهای در حال ظهور، طی ادغام این اقتصادها در بازارهای مالی جهانی به بالاترین حد خود در طول تاریخ رسیده است. این جریانات شامل دو بخش می‌گردد. بخش اول، جریانات سرمایه بخش خصوصی و بخش دوم، قرض خارجی از اعتبار دهندگان رسمی است. در این میان، جریانات سرمایه بخش خصوصی از اهمیت خاصی برخوردار است. هنگامی که این جریان نسبت به تولید ناخالص داخلی یا سرمایه‌گذاری داخلی سنجیده می‌شود، مقیاس جریانات ورودی سرمایه در دهه ۱۹۹۰ از چرخه دلارهای نفتی مازاد در اواسط دهه ۱۹۷۰ تجاوز می‌کند.

توزیع جغرافیایی جریانات سرمایه خصوصی، پیوند کاملی با عملکرد اقتصاد کشورهای مناطق مختلف خورده است. این امر نشان می‌دهد که توانایی سرمایه‌گذاران در تمیز قائل شدن میان کشورها براساس کیفیت سیاستها و عملکرد اقتصادی، افزایش یافته است. آمارها نشان می‌دهد که در سال ۱۹۹۶، آسیا بزرگترین دریافت‌کننده جریانات سرمایه‌ای بود، حال آنکه آمریکای لاتین بزرگترین افزایش جریانات سرمایه را تجربه کرد. گسترش نسبتاً معتدل جریانات سرمایه به آسیا بازتاب کاهش رشد صادرات و تولید در منطقه و همچنین عدم اطمینانهای ناشی از ضعف بخش مالی در کشورهای کره جنوبی

\* International Capital Markets, Developments, Prospects, and Key Policy Issues, Developments and Prospects in Emerging Markets, IMF, Washington, Dc. November 1997, pp 27-37.

\*\* پژوهشگر مؤسسه مطالعات و پژوهشهای بازرگانی و عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی.

و تایید است.

در دهه ۱۹۹۰، منطقه آفریقا در گسترش جریان‌های سرمایه داخلی به بازارهای در حال ظهور سهمی نداشته است.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
 پرتال جامع علوم انسانی

## مقدمه

سطح جریانات سرمایه خصوصی به بازارهای در حال ظهور طی ادغام این اقتصادها در بازارهای مالی جهانی، یکی از جلوه‌های بهبود چشمگیر شرایطی است که بازارهای در حال ظهور می‌توانند به بازارهای مالی بین‌المللی دسترسی داشته باشند. در سال ۱۹۹۶، مابه‌التفاوت نرخ بهره به شدت کاهش یافته است. سرسیدهای متوسط اوراق قرضه بیش از دو برابر شده، شرایط وام‌گیری آسان، و تعداد کشورهایی که به بازارهای بین‌المللی دسترسی دارند، نسبت به سال ۱۹۹۰ چهار برابر شده است البته، تمامی مناطق به یکسان از این وضعیت بهره‌مند نشده‌اند. جریانات سرمایه به آسیا، آمریکای لاتین و برخی اقتصادهای در حال گذار نیز جذب می‌گردد در حالی که برخی مناطق به ویژه آفریقا و خاورمیانه در گسترش جریانات سرمایه خصوصی از جریانات سرمایه، هیچ سهمی ندارند.

این جریانات بی‌سابقه و کاهش زیاد مابه‌التفاوتهای بازده، توسط سه عامل دامن زده شده است. عامل نخست، تعقیب بازده‌های بالاتر است - که ویژگی اصلی تحولات بازارهای بالغ می‌باشد - که به بازارهای در حال ظهور سرایت کرده است. مادامیکه سرمایه‌گذاران مجبور می‌شوند برای حفظ بازدهیها در طیف اعتباری جابجا شوند، افزایش شدیدی در تقاضا برای اوراق قرضه دولتی و شرکتی دارای بازدهی بالا که به وسیله بازارهای در حال ظهور صادر می‌شود، به وجود می‌آید. عامل دوم، فشار مستمر مدیران نهادهای مالی جهت افزایش سرمایه‌گذاری خود در بازارهای در حال ظهور و دستیابی به تنوع بیشتر در پورتفوی، انگیزش مهمی برای جریان سرمایه به بازارهای در حال ظهور فراهم آورد. در حال حاضر، مؤسسات سرمایه‌گذاری بیش از ۲۰ هزار میلیارد دلار دارایی را مدیریت می‌کنند که فقط بخش کوچکی از آن در بازارهای در حال ظهور سرمایه‌گذاری شده است. اگر مؤسسات سرمایه‌گذاری فقط یک درصد از داراییهای تحت مدیریت خود را به بازارهای در حال ظهور تخصیص می‌دادند، جریان سرمایه‌ای معادل ۲۰۰ میلیارد دلار ایجاد می‌کرد. چنین برآورد شده است که توانایی سرمایه‌گذاران نهادی در افزایش بازدهی‌های انتظاری کاهش و ریسک تا به حدی است که می‌توانند سهمی از داراییهای سرمایه‌ای خود را که به بازارهای در حال ظهور تخصیص می‌دهند، به سطحی برسانند که بیش از سه برابر میزان کنونی آن باشد.<sup>۱</sup>

سوم، اوج‌گیری مجدد جریانات سرمایه‌ای نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران به روشنی پی برده‌اند

که در دهه ۱۹۹۰، بنیادهای اقتصادی در اغلب بازارهای در حال ظهور نسبت به آنچه که در اواخر دهه ۱۹۷۰ بود، کاملاً بهبود یافته است. در دهه هفتاد، بسیاری از کشورهای به شدت بدهکار که بازارهای در حال ظهور در آنها قرار داشتند، راهبردهای توسعه‌ای را تعقیب می‌کردند که مبتنی بر جانشینی واردات بود. در این اقتصاد به منظور تأمین مالی کسریهای عظیم مالی و جبران اثرات فرار سرمایه، از جریانات ورودی سرمایه استفاده می‌شد. عدم توازنهای مالی اغلب به تورم شتابان و نرخ ارزش از حد ارزش‌گذاری شده منجر می‌شد. بر عکس، در دهه ۱۹۹۰، تعداد زیادی از بازارهای در حال ظهور، راهبرد باز کردن اقتصاد هایشان به روی تجارت بین‌الملل معاملات سرمایه‌ای، استحکام مالی، تثبیت تورم و اصلاحات گسترده ساختاری را که برای بهبود کارایی کلی اقتصادهایشان طراحی شده بود، دنبال نمودند. به علاوه، این تغییرات در چارچوب یک محیط با ثبات اقتصاد کلان در بازارهای بالغ انجام گرفت.

اکنون آشکار شده است که بحران ۹۵-۱۹۹۴ مکزیک، اثر موقت و محدودی بر مقیاس و توزیع جغرافیایی جریانات سرمایه‌ای و هزینه استقراض خارجی داشته است. البته، اثرات سرریز بحران مکزیک در سال ۱۹۹۵ رویدادهای اخیرتر تایلند و جمهوری چک نشان می‌دهند که به هنگام برملا شدن ضعف سیاستها، چگونه بازارهای مالی بین‌المللی با سرعت تمام نسبت به عدم اطمینانهای سیاسی و ضعفهای ساختاری و تمایل مشارکت کنندگان بازار به آزمون تعهدات مقامات در مورد نرخ ارز، واکنش نشان می‌دهند.

#### ۱. جریانات سرمایه به بازارهای در حال ظهور

##### ۱-۱. جریانات سرمایه خصوصی و رسمی

در سال ۱۹۹۶، خالص جریان سرمایه به بازارهای در حال ظهور به سطح بی‌سابقه ۲۳۵ میلیارد دلار افزایش یافت که نسبت به سال ۱۹۹۵، ۲۲ درصد افزایش نشان می‌دهد (جدول ۱). مقیاس جریانات ورودی و گسترش دامنه دسترسی به بازار، شواهد مثبتی بر این فرضیه است که دهه ۱۹۹۰، شاهد ایجاد روندی به سمت ادغام بازارهای سرمایه جهانی است که در دوران نظام پایه طلا و دهه ۱۹۲۰ آشکار شد اما بحران بزرگ، جنگ دوم جهانی و نظام کنترل سرمایه پس از دوران جنگ، در آن اختلال ایجاد کرد.

## جدول ۱- جریانات سرمایه خصوصی به بازارهای در حال ظهور

(واحد: میلیارد دلار)

۱۹۹۶	۱۹۹۵	۱۹۹۴	۱۹۹۳	۱۹۹۲	۱۹۹۱	۱۹۹۰	جریان سرمایه
بازارهای در حال ظهور							
۲۳۵/۲	۱۹۲/۸	۱۴۷/۰	۱۶۱/۰	۱۳۳/۴	۱۳۹/۸	۴۵/۷	خالص کل جریانات سرمایه خصوصی به داخل*
۱۰۵/۹	۸۷/۳	۷۵/۵	۵۶/۹	۳۷/۹	۳۲/۱	۱۸/۸	خالص سرمایه گذاری مستقیم خارجی
۵۸/۷	۳۱/۶	۹۷/۲	۱۰۶/۸	۵۹/۲	۳۹/۷	۱۷/۰	خالص سرمایه گذاری در پورتفوی
۷۰/۶	۷۳/۹	۲۵/۷	۰۲/۷	۳۶/۳	۶۸/۰	۹/۹	خالص سایر سرمایه گذاری
۱۳/۲	۳۹/۲	۹/۸	۲۴/۶	۱۳/۹	۲۲/۵	۱۸/۸	خالص فرض خارجی از اعتبار دهنده های رسمی
آفریقا							
۹/۰	۱۳/۶	۱۲/۷	۴/۷	۵/۷	۵/۵	۲/۹	خالص کل جریانات سرمایه خصوصی به داخل
۵/۱	۲/۳	۳/۴	۱/۲	۱/۹	۲/۴	۱/۴	خالص سرمایه گذاری مستقیم خارجی
۰/۷	۱/۹	۰/۴	۰/۹	۰/۷	-۱/۶	۱/۶	خالص سرمایه گذاری در پورتفوی
۳/۲	۹/۴	۸/۸	۲/۵	۴/۵	۴/۷	۳/۱	خالص سایر سرمایه گذاری
۶/۴	۴/۰	۵/۵	۶/۲	۸/۶	۵/۹	۳/۴	خالص فرض خارجی از اعتبار دهنده های رسمی
آسیا							
۱۰۶/۸	۹۸/۹	۷۵/۱	۵۹/۵	۲۲/۴	۳۷/۷	۲۱/۴	خالص کل جریانات سرمایه خصوصی به داخل
۵۸/۰	۵۰/۷	۴۴/۶	۲۵/۲	۱۷/۲	۱۵/۲	۹/۵	خالص سرمایه گذاری مستقیم خارجی
۲۰/۱	۲۰/۱	۱۸/۵	۲۴/۸	۹/۶	۲/۸	-۰/۹	خالص پورتفوی
۲۸/۸	۲۸/۱	۱۲/۰	۰/۵	-۴/۵	۱۹/۷	۱۲/۹	خالص سایر سرمایه گذاری
۶/۷	۵/۰	۵/۹	۸/۲	۱۰/۲	۱۰/۷	۵/۶	خالص فرض خارجی از اعتبار دهنده های رسمی
خاور میانه و اروپا							
۲۲/۲	۱۵/۳	۱/۱	۲۴/۱	۴۲/۸	۷۳/۳	۷/۰	خالص کل جریانات سرمایه خصوصی به داخل
۱/۶	۱/۳	۰/۵	۱/۱	۱/۸	۱/۳	۱/۳	خالص سرمایه گذاری مستقیم خارجی
۹/۳	۱۳/۸	۱۴/۷	۱۷/۴	۲۰/۵	۲۳/۲	۲/۰	خالص پورتفوی

\* خالص سرمایه گذاری مستقیم خارجی به علاوه خالص سرمایه گذاری پورتفوی به علاوه خالص سایر سرمایه گذاری.

## ادامه جدول ۱

۱۹۹۶	۱۹۹۵	۱۹۹۴	۱۹۹۳	۱۹۹۲	۱۹۹۱	۱۹۹۰	جریان سرمایه
۱۱/۳	۰/۳	۱۶/۳	۵/۵	۲۰/۵	۴۸/۸	۲/۷	خالص سایر سرمایه گذاری
-۵/۹	-۱/۴	۱۰/۳	۵/۹	۲/۷	۱/۱	-۶/۲	خالص قرض خارجی از اعتبار دهنده های رسمی
۷۷/۷	۳۵/۷	۴۴/۹	۶۱/۷	۵۵/۵	۲۴/۹	۱۰/۳	خالص کل جریانات سرمایه خصوصی به داخل
۲۹/۹	۱۹/۹	۲۱/۵	۱۳/۴	۱۲/۹	۱۰/۹	۶/۶	خالص سرمایه گذاری مستقیم خارجی
۲۷/۱	۷/۵	۶۰/۸	۶۱/۱	۳۰/۶	۱۴/۵	۱۷/۵	خالص یورتفوی
۲۰/۷	۲۳/۳	۳۷/۵	۱۲/۸	۱۲/۰	-۰/۵	۱۳/۸	خالص سایر سرمایه گذاری
۱۱/۷	۲۲/۷	-۱/۷	۱/۱	-۲/۰	۳/۲	۸/۳	خالص قرض خارجی از اعتبار دهنده های رسم کشورهای در حال گذر
۱۹/۴	۲۹/۱	۱۵/۴	۱۰/۹	۷/۱	۱/۶	۴/۲	خالص کل جریانات سرمایه خصوصی به داخل
۱۱/۳	۱۳/۱	۵/۴	۶/۰	۴/۲	۲/۴	۰/۰	خالص سرمایه گذاری مستقیم خارجی
۱/۶	۴/۴	۲/۷	۳/۴	-۰/۸	-۰/۸	۱۰۰	خالص یورتفوی
۶/۶	۱۲/۶	۷/۳	۱/۵	۳/۸	۴/۸	۴/۱	خالص سایر سرمایه گذاری
۸/۸	۸/۸	۱۰/۳	۳/۲	۰/۰	۱/۵	۶/۶	خالص قرض خارجی از اعتبار دهنده های رسمی
							اقلام تکمیل
							تغییرات در ذخیره داراییها
۱۰۴/۸	۱۲۲/۹	۹۰/۵	۸۳/۹	۳۱/۷	۷۵/۱	۶۶/۲	بازارهای در حال ظهور
۸/۹	۱/۸	۴/۶	۱/۶	۰/۲/۹	۳/۷	۴/۶	آفریقا
۶۱/۸	۴۷/۷	۷۷/۹	۴۳/۱	۷/۱	۴۶/۰	۴۷/۴	آسیا
۹/۵	۱۲/۴	۴/۳	۴/۹	۱/۳	۴/۹	۱/۲	خاورمیانه و اوزبکستان
۲۶/۲	۲۴/۸	۴/۳	۲۰/۲	۲۳/۰	۱۸/۰	۱۴/۷	نیپکوه غربی
۱/۷	۳۶/۲	۸/۱	۱۴/۲	۳/۳	۲/۶	۰/۷	کشورهای در حال گذر

مأخذ:

International Monetary Fund . International Financial Statistics and World Economic outlook Data Bases.

برعکس، در سالهای ۹۴-۱۹۹۰ جریانات رسمی به عنوان منبع تأمین مالی خارجی برای بازارهای در حال ظهور به شدت کاهش یافت و از ۲۹ درصد کل جریانات (در سال ۱۹۹۰) به ۶

درصد (در سال ۱۹۹۴) رسید. جریانات رسمی در سال ۱۹۹۵ به دنبال اعطای کمکها به مکزیک پس از بحران آن کشور، افزایش یافت. معهدا برای نخستین بار در دهه ۱۹۹۰، کل خالص جریانات رسمی به بازارهای در حال ظهور (در سال ۱۹۹۶) منفی بود. جریانات خالص رسمی نه تنها برای آمریکای لاتین منفی بود (به علت بازپرداخت قابل ملاحظه کمکهای رسمی توسط مکزیک) بلکه برای خاورمیانه، اروپا و اقتصادهای در حال گذار نیز منفی بود. هنوز هم برای آفریقا، جریانات رسمی منبع عمده‌ای به شمار می‌رود، به طوری که در سال ۱۹۹۶ به ۴۰ درصد کل جریانات بالغ می‌گردد. توزیع جغرافیایی جریانات سرمایه خصوصی، از پیوند کاملی با عملکرد اقتصاد کلان کشورها در مناطق مختلف برخوردار است، این امر نشان می‌دهد که توانایی سرمایه‌گذاران در تمیز قابل شدن میان کشورها براساس کیفیت سیاستها و عملکرد اقتصادی، افزایش یافته است. در سال ۱۹۹۶، آسیا بزرگترین دریافت‌کننده جریانات سرمایه بود حال آنکه، آمریکای لاتین بزرگترین افزایش جریانات سرمایه را تجربه کرد. گسترش نسبتاً معتدل جریانات سرمایه به آسیا، بازتاب کاهش رشد صادرات و تولید در منطقه و همچنین اثر عدم اطمینانهای ناشی از ضعف بخش مالی در کشورهای کره جنوبی و تایلند است. اعاده اطمینان سرمایه‌گذاران در آمریکای لاتین نتیجه تمایل قابل ملاحظه بسیاری از کشورهای این منطقه در اجرای تعدیلات گسترده به دنبال بحران مکزیک، اجرای مستمر استراتژی بازکردن اقتصاد به روی تجارت و جریانات سرمایه بین‌المللی و همچنین آنچه که نزد مشارکت کنندگان بازار، مدیریت موفق بحران مکزیک و رویدادهای پس از آن لقب گرفته است، می‌باشد. برعکس، در سال ۱۹۹۶، در آفریقا و اقتصادهای در حال گذار جریانات خالص ورود سرمایه به داخل کاهش یافت. در دهه ۱۹۹۰، منطقه آفریقا در گسترش جریانات سرمایه داخلی به بازارهای در حال ظهور سهمی نداشت و در حقیقت، طی دوره ۹۶-۱۹۹۰ خالص جریانات داراییهای مالی به آفریقا ناچیز بود. الگوی دیگری که ظهور کرده است این است که تأمین مالی خصوصی هنوز هم بر مبنای انتخابی صورت می‌گیرد. این جریانات به شدت در دهه کشوری که تقریباً  $\frac{۳}{۴}$  جریانات سرمایه داخل را طی دهه ۱۹۹۰ به خود اختصاص داده‌اند<sup>۲</sup>، تمرکز یافته است.

طی دهه ۱۹۹۰، اهمیت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و سرمایه‌گذاری در پورتفوی نسبت به سهم استقرار از بانکهای تجاری، در جریانات سرمایه خصوصی به شدت روبه افزایش نهاده است. از

۲. تولید ناخالص داخلی آن کشور به کمتر از نصف کل تولید ناخالص داخلی بازار در حال ظهور در سال ۱۹۹۶ بالغ می‌گردد.

سال ۱۹۹۵، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بزرگترین جزء جریانات خارجی بوده و در سال ۱۹۹۶ نیز به ۴۵ درصد این جریان بالغ گردیده است. جریانات پورتفوی در دهه ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ ناچیز بود ولی در اوایل دهه ۱۹۹۰ روبه افزایش نهاد و بین سالهای ۱۹۹۲ و ۱۹۹۴ به بزرگترین جزء جریانات مزبور تبدیل گردید. جریانات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به ویژه در آسیا، اهمیت خاصی داشته است زیرا در آنجا وسیله اصلی تخصیص مجدد جهانی فعالیتهای تولیدی به مکانهای با هزینه پایین تر، بوده است.

در دهه ۱۹۹۰، بخش قابل ملاحظه‌ای از جریانات سرمایه‌ای به بازارهای در حالت ظهور به شکل ذخایر ارزی، انباشت شد (جدول ۱). طی سالهای ۹۶-۱۹۹۰ از ۱۲۰۰ میلیارد دلار جریانات خالص سرمایه‌ای به بازارهای در حال ظهور، ۵۷۵ میلیارد دلار (۴۹ درصد جریانات) به شکل ذخایر ارزی انباشت شده در آسیا، ۷۰ درصد از جریانات ورودی به شکل ذخایر ارزی و در آمریکای لاتین ۳۷ درصد از آن به شکل این ذخایر انباشت شده است. این انباشت داراییها، ذخیره بانکهای مرکزی بازارهای در حال ظهور را به ۸۲۲ میلیارد دلار در انتهای سال ۱۹۹۶ رساند که از سال ۱۹۸۹ سه برابر شده و چیزی در حدود نیمی از ذخایر ارزی بانکهای مرکزی دنیا را تشکیل می‌دهد.

ایجاد ذخایر ارزی نتیجه مستقیم دخالت بانک مرکزی برای جلوگیری از افزایش نرخ اسمی ارز به دنبال جریانات عظیم سرمایه‌ای بوده است. انباشت ذخایر ارزی همچنین، نشان دهنده ایجاد سپری در مقابل معکوس شدن ناگهانی جریانات سرمایه‌ای است. بسیاری از بانکهای مرکزی به خاطر دارند که مکزیک در دسامبر ۱۹۹۴، ظرف یکی دو روز، ۵ میلیارد دلار از دست داد و بدیهی است که با وجود تحرک بسیار بالای سرمایه، دیگر نسته‌ای سنتی ذخیره به واردات برای قضاوت در مورد کفایت سطح ذخایر، مناسب نیست. به علاوه، داشتن ذخایر بالا می‌تواند رتبه بندی اعتبار کشور و در نتیجه هزینه وجوه را تحت تأثیر قرار دهد. در حقیقت، مدیریت ذخایر را باید جزئی یکپارچه از تصمیم کشور در خصوص راهبردی که برای مدیریت داراییهای خارجی و ریسک تعهدات اتخاذ نموده است، نگریست.

به رغم آنکه ذخایر عظیم ارزی منافع آشکاری برای یک کشور دارند. انباشت همه جانبه و عظیم ذخایر به وسیله بسیاری از بازارهای در حال ظهور، هزینه‌هایی نیز در بر دارند. تقریباً نصف کل جریانات سرمایه‌ای که به دنبال بازدهیهای بالاتر هستند، به شکل ذخایر ارزی در می‌آیند که معمولاً



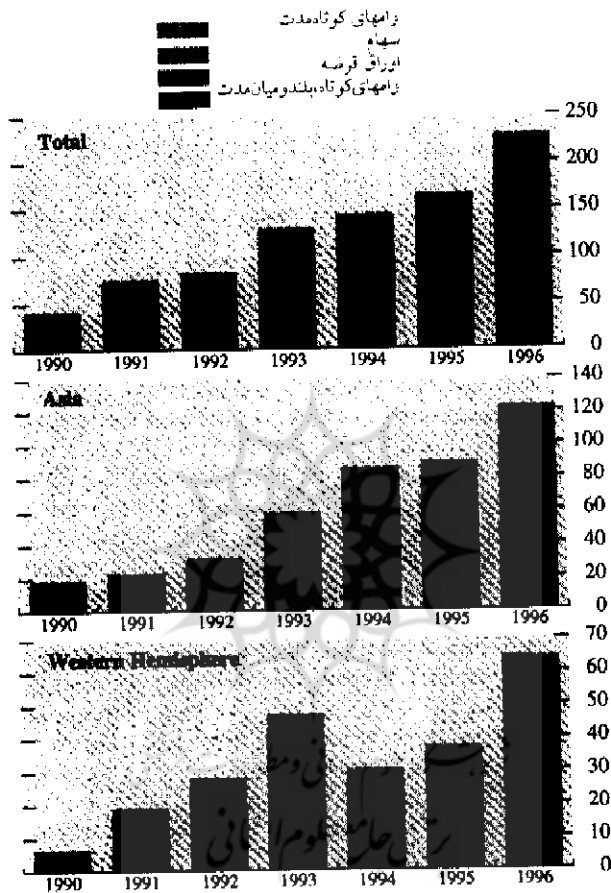
مرکب از داراییهای کاملاً نقدینه و بدون خطر اما با بازدهی نسبتاً پایین خواهد بود نظیر بروات خزانه‌داری ایالات متحده آمریکا این خنثی سازی جریانات سرمایه‌ای به بازارهای در حال ظهور و چرخه مجدد آن از طریق سرمایه‌گذاری در اوراق سهام بازارهای بالغ به معنی هزینه قابل ملاحظه برای کشورهایی که بازارهای در حال ظهور در آن قرار دارند، خواهد بود. اساساً افراد مقیم کشورهای بازار در حال ظهور ناچار به پرداخت معادل ما به‌التفاوت میان هزینه این وجوه خارجی و بازدهی ذخایر دارایی ضربدر حجم ذخایر ارزی، می‌باشند. این هزینه مالی در حال حاضر به ۱۰ میلیارد دلار بالغ می‌گردد.

#### ۱-۲. ابزار مالی: اوراق قرضه، سهام، استقراض بانکی و ابزارهای مشتقه مالی

تحول قابل ملاحظه در ترکیب تأمین مالی خارجی به وسیله بازارهای در حال ظهور در دهه ۱۹۹۰ عبارت از اتکای فزاینده به صدور اوراق قرضه به جای استقراض بانکی بوده است. در حقیقت صدور اوراق قرضه در سطح بین‌المللی از سطح ۵۸ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۵ به ۱۰۲ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۶ افزایش یافته است (نمودار ۱). افزایش صدور اوراق قرضه بازتابی است از بهبود همه جانبه شرایط و ضوابطی که در قالب آنها استقراض کنندگان در بازارهای در حال ظهور می‌توانند به بازارهای جهانی دسترسی داشته باشند. تعداد کشورهایهایی که به وسیله آژانسهای بین‌المللی، که به رتبه‌بندی اعتبار مبادرت می‌کنند و اغلب به عنوان پیش شرطی برای صدور اوراق قرضه اروپایی است، از ۱۱ کشور در سال ۱۹۸۹ به ۴۹ کشور در سال ۱۹۹۶ افزایش یافته است (به پیوست ۱ مراجعه کنید). در سال ۱۹۹۶، صادر کنندگان اوراق قرضه در تمامی مناطق، به استثنای آفریقا، میزان صدور را افزایش داده‌اند. در سال ۱۹۹۶ مابه‌التفاوت بازده اوراق قرضه صادره مسلط از متوسط ۳۶۴ امتیازی به ۳۰۲ کاهش یافته است که این کاهش، برای اغلب اوراق قرضه دولتی آمریکای لاتین چشمگیر تر بوده است. برای مثال، ما به‌التفاوت مکزیکی برای شرکتهایی که تازه به بورس وارد شده‌اند از ۵۲۷ در سال ۱۹۹۵ به ۲۴۹ در سال ۱۹۹۶ کاهش یافته است. متوسط سررسید صادر کنندگان اوراق قرضه مسلط که به دنبال بحران مکزیکی به شدت کاهش یافت و به ۳/۹ سال رسید، در سال ۱۹۹۶ به ۹/۸ سال افزایش یافت.

## نمودار ۱- تأمین مالی بازار بخش خصوصی برای بازارهای در حال ظهور

(میلیارد دلار)



محیط مساعد برای استقراض کنندگان در بازارهای در حال ظهور، چندین قرض کننده دولتی را در بازارهای جهانی اوراق قرضه ترغیب کرد تا اوراقی را صادر کنند که تعهدات موجود آنها را با شرایط بهتری زمان بندی مجدد نمایند (نظیر بای بک کردن اوراق قرضه برادی<sup>۳</sup> و باز پرداخت تعهدات مکزیک به ایالات متحده و پرداخت بخشی از تعهدات آن به صندوق بین المللی پول) تا ریسک تأمین مالی مجدد را از طریق تعدید سررسید کاهش داده، زمینه های سرمایه گذاری را برای

سرمایه‌گذاران متنوع کرده و شاخصهای راهنمایی را برای استقراض کنندگان شرکتهای ایجاد نماید. این وضعیت، حدود چندین استقراض کننده دولتی و شرکتهای تازه وارد را تسهیل کرد. معاملات منفرد عمده عبارت است از ۶ میلیارد دلار اوراق دارای نرخ شناور که توسط مکزیکیک در ژوئیه ۱۹۹۶ انتشار یافت که بزرگترین ترانش ۴ اوراق قرضه اروپایی بوده است. در ماه نوامبر، روسیه یک میلیارد دلار اوراق قرضه انتشار کرد که از لحاظ سابقه بزرگترین صادر کننده دولتی برای نخستین بار بوده است که تقاضای ثبت شده برای آن از ۲ میلیارد دلار تجاوز کرد و قیمت آن کمتر از حد انتظار بود. در ژوئن ۱۹۹۷، برزیل ۳ میلیارد دلار اوراق قرضه ۳۰ ساله منتشر کرد که ۲/۳ میلیارد دلار آن با اوراق قرضه برادری تعویض شد. به علاوه، صادر کنندگان متعددی اوراق قرضه (با سررسید ۱۰۰ ساله) منتشر کردند. از جمله جمهوری خلق چین، صنایع اتکایی هند و شرکت خارجی ان دسا شیلی.<sup>۵</sup>

در سال ۱۹۹۶، تعداد تریبیت صدور اوراق مشارکت در سطح بین‌المللی توسط بازارهای در حال ظهور افزایش یافت اما در مقایسه با اوج آن در سال ۱۹۹۳ پایین بود. همچنان رسیده‌های سپرده آمریکایی (ADRs)<sup>۶</sup> و رسیده‌های سپرده جهانی (GDRs)<sup>۷</sup> ابزار عمده مورد استفاده برای افزایش سرمایه مشارکتی در بازارهای بین‌المللی بودند که اندکی بیش از نیمی از سرمایه جذب را تشکیل می‌دادند. صدور به وسیله واحدهای آسیایی اندکی افزایش یافت و به ۹/۸ میلیارد دلار رسید و همچنان بخش عمده‌ای از تریبیت صدور اوراق مشارکت توسط کشورهای بازارهای در حال ظهور به شمار می‌رفت.<sup>۸</sup> صدور به وسیله صادر کنندگان اقتصادهای در حال گذار همچنان روبه افزایش است و در سال ۱۹۹۶ شرکتهای این منطقه صدور اوراق مشارکت خود را به ۱/۳ میلیارد دلار رساندند.

اگر چه سهم استقراض از بانک تجاری در کل جریانهای بازارهای در حال ظهور روبه کاهش گذاشته است، اما این نوع استقراض همچنان منبع عمده تأمین مالی از طریق وامهای سندیکایی و

4. Single - Tranche

5. Endesa Chile Overseas Company

6. American Depository Receipts (ADRs)

7. Global Depository Receipts (GDRs)

۸. اوراق قرضه قابل تبدیل صادره به وسیله صادر کنندگان آسیایی به یک چهارم صدور اوراق قرضه در منطقه در سال ۱۹۹۶ می‌رسید که ۴۰ درصد از میزان این صدور مربوط به شرتهای کره‌ای بوده است.

ساختاری - تأمین مالی تجارت، تأمین مالی پروژه‌های و تأمین مالی نیازهای کوتاه‌مدت - و به ویژه منبع عمده وجوه در برخی مناطق بوده است. در مقایسه با سال ۱۹۹۵، هنگامیکه استقراض بانکی سندیکایی به دلیل افزایش هزینه استقراض در بازارهای بین‌المللی اوراق قرضه و سهام پس از بحران مکزیک بیش از ۳۵ درصد افزایش یافت، در سال ۱۹۹۶ استقراض سندیکایی فقط ۶ درصد افزایش داشت و به ۷۹ میلیارد دلار رسید. معهدا، وام دهی به کشورهای آسیایی به شدت افزایش یافت که میزان افزایش ۲۲ درصد بود و بزرگترین بخش کل استقراض بانکی سندیکایی (۶۲ درصد) در سال ۱۹۹۶ بود. اتکای نسبتاً بالاتر منطقه به استقراض بانکی بعضاً ناشی از این واقعیت است که بسیاری از استقراض کنندگان آسیایی به این دلیل به بازارهای استقراض سندیکایی جذب می‌شدند که در این بازارها کسب سرمایه از طریق موافقتنامه‌های اعتباری دارای انعطاف بوده که این خاصیت به ویژه برای تأمین وجوه سرمایه‌گذاریهای زیربنایی مفید است. وام دهی به کشورهای بازارهای در حال ظهور اروپایی نیز به شدت افزایش یافت (۹ درصد)، وامهای اعطایی به آمریکای لاتین نیز فقط ۵ درصد افزایش داشته است ولی برای آفریقا و خاورمیانه، میزان وام دهی کاهش داشته است. همچنین که میزان حاشیه بهره وام در کشورهای صنعتی کاهش یافت، رقابت میان بانکهای بزرگ بین‌المللی بر سر وامهای دارای بازدهی بالا به بازارهای در حال ظهور شدت یافت که به مابه‌التفاوت کوچکتر وام انجامید که این مابه‌التفاوت به طور میانگین برای وامهای جدید از ۱۰۵ در سال ۱۹۹۵ به ۸۸ در سال ۱۹۹۶ رسید. به علاوه، شرایط استحصال وام نظیر محدودیت موضوع داراییهای وثیقه‌ای دو برابر و محدودیت برای حداکثر وام دهی مجدد وامهای دریافتی به امید بازدهی بالاتر به خصوص برای وامهای اعطایی به شرکتهای آمریکای لاتین، تسهیل شد.

قراردادهای اشتقاقی مالی خارجی در بازارهای در حال ظهور به عنوان یک ابزار روبه ازدیاد است. این ابزارها توانایی سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک مربوط به سرمایه‌گذاری در بازارهای در حال ظهور و انجام آریبترایز میان ابزارهای متفاوت را افزایش می‌دهد. به علاوه، تجربه اخیر مجدداً توانایی بازارهای مالی برای نوآوری در مدیریت ریسک در بازارها و فرار از کنترلهای مالی را نشان داده است. این تجربه بر نیاز به درک نارسایی شدید بسیاری از محدودیتها که بر معاملات مالی وضع شده است (چه رسد به آنچه که بر نهادهای درگیر در انواع معاملات پنهان و حتی خارج از حدود مقررات وضع می‌شود) را تأیید می‌کنند.

یکی از ترتیبات تأمین<sup>۹</sup> جدید عبارت است از قراردادهای ارزی سلف غیر تحویلی<sup>۱۰</sup> (NDF) روی پیشخوان که به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد ریسک ارزی ابزار بازارهای در حال ظهور را، هنگامیکه معاملات تأمینی به وسیله بازارهای توسعه نیافته ارزی سلف محلی یا کنترل‌های سرمایه‌ای محدود است، با ترتیبات تأمینی کنترل کنند در حالیکه قیمت قرارداد به حرکات پول بازار در حال ظهور خاصی مرتبط است، تسویه حسابها به دلار ایالات متحده آمریکا صورت می‌گیرد. بخش آسیایی بازار به طور ویژه فعال است و بانکها و دلالان سنگاپور، هنگ کنگ و چین روزانه بین ۵۰۰ الی ۸۰۰ میلیون دلار معامله می‌کنند. شرکت کنندگان در بازار، انتظار دارند طی سالهای آتی بازار به سرعت (۳۰ الی ۵۰ درصد) رشد کند. سایر نوآوریها عبارت است از قراردادهای اشتقاقی مالی استقراری بازارهای در حال ظهور که در بورس معامله می‌شوند، مثل قراردادهای آتی و معاملات خیراری در اوراق برادی، سفته‌های ساختاری، توسعه وجوه شاخص بازار در حال ظهور، رشد معاملات تعویضی<sup>۱۱</sup> و خیراری<sup>۱۲</sup> روی پیشخوان سهام و وجود شاخص بازار در حال ظهور و ایجاد قراردادهای اشتقاقی مالی مربوط به سهام بورسهای خارج از کشور بازار در حال ظهور نظیر قراردادهای آتی وجوه بورس در شاخصهای سهام مکزیک و تایوان که در بورس کالایی شیکاگو معامله می‌شود. از ماه مه ۱۹۹۷، بورسهای آتی در شیکاگو و نیویورک انواعی از قراردادهای بازارهای در حال ظهور را ارائه دادند که شامل معاملات خیراری پزوی مکزیک و قراردادهای واقعی آتی برزیلی است. چندین قرارداد اشتقاقی مالی نیز در بازارهای در حال ظهور توسعه یافته‌اند که شامل قراردادهای آتی و خیراری نرخ ارز راند به دلار<sup>۱۳</sup> مربوط به بورسهای آتی آفریقای جنوبی می‌باشد.

9. Hedging

10. Nondeliverable Forward (NDF)

11. Swaps

12. Options

13. Rand - Dollar

## ۲. عملکرد استقراض و سهام بازارهای در حال ظهور

در سال ۱۹۹۶، افزایش مداوم جریانات سرمایه به بازارهای در حال ظهور، عامل مهمی در افزایش سبقت جوئیهای سفته بازارانه در بازارهای استقراض در حال ظهور بود (جدول ۲ و نمودار ۲).<sup>۱۴</sup> مابه‌التفاوت اوراق قرضه صادر شده در بازارهای اولیه و ثانویه که اوج آن در بهار سال ۱۹۹۵ و بعد از آن در حال کاهش بود، در سال ۱۹۹۶ نیز کاهش یافت. مابه‌التفاوت بازده اوراق قرضه دولتی با شاخص جی. پی. مورگان اوراق قرضه بازارهای در حال ظهور (EMBI) <sup>۱۵</sup> از ۱۰۴۴ در انتهای سال ۱۹۹۵ به ۵۳۷ در انتهای سال ۱۹۹۶ کاهش یافت.<sup>۱۶</sup> در سال ۱۹۹۶، ۳۴ بازدهی‌های EMBI درصد بود در حالیکه بازده شاخص اوراق قرضه دولتی جی. پی. مورگان برای ایالات متحده ۳ درصد بود. در اوایل سال ۱۹۹۷، مابه‌التفاوتهای بازار در حال ظهور روبه کاهش گذاشت و در انتهای ماه فوریه، مجدداً به پایین‌ترین سطح تاریخی خود یعنی ۴۰۰ (پوینت) کاهش یافت. از آن زمان، مابه‌التفاوتهای بازده نوسان داشته است. از آنجا که مابه‌التفاوت قروض بازار در حال ظهور به پایین‌ترین سطح تاریخی خود در اواخر سال ۱۹۹۳ و اوایل سال ۱۹۹۴ سقوط کرد، این نگرانی به وجود آمد که مابه‌التفاوتهای بسیار کوچک به این معنی است که دیگر ریسک به نحو صحیحی ارزیابی نمی‌شود. معهداً، اگر این نگرانی را در نظر داشته باشیم مابه‌التفاوت قروض بازار در حال ظهور کاملاً "بالا تر از مابه‌التفاوت اوراق قرضه شرکتهای بازارهای بالغ بوده است که در مقایسه به

۱۴. به طور سنتی، قسمت اعظمی از فعالیت خرید و فروش توسط سرمایه‌گذاران بین‌المللی در بازارهای استقراض در حال ظهور، در اسنادی بوده است که بر حسب پولهای عمده قابل تبدیل بوده و در بازارهای اوراق قرضه اروپایی، یانکی، سامورایی و سایر بازارهای خارجی صادر شده و مورد مبادله قرار گرفته است. سرمایه‌گذاری خارجی در اسناد بدهیها بر حسب پولهای محلی از زمانهای گذشته محدود بوده هر چند که اخیراً رو به رشد گذاشته است.

### 15. Emerging Market Bond Index (EMBI)

۱۶. از آنجا که اوراق قرضه برادری نشان دهنده برخی از نقدینترین اوراق قرضه بازارهای در حال ظهور است، در شاخصهای اوراق قرضه بازار در حال ظهور وزن زیادی به خود می‌گیرد. به علاوه، چون صدور اوراق توسط آمریکای لاتین بخش اعظمی از اوراق قرضه برادری را تشکیل می‌دهد، بسیاری از این شاخصها عمدتاً بدهی برادری آمریکای لاتین را منعکس می‌سازد برای مثال در شاخص EMPI وزن ۹۱ درصدی دارند.

همان صورت نرخ گذاری شده‌اند.

جدول ۲- شاخصهای بازدهی کل سهام و استقراض در بازار در حال ظهور

۱۹۹۷:Q1	۱۹۹۶	۱۹۹۵	۱۹۹۴	۱۹۹۳	۱۹۹۲	۱۹۹۱	۱۹۹۰	
								بازارهای در حال ظهور
								شاخصهای قابل سرمایه‌گذاری شرکت
								مالی بین‌المللی (IFW)
۹/۵	۹/۴	-۸/۴	-۱۲/۰	۷۹/۶	۳/۳	۳۹/۵	-۲/۲	شاخص مرکب**
۱۵/۱	۱۷/۲	-۱۶/۹	-۹/۳	۶۰/۸	۳/۵	۱۳۹/۳	۹/۱	آمریکای لاتین
۱/۲	۱۰/۵	-۵/۵	-۱۲/۸	۹۷/۶	۱۸/۵	۱۲/۴	۱۹/۲	آسیا
۱۹/۴	-۲/۳	۲۲/۵	-۲۷/۱	۱۲۲/۴	-۳۲/۷	-۲۹/۲	۱۴/۹	اروپا، خاورمیانه و آفریقا
								فلم مکمل:
۲/۷	۲۳/۰	۳۷/۶	۱/۳	۱۰/۱	۷/۶	۳۰/۵	۴/۱	۵۰۰ P.S
								استقراض بازار در حال ظهور
								شاخص مورگان اوراق قرضه بازار
۱/۴	۳۴/۲	۲۷/۵	-۱۸/۷	۴۴/۲	۷/۰	۳۸/۸		در حال ظهور (EMBI)
۵۰۷	۵۳۷	۱۰۴۴	۱۰۳۹	۳۹۶	۸۳۱	۶۳۱	۱۱۱۱	(ماه‌الکثرت‌ها بر حسب بونت) **

\*\* شاخص مرکب IFCI ترکیبی از ۱۲۲۴ سهم در ۲۶ بازار در حال ظهور در پایان ۱۹۹۶ می‌باشد. شاخص

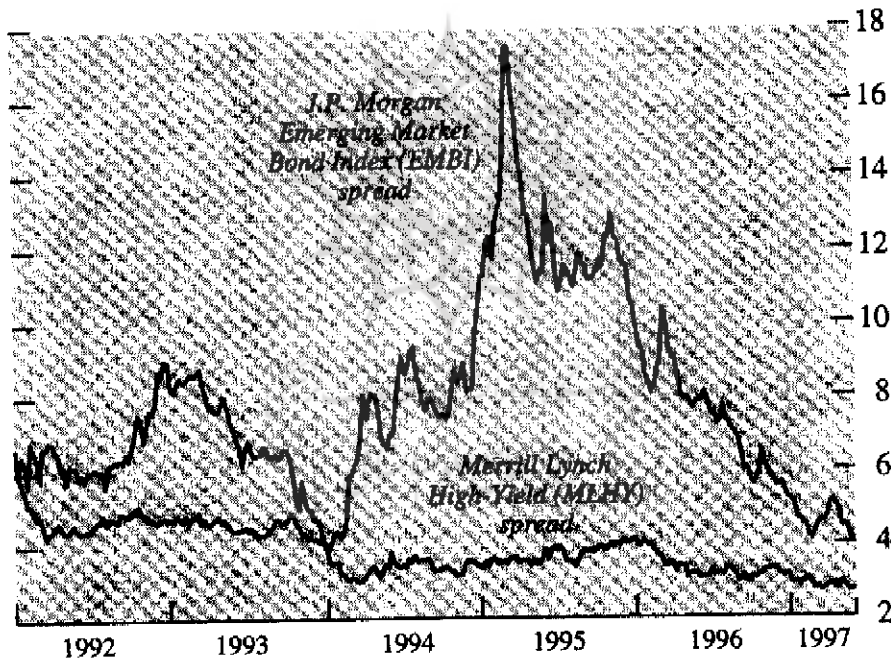
مذکور به طور گسترده به عنوان یک اساس برای مدیریت پورتفو استفاده می‌شود.

\*\* پایان دوره

حجم رو به ازدیاد صدور اوراق قرضه توسط واحدهای موجود در بازار در حال ظهور توأم با افزایش علاقه سرمایه‌گذاران در اوراق قرضه بازارهای در حال ظهور به افزایش شدید حجم فروش این اسناد منجر شد که پس از ثبات نسبی از سال ۱۹۹۴ و ۱۹۹۵، ۹۳ درصد در سال ۱۹۹۶ افزایش

یافت و به ۵/۳ تریلیون دلار رسید. اوراق قرضه برادری سند بدهی بود که بیش از همه در بازار در حال ظهور مورد معامله قرار گرفته، به طوری که حجم فروش آن در سال ۱۹۹۶ به ۲/۷ تریلیون دلار رسید. افزایش شدید حجم معاملات در اوراق قرضه برادری (از یک تریلیون دلار در سال ۱۹۹۳ به ۲/۷ تریلیون دلار در سال ۱۹۹۶) نسبت به افزایش معتدل موجودی این اوراق قرضه، به این معنی است که نقدینگی آنها به طور قابل ملاحظه‌ای افزایش یافته است.

نمودار ۲- حاشیه سود: بازارهای در حال ظهور و اوراق قرضه سودآور شرکتهای آمریکایی



در حالی که نقدینگی قروض بازارهای در حال ظهور در سال ۱۹۹۶ کاملاً افزایش یافته، به نظر می‌رسد که این بازارها هنوز هم از نواقص دیرپا برخوردارند. برای مثال، مابه‌التفاوتهای بازده متفاوت میان اوراق قرضه برادری و اوراق قرضه اروپایی که همچنان پابرجاست، به معنی تقسیم شدن بازار است. مابه‌التفاوت اوراق قرضه برادری همیشه از مابه‌التفاوت اوراق قرضه اروپایی بالاتر بوده و اختلاف



آنها اخیراً ۱۷۵ تا ۳۰۰ (پوینت) بوده است (به پیوست ۱ مراجعه شود) حال آنکه غالب توضیحاتی که مشارکت کنندگان بازار برای اختلاف داده‌اند، متقاعد کننده نیست. برخی از آنها معتقد به ناوارد بودن سرمایه‌گذاران و عده‌ای دیگر معتقد به کمبود نقدینگی هستند.

از زمان بحران مکریک (سال ۱۹۹۵ به بعد)، بازارهای در حال ظهور سهام رو به بهبود رفته‌اند به طوری که در سال ۱۹۹۶، نخستین سال پس از رونق ۱۹۹۳ بود که این بازارها جمعاً بازده سالانه مثبتی را نشان دادند. کل بازدهی دلاری که توسط شاخص مرکب قابل سرمایه‌گذاری شرکت مالی بین‌المللی (IFCI)<sup>۱۷</sup> اندازه‌گیری شده است، به ۹/۴ درصد رسید<sup>۱۸</sup>. اما بازارهای در حال ظهور سهام نسبت به بازارهای بالغ عملکرد متوسطی داشته‌اند. برای مثال، بازده شاخص S&P500<sup>۱۹</sup> آمریکا، به نحو قابل ملاحظه‌ای بالا بوده است (۲۳ درصد). در سال ۱۹۹۶، عملکرد کلی نسبتاً متوسط بازارهای در حال ظهور سهام عملکرد واگرا میان مناطق و درون مناطق را نشان نمی‌دهد در حالیکه بازارهای سهام آمریکای لاتین ۱۷/۲ درصد، بازارهای آسیا ۱۰/۵ درصد افزایش داشته بازارهای اروپا، خاورمیانه و آفریقا ۲/۳ درصد کاهش نشان می‌دهد.

در اوایل سال ۱۹۹۷، بازدهی سهام بازارهای در حال ظهور شتاب گرفت و شاخص مرکب IFCI، در سه ماهه اول ۹/۵ درصد افزایش یافت. در مقایسه با سال ۱۹۹۶، این بازدهی کلی کاملاً بالاتر از افزایش ۲/۷ درصدی شاخص S&P500 طی این دوره بوده است. بازدهی در بازارهای آمریکای لاتین در سطح خوب (۱۵/۱ درصدی) ادامه داشت در حالی که بازدهی در بازارهای آسیا (۱/۲ درصد) کاهش داشت و بازدهی اروپا، خاورمیانه و آفریقا افزایش شدیدی را نشان داد (۱۹/۴ درصد). این امر، نشان دهنده آن است که تمایل مشارکت کنندگان بازار نسبت به آسیا کاهش یافته و به آمریکای لاتین افزایش یافته است. این تغییر تمایل، نشان دهنده این تصور است که کاهش

#### 17. International Finance Corporation Investable (IFCI)

۱۸. شاخص ترکیبی سرمایه‌گذاری شرکت مالی بین‌المللی (IFCI) با ۱۲۲۴ سهم در ۲۶ بازار در حال ظهور (در انتهای ۱۹۹۶) یک شاخص ملی است که برای اندازه‌گیری بازده سهام بازار در حال ظهور که سرمایه‌گذاران خارجی قانوناً و عملاً می‌توانند آن را خریداری کنند، طراحی شده است. از این شاخص به‌نحوی گسترده به عنوان مبنایی برای مقاصد مدیریت پورتهوی بین‌المللی استفاده شده و شامل شاخصهای منطقه‌ای برای آسیا (با وزن ۴۷ درصد) آمریکای لاتین (۳۳ درصد) و اروپا، خاورمیانه و آفریقا (۲۰ درصد) است.

#### 19. Standard & Poor 500 Index

مذکور در منطقه آسیا نشان دهنده تطابق با مسیر رشد بلند مدت پایین تری است که با بالغ شدن این اقتصادها رخ می‌دهد و همچنین نشان دهنده این است که عوامل بنیادی در آمریکای لاتین بهبود یافته است به طوری که پیش‌بینی‌ها حاکی از این است که رشد اقتصادی افزایش یافته و تورم در سطح معتدلی ادامه دارد. به رغم بهبود بازارهای در حال ظهور سهام در سال ۱۹۹۶ و اوایل سال ۱۹۹۷، اوج اخیر آنها کمتر از حدی است که در سال ۱۹۹۴ و قبل از بحران مکزیک ثبت شد.

### ۳. پایداری جریانات سرمایه‌ای و تهاجمات سفته بازی

موضوع سیستماتیک، کلیدی و مورد بحث این است که آیا سطح بالای جریانات سرمایه و بهبودهای اخیر در شرایطی که دسترسی به بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهد، پایدار خواهد بود، یا شرایط فعلی بازار را تحولات چرخه‌ای در کشورهای عمده صنعتی دامن زده است که مستعد برعکس شدن است. تغییرات ساختاری گسترده‌ای در مدیریت بین‌المللی سرمایه‌گذاری رخ داده است که اگر با اجرای موفقیت‌آمیز برنامه‌های تثبیت اقتصاد کلان و اصلاحات ساختاری اقتصادی در بازارهای ظهور توأم شود، سبب خواهد شد تا این شرایط مساعد بازار، پایدار بماند. به ویژه، نهادی شدن بیشتر پس‌اندازها در اقتصادهای بالغ - در سال ۱۹۹۴ صندوقهای بازنشستگی، شرکت‌های بیمه و صندوقهای سرمایه‌گذاری در کشورهای OECD به ۲۰ هزار میلیارد دلار افزایش یافته است - و تنوع‌گرایی بین‌المللی این صندوقهای نهادی احتمالاً در آینده قابل پیش‌بینی، همچنان منابع سرمایه‌گذاری را تأمین خواهند کرد (هرچند صندوقهای سرمایه‌گذاری از سایر سرمایه‌گذاریهای نهادی متفاوت است زیرا ممکن است به طور ناگهانی در مقیاسی گسترده به جریانات سرمایه‌ای به خارج دست بزنند).

معهدنا، این خوشبینی عمومی را دو نگرانی تحدید می‌کند نخست، شرایط و ضوابط ناظر بر دسترسی به بازار می‌تواند با شرایط پولی جهانی در واکنش به شرایط در حال تغییر چرخه‌ای در بازارهای بالغ یا در واکنش به اختلالات مالی<sup>۲۰</sup> نظیر کاهش قیمت سهام که می‌تواند به کاهش قابل

۲۰. به رغم تمامی تغییرات ساختاری که از دورانهای اولیه تحرک بالای سرمایه طی سالهای ۱۹۱۴-۱۸۷۰ و در دهه ۱۹۲۰ رخ داد، نظیر شرایط واگرایی اقتصاد کلان کشورهای صادرکننده و واردکننده سرمایه و بحران کشورهای منفرد واردکننده سرمایه، منابع بالقوه تغییر چرخه‌ای در جریانات سرمایه‌ای به همان شکل باقی ماندند.

ملاحظه صندوقهای سرمایه‌گذاری منجر شود، بدتر گردد. دوم، حتی اگر جریان‌های کلی هم پایدار بماند، فقدان انعطاف پذیری در ترتیبات نرخ ارز، کشورهای بازارهای در حال ظهور را از طریق حجم سفته‌بازانه ارز آنها توأم با از دست رفتن بالقوه دسترسی به بازار در زمان بی‌اطمینانی نسبت به ثبات سیاستهای اقتصاد کلان یا ضعفهای ساختاری در معرض خطر امتحان شدن قرار می‌دهد.

در حقیقت در دهه ۱۹۹۰، ادغام سریع و مداوم کشورهای بازارهای در حال ظهور در بازارهای مالی جهانی، شماری از بحرانهای پولی را با خود به همراه آورده است که آخرین مورد آن بحران بات تایلند و کرون چک بوده است. این رویدادها شبیه بحران یزوی مکزیک در سال ۱۹۹۴، سؤالاتی در خصوص ماهیت تهاجمات سفته‌بازانه به ارز، سیاستهای مناسب برای مقابله با آنها، نقش حمایت مالی بین‌المللی و درجه انعطاف پذیری نرخ ارز (از جمله راهبرد خروج)<sup>۲۱</sup> مناسب با جو مالی بین‌المللی در حال تکامل، برانگیخته است.

همان تغییرات ساختاری که دسترسی کشورهای بازارهای در حال ظهور به بازارهای ملی بین‌المللی را بهبود بخشیده است، درجه شدت و دوره زمانی بالقوه تهاجمات سفته‌بازانه را افزایش داده است. برای مثال، نهادی‌تر شدن پس‌اندازها (مؤسسات پس‌انداز) و مشارکت مؤسسات سرمایه‌گذاری در بازارهای بین‌المللی، مبنی بر تقاضا برای سهام بازارهای در حال ظهور بوده است اما به رشد صندوقهای معاملات تأمین‌داری نسبت استقراض بالا و معامله‌کنندگان در قالب شرکتهای خصوصی، که آمادند طی جستجوی ترتیبات ارزی ضعیف، ریسک زیادی را بپذیرند، انجامیده است. بدیهی است که مؤسسات سرمایه‌گذاری هم‌اکنون توان آن را دارند که از طریق بازارهای نقدی، سلف و اختیاری و از طریق بازارهای سریعاً در حال رشد قراردادهای ساختاری (قراردادهای ساختاری نرخ ارز عبارت‌اند از استقراض یک شرکت سرمایه‌گذاری یا اسناد سهام که بازدهی آنها به نرخ ارز وابسته است)، در وضعیتی قرار گیرند که بیش از آنچه خریدانند، بفروشند. برآورد شده است که کل داراییهای صندوقهای معاملات تأمین‌داری معامله‌گران خصوصی و صندوقهای سرمایه‌گذاری سفته‌باز به بیش از ۱۰۰ میلیارد دلار رسید و در حال حاضر این صندوقها سرمایه‌گذاریهایی را به عهده می‌گیرند که از طریق استقراضی که بیش از ۵ تا ۱۰ برابر میزان سرمایه آنهاست، تأمین می‌گردند. از این رو، در مقایسه با سالهای اولیه، نیاز به ذخایر بین‌المللی بیشتر و استراتژی مداخله‌ای بیشتری برای خشی کردن

این تهاجمات وجود دارد. برای بحث درباره مکانیزمهای به کار گرفته شده در یک تهاجم سفته بازانه (به پیوست ۲ مراجعه کنید).

البته این چالشها در کشورهایی که نرخ ارز آنها انعطاف پذیری چندانی ندارد، بسیار شدیدتر است. در حالی که بسیاری از کشورها ترتیبات نرخ ارز مدیریت شده را وسیله ایجاد یک لنگر اسمی برای سطح قیمتهای داخلی و یا حفظ وضعیت رقابت خارجی یافته‌اند، رژیمهای نرخ ارز مدیریت شده مستلزم آن است که موضعگیری سیاست اقتصاد کلان با رژیم نرخ ارز سازگار بوده و همچنین ساختار بازار مالی به حد کافی قوی و انعطاف پذیر باشد تا دفاع مؤثر از نرخ ارز ممکن گردد (به کادر ۱ در خصوص تلاش اخیر هنگ کنگ برای رسیدن به این ترکیب سیاسی، مراجعه کنید). تصور بازار از ناسازگاری یا ضعف سیاستها و یا ساختار مالی می‌تواند سرعت تهاجمات سفته بازانه به نرخ ارز یک کشور را افزایش دهد. ۲۲

#### کادر ۱- ایجاد یک نظام مالی منعطف در هنگ‌کنگ، چین

طبق بیانیه مشترک چین و بریتانیا در تاریخ ۱۹۸۴، هنگ‌کنگ در تاریخ اول ژوئیه سال ۱۹۹۷ تحت حاکمیت چین درآمد و به منطقه اداری ویژه هنگ‌کنگ که تحت حاکمیت قانون پایه‌ای سال ۱۹۹۰ است، تبدیل شد. در امور پولی و مالی رابطه میان سرزمین اصلی چین و هنگ‌کنگ، از اصل یک کشور، دو پول، دو نظام پولی و دو اداره پولی تبعیت خواهد کرد. ماده ۱۰۹ از قانون پایه، از وضعیت هنگ‌کنگ به عنوان یک مرکز مالی بین‌المللی حمایت خواهد کرد. ماده ۱۱۰، استقلال تدوین سیاستهای پولی و مالی و همچنین مقررات و نظاماتی را که منطقه اداری ویژه هنگ‌کنگ وضع می‌کند، تضمین می‌نماید. در

۲۲. تهاجمات سفته بازانه خصیصه ذاتی نظام فعلی نیست. در حقیقت، خصیصه مهم دروه های زمانی که در آن تحرک سرمایه بالا بوده اما نرخهای ارز ثابت است نظیر عصر پایه طلا دهه ۱۹۲۰ این بود که بحرانهای سیاسی و اقتصادی در یک کشور منفرد گاه‌ها به تهاجمات سفته بازانه به ذخایر طلای این کشور منجر می‌شد که نهایتاً سبب می‌شد قابلیت تبدیل طلا و پرداختهای اصل و فرع بدهیها به حال تعلیق درآید. حتی در آن دوران، واکنش سرمایه‌گذاران و وام‌گیرندگان به اخبار معکوس، سریع و کوبنده بود. عنصر مشترک میان دوره‌های اولیه و دوره جدید این است که تهاجمات سفته بازانه بر علیه کشورهایی که نرخ ارز ثابتی دارد، انجام گرفته است آن هم در حالی که سرمایه از درجه تحرک بالایی برخوردار بوده است.

## ادامه کادر ۱

ماده ۱۱۱ تصریح شده است که دلار هنگ کنگ یک پول قانونی است که با صد درصد وجوه ذخیره‌ای پشتیبانی خواهد شد. ماده ۱۱۲ حاکی است که هیچ کنترل ارزی اعمال نخواهد شد. ماده ۱۱۳ تصریح کرده است که منطقه اداری ویژه هنگ کنگ، وجوه ارزی را عمدتاً برای حفظ ارزش دلار هنگ کنگ مدیریت خواهد کرد.

به نظر می‌رسد، برداشت فعلی بازار مؤید این دیدگاه است که در میان مدت انتقال حاکمیت هیچگونه اثر منفی بر دلار هنگ کنگ نخواهد داشت. در حقیقت، در صورت تعویض با دلار ایالات متحده، منحنی بازده بروات و اوراق قرضه اداره پولی هنگ کنگ پایین‌تر از منحنی بازده ایالات متحده آمریکا، در سرسید حداکثر تا ۷ سال، قرار می‌گیرد. این برداشت بازار منعکس‌کننده وجه عموماً "مثبت نظام مالی هنگ کنگ و همچنین مدیریت مالی حرفه‌ای اداره پولی هنگ کنگ است.

سنگ بنای نظام مالی، هیئت پولی است که دلار هنگ کنگ را به دلار ایالات متحده آمریکا پیوند داده است و اداره پولی هنگ کنگ در گذشته و آخرین بار در ژانویه ۱۹۹۵ و در حین بحران مالی مکزیک، به خوبی از آن دفاع کرد. نخستین خط دفاعی، نرخ ارز مرتبط شده با حجم عظیم ذخایر است که در پایان آوریل ۱۹۹۷، ۶۴ میلیارد دلار با ۴۰ درصد تولید ناخالص داخلی سال ۱۹۹۶ می‌رسید. دومین خط دفاعی، توانایی اداره پولی در افزایش دادن نرخهای بهره کوتاه مدت است تا سفته‌بازی برای دریافت اعتبارات بر حسب دلار هنگ کنگ، برای سفته‌بازان گرانتر شود. نظام بانکی دارای سرمایه و نقدینگی بسیار فراوان با سطح بسیار پایین وامهای عمل نشده است و می‌تواند افزایش نرخهای بهره کوتاه مدت را که ممکن است برای دفاع از نرخ ارز ضروری باشد، تحمل کند. به علاوه، در سال ۱۹۹۶، اداره پولی هنگ کنگ خصایص دیگری به نظام مالی اضافه کرد که قدرت نظام مالی را افزایش می‌دهد از جمله یک نظام تسویه ناخالص را که به موقع عمل می‌کند در دسامبر به اجرا گذاشت و یک شرکت رهنی تشکیل داد که به مصون کردن وجوه مالی داراییها در مقابل نوسانات نرخهای بهره کوتاه مدت کمک خواهد کرد.

به علاوه، بانک خلق چین که حمایت خود را از تریبات فعلی ارزی در هنگ کنگ به کرات تکرار کرده، اعلام کرده است که آماده است از ذخایر ارزی برای دفاع از دلار

## ادامه کادر ۱

هنگامی که استفاده کند. اداره پولی هنگامی که نیز یک تسهیلات تعویضی با بانک خلق به وجود آورده تا نقدینگی ذخایر را در صورت حمله به نرخ ارز تأمین کرده باشد، به همان نحو که با ده اداره پولی دیگر در منطقه به چنین اقدامی دست زده است.

در تعدادی از مطالعات تجربی اخیر، تلاش شده است که مشخص گردد تحت چه شرایطی یک حمله سفته بازانه انجام خواهد شد و چه زمانی احتمالاً اثرات سرریز وجود خواهد داشت. مجموعه مشترکی از عوامل، این احتمال را که پول یک کشور به طور مستقیم یا در نتیجه سرایت مورد حمله قرار خواهد گرفت، تحت تأثیر قرار می‌دهد. به ویژه، یک کشور هنگامیکه در نرخ ارزی بیش از حد ارزش گذاری شده قرار داشته باشد، نظام مالی اش ضعیف باشد (به ویژه وقتی که مشکلاتی به دنبال گسترش سریع اعتبارات رخ می‌دهد)، دارای بدهی خارجی باشد که بخش عظیمی از آن دارای سرسید کوتاه مدت است و ذخایر بین‌المللی آن محدود باشد، احتمال هجوم سفته بازانه به آن از همه مواقع بیشتر خواهد بود.

معمولاً "نخستین خط دفاعی، یک نوع مداخله خنثی کننده در بازار ارزی نقدی یا سلف و یا هر دو خواهد بود. هنگامیکه مداخله در بازار نقدی صورت می‌گیرد، کاهش پایه پولی ناشی از فروش ذخایر ارزی توسط بانک مرکزی، با اقداماتی که برای ایجاد افزایش خنثی کننده در عرضه پول پایه طراحی شده است (نظیر آنچه که از طریق خرید سهام دولتی توسط بانک مرکزی رخ می‌دهد) خنثی خواهد شد، در حالی که مداخله در بازار سلف با کاهش فوری پایه پولی همراه نخواهد بود اما مستلزم آن است که هنگام سرسید شدن قرار داد سلف، اقدام خنثی کننده صورت گیرد. توانایی مقامات در پایداری یک برنامه مداخله خنثی کننده را، نهایتاً مقدار ذخایر ارزی خارجی و منابعی محدود خواهد کرد که می‌تواند یا از سایر سازمانهای رسمی یا با استقراض از بازارهای بین‌المللی به دست آید.

از آنجاییکه حمله سفته بازانه مستلزم این است که سفته بازان پول داخلی را به فروش برسانند مقامات، شماری از تاکتیکها را برای افزایش هزینه فروش به کار می‌گیرند (به پیوست ۲ مراجعه کنید). هنگامیکه مداخله خنثی کننده نمی‌تواند مانع خروج سرمایه شود، لازم است به نرخهای بهره کوتاه مدت اجازه داده شود تا افزایش یابند. به عبارت دیگر، اجازه داده شود اثر پولی مداخله، شرایط را در بازارهای مالی انقباضی کرده و بدین ترتیب فروش سفته بازان از طریق استقراض کردن پول داخلی را

پرهزینه‌تر کرد (افراد غیر مقیم، پول داخلی را به علت پیش‌بینی کاهش ارزش آن و همچنین جهت تحویل پول داخلی هنگام سررسید شدن قرار دادهای سلف فروش پول داخلی در مقابل دلار استقراض خواهند کرد). معیناً، کرارا " دیده شده است که چنین افزایشی در نرخهای کوتاه مدت بازار پولی بلافاصله به مابقی اقتصاد منتقل شده و بنابراین ممکن است استمرار آن برای یک دوره طولانی مدت مشکل باشد، به ویژه اگر ضعفهایی در نظام مالی یا بخش غیر مالی وجود داشته باشد.

در وضعیتی که مقامات، نرخهای بالای بهره کوتاه مدت را یک تحمیل غیر قابل قبول بر افراد مقیم داخل تلقی می‌نمایند معمولاً " تلاش می‌کنند یا به وسیله درخواست کردن از نهادهای مالی داخلی و یا از طریق صدور دستور برای آنها دال بر ممنوعیت قرض دادن به افرادی که به شدت مشغول فعالیتهای سفته بازانه هستند، بازار را تقسیم کنند. در معاملات ارزی که مربوط به جریانات تجاری است، سرمایه‌گذاری مستقیم داخلی و معمولاً " سرمایه‌گذاری در سهام از این محدودیتها مستثنی می‌شوند. این نظام دوگانه ماهیتاً در تلاش است تا مانع شود سفته‌بازان، اعتبار داخلی لازم برای فروش پول داخلی را به دست آورند در حالی که به تقاضای غیر سفته‌بازانه اعتبار داخلی عمدتاً با نرخ معمولی بازار پاسخ داده می‌شود. بسیاری از این خصایص در هجوم سفته‌بازانه اخیر به واحد پول تایلند (بات) پدیدار شد. اخبار نامساعد اقتصادی از تایلند توأم با این نگرانی که نرخهای بهره ژاپن ممکن است افزایش یابد، از هفتم ماه مه ۱۹۹۷ فشار شدیدی بر بات وارد کرد. برای اولین بار از زمان بحران مکزیک، فشار نرخ ارز در یک کشور به سایر پولهای بازارهای در حال ظهور سربت کرد. در آسیا رویه اندونزی، رینگیت مالزی و پیروی فیلیپین با شدتهای مختلف تحت فشار قرار گرفتند. در اروپای شرقی، کرون چک مورد هجوم قرار گرفت. اثرات سرریز آنی بر پولهای آمریکای لاتین به وجود نیامد. از دیدگاه سرمایه‌گذاران، کشورهایی که به نحوی معکوس بر اثر هجوم به بات تایلند تحت تأثیر قرار گرفته بودند، خصایصی مشابه و مشترک با تایلند داشتند و کشورهای مالزی اندونزی و فیلیپین همگی به درجات مختلف دچار کاهش فعالیتهای اقتصادی در منطقه شده بودند. همگی آنها دچار کسری حسابجاری هر چند تا حدودی کمتر از تایلند شده بودند و در دهه ۱۹۹۰ بدهی خارجی زیادی به وجود آوردند. به علاوه، همگی دچار افزایش شدید در بخش داراییها شده بودند و بخش مالی در تمامی آنها به شدت در اختیار بخش دارایی قرار گرفته بود. در جمهوری چک نیز بسیاری از این خصایص وجود داشت و شاید حتی شباهتهای بیشتری با تایلند در قیاس با همسایگان آسیایی آن

داشت.

دفاع بانک مرکزی در پشتیبانی از پولهای تحت فشار شامل ترکیبی از مداخله بازاری و اقداماتی که هزینه اعتبارات کوتاه مدت را در کل افزایش داد. در نتیجه، نرخهای بهره بین بانکی شبانه به درجات مختلف و در دوره‌های زمانی متفاوت در کشورهای مختلف افزایش یافت. نرخ بهره روپیه از ۱۴ درصد در تاریخ جمعه نهم ماه مه به ۱۶ درصد در تاریخ جمعه ۱۶ ماه مه، افزایش یافت. نرخ بهره رینگیت در سه شنبه بیستم ماه مه از ۷ درصد به ۱۹ درصد افزایش یافت. نرخ بهره یزو در دوشنبه نوزدهم ماه مه از ۱۱ درصد به ۲۰ درصد افزایش یافت. نرخ بهره کرون افزایش بسیار شدیدی یافت و در پنج شنبه بیست و دوم ماه مه به ۲۰۰ درصد رسید (همانطور که در ذیل گفته شده است دامنه ۷/۵ درصدی نوسان کرون در تاریخ ۲۷ ماه مه لغو گردید).

مقامات تایلندی لازم دیدند کنترل‌های گزینشی سرمایه را بکار گیرند با این هدف که دسترسی سفته بازان خارجی به اعتبارات پول داخلی را کاهش دهند، اما به طور مشخص، معاملات واقعی و صادقانه تجاری و سرمایه‌گذاری را مستثنی کردند. در نتیجه، افزایش شدید نرخهای بهره، داخلی نبود بلکه خارجی بود و به ۱۳۰۰ درصد یا ۰/۷ درصد در هر روز پرش کرد. در واکنش به فشارهای رسمی بانکها، عرضه کنندگان اصلی بات اعم از داخلی یا خارجی با امتناع از عرضه کوتاه مدت به سفته بازان، دو بازار را از یکدیگر مجزا کردند.

بانک مرکزی تایلند به عنوان بخشی از استراتژی مداخله خود، به میزانی وسیع از بازار سلف ارزی استفاده کرد و قراردادهای سلف بات را خریداری نمود. هنگام سررسید شدن این قرار دادها، فروشندگان خارجی نیازمند بودند در مقابل دلار، بات تحویل دهند. سپس محدودیت اعتبارات برحسب بات، سفته بازان را مجبور کرد در بازار نقدی با فروش دلار در ازای بات، بات خریداری کنند که فشار فزاینده‌ای بر نرخ ارز وارد کرد. مقامات تایلندی برای اینکه هزینه‌های بازدارنده را هر چه بیشتر کنند، فروش بات در ازای دلار در بازارهای نقدی ارزی را به افراد غیر مقیم دارای مقاصد سفته بازانه، ممنوع کردند. به علاوه، مقامات فروش سهام‌های تایلندی در اختیار خارجیان در بورس سهام تایلند را در ازای بات محدود کردند و به جای آن، مقرر داشتند که عواید حاصل از فروش، در نرخ داخلی به دلار تبدیل شود و به این ترتیب، یکبار دیگر عرضه بات به سفته بازان را محدود ساختند. در واقع، مقامات استراتژی «محدود کردن بات در دست سفته بازان غیر مقیم» را اتخاذ نمودند. منابع بازار



گزارش می‌دهند که افزایش هزینه تأمین مالی به زبانی بالغ بر یک تا یک و نیم میلیارد دلار برای فروشندگان سلف بات تا آخر ژوئن سال ۱۹۹۷ منجر شد. از آنجایی که دارندگان داخلی ثروت تلاش نکردند تا داراییهای خود را بر حسب بات به دلار تبدیل کنند، لذا مقامات تایلندی قادر بودند با تکیه بر کاربرد وسیع کنترل‌های گزینشی سرمایه تا اوایل ژوئیه سال ۱۹۹۷ در مقابل فشار بر بات مقاومت کنند. ترس از سرایت بیشتر، سبب شد تا بانکهای مرکزی آسیایی، به ویژه در حمایت از بات، به مداخلات بازاری هماهنگ دست بزنند. از آنجا که بازارهای گسترده خارجی برای این پولها وجود دارد - در سنگاپور و هنگ کنگ - برخی مداخلات آشکار و هماهنگ اداره پولی سنگاپور و اداره پولی هنگ کنگ عمدتاً از طرف سایر بانکهای مرکزی انجام شد. در حالی که بات تایلند، در مقابل هجوم اولیه مقاومت کرد و فشار بر سایر پولهای آسیایی فروکش کرد، بانک ملی چک مجبور شد سیاست حفظ کرون در دامنه برابر آن در مقابل سبدي از ارزهای معتبر را در تاریخ ۲۶ ماه مه رها کند و کرون، متعاقباً شناور شد.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## پیوست ۱

## رتبه کشوری و عوامل بنیادین

در شکل ۱۴ عملکرد سه گروه از کشورها در رابطه با مجموعه‌ای از متغیرهای اقتصادی که به طور سنتی مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار آنها را مورد شناسایی قرار داده‌اند، به عنوان عوامل مهم تعیین کننده رتبه اعتباری یک کشور خلاصه شده است. گروه A شامل کشورهایی است که پیش از سال ۱۹۹۰ مؤسسه مودی برای آنها رتبه‌بندی اعتباری محاسبه کرده است. گروه B کشورهایی را شامل می‌شود که برای نخستین بار بین سالهای ۹۶-۱۹۹۰ برای آنها رتبه‌بندی اعتباری صورت گرفته است و گروه C کشورهایی را در برمی‌گیرد که تا انتهای سال ۱۹۹۶ رتبه‌بندی اعتباری نداشتند.<sup>۲۳</sup> متغیرها شامل رشد GDP سرانه، رشد GDP، نرخ تورم، سرمایه‌گذاری و پس‌انداز به صورت درصدی از GDP، توازن مالی، حسابجاری، جریانات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به داخل، کل بدهی خارجی نسبت به صادرات و GDP، نسبت اصل و فرع بدهیها به درآمدهای صادراتی و ذخایر ارزی خارجی بر حسب درصدی از حجم پول و صادرات سالانه. در شکل ۱۴ از عملکرد متوسط گروه A در سال ۱۹۹۵ به‌عنوان مبنایی برای مقایسه در طول زمان و میان گروهها استفاده شده است. برای یک متغیر خاص

۲۳. این گروهها با توسل به مجموعه‌ای از تمامی کشورهایی که عضو صندوق بین‌المللی پول بوده‌اند، اضافه کردن تایوان و سپس حذف کردن کشورهایی که از خصوصیات زیر برخوردارند، ساخته شده است: (۱) کشورهای عضو OECD به استثنای کره، مکزیک و ترکیه؛ (۲) تمام اقتصادهای در حال گذار به دلیل قابل مقایسه بودن داده‌ها؛ (۳) کشورهای با جمعیت کمتر از ۵۰۰ هزار نفر؛ (۴) اقتصادهای با GDP کمتر از ۲/۵ میلیارد دلار؛ (۵) کشورهایی که در دوره مورد بررسی دچار اغتشاشات داخلی بوده‌اند. کشورهای واقع در هر گروه به قرار زیر است:

گروه A: آرژانتین، بوزنیل، چین، هند، کره، مالزی، سنگاپور، تایلند، ونزوئلا.

گروه B: بحرین، شیلی، کلمبیا، مصر، اندونزی اسرائیل، اردن، مورس، مکزیک، عمان، پاکستان، پرو، فیلیپین، عربستان سعودی، آفریقای جنوبی، چین تایپه، ترینیداد و توباگو، تونس، ترکیه، امارات عربی متحده، اروگوئه.

گروه C: بنگلادش- بلیری، بوتسوانا، بورکینافاسو، کامرون، کنگو، کاستاریکا، ساحل عاج، قبرس، جمهوری دومینیکن، اکوادور، گابن، غنا، گینه، جامائیکا، کنیا، ماداگاسکار، مراکش، نپال، نیجریه، گینه جدید، پاپوا، پاراگوئه، سنگال، تانزانیا، اوگاندا، زامبیا، زیمبابوه.

میانگین هر گروه در یک مقطع خاص زمانی با استفاده از میانگین و انحراف معیار گروه A در سال ۱۹۹۵ نرمال شده است.<sup>۲۴</sup> پس، این میانگین‌های استاندارد شده یا نرمال شده برای هر متغیر در نمودارها رسم شده است که در آن، دور شدن از مبدا<sup>۲۵</sup> به معنی بدتر شدن و نزدیک شدن به مبدا<sup>۲۶</sup> نشان دهنده بهبود است. برای مثال، مقدار ۲ که برای متغیر YPC در گروه C در سال ۱۹۹۳ (سطر پایین وسط) نسبت داده شده است به این معنی است که نرخ رشد متوسط GDP سرانه کشورهای گروه B به اندازه ۲ انحراف معیار پایین تر از کشورهای گروه A در سال ۱۹۹۵ است.

این شکلها حاکی از سه نتیجه‌گیری کلیدی هستند: نخست، به طور متوسط کشورهای گروه A عملکرد خود را عمدتاً از طریق کاهش تورم و افزایش نرخ رشد GDP بهبود بخشیده‌اند. دوم عملکرد گروه B در دهه ۱۹۹۰ هم به طور مطلق و هم به طور نسبی در قیاس با گروه A بهبود یافته است. بیشترین بهبود نرخ تورم، پایین‌تر و تاحدی کمتر از وضعیت خوب بدهیهای خارجی بوده است. سوم، به طور متوسط کشورهای گروه C بهبود نسبتاً اندکی در عملکرد خود طی دوره ۹۵-۱۹۹۰ داشته‌اند.

## پیوست ۲

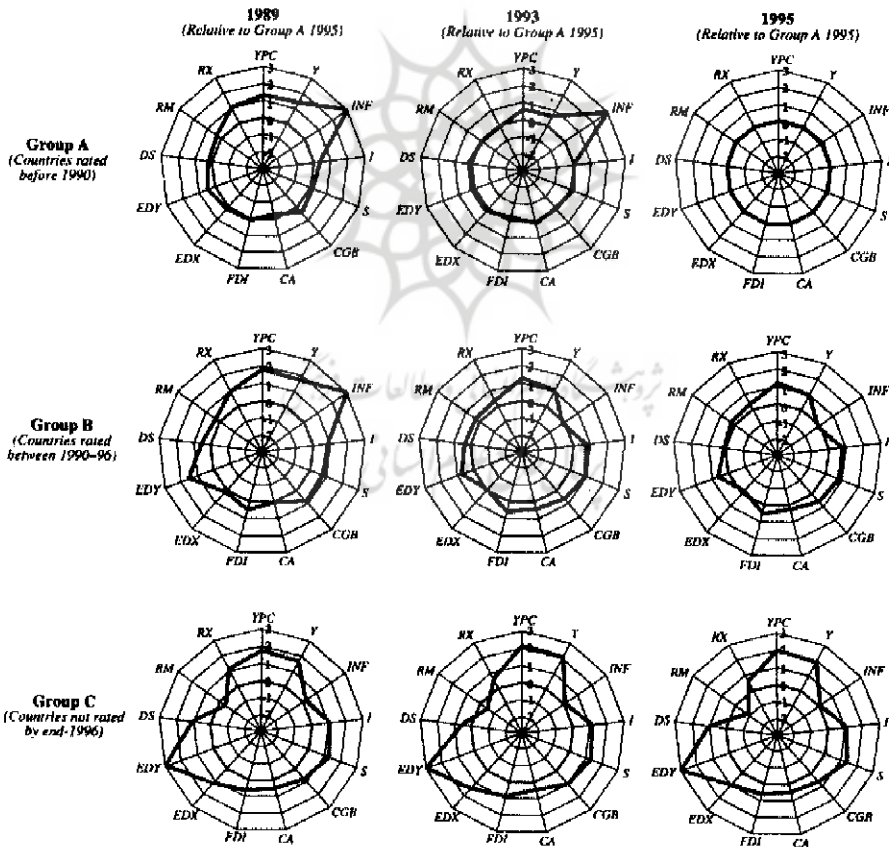
### مکانیک هجومهای سفته‌بازانه

در حالی که رژیمهای نرخ ثابت ارز همواره در معرض هجوم سفته‌بازانه قرار داشته‌اند، تحرک بیشتر سرمایه در ۵ سال اخیر و بحرانهای ارزی شدید همراه با آن به بازنگری عمیقی از دفاع احتمالی بانک مرکزی در این محیط منجر شده است. همه دفاعهای آتی در مقابل تهاجمات عبارت بودند از ترکیبی از دخالت در بازار ارز و کنترل عرضه اعتبارات پولی داخلی به فروشندگان عملیات پوششی بانک در خصوص وضعیت قرار دادهای سلف.

۲۴. برای هر حالتی در نمودار متغیرهای نرمال‌کننده موقع رسم بین  $+3$  و  $-3$  محدود شده‌اند.

نمودار ۳- رتبه‌های در حال ظهور: رتبه‌کشوری و عوامل بنیادین

- FDI GDP سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به صورت درصدی از کل بدهیهای خارجی به صورت درصدی از صادرات
- EDX کل بدهیهای خارجی به صورت درصدی از GDP
- EDY نسبت بدهی خدمات
- DS کل ذخایر ارز خارجی به صورت درصدی از پول وسیع
- RM کل ذخایر ارزی به صورت درصدی از صادرات
- RX نرخ رشد GDP سرانه، متوسط ۵ ساله
- YPC نرخ رشد GDP، متوسط ۵ ساله
- Y نرخ تورم براساس CPI
- INF سرمایه ثابت ناخالص به صورت درصدی از GDP
- I پس‌انداز خالص به صورت درصدی از GDP
- S موازنه دولت مرکزی به صورت درصدی از GDP
- CGB حسابجاری به صورت درصدی از GDP
- CA



### عملیات پوششی بانک در رابطه با وضعیت قرارداد سلف

سفته بازان از طریق فروش بدون در اختیار داشتن مالکیت و عموماً با فروش پول داخلی در معرض تهاجم به یک بانک از طریق قراردادهای سلف نسبتاً بلند مدت تر ( حداقل یک ماه)، به یک پول (رایج داخلی) حمله می‌کنند. به عنوان یک رویه عادی برای متوازن کردن وضعیت خود بر حسب پول داخلی که این معاملات آنها را ایجاد می‌کند بانک بلافاصله پول داخلی را در بازار نقدی در مقابل دلار و برای تسویه ۲ روزه می‌فروشد در حالی که بانک عدم تطابق پولی خود را متوازن می‌سازد، باز هم همچنان با عدم تطابق سررسید روبرو است. بانک برای اینکه عدم تطابق در سر رسید را از بین ببرد، معمولاً "یک قرارداد تعویضی ارزی منعقد می‌کند که به معنی تحویل دلار به پول داخلی ظرف دو روز تحویل پول داخلی در مقابل دلار ظرف ۳ روز بعد است. شکل ۱۵ مثال عینی این قبیل معاملات سلف را به نمایش می‌گذارد که به طور معمول عملیات عمده فروشی در ادوار معمولی و ادوار سفته بازانه است.

### مداخلات سلف بانک مرکزی

بانک مرکزی ممکن است در بازار سلف یک مشتری باشد. اگر خرید سلف بانک مرکزی از پول داخلی با فروش سلف مشتری دیگر سیستم بانکی تطابق یابد، مداخله سلف، آن فروش نقدی پول داخلی را بدون اینکه بانک مرکزی مجبور باشد مستقیماً در بازار نقدی مداخله کند، جذب خواهد کرد. با انعقاد یک قرارداد سلف، بانک مرکزی به طور ضمنی اعتبارات پول داخلی را مستقیماً به فروشندگان آن پول عرضه می‌کند.

### عرضه اعتبار در یک بحران

در یک بحران پولی که در آن امکان بالقوه‌ای برای قمار بازی یک طرفه وجود دارد، اشخاص خصوصی محدودی وجود دارند که مایلند عرضه کننده اعتبار داخلی باشند. با این حال، اگر بخواهیم تنور هجوم سفته بازانه را گرم نگهداریم، نظام بانکی باید کلاً "عرضه کننده اعتبار به فروشندگان باشد. این امر در پانل اول نمودار ۱۵ مشهود است که در آن دریافتیهای پولی داخلی بانک از قرارداد سلف شامل یک وام یک ماهه به فروشندگان است. اگر بانک مرکزی مستقیماً اعتبار را از طریق مداخلات

سلف عرضه نکند، اعتبار باید یا از طریق عملیات بازار پولی بانک یا تسهیلات آبی عرضه شود. در هر دو حالت، پول داخلی را که سیستم بانکی عرضه کرده است انتقال اعتبار از بانک مرکزی هست که باید آخرین طرف مقابل در هر دو سوی معاملات متوازن کننده وضعیت نظام بانکی باشد.

### دفاع با نرخ بهره

در یک بحران، دفاع استاندارد بانک مرکزی افزایش نرخ بهره است تا فروشندگان را دچار محدودیت سازد. با این حال، اگر همچنان به وام دادن ادامه دهد در حقیقت بانک مرکزی تا حدودی حمله را با عرضه وجوه در یک نرخ بهره سقف، همچنانکه تقاضا برای اعتبار داخلی افزایش می‌یابد، تأمین مالی می‌کند. این دفاع استاندارد با نرخ بهره، برای این طراحی شده است که هزینه تأمین مالی برای سفته بازان را قبل از یک کاهش احتمالی ارزش پول بالاتر از نفع سرمایه‌انظاری به دلیل کاهش ارزش، وضعیتی که ممکن است نهایتاً به خرید منجر شود، افزایش دهد.

### مکانیک مختل کردن هجوم سفته بازان با کنترل معاملات تعویضی ارزی

متأسفانه هزینه‌های بهره‌ای محدود کردن فروشندگان، هم بر سفته بازان تحمیل می‌شود و هم بر کسانی تحمیل می‌شود که برای مقاصد تجاری دچار کمبود پول هستند. بنابراین، محدود کردن اگر زیاد طول بکشد ممکن است فعالیت اقتصادی را تحت تأثیر قرار دهد. برای سبک‌تر کردن این هزینه، بانک مرکزی ممکن است نرخهای بهره را برای کسانی که به عنوان سفته باز شناسایی شده‌اند، افزایش دهد و از طریق کنترل‌های اعتباری نرخهای امتیازی را برای غیر سفته بازان قابل شود. یک راه برای انجام این کار این است که کسانی را که دارای آدرس خارجی بوده و یا بانکهای داخلی وارد معاملات تعویضی ارزی می‌شوند به عنوان سفته باز شناسایی کنیم و سپس یا این معاملات تعویضی را ممنوع سازیم یا اصرار ورزیم که بر بخش سلف این قبیل معاملات تعویضی، تزیل قابل ملاحظه سلفی وضع شود. مثلاً "بانکهای داخلی ممکن است عرضه اعتبار یک شبه در داخل ترازنامه دارای سررسیدهای طولانی تر به آدرسهای خارجی را ممنوع سازد. چنین کنترل‌هایی یک مابه‌التفاوت میان نرخهای بهره داخلی و خارجی و امهای بر حسب پول داخلی، توأم با انگیزه قوی برای فرار از کنترلها، به وجود آورد.

نمودار ۴- دریافتها و پرداختهای بانک (ناشی از عملیات قرارداد سلف)

مرحله اول: قرارداد سلف = عدم تطابق پولی

دریافت	پرداخت
پول داخلی در یک ماه ۲۵۰۰	دلار آمریکا (\$) در یک ماه ۱۰۰

مرحله دوم: قرارداد سلف + فروش نقدی = عدم تطابق سررسید

دریافت	پرداخت
پول داخلی در یک ماه ۲۵۰۰	پول داخلی در دو روز (نقدی) ۲۵۰۰
\$ در دو روز (نقدی) ۱۰۰	\$ در یک ماه (سلف) ۱۰۰

مرحله سوم: قرارداد سلف + فروش نقدی + معامله تعویضی = متوازن کردن وضعیت

دریافت	پرداخت
پول داخلی در یک ماه (سلف) ۲۵۰۰	پول داخلی در یک ماه (تعویضی) ۲۵۰۰
پول داخلی در دو روز (تعویضی) ۲۵۰۰	پول داخلی در دو روز (نقدی) ۲۵۰۰
\$ در یک ماه (تعویضی) ۱۰۰	\$ در یک ماه (سلف) ۱۰۰
\$ در دو روز (نقدی) ۱۰۰	\$ در دو روز (تعویضی) ۱۰۰

\* فرض کنید نرخ ارز نقدی پول داخلی به صورت  $1 = 25 \$$  می‌باشد.



شروېشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی