

اقتصاد بحران‌های پولی

نویسنده: پائولو پزنتی و سدریک تایل

ترجمه: مهدی تقوی*

مقدمه

در مورد دلایل بروز بحران‌های پولی دو نظریه در نوشته‌های اقتصادی وجود دارد. اولین نظریه بی‌ثباتی پولی را با عدم تعادل‌های ساختاری کشورها و سیاست‌های ضعیف اقتصادی ارتباط می‌دهد و دومی تغییرات در انتظارات بازار را منبع اصلی بی‌ثباتی می‌داند. در این مقاله بحث در این باره است که تنها با تلفیق این دو نظریه می‌توان پیچیدگی بحران پولی آسیا را در سالهای ۹۸ - ۱۹۹۷ شناسایی کرد. به عقیده نویسندگان بحران، ناشی از کنش و اکنش ضعف‌های ساختاری و نوسانات شدید در بازارهای سرمایه بین‌المللی بوده‌است. علاوه بر این نویسندگان به دو عامل دیگر که نقشی در شدت بحران آسیا داشتند اشاره می‌کنند، این دو عامل عبارتند از: نظارت غیرکافی بر بانکها و بخشهای مالی و انتقال سریع بحران به کشورهای دیگر که از طریق تجارت و منابع اعتباری مشترک با کشور بحران‌زا ارتباط داشتند.

در دهه ۱۹۹۰ شاهد چند دوره بحران پولی بودیم، مانند احتمال سقوط مکانیزم نرخ ارز اروپا در سال‌های ۹۳-۱۹۹۲، بحران تکیلا در آمریکای لاتین پس از تقلیل ارزش پیروی مکزیکی در سال‌های ۹۵-۱۹۹۴ و بحران شدید پولی در آسیا در ۹۸-۱۹۹۷. اثرات اقتصادی این عدم ثبات نرخ ارز به خصوص در آسیا بسیار زیان‌آور بود. در پی سال‌های رونق، کشورهای بحران‌زده تایلند، مالزی، اندونزی، فیلیپین و کره جنوبی شاهد سقوط ارزش خارجی پول خود و معکوس شدن جریان سرمایه از سال ۱۹۹۷ به بعد بودند تا نیمه اول سال ۱۹۹۷ سرمایه‌گذاران حجم عظیمی از منابع مالی را به کشورهای آسیایی صادر کرده‌بودند، در نیمه دوم سال این روند معکوس رشد و در حدود ۱۰۰ میلیارد دلار جریان سرمایه به خارج سرازیر شد. این مقدار که در حدود ۱۰ درصد تولید ناخالص داخلی ۵ کشور بحران‌زده بود، شوک قابل ملاحظه‌ای به منطقه وارد ساخت.

اقتصاددانان و تحلیل‌گران سیاست‌های اقتصادی در کوشش برای توضیح شدت بحران‌های پولی و مالی اخیر با یک چالش روبرو می‌باشند. این بحران‌ها این بحث را پیش آورده است که آیا عدم ثبات پولی و مالی ناشی از تغییر در اعتماد و انتظارات بازار بوده یا از ضعف متغیرهای اساسی اقتصادی ناشی می‌شود.

برای پاسخ دادن به این سؤال بحث را با الگوهای نسل اول که در آنها بحران‌های پولی و مالی نتیجه غیرقابل اجتناب سیاست‌های غیرقابل دوام یا عدم تعادل‌های اساسی فرض می‌شوند، آغاز می‌کنیم. سپس الگوهای نسل دوم را که در آنها تغییر در انتظارات بخش خصوصی ایجادکننده بحران فرض می‌شود، مورد بحث قرار می‌دهیم.

الگوهای نسل اول: سیاست‌های غیرقابل دوام و عدم تعادل‌های ساختاری

در نوشته‌ها در مورد عدم ثبات نرخ ارز یک برداشت، الگوهای نسل اول یا الگوهای سیاست برون‌زا می‌باشد که در آن بحران پولی حاصل غیرقابل اجتناب مواضع سیاستی غیرقابل دوام یا عدم تعادل‌های ساختاری فرض می‌شد. این نظر

تأکید می‌کند که نظام نرخ ارز جزئی از یک مجموعه سیاستی وسیع‌تر است و تنها در صورت عدم تضاد با سایر هدف‌های پولی و مالی، می‌تواند دوام داشته باشد. توان یک کشور در تأمین کسری حساب جاری با ایجاد درآمد صادراتی به اندازه کافی در آینده نیز یک عامل مهم اثرگذار بر دوام نظام نرخ ارز می‌باشد.

کشوری را با سیاست پولی انبساطی و نظام نرخ ارز ثابت در نظر بگیرید. در چنین اقتصادی، حمایت و دفاع از ثبات نرخ ارز باعث کاهش ذخایر ارزی نگاهداری شده توسط بانک مرکزی می‌شود. بطور دقیق‌تر نرخ بسط اعتبارات داخلی باید از نرخ رشد تقاضا برای پول داخلی بیشتر گردد. افرادی که نقدینه مازاد انباشته می‌سازند ترجیح خواهند داد که پول داخلی را به اوراق بهادار به پول خارجی یا دارایی‌های داخلی دارای بهره تبدیل کنند. هر دو کار فوق باعث تقلیل ارزش پول ملی می‌شود. در حالت اول فشار مستقیماً از افزایش تقاضا برای اوراق بهادار خارجی ناشی می‌شود. در حالت دوم، قیمت اوراق قرضه داخلی افزایش و بازده آن کاهش خواهد یافت و باعث خواهد شد که افراد اوراق بهادار داخلی را فروخته و دارایی‌های با بازده بالاتر را خریداری کنند. چون بانک مرکزی باید نرخ ارز را ثابت نگاهدارد باید افزایش تقاضا برای پول خارجی را با کاهش ذخایر ارزی پاسخ دهد. بطور خلاصه فرایند بسط اعتبار در داخل به معنی کاهش ذخایر ارزی کشور می‌باشد.

در وهله اول، ما انتظار داریم که موجودی ذخایر ارزی با گذشت زمان کاهش یابد. هنگامی که ذخایر بطور کامل از دست می‌رود، بانک مرکزی هیچ بدیلی به جز شناور کردن پول ملی نخواهد داشت. در این الگو فرض می‌شود که ذخایر نه به تدریج بلکه فوراً از دست می‌رود. با پیش‌بینی کاهش ارزش پول ملی، مردم پول ملی را به ارز تبدیل می‌کنند. براساس الگو، بحران پولی هنگامی که سفته‌بازی بازده مثبت ارائه می‌دهد، شکل حمله سفته‌بازان و تغییر ترکیب گنجینه دارایی را به خود می‌گیرد. در این حالت سفته‌بازان تمامی موجودی ذخایر ارزی را که بانک مرکزی برای حمایت از نرخ ارز ثابت عرضه می‌کند، خریداری می‌کند. بعد از حمله سفته‌بازان بانک مرکزی مجبور

به شناور کردن پول می‌گردد.

به سادگی می‌توان الگوی سیاست برون‌زا را برحسب ناسازگاری بین نرخ ارز ثابت و عدم تعادل مالی داخل تفسیر کرد. در واقع بسط اعتبارات مورد اشاره در بالا را می‌توان حاصل کسر بودجه دانست که توسط بانک مرکزی با انتشار پول تأمین مالی می‌شود. از این نقطه نظر الگو نشان می‌دهد که عدم تعادل مالی مستقیماً کشور را با مسئله بحران پولی و حمله سفته‌بازان روبرو می‌سازد.

اما یک نکته در مورد تحلیل بالا باید مورد توجه قرار گیرد. چون حمله سفته‌بازان از پیش‌بینی بازار در تقلیل ارزش اجتناب‌ناپذیر پول ملی ناشی می‌شود، آنچه برای تحلیل اهمیت دارد مواضع سیاستی است که سرمایه‌گذاران پیش‌بینی می‌کنند و نه آنچه که در گذشته مشاهده کرده‌اند. به عبارت دیگر، این واقعیت که کسر بودجه کشور چندان قابل ملاحظه نیست یک دلیل موجه برای کنار گذاردن احتمال بروز بحران پولی نمی‌باشد. علت این است که تعادل مالی مشاهده شده ممکن است یک نشانه ضعیف از خالص بدهی‌های مؤثر دولت باشد. برای درک این مسئله، کشوری را در نظر بگیرید که کسر بودجه یا بدهی ندارد، اما بخش خصوصی در آن با شوکهای بسیاری که سودآوری شرکتها و بانکها را تهدید می‌کنند، روبرو می‌باشد. این مشکلات مالی ممکن است دولت را مجبور به نجات مؤسسات دچار مشکل نماید. این مداخله دولت می‌تواند به اشکال مختلف صورت گیرد، اما نهایتاً ماهیتی مالی داشته و مستقیماً بر توزیع درآمد و ثروت بین واسطه‌ها و مالیات‌دهندگان تأثیر می‌گذارد. افرادی ضعیف بخش خصوصی را مشاهده می‌کنند می‌توانند ببینند که دولت در آینده به اطر تأمین مالی هزینه‌های مداخله مجبور به اعمال سیاست پولی انبساطی خواهد شد. چون این انبساط پولی با حفظ نرخ ارز ثابت ناسازگار خواهد بود، سرمایه‌گذار انتظار تقلیل ارزش پول را خواهند داشت و این انتظار باعث شروع حمله سفته‌بازان خواهد شد.

مورد بالا را می‌توان برای روشن کردن نقش عدم تعادل‌های ساختاری، مانند

کسری مزمن حساب جاری، در ایجاد بحران پولی توسعه داد. یک کسری حساب جاری معرف وام‌گیری خالص از بقیه جهان است، بنابراین وابستگی به سرمایه خارجی می‌تواند کشور را در یک وضعیت خطرناک قرار دهد. برای مثال، سقوط رابطه مبادله یک کشور به شکل قابل ملاحظه‌ای توان بازپرداخت بدهی کشور را کاهش می‌دهد. در این صورت سرمایه‌گذاران خارجی ممکن است تصمیم بگیرند که دیگر به آن کشور وام ندهند.

اگر نقدینگی بخش خصوصی و توان بازپرداخت وام خارجی این بخش کاهش یابد، افزایش بدهی بخش خصوصی باری سنگین برای بخش دولت خواهد شد. زیرا دولت، هنگامی که بستانکاران خارجی دادن وام بیشتر را متوقف کرده و خواهان بازپرداخت طلب خود می‌گردند، باید به کمک بخش خصوصی بیاید. این پویایی بحران پولی از همان مراحل منطقی الگوی نسل اول که در بالا تحلیل شده پیروی می‌کند. توجه کنید که تقلیل ارزش پول در این چارچوب می‌تواند با افزایش صادرات وضعیت حساب جاری تراز را اصلاح کند. بحث بالا این پرسش را مطرح می‌سازد که در چه شرایطی یک کسری حساب جاری غیرقابل دوام می‌باشد؟ توان کشور در ایجاد منابع مالی لازم برای بازپرداخت بدهی‌ها به قدرت ایجاد مازاد تجاری در آینده بستگی دارد. به وضوح بدتر شدن وضعیت صادرات در آینده به شکل منفی توان بازپرداخت وام را تحت‌تأثیر قرار می‌دهد. این بدتر شدن وضعیت صادرات می‌تواند ناشی از چند عامل باشد. برای مثال تورم داخلی می‌تواند قیمت کالاهای مبادله شده را در نظام نرخ ارز ثابت افزایش دهد و باعث کاهش صادرات گردد. کاهش قدرت رقابت کالاهای داخلی در نظام نرخ ارز ثابت می‌تواند، هنگامی که نرخ ارز در مقابل شرکای تجاری عمده افزایش می‌یابد، باعث کاهش صادرات گردد. برای مثال، چون کشورهایی که تحت‌تأثیر بحران آسیا قرار گرفتند پول خود را با دلار تثبیت کرده‌بودند، قدرت رقابت صادرات آنها به ژاپن با افزایش ارزش دلار در مقابل ین در دو سال قبل از بروز بحران کاهش یافت.

قدرت حفظ کسری حساب جاری همچنین به استفاده از منابع وام گرفته شده

نیز بستگی دارد. اگر کسری طرح‌های سرمایه‌گذاری را در بخش کالاهای قابل مبادله تأمین مالی کند، این سرمایه‌گذاری‌ها منابع جدید درآمد صادراتی ایجاد می‌کند و از این طریق می‌توان بدهی‌ها را بازپرداخت کرد. به همین ترتیب کسری حساب جاری که سرمایه‌گذاری در کالاهای غیرقابل مبادله، ساختمان یا طرحهای با سوددهی پائین را تأمین مالی می‌کند، نمی‌تواند دوام داشته باشد، زیرا بازده این سرمایه‌گذاری‌ها برای بازپرداخت اصل و فرع وام‌ها کافی نمی‌باشد.

الگوهای نسل دوم: انتظارات و تعادل‌های چندگانه

در تغییر الگوهای نسل اول از بحران پولی امکان حفظ یا عدم حفظ نرخ ارز ثابت را متغیرهای اساسی برون‌زا که به رفتار عامل‌های اقتصادی مربوط نمی‌شوند، تعیین می‌کنند. در مدل‌های مطرح شده در بالا برای مثال مشارکت‌کنندگان در بازار انتظارات خود را بر این فرض پایه می‌گذارند که عملیات آنها عدم تعادلی مالی یا سیاست‌های اعتباری داخلی را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد. بر خلاف این کنش، واکنش انتظارات و نتایج واقعی مرکز ثقل الگوهای نسل دوم بحران می‌باشد که در آن انتظارات بازار مستقیماً تصمیم‌های سیاست کلان اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، زیرا اعمال سیاست‌گذاران در این الگوها معرف واکنشهای بهینه در مقابل شوکهای کلان اقتصادی می‌باشد.

نکته کلیدی مورد تأکید در الگوهای نسل دوم این است که کنش و واکنش بین انتظارات سرمایه‌گذاران و نتایج واقعی سیاستها می‌تواند زاینده بحران باشد. این مسئله را با مثالی که در آن نتایج کاملاً متفاوت برحسب انتظار عاملین اقتصادی می‌تواند بدست آید، نشان می‌دهیم. این نامشخص بودن حتی هنگامی که تغییراتی در متغیرهای اساسی وجود ندارد مرکز ثقل توانایی الگو برای عقلایی ساختن نوسانات شدید در بازار می‌باشد.

کشوری را در نظر بگیرید که مقامات پولی آن متعهد به ثابت نگاهداشتن نرخ

ارز می‌باشند، اما در شرایط غیرعادی مانند رکود شدید حاضرند نرخ ارز را شناور کنند. اگر وام کشور از خارج به پول کشور وام‌گیرنده اخذ شده باشد، سرمایه‌گذاران خارجی با احتمال تقلیل ارزش پول که باعث کاهش ارزش طلب آنها می‌گردد، روبرو خواهند شد. اگر سرمایه‌گذاران خارجی احتمال کاهش ارزش پول را پیش‌بینی کنند، نرخ بهره بالا برای وام خود طلب خواهند کرد. این مسئله هزینه وام‌گیری را برای کشور افزایش خواهد داد و با محدود کردن فرصت‌های وام‌گیری، رشد تولید را منوط خواهد ساخت. در این صورت مقامات پولی هزینه تثبیت نرخ ارز را بیش از اندازه خواهند یافت و ممکن است برای افزایش تقاضای کل و اشتغال، ارزش پول ملی را تقلیل دهند. تقلیل ارزش پول به نوبه خود انتظارات اولیه سرمایه‌گذاران را تأیید خواهد کرد. انتظار تقلیل ارزش پول عملاً به تقلیل ارزش پول می‌انجامد و هزینه دفاع از نرخ ارز ثابت را افزایش می‌دهد. بنابراین پیش‌بینی باعث یک واکنش سیاستی می‌شود که به انتظارات اولیه اعتبار می‌بخشد.

توجه کنید که سناریو بحران توضیح داده شده در بالا تنها نتیجه ممکن الگوی ساده ما نیست. یک سناریوی بدیل دیگر را نیز در نظر بگیرید که در آن سیاستگذاران تقلیل ارزش پول را پیش‌بینی نمی‌کنند و نرخ بهره وام را افزایش نمی‌دهند. در این حالت هزینه وام‌گیری پایین باقی می‌ماند و مقامات پولی می‌توانند نرخ ارز ثابت را حفظ کنند. در این حالت عدم انتظار تقلیل پول اعتبار می‌یابد. بنابراین ویژگی الگوی ما امکان بروز نتایج چندگانه است. با فرض ثابت بودن بقیه عوامل، شرایطی وجود دارد که در آن ثبات پولی از دست خواهد رفت و یا شرایطی می‌تواند وجود داشته باشد که ثبات پولی در آن حفظ می‌گردد. یک بحران پولی را می‌توان ناشی از تغییر در انتظارات در جهت نتیجه تقلیل ارزش پول فرض کرد. چنین تغییری حفظ نرخ ارز ثابت را پرهزینه می‌سازد.

مزیت اصلی اتکاء به چنین تفسیری از بحران پولی توانایی تمایز بین دو شکل اختلال است که یکی به بازارهای مالی و دیگری به متغیرهای کلان اقتصادی اساسی

مربوط می‌شود. اختلال اول شدیدتر از اختلال دوم می‌باشد. تغییر فوری در انتظارات مشارکت‌کنندگان در بازار نقش عمده‌ای در تعیین بحران بازی می‌کند. در این حالت نرخ ارز کمتر از الگویی که نتیجه واحد بدست می‌دهد، قابل پیش‌بینی است. در نتیجه الگوهای نسل دوم با واقعیت‌های بازارهای مالی جهانی سازگارتر می‌باشد. اما این الگوها علت تغییر در انتظارات افراد را توضیح نمی‌دهند. به عبارت دیگر نظریه در مورد عواملی که باعث کاهش اعتماد می‌گردند، چیزی نمی‌گوید.

ویژگیهای مراحل بحران: تجربه آسیا

دو نظریه که به آنها اشاره شد، باتوجه به بحران مالی آسیا، چند ویژگی را که نقش اساسی در ایجاد این بحران در دهه ۱۹۹۰ بازی کردند مورد توجه قرار نداده‌اند. این ویژگی‌ها عبارتند از نقش بخش مالی و بانکی و مکانیزم انتقال بحران از یک کشور به کشورهای دیگر.

بخش مالی و بانکی

در چند بررسی اخیر این بحث صورت می‌گیرد که بحران پولی و بانکی در بازارهای رو به رشد باید به‌عنوان یک رویداد دوگانه در نظر گرفته شود و کانال بازخور بین این دو، مورد بررسی قرار گیرد. به عبارت دیگر بحران‌های مالی و بانکی می‌تواند دایره خبیثی ایجاد کند که تشدیدکننده یکدیگر باشند. بنابراین هنگام ارزیابی صدمه‌پذیری یک کشور از بحران و اثر اقتصادی عدم ثبات نرخ ارز شاخص‌های قدرت مالی باید ارزیابی گردند. نقش مرکزی نهادهای مالی و نیز نظارت و تنظیم بخش مالی و بخش بانکی، محدود ساختن وام‌گیری بیش از حد از خارج و کاهش مخاطره کمبود موقتی نقدینگی را که می‌تواند بحران آفرین باشد، ضروری می‌سازد. با متمایز ساختن دو نظریه مورد اشاره در بالا نقش بخش بانکی در هر دو نظریه قابل اهمیت است. کانال بازخور بین بحران‌های پولی و بحران‌های بانکی و سلامت ترازنامه بخش مالی و

مسئله وام‌گیری بیش از حد با نظریه متغیرهای کلان اقتصادی اساسی رابطه دارد. برعکس بحران‌های ناشی از کمبود نقدینگی در بخش بانکی کنش واکنش بین انتظارات و نتایج را منعکس می‌سازد.

یک بحران پولی، هنگامی که بدهی بانکها به پول خارجی است، بر بخش بانکی اثر منفی می‌گذارد. تقلیل ارزش پول به سرعت ارزش این بدهی را به پول ملی افزایش می‌دهد. چون بانکها به پول ملی در بازار داخل وام می‌دهند، تقلیل ارزش پول باعث بدتر شدن وضعیت ترازنامه آنها می‌شود و به نوبه خود بحران بانکی می‌تواند از طریق فشاری که به طرف مالی اقتصاد وارد می‌کند یک بحران پولی ایجاد نماید. هزینه مقابله با نتایج بحران بانکی مانند تصفیه بانکهایی که ورشکست شده‌اند، هزینه‌ای است که دولت باید پرداخت کند. بنابراین یک بحران بانکی باعث بدتر شدن غیرمنتظره وضعیت مالی کشور می‌شود. تغییری قابل ملاحظه در بدهی دولت می‌تواند انتظار تأمین مالی کسر بودجه را از طریق چاپ پول و تقلیل نرخ ارز ایجاد کند. این مکانیزم شبیه مکانیزم الگوهای نسل اول بحران پولی است که بر نقش سیاستهای مالی غیرقابل دوام تأکید داشتند. بطور خلاصه آسیب‌پذیری کشور در مقابل بحرانهای پولی به شدت به سلامت و ثبات بخش بانکی بستگی دارد. قدرت واسطه‌های مالی همچنین بر اثر تقلیل ارزش پول بر متغیرهای حقیقی اثر می‌گذارد. با بدتر کردن وضعیت ترازنامه واسطه‌های مالی، تقلیل ارزش پول می‌تواند باعث محدود ساختن شرایط در بازار اعتبارات گردد و احتمالاً تولید ملی را کاهش دهد. بنابراین اگر ترازنامه بانکها دارای مقدار زیادی وام‌های مشکوک‌الوصول باشد یا اگر واسطه‌های مالی در کوتاه‌مدت وام‌های ارزی فراوان دریافت کرده‌باشند اثر منفی تقلیل ارزش پول، شدیدتر می‌گردد.

نقش مرکزی واسطه‌های مالی نتایج مهم زیر را دارد:

اول: شاخص‌های اقتصاد فردی، مانند سودآوری شرکتها و نسبتهای بدهی به حقوق صاحبان سهام، می‌تواند بهتر از شاخص‌های متعارف کلان اقتصادی، مانند

عدم تعادل مالی یا کسری جاری تراز پرداختها، به پیش‌بینی احتمال بروز بحران پولی کمک کند. برای مثال اگر بنگاه‌های اقتصادی هنگام مشاهده کاهش سوددهی سرمایه‌گذاری فعالیت خود را کاهش ندهند باید به تأمین مالی خارجی متوسل گردند. تا حدی که این وام‌گیری اضافی کوتاه‌مدت باشد، بازپرداخت اصل و فرع وام باعث آسیب‌پذیری شرکتها خواهد شد. بنابراین از نظر بانکها سود پائین شرکتها و ضعیف بودن عملکرد آنها وامهای مشکوک‌الوصول بانکها را افزایش خواهد داد.

دوم - باید به نظارت و تنظیم مؤثر واسطه‌های مالی در فرایند آزادسازی سرمایه توجه خاص مبذول گردد. آزادسازی در شرایط نظارت ضعیف می‌تواند آسیب‌پذیری کشور را در مقابل بحرانهای خارجی از طریق تشدید اختلالات و ضعفهای موجود افزایش دهد. کاهش هزینه وام‌گیری به خاطر مقررات زدایی مالی می‌تواند باعث وام‌گیری بیش از حد بانکها و شرکتها به پول خارجی شده و منابع وام‌گرفته شده را به سمت خرید دارایی‌های پر مخاطره یا تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری کم سود سوق دهد. توان محدود تنظیم‌کنندگان مالی برای اعمال قواعد محافظه‌کارانه وام‌گیری بیش از حد را ممکن می‌سازد.

سوم - ارائه تضمین مستقیم یا غیرمستقیم دولت به بخش خصوصی برای واسطه‌های مالی مشکل‌آفرین است. اگر بانکها انتظار داشته باشند که مقامات دولتی در صورت بروز بحران مداخله خواهند کرد، به ارائه وام‌های پرمخاطره یا سرمایه‌گذاری‌های پر مخاطره دست خواهند زد. انتظار کوشش برای نجات مالی می‌تواند باعث گردد که سرمایه‌گذاران خارجی بدون توجه به مخاطره طرحهایی که تأمین مالی می‌کنند، وام ارائه دهند. از این نقطه‌نظر یک نظام نرخ ارز ثابت، بی‌ثبات بوده و سقوط خواهد کرد. علت این است که ثبات ظاهری نرخ ارز تثبیت شده باعث می‌شود واسطه‌های مالی مخاطره پولی را در نظر نگیرند و وام به پول خارجی را به مقدار زیاد بدون پوشش دادن مخاطره دریافت کنند.

نقش مرکزی بخش مالی در بحران اخیر مسئله امکان بروز بحران در اثر کمبود

نقدینگی^۱ مطرح می‌سازد. در یک اقتصاد باز با بازارهای سرمایه‌ای محدود بانکهای داخلی به آزادی می‌توانند سپرده ساکنین و خارجیان را به پول ملی و ارز دریافت کنند. از این سپرده‌ها برای سرمایه‌گذاری بلندمدت که به سرعت نمی‌تواند به وجه نقد تبدیل شود، استفاده می‌گردد.

اگر سپرده‌گذاران داخلی و خارجی هجوم سفته‌بازان را پیش‌بینی کنند تمایل به تبدیل مطالبات به پول ملی را به ارز خواهند داشت. بانکها غالباً مجبور به فروش سرمایه‌گذاری‌های خود برای تأمین منابع جهت پرداخت به سپرده‌گذاران خواهند شد. چون سرمایه‌گذاری‌ها بلندمدت هستند تنها با تخفیف قابل ملاحظه قابل فروش می‌باشند. در نتیجه حتی برای بانکی که خوب اداره می‌شود نیز این امکان وجود دارد که به سرعت ذخایر نقدیش کاهش یافته و نتواند بدهی‌های خود را بازپرداخت کند. بخاطر ارتباط سیستماتیک، این کمبود نقدینه می‌تواند تمامی بخش بانکی و مالی را در برگیرد. اگر چنین وضعیتی رخ دهد، فشار شدید بر نرخ ارز وارد شده و ذخایر ارزی کشور به سرعت کاهش می‌یابد.

انتقال بحران به سایر کشورها

یک جنبه مهم بحران دهه ۱۹۹۰ بروز آن در چند کشور و گسترش سریع آن به یک منطقه بود. برای مثال تقلیل ارزش بات تایلند در ژوئیه ۱۹۹۷ در فاصله یک ماه تقلیل ارزش پولهای مالزی و اندونزی را به دنبال داشت و چند ماه بعد بحران پولی به کره جنوبی نیز سرایت کرد.

توضیحات مختلفی برای این انتقال بحران به سایر کشورها می‌توانیم ارائه کنیم:

ممکن است چند کشور تحت تأثیر یک شوک مشترک قرار گیرند (اگرچه بحران می‌تواند در صورت عدم وجود شوک نیز به کشورهای دیگر سرایت کند). ارتباط تجاری بین کشورها می‌تواند بحران را از یک کشور به کشور دیگر انتقال دهد، چون

تقلیل ارزش پول در یک کشور از طریق کاهش قدرت رقابت صادرات آنها باعث تضعیف متغیرهای کلان اقتصادی در سایر کشورها خواهد شد. وابستگی متقابل مالی نیز می‌تواند باعث انتقال بحران گردد، چون اختلال اولیه در یک کشور می‌تواند باعث شود تا بستانکاران دریافت طلب خود در کشورهای دیگر را خواستار شوند و باعث محدود ساختن اعتبارات در سایر کشورهای بدهکار گردند.

سرانجام، یک بحران پولی در یک کشور می‌تواند تصور مشارکت‌کنندگان در بازار را از آینده اقتصاد کشورها با ویژگیهای مشابه بدتر سازد و اعتماد کلی سرمایه‌گذاران را کاهش دهد. توضیح انتقال بین‌المللی بحران شامل اجزایی است که در هر دو نظریه وجود دارد. شوکهای مشترک همراه با انتقال از طریق کانال تجارت و بستانکاران مشترک، بحران ناشی از متغیرهای کلان اقتصادی است. در مقابل این نقش اصطکاک اطلاعات در بازارهای سرمایه با نظریه دوم سازگاری دارد.

اولین توضیح برای بروز همزمان بحران در کشورهای مختلف بیانگر این مسئله است که همه با شوک مشترکی روبرو بوده‌اند و یا دارای اجزاء آسیب‌پذیر داخلی مشترکی می‌باشند. برای مثال، چند کشور آسیایی ویژگیهای مشترکی مانند اتکاء شدید به وام‌دهی ارزی و نرخ ارز نسبتاً باثبات در مقابل دلار آمریکا داشته‌اند. بروز بحران در چند کشور را می‌توان به جای انتقال شوک از یک کشور به کشورهای دیگر بروز اختلال اولیه به شکل همزمان در همه این کشورها دانست.

در صورت نبود شوک مشترک، اگر ارتباط ساختاری و سرزیر بین‌المللی اقتصاد دو کشور را به یکدیگر وابسته ساخته باشد، یک بحران پولی می‌تواند از کشوری به کشور دیگر انتقال یابد. یعنی اگر تقلیل ارزش پول در یک کشور اثر منفی بر متغیرهای اساسی در کشور دوم بگذارد، کشور دوم را مجبور به تقلیل ارزش پول خواهد ساخت.

تجارت بین‌الملل یک عامل آشکار برای چنین سرریزی می‌باشد. تقلیل ارزش پول بوسیله کشور الف، قیمت کالاهای این کشور را در بازارهای بین‌المللی کاهش

می‌دهد و باعث می‌گردد که بیشتر از کالاهای تولید شده در کشور الف خریداری شود، زیرا در کشورهای دیگر این کالاها نسبتاً گرانتر می‌باشند. این تغییر در خرید کالا، برای مثال اثر منفی بر فروش شرکتها در کشور ب خواهدداشت، بنابراین در کشور ب درآمد صادراتی کاهش یافته و توان کشور را برای حفظ کسری در حساب جاری کاهش می‌دهد و می‌تواند پول این کشور را در معرض هجوم سفته‌بازان قرار دهد. بنابراین کشور ب مجبور به تقلیل ارزش پول خود به منظور حفظ صادرات می‌گردد، چون دفاع از نرخ ارز ثابت برحسب نرخ‌های بهره بالاتر و از دست رفتن ذخایر ارزی بسیار پرهزینه خواهدشد.

جالب است که انتقال بین‌المللی بحران پولی از طریق کانال تجارت به جریان قابل ملاحظه تجارت بین دو کشور اتکاء ندارد. این انتقال می‌تواند حتی اگر دو کشور الف و ب با یکدیگر مبادله تجاری نیز نداشته‌باشند نیز صورت گیرد. ویژگی کلیدی این است که صادرات آنها در بازارهای خارجی با هم رقابت می‌کند. قدرت مکانیزم انتقال از طریق کانال تجارت به میزان شباهت کالاهای تولید شده در دو کشور به یکدیگر بستگی دارد. هنگامی که دو کشور الف و ب کالای خود را در بازارهای مشابهی می‌فروشدند نیز بحران پولی می‌تواند از طریق مکانیزم بالا انتقال یابد.

علاوه‌بر مکانیزم انتقال از طریق تجارت، ممکن است کشورها در صورت دریافت وام از یک اعتباردهنده وابستگی متقابل به یکدیگر پیدا کنند. در واقع نقش مرکزی جریان سرمایه در خلال بحران آسیا نشان می‌دهد که این ارتباط وجود دارد. یک بحران پولی در کشور الف توانایی وام‌گیرندگان داخلی را برای بازپرداخت بدهی خود به بانکهای خارجی کاهش می‌دهد. به خاطر افزایش وام‌های مشکوک‌الوصول، بانکهای خارجی درخواست بازپرداخت وام‌ها را ارائه می‌دهند. بدین ترتیب وام‌گیرندگان بالقوه در کشورهای دیگر با محدودیت اعتبار که ناشی از بحران پولی در کشور الف می‌باشد، روبرو می‌گردند.

باید توجه داشت که اثرات سرریز ناشی از ارتباط تجاری یا منبع وام مشترک به

خاطر عدم تقارن اطلاعات در بازارهای سرمایه می‌تواند باعث انتقال بحران از یک کشور به کشور دیگر گردد. جمع‌آوری اطلاعات در مورد بسیاری از کشورها کار پرهزینه‌ای است. این مسئله ممکن است باعث شود که با وجود تفاوت بین کشورها، سرمایه‌گذاران وضعیت اقتصادی در آنها را مشابه فرض کنند.

بحران در آسیا

بحث ما در مورد نقش بخشهای مالی و بانکی و انتقال بین‌المللی بحران پولی نشان می‌دهد که در آسیا تغییر در متغیرهای اساسی و تغییر در انتظارات در ایجاد بحران نقش داشته‌اند. بنابراین دو نظر ارائه شده در بالا مکمل هم هستند و ترکیب این دو می‌تواند تصویر مناسبی از اختلالات اخیر در بازارهای ارز را بدست دهد.

براساس ترکیبی از دو نظر، بحران آسیا ناشی از کنش واکنش بین ضعفهای ساختاری و نوسانات شدید در بازارهای سرمایه بوده‌است. تجربه‌های مختلف برخی از کشورها در خلال بحران اهمیت عدم تعادل اساسی را نشان می‌دهد. تایوان، سنگاپور و هنگ‌کنگ در مقایسه با دیگران کمتر تحت تأثیر این بحران منطقه‌ای قرار گرفتند. هنگ‌کنگ نرخ برابری پول خود را با وجود حمله شدید سفته‌بازان حفظ نمود. تایوان و سنگاپور تصمیم به شناورسازی پول خود به جای حمایت از آن و از دست دادن ذخایر گرفتند. تقلیل ارزش پول آنها اندک بود و از این مهمتر، در آنها تغییر شدید در انتظارات در بازار اتفاق نیفتاد و دچار هراس مالی و بحران بدهی وسیع نگردیدند. این سه کشور ویژگیهای مشترکی داشتند.

حساب جاری تراز پرداختهای آنها در دهه ۱۹۹۰ دارای مازاد بود و بدهی خارجی اندکی داشتند. همچنین هر سه کشور دارای ذخایر ارزی قابل مقایسه‌ای نسبت به سایر کشورهای آسیایی بودند. نظام مالی و بانکی آنها دارای ضعفها و شکنندگی‌های ساختاری قابل مشاهده در سایر کشورها نبود. برعکس کشورهای دیگر آسیا یعنی تایلند، مالزی، اندونزی، فیلیپین و کره جنوبی که در سال ۱۹۹۷ به

شدت مورد هجوم سفته‌بازان قرار گرفتند، در دهه ۱۹۹۰ کسری حساب جاری قابل ملاحظه‌ای داشتند. عمده‌ترین ضعف کشورهای آسیایی عدم نظارت محافظه‌کارانه بر شرکتها و بخش بانکی بود. بحث شده‌است که معجزه آسیایی با وجود اختلالات قابل ملاحظه در مکانیزم بازار در بخش مالی در این کشورها اتفاق افتاده بود. اگر کنترلها وجود داشت و وام بیش از حد از خارج دریافت نمی‌شد، این اختلالات به آسیب‌پذیری شدید در مقابل شوکهای خارجی تبدیل نمی‌شدند. اما کنترل‌ها به خاطر آزادسازی در بازارهای مالی در اوائل دهه ۱۹۹۰ کنار گذاشته شدند و این باعث افزایش دسترسی وام‌گیرندگان آسیایی به منابع مالی ارزان خارجی شد. با وجود دسترسی بیشتر به بازارهای سرمایه بین‌المللی و مقررات زدایی بازار داخلی نظارت نظام مالی همچنان نامناسب باقی ماند، بهترین نمونه در این مورد تایلند است.

این نظارت نامناسب باعث وام‌گیری شدید کوتاه‌مدت ارزی شد. وام‌ها به سرمایه‌گذاری در طرح‌هایی با سودآوری مشکوک تبدیل شدند، بانکهای داخلی و سرمایه‌گذاران خارجی به خاطر تضمین‌های دولت مخاطره‌آمدهی به این کشور را در نظر نگرفتند. بنابراین بخش مالی با حجم عظیمی از وامهای مشکوک‌الوصول روبرو شد. بدین ترتیب یک حمله کوچک به پول ملی بدل به بهمن عظیمی شد. توان مقامات پولی در دفاع از نرخ ارز تثبیت شده از طریق افزایش نرخ بهره محدود بود، زیرا افزایش بیش از حد نرخ بهره بخش مالی و تولیدی را با مشکل روبرو می‌ساخت. تنها راه تقلیل ارزش پول بود، که حاصل آنها بدتر شدن وضعیت ترازنامه نهادهای مالی بود و این به ورشکستگی چند بانک انجامید.

نتیجه

نقش مهم بخش مالی باعث تجدیدنظر در سرعت بهینه آزادسازی مالی شده‌است، ایجاد یک مکانیزم نظارت و تنظیم مناسب پیش‌نیاز کنار گذاردن موانع در راه وام‌گیری و وام‌دهی بین‌المللی می‌باشد. بحران آسیا نشان داد که جلوگیری از

انباشت بدهی ارزی بسیار زیاد، یک راه برای جلوگیری از وقوع بحران پولی است.

منبع:

Paolo Pesenti and Cedric Tille,

"The Economic of Currency Crises and Contagion: An Introduction,"

Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, Vol.6,

No.3 (Sept 2000).