

تجربه بحران ارزی تایلند (درس‌هایی برای ایران)

معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

کد موضوعی: ۲۲۰
شماره تاپی: ۱۴۰۲۵
آذرماه ۱۳۹۳

به نام خدا

فهرست مطالب

چکیده	۱
مقدمه	۱
۱. سیر تکوینی بحران ارزی در تایلند	۲
۱-۱. علائم آسیب‌پذیری کلان اقتصادی	۵
۱-۲. علائم آسیب‌پذیری خرد اقتصادی	۸
۲. وقوع بحران	۱۰
۲-۱. مدیریت بحران، مداخله صندوق بین‌المللی پول در تایلند	۱۱
۲-۲. سیر تحول و اقدامات اصلاحی پولی و ارزی تایلند در پی بحران	۱۶
۲-۳. محیط کلان اقتصادی پس از وقوع بحران	۱۸
۳. جمع‌بندی و آموخته‌ها از تجربه تایلند و درس‌هایی برای ایران	۲۰
پیوست	۲۴
منابع و مأخذ	۲۵



تجربه بحران ارزی تایلند (درس‌هایی برای ایران)

چکیده

گزارش حاضر چهارمین گزارش از سلسله گزارش‌های «بررسی تجربه کشورهای منتخب در مواجهه با بحران‌های ارزی» است که به بررسی تجربه تایلند می‌پردازد. بررسی تجربه بحران سال ۱۹۹۷ در تایلند نشان می‌دهد:

۱. نظام ارزی ثابت و عدم تعدیل مناسب نرخ ارز در طول زمان می‌تواند زمینه‌ساز بروز بحران باشد.
۲. کنترل شدید نرخ بهره و عدم تناسب آن با واقعیات اقتصادی می‌تواند زمینه‌ساز بحران باشد.
۳. عدم نظارت اصولی در بخش مالی و تکیه بیش از اندازه تأمین مالی به نظام بانکی در نهایت بحران‌ساز خواهد شد.

مقدمه

تایلند اولین کشور در حال توسعه آسیایی است که در سال ۱۹۹۷ با بحران ارزی مواجه شد. بحران با مجموعه‌ای از حملات سوداگرانه^۱ در اواخر سال ۱۹۹۶ و اواسط سال ۱۹۹۷ شروع شد که در نهایت به فروپاشی نظام ارزی ثابت تایلند منتهی گردید. ریشه بحران نیز تضعیف بنیان‌های اقتصادی تایلند طی سال‌های پیش از آن بود. در نتیجه وقوع بحران، کاهش شدیدی در ارزش «بات»^۲ به وجود آمد که سبب افزایش بدهی تعداد زیادی از شرکت‌هایی شد که به میزان بسیاری از بازارهای بین‌المللی استقراض کرده بودند. لذا، بسیاری از مؤسسات مالی با مشکلات نقدینگی و ناتوانی در بازپرداخت بدهی مواجه شدند. این وضعیت با اثر سرایت کاهش ارزش پول سایر کشورهای آسیایی تشدید شد و آثار بازخوردی در اقتصاد این کشور بر جای نهاد. به لحاظ نظری، بحران تایلند را می‌توان با نسل سوم مدل‌های بحران ارزی توضیح داد. در واقع تایلند مثال بارزی از بروز بحران در شرایطی است که بنیان‌های خرد و کلان اقتصادی هر دو آسیب‌پذیر هستند.

با این توصیف گزارش حاضر در سه بخش تدوین شده است. در بخش اول، سیر تکوینی بحران ارزی در تایلند (علائم آسیب‌پذیری کلان و خرد اقتصادی) تبیین می‌شود. بخش دوم به چگونگی وقوع بحران، نحوه مدیریت آن (سیر تحول و اقدامات اصلاحی پولی و ارزی تایلند در پی بحران) و مداخله

1. Speculative Attacks
2. Baht

صندوق بین‌المللی پول در تایلند و محیط کلان اقتصادی پس از وقوع بحران اختصاص دارد. در نهایت گزارش در بخش سوم با ارائه جمع‌بندی و درس‌هایی برای اقتصاد ایران خاتمه می‌یابد.

۱. سیر تکوینی بحران ارزی در تایلند

در یک طبقه‌بندی ساده، بنیان‌های اقتصادی را می‌توان به گروه بنیان‌های خرد و کلان تقسیم کرد. در آغاز بحران در تایلند، اغلب بنیان‌های کلان اقتصادی وضعیت نسبتاً مناسبی داشتند و علائمی از آسیب‌پذیری در آنها مشاهده نمی‌شد، با این حال، در برخی بنیان‌های کلان نشانه‌هایی از آسیب‌پذیری وجود داشت.^۱ در اواسط دهه ۱۹۸۰ اقتصاد تایلند دهه رشد سریع اقتصادی را تجربه کرد، به طوری که، در دوره زمانی ۱۹۸۱-۱۹۸۶ رشد اقتصادی به طور متوسط ۵/۵ درصد بود. اما در دوره ۱۹۸۷-۱۹۹۵ این نرخ تقریباً دو برابر شد (به طور متوسط حدود ۱۰ درصد در سال). شتاب رشد اقتصادی در وهله نخست سرمایه‌گذاری را افزایش داد و به دنبال آن ترکیب تولید در این کشور به میزان قابل توجهی تغییر کرد، به صورتی که، تایلند به یک اقتصاد صنعتی تبدیل شد (به عبارتی جهت‌گیری تولید به سمت سرمایه‌گذاری بود) در دوره زمانی ۱۹۸۰-۱۹۸۶ سهم بخش کشاورزی از تولید ناخالص داخلی این کشور کاهش یافت که با افزایش تولید صنعتی و بخش غیرتجاری (همچون ساختمان)، بخش مالی و مستغلات جبران شد.

در اواخر دهه ۱۹۸۰، نرخ رشد سرمایه‌گذاری تقریباً دو برابر نرخ رشد اقتصادی بود (بیش از ۲۰ درصد در سال). در دهه ۱۹۹۰، نرخ رشد سرمایه‌گذاری همگام با نرخ رشد تولید ناخالص داخلی افزایش یافت و سهم سرمایه‌گذاری در سطح ۴۰ درصد تولید ناخالص داخلی تثبیت شد. در اوایل این دهه، تورم تحت کنترل درآمد و در سطح حدود ۵/۸ درصد سالیانه تثبیت شد. تثبیت رشد قیمت موجب کاهش تدریجی نرخ‌های بهره شد. تقاضا برای پول پر قدرت^۲ در تایلند نسبتاً باثبات بود و سهم پول گسترده^۳ در اقتصاد این کشور نیز در حال افزایش بود، به نحوی که، در سال ۱۹۹۷ به بیش از ۸۶ درصد تولید ناخالص داخلی رسید (جدول ۱).

۱. آسیب‌پذیری‌های کلان اقتصادی در بخش ۱-۱ به تفصیل آورده شده است.

2. High-Powered Money

3. Broad Money

در اقتصاد، پول گسترده معیاری از عرضه پول بیش از پول فیزیکی نظیر ارز و سکه است. به طور کلی پول گسترده شامل سپرده‌های دیداری در بانک‌های تجاری و هر نوع پول نگهداری شده در حساب‌هایی است که به راحتی امکان برداشت از آنها وجود دارد. اجزای پول گسترده بسیار نقد هستند و اجزای غیرنقد آن نیز به راحتی به نقد تبدیل می‌شوند.



جدول ۱. شاخص‌های کلان اقتصادی تایلند

سال	عنوان	۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	۱۹۹۶	۱۹۹۵	۱۹۹۴
	رشد تولید ناخالص داخلی واقعی	۴/۰	-۱۰/۱	-۱/۸	۵/۹	۸/۹	۹/۹
	متوسط تورم	۵/۸	۸/۵	۵/۹	۵/۸	۵/۸	۵/۱
	نسبت تراز مالی به GDP*	-۱/۱	-۲/۴	-۰/۹	۲/۴	۳/۰	۱/۹
	نسبت اعتبار بخش خصوصی به GDP		۱۱۵/۱	۱۲۲/۵	۱۰۰/۰	۹۷/۵	۹۰/۹
	نسبت حساب جاری به GDP	۹/۰	۱۲/۷	-۲/۰	-۷/۸	-۷/۸	-۵/۵
	نسبت حساب مالی** به GDP		-۱۳/۰	-۱۱/۳	۱۰/۵	۱۳/۰	۸/۴
	نسبت پس‌انداز ناخالص ملی به GDP	۳۰/۱	۳۱/۱	۳۱/۹	۳۳/۲	۳۵/۶	۳۵/۵
	نسبت سرمایه‌گذاری ناخالص ملی به GDP	۲۰/۴	۱۹/۰	۳۳/۶	۴۳/۷	۴۳/۳	۴۱/۴
	تبدیل پول گسترده به وجه نقد (درصد)		۹۹/۰	۸۵/۹	۷۵/۴	۷۲/۲	۷۱/۰

Source: IMF, The World Bank

* تراز بودجه مرکزی (درصد از تولید ناخالص داخلی سال مالی).

** Financial Accounts

در سال ۱۹۹۶، بودجه دولت مرکزی مازادی معادل ۲/۴ درصد تولید ناخالص داخلی داشت. طی دوره ۱۹۹۳-۱۹۹۷، نرخ بیکاری بسیار پایین بود (۱/۱ درصد). نرخ‌های سرمایه‌گذاری و پس‌انداز بسیار بالا بودند (به‌طور متوسط بیش از ۳۰ درصد تولید ناخالص داخلی). اما در کنار این وضعیت مطلوب اقتصادی، کسری حساب جاری رو به وخامت بود، به‌نحوی که، کسری حساب جاری در سال‌های ۱۹۹۵-۱۹۹۶ به ۷/۸ درصد تولید ناخالص داخلی رسید که عمده‌تاً با خرید دارایی مالی کوتاه‌مدت توسط خارجیان پوشش داده می‌شد. کسری حساب جاری مبین میزان تقاضای بخش خصوصی و به عبارتی میزان جذب سرمایه خارجی بود.^۱ لازم به ذکر است در دهه ۱۹۸۰، اولویت دولت تایلند افزایش خالص جریان‌های ورودی سرمایه از طریق انجام اصلاحات نهادی و مالیاتی بود و همزمان با آن به توسعه بازارهای مالی نیز می‌پرداخت. در این ارتباط، اختلاف بزرگ و مثبت نرخ‌های بهره در تایلند با سایر کشورها و حاکمیت نظام میخکوب ارزی پشتیبان این سیاست بودند. در واقع، این نظام تضمینی برای سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت مبنی بر بازدهی مثبت با مخاطره ناچیز و امکان خارج کردن سرمایه خود با کمترین هزینه یا بدون تقبل هزینه به‌وجود آورد.

در آن زمان و به‌منظور جذب سرمایه خارجی، مقامات تایلندی به انجام اقداماتی مبادرت کردند که مهمترین آنها را می‌توان به‌صورت موارد زیر طبقه‌بندی کرد:

- حذف محدودیت‌های سرمایه‌گذاری خارجی،
- حذف بسیاری از موانع پیش‌روی مالکیت خارجی صنایع صادرات‌محور،

۱. زمانی که صادرات از واردات کمتر است، کسری از طریق استقراض یا ورود سرمایه تأمین مالی می‌شود. در تایلند، کسری مذکور به‌واسطه ورود سرمایه خارجی پوشش داده شده بود. لذا کسری حساب جاری به نوعی نشانگر میزان تقاضا برای سرمایه خارجی در این کشور در آن زمان بود.

- ارائه مشوق‌های صادراتی به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک خارجی و سرمایه‌گذاری در بازارهای سهام،

- ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با سرمایه ثابت،^۱

- تدوین قوانین مرتبط با انتشار اوراق قرضه خارجی توسط شرکت‌های تایلندی،

- کاهش مالیات بر سود تقسیم شده^۲ خارج از کشور.

افزایش جریان‌های ورود سرمایه همراه با رشد سریع اقتصاد سهم بسزایی در حجم بالای خالص جریان‌های ورود سرمایه به تایلند (در محدوده ۹-۱۳ درصد تولید ناخالص داخلی) در دوره زمانی ۱۹۸۹-۱۹۹۵ داشت، به طوری که، بین سال‌های ۱۹۹۱-۱۹۹۶ خالص جریان‌های ورود سرمایه به ۸۵ میلیارد دلار رسید. ترکیب جریان‌های ورود سرمایه به تایلند نیز طی زمان تغییر کرده است، به گونه‌ای که، بخش عمده خالص جریان‌های ورود سرمایه ماهیت کوتاه‌مدت (خرید دارایی مالی کوتاه‌مدت توسط خارجیان و سایر سرمایه‌گذاری‌ها) داشتند که سهم آنها در سال ۱۹۹۵ به ۹۵ درصد رسید (نمودار ۱).

نمودار ۱. خالص جریان‌های سرمایه

(میلیون دلار آمریکا)



Source: IMF, IFS

سهم خالص جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از کل جریان‌های ورودی سرمایه در ابتدای دهه ۱۹۹۰ بیشتر بود، به نحوی که، در سال ۱۹۹۳ به حداکثر خود (۱۵ درصد کل جریان‌های ورودی) رسید و این سهم در دوره زمانی ۱۹۹۴-۱۹۹۶ در سطح ۵-۷ درصد تثبیت شد.

1. Closed-End Mutual funds

2. Dividends



اعمال اصلاحات بعدی در بازارهای سهام تایلند^۱ و اختلاف زیاد در نرخ‌های بهره بر اهمیت خالص خرید دارایی‌های مالی کوتاه‌مدت توسط خارجیان در سال ۱۹۹۴ افزود. تداوم جریان‌های ورودی سرمایه‌های کوتاه‌مدت به تایلند با حفظ مزاد تراز پرداخت‌های این کشور به تقویت سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی کمک کرد. بخشی از این جریان‌های ورودی سرمایه برای عقیم‌سازی مورد استفاده قرار گرفت. در عمل، سیاست عقیم‌سازی، نرخ‌های بهره داخلی را بالا نگاه داشت و شکاف گسترده‌ای میان نرخ‌های بهره داخلی و بین‌المللی به‌وجود آورد. این امر حتی سبب افزایش جذب سرمایه خارجی شد.

۱-۱. علائم آسیب‌پذیری کلان اقتصادی

پیش از بحران علائمی از آسیب‌پذیری در اقتصاد تایلند وجود داشت. از جمله بنیان‌های کلان اقتصادی که به نحوی علائمی از بحران را نشان می‌دادند می‌توان به سطح ذخایر بین‌المللی رسمی، سرمایه‌گذاری بیش از حد^۲ و گسترش افراطی اعتبار و کسری بالای حساب جاری اشاره کرد.

الف) سطح ذخایر بین‌المللی رسمی: به‌رغم افزایش ۱۸۳ درصدی ذخایر رسمی خارجی بین سال‌های ۱۹۹۰ و ۱۹۹۶، این میزان برای مقابله با حملات سوداگرانه ناشی از افزایش کسری حساب جاری و پرداخت‌های بدهی خارجی کوتاه‌مدت کافی نبود. به‌طور سنتی پوشش هزینه‌های وارداتی سه‌ماهه به‌عنوان حداقل آستانه ذخایر خارجی رسمی در نظر گرفته می‌شد. در دهه ۱۹۹۰ کشورهای آسیای شرقی، بجز کره جنوبی، نسبت ذخایر به واردات نسبتاً مناسبی را ثبت کردند (جدول ۲).

جدول ۲. ذخایر ارز خارجی برحسب ماه‌های واردات

سال	کشور	۱۹۹۲	۱۹۹۳	۱۹۹۴	۱۹۹۵	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸
	اندونزی	۳/۳	۳/۰	۲/۴	۲/۶	۳/۱	۵/۵	۵/۴
	کره	۱/۹	۲/۰	۱/۷	۲/۰	۲/۴	۳/۱	۴/۱
	مالزی	۳/۳	۳/۴	۴/۳	۳/۳	۳/۳	۴/۳	۳/۷
	تایلند	۴/۵	۴/۱	۴/۰	۴/۸	۶/۸	۸/۰	۶/۸

Source: IFS

هرچند، سطح ذخایر علائم خطر بروز بحران ارزی را نشان نمی‌داد، عامل نگران‌کننده نسبت ذخایر به بدهی کوتاه‌مدت بود، به‌نحوی که، تایلند در آن زمان یکی از ضعیف‌ترین رکوردهای خود را در این زمینه ثبت کرد.^۳ به‌طور دقیق‌تر، سه ماه پیش از وقوع بحران، نسبت ذخایر به بدهی خارجی

1. Thai Stock Markets
2. Over investment
3. Jakubiak, 2000

کوتاه‌مدت ۱/۱ تعهدات کوتاه‌مدت را پوشش می‌داد، دو ماه پیش از بحران این میزان به کمتر از ۱ کاهش یافت و در جولای سال ۱۹۹۷ به حدود ۰/۷ رسید. در واقع می‌توان گفت پیش از وقوع بحران، ذخایر خارجی رسمی برای تضمین بدهی‌های کوتاه‌مدت ناکافی بوده است.

شاخص مهم دیگر، نسبت ذخایر بین‌المللی به پایه پولی است. وضعیت این شاخص در سال‌های پیش از وقوع بحران نسبتاً مناسب بوده است، اما در ماه‌های آخر پیش از بحران به میزان قابل توجهی کاهش یافت. به‌طور دقیق‌تر، نسبت ذخایر به پایه پولی از حدود ۲/۵ در جولای ۱۹۹۶ به ۱/۵ در زمان بحران (جولای سال ۱۹۹۷) رسید که مبین افزایش شکنندگی مالی اقتصاد تایلد بود.

ب) سرمایه‌گذاری بیش از حد و گسترش افراطی اعتبار در بخش املاک و مستغلات:

انباشت گسترده سرمایه^۱ و سرمایه‌گذاری بیش از حد مقارن با سال‌های رشد سریع تایلد بود. در سال ۱۹۹۶ رشد سرمایه‌گذاری کاهش یافت و به کمتر از ۷ درصد رسید. این در حالی بود که رشد سرمایه‌گذاری بخش خصوصی تنها ۳ درصد بود که حکایت از رسیدن به مازاد ظرفیت و سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد در اقتصاد تایلد داشت. در سال ۱۹۹۷ در مقایسه با سال قبل، نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی از ۴۳ درصد به ۳۳ درصد کاهش یافت. کاهش سرمایه‌گذاری نقش بسزایی در کاهش تولید در زمان شروع بحران داشت. در تبیین دلایل کاهش سرمایه‌گذاری می‌توان به گسترش بیش از حد بخش غیرتجاری به‌ویژه مستغلات و فعالیت‌های ساخت‌وساز اشاره کرد. طی دوره ۱۹۹۰-۱۹۹۴ سرمایه‌گذاری خصوصی در ساخت‌وساز تایلد به‌سرعت افزایش یافت و به ۵۰ درصد کل سرمایه‌گذاری‌های ثابت رسید. متوسط رشد سرمایه‌گذاری بخش عمومی در ساخت‌وساز به‌طور متوسط ۲۵ درصد (دو برابر بیش از سرمایه‌گذاری خصوصی) بود. اغلب ساختمان‌های اداری در بخش‌های تجاری با سرمایه خود شرکت‌ها و برای استفاده شخصی ساخته شده بودند. در دوره پیش از وقوع بحران، کل اعتبار بخش خصوصی به‌سرعت در حال افزایش بود. به‌ویژه این اعتبار مربوط به وام برای املاک و مستغلات و پروژه‌های مسکن‌سازی^۲ انجام شده توسط شرکت‌های مالی بود. بسیاری از این وام‌ها به وام‌های معوق تبدیل شدند و شرکت‌های مالی توانایی بازپرداخت خود را از دست دادند. این امر به‌وضوح نشان از گسترش بیش از حد اعتبار در بخش املاک دارد.^۳

ج) کسری بالا در حساب جاری: در دوره ۱۹۸۵-۱۹۹۵، متوسط رشد سالیانه صادرات تایلد ۲۳ درصد بود. در اغلب سال‌های این دوره رشد صادرات بیش از رقبا (اندونزی، کره، مالزی و فیلیپین) بود. اما، رشد سریع صادرات به‌صورت ناگهانی در سال ۱۹۹۶ متوقف شد که هشدار جدی برای تایلد و نشانه‌ای از آسیب‌پذیری اقتصاد این کشور به‌شمار می‌رفت. نرخ‌های رشد صادرات به‌سرعت کاهش

1. Excessive Capital Accumulation
2. Housing Projects

۳. در واقع می‌توان گفت که مشابه بحران مالی آمریکا، اقتصاد تایلد نیز از بخش مسکن متأثر شد.



یافتند و به لحاظ ارزشی و مقداری منفی شدند. مهمترین عوامل بیرونی مؤثر در کاهش صادرات سال ۱۹۹۶ را می توان به کاهش رقابت پذیری، رشد آهسته تر تقاضا در شرکای تجاری و تقویت ارزش پول تایلند در اوایل سال ۱۹۹۵ نسبت داد. در سال ۱۹۹۶ ارزش اسمی ین ژاپن در مقابل دلار آمریکا به میزان قابل توجهی کاهش یافت، با توجه به نقش مهم این کشور در تجارت تایلند (جایگاه اول در واردات و دوم در صادرات)، تقویت ۸/۵ درصدی ارزش مطلق بات در اواخر سال ۱۹۹۴ تا اواخر سال ۱۹۹۶ در برابر ین نشان دهنده زیان در رقابت پذیری بین المللی در بازارهای عمده صادراتی بود. نتیجه این امر کاهش سریع صادرات تایلند و افزایش بیشتر کسری حساب جاری به تقریباً ۸ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۱۹۹۶ بود. به هر حال، عوامل ساختاری نیز نقش مهمی در کاهش صادرات داشتند که از جمله آنها می توان به آهنگ آهسته تعدیل به سمت تولیدات با فناوری پیشرفته و سرمایه بر اشاره کرد. تایلند سهم بازاری خود را در تولیدات کاربر (نظیر لباس و کفش) به کشورهای با دستمزد پایین از جمله چین و هندوستان از دست داد، به نحوی که، صادرات این تولیدات در سال ۱۹۹۶ معادل ۲۱ درصد کاهش یافت. علاوه بر این به رغم افزایش رقابت میان کره، سنگاپور، تایوان، مالزی و هنگ کنگ در تولیدات با فناوری پیشرفته نظیر رایانه، موتورهای الکترونیکی (که نشان از همگرایی بیشتر در ساختارهای صادراتی آنها داشت)، حجم صادرات این کالاها در تایلند در سال ۱۹۹۶ به میزان ۸ درصد کاهش یافت.

کسری حساب جاری همراه با تغییر در ساختار صادرات و ارزشگذاری بیش از حد پول ملی سبب بروز بحران تراز پرداختها در تایلند شد. راهبرد صنعتی اجرا شده در تایلند با آزادسازی نظام مالی و حجم انبوه جریانات ورودی سرمایه سبب افزایش سریع استقراض بخش خصوصی شد. اغلب وامها کوتاه مدت بودند و برحسب پول خارجی ارزشگذاری شده بودند. با توجه به ارزان تر بودن استقراض برحسب دلار نسبت به بات، استقراض کنندگان تایلندی حتی برای تأمین مالی پروژههای بلندمدت، ترجیح می دادند که در نرخهای بهره کوتاه مدت ارزشگذاری شده برحسب دلار استقراض کنند. بدین روی، بدهی خارجی تایلند به ۵۰ درصد تولید ناخالص داخلی رسید که ۸۰ درصد آن استقراض بخش خصوصی بود.

در سالهای ۱۹۹۵ و ۱۹۹۶ نرخ رشد اعتبار دریافتی توسط بخش خصوصی به طور متوسط بیش از ۱۵ درصد (دو برابر رشد تولید ناخالص داخلی واقعی) بود. در اواسط سال ۱۹۹۷، گسترش اعتبار در بخش خصوصی با سرعت بیشتری انجام شد تا به حداکثر میزان خود در سال ۱۹۹۸ رسید (۲۵ درصد در سال). وامهای دریافتی در فعالیتهای مخاطره ای با نرخ بازدهی کاهنده سرمایه گذاری و بخش عمده آنها به وامهای معوق تبدیل شدند که فشار مضاعفی بر بخش بانکداری این کشور وارد کرد.

۲-۱. علائم آسیب‌پذیری خرد اقتصادی

بجز بنیان‌های کلان اقتصادی، ضعف بخش‌های شرکتی و مالی نیز نقش بسزایی در شکل‌گیری بحران ارزی در تایلند داشته‌اند که در ادامه هر یک از آنها به تفکیک بررسی می‌شوند.

الف) بخش شرکتی: مشکلات پیش‌روی شرکت‌های تایلندی ریشه در سرمایه‌گذاری بیش از

حدی داشت که در سال‌های منتهی به بحران شروع شد. از سال ۱۹۸۷ تا سال ۱۹۹۵ متوسط رشد سرمایه‌گذاری ثابت واقعی حدود ۱۶ درصد و متوسط رشد تولید ناخالص داخلی واقعی ۱۰ درصد بود. میزان سرمایه‌گذاری در اواخر دهه ۱۹۸۰ شتاب بیشتری گرفت، به نحوی که، نرخ رشد سالیانه سرمایه‌گذاری به ۲۰-۳۰ درصد رسید که ماحصل آن افزایش نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی به حدود ۴۰ درصد بود. در نیمه اول دهه ۱۹۹۰ رشد سرمایه‌گذاری متناسب با رشد تولید ناخالص داخلی واقعی بود. افزایش پیوسته نسبت سرمایه - تولید (به دلیل بازدهی کاهنده سرمایه)، امکان‌پذیری راهبرد رشد مبتنی بر سرمایه‌گذاری را با تردید مواجه ساخت. یکی از نشانه‌های روشن این امر کاهش به‌کارگیری ظرفیت‌ها پیش از وقوع بحران بود.

تصویر سرمایه‌گذاری بیش از حد و نرخ‌های بازدهی واقعی کاهنده در صورت‌های مالی شرکت‌های تایلندی نیز به وضوح قابل مشاهده است. از سال ۱۹۹۴ تا سال ۱۹۹۷، ارزش دارایی‌ها در بخش‌های غیرتجاری نظیر ساختمان، ارتباطات و توسعه املاک به میزان قابل توجهی رشد کرد. اما، رشد ارزش دارایی‌ها معادل رشد بالای درآمد نبود. بدین‌روی بازدهی دارایی‌ها از سال ۱۹۹۴ تا سال ۱۹۹۶ تقریباً به یک‌سوم کاهش یافت و در نتیجه در نیمه دوم سال ۱۹۹۶ قیمت‌های سهام شروع به کاهش کرد.

در کنار سرمایه‌گذاری بیش از حد باید به شدت تلفیق^۱ مالکیت شرکت‌ها در تایلند نیز اشاره داشت، به نحوی که به‌طور متوسط ۴۵ درصد سهام منتشر شده در ۱۰ شرکت بزرگ غیرمالی خصوصی در اختیار سه سهامدار اصلی بود. تمایل مالکان به حفظ کنترل شرکت‌های خود سبب شد به‌منظور تأمین مالی لازم برای توسعه شرکت‌ها به استقراض روی آورند. آزادسازی گسترده حساب سرمایه با افزایش عرضه وجوه به این شرکت‌ها، توسعه فعالیت‌ها را تسهیل کرد. در نتیجه، در اواخر سال ۱۹۹۷، بدهی بخش شرکتی به ۱۵۳ میلیارد دلار آمریکا (بیش از ۱۵۰ درصد تولید ناخالص داخلی) رسید که ۱۲۳ میلیارد دلار آن از طریق سیستم بانکی و ۳۰ میلیارد دلار آن از خارج از کشور تأمین مالی شد. نتیجه تأمین مالی توسعه کسب‌وکار از طریق بدهی، افزایش نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها از ۱/۵ در سال ۱۹۹۴ به بیش از ۲ در سال ۱۹۹۷ بود.

ب) بخش مالی: اقتصاد تایلند پس از تجربه چند سال رشد سریع اقتصادی که از گسترش سریع

اعتبارات و جریان‌های گسترده ورود سرمایه حاصل شده بود، به دلیل ضعف در چارچوب نظارتی با



مشکلات ساختاری در بخش بانکی مواجه شد. با این حال، در دهه ۱۹۹۰ به واسطه گسترش شرکت‌های مالی و نظام بانکی، بخش مالی به سرعت رشد کرد. در دوره ۱۹۹۳ - ۱۹۹۷ بانک‌ها توانستند به سود بالا و قیمت‌های بالای سهام دست یابند.

در سال ۱۹۹۶ سرمایه‌گذاری شرکت‌های مالی در بخش املاک و مستغلات به بیش از ۳۵ درصد کل اعتبارات رسید، حال آنکه، سرمایه‌گذاری بانک‌های تجاری در این بخش حدود ۲۰ درصد کل اعتبارات آنها بود. این مسئله به‌ویژه با توجه به شواهد مبنی بر روند فزاینده سرمایه‌گذاری بیش از حد در بخش املاک نگران‌کننده بود. علاوه بر این، بخش عمده‌ای از اعتبارات شرکت‌های مالی به سمت بورس اوراق بهادار جریان یافت که ماحصل آن افزایش سریع مخاطره بازار بود. در این سال، مشکلات نقدینگی شرکت‌های مالی در قالب فشار بیش از حد بر بهره متعلقه^۱ ظاهر شد. سطح کلی وام‌های معوق در اواخر سال ۱۹۹۶ حدود ۱۲ درصد بود. علاوه بر این بهره متعلقه در بانک‌های مختلف روند فزاینده‌ای داشت و بالاتر از متوسط بود، با این توصیف، مقادیر واقعی وام‌های معوق بالاتر از ارقام ثبت شده بود.

اولین نشانه‌های مشکل در مارس سال ۱۹۹۷ و مقارن با الزام شرکت‌های مالی به افزایش سرمایه (از سوی بانک تایلند و وزارت اقتصاد) ظاهر شد. در اوایل سال ۱۹۹۷ با کاهش رشد اقتصادی، مشکلات مالی تشدید شدند. به دلیل مشکلات مربوط به پرداخت بدهی، اعتماد عمومی به شرکت‌های مالی کاهش یافت. در می سال ۱۹۹۷ بانک تایلند ۱۶ شرکت مالی ورشکسته را به حالت تعلیق درآورد و اعلام کرد که طلبکاران آنها باید بخشی از این زیان را تقبل کنند. طی بهار سال ۱۹۹۷ بخش عمده‌ای از سپرده‌ها از بخش مالی خارج شد. در چنین شرایطی به منظور احیای بخش مالی دولت به انجام اقدامات حمایتی در قالب تزریق نقدینگی به ۶۶ شرکت مالی مبادرت کرد. این حمایت در آگوست سال ۱۹۹۷ به اوج خود رسید (حدود ۱۰ میلیارد دلار آمریکا و تقریباً ۸ درصد تولید ناخالص داخلی سال ۱۹۹۷). همزمان بخش بانکی تایلند نیز نشانه‌هایی از ضعف را نشان داد. سرمایه بانک‌ها به میزان قابل توجهی بیش از حد ارزشگذاری شده بود که نشان از تکیه بر وثیقه‌های با ارزش نامشخص داشت. در واقع، رویه‌های بانکداری تمرکز شدیدی بر وام‌دهی مبتنی بر نام (شهرت)^۲ با اتکا به ضمانت‌های شخصی^۳ داشت. عمدتاً این معاملات توسط ارزیابان مستقل ارزشگذاری نمی‌شد و بنابراین در ترازنامه و درآمدهای بانک به درستی تبلور نمی‌یافت.

1. Accrued Interest
2. Name – Based Lending
3. Personal Guarantees

۲. وقوع بحران

در ترسیم شرایط حاکم بر اقتصاد تایلند در سال ۱۹۹۶ باید گفت رشد اقتصادی، صادرات و سرمایه‌گذاری به دلیل تقویت ارزش واقعی پول ملی کاهش یافته بود. ضمن آنکه اقتصاد با کسری حساب جاری مواجه بود، نرخ‌های بهره بالا بودند و تورم در حال افزایش بود. علاوه بر این، به دلیل توجه بیش از حد به بخش املاک و مستغلات و عدم وجود وام‌های کافی ضعف‌های جدی در بخش مالی به وجود آمد. وجود نرخ بهره بالا جهت مقابله با جریان‌های خروجی سرمایه، توانایی در بازپرداخت بدهی را کاهش داد و موقعیت مالی بسیاری از شرکت‌های مالی و بانک‌ها را بدتر کرد و سبب مداخله مقامات جهت حمایت از نظام مالی شد.

در اوایل سال ۱۹۹۷ با تردید تجار نسبت به عملی بودن حفظ نرخ ثابت «بات» به دلار، فشار زیادی بر پول تایلند وارد شد. در نیمه اول سال «بات» دستخوش چندین حمله سوداگرانه شد و بانک مرکزی فعالانه در بازارهای ارز خارجی مداخله و از می سال ۱۹۹۷ کنترل‌های نقل و انتقال سرمایه را اعمال کرد. در نتیجه، ذخایر بین‌المللی رسمی در هشت ماه اول سال ۱۹۹۷ تقریباً ۱۳ میلیارد دلار (۳۸ درصد) کاهش یافت که روند کاهنده آن همچنان وجود داشت که کمترین میزان آن در فوریه سال ۱۹۹۸ به سطحی معادل سطح ذخایر سال ۱۹۹۴ رسید.

در دوم جولای سال ۱۹۹۷، در مواجهه با بحران بانکی، کاهش ارزش پول و زیان‌های عمده در ذخایر، بانک تایلند «بات» را شناور کرد.^۱ ارزش پول این کشور بلافاصله ۱۰ درصد کاهش یافت و بعدها ضعیف‌تر نیز شد، به نحوی که در جولای همین سال ارزش آن در برابر دلار آمریکا ۲۲ درصد دیگر کاهش یافت. در یک طبقه‌بندی کلی عوامل اصلی سهمیم در بروز شدیدترین رکود اقتصادی تایلند در سال ۱۹۹۷ - ۱۹۹۸ را می‌توان به شرح موارد زیر خلاصه کرد:

– کاهش سریع ارزش «بات»: این امر سبب زیان وام‌گیرندگان تایلندی به‌ویژه شرکت‌های با حجم بالای بدهی ارزشگذاری شده با پول خارجی شد.

– کمبود اعتبار مورد نیاز کسب و کار: این مورد به دلیل فروپاشی مؤسسات مالی بزرگ تایلند در بهار سال ۱۹۹۷، تعلیق ۴۲ شرکت در آگوست، تعطیلی ۵۶ شرکت مالی در نوامبر و کاهش اعتماد نسبت به نظام مالی به وقوع پیوست. به دلیل ترس از ناتوانی مؤسسات در بازپرداخت سپرده‌ها، عموم

۱. هنگامی که تایلند بات را شناور کرد و از صندوق بین‌المللی پول درخواست کمک کرد، این کشور اساساً ورشکسته بود. در آن زمان به‌منظور دفاع از بات در مقابل دلان، بانک تایلند حجم وسیعی از تعهدات آتی برای فروش ارز خارجی داشت. در اواخر ژوئن سال ۱۹۹۷، خالص ذخایر خارجی رسمی به ۲/۹ میلیارد دلار کاهش یافت. در آن زمان، تایلند حدود ۳۶/۵ میلیارد دلار بدهی خارجی کوتاه‌مدت داشت و کسری حساب جاری ماهیانه حدود ۱ میلیارد دلار بود. در چنین شرایطی استفاده از ارزهای خارجی کشور برای تأمین تعهدات، ذخایر ارز خارجی را به میزان قابل توجهی کاهش داد. بخش عمده بدهی‌های کوتاه‌مدت از استقراض بخش خصوصی ناشی شده بود، حتی اگر بخش خصوصی بات کافی برای تبدیل به پول خارجی در نرخ‌های قدیمی را داشتند، باز هم ارز موجود در کشور برای بازپرداخت وام‌ها کافی نبود. بدین‌روی، دولت این کشور ناگزیر از شناور کردن بات و درخواست کمک از صندوق بین‌المللی پول بود.



مردم شروع به انتقال سپرده‌های خود از شرکت‌های مالی به بانک‌های تجاری و از بانک‌های کوچک و متوسط به بانک‌های بزرگ‌تر داخلی و خارجی کردند. مؤسسات مالی به دلیل تلاش برای حمایت از کیفیت دارایی‌ها و حفظ ترازنامه مالی خود در سطح مناسب، تمایلی به گسترش وام‌های تجاری نداشتند. به همین دلیل تمامی بانک‌ها و مؤسسات مالی اقداماتی جهت تقویت ترازنامه خود، انجام دادند^۱ و حتی در رفتارهای وام‌دهی خود نیز محتاط‌تر عمل کردند.

مشکلات مربوط به انجام نقل و انتقالات وام‌های بانکی بین‌المللی

سیاست‌های کلان اقتصادی که در ابتدا اتخاذ شد، فشارهای ضدتورمی را در اقتصاد

افزایش داد: اقدامات مرتبط با سیاست‌های پولی و مالی انقباضی، تقاضای کل را تضعیف کرد و اقدامات مربوط به تجدید ساختار بخش مالی، کاهش شدید اعتبار در گردش را به همراه داشت. هرچند در اوایل سال ۱۹۹۸ اعتماد به بات شروع به بازگشت کرد و سیاست مالی شکل انبساطی به خود گرفت، اقتصاد در سراسر سال ۱۹۹۸ پیوسته منقبض شد.

سایر موارد: تایلند مقررات‌زدایی سریع بازار مالی و آزادسازی بازار سرمایه را از نیمه اول دهه

۱۹۹۰ آغاز کرد. اما، نظام مالی آن از انعطاف‌پذیری لازم جهت انطباق با اقتصاد جهانی برخوردار نبود: بانک‌های تجاری و شرکت‌های مالی تایلند مبالغ بسیاری از وجوه کوتاه‌مدت را در داخل و از خارج استقراض کردند و به شدت از وام‌ها برای سرمایه‌گذاری داخلی استفاده کردند. بانک‌های تجاری و شرکت‌های مالی مهارت، تخصص یا سرمایه انسانی کافی برای مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها و کنترل‌های مناسب مخاطره را کسب نکردند. تنظیم مقررات و نظارت بانک‌های تجاری و شرکت‌های مالی هر دو نامکفی و سهل‌انگارانه بودند. علاوه بر این، استانداردهای افشای اطلاعات، حسابداری و حسابرسی تایلند نیز اساساً ضعیف بودند. اساساً گسترش بیش از حد فعالیت مالی در دوره پیش از بحران دلیل اصلی بروز بحران بود.^۲

با این توصیف، در ۲۸ جولای سال ۱۹۹۷ تایلند از صندوق بین‌المللی پول درخواست کمک کرد. در ۲۰ آگوست این سال، صندوق بین‌المللی پول سبد حمایتی ۴ میلیارد دلاری خود را ارائه کرد و در مقابل فهرستی از اصلاحاتی را که تایلند ملزم به اجرای آنها بود را تهیه کرد.^۳

۱-۲. مدیریت بحران، مداخله صندوق بین‌المللی پول در تایلند

برنامه سیاستی اولیه تدوین شده توسط صندوق بین‌المللی پول حول دو محور اصلی بود:

۱. مدیریت نرخ ارز،

۱. برای مثال الزامات سختگیرانه درخصوص تأمین مالی در مقابل وام‌های معوق و رعایت الزامات کفایت سرمایه.

2. Masahiro Kawai and Ken-ichi Takayasu, The Economic Crisis and Financial Sector Restructuring in Thailand available at: link: http://www.aric.adb.org/pdf/external/financial_market/Thailand/thai_bnk.pdf

۳. گاه‌شمار بحران ارزی تایلند در پیوست آورده شده است.

۲. بازگرداندن ثبات به بازار مالی.

با تعمیق رکود، برنامه‌های بیشتری نیز با مشارکت و همکاری بانک توسعه آسیایی (ADB)^۱، بانک جهانی و سایر نهادهای کمک‌کننده دولت تایلند با هدف بهبود چترهای ایمنی اجتماعی و ارائه کمک به بخش‌ها و فعالیت‌های مختلف تدوین شدند. اولین توافقنامه تایلند با صندوق بین‌المللی پول در آگوست سال ۱۹۹۷ امضا شد.

طی نیمه اول سال ۱۹۹۷، صندوق بین‌المللی پول خواستار تداوم نرخ ارز میخکوب با دامنه نوسان گسترده‌تر و اختصاص وزن کمتر به دلار آمریکا بود. هدف اصلی دولت و صندوق بین‌المللی پول استفاده از اهرم‌های مالی و پولی و تلاش در ممانعت از کاهش شتابان بات بود. در بُعد مالی، به‌منظور تطابق با شرایط جدید و در عین حال دستیابی به بودجه متوازن، ترکیبی از کاهش هزینه‌ها و افزایش مالیات‌ها (عمدتاً در نرخ مالیات بر ارزش‌افزوده از ۷ درصد به ۱۰ درصد) اجرا شد.

عامل کلیدی برنامه تثبیت کلان اقتصادی، انقباض پولی و نرخ‌های بهره بالا بود. اولین گزارش صندوق بین‌المللی پول بعد از بحران، موفقیت دولت تایلند در انضباط پولی و مالی دقیق را نشان می‌داد. طبق این گزارش، عملکرد سیاست‌های پولی و مالی کاملاً موفق بود. صندوق بین‌المللی پول با نگاهی به گذشته اعلام کرد که بحران تایلند کاملاً متفاوت از بحران تراز پرداخت‌های گذشته در آمریکای لاتین و سایر کشورها است.^۲ به‌طور دقیق‌تر، بحران آمریکای لاتین مستقیماً از بی‌انضباطی در مخارج دولت و عدم کنترل پولی ناشی شده بود، حال آنکه بحران تایلند از تجمیع بدهی‌های خصوصی کوتاه‌مدت حادث شده بود. به‌رغم این تفاوت‌های گسترده میان بحران تایلند و آمریکای لاتین، تمایز قائل شدن میان تجویزهای سیاست کلان اقتصادی صندوق بین‌المللی پول از سیاست‌های اتخاذ شده در آمریکای لاتین دشوار بود. علاوه بر این، طبق اظهارات مقامات ارشد صندوق بین‌المللی پول در روزهای اول بحران، تشخیص حقایق مربوط به تفاوت‌های بین بحران تایلند و آمریکای لاتین دشوار بود.

بازگرداندن ثبات به بازارهای مالی یکی دیگر از اولویت‌های اصلی برنامه صندوق بود. اقدامات انجام شده یا برنامه‌ریزی شده جهت تحقق این امر شامل تشدید الزام به گزارش‌دهی‌های وام‌های معوق و اقدامات مرتبط با تشویق تجدید سرمایه بانک‌ها^۳ و شرکت‌های مالی تا سطوح احتیاطی قابل قبول^۴ بود. هدف کلی رساندن عملکرد و چارچوب تنظیمی بخش مالی به سطح استانداردهای بین‌المللی بود.

با این حال مشکل اصلی در دسترسی به راه‌حل‌های مبتنی بر بازار^۵ برای تجدید سرمایه بانک‌ها و

1. Asian Development Bank
2. Lane, Timothy *et al* (1999)
3. Recapitalization of Banks
4. Acceptable Prudential Levels
5. Market – Based Solutions



بازسازی بدهی‌های شرکت‌ها و عدم وجود چارچوب‌های قانونی و نهادی جهت ورشکستگی و سلب مالکیت^۱ بود. براساس قوانین آن زمان، بدهکاران قدرت به تأخیر انداختن و ممانعت از انجام روند فعالیت‌ها به‌ویژه در خصوص سلب مالکیت را داشتند. این امر، استفاده از سلب مالکیت را به‌عنوان ابزاری برای طلبکاران کاملاً بی‌اثر می‌کرد.

در این صورت وام‌های معوق می‌توانستند به رشد خود ادامه دهند و بانک‌ها و سایر طلبکاران هیچ قدرتی برای مقابله آنها نداشتند. بدهکاران ورشکسته و بدون نقدینگی نیز انگیزه زیادی برای به تعویق انداختن مذاکرات و ممانعت از سازش با طلبکاران خود داشتند. در چنین شرایطی، بسیاری از بدهکارانی که با مشکلات نقدینگی یا ورشکستگی جدی نیز مواجه نبودند از بازپرداخت بدهی‌های خود امتناع کردند.

این مشکلات در روزهای اولیه برنامه مشخص نشد، حتی تا دومین توافق (نوامبر سال ۱۹۹۷) که به موجب آن دولت تایلند خود را متعهد به تجدیدنظر در قانون ورشکستگی در ۳۱ مارس سال ۱۹۹۸ کرد نیز مشکلات مذکور بروز نکرد. هیچ‌یک از این تعهدات و نه سایر تعهدات مربوط به چارچوب قانونی برای سرمایه‌گذاری و بخش مالی به‌درستی تأمین نشد.

متأسفانه اثرات اقتصادی برنامه اول صندوق امیدوارکننده نبود و سبب شد تجدیدنظری در برنامه ایجاد شود. بحران مالی در منطقه شرق آسیا تسری یافت. به‌رغم افزایش نرخ‌های بهره و پایداری دولت تایلند به انضباط پولی و مالی دقیق، همچنان ارزش بات کاهش یافت. افزایش نرخ بهره و سقوط بات، موجبات بدتر شدن ترازنامه بدهکاران و افزایش وام‌های معوق بالاتر را فراهم کرد. آثار منفی توزیع نابرابر ثروت ناشی از کاهش ارزش پول و سقوط بازار دارایی در کنار شکست بازارهای اعتباری در نتیجه بروز بحران مالی، تقاضای داخلی را در تایلند به شدت کاهش داد و افت صادرات همچنان ادامه داشت. در نیمه دوم سال ۱۹۹۷، تولید ناخالص داخلی شروع به کاهش کرد و این کاهش در سراسر سال ۱۹۹۸ نیز همچنان ادامه داشت. بدین‌روی پیش‌بینی‌های رسمی صندوق محقق نشدند.

آثار اجتماعی بحران نیز جدی بودند.^۲ تعدیل بازار کار به اشکال مختلف انجام شد. تعداد بیکاران از سال ۱۹۹۶ تا اواخر سال ۱۹۹۸، سه برابر شد. کاهش‌های قابل توجهی نیز در ساعات کار و دستمزدهای اسمی به‌وجود آمد.^۳ در ادامه سیر برنامه‌های صندوق و تحولات آن در طی بحران بیان شده است.

در ۲۰ آگوست سال ۱۹۹۷، هیئت اجرایی صندوق بین‌المللی پول موافقتنامه احتیاطی ۳۴ ماهه‌ای بالغ بر ۴ میلیارد دلار آمریکا را تصویب کرد. جهت‌گیری اصلی برنامه تعدیل، تثبیت نرخ ارز و کاهش کسری حساب جاری از طریق کنترل نقدینگی داخلی و محدود کردن افزایش تورم بود. اجزای

1. Foreclosure

۲. برای بررسی آثار اجتماعی بحران و مقایسه آن با کشورهای همسایه به (Flatters, Kittiprapas and Sussangkarn (1999) مراجعه کنید.
۳. شدت کاهش‌های اساسی در دستمزدها و ساعات کاری کاملاً قابل توجه بود؛ به‌گونه‌ای که، کاهش‌های ۲۰ تا ۳۰ درصدی در بسیاری از بخش‌ها صورت گرفت. با این حال، با توجه به عدم وجود داده‌های مکفی در خصوص بازار کار، ارائه برآوردهای کمی قابل قبول در خصوص شدت این کاهش‌ها دشوار است. برای مشاهده مدارک اولیه دال بر اهمیت کاهش دستمزد و درک تعدیل بازار کار در مقابله با بحران به (Kakwani (1998) مراجعه کنید.

اصلی بسته سیاستی شامل اقدامات سیاست مالی و تجدید ساختار بخش مالی از جمله تعطیلی مؤسسات مالی ورشکسته، تثبیت (استحکام) بانک‌ها و مدیریت وام‌های معوق بود.

اهداف برنامه پس از سه بار بازبینی در سال اول (سپتامبر و دسامبر سال ۱۹۹۷ و ژوئن همان سال) کامل شد. پس از آن نیز مقرر شد اهداف برنامه دو بار در سال بازنگری شود. پس از تصویب این برنامه، تایلد ۲ میلیارد دلار از صندوق بین‌المللی پول و ۴ میلیارد دلار از سایر منابع دریافت کرد. علاوه بر این از کمک‌های مالی (۲/۷ میلیارد دلار) و فنی گسترده بانک جهانی و بانک توسعه آسیایی نیز بهره‌مند شد. در کنار این موارد، ژاپن و سایر کشورهای علاقمند نیز در جلسه‌ای که در آگوست به میزبانی ژاپن برگزار شد، تعهد کردند که ۱۰ میلیارد دلار به تایلد کمک کنند. بدین‌روی کل تأمین مالی رسمی برنامه تثبیت بالغ بر ۱۷ میلیارد دلار آمریکا بود^۱ (جدول ۳).

جدول ۳. تأمین مالی رسمی برنامه تثبیت

عنوان	میلیارد دلار آمریکا	درصد از تولید ناخالص داخلی
صندوق بین‌المللی پول	۴/۰	۳/۰
بانک توسعه آسیایی و بانک جهانی	۲/۷	۲/۰
سایر	۱۰/۵	۷/۰
کل بسته	۱۷/۲	۱۲/۰

Source: "IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand. A Preliminary Assessment". IMF, Washington DC 1999.

در نیمه دوم سال ۱۹۹۷ با شروع تسری بحران شرق آسیا، کاهش ارزش پول تایلد همچنان ادامه یافت. هرچند سیاست‌های کلان اقتصادی با موفقیت اجرا می‌شد و نرخ‌های بهره اسمی افزایش یافته بودند، تأخیر در اجرای اصلاحات بخش مالی و ناطمینانی‌های سیاسی به میزان زیادی اعتماد به بازار را کاهش داده بود. در زمان بررسی‌های اضطراری ویژه (۱۷ اکتبر سال ۱۹۹۷)، نیز علائمی از رکود فعالیت‌های اقتصادی دیده می‌شد. کاهش بیشتر ارزش پول فشار بیشتری بر افزایش نرخ بهره وارد کرد و سبب کاهش سریع‌تر سرمایه‌گذاری و مصرف خصوصی نسبت به پیش‌بینی‌ها شد. دولت جدید در اواسط نوامبر سال ۱۹۹۷ روی کار آمد. تیم اقتصادی جدید دولت بر تعهدات برنامه تثبیت تأکید مجدد داشت. برای کمک به تثبیت بازار ارز خارجی، این برنامه در اولین بررسی سه‌ماهه (۸ دسامبر سال ۱۹۹۷) تقویت شد. دولت جدید برای حمایت از بسته سیاستی اقدامات بیشتری را نیز انجام داد.

با تضعیف فعالیت‌های اقتصادی، محدود شدن درآمد، اقدامات مالی بیشتری برای دستیابی به هدف مالی سال‌های ۱۹۹۷-۱۹۹۸ اعلام شد. ذخیره پولی و خالص دارایی‌های داخلی بانک تایلد در سطحی

۱. بسته صندوق بین‌المللی پول تنها حمایت نقدی نسبتاً کوتاه‌مدت به‌شمار می‌آید که می‌بایست ظرف مدت سه سال بازپرداخت می‌شد. این امر تایلد را ناگزیر از تدوین بسته اصلاحات دقیق پیرامون موضع ذخایر خارجی کرد. در این بسته به‌منظور بازگرداندن اعتماد به بازارهای تایلد و امکان بازپرداخت تعهدات ارز خارجی تایلد، باید تدابیر لازم جهت ورود حجم مکفی ارز خارجی به کشور اتخاذ می‌شد.



کمتر از حدود تعیین شده در برنامه اصلی حفظ شد. در نتیجه، نرخ‌های بهره افزایش یافتند و برنامه زمانی مشخصی برای تجدید ساختار بخش مالی معرفی شد. در اوایل فوریه سال ۱۹۹۸ در نتیجه حصول پیشرفت‌هایی در بازگرداندن اطمینان به بازارهای تایلند، ارزش بات در مقابل دلار آمریکا تقویت شد. در همین زمان انقباض تقاضای داخلی به حفظ تورم تحت کنترل کمک کرد و نقش بسزایی در تعدیل حساب جاری بیشتر از پیش‌بینی‌ها داشت. در سه‌ماهه دوم (۴ مارس سال ۱۹۹۸) بازنگری‌های قابل توجهی در برنامه تثبیت صورت گرفت. در برنامه تجدیدنظر شده، سیاست پولی همچنان با تمرکز بر نرخ ارز ادامه داشت، تا زمان بروز نشانه‌های تثبیت پایدار، نرخ‌های بهره همچنان در سطح بالا حفظ شدند. علاوه بر این، برنامه دربردارنده اقداماتی برای تقویت تورهای ایمنی اجتماعی^۱ و گسترش دامنه اصلاحات ساختاری با هدف تقویت نظام بانکی مرکزی و تشویق شرکت‌ها به تجدید ساختار بود.

بازبینی سه‌ماهه سوم در ۱۰ ژوئن سال ۱۹۹۸ انجام شد و در آن تقویت ارزش بات طی دوره فوریه - می سال ۱۹۹۸ مورد توجه قرار گرفت. هرچند برنامه تجدیدنظر شده مطابق با زمان‌بندی در حال اجرا بود، تولید ناخالص داخلی پیش‌بینی شده در سال ۱۹۹۸ در محدوده ۴-۵ درصد کاهش یافت و نرخ تورم نیز ملایم بود. سیاست پولی همچنان بر حفظ ثبات بات تمرکز داشت. هرچند از اواخر مارس سال ۱۹۹۸ کاهش نرخ بهره به‌عنوان ابزار سیاستی سازگار با تحولات بازار ارز در نظر گرفته شده بود، این انتظار وجود داشت که در صورت لزوم، نرخ‌های بهره افزایش خواهند یافت. اقدامات بیشتر برای تقویت تورهای ایمنی اجتماعی برنامه‌ریزی شدند و مضامین برنامه تجدید ساختار بخش مالی و شرکت‌ها فراگیرتر شد.

در ماه‌های ژوئن - جولای سال ۱۹۹۸ نرخ ارز تضعیف شد و این امر بر نگرانی‌های مربوط به دورنمای رشد دامن زد و نشانه‌هایی از فشار در بخش مالی بروز کرد، در چنین شرایطی وجود مشکلات فزاینده بخش شرکتی تجدید ساختار مؤسسات مالی را بسیار پیچیده کرده بود. سیاست‌های پولی و مالی انقباضی‌تر از برنامه بودند، فعالیت‌های اقتصادی ضعیف‌تر از حد انتظار بودند و صادرات نیز کاهش یافته بود. تعدیل عمده حساب جاری (پیش‌بینی شده به میزان بیش از ۱۰ درصد تولید ناخالص داخلی) نشان از انقباض شدید در واردات داشت.

بازبینی سه‌ماهه چهارم (۱۱ سپتامبر سال ۱۹۹۸) بر پذیرش چارچوب سیاستی برای حمایت از

1. Social Safety Nets

برنامه‌های انتقالی غیرمشارکتی هستند که فقرا و افراد آسیب‌پذیر نسبت به فقر و تکانه‌ها را هدف قرار می‌دهند و اغلب به برنامه‌های کمک اجتماعی یا رفاه اجتماعی اشاره دارند. در واقع این برنامه‌ها، به تسکین فقر کمک می‌کنند. در یک طبقه‌بندی می‌توان آنها را در قالب: پرداخت‌های انتقالی نقدی (پرداخت‌های انتقالی مبتنی بر نیاز، کالاهای غذایی، حقوق بازنشستگی غیرمشارکتی، کمک هزینه خانوار)؛ غذا و تغذیه (سه‌ماه‌بندی‌های مقداری و پرداخت‌های انتقالی غیرنقدی، تغذیه مکمل، تغذیه مدارس، توزیع مواد غذایی اضطراری)؛ یارانه‌های قیمتی کالاهای عمومی (حمایت قیمتی برای غذا، فروش یارانه‌های غذا، یارانه برای قیمت‌های انرژی)؛ کارهای عام‌المنفعه (کار کردن فقرا برای به دست آوردن غذا یا وجه نقد)؛ پرداخت‌های انتقالی نقدی مشروط (پرداخت‌های انتقالی به فقرا مشروط به انجام فعالیت‌های خاص) و معافیت از هزینه‌های بهداشتی؛ مدارس، بورسیه تحصیلی طبقه‌بندی کرد.

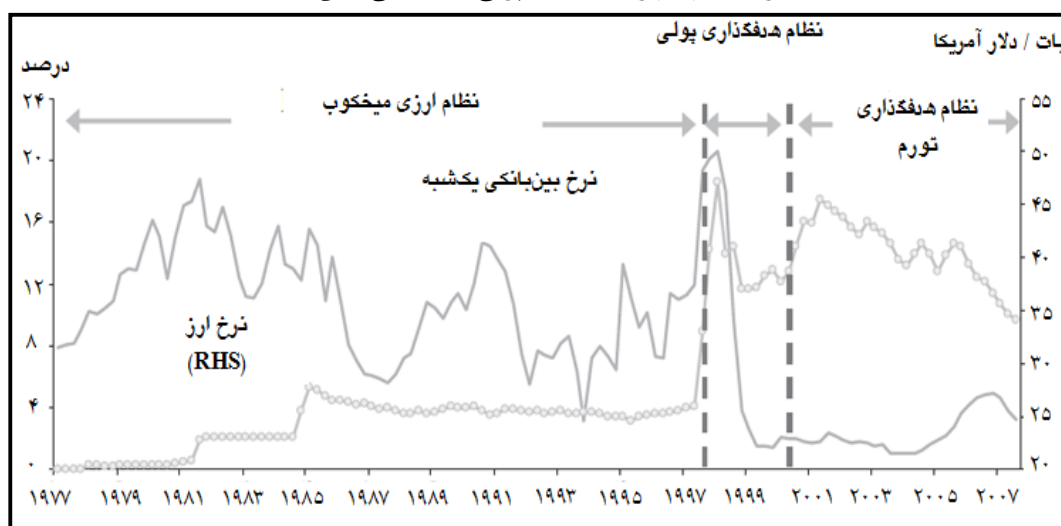
احیای اقتصاد بدون به خطر انداختن منافع تثبیت تمرکز داشت. با توجه به پیش‌بینی کاهش تولید به ۶-۸ درصد در سال ۱۹۹۸، تلاش‌هایی در راستای به‌کارگیری سیاست‌های مالی مصرح در این برنامه صورت گرفت. شرایط بازار ارز نسبتاً باثبات شده بود و این امر مجالی برای کاهش بیشتر نرخ‌های بهره فراهم کرد. برنامه تجدید ساختار بخش مالی و شرکت‌ها به میزان قابل توجهی گسترش یافت و اصلاحات ساختاری در سایر حوزه‌ها (خصوصی‌سازی، مالکیت خارجی و تورهای ایمنی اجتماعی) تقویت شدند. در ۱۹ اکتبر سال ۱۹۹۸، معادل ۱۲/۲ میلیارد دلار از کل بسته تأمین مالی تایلند (۱۷/۲ میلیارد دلار) پرداخت شده بود.

طی سال ۱۹۹۹ چندین بازبینی فصلی در برنامه تثبیت صورت گرفت. تمامی آنها بر احیای تقاضای داخلی و تورهای ایمنی اجتماعی تمرکز داشتند. کل کسری بخش عمومی به تدریج در سطوح بالاتر (۵ درصد تولید ناخالص داخلی در سال مالی ۱۹۹۹ و ۷ درصد در سال مالی ۱۹۹۹ - ۲۰۰۰) به‌عنوان هدف تعیین شد.

۲-۲. سیر تحول و اقدامات اصلاحی پولی و ارزی تایلند در پی بحران

سیر تحول چارچوب سیاست پولی در تایلند را می‌توان در سه دوره به‌صورت نمودار ۲ خلاصه کرد:

نمودار ۲. چارچوب سیاست پولی تایلند طی زمان



الف) نظام ارزی میخکوب (جنگ جهانی دوم - ژوئن ۱۹۹۷): طی این دوران، ارزش بات در ابتدا به یک ارز اصلی / طلا یا سبدهی از ارزها میخکوب شد. نظام سبدهی ارزی از نوامبر سال ۱۹۸۴ تا ژوئن سال ۱۹۹۷ اتخاذ شد. طی این دوران، صندوق یکسان‌سازی ارز^۱ (EEF) روزانه از ارزش بات در

1. Exchange Equalization Fund.



مقابل دلار آمریکا دفاع می‌کرد و اقدامات پولی و مالی اساساً در راستای نظام ارزی میخکوب طراحی شده بود. در پایان این دوره، ضعف بنیان‌های اقتصادی همراه با ناسازگاری‌های سیاستی به سقوط این نظام ارزی و وقوع بدترین بحران اقتصادی در تاریخ تایلند منتهی شد.

ب) نظام هدفگذاری پولی (جولای سال ۱۹۹۷ – می سال ۲۰۰۰): پس از پذیرش نظام ارزی

شناور در دوم جولای سال ۱۹۹۷، تایلند از کمک‌های مالی صندوق بین‌المللی پول بهره‌مند شد. هدف سیاست پولی در آن زمان، بازگرداندن اعتماد از دست رفته در نتیجه سقوط نظام ارزی ثابت با تلاش در جهت ایجاد ثبات کلان اقتصادی بود. طی برنامه صندوق بین‌المللی پول، نظام هدفگذاری پولی اتخاذ شد. تحت این نظام، بانک با هدف تضمین سازگاری کلان اقتصادی و دستیابی به اهداف نهایی رشد پایدار و ثبات قیمت، کنترل عرضه پول داخلی را هدف قرار داد. در این ارتباط، بانک مرکزی به‌صورت روزانه و فصلی اهداف پایه پولی را تعیین می‌کرد که در تعیین این اهداف، مدیریت روزانه نقدینگی مبنای عمل بود. مدیریت روزانه نقدینگی اساساً با هدف حفاظت از اقتصاد در مقابل نوسانات گسترده نرخ بهره و نقدینگی در نظام مالی انجام می‌شد.

ج) نظام هدفگذاری تورم (می سال ۲۰۰۰ تا کنون): پس از اجرای برنامه صندوق بین‌المللی پول،

به دلیل کمتر بودن اثربخشی نظام هدفگذاری عرضه پول نسبت به هدفگذاری تورم، بانک مرکزی به ارزیابی مجدد بات در فضای داخلی و خارجی و خاتمه دادن به نظام هدفگذاری پولی پرداخت، چرا که به‌ویژه در دوران پس از بحران ارتباط میان عرضه پول و رشد اقتصادی تغییر کرده بود و ترس از گسترش بی‌رویه نقدینگی وجود داشت. به‌علاوه چشم‌انداز بخش مالی در تایلند هنوز از ثبات لازم برخوردار نبود. از سوی دیگر، در چنین شرایطی بازگشت به نظام ارزی قبل از بحران گزینه‌ای عملی نبود. همچنین چارچوب سیاست پولی صلاح‌دید^۱ از سوی بانک مرکزی مناسب به نظر نمی‌آمد، چرا که، به‌طور جدی به این بانک ابزارهای مورد نیاز برای احیای اعتبار گذشته آن را نمی‌داد. بنابراین، بانک تایلند نظام هدفگذاری تورم را به‌عنوان چارچوب سیاست پولی در ۲۳ می سال ۲۰۰۰ اتخاذ کرد.^۲

در مجموع سیر تحولات نشان می‌دهد با وقوع بحران دولت تایلند در زمینه سیاست ارزی از نظام ارزی میخکوب شده به سمت نظام ارزی شناور و در زمینه سیاست‌های پولی نیز از سیاست‌های پولی صلاح‌دید^۱ ابتدا به سمت سیاست‌های پولی مبتنی بر هدفگذاری رشد پایه پولی و سپس به سمت چارچوب سیاستی هدفگذاری تورمی حرکت کرده است.

1. Discretionary Monetary Policy Framework

2. Nakornthab, Don (2009)

۲-۳. محیط کلان اقتصادی پس از وقوع بحران

تداوم و گستردگی کسری حساب جاری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و کاهش نرخ بازدهی سرمایه و گسترش بیش از حد بخش غیرتجاری جملگی از مهمترین دلایل کلان اقتصادی بروز بحران بودند و نیاز به انجام اصلاحات عمیق در نرخ ارز را بیش از پیش نشان می‌داد. پس از بروز بحران، در نیمه دوم سال ۱۹۹۷ نرخ ارز مؤثر واقعی تا ۳۵ درصد ارزش خود را از دست داد، اما پس از آن به وضع عادی بازگشت. در اواخر سال ۱۹۹۹، نرخ ارز مؤثر واقعی در مجموع ۲۵ درصد ارزش خود را از دست داد. پس از کاهش ارزش پول داخلی، تراز حساب جاری خارجی تا ۸ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۱۹۹۶ به مازاد بیش از ۱۲ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۱۹۹۸ رسید. به دلیل کاهش رابطه مبادله تا ۱۹۹۶ و کاهش قیمت دلاری صادرات، رشد حجم صادرات سالانه ۱۹۹۷-۱۹۹۸ به بیش از ۸ درصد رسید. برعکس، حجم واردات از سال ۱۹۹۶ تا ۱۹۹۸ به میزان قابل توجهی کاهش یافت که مبین ضعف در تقاضای داخلی و اثر قیمت نسبی کاهش ارزش پول بود. به محض درک دقیق نقاط ضعف اقتصاد تا ۱۹۹۸ از جمله مشکلات عمده بخش مالی و از دست دادن موقعیت بین‌المللی این کشور، اعتماد به بازارهای مالی از بین رفت. با امتناع طلبکاران از پرداخت بدهی کوتاه‌مدت، روند جریان‌های ورودی مداوم و بیش از حد سرمایه که پیش از وقوع بحران وجود داشت به جریان‌های خروجی گسترده سرمایه تبدیل شد. همانگونه که پیش از این عنوان شد، در سه‌ماهه اول سال ۱۹۹۷ سرمایه‌گذاری به سرعت کاهش یافت و تولید را کاهش داد. در سال ۱۹۹۸، رکود گسترده‌تر شد و تولید ناخالص داخلی واقعی ۱۰ درصد و مصرف خصوصی نیز به میزان قابل توجهی کاهش یافت. علاوه بر این، خرید کالاهای مصرفی با دوام نیز کاهش یافت، به نحوی که، فروش خودرو به حدود یک‌سوم پیش از سطح بحران رسید. در نتیجه حاکمیت نرخ‌های بهره بالا و کاهش دسترسی به اعتبار، مصرف در سال‌های ۱۹۹۷ و ۱۹۹۸ معادل ۱۳ درصد کاهش یافت. عامل مهم دیگر در کاهش مصرف را می‌توان به کاهش درآمدهای شخصی نسبت داد. با کاهش کلی تقاضای داخلی، بیکاری افزایش و دستمزدها کاهش یافتند.

از ژانویه سال ۱۹۹۸، نرخ رشد اعتبارات ناشی از بخش خصوصی به‌طور یکنواخت کاهش یافت. بعدها رشد اعتبارات بانکی به کاهش خود ادامه داد و حتی در ژانویه سال ۱۹۹۹ به نرخ رشد سالانه ۱۰- درصد رسید. در سال ۱۹۹۹، نشانه‌هایی از بهبود وضعیت ظاهر شد، در اواخر این سال اعتبارات بانکی با نرخ سالانه ۵ درصد شروع به رشد کرد. با این حال، هنوز هم حجم اعتبارات ۲۰ درصد کمتر از حداکثر آن در اواخر سال ۱۹۹۷ بود. این امر بیانگر دو احتمال است:

۱. با تکیه فزاینده شرکت‌ها به عایدی انباشته^۱ و سایر منابع تأمین مالی غیربانکی از تکیه شرکت‌ها بر اعتبار بانکی کاسته شد.



۲. تغییری در سیاست تخصیص اعتبارات بانک‌ها صورت گرفته بود. پس از انقباض سریع سال ۱۹۹۸، بهبود در سال ۱۹۹۹ شروع شد. رشد تولیدات صنعتی در سال ۱۹۹۹ دو رقمی شد و در سپتامبر این سال به سطحی بالاتر از دوران پیش از وقوع بحران رسید. در طرف تقاضا، نرخ‌های بهره پایین و دورنماهای بهبود اقتصاد، مصرف بخش خصوصی را تحریک کرد. این روند با کاهش موقتی مالیات بر ارزش افزوده که از اوایل سال ۱۹۹۹ به مرحله اجرا درآمد، تقویت شد. در سال ۱۹۹۹ اقتصاد تایلند به نرخ رشد ۴ درصدی دست یافت که بسیار بیشتر از متوسط گذشته بود. در سال ۲۰۰۰ روند بهبود بهتر شد و تولید ناخالص داخلی واقعی به ۴-۵ درصد رسید که مهمترین عامل اثرگذار آن رشد صادرات (۶/۳ درصد) و مصرف خصوصی (۳/۴ درصد) بوده است. بهره‌وری کل عوامل تولید که پیش از وقوع بحران شروع به کاهش کرده بود، در سال ۱۹۹۶ منفی شد و در سال ۱۹۹۸ به کمترین میزان خود رسید. اما، از سال ۱۹۹۹ بهره‌وری کل عوامل تولید با کمک اصلاحات ساختاری و جهش‌های ادواری بار دیگر شروع به رشد کرد.

رشد صادرات تایلند در سطح بسیار خوبی بود و محرک اصلی بهبود به‌شمار می‌رفت. در سال ۱۹۹۹ صادرات نزدیک به ۹ درصد افزایش یافت. بازارهای آمریکا و اروپا در اوج‌گیری صادرات تایلند سهیم بوده‌اند. علاوه بر این صادرات به ژاپن و کشورهای آسیه‌آن نیز بهبود یافت و به بیش از ۳۰ درصد کل صادرات در سال ۱۹۹۹ رسید. با این حال، نگرانی نسبت به ضعف رقابت‌پذیری صنعت تایلند همچنان وجود داشت. فعالیت‌های مهارت‌بر از کمبود نیروی انسانی بسیار ماهر رنج می‌بردند و فعالیت‌های تکنولوژی‌بر به میزان قابل توجهی محدود به مرحله عملیات مونتاژ نهایی باقی ماندند. علاوه بر این، صادرات محصولات تکنولوژی‌بر افزایش یافت. رشد واردات شروع به کاهش کرد، به نحوی که، بین دسامبر سال ۱۹۹۹ و ژانویه سال ۲۰۰۰ معادل ۱۷ درصد کاهش یافت.

با در نظر گرفتن نرخ‌های رشد واردات و صادرات پیش‌بینی شده، تراز حساب جاری در سال ۲۰۰۰ مازادی معادل ۷/۷ میلیارد دلار (۵/۳ میلیارد دلار مازاد تراز تجاری) ایجاد کرد. در طرف حساب سرمایه، بازپرداخت‌های بخش خصوصی بابت بدهی‌های خارجی خود از ۱۵/۵ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۹ به ۹/۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۰ کاهش یافت. ذخایر خارجی رسمی به ۳۴ میلیارد دلار در اواخر سال ۱۹۹۹ افزایش یافت. اما در اواسط سال ۲۰۰۰ ذخایر خارجی تایلند در حدود ۳۲ میلیارد دلار ثابت شد. این سطح برای پوشش بیش از سه برابر وجوه نقد در گردش در آن زمان کفایت می‌کرد (تقریباً ۹ میلیارد دلار و حدود ۴۰۰ میلیارد بات). این سطح از ذخایر معادل ۲۰۰ درصد بدهی با سررسید ۱۲ ماه آتی و ۶ ماه واردات بود.

دومین محرک اصلی بهبود، مصرف بخش خصوصی بود. در سال ۱۹۹۹ کل مصرف بخش خصوصی ۳/۵ درصد رشد کرد که نسبت به سال ۱۹۹۸ (معادل ۱۲/۳- درصد) بهبود قابل توجهی بود. این رشد به میزان قابل توجهی با بازگشت اعتماد مصرف‌کننده تطابق داشت که نشان از افزایش کل

درآمد قابل تصرف منتج از افزایش دستمزد و سطوح بالاتر اشتغال داشت. در سال ۱۹۹۹ تورم همچنان تحت کنترل بود و تهدیدی برای اقتصاد به‌شمار نمی‌رفت.

پس از شروع بحران، اشتغال به‌صورت تدریجی گسترش یافت، اما نرخ بیکاری با آهنگ بسیار آهسته‌ای کاهش یافت. نرخ بیکاری ماه فوریه سال ۱۹۹۹ از ۵/۴ درصد به ۴/۸ درصد در سال ۲۰۰۰ کاهش یافت. هرچند نرخ بیکاری در مقایسه با کشورهای اروپایی وضعیت مناسب‌تری را نشان می‌دهد. بررسی اصلاحات در بازار کار تا بلند نشان داد که کاهش‌های دستمزد در میان نیروی کار کمتر آموزش‌دیده در مقایسه با کارگران آموزش‌دیده شدت کمتری داشته است که به معنای حمایت از افراد با سطح رفاه کمتر می‌باشد.

۳. جمع‌بندی و آموخته‌ها از تجربه تایلند و درس‌هایی برای ایران

بررسی تجربه تایلند نشان داد هرچند عدم تعادل‌های کلان اقتصادی نقش مهمی در بروز بحران داشته است، ارتباط غیراصولی میان بانک‌ها، شرکت‌ها و دولت مشکلات بیشتری به‌وجود آورد که سبب ورشکستگی و رکود اقتصادی غیرمنتظره و سریع شد. با توجه به آنکه متغیرهای کلان اقتصادی بجز کسری حساب جاری، سرمایه‌گذاری و برخی شاخص‌های مرتبط با ذخایر ارز خارجی در وضعیت نسبتاً مناسبی بودند، می‌توان گفت که مقامات تایلند با تکانه‌های خارجی قابل توجهی مواجه نشدند.

هر چند بحران ارزی سال ۱۹۹۷ دلایل خارجی نیز داشته است، اما عوامل زمینه‌ساز و تشدید بحران مالی تایلند تقریباً داخلی بوده است. تجربه این کشور نشان داد که بحران‌های مالی نه تنها در زمان آسیب‌پذیری شاخص‌های کلان اقتصادی بلکه در زمان آسیب‌پذیری شاخص‌های خرد اقتصادی نیز می‌تواند رخ دهد. در واقع بحران تایلند را می‌توان نمونه‌ای از نسل سوم بحران‌های ارزی قلمداد کرد. در تایلند نیز همچون تمامی کشورهای آسیایی پیش از وقوع بحران، ادوار تجاری رونق - رکود در بازار دارایی (سهام، قیمت‌های زمین و مستغلات) وجود داشت.

ترکیب نرخ ارز ثابت (که به سببی از ارزها با نقش مسلط دلار آمریکا می‌خکوب شده بود)، حساب سرمایه بسیار باز و رشد اقتصادی چشمگیر، سرمایه‌بسیاری را در این کشور جذب کرد. این جریانات ورودی به‌دلیل مقررات احتیاطی ضعیف در بخش بانکداری اغلب به سمت بخش‌های با سرمایه‌گذاری بیش از حد (همچون املاک و مستغلات) کانالیزه می‌شد که ماحصل آن تقویت سرمایه‌گذاری‌های ریسکی و نظارت ضعیف بر شرکت‌ها بود. حجم گسترده سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت اقتصاد این کشور را به تغییرات ناگهانی و شوک‌های خارجی آسیب‌پذیر باقی گذارد. این آسیب‌پذیری در سال ۱۹۹۶ زمینه‌ساز بحران شد. در این سال کاهش ناگهانی صادرات سبب بروز کسری حساب جاری بالا شد. در عین حال، کاهش فعالیت‌های اقتصادی و ضعف در موقعیت مالی بانک‌ها و شرکت‌های مالی



دشواری‌های پرداخت اصل و فرع بدهی و در نتیجه افزایش وام‌های معوق را به‌همراه داشت. از می سال ۱۹۹۷، بازار ارز تایلند به‌واسطه مجموعه‌ای از حملات ارزی شدید بی‌ثبات شد. مقامات تایلند درصدد دفاع از «بات» از طریق افزایش نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت و مداخله در بازار برآمدند. در نتیجه، بانک‌های تایلند از ذخایر تهی شدند و بات به‌سرعت ارزش خود را از دست داد.

از آغاز بحران، سیاست‌های اقتصادی با تعلیق شرکت‌های مالی زیان‌ده، کاهش هزینه‌های بودجه دولت مرکزی و افزایش نرخ‌های بهره بانک مرکزی به‌تدریج اقتصاد کشور را تقویت کرد. مهمترین اقدام تغییر در نظام ارزی تایلند از نظام ارزی ثابت با میخکوب قابل تعدیل به نظام ارزی شناور مدیریت شده بود که از دوم جولای سال ۱۹۹۷ اجرا شد. در این مراحل، دولت بسته سیاست اقتصادی میان‌مدت جامعی را تدوین کرد که با کمک صندوق بین‌المللی پول به مرحله اجرا درآمد. این برنامه بر تثبیت پول داخلی و تقویت سیستم مالی تمرکز داشت.

آنچه می‌توان از بحران ارزی تایلند به‌عنوان درس‌هایی برای اقتصاد ایران آموخت به‌صورت زیر

است:

الف) نظام ارزی ثابت و عدم تعدیل مناسب نرخ ارز در طول زمان زمینه‌ساز بروز بحران

است: همان‌طور که درخصوص تایلند بیان شد، این کشور قبل از بروز بحران ارزی در سال ۱۹۹۷ از نظام ارزی ثابت میخکوب شده به سببی از ارزها که دلار در آن نقش مؤثری داشت پیروی می‌کرد. تجربه نشان داده است که معمولاً مقامات پولی به‌راحتی قادر به تعدیل نرخ‌های ارز ثابت براساس متغیرهای بنیادی اقتصاد نیستند، لذا نرخ ارزی که در زمان گذشته برای اقتصاد بهینه بوده است، به‌دلیل عدم تعدیل مناسب در سال‌های بعد به‌صورت نرخ غیربهینه عمل می‌کند و زمینه‌ساز بروز بحران می‌شود. درخصوص کره جنوبی، مکزیک و ترکیه^۱ نیز ملاحظه شد عدم تعدیل متناسب نرخ ارز با شرایط اقتصادی زمینه‌ساز بروز بحران در آنها بوده است. در اقتصاد ایران نیز پس از اجرای سیاست یکسان‌سازی نرخ‌های ارز در ابتدای دهه ۱۳۸۰ شمسی، به‌رغم تداوم تورم، نوسان‌های رشد اقتصادی و سایر مؤلفه‌های اصلی تعیین‌کننده نرخ ارز، عملاً نرخ ارز تا سال ۱۳۸۹ تغییرات محسوسی نداشت که دلیل عمده آن نیز وفور درآمدهای نفتی و عدم تمایل مسئولان اقتصادی به تغییر نرخ ارز بود. هم‌زمان با عدم تعدیل نرخ ارز در آن زمان، همواره نقدینگی در اقتصاد ایران رشد بالایی داشته است. به استناد آمارهای بانک مرکزی، بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹، رشد سالیانه نقدینگی به‌طور متوسط ۲۸ درصد بوده است که رقم قابل توجهی است. در همین دوره، متوسط نرخ تورم ۱۵ درصد بوده است. با در نظر گرفتن رشد قیمت‌ها و نقدینگی در این دوره، به‌ترتیب ۲۶۳ درصد افزایش قیمت‌ها و ۸۱۸ درصد افزایش تجمعی نقدینگی در اقتصاد ایران رخ داده است که نشانگر انباشت عدم تعادل در طول یک

۱. حسن حیدری و بهاره عریانی (۱۳۹۲) و (۱۳۹۳).

دهه در اقتصاد ایران است. متأسفانه نرخ ارز به هیچ‌وجه به‌طور متناسب با این واقعیات اقتصادی تعدیل نشد و سبب شد اقتصاد ایران طی سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ به یکباره عدم تعادل انباشته در طول یک دهه را تخلیه کند و هزینه‌های اقتصادی و اجتماعی ناشی از آن نیز به همین دلیل افزایش یافت.

ب) کنترل نرخ بهره و عدم تناسب آن با واقعیات اقتصادی ایران زمینه‌ساز بحران است:

درخصوص تایلند ملاحظه شد که این کشور از سیاست کنترل نرخ بهره جهت جذب سرمایه خارجی استفاده می‌کرد. به بیان دیگر، بالا نگاه داشتن نرخ بهره و دسترسی آسان شرکت‌ها به بازار سرمایه بین‌المللی به دلیل باز بودن حساب سرمایه این کشور سبب ورود حجم بالایی از جریان ورود سرمایه مالی در قالب بدهی کوتاه‌مدت شد که زمینه‌ساز بروز بحران مالی در سال ۱۹۹۷ شد. پیشتر در خصوص کره جنوبی نیز اشاره شد که این سیاست در راستای سهولت دسترسی به منابع مالی جهانی و نرخ بهره پایین‌تر در آن بازارها نسبت به کره در جهت سیاست تحریک رشد اقتصادی موجب شد که شرکت‌ها به اصول مدیریت مالی و شکنندگی ترازنامه‌های خود کم‌توجه باشند و در نتیجه یکی از زمینه‌های بحران ارزی در این کشور به تدریج شکل بگیرد.^۱ آنچه از این تجربه برمی‌آید آن است که نمی‌تواند در بلندمدت متغیرهای مهم اقتصادی از جمله نرخ بهره را خارج از تعادل تعیین کرد، چراکه همین امر سبب‌ساز بروز بحران‌های اقتصادی در آینده خواهد شد. شباهت این سیاست در اقتصاد ایران، تعیین دستوری نرخ‌های سود بانکی بوده است که به اذعان کارشناسان ضمن ایجاد عدم تعادل در نظام بانکی به شکل انباشت مطالبات معوق، در مواقعی سبب بروز بحران در سایر بخش‌ها از جمله بخش مسکن و بازار ارز نیز شده است.

ج) عدم نظارت اصولی در بخش مالی و محوریت بیش از اندازه تأمین مالی به نظام بانکی

در نهایت بحران‌ساز خواهد شد: یکی از وجوه تشابه تایلند در دوران پیش از بحران با اقتصاد ایران، بانک‌محور بودن نظام مالی در این کشور^۲ بوده است. تمرکز بالای تأمین مالی به نظام بانکی سبب تمرکز مخاطره می‌شود و در نتیجه انعطاف‌پذیری کل نظام مالی را کاهش می‌دهد. در اقتصاد ایران نیز در حال حاضر بخش اصلی تأمین مالی برعهده بانک است. به استناد آمارهای بورس اوراق بهادار تهران از آغاز سال ۱۳۹۲ تا پایان آذرماه، مجموع افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی در حدود ۱۱۱۴۹۴ میلیارد ریال بوده است.^۳ از سوی دیگر طبق آمار بانک مرکزی^۴ عملکرد اقتصاد ایران در سه‌ماهه اول تا سوم سال ۱۳۹۲ تشکیل سرمایه ثابت ناخالص کل به‌ترتیب ۴۹۲۷۶۹ میلیارد ریال، ۵۷۳۴۷۶

۱. حسن حیدری و بهاره عریانی، ۱۳۹۳.

۲. براساس آمارهای بانک جهانی، نسبت سرمایه شرکت‌های بورسی به تولید ناخالص داخلی تایلند در سال ۱۹۹۷ میلادی ۳۱ درصد بود، درحالی که در همان زمان متوسط جهانی این نسبت ۷۶/۵ درصد بوده است. این نشان می‌دهد بازار سرمایه در این کشور در آن زمان هنوز سهم قابل توجهی از اقتصاد را در اختیار نداشته است. برعکس در همان سال نسبت کل اعتبار خلق شده در نظام بانکی به تولید ناخالص داخلی در تایلند ۱۷۷/۵ درصد بوده است که نشان می‌دهد این کشور به چه میزان برای تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی بر بانک‌ها تمرکز دارد.

۳. بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۲.

۴. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۹۲.



میلیارد ریال و ۶۰۸۹۸۶ میلیارد ریال بوده است که در مجموعه نه‌ماهه معادل ۱۶۷۴۷۳۱ میلیارد ریال می‌باشد. مقایسه آمار عملکرد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در نه‌ماهه سال ۱۳۹۲ با میزان افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی نشان می‌دهد که میزان افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی تنها ۶/۶ درصد از کل تشکیل سرمایه در اقتصاد ایران بوده است.^۱ به بیان دیگر، بازار بورس هنوز نقش بااهمیتی در تأمین مالی در اقتصاد مالی ایران آنگونه که بتواند بار نظام بانکی را به‌صورت معناداری کاهش دهد، پیدا نکرده است. از همین رو است که اتکای اصلی نظام مالی در ایران نیز بر بانک‌ها می‌باشد. این امر سبب شده است که عمده سیاست‌های حمایتی دولت از مسیر بازار پول باشد و در نتیجه بازار پول کشور با مشکلات زیادی مواجه باشد. از سوی دیگر، نظارت بر بازار پول و نظام بانکی نقش بسیار مهمی دارد. در خصوص تایلند ملاحظه شد که نظارت ناکافی بر شرکت‌های مالی در این کشور یکی از زمینه‌های اصلی بروز بحران بود و در عین حال یکی از راهکارهای خروج از بحران. در ایران نیز نظارت مناسب در نظام مالی اعم از بازار سرمایه و بازار پول یک الزام است تا یک انتخاب. در شرایط فعلی، مشکلات مطالبات معوق بانکی و در کنار آن نظارت نامکفی بر مؤسسات مالی غیربانکی مشکلات مهم نظام بانکی هستند که در آینده می‌توانند زمینه‌ساز بروز بحران باشند، لذا مسئولین اقتصادی کشور باید در این زمینه اصلاحات جدی اعمال کنند.

۱. شایان ذکر است، با فرض اینکه سهم آورده سرمایه‌گذاران در هر طرح سرمایه‌گذاری کمتر از ۲۰ درصد باشد، ۸۰ درصد تأمین مالی از طریق دو بازار پول و سرمایه تأمین می‌شود که در این حالت حدود ۵/۳ درصد از تأمین مالی توسط شرکت‌های بورسی و ۷۴/۷ درصد نیز توسط بازار پول تأمین مالی شده است.

پیوست

گاه‌شمار بحران ارزی تایلد

ماه / سال	رویداد
مارس ۱۹۹۷	بروز اولین نشانه مشکل. اعلام الزام شرکت‌ها به افزایش سرمایه از سوی بانک تایلد و وزارت دارایی.
مارس / ژوئن ۱۹۹۷	کاهش اعتماد عمومی نسبت به شرکت‌های مالی و برداشت سپرده‌ها. حمایت گسترده و مخفی مقامات از نقدینگی ۶۶ شرکت مالی.
ژوئن ۱۹۹۷	تعلیق ۱۶ شرکت مالی از سوی بانک تایلد و تحمیل بخشی از هزینه‌های آن به طلبکاران شرکت‌ها.
۲ جولای ۱۹۹۷	شناور شدن بات و کاهش ۳۲ درصدی ارزش آن در مقابل دلار آمریکا در کل این ماه.
آگوست ۱۹۹۷	پیرو مذاکرات انجام شده با صندوق بین‌المللی پول، بانک تایلد و وزارت دارایی طی بیانیه مشترکی اقدامات تفصیلی جهت تقویت اعتماد در سیستم مالی را منتشر کردند. تعلیق عملیات ۴۲ شرکت مالی دیگر (در مجموع ۵۸ شرکت از ۹۱ شرکت) و دادن مهلت ۶۰ روزه به آنها جهت ارائه برنامه‌های توانمندسازی به مقامات.
۲۰ آگوست ۱۹۹۷	اعلام دولت مبنی بر ضمانت همه‌جانبه از بانک‌ها و شرکت‌های مالی باقیمانده با حمایت از انتشار نامحدود اوراق بهادار صندوق توسعه مؤسسات مالی (برحسب بات). تصویب توافقنامه احتیاطی سه‌ساله از سوی هیئت اجرایی صندوق بین‌المللی پول بالغ بر ۴ میلیارد دلار آمریکا (۵۰ درصد سهمیه).
۱۷ اکتبر ۱۹۹۷	تأمین مالی اضطراری از سوی صندوق بین‌المللی پول.
دسامبر ۱۹۹۷	اعلام تعطیلی ۵۶ شرکت مالی از سوی وزارت دارایی. مداخله بانک تایلد در بانک بانکوک، ثبت سرمایه سهامداران موجود، تغییر مدیریت.
۸ دسامبر ۱۹۹۷	اولین بازبینی سه‌ماهه بسته سیاستی. تقویت اهداف برنامه، اجرای اقدامات مالی بیشتر، افزایش دامنه تغییرات نرخ بهره و معرفی جدول زمان‌بندی مشخص برای تجدید ساختار بخش مالی.
ژانویه ۱۹۹۸	انباشت حدود ۱۰ درصد سپرده‌های سیستم بانکی در سه بانک. تأسیس بانک تجاری دولتی جدید به منظور کنترل بر دارایی‌های با کیفیت بالاتر. شروع تقویت ارزش بات در مقابل دلار آمریکا به دلیل پیشرفت در تنظیم سیاست‌ها و در نتیجه بازگشت اعتماد به بازار. انقباض تقاضای داخلی به کنترل تورم کمک کرد و در تعدیل‌های بیشتر از پیش‌بینی در حساب جاری سهمیم بود.
فوریه/مارس ۱۹۹۸	تقویت ارزش بات.
مارس ۱۹۹۸	توافق درخصوص جبران طلبکاران ۴۲ شرکت مالی تحت برنامه توانمندسازی.
۴ مارس ۱۹۹۸	دومین بازنگری سه‌ماهه بسته سیاستی. در برنامه تجدیدنظر شده سیاست پولی همچنان بر تثبیت نرخ ارز تمرکز داشت، ضمن آنکه مقرر شده بود نرخ بهره تا زمان بروز نشانه‌های تثبیت پایدار بالا باقی بماند. این برنامه مشتمل بر اقداماتی برای تقویت بخش مالی بود.
مارس/آوریل ۱۹۹۸	آغاز سرمایه‌گذاری مجدد بانک‌ها از طریق معاملات خارجی. معرفی طبقه‌بندی‌ها و قواعد جدید تأمین مالی.
می ۱۹۹۸	مداخله در ۷ شرکت مالی دیگر و ادغام آنها با شرکت بزرگ مالی دولتی.
۱۰ ژوئن ۱۹۹۸	سومین بازنگری سه‌ماهه بسته سیاستی. افزایش ذخایر بین‌المللی بیش از مقدار پیش‌بینی شده و تعمیق رکود.



ماه / سال	رویداد
ژوئن/ جولای ۱۹۹۸	تضعیف نرخ پول داخلی. انقباضی تر شدن سیاست‌های پولی و مالی نسبت به برنامه. کاهش بیشتر فعالیت‌ها نسبت به پیش‌بینی و کاهش صادرات تا حداقل میزان خود. تعدیل عمده در حساب جاری مبین انقباض سریع واردات بود. افزایش مشکلات پیش‌روی بخش شرکتی.
۱۱ سپتامبر ۱۹۹۸	چهارمین بازنگری سه‌ماهه بسته سیاستی. ثبات نسبی در بازار ارز (به‌رغم بحران روسیه)، ایجاد فضایی برای کاهش نرخ بهره به سطوح کمتر از پیش از بحران.
۹ اکتبر ۱۹۹۸	تخصیص ۱۲/۲ میلیارد دلار از کل اعتبار بسته سیاستی (۱۷ میلیارد دلار)، ۳ میلیارد دلار از صندوق بین‌المللی پول و ۹/۲ میلیارد دلار از سایر منابع دوجانبه و چندجانبه.
آگوست/ نوامبر ۱۹۹۹	مزایده و فروش دارایی‌های شرکت‌های مالی به شرکت دولتی مدیریت دارایی.
۸ می ۱۹۹۹	بازنگری نهایی برنامه تثبیت تایلند از سوی صندوق بین‌المللی پول.

منابع و مأخذ

۱. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران نماگرهای اقتصادی، شماره ۷۴، ۱۳۹۲.
۲. بورس اوراق بهادار تهران گزارش عملکرد بازار اوراق بهادار، آذر ۱۳۹۲.
۳. حیدری، حسن و بهاره عریانی، تجربه بحران ارزی کره جنوبی در دهه ۱۹۹۰ (درس‌هایی برای ایران)، مرکز پژوهش‌های مجلس، دفتر مطالعات اقتصادی، شماره مسلسل ۱۳۶۲۶، ۱۳۹۳.
۴. حیدری، حسن و بهاره عریانی، تجربه بحران ارزی ترکیه در سال‌های ۲۰۰۰-۲۰۰۱ میلادی، درس‌هایی برای ایران، مرکز پژوهش‌های مجلس، دفتر مطالعات اقتصادی، شماره مسلسل ۱۲۹۹۴، ۱۳۹۲.
5. "IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand. A Preliminary Assessment". IMF, Washington DC 1999.
6. Antczak R. "Theoretical Aspects of Currency crises", Studies and Analyses, No. 211, CASE Warsaw, (2000).
7. Antczak R. "The 1997 Currency Crisis in Thailand", Center for Social Economic Research, No39. ,(2001).
8. Blazkiewicz M. "What Factors Led to the Asian Financial Crisis: Were or Were not Asian Economics Sound", Studies and Analyses, No. 209, CASE Warsaw (2000).
9. Chang R., A. Velasco, "Financial Crisis in Emerging Markets: A Canonical Model", Working Paper 98-10, Reserve Bank of Atlanta (1998).
10. Chau-Lau J.A., Z. Chen "Financial Crisis and Credit Crunch as a Result of Inefficient Financial Intermediation – with Reference to an Asian Financial Crisis". IMF Working Paper, 98/127, (Washington: International Monetary Fund), (1998).
11. Demirguc-Kunt A., E. Detragiache, P. Gupta. "Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress". IMF Working Paper 00/156, Washington D.C.
12. Fisher Jr. R., R.P. O'Quinn "The United States and Thailand: Helping a Friend in Need". The Heritage Foundation Backgrounder, March, Washington, D.C. (1998).
13. Flatters, Frank "Thailand" in World Economic Forum *The Asia Competitiveness Report 1999* Geneva: World Economic Forum (1999).
14. http://www.aric.adb.org/pdf/external/financial_market/Thailand/thai_bnk.pdf
15. <http://www.imf.org/external/np/lo>

16. Jakubiak M. "Indicators of a Currency Crises: Empirical Analysis of Some Emerging and Transitional Economies", Studies and Analyses, No. 218, CASE, Warsaw (2000).
17. Johnson B.R., S.M. Darbar, C. Echeverria "Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand". IMF Working Paper, 97/197, (Washington: International Monetary Fund). (1997).
18. Kakwani, Nanak *Impact of the Economic Crisis on Employment, Unemployment and Real Income* Bangkok: National Economic and Social Development Board, September (1998).
19. Krugman P. "What Happened to Asia?". (January), <http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html> (1998).
20. Lane, Timothy *et al. IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment* Washington D.C.: International Monetary Fund, January (1999).
21. Marshall D. "Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure". Economic Perspectives, 3rd Quarter, Federal Reserve Bank of Chicago, p. 13–28 . (1998)
22. Nakornthab, Don, Thailand's Monetary Policy Since The 1997 Crisis, *Kobe University Economic Review* 55 (2009).
23. Nogayasu J. "Currency Crisis and Contagion: Evidence from Exchange Rates and Sectoral Stock Indices of the Philippines and Thailand". IMF Working Paper, 00/39, (Washington: International Monetary Fund), June (2000)
24. Obiyathulla Ismath Bacha 2004. Lessons From East Asia's Crisis and Recovery, *Asia-Pacific Development Journal* Vol. 11, No. 2
25. O'Driscoll Jr. G.P. "IMF Policies in Asia; a Critical Assessment". The Heritage Foundation Background, March 1999, Washington, D.C. (1999)
26. Siamwalla, Ammar and Orapin Sopchokchai, Responding to the Thai Economic Crisis prepared for UNDP, Bangkok (1998)
27. Stone M.R. "Corporate Debt Restructuring in East Asia. Some Lessons from International Experience" .IMF Paper for Analyses and Assessment, PPAA/98/13, October, Washington, D.C (1998).
28. Thailand Selected Issues, IMF Staff Country Report No. 00/21, (Washington: International Monetary Fund).



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۴۰۲۵

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: تجربه بحران ارزی تایلند (درس‌هایی برای ایران)

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین‌کنندگان: حسن حیدری، بهاره عریانی

ناظران علمی: صمد عزیزنژاد، محمد سلیمانی

متقاضی: معاونت پژوهش‌های اقتصادی

اظهار نظرکنندگان خارج از مرکز: مینو کیانی‌راد

ویراستار تخصصی: _____

ویراستار ادبی: _____

واژه‌های کلیدی:

۱. بحران ارزی

۲. نظام ارزی

۳. سیاست‌های پولی



تاریخ انتشار: ۱۳۹۳/۹/۱۲