

# جامعة سعد دحلب بالبليدة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

## مذكرة ماجستير

التخصص: نقود مالية وبنوك

الأزمات المالية في نهاية التسعينات من القرن العشرين

دراسة حالة الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا

من طرف

مروان حمشة

أمام اللجنة المشكلة من

رئيسا	أستاذ محاضر، جامعة البليدة	ناصر مراد
مشرفا ومقررا	أستاذ محاضر، جامعة الجزائر	خالفي علي
عضوا مناقشا	أستاذ محاضر، جامعة البليدة	دراوسي مسعود
عضوا مناقشا	أستاذ محاضر، جامعة البليدة	علاش أحمد

البليدة، فيفري 2009



## ملخص

لقد شهد العالم في القرن الماضي تحولات و تطورات سريعة و متتابعة شملت كافة مجالات الحياة السياسية، الإقتصادية و المالية ، إضافة إلى بروز نظام جديد يتميز بالتححرر و إزالة القيود و الاندماج بين كل أسواق السلع و أسواق رؤوس الأموال ، و قد أدى هذا كله إلى التوسع في حجم التجارة العالمية و حركة رؤوس الأموال ، حيث بينت التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال أن العولمة و نمو أسواق رأس المال يحتويان على قدر من المنافع إلا أنهما يحملان أيضا قدرا من التكاليف و المخاطر ، و يظهر ذلك من خلال ما حدث في العقد الأخير من القرن العشرين من أزمات مالية التي أصابت كل من المكسيك، البرازيل، روسيا ، و دول جنوب شرق آسيا.....الخ.

هذه الأزمات كانت لها أسباب مختلفة و آثار متباينة غير أن أزمة المال التي أصابت دول جنوب شرق آسيا عام 1997 كانت أقواها و أعمقها، هذه الأزمة كانت لها أسباب مختلفة أبرزها ضعف النظم المالية لهذه البلدان الآسيوية، زيادة تدفقات رؤوس الأموال نحو الخارج.

هذه الأزمة و نظرا لامتدادها و توسع آثارها بسبب ترابط اقتصاديات العالم استدعت تدخل المجتمع الدولي لايقافها و ايجاد آليات لعلاجها و كان لصندوق النقد الدولي أكبر الأثر في ذلك.

وكغيرها من الأزمات حملت الأزمة المالية الآسيوية لعام 1997 العديد من الدروس التي يمكن الاستفادة منها للتقليل من الأزمات مستقبلا.

## شكر

على إثر إتمامنا لهذا العمل أتقدم بشكري وعظيم امتناني لله عز وجل مصداقا لقوله " ولنن شكرتم لأزيدنكم".

ثم أتقدم بشكري الجزيل إلى الأستاذ المشرف الدكتور "علي خالفي" على إرشاداته ونصائحه القيمة جزاه الله عنا ألف خير.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر إلى كل من قدم لي يد العون على انجاز هذا العمل المتواضع، وأخص بالذكر عمال مكتبة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة البليدة والجزائر.

## قائمة الأشكال

الصفحة		الرقم
24	كيفية حدوث الأزمة المالية	01
56	العجز العام في روسيا الفترة جانفي 1996/مارس 1998	02
58	معدلات إعادة التمويل	03

## قائمة الجداول

الصفحة		الرقم
45	العجز في الحساب الجاري للخارجي للمكسيك	01
46	تطور الأزمة المكسيكية للفترة 1997/1994	02
69	متوسط النمو لنتاج الداخلي الخام (PIB) بـ (%)	03
69	متوسط نمو الإحتياطي من النقد (%)	04
84	معدل الصادرات في السبع الدول الآسيوية 1996-1995 (%)	05
89	التوزيع القطاعي للقروض القائمة في بلدان الأزمة الآسيوية عامي 1996.-1990	06
92	وضع ميزان الحساب الجاري (%) 1996-1995	07
96	التجارة فيما بين الدول النامية (الصادرات داخل الإقليم كنسبة مئوية من إجمالي الصادرات)	08

## الفهرس

ملخص

شكر

قائمة الجداول و الأشكال

الفهرس

8	.....مقدمة
11	.....1. مفهوم الأزمات المالية
12	.....1.1. ماهية الأزمات المالية
12	.....1.1.1. الأزمة المالية: تعريفها، أشكالها، تقسيماتها
11	.....1.1.1.1. تعريف الأزمة الاقتصادية
13	.....2.1.1.1. تعريف الأزمة المالية
14	.....3.1.1.1. أشكال الأزمات المالية
16	.....4.1.1.1. تقسيمات الأزمة المالية
17	.....2.1.1. أسبابها وكيفية حدوثها
18	.....1.2.1.1. أسباب الأزمة المالية
21	.....2.2.1.1. كيفية حدوث الأزمة المالية
25	.....2.1. تفسيرات الأزمات المالية و مؤشرات خطر التعرض لها
25	.....1.2.1. مدرسة الأسواق المكتملة و التوقعات العقلانية
25	.....1.1.2.1. مفهوم كفاءة السوق المالي و شروطها
27	.....2.1.2.1. مفهوم العقلانية و أشكالها
28	.....3.1.2.1. تفسيرات الأزمات المالية
31	.....2.2.1. مدرسة عدم الإستقرار المالي
31	.....1.2.2.1. مبدأ عدم الإستقرار المالي
34	.....2.2.2.1. ميكانيزم الفقاعة المالية و تزايد المديونية
35	.....3.2.1. مؤشرات خطر التعرض لها
37	.....1.3.2.1. مؤشرات التنبؤ بأزمة العملة
38	.....2.3.2.1. مؤشرات التنبؤ بالأزمة المصرفية

42	..... خلاصة الفصل الأول :
43	..... 2. الأزمات المالية في : المكسيك، روسيا، البرازيل
44	..... 1.2. الأزمة المالية المكسيكية.
44	..... 1.1.2. نشأة الأزمة المكسيكية و تطوراتها
47	..... 2.1.2. أسباب الأزمة المكسيكية و آثارها
47	..... 1.2.1.2. أسباب الأزمة المكسيكية.
49	..... 2.2.1.2. آثار الأزمة المالية في المكسيك.
50	..... 3.1.2. آليات علاجها.
51	..... 1.3.1.2. معالجات الأزمة المكسيكية.
53	..... 2.3.1.2. الدروس المستفادة من الأزمة المكسيكية.
54	..... 2.2. الأزمة المالية في روسيا و البرازيل
55	..... 1.2.2. الأزمة المالية الروسية.
55	..... 1.1.2.2. نشأة الأزمة و تطورها.
59	..... 2.1.2.2. نتائج الأزمة و تأثيراتها الدولية.
60	..... 3.1.2.2. آليات علاجها.
61	..... 2.2.2. الأزمة المالية البرازيلية.
61	..... 1.2.2.2. نشأة الأزمة و أسبابها.
63	..... 2.2.2.2. آليات علاجها.
65	..... خلاصة الفصل الثاني :
66	..... 3. الأزمة المالية في بلدان جنوب شرق آسيا.
67	..... 1.3. بنية اقتصاديات بلدان جنوب شرق آسيا و حدوث الأزمة.
67	..... 1.1.3. النموذج التنموي الآسيوي.
68	..... 1.1.1.3. مؤشرات النجاح الاقتصادي لبلدان جنوب شرق آسيا قبل الأزمة.
70	..... 2.1.1.3. عوامل نجاح اقتصاديات بلدان جنوب شرق آسيا.
73	..... 2.1.3. مؤشرات الأزمة وآلية حدوثها.
73	..... 1.2.1.3. ظروف تشكل الأزمة ونشوتها.
74	..... 2.2.1.3. أهم مؤشرات الأزمة.
76	..... 3.2.1.3. تطورات الأزمة وانتشارها.
78	..... 3.1.3. التكيف الإقتصادي للأزمة.
78	..... 1.3.1.3. أزمة سيولة.

79	.....	2.3.1.3. أزمة عدم القدرة على الوفاء بالديون
79	.....	3.3.1.3. أزمة نقص السيولة وعدم القدرة على الوفاء بالديون
79	.....	2.3. الأزمة المالية الآسيوية "أسبابها وتفسيراتها المختلفة"
80	.....	1.2.3. أسباب الأزمة
80	.....	1.1.2.3. الأسباب الرئيسية
82	.....	2.1.2.3. دور الضعف المالي في حدوث الأزمة
83	.....	2.2.3.3. المناهج المختلفة في تفسير الأزمة
83	.....	1.2.2.3. التغيرات التي شهدتها ظروف السوق الدولية
88	.....	2.2.2.3. سوء إدارة الإقتصاديات الآسيوية
92	.....	3.2.2. عدم إستقرار أسواق رأس المال الدولية
93	.....	3.2.3. جوانب رئيسية من الأزمة الآسيوية
94	.....	1.3.2.3. الأزمة المالية الآسيوية و النظام النقدي الدولي
95	.....	2.3.2.3. الأزمة الآسيوية و الأقالمة
98	.....	3.3. الأزمة المالية الآسيوية: "آثارها، و آليات علاجها"
98	.....	1.3.3. آثار الأزمة الآسيوية
98	.....	1.1.3.3. آثار الأزمة على الصعيد الداخلي
100	.....	2.1.3.3. آثار الأزمة على الصعيد الخارجي
100	.....	1.2.1.3.3. آثار الأزمة على بعض البلدان المتقدمة
102	.....	2.2.1.3.3. الآثار على بعض البلدان النامية
104	.....	3.2. 1.3.3. الآثار على بلدان التحول الاقتصادي
105	.....	2.3.3. آليات علاج الأزمة
105	.....	1.2.3.3. الاستجابة المحلية
106	.....	2.2.3.3. استجابة صندوق النقد الدولي و دوره في معالجة الأزمة
106	.....	1.2.2.3.3. صندوق النقد الدولي و دوره في النظام المالي العالمي
107	.....	2.2.2.3.3. استجابة صندوق النقد الدولي و إدارته للأزمة
111	.....	3.2.2.3.3. تقييم إدارة الصندوق للأزمة
115	.....	3.2.3.3. الدروس المستفادة من الأزمة
119	.....	خلاصة الفصل الثالث :
120	.....	خاتمة
125	.....	قائمة المراجع



## مقدمة

لقد شهد العالم في القرن الماضي تحولات و تطورات سريعة و متلاحقة في كافة ميادين الحياة السياسية، الاقتصادية و المالية. تراوحت بين سياسات التحرير الاقتصادي، زيادة حجم التدفقات الاستثمارية، تنامي دور الأسواق المالية و زيادة ترابطها، هذه التحولات دفعت العديد من الدول إلى إنشاء أسواق مالية والسعي الدائم و المستمر لتطويرها و توسيع نشاطها.

بعد مرور سنوات على نهاية الحرب العالمية الثانية، بدأت تظهر إلى العيان اقتصاديات دول عرفت " باقتصاديات الدول الناشئة " هذه الاقتصاديات جلبت إليها رؤوس الأموال و ذلك مع زيادة حركية و انتقال رؤوس الأموال بين الدول.

لكن هذه الاقتصاديات لم تستطع البقاء في أمان الشيء الذي جعلها تتعرض إلى اضطرابات و مخاطر تعرف " بالأزمات المالية " هذه الأخيرة بمختلف أشكالها و تقسيماتها قد جاءت مدرستان لتفسيرها هما مدرسة الأسواق المكتملة و التوقعات العقلانية، و مدرسة عدم الاستقرار المالي.

وعليه و مع تزايد توجه العالم نحو الانفتاح و العولمة و مع زيادة الترابط بين الأسواق المالية الناشئة و الأسواق المالية في البلدان المتقدمة، عرفت بعض الاقتصاديات الناشئة أزمات مالية في نهاية التسعينات من القرن الماضي، هذه الأزمات مست دول مختلفة من العالم: المكسيك، البرازيل، بلدان جنوب شرق آسيا، و روسيا، .....، و لكن و على الرغم من اختلاف هذه الأزمات جغرافيا و تاريخيا إلا أنها ذات خصائص مشتركة .

و تعتبر الأزمة المالية التي مست و عصفت بأسواق المال في دول جنوب شرق آسيا في النصف الثاني من عام 1997 أعنف أزمة مالية تضرب الأسواق الناشئة منذ أزمة المديونية عام 1982، كما أنها حركة أكبر عملية مساندة مالية يقودها صندوق النقد الدولي، و كان لها انتشار و امتداد واسعين و أدت إلى نتائج و خيمة سواء على اقتصاديات الدول صاحبة الأزمة أو على اقتصاديات دول العالم المتأثرة بها .

بناء على ما تقدم فإن الإشكالية التي يعالجها هذا البحث يمكن صياغتها في سؤال أساسي:

**ماهي أسباب الأزمة المالية الآسيوية، و ما هي آثارها ؟**

من خلال هذا السؤال تندرج أسئلة فرعية منها :

- ما هي أسباب و بواعث الأزمات المالية ؟ و ما هي كيفية حدوثها ؟

- ما هي مؤشرات خطر التعرض لها ؟

- ما هي أهم الأزمات المالية التي عصفت بالاقتصاديات الناشئة في نهاية القرن الماضي (القرن 20م)؟

و كيف تمت معالجتها ؟

- كيف عولجت الأزمة المالية الآسيوية ؟

للإجابة على ما سبق من الأسئلة تم صياغة الفرضيات التالية:

- الأزمات المالية ظواهر اقتصادية سببها الاضطرابات المالية .
  - الأزمة الآسيوية لها علاقة مباشرة بالعولمة المالية.
  - صندوق النقد الدولي زاد من سرعة الأزمة و تدخله كان غير مركز على حقيقة و مكانن تفجرها.
  - التقليل من وقوع الأزمات مستقبلا يتطلب وضع قيود على حركة تنقل رؤوس الأموال.
- وفيما يخص تحديد أبعاد الدراسة وضبطها، فزمنيا سوف يتم الاقتصار على فترة نهاية التسعينات من القرن العشرين، أما البعد المكاني فسينحصر على موضوع الأزمات المالية التي أصابت الاقتصاديات الناشئة وهي المكسيك، البرازيل، دول جنوب شرق آسيا، وروسيا.
- و من بين الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار هذا الموضوع نذكر:
- الرغبة في دراسة الأزمة المالية الآسيوية باعتبارها أبرز أزمة مالية عصفت باقتصاديات البلدان الناشئة في نهاية القرن الماضي و التي أثارت الكثير من التساؤلات و جلبت قدر كبير من الاهتمامات حيث اعتبرت أبرز مثال لأزمات المال في ظل العولمة المالية.
  - الرغبة في البحث في موضوعات المالية الدولية و محاولة تكوين معارف علمية حولها، كما أن هذا الموضوع يندرج ضمن تخصصنا نقود، مالية و بنوك.

أما عن أهمية دراسة موضوع الأزمات المالية و بالتحديد الأزمة المالية الآسيوية لعام 1997 في كون الأزمات المالية الحديثة بما فيها الأزمة الآسيوية قد كانت أزمات مفاجئة ترتبت عنها آثار سلبية ، كما أن سرعة إنتشارها كانت رهيبية مما استدعى تظافر الجهود الدولية لحدها. كما أن هذه الأزمة قد أظهرت حقائق تتعلق بالأسس التي بني عليها النظام المالي العالمي و التي لا بد من مراجعتها حتى يتم التقليل من المخاطر أو درءها.

أما عن أهداف البحث نذكر مايلي:

- محاولة معرفة بواعث و أسباب الأزمة المالية الآسيوية.
- محاولة معرفة آثار الأزمة المالية الآسيوية على الصعيدين الداخلي ( بلدان صاحبة الأزمة ) و الخارجي ( الإقليمي و العالمي).
- محاولة استخلاص الدروس منها.

أما عن المنهج المتبع في هذا البحث فقد اعتمدنا على المنهج الوصفي و التحليلي باعتبارهما الأنسب لمعالجة مثل هذه المواضيع ، لأنهما يعتمدان على جمع المعلومات، استخراج النتائج ثم تحليلها، حيث استخدمنا المنهج الوصفي في التقديم العام للأزمات المالية، و أما التحليلي فتم استعماله في بقية فصول البحث.

أما فيما يتعلق بالدراسات السابقة والتي تناولت موضوع الأزمات المالية، بما فيها الأزمة الآسيوية فقد تناولت الأزمة الآسيوية دون الوقوف على المناهج المختلفة في تفسير أسبابها، وأيضا الدروس المستفادة منها، هذا الذي حاولنا إظهاره في هذه الدراسة فضلا عن المحاور والنقاط المتعلقة بها. من بين هذه الدراسات نذكر مايلي :

- ترابط الأسواق المالية و انعكاساتها على بلدان العالم الثالث ، سبابو كهينة ، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2001 .

- ميزان مدفوعات الدول النامية في ظل العولمة . دراسة حالة ميزان المدفوعات الجزائرية ، الجوزي جميلة ، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2001 .

و لقد تم تقسيم البحث إلى مقدمة، ثلاث فصول و خاتمة، تناولنا في الفصل الأول الأزمات المالية و ذلك بتقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تطرقنا فيه إلى ماهية الأزمات المالية من حيث تعريفها، أشكالها، تقسيماتها، أسبابها و كيفية حدوثها. أما المبحث الثاني فتم عرض تفسيرات مختلف المدارس الاقتصادية للأزمات المالية، ثم تناولنا المؤشرات الدالة على حدوثها و خطر التعرض لها.

أما الفصل الثاني فقد سلطنا الضوء على أبرز و أهم الأزمات المالية التي أصابت الأسواق الناشئة لتسعينات القرن الماضي منها أزمة المكسيك 1994 - 1995، الأزمة المالية الروسية 1998، و الأزمة البرازيلية 1999، وذلك بالوقوف على أسبابها، آثارها، وآليات علاجها.

و في الفصل الثالث والأخير تناولنا الأزمة المالية الآسيوية، وكانت البداية باستعراضنا لاقتصاديات البلدان الآسيوية من خلال الوقوف على نماذج التنمية في هذه البلدان، ثم عرضنا بداية الأزمة و مؤشراتنا و كيفية تطورها، كما بينا الأوجه المختلفة في تكيف الأزمة هذا في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فخصصناه لدراسة أسباب الأزمة و كذا تفسيراتها و جوانبها المختلفة. و أما المبحث الثالث فقد تناولنا فيه آثار الأزمة المالية الآسيوية سواء على صعيد الدول صاحبة الأزمة أو على الصعيد العالمي من خلال ذكر التأثير على بعض بلدان العالم على سبيل المثال لا الحصر. وأيضا تعرضنا إلى آليات علاج الأزمة بالوقوف على إجراءات و تدابير العلاج المحلية، و أيضا من خلال استعراض دور صندوق النقد الدولي في معالجة الأزمة و الحد منها. كما قمنا بعرض أهم الدروس المستفادة من هذه الأزمة و التي يمكن أخذها كعبر عسى ألا تتكرر مثل هذا الأزمات.

أما الخاتمة فقدمنا فيها ملخصا عن الموضوع و أهم النتائج المتوصل إليها و التوصيات المقدمة و أفاق هذه الدراسة ، و أملنا أن يكون التوفيق حالفنا في اختيار الموضوع و معالجته، و إن لم يكن فحسبنا أننا حاولنا والله وراء القصد و هو يهدي السبيل.

## الفصل 1

### مفهوم الأزمات المالية

إن ظاهرة الأزمات المالية ليست جديدة في الاقتصاد الدولي فهي قديمة في تاريخ الوقائع الاقتصادية ، فقد اندلع الكثير منها في الماضي البعيد والقريب.

هذه الظاهرة ليست حدثا عارضا أو ناتجا عن أخطاء في السياسات الاقتصادية بقدر ما هي جزء لا يتجزأ من الأداء العادي أو الطبيعي للإقتصادات الرأسمالية ، هذه الأزمات لها أشكال مختلفة قد جاءت مدرستان كبيرتان اجتهدتا في تفسير أسبابها ، كما تم وضع مؤشرات للتنبؤ بالأزمات بغية تفاديها مستقبلا.

لذا وبناء على ما سبق سنحاول في هذا الفصل تناول ظاهرة الأزمات المالية بشكل من التفصيل فكان تقسيمه كالآتي:

1.1 . ماهية الأزمات المالية.

2.1 . تفسيرات الأزمات المالية و مؤشرات خطر التعرض لها.

## 1.1 . ماهية الأزمات المالية

نحاول من خلال هذا المبحث التعرض إلى المفاهيم المتعلقة بالأزمة المالية، و ذلك من خلال الوقوف على النقاط التالية: تعريف الأزمة المالية، أشكالها و تقسيماتها، ثم الأسباب التي تؤدي إلى نشوءها، مع محاولة إبراز كيفية حدوث هذه الظاهرة الاقتصادية.

### 1.1.1 . الأزمة المالية: تعريفها، أشكالها، تقسيماتها

من أجل تناول ظاهرة الأزمات المالية، لا بد أولاً التطرق إلى الأزمات الاقتصادية، و ذلك لأن الأزمة المالية يمكن أن تكون مظهراً لأزمة اقتصادية، أو مفجراً لها، كما يمكن أن تكون مستقلة عنها لكن لها انعكاسات على الاقتصاد، لذا سنشير ابتداءً إلى تعريف الأزمة الاقتصادية، ثم الأزمة المالية، مع إبراز أشكالها و تقسيماتها.

#### 1.1.1.1 . تعريف الأزمة الاقتصادية

إن استعمال مصطلح أزمة أصبح اليوم عالمياً، و ذلك منذ عدة سنوات، و بالتدقيق منذ السبعينات، فالأزمة بآثارها لا تترك أحد دون اهتمام، فهي لا تمس أفراد بل حتى مجتمعات، و مناطق و بلدان بأكملها. و بكلمة واحدة فإن الأزمة تمس مباشرة كل النظم الاقتصادية المعاصرة و تخصصها بدرجات مختلفة من الحدة [1] ص (8).

هناك عدة تعاريف أعطيت للأزمة الاقتصادية، نذكر منها:

- « الأزمات الاقتصادية هي فترات اضطرابات عنيفة و إختلالات اقتصادية حادة تقطع سير عملية إعادة الإنتاج الرأسمالي الموسع التي تظهر في الفرق الشاسع بين مستوى الإنتاج و مستوى الطلب المحقق ( Demande Solvable ) » [2] ص (189).

هناك تعريف آخر للأزمة الاقتصادية يتمثل في التعريف المقترح من قبل كينز:

- « الأزمة هي قبل كل شيء اختلال في الأسواق الآجلة ( Marchés à termes ) و بصفة أدق فإن سبب التدهور الكبير حسب كينز يجب أن يؤخر بالقضاء على توقعات أو تخمينات الرأسماليين بتخفيض حجم الاستثمارات، هكذا يتفقم الاختلال بين العرض و الطلب، إذا أصبحت الأسعار وأسعار الفائدة غير كافية لإعادة التوازن الضروري بين الادخار و الاستثمار ».

هذا التعريف يؤكد كذلك على حالة الاختلال في التوازن الاقتصادي الذي يكمن في عمليات البيع و الشراء التي تتم على المدى البعيد أو القصير، أين لا يتحكم المتعاملون الاقتصاديون في معطيات السوق كالأسعار مثلا [1] ص (11).

هناك تعريف ثالث يرى « الأزمة كفترة انقطاع في وتيرة النمو الاقتصادي السابق، و حتى كفترة انخفاض الإنتاج حتى يكون النمو الفعلي أقل من النمو الكامن » [3] ص (31).

### 2.1.1.1. تعريف الأزمة المالية

في الواقع ليس هناك تعريف واحد للأزمة المالية، بل هناك عدة تعاريف سنعرض عددا منها:

الأزمة المالية يمكن تعريفها على أنها تلك التذبذبات ذات السعة الكبيرة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجموعة من المتغيرات المالية: حجم الإصدار، أسعار الأسهم و السندات، و كذلك القروض والودائع المصرفية، و معدل الصرف، و عندما تنهار قيم هذه المتغيرات نكون حينئذ أمام أزمة مالية [4] ص (1). هذا الاختلاف في وصف و تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع و الانخفاض تستلزم فترة لتفسيرها و فهمها.

مرحلة أو فترة الأزمة بالمفهوم العادي للمصطلح - أي انخفاض شامل و سريع للكميات والأسعار التي تنظم الأنشطة البنكية و المالية - تمتاز بسلوك الهروب خارج الأصول إلى غاية هذا الحد المشدود أو الثابت.

من خلال هذا التعريف نرى أن كل المتعاملين يتمنون فجأة و في نفس الوقت تبديل ما يملكون بأدوات ظانين منحهم مفاوضات - القدرة على التبادل لأجل غير مسمى - و السيولة - القدرة على التبادل بدون مخاطرة بالأموال و خسارتها - الكبيرتين.

كما يمكن تعريفها أيضا على أنها فترة تباطئ لمعدل النمو الداخلي للمؤشرات المالية و النقدية، مؤشرات البورصات، أسعار الصرف... الخ، سواء نمو شهري أو سنوي.

وحسب التعريف الذي جاء به Ei chengreen : فإن الأزمة المالية تتمثل في الاضطراب الذي يحدث في الأوراق المالية، و يتميز هذا الأخير بانخفاض في أسعار الأصول، و إفسار المدينين و الوسطاء، و هذا الاضطراب ينتشر عن طريق تشعب النظام المالي، و يعمل على إتلاف طاقة السوق، كما يؤثر على فعالية رؤوس الأموال في الاقتصاد [5] ص (409).

هناك تعريف آخر يعرف الأزمة المالية بأنها انهيار في الأسواق المالية مصحوبا بفشل عدد كبير من المنظمات المالية و غير المالية، مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي و هكذا[6] ص (37). يلاحظ تعدد التعريفات المطروحة للأزمة المالية، و نحن مع الرأي الذي يرى أن كل هذه التعاريف جميعا هي في مجموعها تكاد تكون المكونات الأساسية لتعريف واحد جامع للأزمة المالية.

على هذا يمكن تعريفها بأنها أزمة الأسواق المالية ( Financial Market crisis ) أي التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، و التي من أبرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، و الذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة، و في أسعار الأسهم و بالتالي الآثار السلبية على قطاع الإنتاج و العمالة، و ما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل و الثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية [7] ص (200).

هذه الأزمات المالية هناك من يطلق عليها مصطلح " الأزمات الجزئية " و التي أصبحت في زمننا هذا منتشرة و خطيرة لأن المجال النقدي و المالي للنظام الرأسمالي أصبح له استقلالية واسعة بالنسبة لمجالات الاقتصاد الأخرى، و الميادين المالية و النقدية هي الآن بؤر للأزمات.

### 3.1.1.1 أشكال الأزمات المالية

يمكن التمييز بين مجموعة عريضة من الأزمات المالية، حيث هذه الأخيرة تتضمن توليفات مختلفة من المشاكل النقدية، و المشاكل المصرفية، و مشاكل الديون فهناك أزمة عملة، الأزمة المصرفية ( أزمة مالية تلحق بالجهاز المصرفي )، و أزمة الدين الخارجي.

**أزمة العملة:** تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها و إلى هبوط حاد فيها، أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة.

و يميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات " الطابع القديم " أو " الحركة البطيئة " و بين أزمات " الطابع الحديث ". إذ الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق ، و الارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالبا في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما في الحالة الأخيرة فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة الميزانيات بجزء مهم من الاقتصاد ( سواء أكان عاما أم خاصا ) بالثقة يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية و الرأسمالية الأكثر تحررا و تكاملا إلى الضغط السريع على سعر الصرف [8] ص (6).

**الأزمة المصرفية:** يشير تعبير الأزمة المصرفية إلى موقفين هما [9] ص (91):

أولاً: الموقف الذي تضطر فيه البنوك نتيجة للمسارة الفعلية أو المحتملة بسحب الأموال منها، أو نتيجة لاحتمال إخفاق هذه البنوك أو إخفاقها بالفعل في أداء مهمتها على النحو الواجب إلى وقف التحويل الداخلي لالتزاماتها.

ثانياً: الموقف الذي تضطر فيه الحكومة للتدخل للحيلولة دون حدوث ذلك من خلال تقديم مساعدات واسعة النطاق.

قد تصل الأزمة المصرفية إلى درجة من الشدة بحيث تلحق أضرارا بالجهاز المصرفي بأكمله، و تشكل الأزمات المالية التي تلحق بالجهاز المصرفي إضطرابات في الأسواق المالية قد تشدد حدتها بحيث تؤدي من خلال إضعاف قدرة هذه الأسواق على العمل بصورة فعالة إلى آثار مناوئة كبيرة على الاقتصاد الحقيقي.

كما قد تنطوي الأزمة المالية المتعلقة بالجهاز المصرفي على أزمة في العملة، غير أن أزمة العملة لا تنطوي بالضرورة على اختلال خطير في نطاق المدفوعات المحلية، و من ثم قد لا تصل إلى حد الأزمة المالية في الجهاز المصرفي.

تجدر الإشارة إلى أن الأزمات المصرفية تميل إلى الاستمرار وقتنا أطول من أزمة العملة، ولها آثار أفسى على النشاط الاقتصادي، و قد كانت هذه الأزمات نادرة نسبيا في الخمسينات والستينات من القرن العشرين بسبب القيود على رأس المال و التحويل، و لكن أصبحت أكثر شيوعا منذ السبعينات و تحدث بالترادف مع أزمة العملة.

أزمة الديون ( الدين الخارجي ): و يحدث هذا الشكل من الأزمة المالية إما عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، و من ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة و يحاولون تصفية القروض القائمة [8] ص (6).

بمعنى آخر تحدث أزمة الدين الخارجي عند وجود أحد البلدان في موقف يعجز معه عن الوفاء بخدمة دينه الخارجي سواء للكيانات السيادية أو الخاصة.

يظهر من التعريف الأخير أن أزمة الدين قد ترتبط بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بان يتوقف القطاع العام عن السداد لالتزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، و إلى أزمة في الصرف الأجنبي.

لكن لابد من الإشارة أن الأزمات المالية هي في أغلب الأحيان مختلطة حتى و لو كانت لديها مصادر مشتركة مثل الاختلالات الاقتصادية الكلية ذات الأهمية، أو السياسات المالية الهشة في ظل مناخ سياسي غير مستقر [10] ص (6).

#### 4.1.1.1 تقسيمات الأزمة المالية [8] ص (7).

يرجع أصل معظم الأزمات المالية إلى اختلال اقتصادي أو مالي لا يمكن تحمله مثل - عجز ضخم في الحساب الجاري، أو عجز مالي ضخم، أو إلى عدم التوافق نوعا ما بين الأصول و الخصوم في الشركات المالية و غير المالية - و غالبا ما تصطبغ هذه الاختلالات بدورها

ارتفاع شديد لا يمكن تحمله في أسعار الأصول عادة ( أسهم الشركات و العقارات)، أو ارتفاع شديد في قيمة العملة.

إنطلاقاً من هذا يمكن تقسيم الأزمات المالية تبعاً للقطاع الذي تنشأ فيه ( القطاع العام مقابل القطاع الخاص، قطاع البنوك مقابل قطاع الشركات )، ووفقاً لطبيعة الاختلالات مثل إختلال الحساب الجاري و الموازنة العامة التي تعتبر إختلالات في التدفقات، بينما أنه عدم التوافق بين الأصول و الخصوم يعتبر إختلالاً في أرصدة رأس المال، و ما إذا كان الإختلال يتعلق باحتياجات المقترض من التمويل قصير الأجل، أو بقدرته على السداد في الأجل الطويل ( أزمة السيولة مقابل اليسر المالي ).

على أية حال، فإن الفروق بين الأزمات ليست واضحة بشكل قاطع لعدة أسباب:

أولاً: هذه التقسيمات السابقة عادة ما تتداخل فيما بينها، فغالبا ما تنعكس الإختلالات في أحد القطاعات في شكل تعرض قطاعات أخرى للمخاطر.

ثانياً: مشاكل التدفق المستمرة تؤدي في النهاية إلى إختلالات في أرصدة رأس المال، و يمكن أيضاً لمشاكل السيولة أن تؤدي بسرعة إلى الإعسار.

ثالثاً: بمجرد تفجر أزمة في أحد القطاعات فإنه يمكن بسرعة أن تغذي الأزمة في قطاعات أخرى عن طريق إرتباط الميزانيات المتبادلة ( مثل ملكية البنك لسندات حكومية أو القروض المقدمة إلى قطاع الشركات التي يتوقف سدادها )، و عن طريق التعرض لهبوط أسعار الأصول ( بما في ذلك تخفيض قيمة العملة ).

### 2.1.1. أسبابها و كيفية حدوثها

بعدما حاولنا من خلال المطلب الأول تحديد مفهوماً للأزمة المالية، و أيضاً عرض أشكالها وتقسيماتها، سوف نخرج من خلال هذا المطلب إلى الأسباب التي تؤدي إلى تفجر الأزمات المالية و إلى زيادة سرعتها و حدوثها، و كذلك إلى آلية و كيفية حدوثها.

### 1.2.1.1. أسباب الأزمة المالية

يمكن إدراج العوامل الكامنة وراء ظهور الاختلالات و التي تجعل الاقتصاد معرضا لخطر الاضطرابات المالية تحت العناوين التالية: السياسات الاقتصادية الكلية غير القابلة للاستمرار، و جوانب الضعف في الهيكل المالي، و الأوضاع المالية العالمية، و اختلالات أسعار الصرف، و عدم الاستقرار السياسي بالإضافة إلى ذلك فإن النشاط الاقتصادي يتميز بميله الطبيعي إلى التقلب مما يؤدي إلى حدوث تحول في ثقة الأسواق قد يسهم في ممارسة ضغوط على النظام المالي.

هذه العوامل السابقة الذكر تشكل الظروف التي تنشأ في ظلها الأزمات المالية، و يتعين التمييز بينها و بين أسبابها المباشرة أي أسباب تفجرها، و التي تأخذ في العادة صورة أحداث أو أخبار تؤدي إلى قيام الوكالات الاقتصادية بإعادة تقييم مراكزها.

على كل حال غالبا ما ترجع الأزمات المالية بأشكالها المختلفة إلى أصول مشتركة و هي

[9] ص (91):

- تراكم الاختلالات الاقتصادية، و اختلال أسعار الأصول أو أسعار الصرف غير القابلة للاستمرار، الأمر الذي يحدث في معظم الأحوال في ظل التشوهات و جوانب الجمود الهيكلي التي تصيب القطاع المالي.

- فقدان الثقة المفاجئ في العملة أو الجهاز المصرفي، و هو ما يحدث بدوره نتيجة لحدوث تطورات مثل: التصحيح المفاجئ لأسعار الأصول، أو بسبب خلل في تدفق الائتمان أو التمويل الخارجي يفضي إلى كشف جوانب الضعف الاقتصادية و المالية الأساسية.

- قد تتضمن الأزمات المالية إنخفاضات حادة في أسعار الأصول، و إخفاقات متكررة في الأداء من جانب المؤسسات المالية و غير المالية.

يجب التنبيه و الإشارة إلى أنه لا تعتبر كل الاضطرابات المالية التي تؤدي إلى هبوط أسعار الأصول، و خسائر الثروات التي تلحق بقطاعات أو وكالات اقتصادية معينة، مثل الاضطرابات المصاحبة لانهايار الأراضي عقب فترة من الرواج، أو من الارتفاع الخيالي في أسعار أسواق الأصول المختلفة أزمات مالية حقيقية، فالاضطرابات المالية التي لا تمس آلية

المدفوعات، و لا يحتمل أن يكون لها عواقب ضارة على النشاط الاقتصادي تعرف بأنها "أزمات مالية كاذبة".

من هنا يمكن اعتبار الأزمات المالية هي النتيجة الحتمية للاضطرابات المالية أو الاقتصادية حيث تواجه الاقتصاديات درجة عالية من خطر التعرض لها.

و قد تم استخلاص مجموعتين من الأسباب التي يمكن أن تؤدي إلى حدوث أزمة مالية. المجموعة الأولى تتضمن الأسباب التي تؤدي إلى بداية و تحريك الأزمة المالية و هي [6] ص (38):

- عجز ضخ في الميزان التجاري.
- انخفاض كبير في الإنتاجية.
- انخفاض حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي.
- ضعف رقابة البنك المركزي على كل من أسواق أسعار الصرف و الجهاز المصرفي.

كذلك تدرج ضمن هذه المجموعة من الأسباب العوامل النفسية أبرزها مخاوف المستثمرين من انخفاض السعر، و الذين تجتاحهم مشاعر خوف من حدوث مزيد من انخفاض الأسعار و الذي يدفع إلى مزيد من القلق و التوتر الدافع للقرارات الرشيدة سواء بسرعة الدخول أو الخروج من بعض الأسواق [11] ص (233).

أما المجموعة الثانية فتحتوي على الأسباب التي تؤدي إلى زيادة سرعة وحدة الأزمة المالية و تتمثل فيما يلي [6] ص (38):

- ضخامة حجم الدين الخارجي قصير الأجل الممنوح للقطاع الخاص.
- ضعف رقابة البنك المركزي، و عدم تلقيه أية معلومات عن الاقتراض الخارجي للقطاع الخاص.
- إنخفاض أداء الجهاز المصرفي.

- ارتفاع نسبة الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة داخل البورصة.

بعد عرض الأسباب التي تؤدي إلى نشوب الأزمة المالية، كان لابد من التمييز بين ثلاث مجموعات من الأسباب التي تفسر ميل الأزمات المالية عموماً إلى التجمع في آن واحد هذه المجموعات هي [9] ص (101):

المجموعة الأولى: تتمثل في أن الأزمات قد تنشأ من سبب مشترك مثل: التحولات الاقتصادية الرئيسية في البلدان الصناعية التي تؤدي إلى حدوث الأزمات في الأسواق الناشئة و هو ما يشار إليه بعبارة " الآثار الموسمية ". فالزيادة الحادة في أسعار فائدة الدولار الأمريكي في أوائل الثمانينات كانت عاملاً مهماً في أزمة ديون أمريكا اللاتينية، و بالمثل فقد أسهم الارتفاع الكبير في قيمة الدولار الأمريكي و خصوصاً أمام الين الياباني في الفترة ما بين منتصف 1995 و 1997 في إضعاف القطاع الخارجي في العديد من بلدان جنوب شرق آسيا.

و لكن في حين قد تسهم أو تعجل الأحداث الخارجية في وقوع الأزمة، فإن مدى تعرض البلدان لخطر الأزمة يتوقف على أوضاعها و سياستها الاقتصادية المحلية، مثل الإفراط في الاقتراض لاستخدامات غير إنتاجية، أو ضعف القطاع المالي، أو افتقار نظم سعر الصرف إلى المرونة.

المجموعة الثانية: السبب الثاني لتجمع الأزمات المالية في فترة زمنية متقاربة، في أن الأزمة التي تحدث في بلد ما قد تحمل الدائنين على إعادة تقييم العوامل الاقتصادية الأساسية في البلدان الأخرى، حتى إذا لم تكن هذه العوامل تغيرت بشكل موضوعي، أو إلى حملهم على خفض درجة المخاطرة التي تنطوي عليها حافظاتهم و الهروب إلى النوعية الجيدة، و هذا التأثير على وجه التحديد الذي يشار إليه أحياناً بالتأثير المعدي أو " العدوى الخالصة "، و قد يرتبط هذا التأثير بتدافع المستثمرين كلقطيع نتيجة لآثار المحاكاة الناشئة عن تضارب المعلومات أو عن الحوافز التي يراها القائمون على إدارة الأموال.

المجموعة الثالثة: السبب الثالث هو أن الأزمة التي تقع في أحد البلدان قد تؤثر على العوامل الاقتصادية الكلية الأساسية في بلد آخر، إما بسبب روابط التجارة و سوق المال ( كأن يؤثر إنخفاض قيمة العملة في أحد البلدان تأثيرا سلبيا على القدرة التنافسية الدولية للبلدان الأخرى )، أو بسبب الاعتماد المتبادل بين حافظات الدائنين ( فمثلا يؤدي نقص السيولة في إحدى الأسواق إلى إرغام الوسطاء الماليين على تصفية أصولهم في الأسواق الأخرى ).

### 2.2.1.1. كيفية حدوث الأزمة المالية

إن حدوث الأزمة المالية يأتي نتيجة وجود خلل في المؤشرات الاقتصادية للدولة، بالإضافة إلى إنخفاض أداء الجهاز المصرفي و ضعف دور الرقيب متمثلا في البنك المركزي، فوجود عجز ضخم في الميزان التجاري و انخفاض كبير في الإنتاجية يشجعان على دخول المضاربين بقوة للمضاربة على العملة المحلية إذا كانت قيمة العملة لا تعبر عن حقيقة الوضع الاقتصادي.

و مع انخفاض حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي قد تجبر الدولة صاحبة العملة المضاربة عليها إلى خفض قيمتها، أو رفع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية بالعملة المحلية، و هذا بهدف تشجيع أصحاب الودائع المصرفية بالعملات الأجنبية على تحويل ودائعهم إلى ودائع بالعملة الوطنية، و بذلك يزيد الطلب على هذه العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، و من ثم تخفيض شدة و حدة المضاربة.

لكن لجوء الدولة إلى هذان الإجراوان السابقان بصورة مبالغ فيها يؤدي إلى خسائر وأضرار وخيمة على القطاعات الاقتصادية. لكن كيف ذلك؟.

### 1. تأثير تخفيض قيمة العملة:

إن إجبار الدولة على خفض قيمة عملتها بنسبة كبيرة ينجر عنه أضرارا وخيمة على الاقتصاد الوطني، و ذلك من خلال تأثيره السيئ على بورصة الأوراق المالية و البنوك. فالانخفاض الكبير في قيمة العملة يدفع المستثمرين داخل البورصة – لاسيما المستثمرين الأجانب – إلى بيع ما يمتلكونه من أسهم للحصول على العملة المحلية بغرض تحويلها إلى عملة

أجنبية الأمر الذي لا يؤدي فقط إلى التراجع الحاد في أسعار الأسهم بل إلى مزيد من التدهور لقيمة العملة [6] ص (41).

إن التراجع الحاد في أسعار الأسهم معناه انخفاض حاد في القيمة السوقية لصافي حقوق الملكية للشركات المصدرة لهذه الأسهم الشيء الذي يؤدي إلى انخفاض الجدارة الائتمانية لهذه الشركات، و بالتالي انخفاض قدرتها في الحصول على المزيد من القروض لتمويل أنشطتها الإنتاجية.

كما لا يقتصر تأثير تخفيض قيمة العملة على البورصة بل يمتد ليشمل البنوك. فهذا الانخفاض يزيد من عبء الدين الخارجي الممنوح للقطاع الخاص، و ذلك مقوما بالعملة الوطنية بعد الانخفاض، الأمر الذي قد يؤدي إلى إفلاس الكثير من البنوك.

## 2. تأثير ارتفاع أسعار الفائدة:

إن المغالاة في رفع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية يحدث هو الآخر آثار سلبية على الاقتصاد الوطني، و ذلك من خلال تأثيره على البورصة و البنوك، حيث يقوم المستثمرون بتوجيه إستثماراتهم من الأسهم إلى الودائع المصرفية التي تعطي عائدا أكبر و تتصف بمخاطر أقل. هذا السلوك بين المستثمرين يعني عرض عدد كبير من أوامر البيع دون أن يقابلها أوامر الشراء [6] ص (41).

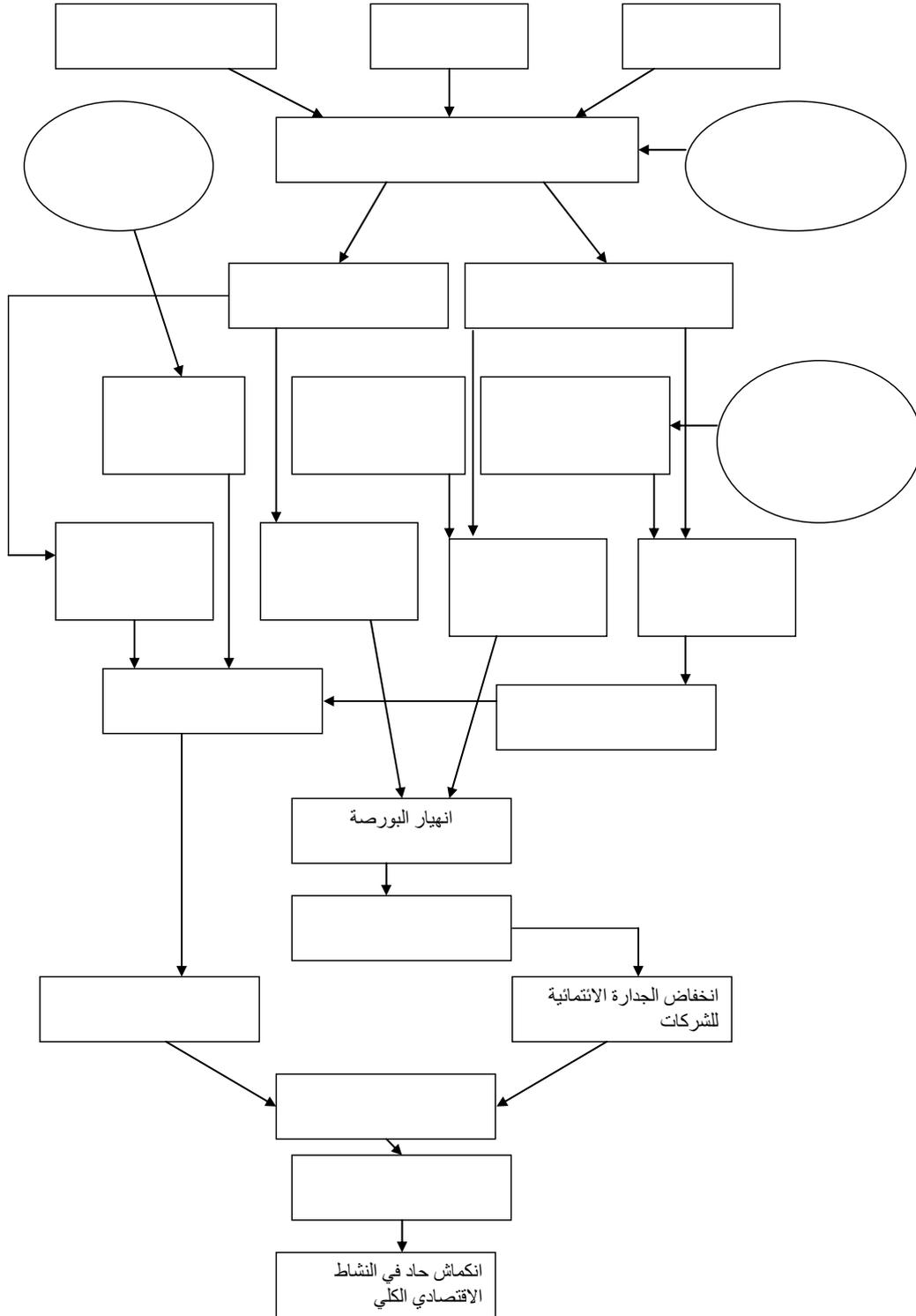
و كنتيجة لهذه الزيادة من المعروض من الأوراق المالية في السوق المالي التي لا تقابلها طلبات الشراء يؤدي إلى الانخفاض في أسعار الأسهم و انهيار البورصة [12] ص (233).

كما لا يقف التأثير السيئ للمغالاة في رفع أسعار الفائدة على البورصة فقط بل يمتد ليشمل البنوك، ذلك أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية يترتب عليه ارتفاع تكاليف و أعباء إعادة التمويل بالنسبة للبنوك، و بالتالي تعرضها لمخاطر إعادة التمويل، و هي المخاطر

التي تتعرض لها البنوك و المؤسسات المالية إذا فاقت تكاليف إعادة تمويل التزاماتها من العائد الناتج من الاستثمار في الأوراق المالية أو القروض، الأمر الذي يؤدي إلى إفلاسها إذا كان الارتفاع في أسعار الفائدة بشكل مبالغ فيه.

كما يؤثر ارتفاع أسعار الفائدة على منظمات الأعمال في صورة ارتفاع حاد في معدلات الفائدة على القروض الجديدة الممنوحة لها، و هو ما يعني ارتفاع حاد في تكاليف التمويل لهذه المنظمات، و بالتالي انخفاض كبير في قدرتها على الحصول على احتياجاتها التمويلية للاستمرار في ميدان الأعمال، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض حاد في معدلات الاستثمار، و انكماش شديد في النشاط الاقتصادي.

و تبسيطا لما قلنا حول كيفية حدوث الأزمة المالية يمكن تقديم الشكل الموالي:



الشكل رقم 01: كيفية حدوث الأزمة المالية [06] ص (39).

## 2.1. تفسيرات الأزمات المالية و مؤشرات خطر التعرض لها

بعدها تطرقنا في المبحث الأول من هذا الفصل إلى ماهية الأزمات المالية من خلال الوقوف على جوانبها المختلفة، سنخرج في هذا المبحث إلى نقطتين هامتين هما: تفسيرات الأزمة المالية ومؤشرات خطر التعرض لها.

لقد ظهرت مدرستان كبيرتان مختصتان في دراسة الأزمة المالية ، هما مدرسة الأسواق المكتملة والتوقعات العقلانية، ومدرسة عدم الإستقرار المالي ، فيا ترى ما هي أسس الدراسة والتفسير لدى كل من المدرستين ؟ وما هي مؤشرات خطر التعرض للأزمات مالية ؟

### 1.2.1. مدرسة الأسواق المكتملة و التوقعات العقلانية

قبل التطرق إلى تفسير المدرسة لهاته للأزمات المالية، لابد أولاً من الإشارة إلى نظرية كفاءة الأسواق المالية التي لها علاقة و إرتباط بالعقلانية، ذلك أن الكفاءة تتطلب العقلانية في سلوكيات المتعاملين من جهة، و في توقعاتهم من جهة أخرى، أيضاً نجد أن العقلانية تعد شرطاً أساسياً للوصول إلى الكفاءة المطلوبة.

#### 1.1.2.1. مفهوم كفاءة السوق المالي و شروطها:

حتى يكون السوق كفاء لابد أن يوجد عدد لا بأس به من المستثمرين الذين يعتقدون في أن السوق غير كفاء، و بسبب هذا الاعتقاد يتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها. و هذا ما يؤدي إلى تحليل سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية، و حينئذ يتحقق للسوق الكفاءة التي ينشدها، و لا يحقق أي منهم الأرباح غير العادية التي يسعى لتحقيقها [13] ص (205).

هذا المفهوم لكفاءة السوق المالي يطلق عليه " الكفاءة الكاملة " التي لا بد من شروط لها وهي

[13] ص (148):

- 1- أن تكون المعلومات المتعلقة بالسوق متاحة لجميع المتعاملين في نفس الوقت، و بدون تكاليف، و بهذا الصدد تكون توقعات جميع المستثمرين أو المتعاملين متماثلة.
- 2- انعدام جميع القيود على التعامل فلا توجد تكاليف للمعاملات أو الضرائب، و المستثمر يستطيع بيع أو شراء كمية من الأسهم مهما صغر حجمها بسهولة.
- 3- تصرفات المستثمرين لا يحتمل أن تؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم، و هذا يعني أنه على كل مستثمر أن يقبل الأسعار المعلن عنها كما هي.
- 4- أن المستثمرين يتصفون بالعقلانية، فهم يسعون دائما إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها.

يعتبر الشرط الرابع مقبولا من ضمن هذه الشروط، الذي يقتضي أن المستثمر يسعى لتعظيم المنفعة، أما الشروط الثلاثة الأخرى، فلا يمكن أن تتحقق في الواقع، و ذلك أننا نجد تكاليف ناتجة عن معاملات، كما توجد ضرائب تقف عائقا أمام عقد و إبرام بعض الصفقات. أيضا بالنسبة للمعلومات فإحتمال أن تصل لمجموعة من المتعاملين قبل أخرى واردة عن طريق مثلا قيام أحد أعضاء مجلس الإدارة لإحدى الشركات بتزويد بعض أقاربه أو أصدقائه بمعلومات عن مؤسسة معينة.

## 2.1.2.1. مفهوم العقلانية و أشكالها

### 1. مفهومها:

في الاقتصاد مصطلح العقلانية يستعمل في معنيين مختلفين، و لكن متقاربين، الأول عند الاقتصاديين الكلاسيكين، و الثاني عند الاقتصاديين النيوكلاسيك و مدرسة التوقعات العقلانية.

بالنسبة للاقتصاديين الكلاسيك تعني العقلانية أن العملاء مجبرون على إتباع نظام من الأفضل أن يكون كاملا بمعلومة تامة، و بدون تكلفة. حسب هذه الفرضية فمنطق العملاء يطابق مبادئ الحساب الاقتصادي، يملكون مجموعة من ميولات المنطقية و القائمة على خطر موضوعي و متعادل [4] ص (1)، فهم يفضلون الأكثر على الأقل تقدير، و يختارون معدل الإيراد الأكثر ارتفاعا و يخفضون التكاليف، و أيضا يبحثون عن مصالحهم الخاصة.

بوجيز العبارة إنهم عقول اقتصادية خالصة لا يشعرون بأي تأثير، و لا يخضعون لأي

ضغط.

أما الاقتصاديين النيوكلاسيك فلهم فرضية تدعى " فرضية العقلانية " هذه الأخيرة تفسر السلوك الاقتصادي حسب الأفراد الذين يسعون إلى تعظيم المنفعة بواسطة متطلبات تكنولوجيا و تخصيص للموارد.

و أما مدرسة التوقعات العقلانية ما هي إلا امتداد لفرضية الكلاسيك لتوقع تام لعالم أو مستقبل بالتأكيد هو غير معروف، و لكن أين يمكن على الأقل وصف هذا العالم أو المستقبل، أو معرفته عن طريق مجموعة من الاحتمالات الموضوعية المستنتجة من ملاحظة الماضي.

يقال عن سلوك أنه عقلاني إذا كان مطابقا للنموذج المعطى أو المقترح من طرف العملاء الاقتصاديين لماذا هذا؟ لأنه أمام نشوة كبيرة من التواضع و الاحترام للإنسان الاقتصادي فيمتنع الاقتصادي عن بناء نموذج الذي من خلاله يستطيع العملاء الفهم الجيد للظواهر الاقتصادية،

نلاحظ أيضا أن فرضية العقلانية تجد بعدها عند ربطها بفرضيات أخرى بدء بفرضية تجانسا

العملاء الاقتصاديين [4] ص (1).

## 2. أشكالها:

و للعقلانية ثلاثة أشكال هي:

- عقلانية أدائية: ترجع لنظرية المنفعة المتوقعة، و قد بين Willinger سنة 1990 أن المتعاملين يتميزون من خلال نص عدم التأكد بنوعين من الأحكام:

أحكام الافضليات: تقدير السهم و نتائجه.

أحكام الاعتقادات: تشمل التوقع بالسهم و نتائجه.

هذه العقلانية مصممة مثل تطابق الوسائل مع الأهداف و الغايات المنشودة.

- عقلانية إدراكية: وضعها Walliser سنة 1982 حتى يكون إنسجام بين المعلومات المتوفرة لدى المتعاملين الاقتصاديين، و الملاحظات المستوحاة من المحيط، ينتج عن هذه الملاحظات إعتقادات شخصية تختلف من متعامل لآخر.

- عقلانية محدودة: وضعها Simon سنة 1955، مفادها أن المتعامل يكون محدودا في طاقاته الإدراكية و في إستعداده لجمع و معالجة المعلومات.

### 3.1.2.1. تفسيرات الأزمات المالية

تجتهد عدة تطورات نظرية حديثة في تفسير الأزمات المالية محافظة على فرضية العقلانية، و لكن بالتركيز على فكرة تناظر المعلومة – كل المتعاملين لا يعلمون بالضرورة نفس الأشياء – و على عدم اليقين، أين هناك حالات لا نستطيع معرفة أي شيء.

فحالات عدم اليقين هي تلك التي لا نستطيع على الأقل من ملاحظة الماضي استنتاج توزيعات الاحتمالات الموضوعية، و بهذا نخرج من مجال الخطر إلى مجال عدم اليقين البحث. ومهما يكن سواء حالة الخطر، أو عدم اليقين فالمشكل المطروح في الأسواق المالية هو التقدير الصحيح أو الجيد لمنح التأمين التي تسمح بمجابهة حلول الصدمات المحتملة.

إن دراسة نظرية العقلانية للأزمات المالية تجعلنا نظن بأن الحد الفاصل بين العقلانية واللاعقلانية هو حد مسامي أي قابل للنفاذ، إلا أن هذه النظريات تفسر بصفة مقنعة سلوك الأسواق المالية في حالة حدوث صدمة خارجية معروفة، و التي تؤدي إلى زعزعة التوازن المحقق [4] ص (2).

بالنسبة أيضا للبنوك و في حالة انتشار حالة الذعر فإنها تواجه خطر عدم توفر السيولة، بمجرد أن يسحب المودعون ودائعهم و ذلك بإتباع مبدأ " الأول الذي يطلب الأول الذي يعطى " فهي بهذا تعطي قاعدة عقلانية للأزمات المصرفية منذ اللحظة التي تحدث فيها صدمة تؤثر على أصول البنوك، و هذا بقدر ما يكون أصحاب الودائع أقل دراية و علما من البنوك حول نوعية هذه الأصول، و هناك حالة عدم اليقين من النوعية. لهذا يجب إعلام المودعين عن نوعية أصول البنوك، أو عن عدم التيقن [14] ص (52).

حسب هذه الفكرة و حتى تستطيع المؤسسات المالية مواجهة حركة سحب ودائعها فإنه من الصواب أن يتم التنظيم، هذا الأخير سوف يركز على الكمية أكثر منه على السعر و هنا تكمن الثقة – المودعون يعهدون أموالهم لدى البنوك و إذا فقدت الثقة سيسحبونها مهما كانت المكافأة الممنوحة لهم.

و من المحتمل في حالة حدوث إضطراب أن تتفاقم المنافسة بين المقرضين تؤدي في حالة عدم اليقين إلى تقديرات سيئة لعلاوة الخطر، و خاصة بالنسبة للمخاطر الكبيرة التي لا تتحقق إلا نادرا.

كذلك هناك عنصر هام يعزز هذه الظواهر يتمثل في العوامل النفسية، و ذلك بالأخذ بعين الاعتبار ميزاتها الاستثنائية، حيث يتم نسيان المخاطر الكبيرة تدريجيا، فالاحتمال الشخصي لحدوثها يكون ضعيفا فلا نأخذها بالحسبان. لذا فالمقرضون يطالبون بعلاوة الخطر التي تغطي متوسط الأخطار.

فالخوف من إختيار المخاطر السيئة يمكن أن يؤدي إلى ترشيد أو تقنين الكميات، هذا الإجراء يزداد بإزدياد معدلات الفائدة، عدم اليقين، و أيضا إذا كان للمقترضون أموال خاصة قليلة.

إن التحاليل السابقة تنطبق على الأسواق المالية لأن سيولة هذه الأخيرة تتعلق بعدد و تنوع المتدخلين و صناع السوق، فإذا كان كل حاملي الأوراق المالية لا يبحثون عن تحصيلها في نفس الوقت، فمجرد حدوث شك يتعلق بسيولة السوق مستقبلا فإنه من المنطق الرغبة في البيع قبل الآخرين.

هذا التفكير يمكن أن يأخذ من طرف صناع السوق أنفسهم، ملزمين على أن يملكوا مخزون أدوات من الأوراق المالية لتلبية رغبات زبائنهم في مواجهة ضغط كبير من المبيعات. صناع السوق بإمكانهم إما زيادة الرقعة بين سعر الشراء و سعر البيع، و إما أن يرفضوا وضع الأسعار، و هذا ما يؤدي في كل الأحوال إلى سحب السيولة من السوق.

هذا الإجراء يمكن أن يستمر بقدر ما يبقى عدم اليقين بخصوص وجود سعر توازني، ونفس الأمر يحدث إذا كان صناع السوق يظنون بأن بعض عملاء السوق يمتلكون معلومات أفضل منهم.

حسب كل هذه النظريات التي تنطلق من فرضية العقلانية، المضاربة لا يمكن أن تكون غير مستقرة. فمضاربة ما، ولأنها تزيح السعر عن مستوى توازنه ستكون حتما خاسرة و ستنتهي بالفشل و الإخفاء السريع. فالمضاربين كونهم أفضل إعلاما و دراية بالظروف الخاصة بالزمان والمكان مقارنة بمتوسط المتعاملين فهم لا يقومون سوى بتصحيح الإختلالات الوقتية بين العرض والطلب، و أيضا بمعاينة السياسات الاقتصادية الخاطئة أو الإستراتيجيات التي تتصف بالتوجه غير السليم. إذن فتواجد المضاربين سيجلب السيولة للأسواق المالية.

إن أصحاب مدرسة التوقعات العقلانية يرون بضرورة وجود " فقاعات عقلانية " فتلك الفقاعات تظهر لما يقتنع أغلبية المتعاملين بأن ميكانيزم ما لتحديد الأسعار هو عمل أدخل حيز التنفيذ. إذن نحن أمام ظواهر شرعية أين التوقعات بالقيم المستقبلية للأسعار هي التي تحدد الأسعار الحالية. و في هذه الحالة يمكننا أن نتصور توازنا يدعى " البقع الشمسية "، حتى و إن كانت

الدورات الشمسية ليس لها أي تأثير مادي على الطرف الاقتصادي، و إذا وجد عدد كاف ومهم من المتعاملين يرون عكس ذلك فهذا يؤثر على النتائج.  
رغم محاولة فرضيات التوقعات العقلانية و التجانس تفسير الأزمات المالية من منطلقات عدة، إلا أنها كانت محل انتقادات عديدة:

- إذا كان كل العملاء متجانسون و يملكون نفس المعلومة، كيف يمكننا تصور التبادل؟  
و كيف يمكن تصور وجود تغيرات الأسعار في ظل غياب التبادل؟
- كيف يمكننا من جهة أخرى تصور أن المتعاملين يتصرفون طبقا لفرضيات النموذج المعطى في حين هناك تنوع في النماذج؟ لماذا نموذج ما أولى من الآخر؟  
و كيف نفسر بأن النماذج تتغير بمرور الزمن؟

### 2.2.1. مدرسة عدم الإستقرار المالي

#### 1.2.2.1. مبدأ عدم الإستقرار المالي

شهد العالم في السنوات الماضية مجموعة من الأحداث، أدت إلى قلق العديد من الإقتصاديين، ومن بين هذه الأحداث: الكارثة المشؤومة "Junk Bonds" إنهيار البورصات 1987، تسارع مفرط في إفلاس المؤسسات والمؤسسات المالية، جميع هذه الأحداث تفسر التخوف الكبير الذي ظهر في نفوس الإقتصاديين من خطر حدوث أزمة مالية كبرى وتحولها إلى القطاع الحقيقي مع ركود سريع.

يعد توفر السيولة في السوق المالي عنصرا هاما وأساسيا حيث " الرجوع إلى السيولة" يجب أن تكون لها صلة مباشرة لضخامة عدم الإستقرار المالي وإلا مع ضخامة عدم اليقين. وعدم الإستقرار المالي يبين عدم قدرته على فهم القواعد التي تؤدي إلى الإستقرار ، كما يفسر بعدم تماسك مؤقت ومكاني للتنبؤات.

إن الأهم في عدم الإستقرار المالي هو عدم إستقرار سعر الفائدة وأيضا عدم إستقرار الأفاق الإقتصادية وهذا الأخير له صلة مباشرة بعدم صحة وسلامة الإستثمارات الإنتاجية، أي مع الأخطاء

التي تتميز بها هذه الإستثمارات وينتج عنها عدم اليقين وعدم التقدير الصحيح بالعوائد المستقبلية[15] ص (187).

يبدو مما سبق أنه وفي بعض الأحيان المتعاملون يجدون أنفسهم غير قادرين على تحديد وبطريقة عقلانية وسليمة الطلب الفعلي أي الطلب اللازم لتغطية مستلزماتهم وذلك عندما يتنبؤون بدون وضع تقديرات ومؤشرات أساسية.

إن مدرسة عدم الإستقرار المالي تقترح الصعود إلى قمة الصدمة حيث تعتبرها السبب الرئيسي الذي أدى نشوء الأزمة المالية فهي تميل أي المدرسة إلى رؤية هذه الأخيرة تتدخل بسرعة فائقة عند حدوث إضطرابات في ميدان الخطر كما إعتبرته عملية داخلية.

يحتل كل من عدم التيقن واللاعقلانية الصدارة في نظرية عدم الإستقرار المالي أمام عالم غامض قد حكم علينا بالتردد والضلال وفي هذه الحالة علينا الرجوع إلى ما كتبه السابقون.

هذه المدرسة تستخدم علم النفس في جميع المحتويات الإقتصادية وبصفة عامة الأشخاص يرغبون في الإعتقاد بنفس الأشياء ، كما أنها تعترف بقيمة العادات التي تستطيع أن تؤثر أكثر على تعظيم الدخل أو المنفعة.

تعترف مدرسة عدم الإستقرار المالي أن كل المتعاملين ليسوا متشابهين ، وأنه لا يوجد إلا متعاملون أذكيا وهم على دراية بكل شيء ، فهي تؤكد أنه ليس كل المتعاملين بإمكانهم الحصول على نفس المعلومة، وهذا كون هذه الأخيرة تتطلب تكاليف باهضة.

كما تركز على أنه لا يملك جميع المتعاملين نفس الإمكانيات والقدرات لمعالجة المعلومات، إضافة إلى أنهم لا يملكون نفس التجربة أو نفس الدرجة من الخبرة ولا نفس رد الفعل للأخطار[4] ص (4).

أظهرت مدرسة عدم الإستقرار المالي أن هناك ظواهر أخرى للعقلانية تتكرر أكثر وتؤدي إلى مغالطات على مستوى السوق، حيث نتيجة اندماج سلوكيات الشخصية المتميزة بالعقلانية ينتج عنها سلوكا مشتركا غير عقلانيا، وهذه المجموعة تتوهم بوجود سيولة في السوق، لكن هذا الإعتقاد المشترك بينهم لا يؤدي إلى نتيجة سليمة ويكون دائما ممكنا إذا كان من الضرورة التخلص من السندات قبل المتعاملين الآخرين.

بالإضافة إلى ذلك هناك علاقة وطيدة بين حركة الأسعار وتنبؤات المتعاملين، حيث يصبح إرتفاع الأسعار دافعا إلى شراء الأوراق المالية، نتكلم إذن " **Feed Back Treeding** " في هذه الحالة فإن حركة شراء الأوراق المالية ليست بسبب إنخفاض الأسعار بل إرتفاعها ، هذا ما يجعل المتعاملين في السوق يتخوفون من عدم إرتفاع الأسعار من جديد [4] ص (5).

إذا كانت الإلتزامات المالية محدودة في هذه الحالة إمكانية تعبئة الموارد في المدى الطويل تؤدي إلى عدم الإستقرار المستمر، لأن الأمر يتعلق بعوائد الإستثمارات والمقرضين في حالة إنعدام العوائد وعدم القدرة على السداد عند وصول آجال الإستحقاق. وعليه فعلى المتعامل العقلاني الأخذ بعين الإعتبار كل ما يتعلق بأفكار وسلوكيات المتعاملين الآخرين في السوق، والتي تبدو له جميعها تتميز بالعقلانية.

ويقول كينز في هذا الصدد: " من الخطورة أن يكون العقلاني في سوق لا تتميز بالإستقرار " سيكون إذن شكل جيد للعقلانية إذا أخذنا بعين الإعتبار لا عقلانية المتعاملين الآخرين.

زيادة على ما سبق هناك عوامل أخرى تؤدي أو تساهم في نشر عدم الإستقرار من بين هذه العوامل نجد المضاربة فهذه الأخيرة تلعب دورا في ظهور إضطرابات في السوق المالي.

## 2.2.2.1. ميكانيزم الفقاعة المالية وتزايد المديونية

### 1. ميكانيزم الفقاعة المالية [4] ص (6) : Le Mécanisme de Bull

يقترح كل من ميل ، فيشر ومينسكي ، كيند لبرجرز نموذج تضخيم الفقاعة المالية، وفي هذا الصدد كل شيء يبدأ بهزة أولية زادت من التقدير المحتمل للأرباح، ويترتب عنه جلاء هذا الإضطراب : الإختلالات ، فتح أسواق جديدة ، إدخال تكنولوجيا حديثة ، التحديث المالي، مراجعة في الديون المثقلة.

المهم أن الفقاعة تبدأ بالتضخم لأسباب قوية وترجع الصعوبات إلى التطورات المتراكمة والتي تؤدي دائما إلى إضطرابات حقيقية. هذه الأخيرة تخلق فرصا جديدة وملائمة للاستثمارات والأرباح.

### 2. مبدأ تزايد المديونية [16] ص (72).

تعتبر الزيادة الكبيرة في الإستدانة من الخصائص التي تميز الحالة المالية للمتعاملين الخواص، والمديونية تلعب دورا كبيرا في انفجار الأزمة المالية.

لقد دار حوار ساخن حول تزايد المديونية التي كانت أعقاب السنوات الماضية في الولايات المتحدة الأمريكية وكان ذلك النقاش متمحور حول تفسير أهمية تزايد المديونية ودورها في فتح المجال لإنفجار الأزمة المالية وذلك من خلال نقطتين جوهريتين:

- لوحظ تطور المديونية الأمريكية المحلية ابتداء من المعطيات المتعلقة بالذمة المالية المتراكمة والتي اعتبرت أنها لم تكن موجودة من قبل.

- انفجار حقيقي لنفقات الفائدة مع إتلاف نمو تغطية هذه النفقات عن طريق دخل المتعاملين في هذه الحالة يكون هناك أثر كبير في تغيير نوعية المقترضين يؤدي إلى إرتفاع كبير في المخاطر بالنسبة للمقترضين.

إن ارتفاع حجم الديون المتداولة والنسيان التدريجي له يلعب دورا بالغا في تكون الأزمات لكن هذا النسيان لا يقتصر فقط في حجم الديون بل أيضا في هيكل عملية الديون، كذلك بالنسبة للفقاعة تضخم أموال خاصة تختفي أكثر فأكثر وراء الديون، والزيادة المفرطة في حجم الديون ترافق إفساد نوعية وطريقة التمويل والتي أصبحت متعلقة بمضاربة غير مستقرة.

ولقد بين "H. Minsky" في الفرضية التي وضعها " فرضية عم الإستقرار المالي" أن هناك ثلاث أنواع من التركيبات وأعطى تعريف لكل منها [14] ص (60).

- 1- Hedge: تمثل تغطية كاملة لنفقة الدين بالدخل.
- 2- Spéculative: تمثل تغطية بسيطة للفوائد لكن مع عدم تسديد رأس المال.
- 3- Ponzi: تشير إلى إعادة التمويل ثانية عن طريق الإستدانة ويترتب على تركيبه من نوع "Ponzi" ارتفاع معدلات الفائدة من جهة، ومن جهة أخرى يجب على المتعاملين التخلي على الأصول التي بحوزتهم من أجل تسديد ديونهم ، كذلك تخفيض سيولة ذمتهم المالية، هذه النظرة تؤدي إلى انخفاض أسعار ارتفاع القيمة الحقيقي للدين، وزيادة خطورة الوضع وأخيرا هذه الظواهر يتبعها انهيار وتدني الإنتاج.

### 3.2.1. مؤشرات خطر التعرض لها

نظرا لازدياد التكامل العالمي للأسواق المالية على مدار العقد الماضي، فإن انعكاس الحركات الكبيرة لتدفق رؤوس الأموال يمكن أن يحدث بسرعة شديدة مما يجعل الوقت المتاح لصناع السياسة الاقتصادية للاستجابة لهذه التطورات قصيرا للغاية هذا من جهة، و من جهة أخرى، و نظرا لارتفاع تكلفة التصحيح الذي تجرته البلدان في أعقاب الأزمات المالية، ظهر اهتمام كبير بتحديد مكونات المتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تعمل كإشارات للإنذار المبكر للأزمات المالية، حيث بدأ الباحثون في إلقاء نظرة جديدة على محددات أزمة العملة و المصارف في محاولة لوضع أنظمة لإعطاء الإشارة إذا ما بدأت المتاعب في التجمع في أسواق العملة، وأنظمة المصارف. و هذه المهمة تزداد صعوبة لانعدام الشفافية في عمل الأنظمة المالية، و خاصة في الأسواق المالية الناشئة.

إن من المفيد التحري عن وجود ارتباط نمطي بين المتغيرات الاقتصادية و قابلية التعرض للمخاطر، و يمكن استخدام المؤشرات الخاصة بقابلية التعرض للمخاطر في تحديد المرافق التي يواجه فيها الاقتصاد خطر الوقوع في أزمة مالية نتيجة لتغيرات الأوضاع الاقتصادية العالمية، أو إنتشار آثار الأزمات المالية الواقعة في بلدان أخرى، أو غير ذلك من العوامل التي من شأنها إحداث تحول مفاجئ في ثقة السوق إذا تركت الاختلالات دون علاج.

و ضمن هذا السعي للتنبؤ بالأزمات المالية، يتبع الباحثون خطوات متسلسلة و تتمثل في [17] ص (40):

- تحديد خصائص الوضع الذي يمكن أن يوصف بأنه أزمة كاملة للعملة، أو البنوك أو كليهما، و هذا كخطوة أولى.

- بعد تحديد خصائص أحداث معينة باعتبارها أزمات، يستخدم الباحثون المنهج التطبيقي المختار في سعيهم للتعرف على مجموعة من المتغيرات، أو المؤشرات الأساسية التي يمكن أن يستخدمها صناع السياسة للتنبؤ بالأزمات في أسواق العملة، و الأنظمة المصرفية.

من بين أهم المناهج الشائعة الاستخدام في وضع " نظام للإنذار المبكر " هو المنهج الذي يعتمد على تحديد مجموعة من المتغيرات التي يختلف سلوكها قبل حدوث الضغوط في الأسواق المالية إختلافا منهجيا عن سلوكها خلال الفترات العادية أو التي يسودها الهدوء. و عن طريق مراقبة هذه المتغيرات عن كثب قد يكون من الممكن رصد أنماط السلوك المشابهة للأنماط التي سبقت وقوع الأزمات في الماضي [9] ص (107).

لكن تكمن الصعوبة في تحديد المتغيرات ذات الصلة التي تجري مراقبتها، أي المتغيرات التي لا تكتفي بالإنذار بالأزمات وشيكة الحدوث بقدر كبير من النجاح، و إنما تلك التي لا تصدر إشارة كاذبة بشكل متكرر حتى يمكن استخدامها بثقة إلى حد ما.

وقد تعرف العديد من الباحثين على المؤشرات الرئيسية بمقارنة سلوك متغير معين قبل الأزمة بسلوكه أثناء الأوقات الهادئة، و يكون المتغير مؤشرا أساسيا مفيدا إذا ما أظهر سلوكا شاذا قبل الأزمة، و لكنه لا يقدم إشارات كاذبة عن أزمة وشيكة في الأوقات الطبيعية أو الهادئة [17] ص (41).

إن اختيار المؤشرات يتم بدرجة كبيرة على فهم المرء لأسباب الأزمات و محدداتها المباشرة، و تختلف بطبيعة الحال هذه المتغيرات باختلاف أشكال الأزمات المالية.

### 1.3.2.1. مؤشرات التنبؤ بأزمة العملة [9] ص (107).

إذا كانت أزمات العملة ناشئة في الأساس عن مشكلات المالية العامة، فإن المتغيرات مثل عجز المالية العامة، و الاستهلاك الحكومي، و الائتمان المقدم للقطاع العام من الجهاز المصرفي تميل إلى الظهور بشكل متميز ضمن مجموعة هذه المؤشرات.

وإذا كان المتصور أن جوانب الضعف في القطاع المالي هي أصل أزمات العملة، فإن المتغيرات المتعلقة بنمو الائتمان للقطاع الخاص، و تدابير التحرير المالي، و مستوى الديون الخارجية القصيرة الأجل في الجهاز المصرفي، و هيكل أسعار الفائدة المحلية، و تغيرات أسعار الأسهم، و نوعية الأصول المصرفية قياسا على حجم القروض عديمة الأداء، و ما إلى ذلك يمكن أن تستخدم كمؤشرات لقابلية التأثر بمخاطر الأزمات.

بالمثل إذا كانت مشكلات القطاع الخارجي مسؤولة بدرجة كبيرة عن أزمات العملة فإنه يمكن استخدام مؤشرات سعر الصرف الحقيقي، و ميزان الحساب الجاري، و تغيرات في معدلات التبادل التجاري، و الفرق بين أسعار الفائدة الأجنبية و المحلية و التغيرات في التدفقات الرأسمالية الأجنبية و هيكل آجال إستحقاقها.

كما تم استخدام أيضا متغيرات القطاع الحقيقي مثل: معدل نمو الناتج، معدل البطالة، و متغيرات العوامل المؤسسية و الهيكلية البديلة و التطورات السياسية.

### 2.3.2.1. مؤشرات التنبؤ بالأزمة المصرفية

على العكس من أزمات العملة حيث يتسنى معرفة وقت وقوع الأزمة بشكل مباشر نسبياً من خلال التغيرات الحادة في متغيرات عالية التواتر مثل: الإحتياطات الدولية، و أسعار الفائدة، وحتى أسعار الصرف، فإن الإفتقار إلى توفر البيانات بانتظام التي يمكن استخدامها بشكل متواصل لتحديد بداية المصاعب المصرفية يجعل وضع المؤشرات للتحذير المبكر بالأزمات المصرفية مهمة صعبة للغاية [9] ص (108).

إن تحديد تاريخ وقوع الأزمات المصرفية يتم بشكل تقريبي أكثر مما يحدث في حالة أزمة العملة التي تعتمد على وقوع أحداث مثل: إغلاق المؤسسات المالية، أو قيام الحكومة بوضع يدها عليها و التدافع على سحب الأرصدة من البنوك، و ما شبه ذلك. و بالتالي فإن هناك مخاطر أكبر تتمثل في التكهن بحلول الأزمات إما بعد فوات الأوان- لأن الأزمات المالية تبدأ عادة قبل إغلاق البنوك أو التدافع على السحب منها بفترة طويلة – أو على نحو سابق لأوانه، حيث أن الأزمات بشكل عام تصل إلى ذروتها بعد ذلك بفترة طويلة، غير أنه حتى في حالة استخدام تواريخ تقريبية لتحديد بداية الأزمات المصرفية فإن تحليل سلوك المتغيرات ذات الصلة في الوقت المقارب لوقوع الأزمات قد يكون مفيداً في وضع نظام للإنذار المبكر يتضمن مؤشرات لقابلية التعرض لمخاطر الأزمات.

وفي الدراسات المعنية بالأزمات المصرفية كان اختيار المؤشرات التي ربما تؤثر بالطريقة المستخدمة في قياس هذه الأزمات يعتمد إلى حد كبير إلى جوانب الضعف في هذا القطاع التي تنشأ على الأرجح من وجود فترة طويلة من استمرار اتجاه التوقعات الاقتصادية نحو الإرتفاع، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على القروض و رفع نسب الاستدانة بدرجة كبيرة ثم يعقب ذلك ظهور "أخبار سيئة" تؤثر بشكل سلبي على صافي أصول البنوك، و قد تكون هذه الأخبار السيئة تطورات تؤدي إما إلى رفع مخاطر الإئتمان بشكل حاد بالنسبة لشريحة كبيرة من المقترضين مثل: الإنخفاضات الشديدة في أسعار الصادرات و الممتلكات، أو زيادة تكلفة تمويل القروض من خلال إرتفاع أسعار الفائدة المحلية أو الأجنبية. أو إنخفاض سعر الصرف على سبيل المثال [9] ص (108).

فضلا عن ذلك، فإن سلامة الجهاز المصرفي نفسه تعتبر من المحددات الهامة لقابلية تعرض الاقتصاد إلى الأزمات. غير أن العكس صحيح أيضا فالعمل المصرفي في طبيعته يسير على أساس التوقعات الخاصة بحالة الاقتصاد في المستقبل.

في حالة تعرض الاقتصاد لتباطؤ غير المتوقع قد ينخفض مستوى الاستثمارات مما قد يؤدي بدوره إلى التأثير سلبيا على نوعية حافظات القروض المصرفية.

بالنسبة للبلدان النامية الآخذة في النمو السريع، و لاسيما البلدان المتلقية للتدفقات الرأسمالية الكبيرة، كثيرا ما أدى إخفاق نظم الحيطرة و السلامة المالية في ملاحقة ما تحقق من تقدم في مجال التحرير المالي، إلى تحول القطاعات المصرفية إلى قطاعات قابلة للتعرض للمخاطر بشكل متزايد نتيجة للتحويلات المفاجئة في ثقة المستثمر.

على هذا قد تم استخدام المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تعكس الآفاق الاقتصادية للمقترضين، و من ثم قدرتهم على خدمة ديونهم – مثل نمو الناتج، أسعار الأسهم و التضخم، وأسعار الفائدة الحقيقية، سعر الصرف الحقيقي، و معدلات التبادل التجاري، و التدفقات الرأسمالية - و المتغيرات التي قد تمثل دلالة على سلامة أداء الجهاز المصرفي – مثل نمو الإئتمان المحلي، و نسبة القروض إلى الودائع، و التغيرات في مضاعفات النقود، و غيرها من مقاييس درجة التحرير المالي، لتحديد جوانب القابلية للتعرض للمخاطر في القطاع المصرفي وأخيرا ونظرا لأن أسباب الأزمات المصرفية تشبه في أغلب الأحيان الأسباب المؤدية لأزمات العملة، ولا سيما تراخي الأوضاع النقدية، و فورة النشاط الاقتصادي فإن عددا كبيرا من المؤشرات تتشابه أيضا.

لكن رغم السعي الجاد المبذول من قبل الخبراء و الباحثين للتنبؤ بالأزمات المالية، و ذلك من خلال وضع نماذج من الاقتصاد القياسي و التي من أبرزها و أكثرها استخداما " نموذج الإنذار المبكر " الذي تعرضنا له آنفا، و الذي يعتمد على تحديد مجموعة من التغيرات، إلا أن هذا النموذج لا يخلو من العيوب و النقائص التي نذكر منها [18] ص (9).

- محاولة تجميع كل البلدان و الأزمات في سلة واحدة مع إغفال كم هائل من المعلومات التي لا يمكن قياسها بسهولة.

- هذا النموذج لا يوفر بسهولة وصفات من السياسات لبلد معرض للخطر، لأنه يركز على التنبؤ بالأزمات.

إن عملية التنبؤ بتوقيت أحداث غير كثيرة الحدوث مثل الأزمات المالية، و التي تعتمد بشكل أساسي على متغيرات يصعب تحديدها – مثل السمات الهيكلية لاقتصاد بلد ما، أو التطورات المؤسسية، أو التغيرات في الأوضاع السياسية للبلاد أو توقعات العاملين المحليين و الأجانب في مختلف الأسواق- من المحتمل أن تكون أكثر صعوبة، و الأهم من ذلك أن العملية صنع السياسة ورد فعل السياسات نفسها، تأثيرا حاسما على ما إذا كانت أوضاع الضائقة المالية ستتحول إلى أزمة.

والمعتاد أن هذه الظواهر لا يمكن وضعها في الحسبان في ممارسات صنع النماذج الاقتصادية، و من ثم ليس من المستغرب أن النماذج التي لا تدمج في داخلها ردود الفعل للسياسات لن تلقى نجاحا كبيرا.

بالتالي وبناء على ما سبق يمكن الخلاص إلى نتيجة هامة مفادها أن الأزمات التي تنفجر بسبب ضعف القواعد الأساسية للاقتصاد، و التي تجعل أي بلد سهل التأثر بالصدمات الضارة يمكن التنبؤ بها، و لكن و بالمقابل يقل احتمال أن تكون النماذج الاقتصادية قادرة على توقع الأزمات التي تنشأ، إما بسبب سلسلة فريدة من الأحداث، أو من تأثير العدوى وحدها، أو لأن التكنولوجيا تغير النظام المالي بأشكال غير متوقعة.

## خلاصة الفصل الأول:

تعتبر الأزمات المالية إنهيارات حادة تصيب الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، تصاحبها أضراراً كبيرة تمس النشاط الاقتصادي الكلي. هذه الأزمات هي وليدة أو نتاج أسباب متعددة- قد ذكرت سلفاً - تؤدي إلى تحريكها، وزيادة سرعتها و حدتها، مخلفة آثاراً وخيمة على الاقتصاد المصاب بها منها: انهيار البورصات، إفلاس عدد كبير من الشركات و البنوك، انخفاض حاد في معدلات الاستثمار، انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي.

هذه الأزمات مهما كان شكلها، سواء أزمة عملة، أو أزمة مصرفية، أو أزمة دين خارجي، قد جاءت مدرستان لتفسيرها و هما: مدرسة الأسواق المكتملة و التوقعات العقلانية، و مدرسة عدم الاستقرار المالي، حيث ترى المدرسة الأولى أن الأزمات المالية ترجع إلى الاضطرابات التي تحدث صدفة، نظراً لتجانس العملاء و عقلانيتهم و لإملاكهم نفس المعلومات، أما المدرسة الثانية فتري أن الأزمات المالية تعود إلى كون المتعاملين ليسوا متشابهين، باعتبار أن الحصول على نفس المعلومات يتطلب تكاليف باهضة، و أيضاً تختلف درجة معالجتها من متعامل لآخر.

ومع تواتر نشوب الأزمات المالية، و زيادة تعقدها، و ضخامة أضرارها و خسائرها، وتجليها بسرعة أكثر مما كان يحدث في الماضي، بدأ الباحثون في إلقاء نظرة جديدة على محددات أزمة العملة و المصارف في محاولة لوضع أنظمة لإعطاء الإشارة إذا ما بدأت المشاكل تطفو وتلوح في الأفق بغية الوقاية من الأزمات بمجرد ظهور مخاطرها. هذا الإستشراف للأزمات المالية يزداد صعوبة لقلة المعلومات المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية، و لإنعدام الشفافية في عمل الأنظمة المالية، و خاصة في الأسواق المالية الناشئة و التي تعد مكاناً خصباً للأزمات المالية.

## الفصل 2

### الأزمات المالية في: المكسيك، روسيا، البرازيل

شهدت حقبة التسعينات من القرن العشرين عددا من الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، لعل من أبرزها الأزمات التي مست كل من المكسيك 1994-1995، روسيا 1998، و البرازيل 1999.

هذه الأزمات المالية تسببت في خسائر كبيرة، و أضرار وخيمة أثرت و بشكل بالغ على الأداء الاقتصادي الكلي لهذه الدول، كما حملت الدول المتأثرة بها تكاليف باهظة، حيث أدت إلى تعثر البنوك و إفلاس الشركات، و فقدان الوظائف، كما أدت إلى استنزاف الاحتياطيات من النقد الأجنبي. و نظرا لتباين هذه التكاليف المترتبة عن هذه الأزمات، فإن السياسات الإصلاحية والتدابير العلاجية اختلفت من دولة لأخرى، غير أنها و في كل هذه الأزمات استدعت دعما ماليا دوليا لاحتوائها، و الحد من سرعة انتشارها.

لإلقاء الضوء أكثر على هذا الموضوع سنتناول في هذا الفصل ثلاث أمثلة أو نماذج من الأزمات المالية التي تفجرت منذ منتصف التسعينات من القرن العشرين و هي الأزمات المالية في كل من المكسيك، روسيا، و البرازيل، و هذا بالوقوف على جوانبها المختلفة كالأسباب، الآثار المترتبة عنها، الإجراءات العلاجية، تاركين الأزمة المالية الآسيوية للدراسة بشكل أوسع من خلال الفصل الموالي.

سوف نقوم بمعالجة هذا الفصل بتقسيمه إلى المبحثين التاليين:

1.1. الأزمة المالية المكسيكية.

2.1. الأزمة المالية في روسيا و البرازيل.

## 1.2. الأزمة المالية المكسيكية

أدى تعرض الاقتصاد المكسيكي لأزمة مالية عام 1994، و التي اعتبرت من أهم وأبرز أزمات الأسواق الناشئة، إلى إثارة تساؤلات عميقة حول مدى قدرة الاقتصادات والأسواق الناشئة على التكيف مع الصدمات الخارجية التي تحدث في ظل العولمة نتيجة للتحرير الاقتصادي و المالي، و أيضا التحول لاقتصاديات السوق، و مدى فاعلية هذه الأخيرة في مواجهة تلك الصدمات و ما تحدثه من أزمات، لذا سنحاول من خلال هذا المبحث الوقوف على مختلف جوانب و حيثيات الأزمة مروراً بمقدماتها و تطوراتها أولاً، ثم أسبابها و آثارها وصولاً إلى الإجراءات المتخذة لمعالجتها و الدروس المستخلصة منها.

### 1.1.2. نشأة الأزمة المكسيكية و تطوراتها

بعدما تعرض الاقتصاد المكسيكي لأزمة خطيرة سنة 1982، شرعت الحكومة في تطبيق برنامج الإصلاح الهيكلي الذي يشمل طائفة عريضة من الإصلاحات المتمثلة في تنفيذ برنامج لتعزيز الأوضاع المالية، و تخفيض الضوابط التنظيمية و الخصخصة. كما اضطلعت بإصلاحات مالية رئيسية، و أعادت التفاوض حول ديونها الخارجية، و بذلت جهوداً جدية في سبيل إنفتاح التجارة، كللت بانضمام المكسيك إلى إتفاقية الجات ( GATT ) ، و عضويتها في إتفاقية الناftا ( NAFTA ) عام 1993.

و قد أفضت هذه المجموعة من الإصلاحات إلى نتائج هامة نذكر منها [19] ص (226):

- إعادة تنشيط القطاع الخاص، لاسيما في مجال الاستثمار و زيادة الثقة فيه.
- إرتفاع المدخرات المالية إرتفاعاً حاداً بعد التحرر المالي.
- تحسن المالية العامة بسبب الإصلاح الضريبي، و الرقابة على المصروفات و التخلي عن مشروعات القطاع العام.

يضاف إلى النتائج السابقة انخفاض معدل التضخم عام 1993 إلى مستوى أقل من 10% و ارتفعت معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي في بداية التسعينات.

هذه النتائج المحققة كانت بمثابة خط الإنطلاق لتدفقات رؤوس الأموال الضخمة ،حيث بلغت بين عامي ( 1990 و 1994 ) 104 مليار دولار، أي ما يمثل 20 % من رؤوس الأموال التي انتقلت إلى الاقتصادات النامية من هذه الفترة [20] ص (7).

و قد ساهمت هذه التدفقات في توسع الطلب الكلي و في زيادة أسعار الأسهم و العقارات و في نمو متسارع للأصول و الخصوم المصرفية، وعجز ضخ في الحساب الجاري الخارجي إلى الدرجة التي بدأ المستثمرون فيها يتشككون في قدرته على الاستدامة. و الجدول الآتي يوضح لنا العجز الذي تكبدته المكسيك في الحساب الجاري قبل الأزمة.

الجدول رقم (01) : العجز في الحساب الجاري الخارجي للمكسيك

(نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي ) [8] ص (7).

1994	1993	1992
7.0-	5.8-	6.7-

نتيجة للعجز في الحساب الجاري الخارجي للمكسيك، و لعوامل الأخرى أهمها: النمو السريع للائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص، و الاحتفاظ بالارتباط بعملة أخرى، و أسعار الفائدة الدولية الآخذة في الارتفاع، يضاف إليها الأحداث السياسية و الأعمال الإجرامية التي ولدت قدرا كبيرا من عدم اليقين، أصبح الاقتصاد المكسيكي أكثر عرضة للتضرر.

خلال تلك الفترة حدث أن كانت معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية منخفضة على عكس المكسيك أين عرفت معدلات فائدة مرتفعة، مما أدى بالمستثمرين الأمريكيين إلى استغلال الوضع، و الاستفادة من فارق معدلات الفائدة و ذلك بالاقتراض من الولايات المتحدة الأمريكية و الاستثمار في المكسيك. و كان من ثمار هذا الهجوم أن تضاعفت أسعار الأسهم هناك أربع مرات في غضون 2-3 سنوات، و قد سيطر المستثمرون الأمريكيون على حوالي 50 % من سوق الأوراق المالية المكسيكية، و حوالي 25 % من الدين الحكومي قصير الأجل قبل أن يقرروا الخروج من المكسيك بأموالهم [21] ص (222).

نتيجة لإرتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية بدءاً من مطلع سنة 1994 مما أدى إلى انخفاض قيمة البيزو Pesos من 344 مقابل 1 دولار في نوفمبر 1994 إلى 7.66 في نوفمبر 1995، و القسم الأكبر من الإنخفاض حدث في بضعة أيام بعد 20 ديسمبر 1994 [22] ص (113).

هذا ما تسبب في اتساع و ارتفاع المديونية الخارجية التي بلغت 164 مليار دولار سنة 1994، و تفاقم العجز التجاري الذي بلغ 22 مليار دولار سنة 1994، و الذي كان مرتبطاً بالمغالاة في تقييم البيزو، و انخفاض احتياطات البنك المركزي [22] ص (113). هذا ما يترجم الإختلال الحاصل بين الجانب الحقيقي في الاقتصاد المكسيكي و الجانب المالي ، مما أدى بالحكومة المكسيكية إلى إتخاذ قرار بتخفيض قيمة البيزو بنسبة 40 % مقابل الدولار و ذلك في 12 ديسمبر 1994 في إطار قيام الحكومة المكسيكية بوضع خطة اقتصادية لخفض عجز الحساب الجاري، و محاولة التقليل في الواردات، مما إنجر عنه حدوث اضطراب في البورصات و أسواق المال في أمريكا اللاتينية و كذا هروب رؤوس الأموال الأجنبية من المكسيك و خاصة الأمريكية، مما أدى إلى تفاقم الأزمة.

و الجدول الموالي يبين لنا تطور الأزمة المكسيكية من خلال مجموعة من المؤشرات الاقتصادية.

الجدول رقم (02): تطور الأزمة المكسيكية للفترة 1994/1997 [23] ص (331).

1997	1996	1995	1994	
38.8	30	22	20.9	تطور الكتلة النقدية بـ (%)
21.3	32.9	47.8	14.5	معدل الفائدة قصير الأجل (%)
-0.1	2.1	2.7	-4.8	رصيد الميزان التجاري بـ (%) من PIB
6.8	5.2	-6.2	4.4	معدل نمو الـ PIB (%)

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن معدلات الفائدة قصيرة الأجل قد ارتفعت بشكل كبير حديثاً إنتقل المعدل من 14.5 % سنة 1994 إلى 47.8 % سنة 1995 بزيادة قدرها 23.3 % هذا ما يؤكد أن الحكومة المكسيكية لجأت و بشكل كبير إلى القروض القصيرة الأجل، والتي غلبت على الحقيقية الاقراضية، كما تعكس أرقام الجدول المتعلقة بتطور الكتلة النقدية تساهل الحكومة المكسيكية في سياستها النقدية بدءاً من عام 1994.

### 2.1.2. أسباب الأزمة المكسيكية و آثارها:

بعدما تطرقنا لمقدمات الأزمة في المطلب السابق، سنحاول من خلال هذا المطلب إستعراض أهم الأسباب الكامنة وراء تفجرها، و الوقوف أيضاً على أبرز الآثار المترتبة عنها على مختلف الأصعدة: المحلية، الإقليمية و الدولية.

#### 1.2.1.2. أسباب الأزمة المكسيكية

هناك العديد من الأسباب التي كانت وراء حدوث الأزمة المالية في الاقتصاد المكسيكي و لكن بالاعتماد على ما كتب حول هذه الأزمة يمكن تلخيص أهم هذه الأسباب فيما يلي [24] ص (277):

- تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى المكسيك في أعقاب تنفيذها لبرنامج الإصلاح الاقتصادي عام 1989، أدى إلى إخفاء حقيقة العجز في حساب العمليات الجارية و التدهور في المدخرات الخاصة، و تقييم العملة الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية.
- المغالاة في تقييم سعر صرف البيزو، مما أدى إلى ارتفاع شديد في الاستهلاك، ومن ثم زيادة الواردات زيادة كبيرة لقيام المستوردين باستيراد السلع التي يخشون أن تصبح أسعارها أعلى فيما بعد، و من ناحية أخرى أدى إلى تفاقم المشاكل التي تخلفها المغالاة في تقييم العملة إلى زيادة الاعتقاد في أنها لن تختفي دون إحداث تخفيض في قيمة العملة، وأن تأجيل الإصلاح يؤدي إلى تكلفة أعلى له.

- أن سلسلة الاضطرابات المالية و التقلبات في سعر الصرف التي مر بها الاقتصاد المكسيكي، كانت نتيجة مباشرة لعوامل اقتصادية خارجية، و عوامل سياسية داخلية، حيث أدت العوامل الخارجية لإنخفاضات متتالية في الاستثمارات غير المباشرة، و أسهمت العوامل الداخلية في إشاعة

جو من الغموض الشديد على المستوى الاقتصادي. و يضاف إلى العوامل الداخلية التسهّل في السياسة النقدية خلال عام 1994، و التي أدت إلى توسع سريع في الإئتمان الممنوح من البنك المركزي المكسيكي للبنوك، و في الإئتمان الممنوح من البنوك التجارية و بنوك التنمية للقطاع الخاص، ناهيك عن تعويم البيزو و قرار السلطات الحكومية في المكسيك بالتخلي عن إلتزاماتها بإدارة نظام سعر الصرف مما أدى إلى آثار سلبية شديدة على توقعات الأسواق المالية، فقد هبطت قيمة البيزو في 31 جانفي 1995 حوالي 40% من قيمته في منتصف ديسمبر 1994.

- إرتكاز نظام الصرف المكسيكي على مبدأ تثبيت سعر الصرف جعل من الصعب جدا درء هجمات المضاربة، و بخاصة عندما يكون النظام المالي ضعيفا. كذلك الزيادات المطلوبة في سعر

الفائدة من أجل دعم سعر الصرف لها تأثير سلبي على النظام المالي، بل و قد تسبب أزمة في هذا القطاع. إذن مع وجود ركيزة صرف فإن المستثمرين يدركون أن الضمانة الضمنية لقابلية العملة للتحويل محدودة بتوافر الإحتياطيات الدولية و قدرة البلد على الاقتراض، و عليه فعندما تثور الشكوك حول إستدامة ترتيبات سعر الصرف في بلد ما، فإن هذا الأخير سيجذب بالدرجة الأولى التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل الساعية إلى المضاربة [20] ص (7)، و هذا ما حدث فعلا في المكسيك.

و قد بدأت الأزمة المالية في المكسيك بحدوث عجز كبير في ميزان العمليات الجارية بميزان المدفوعات، توقفت معه المكسيك عن سداد الديون الخارجية مع حدوث زيادة سريعة في معدلات التوسع النقدي الذي ساهم في المضاربة على العملة المكسيكية التي إنهارت بشدة مما إستدعى تدخل سريع للإنفاد من الولايات المتحدة الأمريكية و صندوق النقد الدولي [24] ص (278).

## 2.2.1.2. آثار الأزمة المالية في المكسيك

ترتب عن الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد المكسيكي ما بين عامي 1994-1995 آثار سلبية سواء على المستوى المحلي من جهة، أو المستوى الإقليمي و الدولي من جهة أخرى.

### 1 - آثار الأزمة على المستوى المحلي:

تكمن أهم آثار الأزمة المكسيكية على المستوى المحلي فيما يلي [19] ص (227):

- تعرض الاقتصاد المكسيكي إلى حالة من الكساد أكثر بكثير من توقعات حكومة (أرينستو زيديللو) الذي انتهج سياسة تقشفية تهدف إلى التخلص من عجز الموازنة و الحد من التضخم و القيام بإصلاح اقتصادي شامل.

- أدى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية بشدة بعد إنخفاض البيزو إلى ضغوط على صافي دخل البنوك من هوامش الفائدة في المدى القريب.

- كان هناك قلق بشأن التصنيف الائتماني للبنوك المكسيكية في أعقاب إنخفاض قيمة البيزو مما سيكون له انعكاسه الضار بالنظام المصرفي المكسيكي الذي يعاني من مشاكل حقيقية، الأمر

الذي سيترتب عليه حالة من الفوضى في عمليات الإصلاح الهيكلي اللازمة للبنوك، كي تكون قادرة على مواجهة آثار عملية التحرير و المنافسة المتزايدة.

- عانت بعض البنوك المكسيكية من حالة انخفاض جودة الأصول، و تدني مستوى الاحتياطيات. مما اضطرها إلى اللجوء إلى تسهيلات من البنك المركزي للحصول على الأموال اللازمة لدفع الالتزامات بالعملة الصعبة.

### 2 - آثار الأزمة على المستوى الإقليمي و الدولي:

فضلا عن الآثار المحلية للأزمة المكسيكية هناك آثار إقليمية و دولية، تتمثل في الاضطرابات التي تعرضت لها البورصات و أسواق المال في بلدان أمريكا اللاتينية، و أيضا تدهور قيم مجموعة من العملات في الأسواق المالية بسنغافورة، لندن، نيويورك، و هذا بداية من 12 جانفي 1995،

و ذلك تزامنا مع موجة الشكوك حول قدرة المكسيك على خدمة ديونها و على مدى استعداد المجتمع لتقديم نوع من المساعدات، و أهم العملات التي تعرضت لانخفاض الزلوتي البولندي، الباهت التايلندي و البيزو الأرجنتيني[25] ص (91).

هذا الوضع دفع المستثمرين في الدول النامية إلى التخلص من الأوراق المالية التي يملكونها في الأسواق الناشئة بغية الحصول على عملات صعبة (مارك، دولار، فرنك سويسري، ين ياباني). هذا السلوك أدى إلى انخفاض عملات الأسواق الناشئة بشكل يبدو متناسقا إذ مس عملات دول ليس بينها أي تنسيق اقتصادي، مثلما هو الحال بالنسبة للمجر و اندونيسيا، ليجد محافظوا البنوك المركزية لدول جنوب شرق آسيا أنفسهم أمام قرار رفع أسعار الفائدة في بلدانهم طمعا في إغراء المستثمرين على الاحتفاظ بما لديهم من عملات هذه الدول. لتحذوا حذوهم كل من الأرجنتين، بولونيا، و البرازيل.

و لم يتوقف الأمر إلى هذا فحسب، بل شمل إنخفاض الدولار الأمريكي، الذي نتج عنه تخوف محافظ الاحتياطي الفدرالي و الشعور بالخطر مما دفع به للإعلان أمام مجلس الشيوخ الأمريكي أن هروب رؤوس الأموال على المستوى العالمي و لجوءها إلى عملات أكثر جودة كالين، و المارك الألماني تهديد للتوجه العالمي باتجاه السوق و الديمقراطية.

لقد أظهرت الأزمة المكسيكية حقيقة مفادها أن الاقتصاد العالمي في ظل العولمة ليس محكوما بموازين القوى التقليدية ( دول، و هيئات نقدية )، و إنما هناك قوة جديدة هي السوق المالية الدولية بإمتدادها و ترابطها كما لها من قوة تدميرية.

### 3.1.2. آليات علاجها

أثارت الأزمة المالية المكسيكية العديد من القضايا حول التعامل مع هذه الأزمة و كيفية معالجتها، و البحث في نتائجها لاستخلاص العبر و الدروس التي تنطوي عليها من أجل تفادي الأزمات مستقبلا.

### 1.3.1.2. معالجات الأزمة المكسيكية

ما إن انفجرت الأزمة المكسيكية حتى أدركت الحكومة أنها أزمة مالية لم يسبق لنطاقها مثيل و تتطلب عددا من تدابير التصحيح البعيدة المدى، و دعما ماليا إستثنائيا.

و لم يكن التحدي الذي تواجهه السياسة الاقتصادية يتمثل في تخفيض عجز الحساب الجاري الخارجي فحسب، بل أيضا في اتخاذ تدابير تمنع من إنهيار القطاع المالي و الانتاجي.

و هكذا فبالإضافة إلى التصحيح المالي و النقدي، و إتباع سعر صرف معوم و الإنجازات المحققة في الإصلاح الهيكلي و تحرير الأسواق، تفاوضت السلطات المكسيكية حول حزمة مالية طارئة [20] ص (8)، هذه الأخيرة مكونة من العناصر التالية [21] ص (225):

- 20 مليار دولار بإستخدام صندوق المحافظة على الاستقرار التابع لوزارة الخزانة.
- 4.5 مليار دولار إقراض قصير المدى من هيئات مالية أمريكية يحتاج إلى موافقة مجلس الإحتياطيات الفيدرالي.
- 17.8 مليار دولار قرض من صندوق النقد الدولي.
- 10 مليار دولار في شكل قروض قصيرة الأجل من دول صناعية أخرى.
- 1 مليار دولار من كندا.
- 1 مليار دولار من أمريكا اللاتينية.

غير أن حقيقة الإنقاذ هذه الممنوحة للمكسيك رافقتها شروط قاسية أملتها عليها كل من الولايات المتحدة الأمريكية و صندوق النقد الدولي، إذ يجب على المكسيك أن تخضع سياستها المتعلقة بالعرض النقدي، الإنفاق المالي، الإقتراض الأجنبي في المستقبل، و الإئتمان المحلي إلى الشروط التي وضعها صندوق النقد الدولي، و الولايات المتحدة الأمريكية، و التي تم إملؤها كجزء من خطة الإنقاذ تلك. و كان من نتاج هذه الحزمة الإنقاذية أن ضحى الرئيس المكسيكي بوزير المالية، متعهدا بإجراء إصلاحات في المالية العمومية مقابل وقوف الولايات المتحدة الأمريكية إلى جنب المكسيك بضمانها قروضها [25] ص (90).

كما اتخذت تدابير وقائية حيال الأسواق المالية الداخلية لتجنب العدوى، و ذلك بواسطة حزمة إنقاذ، دعماً للبنوك و المقترضين على حد سواء، ومنع حدوث إنهيار واسع المدى للمؤسسات المالية و اشتملت الحزمة على التدابير التالية [20] ص (8).

- قيام البنك المركزي بتوفير سيولة من النقد الأجنبي للمصارف التجارية لمنعها من التأخر في سداد إلتزاماتها الأجنبية.

- تنشيط برنامج لتوفير رؤوس أموال مؤقتة للبنوك، و برنامج لاحق لزيادة الحوافز للمصارف التي تعاني عجزاً.

- إجراء إصلاحات قانونية للسماح بمشاركة أجنبية أكبر في أسهم رؤوس أموال المصارف.

- وضع برنامج لمساندة فئات معينة من المدينين للمصارف.

و بعد تطبيق مختلف التدابير السابقة، بدأت الأزمة المالية تنكشف تدريجياً، و بدأ معها إنتعاش الاقتصاد المكسيكي من جديد، و ذلك بدءاً من سنة 1996 حيث سجلت نسبة نمو سنة 1996 قدرت 5.2 %، و تلاها معدل نمو أعلى سنة 1997 بـ 6.8 %.

و لم تتجسد برامج المراجعة فقط في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، بل تمثلت أيضاً في انخفاض معدل البطالة من 7.6 % في أوت 1995 إلى 3.5 % في فيفري 1998، و انخفاض معدل التضخم من 52 % سنة 1995 إلى 10.7 % في عام 1997.

كما عرفت مؤشرات اقتصادية أخرى تحسناً و ذلك على النحو التالي [26] ص (63).

- تم خفض العجز في الحساب الجاري الذي كان يبلغ في المتوسط 6.7 % من الناتج المحلي الإجمالي في الفترة 1992-1994 إلى ما متوسطه 1 % في الناتج المحلي الإجمالي في الفترة 1995-1997.

- ارتفع معدل الإدخار المحلي بدرجة كبيرة من 15 % من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1994 إلى ما يقدر بنسبة 21.3 % في عام 1997.
- زادت الاحتياطات الدولية بأكثر من 25 مليار دولار في الفترة من جانفي 1995 إلى جانفي 1998.
- انخفض إجمالي مديونية القطاع العام من 39 % من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1995 إلى 27 % منه في عام 1997.

### 2.3.1.2. الدروس المستفادة من الأزمة المكسيكية

لعل من الدروس المستخلصة من أزمة المكسيك ما يلي [24] ص (278).

أ- أن الاعتماد على التدفقات الرأسمالية المتقلبة تسبب مشاكل لإقتصاد الدولة المتلقية لها إذ تؤدي إلى فقدان الرقابة النقدية المحلية، و المغالاة في سعر الصرف الحقيقي و عدم الاستقرار، وأكثر المشاكل خطورة تلك التي تنشأ عن التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل، فهي تؤدي إلى المغالاة في سعر الصرف الحقيقي و يتعارض ذلك مع الأهداف الطويلة الأجل للإصلاح الاقتصادي، كما أن هناك حدودا لحجم العجز في ميزان العمليات الجارية التي يمكن للأسواق المالية تمويله، و فضلا عن ذلك فإن تقلب تلك التدفقات يزيد من تعرض الدولة لفقدان ثقة الأسواق المالية بها، و تؤدي أيضا إلى هروب رأس المال المحلي.

ب- يتلخص هذا الدرس في أن المكسيك استطاعت مواجهة أزمة سعر الصرف التي تعرضت لها بفضل تدخل صندوق النقد الدولي بقوة مع الولايات المتحدة الأمريكية و التي ساندت المكسيك لأنها عضو في التكتل الاقتصادي المعروف بإسم الناقتا و الذي يضم بالإضافة إلى المكسيك، الولايات المتحدة الأمريكية و كندا، و هما عاملان قد لا يتوافران في دول أخرى.

ج- لقد تسرعت المكسيك في إطلاق حرية تمويل العملات و فتح أسواق المال على مصارعها للاستثمار الأجنبي، و كانت نصائح صندوق النقد الدولي بإلغاء قيود تحويل العملة و تطبيق التعويم الكامل لها وراء هذه الأزمة.

د- إن من أهم الدروس المستفادة من الأزمة المكسيكية هو أنه في جو التحرر المالي و غياب والإشراف السليم للبنك المركزي على البنوك و السياسة النقدية يؤدي إلى إشراف البنوك في منح الإئتمان للقطاع الخاص دون ضمانات كافية أو دراسة سليمة، و على الأخص في فترات الرواج الاقتصادي المصحوبة بتدفقات كبيرة للاستثمارات الأجنبية، و تدفقات كبيرة الرؤوس الأموال الأجنبية من الخارج. و كثيرا ما تستخدم موارد مالية قصيرة الأجل لتمويل أصول طويلة الأجل مما يجعلها عرضة لمشكلات مخاطر الإئتمان و الإعسار، والسيولة.

هـ- و أخيرا فقد أظهرت الأزمة المكسيكية أن قرار التخفيض لسعر العملة الوطنية يعني المخاطرة بالاحتياطات من العملة الأجنبية لدى البنك المركزي.

يمكن القول في نهاية هذه الدراسة للأزمة المكسيكية بأنها أزمة نموذجية لأزمات موازين المدفوعات في ظل أنظمة الصرف الثابتة [23] ص (331). أين السلطات النقدية لا تترجم بالقدر الكافي إرتفاعات الأسعار في مختلف معدلات الصرف.

## 2.2. الأزمة المالية في روسيا و البرازيل

بعد سنوات قليلة من الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد المكسيكي تعرض بلدين آخرين يصنفان ضمن مجموعة البلدان الناشئة إلى أزمتين ماليتين حادتين، و يتعلق الأمر بكل من روسيا و البرازيل، حيث تفجرت الأزمة التي أصابت روسيا عام 1998 ثم تلتها بفترة وجيزة الأزمة المالية البرازيلية عام 1999، هاتان الأزمتان قد أثارتا التساؤل حول صلاحية الدفاعات الحالية ضد مخاطر النظام الدولي في ضوء التغيرات التي أدت إلى تحول عالم المال. كما أكدنا أيضا حقيقة هامة، و هي أن العولمة المالية تنطوي على مخاطر جسيمة لأن اللااستقرار في بلد يمكن أن ينتشر و بسرعة إلى بلدان أخرى.

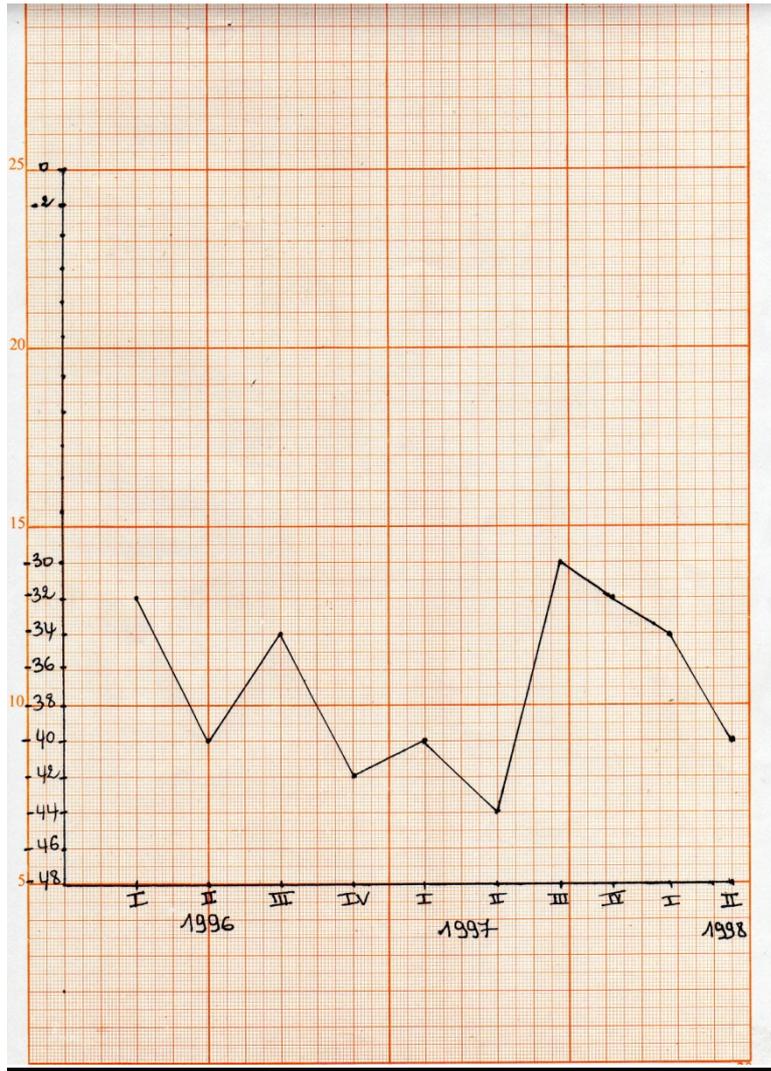
## 1.2.2. الأزمة المالية الروسية

### 1.1.2.2. نشأة الأزمة و تطورها

إن المكانة التي كانت تتمتع بها روسيا على الساحة الدولية قد أخذت نهايتها مع نهاية صيف عام 1998 إثر إعلانها عن عدم قدرتها على الوفاء بديونها في الآجال القصيرة، حيث عرف الاقتصاد الروسي إختلالات كبيرة و بقدر لا يمكن درءها.

هذه الإختلالات كانت قد تراكمت السنوات خلت قبل الأزمة، و مع بداية عام 1997 اتضح من خلال تنفيذ الميزانية الفدرالية لهذا العام وجود عجز قدر بـ 6.1 % من الناتج الداخلي الخام وأيضا وصول العجز العام للنفقات العمومية إلى 7.3 % من الناتج الداخلي الخام لنفس العام [27] ص (1).

هذا العجز العام يرجع في الأساس ضعف المداخيل الجبائية، الناتج عن العجز في تحصيل الضرائب من جهة، و عن الانخفاض الذي عرفته أسعار المواد الأولية خاصة البترول من جهة أخرى [10] ص (8). و العجز العام الذي عرفه الاقتصاد قبل الأزمة يظهر في الشكل التالي:



الشكل رقم 02: العجز العام في روسيا الفترة جانفي 1996 / مارس 1998 [27] ص (4)

يبين هذا الشكل أن العجز العام في روسيا في الفترة ما بين جانفي 1996 و مارس 1998 كان يتراوح ما بين 30 مليار روبل و 43 مليار روبل، و هي مبالغ ضخمة تفسر الوضعية الخائفة التي كانت يعرفها الاقتصاد الروسي سنوات قبيل الأزمة.

هذه الصعوبات دفعت بالحكومة الروسية إلى توقيع إتفاق مع صندوق النقد الدولي في فيفري 1998، على أساس عجز يصل إلى 2.5 مليار دولار (مقابل 30 مليار روبل 1997) ممول من 10 إلى 14 مليار روبل عن طريق شراء أدونات الخزينة (GKO, OFZ) من طرف المستثمرين الأجانب.

و لكن هذا الإتفاق المبرم كان على أساس توقع معدلات فائدة داخلية بين 12 % و 14 % على مدار العام ، هذه المعدلات وصفها المستثمرون بأنها غير واقعية، و لا يمكن تحقيقها، مما أفقدهم الثقة في الحكومة الروسية في قدرتها على حل مشكلة العجز.

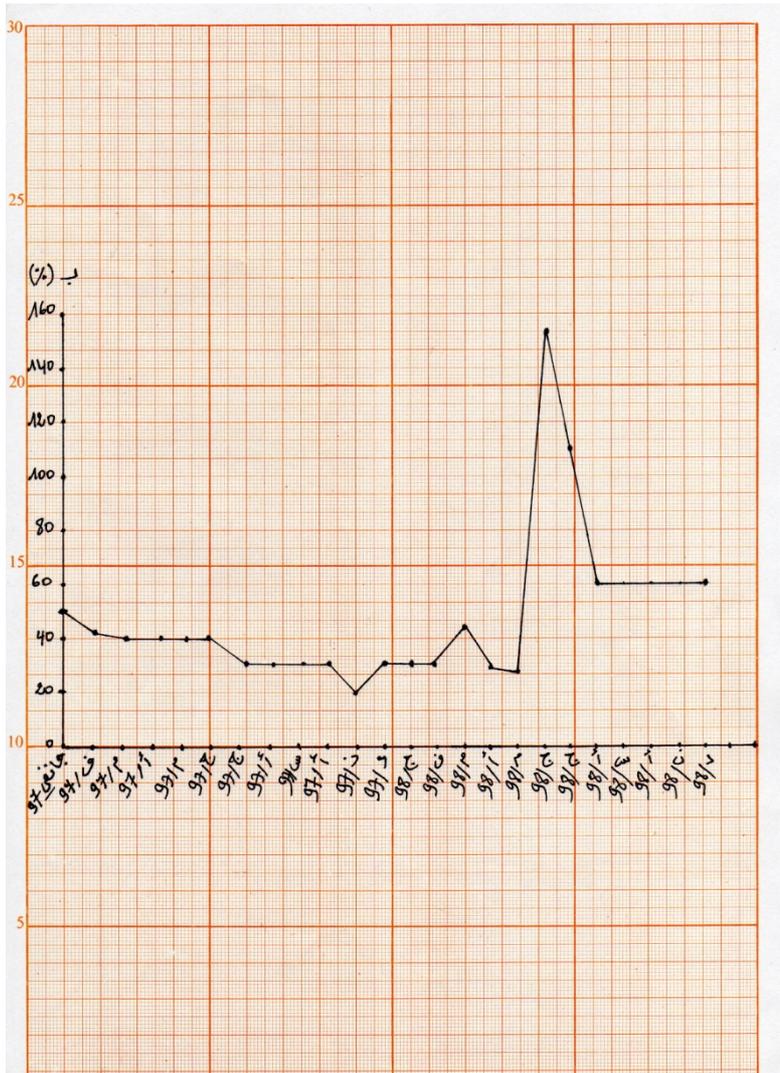
كذلك الفرضيات غير الواقعية التي أعتمدت لتحضير ميزانية عام 1998، بالإضافة إلى عدم قدرة الحكومة الروسية على إقناع الدوما بإعتماد برنامج إنعاش المالية العامة، كانا سببا في عزوف المستثمرين إلى درجة انه خلال الأشهر الأولى من عام 1998 المداخيل الجبائية أظهرت تأخرا كبيرا، سواء من حيث توقعات قانون المالية المعتمد في شهر مارس 1998 أو من حيث الهدف المتفق عليه مع صندوق النقد الدولي ، هذا العزوف للمستثمرين ظهر جديا خلال الثلاثي الأول من عام 1998، و ذلك في ركود تدفق الاستثمار المباشر. مما أدى بالبنك المركزي الروسي إلى استعمال إحتياطات الصرف بهدف تمويل العجز الحاصل.

و في أواخر ماي 1998 كانت هذه الاحتياطات تقدر بـ 15 مليار دولار، في حين كانت الديون تقدر بـ 20مليار دولار، و عليه فإمكانية نفاذ هذه الاحتياطات أدت إلى هبوط قيمة الروبل.

كما نجم عن الصعوبة التي وجدتها الحكومة في تمويل الديون قصيرة الأجل ، استمرار خروج رؤوس الأموال، مما ترتب عنه سقوط مفاجئ لقيمة الأسهم المتفاوض عليها في سوق القيم المنقولة، و توترات آلية في معدلات صرف الروبل، هذا ما ألزم البنك المركزي على رفع معدلات الفائدة المتعلقة بإعادة التمويل إلى 150 % و أيضا على استعمال 1.5 مليار دولار من إحتياطات الصرف لمجابهة تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج.

و الشكل الآتي يبين لنا معدلات إعادة التمويل من الفترة جانفي 1997 إلى نهاية عام

.1998



شكل رقم 03: معدلات إعادة التمويل، [28] ص (128).

يوضح هذا الشكل معدلات إعادة التمويل في روسيا، حيث كانت تتراوح قبل الأزمة ما بين 20 و150% ثم بدأت في الانخفاض أثناء الأزمة المالية إلى أن استقرت عند معدل 60% وذلك ابتداء من أوت 1998.

لكن و بالرغم من كل المحاولات لإصلاح الحالة الاقتصادية، إلا أن الاضطرابات بقيت مستمرة و حيال هذه الوضعية لم يكن أمام الحكومة الروسية سوى اللجوء إلى الجماعة الدولية، حيث تم وضع ميكانيزم للمساعدة في جويلية 1998 بمبلغ قدره 22.6 مليار دولار، هذه المساعدة ممتدة إلى نهاية 1999، من بينها 11 مليار دولار مصادق عليها من قبل مجلس إدارة صندوق النقد الدولي في 18 جويلية 1998 [22] ص (131).

خطة الإنقاذ هذه كانت مرفقة بوصفة تدابير اقتصادية تمثلت أساسا في اتخاذ تدابير جبائية إضافية، ربط الروبل بالدولار، الإبقاء على معدلات الفائدة المرتفعة.

لكن سياسة التطهير المتبعة قد منيت بالفشل، حيث لم تسمح بإعادة الثقة للأسواق، و توقف برنامج المساعدة في بداية أوت 1998. و كان يوم 17 أوت نقطة اللارجوع أين كانت الدولة عاجزة عن سداد ديونها المتعلقة بـ 40 مليار دولار من GKO، فقامت بإتفاق مع البنك المركزي الروسي على اتخاذ تدابير مختلفة تهدف إلى إعادة هيكلة معظم ديونها. كما اتبع هذا التدبير بإجراءين لحماية معدل الصرف و النظام المصرفي، يتمثل الاجراء الأول في تغيير مجال استبدال الروبل من 5,25- 7,15 إلى 6 – 9,5 روبل مقابل دولار، أما الثاني فيتجسد في وضع أجل 90 يوم لسداد معظم القروض الأكثر من 180 يوم المبرمة مع المقيمين الخواص. و قد ترتب على هذه الاجراءات فقدان الثقة في الروبل و انخفاضه انخفاضاً كبيراً، حيث لم تتمكن السلطات الروسية من تدعيم الروبل مقابل الدولار، أو ضمان تسديد خدمة الديون.

### 2.1.2.2. نتائج الأزمة و تأثيراتها الدولية

لقد خلق الاضطراب المالي الذي عصف بروسيا في عام 1998 نتائج وخيمة على الاقتصاد الروسي، حيث أدى إلى تدهور المؤشرات الاقتصادية الهامة.

فالناتج الداخلي الخام هبط بـ 8.2 % في أوت 1998، و تراجع كل من الانتاج الصناعي والزراعي بـ 11.5% و 22.9 % على التوالي، كما ارتفع التضخم من 240% إلى 290% في نهاية السنة [27] ص (5).

كما أثار إعادة روسيا هيكله ديونها من جانب واحد في أوت 1998، و ماتلا ذلك من تخفيض قيمة الروبل موجة من الصدمات في أوصال أسواق المال الناضجة. و قد واجه العديد من المستثمرين خسائر جسيمة، وواجه واحد من اكبر صناديق التحوط العالمية " إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل" و مقرها الولايات المتحدة الأمريكية إنهيار في سبتمبر 1998. مما أدى إلى إطلاق سلسلة من ردود الفعل من خسائر إضافية للمشاركين في السوق المالية. و حتى بالرغم من قيام السلطات الأمريكية بتسهيل عملية إنقاذ خاصة للصندوق، فقد استمر القلق في الأسواق مما أدى التراجع في عملية الاقراض، و إلى ارتفاع مخاوف حدوث أزمة إئتمانية [29] ص (38).

و لم يقتصر تأثير الأزمة المالية الروسية على أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، بل امتد إلى مناطق أخرى من العالم، فالمؤسسات المالية الأوروبية و اليابانية النشطة دوليا تعرضت لمخاطر مماثلة، كانت في بعض الحالات على نطاق كبير جدا [30] ص (30).

### 3.1.2.2. آليات علاجها [27] ص (2).

من أجل إدارة الأزمة المالية الروسية أتبع برنامج علاجي، تمثلت الخطوة الأولى منه في تعيين إيفيري بريما كوف كرئيس وزراء أول، و كذا رئيس جديد للبنك المركزي الروسي فيكتور جيراكشنكو، بعدها تم وضع مخطط لتسديد أدونات الخزينة، هذا المخطط كان موجه فقط للبنوك المحلية دون إشراك البنوك الأجنبية .

و يتمحور هذا المخطط حول ما يلي:

- في أول الأمر يقوم البنك المركزي الروسي « BCR » بفرض البنوك المحلية لكي تستطيع مواجهة التزاماتها البنكية فيما بينها، هذه القروض تأتي من الاحتياطات الإجبارية المودعة من قبل هذه البنوك لدى « BCR » ، وعليه سيسمح البنك المركزي للبنوك بتسديد هذه القروض عن طريق أدونات الخزينة التي بحوزتها، و أما البنوك التي لا تمتلك أدونات خزينة بالكفاية لبيعها لـ « BCR » يعلن إفلاسها.

- ثانياً قيام البنك المركزي الروسي بتجميد سوق الصرف حتى لا تتدهور البنوك في سوق الدولار.

هذا المخطط يهدف إلى منع عجز عام للقطاع المصرفي الذي يتصف بسعة الاستثمار في السندات القصيرة، و معرض بشدة إلى تقلبات الروبل، لكن هذا المخطط يحمل أخطار كبيرة، إذ يمكن ان يؤدي إلى تضخم حاد نتيجة اللجوء إلى الإصدار النقدي لضخ المبالغ اللازمة في الدورة النقدية كما يمكنه توسيع العجز في الميزان الجاري فالإنخفاض في قيمة الروبل لن يجلب أي أفضلية تنافسية لروسيا.

لقد كشفت الأزمة المالية التي ضربت روسيا في أوت 1998 جوانب الضعف في النظام المالي الدولي، كما أثارت التساؤل حول ملائمة الدفاعات الحالية ضد مخاطر النظام في ضوء التغيرات التي أدت إلى تحول عالم المال، و قد أظهرت أيضاً أن ممارسات إدارة المخاطر، و الأطر الإشرافية والتنظيمية لم تأخذ في اعتبارها تماماً الطبيعة المتغيرة لتحمل القطاع الخاص للمخاطر المالية، ودينامكية السوق، و مخاطر النظام.

## 2.2.2. الأزمات المالية البرازيلية

### 1.2.2.2. نشأة الأزمة و أسبابها

عرف الاقتصاد البرازيلي خلال الفترة ما بين 1991 و 1994 حالة من اللاإستقرار، إذ سجل حينها معدلات تضخم مرتفعة ، كما تزامن مع هذه الفترة الصعبة إرتفاع سريع لمعدلات الفائدة الدولية مما تسبب في تفجر أزمة المديونية الخارجية، هذا ما أدى إلى زيادة عبء التكاليف المالية على ميزانية الدولة.

ولمعالجة أوضاع الاقتصاد الكلي، تم وضع مخطط الريال في منتصف التسعينات و الذي تمثلت أهدافه في خفض معدلات التضخم، و تحسين المالية العامة. لكن و بالموازاة مع هذا المخطط العلاجي عرفت معدلات الفائدة الحقيقية زيادات مرتفعة، مما ساعد على اتساع العجز الموازي الذي انتقل من 2.4 % ما بين 1994- 1996 إلى 8 % من الناتج الداخلي الخام في 1998.

كما تسبب التقييم الحقيقي للعملة البرازيلية " الريال " في زيادة عجز الحساب الجاري، مما نجم عنه ظهور اختلالات في الاقتصاد الكلي، هذه الأخيرة زادت من الضغوطات على معدلات الصرف [31] ص (38).

كما كان لأثر العدوى الناتج عن الأزمة المالية التي انفجرت في دول جنوب شرق آسيا عام 1997 نتائج بالغة، إذ بدأت الصعوبات الأولى تتضح بداية من أكتوبر 1997 متأثرة بمناخ القلق المتولد من نشوب الأزمة الآسيوية، حيث أعادت الأسواق الدولية النظر و بدرجة كبيرة في خطر عجز البلدان الناشئة، كما وضعت أيضا بعين الاعتبار عدم قدرة الحكومة البرازيلية على تجاوز العجز الحاصل في الميزانية و الميزان الجاري.

و من أجل المحافظة على إرتباط الريال بالدولار، ووقف الخروج الكبير لرؤوس الأموال عمدت السلطات البرازيلية إلى إجراءين إثنين، فقامت بتشديد السياسة النقدية، و وضعت مخطط تطهير للأموال العمومية، و هي بداية كللت بالنجاح، و لكن ليس طويلا [10] ص (8).

إذ و مع نشوء الأزمة المالية الروسية في أوت 1998، و ما تبعها من إعادة تقييم المخاطر من طرف المستثمرين الدوليين، إزدادت تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج، و صاحب السلوك السلبي، هبوط أسعار الأسهم بشدة، كما زادت فوارق عائدت السندات السيادية بحوالي 1400 نقطة أساس.

أمام هذا الوضع الصعب تحركت السلطات البرازيلية، فقامت برفع معدلات الفائدة، كما أعلنت عن تدابير تقشف في الميزانية، لكن هذه المرة كانت الإجراءات غير كافية، حيث واصلت رؤوس الأموال مغادرة البلاد، مما دفع بالسلطات البرازيلية للإستجداد بصندوق النقد الدولي. لكن وعلى الرغم من كل المحاولات لتدارك الوضع، إلا أن هجرة رؤوس الأموال بقيت مستمرة، مما أدى إلى تراجع الريال، هذا أجبر البرازيل على تعويم سعر صرف عملته، الأمر الذي أثار الذعر في جانفي 1999.

و في شهر فيفري هبط سعر الريال ليصبح 2.5 ريال للدولار الواحد، بعد أن كان الريال يقابل 1.20 دولار بداية العام [32] ص (16) ، مما أوقع البلاد في دوامة من الاضطرابات و المتاعب، حيث جفت رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة المتدفقة إلى البلاد، كما كان هناك تخوف شديد من أن يخلق رد الفعل إزاء هبوط قيمة العملة اختلالات خطيرة، و يشعل التضخم، و يدفع الاقتصاد إلى ركود عميق.

### 2.2.2.2. آليات علاجها

نتيجة للإضطراب المالي الذي أصاب البرازيل بداية عام 1999، أصبحت الدولة البرازيلية في حاجة إلى أكثر من 50 مليار دولار لتغطية الفراغ المالي الذي حدث في حسابات البنوك، والتي كانت قد أقدمت على منح قروض للمؤسسات دون أن تكون لهذه الأخيرة القدرة على التسديد في الأجل القصيرة و المتوسطة.

و إستجابة للأزمة كان لزاما على الحكومة البرازيلية الأخذ بمجموعة من السياسات المالية والنقدية الأكثر إحكاما مع وضع هدف للتضخم و حشد و مساندة مالية خارجية.

و من ضمن الاجراءات المالية و النقدية المتخذة لتفادي تعقد الكارثة المالية، هو تبني برنامج تقشفي كانت من أهم محاوره هو فرض ضرائب إضافية، و محاولة التقليل من النفقات العامة. كما تم في مارس 1999 الإعلان عن هدف هام هو تخفيض التضخم إلى معدل سنوي رقم واحد بحلول الربع الأخير من عام 1999، و أيضا رفع معدل الفائدة ليصل إلى 45 % بهدف جلب رؤوس الأموال و بعث الاستقرار في السوق المالية.

و لقد لعب صندوق النقد الدولي دورا هاما في حل الأزمة من خلال تقديمه لمبلغ مالي قدره 41.5 مليار دولار في جانفي 1999 لدعم ميزان المدفوعات.

في الأخير يمكن الإشادة بالمجهودات التي بذلتها السلطات البرازيلية لاحتواء الأزمة، حيث سمحت بتجنب انتقال العدوى إلى بلدان أخرى من أمريكا اللاتينية، كما تمخض عن هذه المجهودات

و الإجراءات العلاجية نتائج جيدة، حيث أظهرت المؤشرات الاقتصادية تحسنا ملحوظا، إذ وصل التضخم في عام 1999 إلى 8.9 % داخل الحدود المسموح بها، و في جانب آخر تناقص عجز الحساب الجاري من 33 مليار دولار إلى 24 مليار دولار في عام 1999، و هذا نتيجة ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، و التي بلغت 30 مليار دولار [32] ص (18).

## خلاصة الفصل الثاني:

لقد تميز عقد التسعينات من القرن العشرين بتعرض العديد من البلدان الناشئة إلى أزمات مالية حادة، كان من أبرزها تلك التي تعرض لها الاقتصاد المكسيكي ما بين 1994-1995، حيث عرف هذا البلد سلسلة من الاضطرابات المالية أدت إلى عجز اقتصاده، و دخوله في أزمة مالية خلفت عجزا كبيرا في ميزان العمليات الجارية لميزان المدفوعات، و توقف هذا البلد عن سداد ديونه، و إلى إنهيار عملته " البيزو "، كما شهدت كل من روسيا و البرازيل في أواخر التسعينات من نفس القرن أزميتين حادتين، أوقعتا البلدين في دوامة من المشاكل المالية الكبيرة، تمثلت أساسا في تدهور عملتي البلدين، و نقص في السيولة. و نظرا للتكلفة الكبيرة التي تحملها هذه الأزمات، فقد سارعت هذه البلدان، إلى طلب مساعدات مالية دولية، و التي كان لصندوق النقد الدولي الجانب الأكبر فيها. و من خلال الدراسة لهذه النماذج الثلاث من الأزمات المالية الحديثة، تبين أن لها صلة بالعوامة المالية التي تنطوي على مخاطر جسيمة منها:

- المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال.
- مخاطر التعرض للهجمات المضاربية .
- مخاطر هروب الأموال الوطنية إلى الخارج، ومخاطر عدم القدرة على سداد الديون.

إذن و على ضوء ما تقدم يمكننا التساؤل حول مدى تطابق هذه النتيجة، و هي علاقة الأزمة المالية بالعوامة المالية مع حالة الأزمة المالية التي هزت أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا ؟

### الفصل 3

## الأزمة المالية في بلدان جنوب شرق آسيا

كانت بلدان جنوب شرق آسيا و التي عرفت لاحقا بدول "النمور الآسيوية" من بين أكثر بلدان الأسواق الناشئة نجاحا من حيث النمو و تحسن مستويات المعيشة ، فعن طريق إتباع سياسات مالية تتسم بالحكمة و الحيلة ، أصبحت هذه البلدان نموذجا تحتذيها بلدان أخرى عديدة ، و ما كان يدور بخيال أحد داخل أو خارج المنطقة أنها سوف تتعرض لواحدة من أسوأ الأزمات المالية في حقبة ما بعد الحرب ؟ فماذا حدث ؟ و ما الخطأ ؟

لذا و لإلقاء الضوء أكثر على هذا الموضوع سنتناول في هذا الفصل الأزمة المالية الآسيوية من خلال عرض بنية اقتصاديات بلدان جنوب شرق آسيا، حيث سنقف على نموذج التنمية في هذه البلدان ثم نعرض إلى بداية شرارة الأزمة المالية و أيضا نتناول أسبابها و تفسيرها و جوانب مختلفة منها. وأخيرا آثارها وآليات علاجها. و قد كان تقسيم هذا الفصل كالآتي:

- 1.3. بنية إقتصاديات بلدان جنوب شرق آسيا و حدوث الأزمة.
- 2.3. الأزمة المالية الآسيوية " أسبابها وتفسيراتها المختلفة " .
- 3.3. الأزمة المالية الآسيوية " آثارها، وآليات علاجها " .

### 1.3. بنية اقتصاديات بلدان جنوب شرق آسيا و حدوث الأزمة

لقد جلب التطور الرهيب الذي عرفه الأداء الاقتصادي الآسيوي معه أنظار العالم وجلب معه رؤوس الأموال الشيء الذي جعل هذه الدول تسمى "بالمعجزة الآسيوية" و "النمور الآسيوية" إلى أن حدث ما لم يكن متوقعا وهو حدوث أزمة مالية و صفت بأنها أكبر أزمات القرن العشرين والتي ألفت بظلالها على بقية دول العالم .

لذا سنحاول من خلال هذا المبحث الوقوف على مجموعة من النقاط قمنا بتناولها في ثلاث مطالب و كانت كالآتي.

#### 1.1.3. النموذج التنموي الآسيوي

لقد انبهر كثير من الزعماء و الاقتصاديين لمعدلات النمو الاقتصادي التي حدثت في دول جنوب شرق آسيا للعقود الزمنية التي سبقت الأزمة المالية لسنة 1997، حتى لو كانت هذه المعدلات أقل من تلك التي حدثت في أوروبا الغربية و أمريكا الشمالية فالانتقال السريع من مجتمعات فلاحية إلى قوة اقتصادية و المحافظة على ارتفاع مدهش لمعدلات النمو الاقتصادي لفترة تزيد على عشرية كاملة جعل الكثير من الملاحظين يتساءلون عن أسباب هذا النمو السريع والذي أصبح يفوق نمو بعض القطاعات في الاقتصاديات الغربية .

إن النموذج التنموي الذي اتبعته دول جنوب شرق آسيا قد أدى إلى تعاضم اقتصادياتها حتى أطلق عليها مسمى "النمور الآسيوية" ووصف تقدمها الصناعي "بالمعجزة الآسيوية"[33] ص (44). فقد أدت السياسات الاقتصادية في تلك الدول إلى تحسن العديد من المؤشرات الاقتصادية.

### 1.1.1.3. مؤشرات النجاح الاقتصادي لبلدان جنوب شرق آسيا قبل الأزمة

- يمكن ذكر أبرز مؤشرات النجاح الاقتصادي لبلدان جنوب شرق آسيا والتي تمثلت في:
- تضاعف نصيب الفرد في الدخل القومي أكثر من أربع مرات في الفترة من 1965 إلى سنة 1996 في كل من ماليزيا، اندونيسيا، تايلاندا، وتضاعف في كوريا نحو سبعة مرات خلال نفس الفترة.
  - ارتفاع متوسط الدخل في هذه البلدان الأربعة " ماليزيا، اندونيسيا، تايلاندا، كوريا " من نحو 10 % من متوسط الدخل في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك عام 1965 إلى نحو 27 % في منتصف التسعينات من القرن العشرين.
  - انخفاض معدل البالغين من غير الأميين من 91 % إلى 73 % خلال نفس الفترة و التي امتدت من سنة 1970 إلى غاية عام 1995.
  - ارتفاع متوسط عمر الإنسان المتوقع عند الولادة في هذه البلدان من 57 عاما في عام 1970 إلى 68 عام في سنة 1995.
  - انخفاض معدلات الفقر في كل بلد بشكل ملحوظ ففي اندونيسيا على سبيل المثال انخفضت نسبة السكان الذين يعيشون تحت خط الفقر من 60 % في الستينيات إلى أقل من 15 % في 1996 [34] ص (4).
  - ارتفاع معدلات النمو في معظم هذه الدول , فقد عرفت اندونيسيا أقل معدلات النمو ارتفاعا إلا أنها لم تتخفص سنويا عن 6.5 % منذ 1961 إلى غاية بروز الأزمة [35] ص (25).

كما يظهر كل من الجدولين الآتين متوسط النمو لكل من الناتج الداخلي الخام (PIB) والاحتياطي من النقد لأربعة بلدان آسيوية هي اندونيسيا ، الفلبين ، تايلاند ، و ماليزيا [37] ص (30).

الجدول رقم (03): متوسط النمو لناتج الداخلي الخام (PIB) [36] ص (30).

(%)

ماليزيا	تايلاندا	فلبين	أندونيسيا	البلد الفترة
9.3	8.4	3.8	6.9	1987 إلى 1997

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن نسب النمو في PIB هي متفاوتة من بلد لآخر حيث سجلت أعلى نسبة في ماليزيا و المقدرة بـ 9.3 % هذا ما يؤكد على أن ماليزيا قد حققت أفضل أداء اقتصادي في إقليم جنوب شرق آسيا قبل نشوء الأزمة المالية لسنة 1997 وذلك يرجع لعوامل وأسباب سوف يتم الإشارة إليها لاحقا .

أما الجدول الموالي فيوضح أو يبرر لنا متوسط النمو في الاحتياطي من النقد .

الجدول رقم (04) : متوسط النمو الاحتياطي من النقد [36] ص (30).

ماليزيا	* تايلاندا	فلبين	اندونيسيا	البلد الفترة
11.3	9.2	4.4	11	1997/ 1990

نلاحظ تفاوت الأرقام بين الدول الآسيوية، لكن تبقى ماليزيا الأولى بمتوسط نمو قدره 11.3، هذا ما يؤكد ما قلنا سابقا حول أفضليتها من حيث الأداء الاقتصادي و النجاعة الاقتصادية على وجه عام.

هذه النجاعة في الأنظمة الاقتصادية لدول جنوب شرق آسيا يؤكد اقتصاديو ومسيرو البلدان الآسيوية أن مردها إلى عوامل وأسباب مختلفة يمكن تقسيم هذه العوامل التي أدت إلى النجاح إلى عوامل داخلية و أخرى خارجية.

### 2.1.1.3. عوامل نجاح اقتصاديات بلدان جنوب شرق آسيا [38] ص (1373).

1. العوامل الداخلية : تضافرت مجموعة مهمة من العوامل الداخلية لإنجاح تجربة النمو الاقتصادي في دول النمر . بعض هذه العوامل يرجع إلى الظروف الوفرة النسبية للموارد البشرية و بعضها يرجع إلى السياسات الاقتصادية الكلية التي طبقتها الحكومات في هذه الدول .

- بالنسبة للوفرة النسبية في عنصر العمل فعندما بدأت هذه الدول تجربتها الإنمائية في الخمسينات كانت تعاني من البطالة ،حيث كانت أسواق العمل تعج بأعداد هائلة من القادرين على العمل , و مما فاقم معدلات البطالة حالة الركود الذي خيم على هذه الدول آنذاك و ارتفاع نموها السكاني فلجأت الحكومات في هذه الدول إلى استثمار هذه الميزة النسبية في الصناعات التصديرية كثيفة العمل و ذات الأجر الرخيص. و اتخذت هذه الحكومات مجموعة من الإجراءات لضمان استثمار هذه الميزة النسبية و لفترة طويلة.

- توفير الغذاء الضروري بأسعار رخيصة ( باعتباره معيار الدخل ) .

- تطبيق سياسات مالية ونقدية صارمة لتحااش الوقوع في التضخم من أجل المحافظة على معدل الأجر الحقيقي .

-عدم وجود قوانين للحد الأدنى للأجور و عدم التشدد في مراعاة ساعات العمل .

- أما بالنسبة للسياسات الاقتصادية الكلية التي انتقدتها حكومات هذه الدول فكانت ذات تأثير ايجابي في خلق البيئة الاقتصادية المحلية المناسبة لدفع قوى النمو والتقدم، أهم هذه السياسات :

- الدور الذي قامت به الدولة في بناء شبكة البنية التحتية على درجة عالية من التقدم والكفاءة.

- الاهتمام الكبير الذي أولته الدولة للاستثمار في البشر من زيادة في مخصصات الإنفاق العام على التعليم و الصحة والإسكان والبحث العلمي و التقدم التكنولوجي، وبالتالي فان ذلك انعكس في نمو إنتاجية العمل من ناحية، وفي استيعاب التكنولوجيا المستوردة والدخول في مرحلة التطوير التكنولوجي من ناحية أخرى .

- الدور الذي لعبته مجموعة السياسات النقدية والمالية لإبعاد شبح التضخم وكان لذلك أثر كبير و ايجابي في النمو الاقتصادي و نمو الصادرات و السيطرة على الأجور .

- العناية الخاصة بقطاع الصادرات نظرا لمكانته الإرتكازية في تجارب هذه الدول فقد حرصت هذه الدول على استقرار أسعار الصرف و على إعفاء المواد الوسيطة و السلع الإنتاجية المستوردة اللازمة للصناعات التصديرية من الرسوم الجمركية ووفرت التسهيلات المصرفية لتشجيع الصادرات.

- حرصت الدولة لتجنب الوقوع في فخ المديونية الخارجية أن تقلل باستمرار وبأسرع وقت ممكن من حجم فجوة الموارد ( أي الفجوة بين معدل الاستثمار المنفذ والادخار المحلي ) وذلك من خلال تشجيع المدخرات المحلية ( سعر فائدة مرتفع، تطوير سوق الأوراق المالية، تنويع أجهزة تعبئة المدخرات).

ونتيجة لهذه السياسات استطاعت هذه الدول أن تحقق أعلى معدلات ادخار في العالم الأمر الذي جعلها تتحول إلى بلدان مصدرة للاستثمارات الخاصة اعتبارا من الثمانينات.

كما يضاف إلى ما سبق عنصر أو عامل هام ألا وهو المشاركة في التنمية، ففي ماليزيا مثلا لم يكتف الذين أسندت إليهم إدارة البلاد بتأييد الصفوة الاقتصادية و رجال الأعمال بل عملوا على الحصول على التأييد الشعبي، وقد أعلن الرئيس الماليزي آنذاك " مهاتير محمد " ما عرف بالسياسة الاقتصادية الجديدة المتضمنة امتيازات و حوافز متعلقة بالأغلبية الملايوية، و بذلك كان هناك تفاهم وتعاون و تأييد من الطبقات المتوسطة و الفقيرة في المجتمع، و تكون لديهم شعور بالاستفادة الحقيقية من عملية النمو الاقتصادي و السياسات المعلنة في هذا الجانب، الأمر الذي انعكس في تضافر الجهود للنهوض بالاقتصاد [39] ص (22).

## 2. العوامل الخارجية:

يمكن تلخيصها في:

- الدور الذي لعبته الحرب الباردة بين العملاقين الإتحاد السوفياتي و الولايات المتحدة الأمريكية , فنتيجة لتبعية أنظمة الحكم لهذه النور للغرب الرأسمالي فان المعسكر الغربي حرص على مساعدة هذه الدول بسخاء لتسريع نموها الاقتصادي و تحديثها كنموذج رأسمالي بديل للنموذج الاشتراكي المجاور لها .

- نظام النقد الدولي الذي كان يعمل حتى بداية السبعينات هذا النظام حقق استقرارا عالميا في أسعار الصرف لعملات مختلف بلدان العالم، و بالتالي وفر لها الدخول في صفقات تصدير واستيراد طويلة الأجل وهي مطمئنة لعدم وجود تقلبات فجائية وحادة لأسعار الصرف، كما أن هذا النظام وفر لها موارد السيولة عند الحاجة بأسعار فائدة معقولة .

- الاستفادة الكبيرة التي حققتها هذه الدول من التخفيضات الجمركية في ضوء النظام العشري للتفضيلات الجمركية التي أقرته الجات « GATT ». في أوائل السبعينات فلولا إمكانات التصدير غير المعاق إلى البلدان الرأسمالية الصناعية الذي وفرته هذه التخفيضات ما كان من الممكن لتجربة النور الآسيوية أن تشهد هذا النجاح الذي حقته .

إن النموذج التنموي الآسيوي أدى حقيقة إلى تعاضم ونمو اقتصاديات هذه الدول رغم ذلك ورغم الإنجازات الضخمة فإن هذا النموذج لا يخلو من نقاط ضعف ربما كانت وراء ما حدث في صيف 1997 و أدى إلى تحول " النمر الآسيوية " إلى " قطط " هذه النقاط تمثلت أساسا في :

- طبيعة الملكية القانونية للمؤسسات من خلال سيطرة العلاقات العائلية .
- نقص الشفافية في ممارسة النشاط الاقتصادي الذي لم يكن ديمقراطيا بصفة كبيرة .
- نقص وغياب حرية الممارسات السياسية .
- الاعتماد بثقل كبير على فلسفة التصدير الذي يقود النمو Export Led Growth الأمر الذي جعل هذه الدول أكثر حساسية في تلقي الصدمات الخارجية .

### 2.1.3. مؤشرات الأزمة و آلية حدوثها

قبل أن نستعرض سمات الأزمة المالية التي هزت أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا صيف 1997 سننتقل إلى بداية ظروف تشكل الأزمة حتى تتمكن من الفهم و الربط بين حلقاتها المختلفة .

#### 1.2.1.3. ظروف تشكل الأزمة و نشوئها [38] ص (3).

بدأت ظروف نشوء الأزمة تتشكل بعدما رضخت هذه الدول لضغوط البلدان الصناعية والمنظمات الدولية كصندوق النقد الدولي، البنك العالمي، و المنظمة العالمية للتجارة و أيضا لرغبات و مطالب أصحاب المصالح لتنفيذ سياسات تدخل ضمن ما يسمى بالعولمة ، أي الاندماج بسرعة في الاقتصاد العالمي من خلال نهج ليبرالي متطرف يزيح الدولة بعيدا عن الإشراف والرقابة .

و كان من أهم هذه السياسات :

- 1- إجراء عمليات تحرير مالي ونقدي واسعة شملت التخلص من القيود و الضوابط التي كانت مفروضة على حركة رؤوس الأموال الأجنبية دخولا وخروجا مع السماح بعمليات الاقتراض و الاقتراض بالعملة المحلية و فتح الأسواق المالية في هذه الدول أمام المستثمر الأجنبي.
- 2- زيادة سعر الفائدة في الداخل بفارق كبير عن الخارج.
- 3- ثبات أسعار الصرف في هذه الدول تجاه الدولار الأمريكي وهو الأمر الذي وفر ضمانا للمستثمر الأجنبي ضد مخاطر تقلبات هذه الأسعار، و بذلك أصبح بإمكان المستثمر أن يحسب و يقيم بدقة عملياته و إرباحه و تحويلاته نحو الخارج .

بالإضافة إلى هذه السياسات ظهر العجز في الميزان التجاري لهذه الدول، فقد أصبح الميزان التجاري في هذه الدول خلال الثمانية عشر شهرا السابقة للأزمة يعاني من العجز ويعود ذلك إلى التراجع الكبير الذي حدث في الصادرات و النمو الكبير الذي طرأ على الواردات.

في ضوء السياسات السابقة أصبحت دول النمرور الآسيوية نقطة جذب جديدة لحركة رأس المال العالمي المضارب و بعد أن كانت هذه الدول مراكز جذب قوية للاستثمارات الأجنبية المباشرة في عقد السبعينات و الثمانينات من القرن الماضي أصبحت منذ انتهاجها لهذه السياسات مركز جذب للاستثمارات الأجنبية في الحوافز المالية .

### 2.2.1.3. أهم مؤشرات الأزمة

يمكن تلخيص أهم سمات و مؤشرات الأزمة المالية الآسيوية فيما يلي :

- 1- استطاعت حكومات دول جنوب شرق آسيا من خلال تبنيها لنظام أسعار صرف ثابتة أن تحافظ على استقرار أسعار صرف عملاتها المحلية مع السماح بهامش ضئيل من التغيير أو الحركة و لكن لتبني هذه البلدان لنظام أسعار الصرف الثابتة أثره في تعريضها للمخاطر التقليدية لتقلبات أسعار الصرف، إذ أن النظام يمنح قطاعات المال و الأعمال شعورا زائفا بالأمان فيما يتعلق بمخاطر أسعار الصرف، حيث يدفع المشروعات و المؤسسات المالية إلى التوسع في الاقتراض الأجنبي قصير الأجل مستندة في ذلك إلى اطمئنانها بشأن استقرار و ثبات أسعار الصرف .

فالبنوك و المؤسسات المالية المحلية في بلدان جنوب شرق آسيا كانت قد توسعت في الاقتراض بالعملات الأجنبية الدولار و الين الياباني بصفة أساسية، ثم استخدمت هذه القروض في إقراض المشاريع المحلية بالعملات المحلية لهذه البلدان و حينما انخفضت أسعار صرف عملات هذه الدول ترتب على ذلك تزايد أعباء خدمة ديون البنوك و المؤسسات المالية مقومة بالعملات المحلية مما عرضها لخسائر ضخمة جعلت الكثير منها يتوقف عن الوفاء بالتزاماته[40] ص (6).

2- تمخضت تدفقات رأس المال الوافدة إلى بلدان الأزمة الآسيوية عن توليد ضغوط تضخمية وارتفاع أسعار الصرف الحقيقية لهذه البلدان، ففي الفترة من 1990 حتى بداية عام 1997 ارتفعت أسعار الصرف الحقيقية بأكثر من 25 % في كل من ماليزيا , الفلبين و تايلاندا وبنسبة 12 % في كوريا، وقد انعكس هذا على معدلات نمو الصادرات لهذه البلدان التي بدأت تتباطأ منذ منتصف التسعينات و لتتخف بعد ذلك و بشكل حاد ابتداء من عام 1996.

3 - ربما كانت أعظم مؤشرات تزايد المخاطر التي تعرضت لها اقتصاديات جنوب شرق آسيا تقع في نطاق القطاع المالي، فقد توسعت البنوك المحلية في الاقتراض الخارجي بالعملات الأجنبية لتقوم بعد ذلك بإقراض المشروعات الخاصة بالعملات المحلية دون ضمانات كافية وبطريقة غير رشيدة متوقعة قيام الحكومات الوطنية لمساعدتها في حالة تعرضها للمخاطر وقد كانت هناك ثلاث مؤشرات تدل على تزايد تعرض القطاع المالي في هذه الإقتصادات للأزمة[41] ص (10).

1- تزايد القروض الأجنبية قصيرة الأجل.

2- تزايد الإئتمانات الممنوحة للقطاع الخاص.

3- تزايد الأنشطة الإقراضية عالية المخاطر وغير المنتجة .

### 3.2.1.3. تطورات الأزمة و انتشارها

لقد برزت الأزمة المالية في 2 جويلية 1997 من خلال الانخفاض في قيمة الباهت التايلندي لتحديث بعد ذلك حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية، فقد شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا ( النور الآسيوية ) انهيارا كبيرا منذ الاثنيين الموافق لـ 27 أكتوبر 1997 والذي أطلق عليه الإثنيين المجنون و الذي أدى إلى اهتزازات كبيرة في الاقتصاديات الآسيوية انتهت بسيناريوهات درامية تمثلت في ضياع الكثير من المكاسب التي حققتها تلك الدول من التنمية السريعة التي تمت في البلاد التي يطلق عليها النور الآسيوية[24] ص (280).

وقد بدأت الأزمة المالية في تايلندا و التي تعتبر أضعف الحلقات في المنظومة الآسيوية وذلك بعد المضاربة على خفض سعر الباهت ( العملة التايلاندية ) وذلك بعد عرض كميات كبيرة منه للبيع , مما أدى إلى انخفاض قيمته بالنسبة للعملة الأخرى[12] ص (232).

ومع فشل الحكومة في تايلندا في الحفاظ على قيمة عملتها نتيجة تآكل احتياطي النقدي الأجنبي لديها لجأت تايلندا إلى خفض رسمي في قيمة العملة نتج عنه بصورة فورية تراجع حاد لأسعار الأسهم بعد أن قرر الأجانب الانسحاب من السوق .

وما هي إلا أيام قلائل حتى انتشر الذعر في اندونيسيا و ماليزيا و الفلبين وفي فترة متأخرة انتشر في سنغافورة و كوريا الجنوبية و هونغ كونغ[42] ص (587).

و يمكن عرض تسلسل الحوادث كما يلي:

### تسلسل حوادث عام 1997 [43] ص (80).

أخذت الأحداث المرتبطة بالأزمة الآسيوية المحطات التالية :

- جانفي 1997 : إعلان ( هانبوستيل) إحدى كبرى الشركات الكورية عن إفلاسها وعجزها عن تسديد ديونها الخارجية المقدرة بـ 6 مليار دولار.
- 1997/02/05: عجز ( سومبراسونغ ) شركة تايلاندية كبرى عن سداد ديونها الخارجية في ميعاد استحقاقها .
- 1997/03/10: تصريح الحكومة التايلاندية عن عزمها شراء 3.9 مليار دولار من القروض المشكوك في تحصيلها ولكن تراجع عن ذلك مما أثار مخاوف المدير العام لصندوق النقد الدولي .
- 1997/03/28 : وضع البنك المركزي الماليزي قيودا على القروض المقدمة لقطاع العقارات لتجنب حدوث أزمة .
- مارس 1997 : إعلان ( سامي ستيل ) - شركة كورية مركبة من عدد من المؤسسات والفروع - عن إفلاسها مما تسبب في إحداث قلق من انتشار أزمة ديون الشركات الكبرى .
- أوائل ماي 1997 : إبداء المسؤولين اليابانيون قلقهم إزاء انخفاض قيمة الين , مما أدى بالمستثمرين في دول جنوب شرق آسيا إلى بيع عملات هذه الدول لاعتقادهم أن هذا الموقف مناسب لذلك، مما أدى إلى اضطراب أسواق المال في تلك الدول .
- 1997/05/15-14: هجوم المضاربين على الباهت التايلاندي و تدخل تايلاندا و سنغافورة في الأسواق للدفاع عن الباهت، و تأثر الفلبين بهذه الأحداث مما أدى بها إلى رفع أسعار الفائدة وبيع كميات كبيرة من الدولار .
- 1997/05/23: فشل عمليات الإصلاح الحكومي في منع سقوط أكبر شركة مالية (فايننس ون).

- 1997/06/19: استقالة وزير مالية تايلاند وتصريح رئيس وزرائها عن عدم تخفيض قيمة الباهت مما أثر على الفلبين حيث رفعت سعر الفائدة من 13 إلى 15 %.
- 1997/06/27: البنك المركزي التايلاندي يعلق عملية الارتباط النقدي بين 16 شركة مالية ويطالبها إما بالاندماج أو تقديم خطط توحيد مدروسة.
- جويلية 1997 : تعرض KiA ( كيا ) ثالث أكبر شركة كورية لصناعة السيارات إلى أزمة قروض شديدة و تطالب بالحصول على قروض مستعجلة .
- 1997/07/02: إعلان البنك المركزي التايلاندي عن تعويم عملته و يطالب بمساعدة من قبل صندوق النقد الدولي، مما أدى إلى انخفاض قيمة الباهت بـ 28.8 % مقابل الدولار وفي نفس اليوم تدخل البنك المركزي الفلبيني للدفاع عن عملته وفي 03 جويلية رفع نفس البنك أسعار الفائدة من 15% إلى 24 % وفي 08 جويلية تدخل البنك المركزي الماليزي بقوة للدفاع عن قيمة عملته .

### 3.1.3. التكيف الإقتصادي للأزمة

لقد تم تكيف الأزمة المالية التي ضربت دول جنوب شرق آسيا وفق ثلاث اتجاهات مختلفة فاتجاه يرى أن الأزمة لا تخرج عن كونها أزمة سيولة واتجاه ثان يرى أن الأزمة المالية كانت في الواقع أزمة عدم القدرة على الوفاء بالديون، و اتجاه ثالث يرى أن الأزمة المالية قد نتجت عن تفاعل العاملين السابقين معا نقص في السيولة ، و عدم القدرة على الوفاء بالديون وذلك على النحو التالي [44] ص (72).

#### 1.3.1.3. أزمة سيولة

وفقا للاتجاه الأول في تكيف الأزمة فإن المقترضين المحليين في بلدان جنوب شرق آسيا من المشروعات والبنوك كانوا يتمتعون بالقدرة على الوفاء بديونهم ، و لكن كانت تنقصهم السيولة اللازمة للقيام بذلك فقد كانت تعوزهم القدرة على اقتراض أموال جديدة من أسواق رأس المال للوفاء بالتزاماتهم. إن عدم قدرة أو رغبة أسواق رأس المال على تزويد هؤلاء المقترضين الذين

تعوزهم السيولة بقروض جديدة يمثل في الواقع جوهر الأزمة معنى ذلك أنه وفقا لهذا الاتجاه لا تعدو أزمة جنوب شرق آسيا أن تكون أزمة سيولة ناتجة عن زعر مالي أو مصرفي و يمكن تجنبها بتوفير مزيد من السيولة في الوقت المناسب، فالأزمة لم تكن ناتجة عن اختلال أو ضعف في الأداء الإقتصادي لهذه البلدان .

### 2.3.1.3 أزمة عدم القدرة على الوفاء بالديون

يرى الاتجاه الثاني في تكييف الأزمة أنها أزمة عدم القدرة على الوفاء بالديون تعزى إلى انهيار أسعار الأصول، فقد واصلت أسعار الأصول ارتفاعها بشكل غير عادي إلى أن صارت كالفقاعة التي تنتظر الانفجار في أي لحظة و بعد انفجارها انهارت الأسعار و اندلعت الأزمة وذلك على غرار أزمة سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1929.

### 3.3.1.3 أزمة نقص السيولة و عدم قدرة على الوفاء بالديون

يرى اتجاه ثالث أن حقيقة ما حدث في جنوب شرق آسيا يبدو أكثر تعقيدا مما يقترحه الاتجاهان السابقان، فقد كانت حوافز مالية غير صحيحة تشوه في أسعار الأصول ، سوء تخصيص الموارد ، عدم اكتمال سوق الائتمان ، عجز الموازين الخارجية ، هشاشة النظام المالي ..... الخ وقد تفاعلت هذه العوامل لتسفر في النهاية عن نقص في السيولة وعن عدم القدرة عن الوفاء بالالتزامات، ساهما معا في اندلاع الأزمة.

### 2.3. الأزمة المالية الآسيوية " أسبابها وتفسيراتها المختلفة"

لقد عرفت بعض البلدان الآسيوية أزمات مالية قبل عام 1997، مثل إندونيسيا 1978، و كوريا عام 1980 و سنغفورة عام 1985، الا أن الأزمة المالية لعام 1997 كانت أخطرها من حيث العمق الداخلي والبعء العالمي، و كأن بلدان جنوب شرق آسيا أصبحت تعد و تمثل محور اقتصاد العالم، فماذا حدث و كيف؟

انطلاقاً مما تقدم نحاول في هذا المبحث التعرض لأسباب و بواعث الأزمة المالية الآسيوية، وأيضاً مختلف المناهج في تفسيرها، و أخيراً الوقوف على جانبيين هاميين من جوانب تلك الأزمة فكان التقسيم لهذا المبحث كالآتي.

### 1.2.3. أسباب الأزمة

ما من شك أن هناك العديد من الأسباب وراء تفجر الأزمة المالي الآسيوية سنحاول من خلال هذا المطلب الوقوف على مجموعة من العوامل التي كانت وراء ذلك.

#### 1.1.2.3. الأسباب الرئيسية

#### 1. إتاحة موارد مالية أجنبية بأسعار فائدة منخفضة مع ارتفاع أسعار الأسهم والعقارات:

فلقد قام المستثمرون الذين يبحثون عن فرص جديدة بنقل كمية كبيرة و ضخمة من رأس المال الى البلدان الآسيوية، و مثلما يحدث في دورات "الرواج" ارتفعت بسرعة مفاجئة أسعار الأسهم والعقارات في أول الأمر، و هذا ما ساعد المنطقة في جلب موارد مالية بمقادير كبيرة، لكن التخصيص المحلي لهذه الموارد الأجنبية المقترضة لم يتم بالشكل الذي يجب أن يتم به [45] ص (28).

وذلك يرجع إلى ضعف النظم المصرفية، حيث كانت توجد بعض المشاكل التي أضعفت الجهاز المصرفي في بعض الدول الآسيوية، و أولها ارتفاع مديونيات البنوك المحلية و المشتركة بالعملات الأجنبية، اذ توسعت تلك البنوك في الاستدانة بالدولار في السنوات الأخيرة لتمويل عمليات التوسع، و كذا لضخ السيولة في اقتصاديات آسيا الناشئة مما يعرضها إلى مخاطر كبرى في حالة تخفيض قيمة العملة المحلية كما حدث في تايلاندا و ماليزيا و أندونيسيا [24] ص (283). و كذا انعدام الشفافية في القطاع المالي، بالإضافة الى طاقة الاستيعاب المحدودة لهذه البلدان.

## 2.نظم أسعار الصرف:

أعطت نظم أسعار الصرف المثبتة عمليا للمقترضين إحساسا زائفا بالأمن مما شجعهم على ابرام ديون مقومة بالدولار[45] ص (29).

## 3.ضعف الصادرات الآسيوية:

و كان ذلك في منتصف التسعينات في البلدان المتأثرة بالأزمة و هناك عدة أسباب أدت إلى ذلك منها:

- ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي مقابل الين.
- قيام الصين بتخفيض قيمة اليوان في 1994.
- فقدان بعض الأسواق أثناء عقد اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية.

## 4.تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الضخمة:

من الواضح أن زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، وانخفاض الصادرات ينعكس على هذه البلدان بحيث يؤدي إلى اتساع عجز الحساب الجاري.

فقد شهدت منطقة جنوب شرق آسيا، و لعدة سنوات ماضية تدفقات رأسمالية ضخمة من بقية أنحاء العالم، حيث جذبها انفتاح تلك الأسواق و معدلات النمو الاقتصادي لدولها، و مما زاد من مخاطر تعرض تلك الدول لتحويلات معاكسة و مفاجئة في تلك التدفقات أن نسبة كبيرة من تلك التدفقات كانت في شكل محافظ استثمارية قصيرة الأجل في أسواق الأسهم و السندات المحلية، و هي تتصف بسهولة تسيلها عند الطلب بعكس الاستثمارات المباشرة طويلة الأجل[24] ص (285).

### 2.1.2.3. دور الضعف المالي في حدوث الأزمة

لقد تطرقنا سلفا الى أبرز الأسباب التي أدت الى تفجر الأزمة المالية الآسيوية، سنحاول من خلال هذا العنصر التركيز على عامل الضعف المالي و دوره في حدوث الأزمة حيث هناك توافقا متزايدا على أنه من أهم العناصر و العوامل في ذلك، و قد شمل هذا الضعف أربع جوانب و هي كما يلي [46] ص (38):

أولاً: ان الكثير من المؤسسات المالية و الشركات بالبلدان المتأثرة بالأزمة يقرض بالعملات الأجنبية بدون تحوط كاف، مما جعلها عرضة لأخطار انخفاض قيمة تلك العملات.

ثانياً: كان قدر كبير من الدين قصير الأجل، في حين كانت الأصول طويلة الأجل. مما خلق امكانية حدوث أزمة سيولة، يشبه أثرها أثر التدافع غير العادي على سحب الودائع من المصارف.

ثالثاً: ارتفعت أسعار أسواق الأسهم و العقارات، في تلك البلدان بشكل كبير قبل الأزمة مما زاد امكانية حدوث انعكاس شديد في أسعار الأصول.

رابعاً: كثيرا ما كان يتم تخفيض الائتمان بصورة سيئة ، مما ساهم في إثارة مشاكل واضحة على نحو متزايد في المصارف و غيرها من المؤسسات المالية الأخرى قبل الأزمة.

و في ضوء مظاهر الضعف هذه، ظهرت الأزمة الفادحة التي يصعب إيقافها و ظهر ما يعرف بالحلقة المفرغة « Cercle vicieux » و ذلك بسبب خروج المستثمرين الأجانب و المحليين بحيث انخفضت قيمة العملات، فأصبحت العديد من المؤسسات المالية معسرة و كذا عدم قدرة المقترضين على تسديد ديونهم مع ارتفاع سرعة خروج رأس المال.

و هذا و فضلا على ما تقدم سيمكنا التطرق أو تناول المناهج المختلفة في تفسير الأزمة المالية الآسيوية من الوقوف على حيثيات و تفاصيل أخرى متعلقة بأسبابها و مصادرها.

### 2.2.3. المناهج المختلفة في تفسير الأزمة

يمكن القول أن هناك ثلاث مناهج أساسية في تفسير الأزمة المالية التي عصفت بدول جنوب شرق آسيا والتي تعتبر من أبرز الأزمات المالية التي أصابت البلدان الناشئة في عقد التسعينيات من القرن الماضي:

- أولاً : التغيرات التي شهدتها ظروف السوق الدولية .
- ثانياً : سوء إدارة الإقتصادات الآسيوية صاحبة الأزمة .
- ثالثاً : عدم استقرار أسواق رأس المال الدولية .

#### 1.2.2.3. التغيرات التي شهدتها ظروف السوق الدولية

وفقاً لأعلى مستوى من التعميم يمكن القول أن ظروف السوق الدولية كانت ملائمة قبل بداية أزمة دول جنوب شرق آسيا وقد كانت هذه الظروف كما يلي :

- كانت أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية منخفضة وكانت أسواق السلع العالمية مستقرة نسبياً.
- كانت علاوات المخاطر على القروض في الأسواق الناشئة منخفضة.
- كان نمو الحجم المالي للتجارة الدولية قوياً رغم الانخفاض البسيط الذي طرأ عليه في عام 1996-1997 مقارنة بما كان عليه في الفترة 1993 - 1995 [34] ص (30).

وبالرغم من توافر هذه البيئة الملائمة كان هناك مجموعة من الفرضيات المتعلقة بالأزمة المالية الآسيوية ، تتركز حول صدمات دولية غير متوقعة بالنسبة للإقتصادات الآسيوية .

هذه الفرضيات التي سنذكرها لاحقاً بنيت على استنتاجات مستمدة من انهيار معدلات نمو الصادرات في كل من تايلاندا و كوريا و تباطؤ معدلاتها في كل من ماليزيا و اندونيسيا عام 1996 . و هو ما يوضحه الجدول التالي :

الجدول رقم (05) : معدل الصادرات في السبع الدول الآسيوية  
1996-1995 ( % ) . [34] ص (31).

تغيير قيمة الوحدة		معدل نمو الحجم		معدل نمو القيمة		البلد
1996	1995	1996	1995	1996	1995	
13.8	12.6	-8.6	1.9	4.0	14.8	هونج كونج
-12.9	5.0	19.1	24.0	3.7	30.3	كوريا
4.7	2.8	4.8	10.3	9.7	13.4	أندونيسيا
-0.6	5.2	6.3	10.7	5.7	22.1	سنغافورة
-6.9	9.0	13.6	15.6	5.8	26.0	ماليزيا
- 1.8	12.4	18.8	17.0	16.7	31.6	الفلبين
-0.6	9.5	- 0.7	14.2	-1.3	25.1	تايلاندا

و يلاحظ من خلال هذا الجدول أن تايلندا كانت أكثر الحالات تطرفا ، فقد انخفض معدل نمو صادراتها بحسب القيمة إلى: -1.3 % عام 1996 بعد سنتين من معدل نمو إيجابي قدره 25.1% ، كما انخفض معدل النمو للصادرات في كل من كوريا و ماليزيا واندونيسيا و بنسب متفاوتة .

و سنتطرق الآن إلى الفرضيات المتعلقة بالأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا و التي أسست على استنتاجات مأخوذة من انهيار معدلات نمو صادرات هذه الدول الآسيوية .

## 1. الفرضية الأولى: الإغراق في الأسواق العالمية من الصادرات كثيفة العمل

تذهب هذه الفرضية إلى أنه قد أصبح هناك ما يشبه الإغراق في الأسواق العالمية من الصادرات كثيفة العمل ، و بصفة خاصة من نوع الصادرات التي تتخصص بها بلدان شرق آسيا في تصديرها [34] ص (31).

هذه الحالة من الإغراق يعكسها تراجع حصيلة الصادرات في البلدان المصدرة للسلع الصناعية الكثيفة العمل ، و انخفاض معدل التبادل التجاري للمنتجات كثيفة العمل مثل: الملابس الجاهزة ، الأحذية ، الأجهزة المنزلية ، فقد انخفضت أسعار الصادرات الصناعية العالمية منها بنسبة 2% عام 1996 .

لقد نتج عن النمو السريع لإنتاج الإلكترونيات في دول جنوب شرق آسيا، بالإضافة إلى قيام كل من الصين و المكسيك بإنتاجها خلق طاقة إنتاجية ضخمة ساهمت في انخفاض أسعار هذه المنتجات .

## 2. الفرضية الثانية : تصاعد المنافسة الصينية

تذهب هذه الفرضية إلى أن النمو الاقتصادي للصين ربما كان له تأثير كبير و درامي في تحويل الإنتاج القائم على التصدير بعيدا عن بلدان جنوب شرق آسيا، و هو ما يمكن أن يصدق كذلك بالنسبة للنمو الاقتصادي للهند في القريب العاجل .

فحسب الإحصائيات قد زادت قيمة صادرات الصين من نحو 20 مليار دولار في عام 1976 إلى نحو 150 مليار دولار في عام 1996 ،مما أهلها إلى إحتلال المرتبة الحادية عشر على المستوى العالمي من حيث قيمة صادراتها[47] ص (357).

ويتوقع البعض أن تمارس المنافسة الصينية ضغوطا في إتجاه تخفيض مستويات الأجور ومعدل نمو الصادرات في بقية أرجاء العالم ، حقيقة قد بدأت المشروعات الصينية تنافس نظيراتها في بقية أرجاء الإقليم منافسة فعالة و استطاعت فعلا أن تحظى بنصيب معقول في الأسواق العالمية بالنسبة لبعض المنتجات منها : الملابس ، المنسوجات ، الإلكترونيات .

لكن هناك من يرى أن المنافسة الصينية لم يكن لها تأثير كبير على الانخفاض الذي طرأ على صادرات جنوب شرق آسيا في عام 1996 ، فلم يكن لتصاعد المنافسة الصينية سوى تأثير محدود على الصادرات الصناعية لبقية دول الإقليم خلال الفترة 1992-1996 .

كما أن تخفيض قيمة " اليوان " الصيني في عام 1994 لم يمارس إلا تأثيرا ضعيفا على انخفاض صادرات بلدان جنوب شرق آسيا[34] ص (32).

### 3. الفرضية الثالثة: شدة المنافسة المكسيكية في بعض القطاعات

يرى أصحاب هذه الفرضية أن قيام منطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية "NAFTA" والصعود الحاد لصادرات المكسيك و بصفة خاصة في أعقاب تخفيض قيمة "البيزو" في عام 1994 ، ربما أدى إلى ظهور منافسة جديدة و مكثفة لبلدان جنوب شرق آسيا .

فقد ارتفعت الصادرات المكسيكية الكلية من 52 مليار دولار عام 1993 إلى 96 مليار دولار عام 1996 ، مع تحقيق أنصبة أكبر في أسواق العديد من السلع التي تتنافس في إنتاجها مباشرة مع بلدان جنوب شرق آسيا مثل الآلات الإلكترونية ، الملابس ، مكونات السيارات .

و كثنان المنافسة الصينية هناك من رأى أن المنافسة المكسيكية كأن لها تأثير متواضع على انخفاض صادرات بلدان جنوب شرق آسيا.

و هكذا يمكن القول أن البلدان صاحبة الأزمة لم تخسر أنصبتها السوقية لصالح الصين

والمكسيك.

#### 4. الفرضية الرابعة : الإرتباط الثابت وفعال بالدولار الأمريكي لعملات البلدان صاحبة

##### الأزمة

وأخيراً تذهب هذه الفرضية إلى أن الارتفاع الحقيقي والحاد في قيمة الدولار الأمريكي في مواجهة العملات الأوروبية والين الياباني بعد عام 1994، ربما كان قد لعب دوراً ما في الأزمة المالية الآسيوية ، فنظراً ولأن عملات بلدان جنوب شرق آسيا كانت مرتبطة بشكل ثابت وفعال بالدولار الأمريكي ، فإن قيمتها قد ارتفعت كثيراً في مواجهة الين الياباني عندما ارتفعت قيمة الدولار مقابل الين من 85 ينًا للدولار الواحد في يونيو 1995 إلى 127 ينًا للدولار الواحد في أبريل 1997 ، وقد إنجر على ذلك إنخفاض حصيلة الصادرات بالعملات المحلية لهذه البلدان.

إذن إرتفاع قيمة الدولار الأمريكي دفع أسعار عدد كبير من السلع والخدمات مقومة بالدولار في الأسعار العالمية نحو الإنخفاض بما في ذلك بلدان جنوب شرق آسيا إلى اليابان و أوروبا ، و نظراً و لأن معظم الديون الأجنبية لبلدان جنوب شرق آسيا مسماة بالدولار فإن إرتفاع قيمة الدولار قد عمل على زيادة أعباء خدمة الدين لهذه الدول [34] ص (34).

من خلال ما تقدم يمكن الخلاص إلى نتيجة مفادها أن كل الفرضيات السابقة قد أسهمت بدرجة أو بأخرى في إضعاف الأداء التصديري لبلدان الأزمة الآسيوية لعام 1997 .

و مع ذلك يظهر أن تأثير هذه العوامل كان متواضعا و بسيطا لذلك من الصعب بما كان أن يعزى إلى هذه العوامل أو إلى سيناريو الصدمات الخارجية الدولية ما أصاب دول جنوب شرق آسيا من اضطرابات و اختلالات مالية.

### 2.2.2.3. سوء إدارة الاقتصاديات الآسيوية

يرتكز المنهج الثاني في تفسيره للأزمة المالية التي عصفت بدول جنوب شرق آسيا عام 1997 إلى ضعف الإدارة الاقتصادية لدى هذه البلدان الآسيوية، ويتضمن هذا المنهج عددا من الفرضيات القائمة على نفقة ما سمي بالأسماوية الآسيوية . وسنقوم بعرض هذه الفرضيات وفق ما يلي :

#### 1. الفرضية الأولى: تدهور وتشوه عمليات الإقراض ونوع القروض.

من بين الفرضيات التي يتضمنها منهج سوء الإدارة الاقتصادية لدى بلدان الأزمة الآسيوية فرضية تتعلق بتشوه أو تدهور عمليات الإقراض ونوع القروض، حيث يعد هذا الأخير مؤشرا واضحا على سوء الإدارة الاقتصادية لدى البلدان صاحبة الأزمة.

ومن بين المؤشرات التي تتعلق بطبيعة عملية الإقراض ونوعية القروض نجد :

1- نصيب القروض غير المؤداة : أي القروض التي تخلف أصحابها عن سدادها في إجمالي

القروض .

2- التوزيع القطاعي للقروض .

فقد رأى أصحاب هذه الفرضية أن كان هناك تحولا في الإقراض مبتعدا عن الأنشطة الصناعية ومتجها صوب القطاعات الأخرى مثل التشييد والبناء، العقارات، الخدمات وهذا ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم ( 06 ) :التوزيع القطاعي للقروض القائمة في بلدان الأزمة الآسيوية  
عامي 1990-1996 ( % ) [34] ص (37).

تايلاندا		كوريا		الفلبين		ماليزيا		اندونيسيا		القطاع
1996	1990	1996	1990	1996	1990	1996	1990	1996	1990	
23,1	23,7	39,9	44	22,2	38,5	22	21,3	27	39	الصناعة
4,1	3,8	8,9	13,1	3,9	2,7	8,9	7	---	---	التشييد
21,5	19,2	6,6	4,8	21,8	16,9	39,2	39,5	---	---	التمويل والعقارات
---	---	---	---	---	---	---	---	31	18	الخدمات

يلاحظ من خلال هذا الجدول أن هناك تحولا في الإقراض مبتعدا عن الأنشطة الصناعية و متحولا إلى القطاعات الأخرى هذا التحول في التوزيع القطاعي للقروض كان يختلف في مداه من بلد إلى آخر فقد كان بشكل ملحوظ في اندونيسيا ، و متواضعا في الفلبين و ضئيلا في ماليزيا .

بالنسبة لهذه الفرضية هناك من رأى أن التحول في التوزيع القطاعي للقروض كان مجرد تحول بسيط و أن هذا التحول لم يتمخض عن تدفق شديد للقروض صوب القطاع العقاري.

كما أن هناك من يرى أن نسبة القروض غير المؤداة قد شهدت انخفاضا ملموسا في كل البلدان الآسيوية سنوات قبل الأزمة .

وعلى هذا الأساس هناك من لم يؤيد فرضية تشوه نوعية القروض أو طبيعة النشاط الإقراضى [34] ص (39).

## 2. الفرضية الثانية: تزايد الضغوط في أسواق الأسهم و الملكية العقارية

ترى هذه الفرضية أن الجنون المضاربي و تزايد الضغوط على أسواق الأسهم والملكية العقارية أحد سمات سوء الإدارة الاقتصادية لدى بلدان جنوب شرق آسيا .

و يؤيد "كرجمان" هذه الفرضية، حيث ذهب إلى أنه في كل البلدان التي عانت من الأزمة ، كانت هناك دورة من إزدهار أسواق الأصول ثم انهيارها بعد ذلك - ABOOM BUSTCYCLE سبقت أزمة عملاتها المحلية : لقد ارتفعت أسعار الأسهم والأراضي ارتفاعاً شديداً ثم انهارت بعد ذلك [48] ص (2).

لكن هناك من رأى بنسبية هذه الفرضية و لم يؤيدها مطلقا حيث رأوا أن هناك تفاوتاً بين البلدان الآسيوية صاحبة الأزمة ، و هذا من خلال تتبع الأرقام القياسية لأسعار الأسهم و الأراضي تبين أن دورة الازدهار و الانهيار كانت سمة من سمات الأزمة في تايلاندا و درجة أقل في كوريا ، في حين لم يثبت وجودها إطلاقاً في اندونيسيا رغم أنها كانت أكثر البلدان الآسيوية تأثراً بالأزمة.

## 3. الفرضية الثالثة: ضعف المراكز المالية

ترى هذه الفرضية الأخيرة أن ضعف المراكز المالية لإقتصادات البلدان الآسيوية يعد مؤشراً على سوء إدارة هذه الإقتصادات و تذهب هذه الفرضية إلى أن المقرضين الأجانب كانوا يعتقدون في ضعف الموقف المالي لإقتصاديات جنوب شرق آسيا ، و مع ذلك استمروا في إقراضها متوقعين حصول هذه الإقتصادات على دعم مالي من قبل بنوكها المركزية وصندوق النقد الدولي.

ومن بين المؤشرات الدالة على ضعف المراكز المالية لبلدان الأزمة الآسيوية تزايد مشكلات القطاع الخارجي ، حيث تميزت بلدان الأزمة الآسيوية بوجود عجز في موازين حساباتها الجارية طوال التسعينات ، هذا العجز أسهمت فيه عوامل عدة منها :

- تزايد الأنشطة المضاربة في أسواق الأسهم و العقارات .
  - تخصيص استثمارات ضخمة في مشروعات طموحة جداً للبنية الأساسية الحكومية، أو في احتكارات حكومية تتسم بضعف كفاءتها أو صناعات تتميز بوجود فائض في طاقاتها الإنتاجية، هذا ما يعني في النهاية تدهور نوعية الاستثمارات.
  - تشوه سلوك أسعار الصرف الحقيقية لعملات بلدان الأزمة الآسيوية بسبب ارتباطها المباشر بالدولار في ارتفاعه و انخفاضه مما أدى إلى تدهور قدراتها التنافسية الدولية .
  - تباطؤ معدلات النمو للصادرات السلعية و بشكل ملحوظ إبتداء من عام 1996 .
- والجدول الموالي يبرز لنا وضع ميزان الحساب الجاري لبلدان الأزمة المالية الآسيوية الذي يمثل بعض مشكلات القطاع الخارجي.

الجدول رقم ( 07 ): وضع ميزان الحساب الجاري ( % )  
1995-1996 [49] ص (11).

وضع ميزان الحساب الجاري ( % ) من الناتج المحلي الإجمالي		البلد
1996	1995	
7.9 -	7.9 -	تايلندا
3.3 -	3.3 -	أندونيسيا
4.9 -	10 -	ماليزيا
4.7 -	4.4 -	الفلبين
1.3 -	3.9 -	هونج كونج
15.7 +	16.8 +	سنغافورة
4.9 -	2 -	كوريا الجنوبية
4 +	2.1 +	تايوان

### 3.2.2.3. عدم استقرار أسواق رأس المال الدولية

يرتكز هذا المنهج في تفسيره لأزمة دول جنوب شرق آسيا على التقلبات الحادة في توقعات الدائنين بشأن سلوك غيرهم من الدائنين الآخرين مما أدى إلى خلق نوع من الأداء الذاتي للذعر المالي للأزمة .

يستند هذا المنهج على عدد من الفرضيات أبرزها :

- أن الظروف الاقتصادية الأساسية لدى هذه البلدان كانت قوية بما يكفي لقيامها بخدمة ديونها .
- أن رد فعل الأسواق المالية و أسواق الصرف الأجنبي إزاء حالة الذعر المالي التي حدثت في نهاية عام 1997 كان متطرفا و مبالغ فيه.

هذا المنهج في تفسيره للأزمة المالية الآسيوية يبدو منسجما و متناسقا مع عدد من الحقائق

مثل :

- دور القروض قصيرة الأجل في إنطلاق الأزمة .
- الطبيعة غير متوقعة للأزمة .
- استمرار تدفق القروض إلى هذه البلدان حتى اندلاع الأزمة .
- ردود الفعل المتطرفة بشأن الأزمة و التي عكستها التحولات العكسية المفاجئة في أسعار الأسهم ابتداء من جانفي 1997 .

من خلال ما سبق من تفسيرات للأزمة المالية الآسيوية يمكن أن نخلص إلى ما يلي :

- أن هناك عدة عوامل قد تفاعلت فيما بينها و أدت إلى تفجير أزمة المال في دول جنوب شرق آسيا يمكن ذكرها في :
- دخول الدول الآسيوية صاحبة الأزمة في منافسة شديدة مع بعض الإقتصادات الأخرى كالصين و المكسيك .
- تزايد ضعف النظم المالية في هذه الدول على نحو ساهم في إحداث الأزمة المالية .
- عدم استقرار الأسواق المالية الدولية الذي أدى إلى انتشار حالة من الذعر المالي بين الدائنين و من ثم اندلاع الأزمة ، حيث يرى الكثير أن الأزمة هي شهادة بعيوب أسواق رأس المال الدولية و تعرضها لمخاطر تقلبات المفاجئة في ثقة السوق [50] ص (212).

### 3.2.3. جوانب رئيسية من الأزمة الآسيوية

لقد أثار الأزمة المالية التي انتشرت في منطقة جنوب شرق آسيا خلال النصف الثاني من عام 1997، (والتي اعتبرت آخر الحلقات المكملة لسلسلة من الأحداث المماثلة التي شهدتها الإقتصادات في مناطق مختلفة من العالم خلال السنوات الأخيرة) دائرة واسعة من التعليقات لكثير

من الاقتصاديين و الخبراء علما أن هذه الاقتصادات كانت سليمة بالأساس حتى أصبحت تطرح كنموذج تحتذي به الاقتصاديات النامية ( إمكانية النمو السريع ).

سنتناول من خلال هذا المطلب تحليلا للأزمة المالية التي عصفت بدول جنوب شرق آسيا وذلك بالوقوف على جانبيين رئيسيين و هما الأزمة المالية و النظام النقدي الدولي، و أيضا الأزمة المالية الآسيوية و الأقلمة.

### 1.3.2.3. الأزمة المالية الآسيوية و النظام النقدي الدولي

قبل أن تندلع الأزمة المالية الآسيوية، كان النظام النقدي الدولي قد حذر تايلندا من المشاكل المالية المحتملة، و لكن حكومة هذا البلد لم تتخذ أي إجراء أمام الصعوبات و المشاكل المالية.

كما حذر خبراء المؤسسات المالية الحكومات من جوانب ضعف القطاعات المالية في العديد من البلدان التي داهمتها الأزمة بشدة فيما بعد، و لكن المؤسسات المالية فشلت في التنبؤ بخطورة آثار العدوى التي نتجت عن اتساع الأزمة، لأن جزءا من هذه العدوى كان يعكس سلوكا منطقيا من جانب السوق.

و ما نتج بدرجات متفاوتة في البلدان مختلفة كان بعضا من ذات المشاكل التي واجهت تايلندا خاصة في القطاع المالي، و مع استمرار العملات في التدهور، إزدادت تكلفة خدمة الديون في القطاعات الخاصة في هذه البلدان، حيث سارع المقيمون بتغطية التزاماتهم الخارجية مما كثف الضغوط على سعر الصرف، و لكن رد فعل الأسواق كان أكبر مما يجب، فزادت درجة تعديل سعر الصرف لتصحيح التقييمات الأولى المغالى فيها للعملات المتضررة [51] ص (2).

و هكذا واجهت اندونيسيا و كوريا الجنوبية، و تايلندا مشاكل من عدة نواحي، فقد عانت جميعها من فقدان ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاداتها، و انخفاض كبير في عملاتها، و في كل هذه البلدان ساهم ضعف الأنظمة المالية، و الاقتراض الأجنبي الزائد غير المغطى من جانب القطاع الخاص المحلي، و إنعدام الشفافية و التنسيق بين الحكومة و رجال الأعمال و البنوك في زيادة الأزمة و ضعف الجهود المطلوبة لحلها [52] ص (45).

إن الأوضاع الاقتصادية لهذه البلدان كانت مختلفة فتايلندا مثلا كانت تعاني من عجز كبير في حسابها الجاري يصل إلى 8% من الناتج المحلي الإجمالي، و كانت كوريا الجنوبية في حالة أسوأ، و أندونيسيا قد وصلت إلى مستوى أكثر قابلية للإصلاح، كما لجأت البلدان الثلاثة إلى صندوق النقد الدولي في مراحل مختلفة من أزمته و كانت كوريا الجنوبية قد وصلت إلى أقرب نقطة للكارثة قبل أن تنفذ بقوة البرنامج الذي يسانده صندوق النقد الدولي.

إن تصميم برنامج التصحيح التي يدعمها صندوق النقد الدولي في هذه البلدان يعكس أوجه التشابه، و الاختلاف بين هذه الاقتصاديات.

لقد حاول صندوق النقد الدولي باعتباره المشرف الأول على النظام النقدي الدولي و ممثلا له أن يجعل تحذيراته أكثر فعالية، و أن يحسن من نوعية تنبؤاته الاقتصادية خاصة بالأزمات.

و قد رأى الكثيرون من الخبراء أنه كان يمكن منع الأزمة، أو على الأقل التخفيف منها لو كان صندوق النقد الدولي قد أعلن عن مؤشرات الكلية على المجتمع الدولي [54] ص (3) ، هذا و سنرى لاحقا من خلال الفصل الموالي ( معالجة الأزمة ) و بشكل من التفصيل كيفية إدارة صندوق النقد الدولي للأزمة المالية الآسيوية.

### 2.3.2.3. الأزمة الآسيوية و الأقلمة

من المتفق عليه أن فترة التسعينات كانت " **عقد العولمة** "، و في الحقيقة فقد تكثفت الصلات الاقتصادية الإقليمية خلال العقد الماضي بأكثر مما تكثفت الصلات الممتدة إلى خارج الأقاليم، و رغم أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل لم تظهر أي علامة على التقارب فيما بين ألمانيا و اليابان والولايات المتحدة الأمريكية ( مجموعة الثلاثة )، فإنها تحركت معا بشكل متزايد على الصعيد الإقليمي، و قد تناقصت التجارة بين البلدان الصناعية بالمعدلات النسبية، و في الوقت الذي زادت فيه الصلات بين الاقتصاديات المتقدمة، و إقتصاديات الأسواق الناشئة داخل الإقليم الواحد، كانت التجارة الإقليمية فيما بين دول السوق الناشئة أسرع الفئات نموا حيث تقدم آسيا أوضح الأمثلة على أقلمة التجارة و الإستثمارات ( أنظر الجدول الموالي ).

الجدول رقم (08): التجارة فيما بين البلدان النامية ( الصادرات داخل الإقليم بنسبة مئوية من إجمالي

الصادرات ) [53] ص (4).

1996	1989	
40.4	31.4	في داخل آسيا
20.2	15.3	في داخل أمريكا اللاتينية
36.3	31.2	في داخل أوروبا

و على الرغم من النمو القوي للصادرات إلى شركاء التجارة غير الآسيوية فإن التجارة الآسيوية البينية نمت بأسرع من ذلك بكثير، و شجع الإنفتاح المتزايد للاقتصاد الصيني على نمو التجارة الإقليمية، حيث نقلت البلدان المجاورة أنشطة التصنع كثيفة العمالة إلى المواقع الصينية المنخفضة التكاليف، و أن عدم استقرار أسعار صرف " الين " إزاء " الدولار الأمريكي " في التسعينيات قد شجع أيضا على توسع التدفقات التجارية البينية الآسيوية، فالارتفاع في " الين " في أوائل التسعينيات شجع الشركات اليابانية على توسيع مرافق التصنيع التابعة لها في آسيا الجنوبية الشرقية.

نتيجة لهذه الأقلمة المكثفة إنتشرت آثار تخفيض قيمة العملة التايلاندية في كافة أنحاء آسيا بشكل أسرع مما توقعه خبراء المؤسسات المالية، و علاوة عن ذلك، أصبحت آسيا محاصرة بعجز مالي و اقتصادي قبل أن تتداركه. و بالمثل يبدو أن قرارات السياسات الآسيوية الرامية إلى كبح الأزمة كانت موجهة بالأساس من منظور البلدان فرادى، و ليس في سياق إقليمي [55] ص (44).

و ما من شك فيه أن فشل السلطات في البلدان بطريقة إنفرادية و المؤسسات الدولية في فحص خيارات السياسات ( و في التصرف حيالها ) على أساس توحيد إقليمي، و قد زاد من شدة الأزمة هروب رؤوس الأموال، و هي تستجيب لضغوط السوق على أساس فردي و بشكل جزئي أساسا، و كان الكثير منهم حديثي العهد بالإقليم، و كان تعرضهم للخسائر يتم بالدرجة الأولى من خلال الإقراض القصير الأجل يمانعون في ترحيل الإئتمانات المستحقة السداد، أو تمديد أجل الإئتمانات الجديدة، مما أضاف إلى مناخ الأزمة و زاد من شدتها.

و بدلا من قبول الإطار الضيق السياسة التي فرضته نظم سعر الصرف الثابتة التي وضعتها البلدان الأعضاء في رابطة بلدان جنوب شرق آسيا و استيعاب الخسائر المضنية التي تكبدتها البنوك و الكيانات المالية المحلية حاولت السلطات في هذه البلدان حماية قطاعها الخاصة، وأفضى القلق بشأن ضعف حسابات الختامية للشركات و البنوك إلى جعل البنوك المركزية للإقليم تنفر من تصنيف السيولة بعد تخفيض قيمة العملة التايلندية[53] ص (12).

لقد كانت معظم المعاملات تقوم على الإئتمانات المدعومة للمؤسسات المالية، و حتى الآسيوية التي رفعت الأسعار في البداية عندما تعرضت عملاتها للضغوط، سارعت إلى التسيير عند ظهور أول علامة على تناقص الصعوبات السوقية، و بدا أن حماية النظام المصرفي المحلي أصبحت له الأولوية على إستعادة ثقة المستثمرين، كما لو أن الأمرين لا يستقيمان معا.

و بعد أن أصبح واضحا أن الجهود الأولية المبذولة لكبح إنتشار الأزمة لا تحقق نجاحا بما في ذلك الإعلان عن برامج صندوق النقد الدولي لتثبيت الاقتصاد التي تبدو ناقصة بالنسبة لتفاصيل السياسات. أو مفتقدة إلى الدعم الشديد الوضوح من السلطات المحلية، أو أن الأحداث قد فاجأتها بأكثر مما ينبغي، أخذت الأزمة منعطفا خطيرا نحو الأسوأ مع امتداد الضغوط إلى شمال آسيا[56] ص (15).

و في 17 أكتوبر 1997 نفذت تايوان " المقاطعة الصينية " على غير توقع تخفيضا في قيمة الدولار التايواني بنسبة 10 % و على الرغم من وجود إحتياطات هائلة من النقد الأجنبي، وقلة الشواهد على وجود ضغوط سوقية جسيمة. و بهذا العمل اتخذت التطورات في آسيا مظهر التخفيض التنافسي في قيمة العملة بغير حدود نطاقه المحتمل، و على سبيل المثال تكتفت الضغوط على دولار " هونغ كونغ " فورا رغما عن ربط العملة الطويل الأمد بالدولار الأمريكي و رصيد هونغ كونغ الكبير من الإحتياطات الأجنبية، و عزم السلطات على الدفاع عن الارتباط بالدولار.

و في هذا السياق من الاضطرابات المنتشرة فيما بين الاقتصادات الوثيقة الصلة، و إن كانت تفتقد إلى أي إستجابة حاسمة بواسطة السياسات في أكثر بلدان جنوب شرقي آسيا، فإن التأثير اللاحق للإضطرابات في جنوب شرقي آسيا على الأسواق المالية للاقتصاديات اليابان وكوريا

الجنوبية لم يكن مستغربا[57] ص (28)، لقد أظهرت التجربة أن الأسواق المالية عرضة لتقلبات يتعذر التنبؤ بها و لأزمات مكلفة وللعوى ذلك أن عدم الاستقرار في بلد ما يمكن أن ينتشر أيضا و بسرعة إلى بلدان أخرى و هذا ما أكدته و بشدة الأزمة المالية التي مست دول جنوب شرق آسيا خلال النصف الثاني من عام 1997[58] ص (32).

### 3.3. الأزمة المالية الآسيوية " آثارها، وآليات علاجها "

#### 1.3.3. آثار الأزمة الآسيوية

لقد انتهت الأزمة المالية الآسيوية بنفس السرعة التي تفجرت بها ، و ها هي تحقق فيه آسيا نموا منذ ما أصاب المنطقة أسوأ كساد منذ الحرب العالمية الثانية، الشيء الذي كان له آثار و انعكاسات داخلية وخارجية .

#### 1.1.3.3. آثار الأزمة على الصعيد الداخلي

كان من الطبيعي أن تؤدي الأزمة المالية في آسيا و التي بدأت في 02 جويلية 1997 إلى آثار و انعكاسات على مستوى الأسواق المالية و النقدية ، و إلى آثار سلبية على النمو الإقتصادي داخل بلدان جنوب شرق آسيا [59] ص (54).

فلقد أدت هذه الأزمة المالية إلى إلحاق العديد من الأضرار على اقتصادياتها و على مناخها السياسي و الإجتماعي[7] ص (206)، فقد تحولت دول جنوب شرق آسيا و في فترة وجيزة من دول ذات معدلات نمو كبيرة إلى معدلات نمو بطيئة تقارب الصفر في بعض الأحيان. وعلى مستوى حركة رؤوس الأموال فقد أصبح إتجاه هذه الحركة نحو الخارج بعد أن شكلت إقتصادياتها أكبر الفرص الجاذبة للإستثمارات الأجنبية .

وهذا يعني أن فرص الإستثمار في هذه البلدان قد قلت مما نجم عن تصدير لرؤوس الأموال بدل الإستيراد الذي ميز هذه المنطقة لمدة تقارب عشرية كاملة . ولقد كان إهتزاز ثقة المستثمرين طبيعيا نظرا للقروض المالية و الأضرار الإقتصادية التي لحقت بهؤلاء نتيجة أخطاء السياسات المالية .

لقد كانت النتائج كبيرة على اقتصاديات البلدان صاحبة الأزمة لعل أهمها:

- تناؤل الثقة بالأنظمة الإقتصادية و السياسية القائمة .
- مراجعة تنفيذ و إنجاز الكثير من المشاريع للبنية القاعدية في بلدان جنوب شرق آسيا بسبب إجراءات التقشف التي إتخذتها السلطات العمومية في هذه البلدان في إطار التقليل من النفقات العمومية .
- تسريح مئات الآلاف من العمال إثر مخططات التقشف، فمثلا في كوريا الجنوبية و خلال ثلاثة الأشهر الأولى من عام 1998 قدر عدد العمال المسرحين بحوالي مليون عامل، ووصل إلى 2 مليون عامل في أندونيسيا[60] ص (20).
- الإنسحاب المفاجيء لرؤوس الأموال و الخوف من عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات يضاف إليهما هاجس الأزمة المالية قد أدى إلى إنحسار متزايد في قيم العملات الوطنية وتدهور البورصات المحلية .
- ضعف الطلب الداخلي و الخارجي ( الصادرات ) .
- سجلت معظم المؤسسات خسائر في أنشطتها الإقتصادية مما صعب أكثر في وضعيتها المالية و خضع الكثير منها للتصفية .
- خسارة ملاك الأموال الآسيويين و عددهم 57 من بين أغنى 200 رجل في العالم مبلغ 21 مليار دولار مقابل ارتفاع ثروة أغنياء أوروبا و أمريكا [7] ص (206).

### 2.1.3.3. آثار الأزمة على الصعيد الخارجي

#### 1.2.1.3.3. آثار الأزمة على بعض البلدان المتقدمة

لقد تأثرت العديد من الاقتصادات المتقدمة و بشكل سلبي بالتطورات التي حدثت في جنوب شرق آسيا أثناء و بعد الأزمة المالية التي هزت المنطقة صيف 1997، و لكن هذا التأثير كان بدرجات متفاوتة حيث إختلف التأثير من بلد لآخر .

هذا التفاوت في التأثير كان وفقا لثلاث مجموعات من العوامل تأتي في مقدمتها أهمية الروابط التجارية و المالية مع بلدان الأزمة، و تعد هذه الروابط أقوى ما تكون في منطقة آسيا والمحيط الهادي، و يتمثل ثاني هذه العوامل في الوضع المبدئي للاقتصاد، فالأضرار الناجمة عن الآثار الإنكماشية للتصحيح في بلدان الأزمة سوف تبلغ أقصاها في البلدان التي عانت بالفعل من ضعف النشاط الاقتصادي و الثقة خاصة اليابان، و لكن هذه الآثار تساهم في احتواء الضغوط التضخمية في البلدان التي تعمل بالطاقة الكاملة لاستخدام الموارد بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية و المملكة المتحدة و ثالثا يعتمد التأثير الواقع على كل بلد على مدى تأثره بالتطورات في أسواق الصرف الأجنبي و الأسواق المالية التي صاحبت الأزمة، أي التطورات النابعة جزئيا من توقع الأسواق الآثار الاقتصادية للأزمة، كما يرتبط أيضا بالأساليب التي أعيد من خلالها توجيه التدفقات المالية، و تشمل هذه التطورات الانخفاض العام في عوائد السندات و قوة الدولار الأمريكي و الجنيه الاسترليني[9] ص (9).

#### 1. الآثار على الاقتصاد الفرنسي [59] ص (59).

لم تكن الآثار على الاقتصاد الفرنسي كلها سلبية، بل هناك بعض المؤشرات الدالة على أن الأزمة المالية الآسيوية كان لها بعض الآثار الإيجابية على الاقتصاد الفرنسي يمكن تلخيصها فيما يلي:

- سجل انخفاض قليل في معدلات الفائدة، و قد سمح هذا الإنخفاض في أسعار الفائدة لاسيما

للقروض طويلة الأجل بارتفاع في معدلات النمو بـ 0.2 و 0.9 نقطة.

- انخفاض في أسعار البترول حيث نزل سعر البرميل الواحد إلى أقل من 15 دولار، و قد أدى هذا الإنخفاض إلى زيادة النمو في الناتج المحلي الفرنسي بـ 0.1 نقطة سنة 1998، وكان من المتوقع أن تشهد سنة 1999 نفس الزيادة.
- إنخفاض في أسعار النقل البري بما يقارب 20 % .

و من بين الآثار السلبية التي لحقت بالاقتصاد الفرنسي هو تدهور مؤشر الأسهم الفرنسية كاك 40 بمقدار 236.35 نقطة أي نسبة 8.53% [7] ص (206) ، وأيضا تأثرت سلبا مبيعات فرنسا إلى بلدان آسيا بالنسبة للمنتجات الكمالية، بعد أن أصبح مستهلكوها في وضع مالي متدهور، و لم يتوقف تأثر الصادرات الفرنسية عند السلع الإستهلاكية، بل إمتد إلى العقارات حيث توقفت كثير من المشاريع مسببة تراجع إنجازات شركات البناء، و قلة مشترياتها من الأجهزة الكهربائية الفرنسية في كل من بانكوك و جاكرتا.

## 2. الآثار على الاقتصاد الياباني [59] ص (60).

في اليابان أثرت الأزمة على اقتصاد توقف انتعاشه بالفعل بعد فترة وجيزة، و نظرا ولارتباط الاقتصاد الياباني باقتصاديات البلدان التي عرفت الأزمة المالية و هي كوريا الجنوبية، تايلندا، أندونيسيا بحيث يصدر اليابان 40 % من منتجاته إلى هذه البلدان، فإن اليابان وجد نفسه في واجهة الاحداث و الآثار السيئة اللازمة.

يمكن تلخيص أبرز الآثار التي عرفها الاقتصاد الياباني في:

- إغلاق عدة مؤسسات كان أبرزها بنك له وزن وطني هام و هو " AOKKAIDO
- "TAKNSHO"، و مؤسسات أخرى لا تقل أهمية مثل "YA MAICHI Securities" و التي تعتبر من أشهر المؤسسات المالية في اليابان.
- وصول 3/4 من البنوك الكبرى إلى وضعية الإشارة الحمراء.

- ارتفاع الدين العام إلى 90% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1997 بعد أن كان أقل من 65 % سنة 1992 و هذا كان انطلاقة و بداية أزمة النظام المصرفي.

و كإجراءات علاجية و تفاديا لتهديم الأساس الاجتماعي و الإنكماش الاقتصادي، فقد لجأ اليابان في 9 أكتوبر 1998 إلى رصد مبلغ 520 مليار دولار أمريكي لانفاذ نظامه المالي و قد سمح باتخاذ هذا الإجراء ما كان يتوفر لدى اليابان من احتياطات كبيرة من العملة الصعبة، والفائض التجاري العام و الذي كان يتزايد باستمرار في السنوات التي سبقت الأزمة.

### 2.2.1.3.3. الآثار على بعض البلدان النامية

تعرضت البلدان النامية في جميع مناطق العالم لآثار سلبية بدرجات متفاوتة من جراء الأزمة الآسيوية، سنقف على عدد من البلدان التي وصلها هذا التأثير.

#### 1. الآثار على الصين [59] ص (62).

بالرغم من أن الصين كانت تعتبر محصنة نسبيًا ضد آثار الإصابة بالآثار المعدية للأزمة الآسيوية و ترجع بعض أسباب ذلك إلى أن معظم التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى اقتصادها تتكون أساسًا من استثمارات مباشرة، إضافة إلى المجال المحدود لأدوات المضاربة المالية إلا أنها عرفت بعض التأثير حيث لم تتأخر آثار الأزمة في الوصول إلى الصين، وتظهر أبرز الآثار على الاقتصاد الصيني في:

- تأثرت قدرة المنتجات الصينية على المنافسة نتيجة تخفيضات العملات المحلية للدول المجاورة التي ضربتها الأزمة المالية.

- أصبح النظام البنكي في الصين يعاني من احتمال عدم القدرة على استرجاع الديون، حيث وصلت نسبة القروض المشكوك في استرجاعها حوالي 30 % خاصة و ان معظم القروض كانت قد سلمت إلى القطاع العام المثقل بالديون.

- تأجيل بعض المشاريع و خاصة التي كانت فيها مساهمات برؤوس الأموال الأجنبية مما أضعف الوضعية المالية الداخلية.

لقد كان للأزمة المالية الآسيوية آثار محدودة على الاقتصاد الصيني و هذا لسببين رئيسيين هما:

- عدم قابلية تحويل العملة المحلية.
- و أيضا الرقابة التي كانت مفروضة على حركة رؤوس الأموال.

## 2. الآثار على الاقتصاد البرازيلي: يمكن ذكر أبرز الآثار في:

- هروب رؤوس الأموال إلى خارج البرازيل حيث حول أكثر من 8 مليار دولار في أيام قليلة.
- تأثرت واردات البرازيل جراء الأزمة الآسيوية، و إنخفضت صادرات البلدان المجاورة إلى البرازيل مثل الأرجواي و الأرجنتين.
- و على مستوى سوق الصرف لوحظ أن العملة البرازيلية كانت مرتفعة و تبادل أكثر من قيمتها الحقيقية.

لتدارك الوضع قامت السلطات البرازيلية و إستجابة لانتشار آثار الأزمة الآسيوية، بتشديد السياسات النقدية و المالية العامة بصورة ملموسة في أكتوبر و نوفمبر من سنة 1997 مستعيدة بذلك ثقة السوق مع الحيلولة دون استنزاف احتياطات النقد الأجنبي، لكن هناك حاجة إلى مواصلة جهود احتواء اختلالات المالية العامة و الإختلالات الخارجية لتعزيز النمو و حماية الاستقرار المالي[9] ص (19).

### 3.2.1.3.3. الآثار على بلدان التحول الاقتصادي

لقد تأثرت الأسواق المالية و أسواق الصرف الأجنبي في عدد من بلدان التحول الاقتصادي بالأزمة الآسيوية بشكل ملموس، إلا أن هذا التأثير قد اختلف بشكل كبير فيما بين تلك البلدان، وذلك تبعا للعوامل التي تتعلق بالتنمية و بدرجة التكامل العالمي للأسواق المالية المحلية و جوانب الضعف الاقتصادي و مشاكل السياسات التي كانت قائمة من قبل و مدى أهمية الروابط الاقتصادية مع البلدان التي شأهدت الأزمة.

و قد اتضحت آثار العدوى التي أصابت الأسواق المالية من جراء الأزمة الآسيوية، ففي روسيا تكثفت الضغوط في سوق الصرف الأجنبي في نهاية أكتوبر 1997، ثم انحسرت في أوائل ديسمبر و لكنها عادت للظهور في جانفي من سنة 1998. كما انخفضت أسعار سوق الأسهم في تلك الفترة انخفاضا كبيرا و اعتبارا من آخر مارس 1998 لم ترتفع مرة أخرى عن المعدلات المنخفضة التي وصلت إليها في نهاية الخريف و في أوكرانيا أخذت الضغوط على سعر الصرف في التراكم منذ نهاية أكتوبر 1997، و خاصة مع بدء المستثمرين غير المقيمين في تقليص حيازتهم لأذونات الخزنة.

على كل حال فقد وصلت تأثيرات الأزمة المالية الآسيوية إلى عدد كبير من بلدان التحول الاقتصادي على غرار بلدان البلطيق و جمهورية الشيك، رومانيا، سلوفاكيا، بلغاريا و غيرها، و قد كان تأثير و عدوى الأزمة متفاوتا بين هذه البلدان [9] ص (64).

هذا و مما سبق ذكره نلخص إلى أن الأزمة المالية الآسيوية لم يقتصر تأثيرها على اقتصادات البلدان صاحبة الأزمة بل كانت لها إنعكاسات سلبية اقتصادية و اجتماعيا على دول أخرى سواء دول متقدمة أو دول نامية هذا التأثير السلبي كانت له تكلفة باهضة، كما أظهرت الأزمة مدى الترابط و التكامل العالمي، حيث كان إنتشار الأزمة بشكل رهيب و سريع مما يؤكد على أن الأزمات في ظل العولمة لها امتداد و إنتشار واسعين.

### 2.3.3. آليات علاج الأزمة

لقد أثارت الأزمة المالية الآسيوية العديد من القضايا حول التعامل مع الأزمة و كيفية معالجتها، و البحث في نتائجها لاستخلاص العبر و الدروس من أجل تفادي الأزمات مستقبلا.

#### 1.2.3.3. الاستجابة المحلية

يمكن القول أن استجابة حكومة تايلاندا للانهيارات المالية التي حدثت في أسعار الأراضي و العقارات و الأسهم، و تزايد هشاشة المؤسسات المالية في أواخر عام 1996، و بداية عام 1997 لم تكن ملائمة، و أنها لو كانت قد تصرفت بطريقة مختلفة ربما استطاعت الإفلات من الأزمة و لما انتقلت عداوها إلى بقية بلدان الإقليم.

فعلى الرغم مما تعرضت له تايلاندا من انهيارات مالية ، و رغم ضخ مقادير ضخمة من الأموال إلى المؤسسات المصرفية المتأزمة، تجاهلت الحكومة صيحات التحذير التي أطلقها المحللون و المراقبون، و حاولت تثبيت سعر الصرف "الباهت" في مواجهة الدولار مما أدى إلى فقدان جانب كبير من الاحتياطات من النقد الأجنبي.

بمرور الوقت اضطر البنك المركزي إلى تقويم "الباهت" و لكن بعدما كان قد انفق كميات ضخمة من احتياطات النقد الأجنبي، كما انفقت الحكومة كذلك مليارات من الدولارات بالعملة المحلية من أجل دعم و مساندة المؤسسات المصرفية المتأزمة دون اتخاذ أي خطوات أساسية تجاه إغلاقها أو دمجها أو إعادة تأهيلها [34] ص (29). و نتيجة لذلك أصبح البلد مهددا بحالة من الذعر المالي الشديد بعدما أدرك المستثمرون أن احتياطات النقد الأجنبي المتاحة لدى الدولة قد انخفضت إلى مستويات لا تسمح حتى بخدمة الديون القائمة قصيرة الأجل المستحقة للمصاريف الدولية.

و بمجرد أن بدأت الأزمة في الانتشار ارتكبت البلدان الأخرى أخطاء عجلت بانسحاب رأس المال منها، فقد فرضت كل من تايلاندا و ماليزيا قيودا على تحركات رأس المال. ففي ماليزيا و في بادئ الأمر حاول المسؤولون فيها إلقاء التهم على الخارج و بعد ذلك تفتنوا و تبنوا مخطط إنقاذ

يتمثل في تخفيض النفقات العمومية المتعلقة بالتسيير بـ 10%، و تأجيل تنفيذ و انجاز المشاريع الاستثمارية الكبيرة مثل مشروع العاصمة الإدارية الجديدة في " PUTRAJAYA "، و في سبتمبر 1997 قرر الرئيس "ماهتير" منع عمليات البيع الآجلة، كما أعلنت ماليزيا أنها سوف تنشئ صندوقا عموميا بمبلغ 20 مليار دولار لإعادة شراء أسهم بأسعار تفوق تلك الممارسة في الأسواق، والملاحظ أن هذا الإجراء اقتصر فقط على الأهالي من المستثمرين .

كما إتخذت إجراءات إعانة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بمبلغ 1مليار وحدة نقد محلية و في نفس الوقت إتسعت دائرة مراقبة الأسعار لتشمل كثير من المنتجات و عناصر الإنتاج، و على المستوى الإجتماعي بدأت حملة لتسريح و طرد العمال الأجانب ، و أما في كوريا فقد واجهت بعض شركاتها و مؤسساتها عرضة للإفلاس و لكنها تصرفت بعد ذلك بطريقة مختلفة و غير مفهومة حينما أنفقت احتياطياتها من النقد الأجنبي في محاولة يائسة للدفاع عن عملتها المحلية "الون " في أكتوبر و نوفمبر من عام 1997.

أما إندونيسيا فقد حظيت بإعجاب الكثيرين في معالجتها الأولية للأزمة حينما قامت بتوسيع نطاق تبادل عملتها المحلية "الروبية" ثم تعويمها بعد ذلك في أغسطس عام 1997. فلقد قاومت إغراء إنفاق احتياطياتها للدفاع عن قيمة عملتها ، وسهلت القوانين و القواعد الحاكمة لملكية الأجانب للأسهم، و أعلنت أنها سوف ترجئ تنفيذ أكثر من مائة مشروع استثماري، و لكن بقيام مشروعات الدولة بسحب ودائعها الضخمة من النظام المصرفي ارتفعت أسعار الفائدة ارتفاعا حادا مما أدى إلى انسحاب رأس المال الأجنبي [34] ص (29).

### 2.2.3.3. استجابة صندوق النقد الدولي و دوره في معالجة الأزمة

### 1.2.2.3.3. صندوق النقد الدولي و دوره في النظام المالي العالمي

قبل التطرق إلى إدارة صندوق النقد الدولي للأزمة المالية التي عصفت بدول جنوب شرق آسيا صيف 1997 سوف نحاول التعريف بهذه المؤسسة المالية العالمية.

فصندوق النقد الدولي أنشئ بموجب اتفاقية بريتون وودز التي عقدت في يوليو 1944 و أصبحت نصوصها نافذة في 27 ديسمبر 1945، و عقدت الجلسة الافتتاحية لمجلس محافظي الصندوق في 08 مارس 1946 [11] ص (76).

وظيفة الصندوق هي دعم استقرار أسعار الصرف و المحافظة على التدابير المنظمة للصرف بين الدول الأعضاء، و لتفادي التنافس على تخفيض أسعار الصرف، و المساهمة في إقامة نظام للمدفوعات متعدد الأطراف بالنسبة للعمليات الجارية بين الدول الأعضاء و إزالة القيود المفروضة على الصرف الأجنبي و التي تعوق نمو التجارة الدولية، و بث الثقة بين الدول الأعضاء من خلال جعل موارد الصندوق ميسورة لها بضمانات ملائمة، و من ثم إتاحة الفرصة لها لتصحيح الاختلال في موازين مدفوعاتها دون اللجوء إلى التدابير التي من شأنها أن تقضي على الرخاء القومي و الدولي.

و لقد تم منح الصندوق سلطات واسعة و موارد كبيرة حتى يتمكن من تحقيق هذه الأهداف، و في واقع الأمر فإن الصندوق لم يكتف بمنح التسهيلات الائتمانية للدول الأعضاء من خلال شراء العملات و إعادة شرائها وفقا لنصوص اتفاقية تأسيسه، بل إنه امتد لوظائف أخرى تستهدف دعم فاعليته على المستوى العالمي و تمكينه من تحقيق أهدافه من حيث تصحيح موازين المدفوعات للدول الأعضاء و استقرار أسعار الصرف [11] ص (76).

### 2.2.2.3.3. استجابة صندوق النقد الدولي و إدارته للأزمة

إذا كانت الأزمات الاقتصادية التي حدثت قبل عام 1997 لم تسمح بالتدخل المباشر لهذه المؤسسة العالمية، فإن طبيعة الأزمة المالية الآسيوية و خصائصها قد جعلت الأنظار تتجه إلى صندوق النقد الدولي لمعرفة كيفية مساهمته في معالجة سريعة لهذه الأزمة بهدف الحد من انتشارها عبر بلدان العالم، فكيف أدار الصندوق الأزمة؟ و ما هي المراحل المختلفة لهذه الإدارة؟

لقد ركزت البرامج الأولية لصندوق النقد الدولي على معالجة العجز المالي، ارتفاع أسعار الفائدة، تقييد معدلات نمو النقود، و الإغلاق الفوري للمؤسسات المالية غير القادرة على الوفاء بالتزاماتها، و لكن هذه البرامج تم التخلي عنها خلال شهر واحد في كل من تايلندا و اندونيسيا و كوريا، حيث أنها لم تفلح في وقف انهيار أسعار الأسهم و لم تظهر أول بارقة أمل إلا في نهاية

ديسمبر عام 1997 حينما كفت أسعار الصرف عن الانهيار عندما تبنت المؤسسات الدولية المعنية بالأزمة منهجا مختلفا لمعالجة المشكلات تعتمد على إعادة هيكلة الديون و التعجيل بإنفاق الأموال و التسهيلات التي قام الصندوق بتدبيرها و إعادة هيكلة القطاع المالي بشكل أكثر شمولا و رشادة.

و يمكن أن نميز في إطار إدارة صندوق النقد الدولي للأزمة الآسيوية بين مرحلتين:

### المرحلة الأولى:

تمثل التشخيص الأساسي للأزمة لدى صندوق النقد الدولي في أن هذه البلدان قد عرضت نفسها لحالة من الاضطراب المالي نتجت عن تشوه و غموض المعاملات الداخلية و الفساد وضعف الضوابط و القيود و الحاکمة لقطاع الأعمال، الأمر الذي تمخض عن تدهور بيئة الاستثمار، و عدم استقرار النظام المصرفي، لذا كانت إستراتيجية الصندوق في إدارته للأزمة تعتمد على ضرورة الإصلاح النظم المالية كهذه البلدان.

في هذه المرحلة وقع الصندوق ثلاث اتفاقيات قروض طارئة مع كل من تايلندا في أغسطس 1997، و اندونيسيا نوفمبر 1997، و كوريا ديسمبر 1997، و قد تضمنت هذه الاتفاقيات الثلاث تقديم دعم مالي دولي ضخم و غير مسبوق يقدر بنحو 17 مليار دولار لتايلندا و 35 مليار دولار لاندونيسيا و 57 مليار دولار لكوريا [34] ص (51).

و قد وضع صندوق النقد الدولي شروط معينة على تايلندا [61] ص (125). و تضمنت هذه الشروط وبشكل معلنا التزام الدولة بتحقيق احتياطي من النقد الأجنبي قدره 23 بليون دولار في سنة 1997، 25 بليون دولار في سنة 1998، و أن تخفض الدولة العجز في حسابها الجاري بمقدار 5% من الناتج القومي الإجمالي في سنة 1997 و إلى 3% من الناتج القومي الإجمالي 1998، و أن تظهر الدولة فائض في موازنتها بنسبة 1% من إجمالي الناتج القومي الإجمالي في العام المالي 1998.

أما في أندونيسيا فقد طالب الصندوق من هذه الدولة بأن تعيد هيكلة بنوك معينة فيها، وأن تقضي على الاحتكار شبه الحكومي المفروض على جميع السلع فيها عدا الأرز، و أن تخفض

المساعدات الممنوحة لدعم الوقود، و زيادة معدلات الطاقة الكهربائية و زيادة شفافية السياسة العامة و الإسراع بالخصخصة و إصلاح المؤسسات الحكومية [61] ص (125).

أما الدعم المالي المقدم لكوريا الجنوبية فكان مشروط ببقاء هذه الأخيرة في حالة إذعان لبرنامج صندوق النقد الدولي و في مقابل قبول قروض الطوارئ التي يصدرها البنك وافقت كوريا الجنوبية على شروط عديدة، و على القيام بالإصلاحات المطلوبة لتقوية اقتصادها [61] ص (125).

و كانت الاتفاقيات الثلاث التي وقعها الصندوق مع الدول الثلاث (تايلندا، أندونيسيا، كوريا الجنوبية) متشابهة في مضمونها الأساسي فقد تضمنت كل منها العناصر التالية:

- يخصص جانب كبير من القروض للحكومات و البنوك المركزية لتمكينها من تعزيز قدرتها على خدمة الديون الأجنبية و على تثبيت سعر الصرف.
- ضمان توفير إطار اقتصادي كلي يتميز بتوازن الميزانية و ارتفاع أسعار الصرف الإسمية و تقييد الائتمان المحلي بما يتفق و متطلبات استقرار أسعار الصرف.
- تبني إجراءات هيكلية و توجيهية أخرى من أجل زيادة الشفافية و المنافسة تتضمن التعجيل بإصلاح النظام التجاري و الخصخصة و كسر حدة الاحتكار.

لقد كان الهدف الفوري للصندوق من خلال هذه المساعدات المالية لهذه البلدان الثلاث هو مجابهة الضغوطات الكبيرة على الأسواق المالية و ذلك بتجنيد موارد مالية ضخمة بهدف تحطيم حلقة : خروج رؤوس الأموال - تدهور قيمة العملة - انهيار القطاع المالي [62] ص (17) ، و خلال الفترة من أغسطس 1997 و حتى ديسمبر من نفس السنة فشلت برامج الصندوق الدولي في احتواء الأزمة و استعادة الثقة في الأسواق، فقد شهدت أسعار الصرف في البلدان الثلاث مزيدا من الانخفاض السريع على الرغم من الارتفاع الشديد في أسعار الفائدة، و انخفضت احتياطات النقد الأجنبي بأسرع مما توقع الصندوق.

## المرحلة الثانية:

دخلت ادارة الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا مرحلتها الثانية في 24 ديسمبر 1997، فمع وصول كوريا إلى حافة التوقف عن سداد ديونها قررت حكومة الولايات المتحدة الأمريكية الضغط على البنوك الأجنبية الدائنة لكوريا من أجل جدولة ديونها قصيرة الأجل. و قد تم التوصل الى اتفاق بين هذه البنوك و الحكومة الكورية في 16 جانفي 1998 بشأن جدولة الديون المستحقة في الربع الأول من عام 1998، و في 28 جانفي اتسعت الاتفاقية لتغطي 24 مليار دولار من الديون قصيرة الأجل تتراوح آجالها بين سنة و 3 سنوات.

هذه الترتيبات حالت دون المزيد من تدهور الأوضاع في كوريا الجنوبية، كما حالت دون حدوث المزيد من تدهور أسواق الأسهم في البلدان الثلاث : كوريا الجنوبية، تايلاندا و أندونيسيا. و مع ذلك استمرت عملات كل من تايلاندا و أندونيسيا في الانخفاض لعدة أسابيع أخرى.

و يمكن القول أن المرحلة الثانية في إدارة الصندوق للأزمة المالية الآسيوية قد تضمنت مبادئ جديدة فضلا عن المبادئ الأولى تمثلت المبادئ الجديدة أساسا في:

- التأجيل أو التعليق الجزئي لمدفوعات الديون الأجنبية.
- ضمان الحكومات لخصوم البنوك الأجنبية.
- التركيز على إعادة هيكلة البنوك بدلا من إغلاقها.
- التخلي عن هدف تحقيق فائض في الميزانية و التركيز فقط على محاولة تخفيف العجز فيها.

الملاحظ مما تقدم أن اقتراحات صندوق النقد الدولي كانت تصب في اتجاه اتخاذ إجراءات ذات الطابع الماكرو اقتصادي و البنوي لإعادة الاستقرار الاقتصادي، و احتواء التضخم و تشجيع العمل على استقرار أسعار الصرف، و العودة إلى النمو الدائم الذي يعد الضمان الأكيد لعودة ثقة المستثمرين، ووقف خروج رؤوس الأموال [62] ص (17).

كما يمكن القول أنه من المهام الرئيسية لصندوق النقد الدولي خلال انفجار الأزمة الآسيوية هو محاولات تسييرها في اتجاه استرجاع الثقة للأسواق المالية [62] ص (44).

### 3.2.2.3.3. تقييم إدارة الصندوق للأزمة

ظلت دول جنوب شرق آسيا تعاني من انكماش حاد في أوائل 1998 على الرغم مما أتيح لها من دعم دولي في صورة قروض تقدر بنحو 110 مليار دولار. فقد عجزت برامج صندوق النقد الدولي عن تحقيق معدلات متوازنة للنمو الاقتصادي، كما فشلت في تحقيق أهدافها الأخرى المتمثلة في المحافظة على الجدارة الائتمانية لهذه البلدان، و على استمرارها في خدمة ديونها، و على استقرار أسعار الصرف لعملاتها عند المستويات السابقة على توقيع اتفاقياتها مع الصندوق. و لقد كان وراء هذا الفشل الذي منيت به برامج الصندوق عدة أسباب نذكر منها ما يلي [63] ص (90).

- لقد تمثلت معالجات الصندوق في تحليل النواقص البنوية لكل بلد، و فرض شروط على هذه البلدان حسب ما تقتضيه وضعية كل بلد. و لكن يبدو أن برامج صندوق النقد الدولي التي اقترحت لغرض معالجة الأزمة بقيت محدودة الأثر نظرا لكونها تضمنت معالجة بعض جوانب الأزمة و ليس الأزمة برمتها، في حين أننا نجد أن جوانب الأزمة مترابطة و لن يمكن فصلها عن بعضها البعض [59] ص (84).

- لقد تعود الصندوق معالجة الاختلالات التي تحدث في القطاع العام و لم يطور بعد منهجية لمعالجة الأزمات التي يكون منبعها و منطلقها القطاع الخاص.

- لم يعط الصندوق أهمية كبيرة لإعادة الثقة في الأسواق في الأجل القصير تحت أية ظروف و كان تواجهه في هذه البلدان بمثابة وقوف سيارة إسعاف على باب أحد المرضى، بمعنى أنه بث شعورا بعدم الأمان و ضعف الثقة في الأوضاع الاقتصادية لهذه البلدان لمجرد تداخله في شؤونها.

- عمل الصندوق على توسيع و تضخيم حالة الذعر المالي التي أصابت هذا البلدان عندما أعلن أن الأزمة تعزى إلى ضعف و سوء الإدارة الاقتصادية لدى هذه البلدان، و ليس إلى الأداء الذاتي للذعر المالي بين الدائنين.

- اتسمت السياسة المالية و النقدية للصندوق في إدارته للأزمة بعدم الرشادة، فقد عول الصندوق على سياسات مالية انكماشية لضمان تحقيق فائض مالي في ميزانيات عام 1998 على الرغم مما كانت تعانيه هذه البلدان من انكماش اقتصادي شديد بسبب انسحاب رأس المال الأجنبي، و كان الصندوق يصر على أن هذه الإجراءات تمثل عنصرا أساسيا في حزمة الإجراءات الرامية إلى إعادة بناء الثقة اللازمة لتثبيت أسعار الصرف. و لم تظهر أية بوادر على أن أسواق الصرف كانت تستجيب لذلك الهدف المتعلق بالفائض المالي، بل إنها تتصرف على نحو غير ملائم حينما قام الصندوق بتخفيف هذه الأهداف المالية في أوائل عام 1998.

أما السياسة النقدية فقد كانت أكثر تمسكا بالمنهج التقليدي من السياسة المالية، فقد استخدم الصندوق أسعار الفائدة كأداة و كهدف في نفس الوقت. و في نهاية الأمر خلص الصندوق بعد تجربة العملات الآسيوية في النصف الثاني من عام 1997 إلى أن الفكرة المتمثلة في أن أسعار الفائدة المرتفعة يمكن أن توقف الذعر المالي قد تم اختبارها و ثبت عدم صحتها.

- يؤخذ على برامج صندوق النقد الدولي في بلدان الأزمة الآسيوية أنها كانت تغطي نطاق واسع من السياسات التي تتجاوز معالجة الأزمة المالية، فقد تضمنت أمورا تتعلق بسياسات التحرير الاقتصادي، مقاومة الاحتكار، الخصخصة... الخ. هذه السياسات قد تمارس تأثيرات ايجابية لدعم القطاع المالي، إلا أنها قد تصرف الانتباه عن الأزمة المالية، و تبدد وقت و جهود الحكومات و المختصين في مسائل بعيدة عن جوهر المشكلة الأساسية المتمثلة في الأزمة المالية و كيفية معالجتها.

- يؤخذ على برامج الصندوق مع هذه البلدان كذلك أنها كانت تتسم في جوتها الأولى بالسرية و الكتمان، و لم يعرف الجمهور عنها شيئا رغم أن الهدف الأساسي لها هو استعادة ثقة الجمهور في السوق في الأجل القصير، و لهذا كان ينبغي إعلام الجمهور بتفاصيل هذه البرامج و أهدافها، و هو ما استدركته الجولة الثانية من البرامج.

تجدر الإشارة و فيما يخص الأزمة الآسيوية يتهم العديدون صندوق النقد الدولي بأنه لم يرى قدوم الأزمة، و هذا الاتهام مفرط في قسوته فلا شك أن خبراء الصندوق فوجئوا على ما يبدو بسرعة انتشار المصاعب تايلاندا و بمدى عدواها، علما أن احتمال وقوع أزمة كان قد رصد بوضوح كما تشهد على ذلك التحذيرات العديدة التي أعلنها صندوق النقد الدولي خلال عام 1996[64] ص (12).

و قد أثارت الأزمة المالية الآسيوية أيضا العديد من الأسئلة التي تتعلق بعمليات صندوق النقد الدولي، هذه الأسئلة تمثلت أساسا في [61] ص (108).

- يدور هذا السؤال حول ما إذا كانت مثل هذه الأزمات قد تزايدت في نطاقها، و ما إذا كانت موارد الصندوق كافية كي تجاريها أو تتمشى معها.

- السؤال الثاني يتعلق بما إذا كان استعداد الصندوق للإقراض أو تقديم القروض في حالة ظهور الأزمة يسهم في حل المشكلة.

- السؤال الثالث حول ما إذا كانت العدوى المالية يمكن ايقافها أو القضاء عليها بشكل حقيقي و فعال.

- السؤال الرابع هو سؤال يتعلق بالشرطية، (مشروطة القروض) بمعنى ما إذا كانت التغييرات في السياسة الاقتصادية و طرق الأداء و التي يتطلبها صندوق النقد الدولي من الدول المتلقية للقروض هي تغييرات مؤثرة و فعالة و ملائمة، و هو ما يطلق عليه برنامج **الظل لصندوق النقد الدولي**.

- السؤال الخامس و يتعلق بالشفافية أي ما اذا كان صندوق النقد الدولي يقدم معلومات كافية لجمهور المتعاملين مع البنوك بما فيهم المستثمرون، عن الأطر الخاصة ببرامجه و القيود المفروضة كشرط للسماح بالاقتراض، بهدف التمكن من المحاسبة الدقيقة.

- السؤال الأخير يتعلق بالمنع أو الوقاية أي ما إذا كان صندوق النقد الدولي يمتلك القوة والسلحية و النفوذ الذي يمكنه من السيطرة على الدول الأعضاء المقترضة لمنع حدوث الأزمات المالية.

و أهم ما يلفت النظر هنا هو السؤال الخاص بمدى قدرة صندوق النقد الدولي على منع وقوع الأزمات و التي اتضح منها أنها قدرة محدودة إلى حد كبير. ربما تكمن الإجابات عن بعض الأسئلة السابقة فيما يلي:

- في ما يتعلق بصندوق النقد الدولي فان الدرس الأساسي الذي يمكن استخلاصه من الأزمة الآسيوية هو الفشل الجزئي للبرنامج الطموح الذي تقرر غداة الأزمة المكسيكية و بالأخص دور المعلومات الذي تبين منه بكل وضوح أنه لا يكفي لتجنب الأزمة المالية في تايلندا ثم امتداده إلى بقية أنحاء المنطقة ، و كان صندوق النقد الدولي قد أكد عقب أزمة البيزو المكسيكي ضرورة توفير المعلومات الكاملة حول التغييرات الاقتصادية الأساسية في الوقت المناسب .

- لقد أظهرت الأزمة المالية الآسيوية مشكلة هامة قد اصطدم بها صندوق النقد الدولي ، و هي ترتبط بضعف الإمكانيات المتوفرة لديه ، فالصندوق يفرض نفسه إلى حد ما كمقرض يتم اللجوء إليه في نهاية المطاف دون أن تتوفر لديه الإمكانيات الكافية للقيام بهذا الدور ، إذن فالواقع أن هناك عجز في القاعدة المالية لصندوق النقد الدولي و هي قاعدة غير كافية لمواجهة ضخامة العولمة المالية ، مما قد ينال من مصداقية تدخلاته في المستقبل في حالة وقوع المزيد من الأزمات.

مما لا شك فيه أن مصاعب صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية التي هزت أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا عام 1997 تعود إلى التوسع المفرط في صلاحياته.

فهذه الهيئة مكلفة أصلا حل مشاكل اختلال موازين المدفوعات ، و لكنها راحت تتولى تدريجا صلاحية أوسع فأوسع دون أن تجري مع ذلك تعديل في آليات التحليل عندها ، أو أن يتم تفكير جماعي حول خير السبل لإعمال تلك الصلاحية ، و لا يمكن أن يعزى بالطبع الفشل النسبي لتدخلات صندوق النقد الدولي في آسيا إلى عدم التلاؤم بين المشاكل و حلولها و حدها ، و الواقع أن

تباطؤ عودة الاستثمارات إلى آسيا ، ربما يعود أيضا إلى عجز اليابان عن الاضطلاع في هذه المنطقة بدور مماثل للدور الذي أدته الولايات المتحدة الأمريكية في المكسيك عام 1995.

خلاصة القول بالنسبة لصندوق النقد الدولي و إدارته للأزمة المالية الآسيوية ، أنه ربما يرجع الفشل النسبي له إلى عدم التوافق مع الإطار التأسيسي له الذي صمم خلال الأربعينيات لإدارة العلاقات بين الدول في ظل مناخ قوامه أسواق مجزأة و تحركات محدودة لرؤوس الأموال وهو مناخ يختلف عن مناخ العقود الأخيرة و الذي يسمى بعقد العولمة التي تتسم بترابط الاقتصادات بين الدول بشكل كبير و حرية كبيرة في تحركات رؤوس الأموال و عليه فقد آن الأوان على الأرجح لإعادة تعريف دور صندوق النقد الدولي و صلاحيته و كذلك تحديد شروط تدخلاته و تمفصلها مع شروط مؤسسات أخرى مثل بنك التسويات الدولي، و لعل عقد مؤتمر جديد على غرار المؤتمر الذي عقد في بريتون وودز في عام 1944 قد يتيح الفرصة لتوضيح مسؤوليات مختلف المؤسسات الاقتصادية متعددة الأطراف التي سيتعين عليها التعاون في المستقبل بشكل أوثق لضمان استقرار النظام النقدي و المالي الدولي ، و ربما يحول ذلك دون انفراد الولايات المتحدة الأمريكية بهذا الدور تجاه هذه المؤسسات.

### 3.2.3.3. الدروس المستفادة من الأزمة

لقد بينت أزمة انهيار أسواق المال في جنوب شرق آسيا بأن المنهج التنموي الذي اتبعته هذه الدول لم يكن كله حلو، بل هناك الكثير من القضايا السيئة ليحسن بالراغبين في تحقيق تنمية سليمة اجتنابها [65] ص (118) ، كما أن الترتيبات الحالية لاندماج الأسواق الناشئة في النظام المالي العالمي تتميز بالنقص الواضح ، فقد ترتب على تحرير أسواق رأس المال في كثير من بلدان أمريكا اللاتينية ، وأوروبا الشرقية و آسيا اندلاع أزمات مالية حادة ، و بات من الواضح أن استجابة صندوق النقد الدولي لهذه الأزمات و إدارته لها لا تحول دون حدوث اضطرابات اقتصادية عميقة في هذه الأسواق الناشئة.

و لهذا يتعين على واضعي السياسات داخل كل دولة الاستعداد لمواجهة الأزمات و الاستفادة من التجارب السابقة سواء في مجال تجنب الأزمات أو في كيفية إدارتها. ومن الدروس التي يمكن أخذها من الأزمة المالية الآسيوية نذكر ما يلي:

- أظهرت الأزمة المالية الآسيوية أن النظم المالية الحديثة تتميز بعدم الاستقرار الحقيقي ففي عملياتها المحلية العادية ، تقوم البنوك بتحويل هياكل الاستحقاق، حيث تقترض لأجل قصيرة و تقرض لأجل طويلة ، و مع عولمة أسواق رأس المال تقوم البنوك كذلك بدور متزايد في مجال تحويل العملات ، و لا شك في أن هذه التحويلات بنوعها تتضمن مخاطر جوهرية[63] ص (95).

- إن الأسواق المالية الدولية تتميز بعدم الاستقرار ، على الأقل بالنسبة للبلدان التي تعتمد بشدة على القروض الأجنبية قصيرة الأجل ، و من ثم فإن الاندفاع السريع نحو فتح أسواق رأس المال في البلدان المتخلفة يبدو تصرفا يفتقر إلى الرشادة الاقتصادية خصوصا مع عدم وجود دلائل عملية قوية على أن النمو الاقتصادي لهذه البلدان يعتمد على مدى قدرتها على النفاذ الحر إلى أسواق رأس المال الدولية.

- إن الأزمة الآسيوية و خاصة في تايلندا تنطوي على عدد من الدروس المستفادة على درجة عالية من الأهمية و التي من بينها ضرورة التحرك بسرعة و حزم للتصدي لمظاهر التدهور في أوضاع الاقتصاد الكلي و كذلك ضرورة تجنب الاعتماد الزائد على رؤوس الأموال الأجنبية و خاصة قصيرة الأجل مختلف أنواعها و أيضا ضرورة المحافظة على وجود نظام أقوى للقواعد التنظيمية و الرقابة للنظام المالي و مراقبة مؤشرات التحذير المبكر عن كذب ، و التي تكشف التغيرات التي تطرأ على اتجاهات المستثمرين [24] ص (288).

- تضيف الأزمة الآسيوية المزيد من الأدلة العملية المؤيدة لعدم جدوى الاستمرار في تبني أسعار الصرف الثابتة ، فالحكومات ينبغي ألا تعد بشيء لا تستطيع الوفاء به أو أن محاولة الوفاء به قد يؤدي إلى عدم الاستقرار[63] ص (97).

- ضرورة دعم و تأهيل القطاع المالي و النقدي بصفة عامة و الجهاز المصرفي بصفة خاصة قبل تحرير حساب رأس المال ، حيث أدى ضعف الجهاز المصرفي و تحرير حساب رأس المال إلى حدوث الأزمة و خاصة في تايلندا و اندونيسيا و التي امتدت إلى دول أخرى.

- إن معدلات النمو الاقتصادي التي حققتها دول جنوب شرق آسيا كانت تخفي بعض المشكلات الكبيرة منها عجز هائل في الحساب الجاري و تدفق الاستثمارات في ظل نظام اعتمد بصورة كبيرة على تقديم قروض بالعملة الصعبة بأسعار فائدة منخفضة للغاية لقطاعات غير منتجة[65] ص (119).

- إن الأسواق المالية سلاح ذو حدين أحدهما لا شك في أهميته للتنمية ( تسهيل انتقال رؤوس الأموال و هو بالطبع أحد عوامل تشجيع و جذب الاستثمارات ) ، و الآخر لا شك فيه أنه يمكن أن يلحق أفضح الأضرار بالتنمية ( المضاربة ، و حركات رؤوس الأموال الساخنة ). و من شواهد التنمية في النمرور الآسيوية اتضح انه في ظل انفتاح أسواق المال على بعضها إقليميا و عالميا و في غياب الرقابة الحكومية على هذه الأسواق و على انتقال الأموال فيما بينها و يمكن أن تتحول الأسواق المالية إلى سلاح يفتك بالتنمية.

- ضرورة العمل على تصحيح السريع للخلل الذي يصيب الاقتصاد العام للبلاد قبل أن يتحول الأمر إلى كارثة ، و هذا لم يحدث للأسف في تايلندا رغم التحذيرات المبكرة و على عكس ذلك قام المسؤولون عن السياسة الاقتصادية بمهاجمة الكارثة بالضغط على العملة المحلية، مما أدى إلى تراكم الخسائر في الاحتياط ، و كذلك القدرة على التعامل بالعملة الأجنبية ، بالإضافة إلى ذلك هناك تباطؤ

في التعامل مع المشكلات القاسية للقطاع المالي في تايلندا ، و كذلك عدم الوضوح في سياسة البلد و هذا بدوره أدى إلى تعميق الكارثة و انتشارها و سريانها لتشمل اقتصاديات الدول المجاورة.

و أخيرا نقول بأن إنهيار أسواق المال في جنوب شرق آسيا قد أعطت درسا كبيرا ألا وهو ضرورة المحافظة على نظام مالي سليم و مستقر في إطار اقتصاد شامل مترابط و من الضروري جدا أن تعمل هذه الدول على تحسين أنظمتها المالية و سياستها و الإشراف عليها و كذلك من الضروري أيضا تعزيز التعاون الإقليمي و الدولي على حد سواء لمحاربة المضاربات الكثيرة على الأمد القصير في الأسواق الدولية.

### خلاصة الفصل الثالث:

إن نموذج التنمية الذي اتبع من قبل دول جنوب شرق آسيا أدى حقيقة إلى تعاضد إقتصاداتها وأدى أيضا إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي فيها لثلاث عقود من الزمن التي سبقت أزمتها المالية لعام 1997، هذه الأخيرة أي الأزمة المالية ونظرا لما كانت تتمتع به المنطقة من نجاحات اعتبرت مفاجئة، وكان سببها مجموعة من العوامل الداخلية و الخارجية التي هيأت ظروف تفجرها منها : سوء إدارة الإقتصادات الآسيوية من خلال ما تجلى من مظاهر، ضعف الصادرات الآسيوية، زيادة التدفقات لرؤوس الأموال الداخلة والتي كانت في أغلبها تبحث عن المضاربة. فضلا عن عامل هام ألا وهو الضعف المالي الذي كانت تعاني منه الإقتصادات الآسيوية، وأيضا الظروف الدولية التي ساعدت وساهمت في تفجرها، هذه الأزمة كانت لها آثار وإنعكاسات واسعة سواء على الصعيد الداخلي والخارجي، وأمام حدثها و سرعة انتشارها اتبعت آليات معينة في علاجها والتي كان لصندوق النقد الدولي الدور الأكبر فيها، وقد احتوت الأزمة على مجموعة من الدروس التي يجب الأخذ بها لمحاولة تفادي الأزمات مستقبلا.

## خاتمة

رغم أن الأزمات المالية ليست سمة تنفرد بها الأنظمة المالية الحديثة، إلا أنها لا زالت تثير تساؤلات واهتمامات الإقتصاديين، و في هذا البحث كان هدفنا هو محاولة الإجابة على سؤال جوهري يتعلق بأقوى وأبرز أزمة عرفها العالم في نهاية القرن الماضي ألا وهو ما هي أسباب الأزمة المالية الآسيوية، وما هي آثارها ؟ .

ولقد تم التطرق من خلال هذه الدراسة إلى نقاط عديدة، نقدم فيما يلي ملخص شاملا لما جاء فيها.

البداية كانت بعرض عام حول الأزمات المالية، و عرفنا من خلاله بأن الأزمة المالية هي أزمة الأسواق المالية، أي ذلك الانهيار الذي يصيب الأسواق المالية مما يؤدي إلى تدهورها سواء على مستوى دولة أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي، انهيار كبير في قيمة العملة.....الخ. هذه الانهيارات تحدث نتيجة أسباب متعددة داخلية وخارجية.

بعد تحديد أهم المفاهيم الأساسية تطرقنا إلى تفسيرات الأزمات المالية ومؤشرات خطر التعرض لها، فقد جاءت مدرستين لتفسير هذه الظاهرة الأولى هي مدرسة الأسواق المكتملة والتوقعات العقلانية التي تعتمد في تفسيرها للأزمات المالية على عنصر هام هو عقلانية المتعاملين، وترى أن السلوك العقلاي يتطلب معلومات كاملة، متنوعة وبدون تكلفة، وتجانس المتعاملين فيما بينهم هو السبب الرئيسي لنشوب الأزمة المالية. أما مدرسة عدم الاستقرار المالي فتعتمد على عدم التيقن واللاعقلانية، وأن ليس كل المتعاملين بإمكانهم الحصول على نفس المعلومات نظراً لارتفاع تكاليفها، كما أشارت لمبدأ تزايد المديونية واعتبرتها عنصراً أساسياً في انفجار الأزمة المالية.

أما عن مؤشرات خطر التعرض لها فقد ظهر اهتمام كبير بتحديد مكونات المتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تعمل كإشارات للإنذار المبكر للازمات المالية، حيث بدأ الباحثون في إلقاء نظرة جديدة على محددات أزمة العملة و المصارف وهذا في محاولة لوضع أنظمة لإعطاء الإشارة إذا ما بدأت المتاعب في التجمع في أسواق العملة و أنظمة الصرف.

وفيما يخص الأزمات المالية التي ضربت بعض الأسواق الناشئة في نهاية القرن الماضي أي للعقد الأخير من القرن العشرين فوجد أزمة المكسيك 1994-1995 هذه الأزمة كانت نتيجة لتدفقات رؤوس الأموال الضخمة نحو الخارج، مما تسبب في انهيار عملة البلد البيزو وظهور عجز كبير في حسابها الجاري الخارجي. أما أزمة روسيا 1998 فظهرت أساسا في عدم قدرة البلد على تسديد ديونه المستحقة مما أدى بها إلى إعادة هيكلة ديونها. وفي سنة 1999 انتشرت رياح الأزمة المالية الآسيوية إلى البرازيل مما ادخل البلد في اضطرابات واختلالات مالية، ونتيجة لهذه الأوضاع التي عاشتها هذه البلدان وجدت نفسها مجبرة على طلب المساعدة من الهيئات المالية الدولية للخروج من الأزمة والحد من توسعها.

أما فيما يتعلق بالأزمة المالية التي ضربت أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا صيف 1997 فهي ترجع إلى مجموعة من العوامل أسهمت في اندلاعها. فمن ناحية أولى تعرضت هذه البلدان لعدد من الصدمات الاقتصادية الدولية خلال السنوات الثلاث التي سبقت الأزمة في منتصف 1997، ومن هذه الصدمات دخول هذه البلدان في منافسة حادة مع بعض الاقتصاديات الأخرى مثل الصين والمكسيك، وارتفاع قيمة الدولار الأمريكي التي ترتبط به أسعار صرف عملاتها المحلية. ورغم التأثير المتواضع لهذه الصدمات إلا أنها قد تفاعلت مع عوامل أخرى أهمها تزايد درجة ضعف النظم المالية لهذه البلدان، فهشاشة النظم المالية بكل مظاهرها قد ساهمت في تزايد حركة تدفقات رأس المال الخارجة من هذه البلدان وأمام هذه الأزمة التي كانت نتائجها وخيمة سواء على اقتصاديات الدول صاحبة الأزمة أو الدول التي انتشرت ووصلت إليها رياحها لم تجد هذه البلدان سوى طلب المساعدة من المؤسسات المالية الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي، هذا الأخير ورغم محاولته بالتعاون مع البلدان المتضررة لوقف الكارثة إلا أنه ارتكب بعض الأخطاء التي ساهمت في التعجيل بالاندلاع وانتشار حالة الذعر المالي بين الدائنين.

ونظراً لعمق الأزمة الآسيوية وامتداد انتشارها وتوسع أثارها كان لا بد من استخلاص دروس وعبر منها حتى يتسنى لدول العالم خاصة الناشئة منها الأخذ بها كي تتفادى الوقوع في مثلها مستقبلاً.

### نتائج اختبار الفرضيات:

قادتنا الدراسة إلى استخلاص النتائج التالية بخصوص الفرضيات المطروحة :

- الفرضية الأولى التي سمح لنا هذا البحث من تأكيدها هي أن الأزمات المالية ظواهر اقتصادية تنفجر جراء الاضطرابات المالية التي تصيب دولة أو مجموعة من الدول، هذه الاضطرابات تتمثل أساسا في تراكم الإختلالات الاقتصادية، اختلال أسعار الأصول أو التقلبات في أسعار الصرف، فقدان الثقة في

العملة أو الجهاز المصرفي، هذه الاضطرابات تمس آلية المدفوعات ويكون لها عواقب ضارة على النشاط الاقتصادي.

- أما ثاني فرضية مكننا البحث من تأكيدها هي أن للأزمة المالية الآسيوية صلة مباشرة بالعملة المالية، ويظهر هذا من خلال أمرين هما : تزايد حركة التدفقات الرأسمالية دخولا وخروجا خاصة قصيرة الأجل ، وأيضا عدم إستقرار السوق المالي العالمي و إمتداد تأثيراته.

- أما ثالث فرضية مكننا البحث من تأكيدها هي أن صندوق النقد الدولي حاول دعم ومساندة الدول الآسيوية لكن دونما إعتبار للمشكلات المتعلقة بعدم إستقرار الأسواق المالية الدولية، حيث أدت توقعات الدائنين الأجانب إلى خلق نوع من الأداء الذاتي لحالة الذعر المالي، فزدادت الأزمة حدة وسرعة وكانت أكثر عمقا مما تفرضه تداعيات الأحداث و حتميتها.

- أما رابع فرضية مكننا البحث من تأكيدها هي أن وضع قيود على حركة تنقل رؤوس الأموال قد يقلل من وقوع الأزمات مستقبلا، هذه القيود تكون بهدف حماية الاقتصاد المحلي من رؤوس الأموال التي تبحث عن المضاربة، و التي تكون في غالبها رؤوس أموال قصيرة الأجل، وبالتالي فتح السوق المالي وإلغاء القيود على حركة رأس المال يكون بشكل تدريجي حتى يسمح بتفادي التقلبات الفجائية لرأس المال.

### نتائج البحث:

إن أهم النتائج التي نستخلصها من خلال دراستنا لهذا الموضوع تتمثل فيما يلي:

- الأزمة المالية هي تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية كحجم الإصدار، أسعار الأسهم و السندات، إتمادات الودائع المصرفية، وأسعار الصرف.

- الأزمات المالية التي ضربت الأسواق الناشئة في نهاية التسعينات من القرن الماضي لها صلة بالعملة المالية، كون هذه الأخيرة تنطوي على مخاطر جسيمة منها المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال، مخاطر التعرض للهجمات المضاربية، مخاطر هروب الأموال الوطنية إلى الخارج، ومخاطر عدم القدرة على سداد الديون.

- إن معجزة النمو في بلدان جنوب شرق آسيا لم تكن وهمية ولكنها كأي تجربة تضمنت أخطاء ساهمت في اندلاع أزمتها هذه الأخطاء تمثلت أساسا في محاولات الإصلاح المالي الذي شهدته

هذه البلدان في أوائل التسعينات. هذه المحاولات قد انطوت على تحرير واسع وعميق للأسواق المالية المحلية مما ترك إقتصادات هذه البلدان مكشوفة أمام أي تقلبات تهب عليها من أسواق المال الدولية.

- إن الأزمة المالية الآسيوية نتجت عن أسباب وعوامل داخلية لعل أبرزها هو أن عمليات الإصلاح الجزئي للقطاع المالي ومحاوله تحريره أدت إلى تزايد درجة هشاشة أو ضعف نظمها المالية. مما أدى إلى تزايد حركة التدفقات الخارجة لرأس المال، يضاف لهذا العامل الداخلي عامل حاسم ورئيسي الذي أدى إلى انفجار الأزمة كان يتمثل في عدم استقرار الأسواق المالية الدولية الذي أدى إلى انشاز حالة من الذعر المالي بين الدائنين ومن ثم إلى اندلاع الأزمة.

- إن امتداد الأزمة الآسيوية وانتشارها وتأثر مختلف الأسواق المالية في معظم بلدان العالم بها يدل على أن بواعثها ليست محلية فقط ولكن للنظام المالي العالمي الذي بني عقب الحرب العالمية الثانية مسؤولية كبيرة في ذلك.

- لقد أكدت الأزمة المالية الآسيوية حقيقة هامة وهي أن تفاقم الديون الخارجية كان وسيظل دوما هو المستنقع الرئيسي الذي يقود إلى جهنم الأرض، أي إلى إعادة جدولة الديون والرضوخ إلى برامج التثبيت الاقتصادي لصندوق النقد الدولي ذات الطابع الانكماشى، وما يتلو ذلك من تفجر البطالة والركود، وارتفاع الأسعار وزيادة الفقر والحرمان، ارتهان موارد البلاد والتحكم في مسارات النمو لصالح خدمة أعباء الديون المؤجلة.

- بينت الأزمة المالية الآسيوية نتيجة هامة وهي أن البلد الذي يتسرع في فتح اقتصاده وسوقه على السوق العالمي، وإلغاء القيود على حرية دخول وخروج رؤوس الأموال في أي وقت تشاء، وانفتاح الأسواق المالية أمام نشاط هذه الأموال يضع مصيره في قبضة المضاربين.

- إن تدخل الهيئات المالية الدولية ومنظري الاقتصاد الحر لاحتواء الأزمات دليل على الرغبة في منع انهيار النظام المالي العالمي الذي لا يستجيب في الواقع إلا للاحتكارات الكبرى للرأسمالية والمترجمة في الشركات المتعددة الجنسيات الهادفة إلى تحقيق أكبر الأرباح بأقل تكاليف من خلال توطين مشاريعها في الدول النامية.

## التوصيات:

يمكن فيما يخص هذا الموضوع تقديم مايلي:

- على المستوى المحلي يجب تدعيم وتأهيل القطاع المالي والنقدي بصفة عامة، والجهاز المصرفي بصفة خاصة قبل تحرير حساب رأس المال وذلك لتجنب الأخطار التي تنطوي عليها العولمة المالية.
- لتجنب الأزمات المالية لابد من تضافر الجهود الدولية وذلك بتوفير أفضل المعلومات وشفافية حول وضعية السياسات المالية في مختلف دول العالم بغية رصد الأوضاع واتخاذ الإجراءات في الوقت المناسب.
- إعادة تفعيل دور المؤسسات المالية الدولية في الإصلاح المالي الدولي والحفاظ على استقراره بالشكل العادل الذي يضمن حقوق كل الدول الأعضاء، والعمل على توفير موارد مالية كافية لديها تخصص لمواجهة الأزمات الطارئة.

## آفاق البحث:

وختاماً لقد تناولنا في بحثنا هذا موضوع الأزمات المالية في نهاية التسعينات من القرن العشرين مع إشارة خاصة ودراسة موسعة لحالة الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا لعام 1997، لما لها من بعد وعمق داخلي وعالمي وبعد إتمامه نود أن نشير إلى أحد المواضيع التي كانت متضمنة وداخلة في بحثنا هذا والذي نرى أنه يصلح لأن يكون بحثاً مستقلاً في المستقبل وهو: **الأزمات المالية وتحرير حساب رأس المال.**

هذا وأملّي أن أكون قد وفقت في اختيار الموضوع ومعالجته، راجياً الفوز بأجري الاجتهاد والإصابة والله المستعان وعليه التكلان.

## قائمة المراجع

1- بن حسين محمد لخضر " الأزمات الإقتصادية ، فعلها ووظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة والبلدان النامية" ، منظمة العمل العربية، المعهد العربي للثقافة العمالية وبحرث العمل بالجزائر، 1999.

2- Dictionnaire économique et social, éditions sociales, paris, 1975.

3- Arnols Daniel, « Analyse des crises économiques d'hier et D'aujourd'hui », Edition Dunod, paris, 1987.

4- Barthalon Eric « crise Financières, un panorama des explications », revue problèmes économiques, N° 2595, 1998.

5- Girardin Eric, « Finance internationale l'état actuel de la théorie », édition economica, paris, France, 1992.

6- عبد الحافظ السيد البدوي ، " إدارة الأسواق و المؤسسات المالية نظرة معاصرة " دار الفكر العربي للنشر القاهرة، مصر، 1999.

7- الحسيني عرفات تقي " التمويل الدولي " دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999.

8- مجلة التمويل و التنمية، المجلد 39، العدد 4، ديسمبر 2002 .

9- صندوق النقد الدولي:آفاق الاقتصاد العالمي، ماي 1998 .

10- Mackel ,Frédéric « Les grandes crises des années quatre – vingt dix », Revue problèmes économiques, N° 2669, 2000.

11-الخضيري محسن أحمد " العولمة مقدمة في فكر و اقتصاد و إدارة عصر اللادولة "، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2000.

12- طارق عبد العال حماد " التطورات العالمية و انعكاساتها على أعمال البنوك " الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.

13-حنفي عبد الغفار " البورصات: أسهم السندات، صناديق الاستثمار " المكتب العربي الحديث، 1995.

14-Mishkin, Frederics, Annuel word Bank conférence on développement economic 1996 « understanding financial crises », in problèmes économiques, N° 2541-2542, 1997.

15-Léonard Jacques : « Conjonctures économiques et Marchés Financières, situations 1992/1996 », Presse universitaires de Grenoble,1996.

16- Meyer phillippe : « surendettement et crise financière », Revue d'économie financière, N° 20, 1992.

17- سونيل شارما " تحدي التنبؤ بالأزمات الاقتصادية " ، مجلة التمويل و التنمية، المجلد 36 ، العدد 2، جوان 1999.

18- كريستيان ملدر " تحديد مكامن التعرض للمخاطر المالية مفتاح الوقاية من الأزمات " مجلة التمويل و التنمية، المجلد 39، العدد4، ديسمبر 2002 .

19- قاسم منى " الإصلاح الاقتصادي في مصر، دور البنوك في الخصخصة و أهم التجارب الدولية" الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر الطبعة الأولى، فبراير 1997.

20- مجلة التمويل و التنمية، المجلد 35، العدد 6، جوان 1998.

21- زلوم عبد الحي يحيى " نذر العولمة"، دار فارس للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1999.

22- Michel AGlietta, Sandra Maotti, « Le FMI De l'ordre Marétaire aux désordres financiers », édition economica, paris, France, Mai 2000.

23- prager Jean – claude, « La politique économique aujourd'hui », édition ellipses, paris, 2002.

24- عبد المطلب عبد الحميد، " العولمة و اقتصاديات البنوك"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2001.

25- هانس بيتر مارتين و هارالد شومان " فخ العولمة " سلسلة عالم المعرفة، رقم 238، الكويت، المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الآداب، 1998.

26- Cahier Français, N° 289, Jah – fév, 1999, Page 63, Documentation Française.

27-Bourgeois Philippe, « La crise russe : origine, déroulement, impact », Revue problèmes économiques, N° 2593, 2 Décembre, 1998.

28- Revue du Financier, N° 18, 1998.

29- مجلة التمويل و التنمية، المجلد 36، العدد4، ديسمبر 1999.

30- مجلة التمويل والتنمية، المجلد 36، العدد1، مارس 1999.

31- CEPTT, « l'économie mondial 2000 », édition la découverte, Paris, 1999.

32- مجلة التمويل و التنمية، المجلد 37، العدد1، مارس 2000.

33- المرسي كمال الدين عبد الغني "الخروج من فخ العولمة" ! out of the globalization trap !  
المكتب الجامعي الحديث, الإسكندرية ,مصر , الطبعة الأولى , 2002 م .

34- Radelet s and j , sachs , « the east Asian financial crisis : diagnosis ,  
remedies ,prospects » Brookings papers on Economics Activity , N 1.

35- Ries Philippe: « cette crise qui vient d' asie » , ed crasset  
paris,1998.

36-Revue problèmes économique N° 2.772 Août 2002.

37- Job Isabelle , « L'Asie du sud – Est de nouveau menacée par la  
crise ? » Revue problèmes économiques N° 2.772 Août 2002.

38- [http ://www.aataych@scs-net .org](http://www.aataych@scs-net.org).

39- [http:// www. ISLAMOULINE. Net](http://www.ISLAMOULINE.Net) /22 juin 2000.

40- T.M .Hoenig (1998) « The International Community 's Reponses To  
The Asian Financial crisis » Economic Review. Vol 83 , N°2.

41- International Monetary Fund (1997) « World economic outlook: interim assessment » IMF , Washington (Decembre).

42- Bourguinat Henri : Finance internationale , 4 ème édition PUF ,1999 .

43-الجوزي جميلة " ميزان مدفوعات الدول النامية في ظل العولمة " دراسة حالة ميزان المدفوعات الجزائرية، رسالة ماجستير في علوم التسيير , فرع نقود و مالية ، جامعة الجزائر 2001/ 2000 .

44-Miller ,M and p. Luangaran (1998) « Financial crisis in Asia : bank runs , asset bubbles and antidotes» National institute economic review N° 165 , July.

45- بيجان بـ. أجيّلي، "الأزمة المالية الآسيوية الأسباب و العلاج"، مجلة التمويل و التنمية، العدد2، المجلد 36، صندوق النقد الدولي، جوان 1999

46-Timothy D. Lane and others, 1999, IMF, «Supported Programs in Indonesia, Korea, Thailand»: Apreliminary assessment, IMF occasional paper 178, (Washington: IMF).

47- Parky , Y.C (1996) « East – asien libéralisation , bubbles and the challenge from china » BPEA ,N° 02.

48- Krugman , p. ( 1998 ) , « What happened To asia ? », unpublished paper Massachusetts, institue of technology (January).

49- Goldstein ,M (1998) « The Asia Financial Crisis : Causes Cures and Systemic Implications » Policy analysis in international économics , N° 55 Washington , June.

50- روبرت جران " ترويض النمر (نهاية المعجزة الآسيوية)" ،ترجمة سمير كريم ، مركز الأهرام للترجمة والنشر، مصر، القاهرة، 1999.

51- ستانلي فيشر، " صندوق النقد الدولي و الأزمة الآسيوية" مجلة التمويل و التنمية ، 1998.

52-البنك الدولي :التقرير السنوي للبنك الدولي ( 1999).

53- IMF, Direction of trade statistics ( 1998 ) .

54-ستانلي فيشر، مجلة التمويل و التنمية، 1998.

55- Goloud Philip, « Le Monde Diplomatique, lendemains dcrs en asie du sud - est, » ,Décembre 1997, N° 525 , 44 ème année.

56-مانويل جويتان، " كيف تدار التدفقات النقدية " مجلة التمويل و التنمية، 1998

57- Sgard ,Jérôme, « Les crises en Asie », Economie internationale , la revenu du C.E.P.I.I, N° 76,4 ème trémousser, 1998.

58- مالكوم نايت، " الدول النامية والتي تمر بمرحلة إنتقال تواجه العولمة "، مجلة التمويل و التنمية، يونيه 1999.

59- بكطاش فتيحة ، " الأزمة المالية الآسيوية، أسبابها – إنعكاساتها ومعالجتها" ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية ، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر، 1998- 1999.

60- Trouvelet Sandrine « Le cycle Monétaire en Asie » : in Alternatives Economiques, N° 156, 1998.

61-الشرقاوي عبد الحكيم مصطفى ، "العولمة المالية و إمكانات التحكم عدوى الأزمات المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2003.

62- Bulletin de FMI, N°03 du 15/02/1999.

63-الشحات أحمد يوسف "الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا" دار النيل للطباعة و النشر، مصر، 2001.

64-نيقولا فرانسواز ، " الأزمة الآسيوية: صندوق النقد الدولي في قفص الاتهام " ، دورية الثقافة العالمية، المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الآداب – دولة الكويت – العدد 94، مايو- يونيو 1999.

65-الهبتي نوزاد "مقدمة في الأسواق المالية"، أكاديمية الدراسات العليا و البحوث الإقتصادية ، طرابلس، الجماهيرية العظمى، 1998.



