



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة فرحات عباس سطيف 1
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



مطبوعة بيداغوجية علمية تحت عنوان:

محاضرات في مقياس أزمت النظام النقدي والمالي العالمي

موجهة لطلبة سنة أولى ماستر:
تخصص اقتصاد دولي

من إعداد:
الدكتورة زيتوني هند
أستاذ محاضر (ب)

2022/2021

فهرس المحتويات

مقدمة

فهرس

الفصل الأول

البعد التاريخي للأزمات المالية

مقدمة الفصل

أولاً: مرحلة نظام الذهب (1870-1913)

ثانياً: مرحلة ما بين الحربين العالميتين (1914-1945)

ثالثاً: مرحلة نظام بريتون وودز (1945-1971)

رابعاً: مرحلة ما بعد نظام بريتون وودز

الفصل الثاني:

مدخل للأزمات المالية.

مقدمة الفصل

أولاً: مفاهيم حول الأزمة المالية

ثانياً: أنواعها وطرق قياسها

- أزمة العملة

- الأزمة المصرفية

- الأزمة البورصية

- أزمة المديونية

الفصل الثالث:

مدخل للأزمات الاقتصادية

مقدمة الفصل

أولاً: مدخل للدورات الاقتصادية

- تعريف الدورات الاقتصادية

- مراحل حدوثها.....

- أنواع الدورات الاقتصادية.....

ثانيا: مدخل للأزمات الاقتصادية.....

- مفهومها.....

- أنواعها.....

- الخصائص المشتركة للأزمات الاقتصادية.....

الفصل الرابع:

الفكر الإقتصادي للأزمات المالية

مقدمة الفصل.....

أولاً: التفسير الكلاسيكي للأزمات.....

ثانياً: التفسير الماركسي.....

ثالثاً: تفسير هايك للأزمات.....

رابعاً: التفسير الكنتزي للأزمات المالية.....

خامساً: تفسير الأزمة عند النقديين.....

سادساً: التفسيرات الحديثة للأزمات المالية.....

الفصل الخامس:

النماذج الاقتصادية المفسرة للأزمات المالية

مقدمة الفصل.....

أولاً: نماذج الجيل الأول (تدهور في الأساسيات الاقتصادية).....

ثانياً: نماذج الجيل الثاني (خطأ في التوقعات).....

ثالثاً: نماذج الجيل الثالث (نماذج مابين الجيلين).....

الفصل السادس:

أساليب التنبؤ بالأزمات المالية

مقدمة الفصل.....

أولاً: طريقة الأحداث (النوافذ).....

ثانياً: طريقة المؤشرات الرائدة

ثالثاً: طريقة الشبكات العصبية الاصطناعية.....

الفصل السابع:

العدوى المالية

مقدمة الفصل.....

أولاً: تعريف العدوى المالية.....

ثانياً: آليات انتقال العدوى.....

ثالثاً: العدوى السلوكية.....

الفصل الثامن:

عرض بعض الأزمات المالية والإقتصادية

مقدمة الفصل.....

أولاً: الأزمة الآسيوية 1997 (أزمة عملة).....

ثانياً: الأزمة الروسية (1998 - 2014).....

ثالثاً: أزمة الديون السيادية 2011.....

رابعاً: الأزمة الصينية 2015 (أزمة بورصية).....

قائمة المراجع.....

مقدمة المطبوعة:

إن موضوع أزمات الأزمات الاقتصادية والمالية عاد لي طرح نفسه بقوة انطلاقا من ثمانينيات القرن العشرين حيث أصبحت الأزمات المالية أكثر تكرارا وشمولية وانتشارا بفعل العدوى، وهو ما جعل متخذي القرار على المستويين الوطني والدولي أمام تحد كبير، وقد دفعهم ذلك إلى العمل على وضع وتبني الآليات التي تساعد على الإستفادة من مزايا التحرر المالي إلى جانب العمل على تفعيل كل السياسات المتاحة للوقاية من الأزمات المالية والبحث الدائم عن حلول وآليات وقائية مبتكرة تتماشى مع رهونات العولمة وما يشهده العالم من تطورات.

فالأزمات المالية التي حدثت في أمريكا اللاتينية وأوروبا الوسطى وآسيا تأثيرا كبيرا ليس اقتصاديا فحسب بل أيضا سياسيا، فالأزمة الأرجنتينية مثال على انهيار نظام الصرف الثابت، إذ أدى انخفاض قيمة البيزو الأرجنتيني عام 2002 إلى استبدال الحكومة عدة مرات خلال أيام، كما أدى انخفاض قيمة الباهت التايلندي في جويلية 1997 إلى انهيار أنظمة الربط الزاحف في شرق آسيا مما نتج عنه انفجار الأزمة المالية الآسيوية (1997-1998)، أزمة البيزو المكسيكية (1994-1995) هي مثال آخر عن أزمة عملة حدثت نتيجة للعدوى والمعروفة بأزمة تكيلو والتي تعرضت لها البلدان المجاورة وحتى الفلبين لم تسلم من تداعياتها، ناهيك عن أزمة المالية العالمية التي هزت العالم في سنة 2008، هجمات المضاربة على الروبل الروسي في سنة 2014، والأزمة التركية التي تفجرت في ماي 2018 والتي لاتزال تداعياتها إلى يومنا هذا. ولقد لقيت هذه الأزمات اهتماما كبيرا ليس فقط من قبل المجتمع المالي الدولي ولكن أيضا من جانب الأكاديميين لذلك حاولت الأدبيات النظرية والتجريبية فهم الأسباب الكامنة وراء حدوث هذه الاضطرابات المالية.

لذلك، ومن خلال هذه المطبوعة "محاضرات في مقياس أزمات النظام النقدي والمالي العالمي" سنتناول المحاور التي صادقت عليها اللجنة الوطنية لبرامج ميدان التكوين في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية للسنة الجامعية 2017/2018، فرع علوم اقتصادية تخصص اقتصاد دولي.

ونسعى من خلال هذه المطبوعة؛ عزيزي الطالب؛ إلى تحقيق أهداف تعليمية من خلال مضمون نستعرضه لاحقا، كما تتطلب منك اكتساب معارف مسبقة تمكنك من الفهم الدقيق لمضمون هذه المحاضرات.

الأهداف التعليمية:

- أ. استعراض أهم الأدبيات النظرية حول الأزمات المالية؛
- ب. التعريف بالنظريات والنماذج المفسرة للأزمات المالية؛
- ت. تحديد أهم المؤشرات المستخدمة في قياس التوترات في أسواق المالية الدولية؛
- ث. استعراض أهم الأساليب القياسية المستخدمة في التنبؤ بالأزمات المالية؛
- ج. عرض أهم الأزمات التي شهدتها العالم خلال فترة التسعينات وإلى غاية يومنا هذا.

مخرجات التعلم (مؤهلات علمية وعملية):

- بعد نجاحك عزيزي الطالب في هذه المادة ستتمكن من اكتساب المهارات الآتية:
- أ. القدرة على التفريق بين الأنواع المختلفة للأزمات المالية؛
 - ب. القدرة على تفسير الأزمات باستخدام النماذج المفسرة؛
 - ت. القدرة على قياس الأزمة والتنبؤ بحدوثها (إنشاء نظام إنذار مبكر بالأزمات).

المعارف السابقة:

حتى تتمكن عزيزي الطالب من مواصلة الدراسة في هذه المادة والتحكم فيها، فإنه مطلوب منك أن تكون قد تناولت خلال مسارك الجامعي المواد الأساسية الآتية:

- أ. إقتصاد دولي،
- ب. إدارة سعر الصرف،
- ت. أسواق مالية،
- ث. إقتصاد قياسي.

الفصل الأول: البعء التاريخي للأزمات المالية والاقتصادية

- مرحلة نظام قاعدة الذهب (1870 – 1945)
- مرحلة نظام بريتون وودز (1945 – 1971)
- مرحلة ما بعد نظام بريتون وودز (1971 الى يومنا هذا)

مقدمة الفصل:

يعتبر هذا الفصل مدخلا ضروريا لأخذ فكرة عن التطور التاريخي لظاهرة الأزمات المالية والذي يدفعنا بالضرورة إلى فهم مسار وتطور النظام النقدي الدولي عبر كل مراحله. وكذلك السياسات والقواعد المتعلقة بالحركة الدولية لرؤوس الأموال في كل مرحلة.

□ الأهداف التعليمية:

بعد الإنتهاء وفهم هذا المحور يكون الطالب قادرا على:

- الإلمام بأهم المراحل التي ميزت التطور التاريخي للأزمات المالية والإقتصادية والمتمثلة في مراحل تطور النظام النقدي الدولي؛
- التعرف على انواع الأزمات التي ميزت كل مرحلة؛
- فهم أن الإنتقال من نظام نقدي إلى نظام نقدي آخر يتخللها حالة فوضى تنشأ عنها أزمات مختلفة.

I. مرحلة نظام قاعدة الذهب (1870 - 1945)

تميزت نهاية القرن 15 وبداية القرن 16 بحدوث أزمات اقتصادية كانت ناتجة عن ظروف مناخية غير ملائمة، باعتبار أن الزراعة كانت النشاط السائد في تلك الفترة، وأزمات اقتصادية ناتجة عن انهيار النظام الإقطاعي، حيث كانت هذه الأزمات تتم في إطار تقلبات الدورة الاقتصادية من فترات انتعاش ورواج وازدهار تعقبها فترات انكماش وركود وكساد.¹

□ مرحلة نظام الذهب (1870 - 1913) :

منذ منتصف القرن التاسع عشر و حتى سنة 1914 كان الذهب يستخدم كوسيلة للتبادل ووحدة للإحتياط، ووفقا لهذه القاعدة تتحدد قيمة عملة دولة بما تمتلكه من احتياطي من الذهب والمعادن النفيسة، وكان الجنيه الإسترليني الأكثر استخداما في التسويات لأن بريطانيا كانت تمثل أكبر قوة اقتصادية في تلك الفترة. وما ميز هذه المرحلة²:

- حرية حركية رؤوس الأموال والسهولة النسبية في تحقيق العائد الأقصى، نمو التجارة الخارجية؛
- كان العالم أكثر تكاملا في ظل قاعدة الذهب؛
- ميزت بعدة أزمات أهمها: الأزمة البرصية في فيانا 1873، والتي انتقلت إلى كل من ألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية.

□ مرحلة ما بين الحربين (1914 - 1945) :

ألغت معظم الدول خلال الحرب العالمية الأولى العمل بقاعدة الذهب، إذ تخلت عن التزامها بتحويل عملتها إلى ذهب لأنها رفعت من كمية إصدار العملة دون مراعاة كمية الذهب التي بحوزتها، بهدف تمويل احتياجات الحرب. وبعد انتهاء الحرب 1918 واصلت هذه الدول تمويل ما دمرته الحرب عن طريق الإصدار النقدي (زيادة العرض النقدي)، مما أدى إلى حدوث حالة افراط في التضخم (hyperinflation). وأمام هذا الوضع حاولت معظم الدول الرجوع لقاعدة الذهب لمعالجة معدلات التضخم، لذلك قررت الحكومات الأوروبية في بداية سنوات 1920 وضع نهاية للفوضى النقدية الدولية في وقت أصبح الرجوع فيه إلى معيار الذهب غير ممكن لسببين رئيسيين:

¹ فليح حسين خلف، *العملة الاقتصادية*، عالم الكتاب الحديث، الاردن، 2010، ص: 393.

² سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، *النقود والتمويل الدولي*، دار المريخ للنشر، السعودية، 2007، ص 509.

- إمتلاك الولايات المتحدة 50 % من الإحتياطي العالمي للذهب؛
- الدول الناشئة الجديدة لا تمتلك الإحتياطي اللازم من الذهب لتغطية عملاتها.

و بإقتراح بريطاني أنعقد مؤتمر بجنوه 1922 ودون مشاركة الولايات المتحدة والإتحاد السوفياتي، حيث اتفقت كل من بريطانيا، فرنسا، إيطاليا واليابان على العودة إلى قاعدة الذهب وضمن التعاون بين البنوك المركزية، من خلال تبني نظام نقدي جديد يقوم على الإحتفاظ باحتياطي من الذهب ومن العملات المفتاحية³.

حيث قرر المؤتمر تسوية حول عيار الذهب، أي تقوم البنوك المركزية بتغطية نقودها ليس فقط بالذهب و إنما ببعض العملات القابلة للتحويل إلى ذهب (العملات المغطاة بالذهب)، هذا الإجراء الجديد سمح بإستخدام فعال للذهب حيث بدأت البنوك المركزية بتعويض ذممها بالسبائك الذهبية والعملات القوية (الدولار، الإسترليني).

إلا أن الحرب غيرت هيكل الإقتصاد العالمي حيث فقدت لندن مكانتها كمحور وحيد في التجارة والتمويل الدوليين، وعرفت ألمانيا حتى سنة 1923 تضخما زاحفا، والذي أثر على الحياة اليومية والمجتمع، و تبخرت ديون المقرضين. وفي 1928 أصبح الذهب حرا.

ومع حلول 1929 عرف العالم أزمة إقتصادية، وأصبحت معظم الدول تعاني من عجز في موازين مدفوعاتها، فبعد أن أصبح اقتصاد إنجلترا يعاني كثيراً بسبب إرتفاع عملتها، أدى ذلك إلى عجز في ميزان مدفوعاتها منذ سنة 1926، ورغم المساعدة من طرف الإحتياطي الفيدرالي وبنك فرنسا، ولعدم المقدرة على إيقاف النزيف في الذهب، قررت الحكومة البريطانية مكرهة توقيف تحويل الإسترليني إلى ذهب في 21 سبتمبر 1931 وفي رصيدها 27 مليون جنيه إسترليني من رصيدها من الذهب. في حين مثلت نسبة الذهب في الولايات المتحدة 50 % من الذهب العالمي⁴.

وتبعها انهيار عملات دول عديدة (حوالي ثلاثين) كالبرتغال، إسكندنافيا، أمريكا اللاتينية، دول الكومنولث (ما عدا كندا) و اليابان. وفي 14 أبريل 1933 انهار النظام الذهبي بعد خروج الولايات المتحدة ولم يبقى سوى 5 دول ملتزمة بقاعدة الذهب (فرنسا، بلجيكا هولندا إيطاليا وسويسرا) وعرفت "بكتلة الذهب"⁵. لكن ومع خروج فرنسا وسويسرا 1936 انتهى نظام قاعدة الذهب وتم التوجه إلى نظام نقدي جديد ومرحلة جديدة عرفت "مرحلة بريتن وودز".

³ Jean-pierre Allegret, Bernard Courbis, *Monnaies, finance et mondialisation*, Vuibert, paris, 2003, p48 .

⁴ وسام ملاك، "الظواهر النقدية على المستوى الدولي"، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2001، ص 387،

⁵ Jean-pierre Allegret, Bernard Courbis, *Monnaies, finance et mondialisation*, op cit, p49.

ما تميزت به هذه المرحلة:

- شهدت هذه المرحلة فترة هيجان واضطرابات شديدة خاصة أزمات العملة ، وأهمها أزمة الكساد العالمي 1929.
- أكدت هذه المرحلة على ضرورة تصميم نظام نقدي دولي يضمن قابلية التحول للعملات ويحقق الإستقرار النقدي ويعزز ثقة هذه الدول.

II. مرحلة نظام بريتون وودز (1945 - 1971)

عاش الإقتصاد العالمي بجميع أطرافه في عالم ما بعد الحرب العالمية الثانية حتى بداية السبعينات، عصرًا تميز بدرجة عالية من النمو المزدهر، وكانت الرأسمالية من أقوى الأطراف الفاعلة لهذا النمو والمستفيدة منه، فخلال هذه الفترة شهدت هذه البلدان انتعاشا واضحا في تراكم رأس المال، وارتفاعا ملموسا في معدلات النمو الاقتصادي ودرجة عالية من الإستقرار النقدي، وضآلة واضحة في معدلات البطالة، وتزايداً ملحوظا في مستويات الدخل والمعيشة، ودرجة عالية من التحكم في الدورات الإقتصادية.

إلى الحد الذي دفع بعدد من الإقتصاديين إلى الزعم بأن عصر الأزمات الاقتصادية الكبرى للرأسمالية قد ولى زمانه إلى غير رجعة، حيث بلغ متوسط معدل النمو السنوي إلى حوالي 4 % خلال الفترة المذكورة، ولم يزد معدل التضخم السنوي على 5.2 % ولم يتعد معدل البطالة 3 %.

وإذا بحثنا في هذا النمو المزدهر فسوف نجد أنه يعود إلى عوامل جوهرية، التي يمكن تصنيفها على الصعيد الداخلي، والصعيد العالمي⁶:

- أما عن مجموعة العوامل الداخلية، فقد تمثلت في زيادة معدلات الإستثمار التي احتاجت إليها عمليات إعادة التعمير والبناء، والتقدم التكنولوجي الذي حدث في فنون الإنتاج وما أدى إليه من زيادة في الإنتاجية، وتبني هذه البلدان للكينزية التي اعتمدت على التدخل الحكومي وزيادة الإنفاق العام في مجالات الضمان الإجتماعي والأشغال العامة والمجال العسكري، وهو الأمر الذي وسع من نطاق الأسواق الداخلية واستقرارها بضمانه رافدا مستمرا من الطلب الحكومي المرتفع.
- أما على صعيد العالم، فقد توافرت للبلدان الصناعية الرأسمالية مجموعة من العوامل المواتية، يأتي في مقدمتها آليات بريتون وودز، نظام النقد الدولي الذي حقق ثباتا في أسعار الصرف و استقرارا في أحوال السيولة

⁶ جون هيدسون، مارك هرندر، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المريخ، السعودية، 1987، ص: 790.

الدولية، ومجموعة البنك الدولي التي شجعت حركة الإستثمارات الدولية، وإتفاقيه الجات التي استهدفت خفض القيود الجمركية. فكل ذلك أدى إلى نمو واضح في التجارة الدولية، كذلك لا يجوز أن ننسى بقاء نمط تقسيم العمل الدولي لمصلحة البلدان الصناعية الرأسمالية وهو الأمر الذي أدى لتمكين هذه البلدان من الحصول على المواد الخام ومواد الطاقة بأسعار رخيصة جداً. أضف إلى ذلك أن وجود مجموعة البلاد التي كانت « إشتراكية » في تلك الآونة، قد خلق نوعاً من التنافس السلمي بين النظامين الرأسمالي والإشتراكي، وعلى النحو الذي منح كلا منهما زخماً واضحاً.

➤ معاهدة بروتن وودز

قبل نهاية الحرب العالمية الثانية بدأت الدول تفكر في إعادة إعمار ما دمرته الحرب، لذلك استدعى الرئيس الأمريكي روزفلت 44 دولة لعقد مؤتمر في " بروتين وودز " بالولايات المتحدة الأمريكية ابتداء من 1 جويلية 1944. تم فيه وضع مخططين لنظام نقدي عالمي: مخطط أمريكي (White Harri) ومخطط بريطاني (Kynse). (johane).

وعلى اعتبار أن الو.م.أ كانت أكبر قوة سياسية وعسكرية واقتصادية، حيث ساعدت بريطانيا مادياً سنة 1940 كما ساندت أمريكا اللاتينية أيضاً. فخرجت الو.م.أ منتصرة ومحتفظة بقوتها بعد الحربين العالميتين، أما الدول الأوروبية فكانت منهكة من الحرب.



لذلك قامت الو.م.أ بمساعدة أوروبا عن طريق اقرار برنامج الإنعاش الأوروبي عرف بـ "مخطط مارشال"،

منحت فيه 13 مليار دولار لدول أوروبا، بشرط أن تقوم أوروبا بإنعاش صناعاتها التصديرية وتشجيع تصديرها إلى منطقة الدولار. وقد أدى ذلك إلى تحقيق الو.م.أ فائضا في ميزان مدفوعاتها خلال الفترة 1946-1949⁷.
الجدول رقم (1): المساعدات الأمريكية لأوروبا الغربية بعد الحرب العالمية الثانية (مليون دولار)

المجموع بـ % من الواردات	المجموع	قروض طويلة الأجل	هبات	مساعدات عسكرية	
% 24	4409	3737	672	43	1947
% 22	4079	1213	2866	254	1948
% 26	4454	503	3951	170	1949
% 19	2955	180	2775	463	1950
% 11	2401	84	2317	1112	1952
% 9	1906	453	1453	2151	1953
% 6	1310	172	1138	3435	1954
% 5	1123	105	1018	2313	1955
% 4	874	74	800	1593	1955
% 13	23511	6521	16990	11534	المجموع

Source : Jean-pierre Allegret, Bernard Courbis, *Monnaies, finance et mondialisation*, Vuibert, paris, 2003, p57.

خرج هذا المؤتمر بنتيجتين هما: انشاء الصندوق النقدي الدولي، والبنك الدولي للإنشاء والتعمير (البنك العالمي). نصت اتفاقية بروتون وودز على⁸:

- اقتصاد العالم يجب أن يؤسس على التنافس القائم على التعاون وليس الهيمنة؛
 - تشجيع التدفق النقدي لرؤوس الأموال لكن في إطار ضوابط تحكمه حتى لا يكون قوة مدمرة؛
 - إنشاء وكالة رسمية متعددة الأطراف تسهر على تحقيق هذين الهدفين.
- في هذه المرحلة شهد العالم مرحلة استقرار خاصة في 30 السنة الأولى إذ عرفت ” الثلاثين الخالدة“:
- نمو سريع، انخفاض كبير في حدوث الأزمات؛
 - تنظيم التجارة وإزالة القيود على تدفقات الحساب الجاري وليس حركية رؤوس الأموال؛
 - أصبح الدولار العملة الدولية لإلتزام الو.م.أ بتحويله إلى ذهب.

استمر هذا النظام إلى غاية 1958 حيث كانت فترة حاسمة في بداية ضعف نظام بروتون وودز وانهار على إثرها النظام سنة 1971.

⁷ رمزي زكي، التاريخ النقدي للنخلف، دار المعرفة، الكويت، 1987، ص 131.

⁸ Jean-pierre Allegret, Bernard Courbis, *Monnaies, finance et mondialisation*, op cit, p57

III. مرحلة ما بعد نظام بريتون وودز (1971- يومنا هذا)

شهدت هذه المرحلة تحولات إقتصادية عالمية، وما أفرزته من تنافس كبير واشتداد الصراع بين مراكز القوة في العالم الرأسمالي (الو.م.أ، اليابان ودول السوق الأوروبية المشتركة)، أدت إلى تغير كلي في موازين القوى لغير صالح الإقتصاد الأمريكي. ففي الوقت الذي تجاوزت دول أوروبا مرحلة إعادة البناء وفي نفس الوقت كانت الو.م.أ تتهاوى تدريجياً (حالة ضعف، عجز في الميزان التجاري، اهتزاز الثقة في الدولار)، استمر عجز في ميزان المدفوعات في التفاقم مع زيادة تدفقات الإستثمارات الأمريكية نحو دول القارة الأوروبية وزيادة الإنفاق العسكري وبالتالي زادت تدفقات الدولارات الورقية على تلك الدول مما جعلها تسارع إلى تحويل الدولارات التي بحوزتهم إلى ذهب.

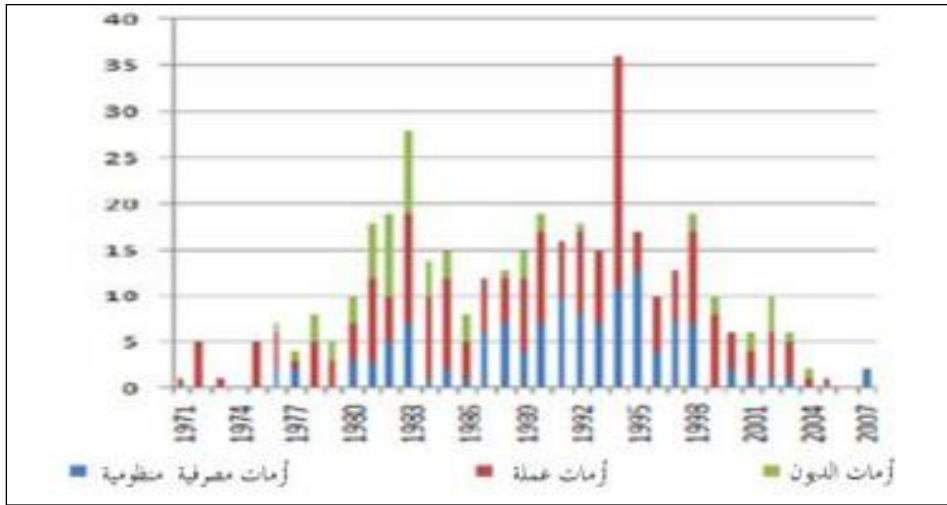
أدى ذلك إلى إعلان الرئيس الأمريكي نيكسون سنة 1971 التوقف عن تحويل الدولار إلى ذهب، خوفاً من نفاذ كل ما تملكه من أرصدة ذهبية. كان ذلك مؤشراً لنهاية النظام النقدي القائم على اتفاقية بروتين وودز. أدى ذلك إلى ضرورة الإفتتاح على العالم من دون قيود ولا شروط على النشاط الدولي.

وأمام عدم الاستقرار النقدي المتزايد، اتجهت الدول الصناعية إلى تعويم عملاتها، إلا أن تطبيق هذه السياسة لم تخلو من تدخل السلطات النقدية للدول في أسواق الصرف وذلك لمنع التقلبات العنيفة لأسعار الصرف وهو ما يطلق عليه اصطلاح **التعويم غير النظيف**. وحقيقة الأمر أنه عندما تبنت الدول الصناعية سياسة التعويم عام 1973، لم يكن ذلك نابعا من اعتقادها بأن هذا النظام يعتبر نظاما نقديا أفضل، وإنما اتبع بسبب اختيار نظام أسعار الصرف الثابت، فكانت أوروبا تنظر إلى نظام التعويم في البداية على أنه علاج مؤقت لأزمة عارضة تعود بعدها مرة أخرى لنظام أسعار الصرف الثابت. هكذا وبعد سنة 1973 أدى الارتفاع الكبير لأسعار البترول إلى عجز ميزان مدفوعات الدول المستهلكة مما أدى - مرة أخرى - إلى تأثير مباشر على الوضعية النقدية الدولية، فأرغم الدول المصنعة ببذل جهود مضمّنة لإعادة النظر في اتفاقيات بروتين وودز، وتمت مراجعة هذه الاتفاقيات من خلال التصديق على اتفاقيات جاميكا سالفة الذكر وذلك بتاريخ 7 و8 جانفي 1976، والذي دخل حيز التنفيذ في أول أفريل 1978، خاصة ما يخص التعديل الثاني لأنظمة صندوق النقد الدولي الأساسية ومنح الدول الأعضاء في الصندوق حرية اختيار ما تشاء من نظم الصرف. وبنهاية 1980 ارتبطت حوالي 47 دولة بنظام التعويم المدار وارتبطت 39 دولة بعملة الدولار الأمريكي و22 دولة بسلة معينة من العملات و15 دولة بحقوق السحب الخاصة و12 دولة بالفرنك الفرنسي.

وقد اعتبر هذا الاتفاق تقنيا للأمر الواقع أكثر من اعتباره خطوة لإصلاح النظام النقدي الدولي⁹.

وتميزت هذه المرحلة بالتححرر المالي لرؤوس الأموال نتج عنه تطور الأسواق المالية، وأصبحت رؤوس الأموال وسيلة للمضاربة تتحكم في رفاهية أو فقر أمم بأكملها دون رقابة حكومية. أصبح كبار المضاربين القوة المهيمنة في بورصات العملة والأسواق المالية. وهكذا بدأ مسلسل الأزمات المالية وخاصة الأزمات المصرفية وأزمات العملة، إذ تزايدت بشكل كبير في الفترة 1971-1997¹⁰.

الشكل رقم (1): العدد السنوي للأزمات المالية من الفترة 1970_2007



المصدر: العقون نادية، العولمة الإقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج " دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات

المتحدة الأمريكية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013.

يظهر الشكل المبين أنه عقب انهيار نظام بريتن وودز الذي حكم العلاقات الإقتصادية الدولية، والذي أسس

على وجه الخصوص نظام سعر الصرف الثابت، عرفت الأزمات المالية وخاصة الأزمات المصرفية والنقدية تزايداً

كبيراً خلال الفترة 1971_1997، وهو ما تزامن مع التوجه نحو التححرر المالي وفك القيود على حركية رؤوس

الأموال وعلى العمل المصرفي مقارنة بالفترة 1945_1971.

⁹ سمير آيت يحيى، التحديات النقدية الدولية ونظام الصرف الملائم للجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية شعبية: اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2014، ص: 25.

¹⁰ W.Corden (1983) , *Logic of the International Monetary non System* » in : *Reflexions an a troubled World Economy* .Essays in honour of H. Giersch, G.Fels et A.Muller Groelind, ed. Trade Research Centers Londres.

الفصل الثاني: مدخل للأزمات المالية

- مفاهيم حول الأزمة المالية
 - تعريف الأزمة
 - مفهوم الأزمة المالية
 - خصائص الأزمة المالية
- أنواع الأزمات المالية وطرق قياسها
 - الأزمة المصرفية
 - أزمة العملة
 - الأزمة البورصية
 - أزمة المديونية

مقدمة الفصل:

تعتبر الأزمات المالية من أكثر مواضيع الاقتصاد تداولاً نظراً لتكرارها المستمر وفداحة انعكاساتها على اقتصاديات الدول، لذلك نسعى من خلال هذا المحور للتطرق لأهم المفاهيم المتعلقة بالأزمات المالية.

□ الأهداف التعليمية :

- التفرقة بين الأنواع المختلفة للأزمات المالية؛
- الإلمام بمسببات كل نوع؛
- معرفة طرق قياس كل أزمة من الأزمات.

I. ماهية الأزمة المالية

لقد بينت الأحداث الإقتصادية خاصة منذ الثلاثينات أن النظام العالمي القائم ليس في مقدرته حماية الاقتصاد العالمي من الأزمات المالية العنيفة والتي يزداد معدل تكرارها وتشتد فداحة آثارها على الأسواق المالية خاصة.

□ مفهوم الأزمة :

تنحدر الكلمة الفرنسية « crise » من الكلمة اللاتينية « crisis » والتي اشتقت بدورها من الكلمة اليونانية « krisis »، تعبر عن موقف حرج ومعقد وحالة من عدم التوازن تتسارع فيه الأحداث وتختلط فيه المسببات بالنتائج، تسفر عن مجموعة من النتائج غير المتوقعة، وصعوبة في اتخاذ القرارات الأمر الذي يستدعي ضرورة البحث عن أساليب وحلول مستحدثة وغير تقليدية للخروج منها أو التقليل من حدتها¹¹. تستعمل هذه الكلمة في علم الإقتصاد للإشارة إلى الفترات القصيرة التي يكون خلالها الإقتصاد في حالة غير مستقرة.

□ مفهوم الأزمة المالية:

تتضمن الأزمات المالية عموماً توليفات مختلفة من المشاكل النقدية والمصرفية ومشاكل الديون، وعلى هذا الأساس فقد تعددت مفاهيمها مع تعدد أنواعها وأشكالها.

فعرف Rajan Rankishen الأزمة المالية بأنها: "وقوع خلل خطير ومفاجيء نسبياً يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية ويتضمن أخطاراً وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح، ويتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة. وتؤدي الأزمة المالية إلى نتائج سلبية واضحة على مستوى الإقتصاد الجزئي والكلبي وخسائر في الموارد المالية والبشرية، وتؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الإقتصادية قد يعقبها انهيارات حادة لمؤسسات مالية ومؤسسات أخرى"¹².

ويقترح Eichengreen et Portes تعريفاً آخر فالأزمة المالية هي "اختلال أو اضطراب يصيب الأسواق المالية ويتميز بانخفاض معتبر في أسعار الأصول وعدم قدرة المدينين والوسطاء على الدفع، وبالتالي

¹¹ عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار النشر، الأردن، 1999، ص: 200.

¹² عبد العزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية: الأسباب والعلاج، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2011، ص: 23.

هذا الإختلال ينتشر عبر كافة النظام المالي مؤديا إلى عدم القدرة على تخصيص رؤوس الأموال في الإقتصاد بشكل فعال".¹³

وعليه فالأزمة المالية تعبر عن التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس في التدهور الكبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم لأهم الشركات الصناعية في السوق، وما لها من آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع للدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية.

كما أن الأزمة المالية لا تتعلق إلا بالأسواق المالية، فإن توسعها وتفاقمها يؤدي إلى آثار مضرّة بالإقتصاد الحقيقي من خلال تضيق الائتمان وانخفاض الإستثمار، مما يجر إلى أزمة اقتصادية بل وحتى ركود اقتصادي وقد تتحول إلى أزمة إقليمية أو أزمة عالمية.

□ خصائص الأزمة المالية:

هناك مجموعة من الخصائص تشترك فيها كل الأزمات مهما اختلف شكلها، ويمكن أن نلخص بعضها فيما يلي¹⁴:

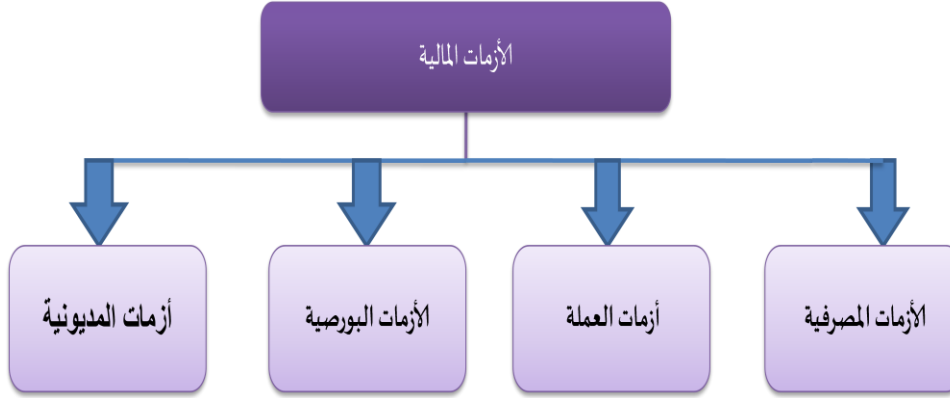
- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها والقوى المؤيدة أو المعارضة لها؛
- المفاجأة واستحواذها على الإهتمام لدى المؤسسات والأفراد، بالإضافة إلى نقص المعلومات وعدم دقتها؛
- مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متشابكة ومتصارعة؛
- تسبب في بدايتها صدمة ودرجة من عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة نظرا للضغط النفسي العالي والندرة في المعلومات أو نقصها؛
- تشكل حالة من القلق والتوتر الأمر الذي يضاعف من صعوبة اتخاذ القرار.
- وجود نقص واضح في البيانات المعلومات اللازمة أثناء وقوع الأزمة، مما ينعكس في صورة من عدم وضوح الرؤية لدى صنّاع القرار ومن ثم عدم القدرة على تحديد الإتجاهات السليمة لصناعة القرارات الفاعلة؛
- الأزمة تؤدي إلى أحداث مفاجئة كبرى وعنيفة عند وقوعها، تجذب انتباه جميع الأطراف ذات العلاقة بالمنظمة سواء كان ذلك على مستوى القطاع الإقتصادي أو الوحدة الإقتصادية لجميع أفراد المجتمع.

¹³ E. Barthalon: *Crisis financières : un panorama des explications*, Revue Problèmes Economiques, n° 2595, 16 décembre 1998, p 1.

¹⁴ عبد العزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية : الأسباب والعلاج، مرجع سابق، ص: 23.

II. أنواع الأزمات المالية وأسباب حدوثها

تختلف الأزمات المالية وتتنوع وفقا لمسبباتها وطبيعة القطاع الذي حدثت فيه، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين أربعة أشكال أساسية للأزمات المالية كالتالي:



□ الأزمة المصرفية:

تعرف الأزمات المصرفية على أنها " حالة عسر مالي تتعرض لها البنوك، تجبر البنك المركزي التدخل لضخ أموال إضافية لهذه البنوك أو إعادة هيكلة النظام المصرفي".

وتسمى أيضا الذعر المالي (Financial panic)، وهي عبارة عن " حالة من عدم الإستقرار تحدث نتيجة اختيار أحد المصارف وذلك عندما يقوم المقرضون (المودعون) قصير الأجل فجأة بسحب قروضهم (ودائعهم) من مقرض غير قادر على السداد".

ويرى البعض الآخر أن "الأزمة المصرفية تحدث عندما تكون الإلتزامات الموجودة في البنوك تفوق الأصول المقابلة لها لدرجة أن يكون دخل النظام المصرفي غير كاف لتغطية كافة نفقاته".

كما تعرف على أنها "ارتفاع مفاجئ وكبري يف سحبات الودائع من البنوك التجارية وينبع من الإنخفاض المتواصل في نوعية الموجودات المصرفية، فعندما تكون الودائع غير مضمونة يؤدي هذا إلى انخفاض نوعية محفظة القروض وتزايد القروض الرديئة غير العاملة مما يؤدي إلى حدوث أزمة مصرفية".

الأزمات المصرفية هي " مزيج معقد ومترايط من حالة الضعف الإقتصادي والمالي والهيكلي يتزامن في الغالب مع الإنسحاب المفاجيء لرأس المال الخارجي الأجنبي"¹⁵.

¹⁵ أوكيل نسيم، الأزمات المالية و إمكانية التوقفي منها و التخفيف من آثارها - مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا - أطروحة لنيل شهادة

دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/2008، ص: 88-89.

وتحدث أيضا عندما "يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من أحد البنوك إلى عجزها عن سداد التزاماتها، أو إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك، بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك". وتميل الأزمات المصرفية إلى الإستمرار وقتا طويلا من أزمات العملة، كما تحدث بالتزامن معها، ولها آثار قاسية على النشاط الإقتصادي .

➤ أسباب الأزمة المصرفية:

هناك عدة أسباب تؤدي الى نشوب الأزمات المصرفية سواء على مستوى الإقتصاد الكلي أو الجزئي نذكر منها¹⁶:

- **العملة المالية:** تعبر العملة المالية عن سلسلة التدفقات المالية المتصاعدة عبر الحدود والتي سببت سلسلة من الأزمات الإقتصادية المدمرة والتي عصفت بالعديد من الأسواق الناهضة في أواخر الثمانينات وفي التسعينات، فالعملة المالية لم تحقق الفائدة المرجوة بزيادة تقاسم المخاطر الدولية بل بالعكس أصبحت عامل سلبي على بعض الإقتصاديات.
- **التحرير المالي:** في حالة تحرير معدلات الفائدة يمكن للبنك أن يخسر الحماية التي وضعتها السلطات النقدية والتنظيمية والتشريعية، وكذلك دخول منافسين جدد يرفع من الضغط على البنوك بهدف التعامل الجدي مع الأنشطة المخاطرة، ما لم يتم تعزيز وتقوية أطر الرقابة والتنظيم قبل التحرير المالي في سنة 1995، حيث سجل الباحثين كامينسكي ورينهارت أن 18 أزمة مصرفية من أصل 25 أزمة حدثت بعد تحرير القطاع المالي بـ 05 سنوات.
- **ضعف الإنضباط المالي:** يمثل الإفتقار الى الإنضباط المالي أحد أهم الأسباب التي تؤدي إلى اندفاع الدول نحو الأزمات المصرفية، ويكون ذلك عندما لا تتوفر نفس المعلومات للجميع وحينها تنعدم الثقة بين تلك الأطراف المقرض والمقترض. هذا ينتج عنه معلومات غير متماثلة وهي تعرب عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين في النواحي المالية لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يرتتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم، وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة كما يترتب عليه تزايد المخاطر المعنوية في نفس الوقت تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد المجاني حيث لا يستطيع من لديه معلومات منع الآخرين من الإستفادة منها.

¹⁶ Jacques Gravereau et Jacques Trauman, *crises financières*, Edition Economica, 2001 pp 35-36.

■ تشوه نظام الحوافز: إن أي نظام صمم للحد من الصدمات والأزمات المالية والمصرفية، لن يعمل بنجاح إلا إذا كان القائمون عليه لديهم الحافز المهم لعدم تشجيع قبول المخاطر المتزايدة واتخاذ إجراءات تصحيحية في مرحلة مبكرة، ويجب أن يكون هناك إحساس مشترك لدى كل من أصحاب البنوك والمديرين والمقترضين وكذا السلطات الإشرافية بأن هناك شيئاً ما سيفقدونه إذا فشلوا جميعاً في العمل بالطريقة التي تتفق والتزاماتهم. حيث دلت التجارب العالمية أن الإدارة العليا في المصارف وقلة خبرتها كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية، وأن عملية تعديل هيكل المصارف وتدويل المناصب الإدارية لم تنجح في تفادي الأزمات أو الحد من آثارها.

■ تزايد التزامات البنوك وعدم تناسق آجال الاستحقاق: إذا كان معدل تزايد التزامات البنك عالياً وسريعاً مقارنة بحجم البنك نسبة إلى الاقتصاد الوطني وأرصدة الإحتياطات الدولية، وإذا ما اختلف تكوين هيكل أصول البنك عن هيكل التزاماته من حيث السيولة ومواعيد الإستحقاق، وإذا كان رأس مال البنك أو أرصدة الديون المشكوك في تحصيلها غير كاف لمواجهة تقلبات أصوله، وإذا كان الإقتصاد الوطني معرضاً لصدمات كبيرة من عدم الثقة، فإنه يمكن اعتبار ذلك بمثابة وصفة لتزايد هشاشة النظام المصرفي.

➤ قياس الأزمة المصرفية:

من المعايير المستخدمة في تحديد الأزمات المصرفية ما يلي¹⁷:

- نسبة القروض المدومة إلى مجموع القروض تتجاوز 10%؛
- إذا تجاوزت عملية إنقاذ البنوك من الإفلاس والإنهيار 11% من الناتج المحلي الخام؛
- إذا نتج عن الأزمة تأمين البنوك.

□ أزمة العملة:

حسب تعريف صندوق النقد الدولي (1998) تحدث أزمة العملة عندما "يؤدي هجوم مضاري على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها، أو عندما يجبر هذا الهجوم السلطات النقدية على زيادة معدلات الفائدة أو تكريس كميات كبيرة من الإحتياطيات الدولية للدفاع عن العملة"¹⁸؛

¹⁷ أحمد طلفاح، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التندفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، أبريل 2005، ص 7.

¹⁸ Osakwe. P , Shemabri. L, *Les crises de change et les régimes de change fixe depuis le début des l'années 1990*, revue de la banque du Canada, automne 1998, p : 24.

وتعرّف أيضا على أنها انخفاض حاد في قيمة العملة ناتج عن نقص الثقة في العملة المحلية يؤدي إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية الخارجة، وذلك نتيجة إتباع الحكومة لنظام سعر صرف ثابت مع قيامها بالتوسع في الإنفاق العام بصورة غير طبيعية مما يترتب عليه عجز كبير في الموازنة العامة، بحيث يمكن لهذا العجز أن يستمر إذا لم تقم الحكومة بإتباع سياسات نقدية توسعية تتمثل في إصدار النقد لتمويل هذا العجز، مما يؤدي حتما إلى تصاعد معدلات التضخم ومن ثم ارتفاع سعر الصرف الحقيقي وبالتالي تزايد عجز الميزان التجاري وميزان المدفوعات، ومع استمرار الوضع لفترة زمنية سوف تستنفذ الاحتياطات الدولية وبالتالي تصبح غير قادرة على الدفاع عن سعر صرف العملة المحلية مما يؤدي في النهاية إلى انهيار سعر الصرف الثابت.

➤ أسباب نشوب أزمة سعر الصرف:

هناك مجموعة من العوامل والأسباب التي ساعدت على نشوب أزمة سعر الصرف وهي¹⁹:

- __ الإنخفاض في القيمة الإسمية للعملة؛
- __ ارتفاع العجز في ميزان المدفوعات وهذا راجع للعجز في الميزان التجاري؛
- __ الزيادة الكبيرة في منح الإئتمان المحلي والزيادة في النفقات العامة؛
- __ الإضطرابات السياسية وحوادث الشعب؛
- __ خروج رؤوس الأموال بأحجام كبيرة (الأموال الساخنة)؛
- __ الانخفاض الشديد في سعر الصرف نتيجة لعمليات المضاربة على سعر الصرف؛
- __ ارتفاع معدلات التضخم؛
- __ انخفاض الإستثمار الأجنبي؛
- __ ارتفاع أسعار الفائدة العالمية.

➤ قياس أزمة العملة:

طُرِح مفهوم مؤشر الضغط المضاربي (EMPI) لأول مرة من قبل Roper و Girton سنة 1977، إذ قاما بإنشاء هذا المؤشر من خلال الجمع بين التغيرات في الإحتياطات الأجنبية والتغيرات في أسعار الصرف، ثم قام

¹⁹ (19) بريري مُجد أمين، الإختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الإقتصادي في ظل العولمة الإقتصادية : دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2011، ص: 77.

بتطويره كل من Boyer سنة 1978، Roper و Turnovsky سنة 1980، وذلك في إطار نموذج إقتصاد صغير مفتوح تم فيه تحديد دالة رد فعل البنك المركزي وجعل أوزان المكونات غير متماثلة.²⁰ فإذا اعتبرنا مؤشر الضغط المضاربي للبلد (i) وفي الفترة (t) يرمز له بالرمز (EMPI_t)، فيمكن كتابته على الشكل التالي⁽²¹⁾:

$$EMPI_{i,t} = \alpha \frac{\Delta ER_{i,t}}{ER_{i,t}} - \beta \frac{\Delta RF_{i,t}}{RF_{i,t}} + \gamma \Delta ID_{i,t}$$

بحيث يمثل المقدار $(\frac{\Delta ER_{i,t}}{ER_{i,t}})$ و $(\frac{\Delta RF_{i,t}}{RF_{i,t}})$ نسبة التغير في سعر الصرف الإسمي الفعال ونسبة التغير في احتياطي الصرف الأجنبي على التوالي، في حين يمثل المقدار $(\Delta ID_{i,t})$ سعر الفائدة التفاضلي أي الفرق بين سعر الفائدة المحلي قصير الأجل وسعر الفائدة للولايات المتحدة الأمريكية.

أما الأوزان α و β و γ فتمثل مقلوب الإنحراف المعياري للتغير في كل من العناصر الثلاث السابقة وذلك لمنع أي مكون من المكونات الثلاث السيطرة على المؤشر، وتحسب كالتالي:

$$\alpha = \frac{1}{\sigma(\Delta ER_t)} , \quad \beta = \frac{1}{\sigma(\Delta FR_t)} , \quad \gamma = \frac{1}{\sigma(\Delta ID_t)}$$

الملاحظ أن التغير في أسعار الصرف وأسعار الفائدة لها علاقة موجبة في حين التغير في الإحتياطات ذات علاقة سالبة، بحيث يساهم الانخفاض في أسعار الصرف والزيادة الحادة في أسعار الفائدة والانخفاض في الإحتياطات إلى الرفع من مؤشر ضغط سوق الصرف.

وبشكل عام، تعمل السلطات النقدية على مواجهة إختيار العملة وذلك بإتخاذ بعض السياسيات كالرفع من مستوى أسعار الفائدة أو شراء العملة المحلية من سوق الصرف الأجنبي، لذلك فمؤشر الضغط المضاربي يشير إلى توترات سوق الصرف الأجنبي بشكل أفضل من حركة أسعار الصرف ومن ثم فهو يساهم في تزويد صناع القرار بالتوقيت المناسب لمواجهة هجمات المضاربة والعدوى التي انتقلت من البلدان المجاورة⁽²²⁾.

²⁰ Gilal M.A, *Exchange market pressure and monetary policy: A case study of Pakistan*, PhD thesis in Economics, University of Glasgow, December 2011, p: 12-15.

⁽²¹⁾ Eichengreen B, Rose A.K & Wyplosz C, *Contagious Currency Crises*, NBER Working Paper , N°: 5681, Cambridge, 1996, p: 21-22.

⁽²²⁾ Tomoe.M et Ping.W, *The determinants of vulnerability to currency crises: Country-specific factors versus regional factors*, the paper presented at the 8th Annual Meeting of the European Economics and Finance Society (EEFS), Poland, 2009, p: 8.

□ الأزمة البورصية

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة لما يعرف اقتصاديا "بظاهرة الفقاعة"، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو غير مبرر. وبالتالي نلاحظ أن الأزمة البورصية يمكن أن تعبر عن ذلك التباعد ما بين القيمة السوقية والقيمة الأساسية للأصل أو لمؤشر البورصة والتي تنهار في فترة زمنية معينة، أم إلى ذلك التطور السريع والكبير لقيمة الأصول المسعرة في البورصة.

تحدث أزمة أسواق المال "عندما ترتفع أسعار الأصول ارتفاعا يفوق القيمة العادلة لهذه الأصول وبصورة غير مبررة، وهذا الإرتفاع يعرف بظاهرة الفقاعة، حيث يحدث هذا الإرتفاع غير العادل في أسعار الأصول عندما يكون الدافع للشراء هو تحقيق الربح الناتج عن ارتفاع الأسعار، وليس بسبب قدرة هذه الأصول على توليد الدخل".

كما تحدث الأزمة البورصية عندما "يتعاضم الإتجاه نحو بيع هذه الأصول فتبدأ الأسعار في التراجع والهبوط تنتهي بحالة انهيار، وتمتد آثار ذلك الى أسعار الأصول الأخرى لنفس القطاع أو ربما تمتد أيضا الى القطاعات الأخرى".²³

➤ أسباب الأزمة البورصية:

يعود سبب حدوث أزمة في أسواق المال إلى مجموعة من الأسباب يمكن حصرها في ما يلي²⁴:

- الفقاعات المضاربة : الإرتفاع المستمر لسعر الأصل والذي يتميز بالتباعد الكبير بين القيمة الأساسية لذلك الأصل مع قيمته السوقية.
- عدم تناظر المعلومات : يشير عدم تناظر المعلومات عن ذلك "الموقف الذي يكون فيه أحد الأطراف المتعاملين في النواحي المالية لديه معلومات أكثر من الآخرين، مما يترتب على ذلك أن الطرف الثاني لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة.

وتقاس الأزمة البورصية من خلال مؤشرات الأزمة البورصية المتمثلة في:

$$CMAX_t = X_t / \max X (X_{t_j} / j= 0.1.2.....T)$$

²³ فريد كورنل، الأزمة المالية العالمية وأثارها على الإقتصادات العربية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2008، ص: 4.

²⁴ E. Barthalon: *Crises financières : un panorama des explications*, Revue Problèmes Economiques, n° 2595, 16 décembre 1998, p 3.

بحيث: T قيمة مؤشر البورصة في الفترة X_t

□ أزمة المديونية:

تحدث أزمة المديونية عندما "يتوقف المقترض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة."²⁵ وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) أو بدين سيادي (عام)، وتؤدي المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته إلى تراجع حاد في تدفقات رأس المال الخاص، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي، ومن أمثلة ذلك أزمة المديونية لسنة 1982 في بلدان أمريكا اللاتينية.

كما يقصد بها الديون المترتبة على الحكومات ذات السيادة، وتتخذ أغلب هذه الديون شكل سندات فعندما تقوم الحكومات بإصدار سندات فإنها تسلك سبيلين لا ثالث لهما، فإما أن تطرح الحكومات سندات بعملتها المحلية، وغالبا ما تكون هذه السندات موجهة نحو المستثمرين المحليين وفي هذه الحالة يسمى الدين **دينا حكوميا** أو تقوم الحكومة بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير عملتها المحلية، وغالبا ما تكون عملة دولية مثل الدولار أو اليورو، وفي هذه الحالة يطلق على الدين **دينا سياديا**. وهي أزمات تعني بلد أو مجموعة من البلدان أصبحت غير قادرة على خدمة ديونها الخارجية.

أما المديونية الخارجية على وجه الخصوص ليس لها تعريف دقيق، و لكن هناك تعريف انفردت به ثلاث هيئات دولية هي صندوق النقد الدولي، البنك العالمي، منظمة التعاون والتنمية و قد اقترحت سنة 1984 ومضمونه أن "المديونية الخارجية الإجمالية تساوي في تاريخ محدد إلى مجموع الإلتزامات التعاقدية الجارية التي تسمح بتسديد المقيمين لدولة ما إزاء غير المقيمين و المستوجبة ضرورة دفع الأصل (رأس المال) مع أو بدون فوائد أو دفع الفوائد مع أو بدون تسديد الأصل"²⁶.

➤ أسباب حدوث أزمة المديونية

هناك عدة تعريفات لشرح هذه الوضعية يمكن حصرها في أسباب داخلية و أخرى خارجية تعود إلى خلل في السياسات الداخلية، إن تصاعد المديونية للدول النامية يعكس غياب الإستخدام الأمثل للقروض والعجز عن تنمية الطاقة التصديرية لهذه الدول، ويمكننا التعرض للأسباب التي أدت إلى المديونية فيما يلي²⁷:

²⁵ آمال قحارية، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا محور العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، العدد 03، ديسمبر 2005، ص 136.

²⁶ كريستيان ملدر، عين العاصفة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002، ص:6.

²⁷ أبو شرار علي عبد الفتاح: الاقتصاد الدولي، دار المسيرة، عمان، 2007، ص ص 225-230.

- **العجز في ميزان المدفوعات:** يقر صندوق النقد الدولي بأن أزمة الديون الخارجية للبلدان النامية تتبع أساساً من وجود إفراط في الطلب الكلي الناجم عن أخطاء السياسات الاقتصادية والذي ينعكس في وجود اختلال داخلي يتمثل في زيادة الطلب الكلي على العرض الكلي للسلع والخدمات مما يؤدي إلى عجز كبير في الموازنة العامة، وآخر خارجي يتمثل في زيادة الواردات عن الصادرات ومن ثم في عجز الموازين التجارية والحسابات الجارية والذي يؤدي إلى الاقتراض الخارجي ومن ثم تراكم الديون.
- **هروب رؤوس الأموال:** أهم القنوات التي تؤدي إلى هروب رؤوس الأموال نذكر المبالغة في الفوترة عند الإستيراد والتقليل منها عند التصدير، وجود عملية استيراد زائفة، تقاضي عمولات في شكل نسب محددة من قيمة البعض من الصفقات المالية والتجارية مقابل تمكين أطراف أجنبية من الفوز بها، كما يمكن أن يتم التهريب من خلال سوق الصرف الموازية، بحيث تزداد أهمية مثل هذه الآلية بقدر ما تكون للبلد يد عاملة مهاجرة أكثر.
- **سوء توظيف القروض:** لتحقيق المديونية يجب أن تستعمل الدولة المقرضة الأموال الداخلة إلى الوطن من الخارج في تمويل أنشطة لها معدل مردودية عالية وهذا لضمان خدمات المديونية، و لكن الإخلال بهذه القواعد أي استعمال القرض في أنشطة عقيمة الإنتاج و الربحية، أو الأنشطة الإدارية التي لا تسمح بجلب العملة الصعبة يؤدي إلى تفاقم الأزمة، ففي هذه الحالة القروض ليس لها أثر على المدى الطويل أي تفتقر لإستراتيجية واضحة لاستغلال القرض استغلالاً أمثلاً.
- **الدور التداخلي للدولة والاقتصاد المزدوج:** إن حكومات الدول النامية دعمت دورها ومراقبتها على مختلف أوجه الحياة الاقتصادية فتدخل السلطات العمومية باستمرار في مجالات الانتاجية والمالية والإنفاق العمومي أصبح واضحاً منذ وقت طويل، إضافة إلى مركزية القرارات المتعلقة بتحرير وتشغيل نظام الأسعار. فتبذير الموارد و عدم فعالية القطاع العام في تحديد مختلف الإعفاءات الضريبية الملائمة للاستثمار في الصناعة، كل هذا أظهر بأن تدخل الدولة لم ينجح في ترقية المشاريع الاقتصادية الممولة. فتحت ضغط الحكومات أصبحت البنوك تمنح قروضا للمؤسسات العمومية والقطاعات ذات الأولوية بأسعار هي في الواقع أقل من تلك السائدة في السوق ولكن الفارق بيني التكلفة للقروض وعوائدها هو في الغالب ضعيف جداً لتغطية تكاليفها وكثير من هذه القروض لم يتم تسديدها.
- **الحروب و تزايد النفقات العسكرية.**
- **أما الأسباب الخارجية لأزمة المديونية فتتمثل في ارتفاع أسعار الفائدة، انخفاض الأسعار العالمية للمواد الخام، آثار الركود التضخمي السائد في معظم الدول الرأسمالية.**

➤ قياس أزمة المديونية:

يصنف تقرير التمويل التنموي على مستوى العالم الذي يصدره البنك الدولي تحديد مديونية الدول وفق مؤشرين رئيسيين هم²⁸:

نسبة القيمة الحالية لإجمالي خدمة المديونية أي الأصل والفوائد إلى الصادرات

التي تشمل السلع والخدمات وتحويلات المهاجرين، ويعتمد البنك على قيمة الصادرات لأنها تعكس قدرة البلد على توفير العملات الأجنبية لخدمة ديونه.

نسبة القيمة الحالية لإجمالي خدمة المديونية أي الأصل والفوائد إلى الدخل الحكومي

ويتم اعتماد الدخل القومي باعتباره المعيار الأساسي لقياس قدرة الاقتصاد الوطني على توليد الدخل وتحمل أعباء المديونية

²⁸ العباس بلفاسم: إدارة الديون الخارجية، مجلة جسر التنمية، سلسلة عربية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، 114

الكويت، العدد 30، 2004، ص7

الفصل الثالث: مدخل للأزمات الاقتصادية

- مدخل للدورات الاقتصادية
 - تعريف الدورات الاقتصادية
 - مراحل حدوث الدورات الاقتصادية
 - أنواع الدورات الاقتصادية
- مدخل للأزمات الاقتصادية
 - مفهوم الازمات الاقتصادية
 - أنواع الأزمات الاقتصادية
 - الخصائص المشتركة للأزمات الاقتصادية

مقدمة الفصل:

يبين لنا التاريخ الإقتصادي أن الإقتصاد لا ينمو أبدا بطريقة سلسلة متناسقة، فسنوات من التوسع والإزدهار الإقتصادي ستلوها سنوات من الركود الإقتصادي أو حتى الذعر والإنهيار. ويطلق على هذه التقلبات المتعاقبة في أوضاع الإقتصاد الكلي مصطلح "الدورات الإقتصادية". وهي ظاهرة ملازمة للنشاط الإقتصادي منذ القدم، ولكن مظاهرها أصبحت أكثر تعقيدا منذ ظهور الثورة الصناعية في أوروبا، وأصبحت سمة مميزة لاقتصاديات السوق المتقدمة.

□ الأهداف التعليمية:

- فهم المصطلحات المرتبطة بالدورات الإقتصادية؛
- التعرف على أنواع الدورات الإقتصادية وكذا الأزمات الإقتصادية
- الإلمام بالنظريات المفسرة للدورات الإقتصادية

I. مدخل للدورات الاقتصادية

بما أن الأزمة الدورية تشغل مركز الصدارة بين الأزمات الاقتصادية التي تعترض الإقتصاد الرأسمالي، و أن الأزمة هي المرحلة التأسيسية للدورة الاقتصادية، أي المرحلة التي تحدد إلى درجة كبيرة مسار التطور اللاحق والملامح الرئيسية للدورة التالية. لذلك لا بد في البداية من الحديث عن طبيعة الدورة الاقتصادية (Le Economique Cycle) الملازمة للإقتصاد الرأسمالي، وخصائصها والمراحل التي تمر بها، ومن ثم الانتقال إلى الحديث عن الأزمة الاقتصادية (La Crise Economique) بوصفها إحدى مراحل هذه الدورة.

□ تعريف الدورة الاقتصادية:

هناك عدة تعريفات للدورة الاقتصادية، تختلف باختلاف أسباب ظهورها ومراحلها، وأهم هذه التعريفات تعريف كل من "آرثر بارن" و"ويسلي ميتشال" (Burns Arthur and' Mitchell Wesley 1946) حيث يشير هذا التعريف إلى أن "الدورة الاقتصادية هي نوع من التقلبات التي تحدث في النشاط الاقتصادي الكلي للبلدان التي يتم تنظيم العمل فيها أساسا في إطار المؤسسات"، و تتألف الدورة من توسعات تظهر تقريبا في نفس الوقت في عديد النشاطات الاقتصادية، تتبعها حالات عامة من الركود، الإنكماش والانتعاش والتي تندمج في مرحلة التوسع للدورة القادمة. وهذه السلسلة من التغيرات تكون متكررة وليست دورية، ومن حيث مدتها تتراوح مدة الدورة الاقتصادية بين أكثر من عام إلى حوالي اثني عشر عاما.

كما يعرفها روبرت لوكا (Lucas Robert (1977), بأنها: " تلك التحركات في الدخل الوطني الإجمالي حول الإتجاه العام للنشاط الاقتصادي الكلي، وهذه التحركات غير منتظمة من حيث مدتها وعمقها". فهو يرى أن الدورات الاقتصادية التي تتصف بتلك الدورية وذلك الإنتظام الذي وصفها به الإقتصاديون التقليديون. لهذا نجده يأخذ بمصطلح التقلبات الاقتصادية بدلا من مصطلح الدورات الاقتصادية.²⁹

من خلال المفاهيم السابقة يمكن القول أن: "الدورة الاقتصادية تتمثل في التقلبات في اتجاه المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل الناتج الكلي، البطالة والتضخم، حيث تكون هذه التقلبات في صورة موجات متتالية من التوسع تحدث في ذات الوقت لمجموعة كبيرة من الأنشطة الاقتصادية، تتبعها نقطة التحول العليا (القمة) ثم تليها حالة من الركود ثم نقطة التحول الدنيا (القاع) والتي تدخل النشاط الاقتصادي في مرحلة توسع جديدة، هذه

²⁹ نادية العقون، محاضرات في مقياس الأزمات الاقتصادية والمالية، جامعة باتنة 1، 2019، ص 2.

الموجات متكررة الحدوث ولكن ليس بصورة منتظمة، وتختلف عن بعضها من حيث المدة والحدة في التقلبات" كما أن هذه التغيرات التي تحدث لمستوى النشاط الإقتصادي تمتد عبر فترات زمنية وليس خلال مدة مؤقتة".

وعليه يجب أن نفرق بين تلك التغيرات التي تتسبب في حدوث دورات الإقتصادية، والتغيرات الأخرى التي يتعرض لها النشاط الإقتصادي بصفة مؤقتة خلال مواسم معينة، وغالبا في الأخير، تجدر الإشارة إلى أن الإقتصاد الرأسمالي يخضع لقانون التطور الدوري الذي ينتقل فيه من حالة الإلتعاش إلى الكساد عبر الأزمات، ليعود فينهض من جديد، حيث تمثل الأزمة نقطة النهاية لدورة اقتصادية مضت ونقطة البداية لدورة اقتصادية جديدة. وأن هناك اختلافا بين الأزمات الإقتصادية والدورات الإقتصادية، إذ تعرف الأزمات الإقتصادية بأنها: "اضطراب عنيف ومفاجئ يطرأ على التوازن الإقتصادي في بلد أو عدة بلدان"، في حين أن الدورة تدل على "الإنتظام في التعاقب الذي تخضع له الظواهر الطبيعية"³⁰

□ مراحل الدورة الإقتصادية:

إن تحديد المراحل المختلفة للدورة الإقتصادية قد تطور تطورا واضحا، حيث أنه في السنوات الأولى من القرن العشرين تم تعريف الدورة الإقتصادية على أنها تعاقب للمراحل التالية: أزمة فكساد ثم انتعاش ورواج.

وبعد ذلك أصبح مصطلح الركود أكثر استخداما من مصطلح الأزمة. ومنذ أربعينات القرن العشرين أصبحت معظم الدراسات تعتبر أن الدورة الإقتصادية تتكون من مرحلتين أساسيتين وهما: مرحلة التوسع و مرحلة الركود، ونقطة التحول العليا(القمة) ونقطة التحول الدنيا (القاع)، حيث اكتسبت الدورة الإقتصادية سمات جديدة منذ نهاية الحرب العالمية الثانية نتيجة لتدخل الدولة في النشاط الإقتصادي، إذ تم استبعاد حالات انخفاض الإنتاج الحادة وكذلك تخفيف حدة الأزمة. وفيما يلي نتناول أهم مراحل الدورة الإقتصادية:³¹

➤ مرحلة الرواج(Boom):

ويطلق عليها نقطة التحول العليا (القمة)، وهي أعلى نقطة في الدورة الإقتصادية ، تتسم بارتفاع مطرد في الأسعار، وتزايد حجم الإنتاج الكلي وحجم الدخل والتوظيف بمعدل سريع، وتكون توقعات المستهلكين والمنتجين حول المستقبل القريب متفائلة إلى حد كبير. وعندها يتم استغلال كافة الطاقات الإنتاجية (التوظيف الكامل)، بل قد تظهر الحاجة إلى أنواع معينة من العمالة (الماهرة)، وكذلك نقص في بعض أنواع المواد الخام الأساسية، وتسعى

³⁰ Jacques pavoine, *les trois crises du xx^e siècle*, Edition Ellipses, 1994, p 08.

³¹ صامويل عبود، *الإقتصاد السياسي للرأسمالية*، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، ص 86.

البنوك المركزية حينها لرفع أسعار الفائدة وبيع السندات الحكومية لكبح جماح التضخم وسحب الفائض النقدي من الإقتصاد .

➤ مرحلة الركود أو الإنكماش (Recession):

يعرف الركود بأنه فترة تراجع كبير في النشاط الإقتصادي، و تشهد هذه المرحلة انخفاضا ملحوظا في الطلب الكلي مما يؤدي إلى حدوث تراكم في المخزون السلعي يدفع المنتجين إلى خفض الإنتاج وبالتالي هبوط الإستثمار، وانخفاض مستويات الأسعار، والتشغيل، والمداخيل الأرباح، وتتراكم الطاقات الإنتاجية غير المستغلة، وتبدأ بعض الإستثمارات في مواجهة صعوبات محاضرات في مقياس الأزمات الإقتصادية والمالية، وكثيرا من فترات الركود تنقضي بسرعة لتفسح المجال لفترة التوسع، وبعض فترات الركود إذا لم يجد لها علاجا سريعا قد تطول وتتحوّل إلى كساد.

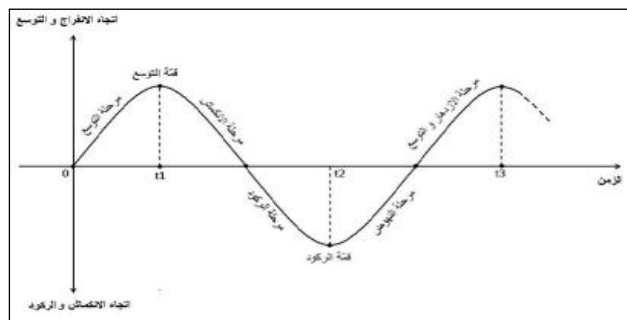
➤ مرحلة الكساد (Depression):

وتسمى نقطة التحول الدنيا (القاع) (Trough) وهي أدنى نقطة في الدورة الإقتصادية، حيث تتجاوز نسبة التراجع في الناتج المحلي الإجمالي 10% وعندها تنتهي مرحلة الركود لتبدأ مرحلة التوسع، وتشهد هذه المرحلة أعلى المستويات من البطالة، مع انخفاض حاد في مستويات الطلب الكلي، وتكون مستويات الأرباح منخفضة، أو سالبة، و تصبح توقعات المستهلكين والمنتجين حول المستقبل القريب متشائمة، وأو ما يجعل رجال الأعمال غير مستعدين للقيام باستثمارات جديدة، بالإضافة إلى كساد التجارة وانخفاض مستويات الأسعار .

➤ مرحلة التوسع (Recovery):

وقد سماها البعض مرحلة الإستعادة وفي هذه المرحلة يميل مستوى النشاط الإقتصادي إلى النمو ببطء، وينخفض سعر الفائدة مع زيادة ملحوظة في الإئتمان المصرفي، كما يتضاءل المخزون السلعي، تزايد مستويات الإنتاج، انخفاض مستوى البطالة وارتفاع ضئيل في الأسعار، وتصبح التوقعات جيدة حول تحقيق الأرباح في المستقبل القريب، مما يدفع المنتجين إلى تنفيذ مزيد من الإستثمارات، وعندما يستمر التوسع في النشاط الإقتصادي يدخل في مرحلة تسمى الإزدهار (Prosperity) إلى أن يصل إلى القمة.

الشكل رقم (1): المراحل التي تمر بها الدورة الإقتصادية



المصدر: صامويل عبود، الإقتصاد السياسي للرأسمالية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 87.

II. مفهوم الأزمة الاقتصادية وأنواعها

يمكن اعتبار الأزمة كظاهرة وهي بهذا المعنى تعرف بنتائجها أو مظاهرها : إختيار بورصة، مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة أو بطالة دائمة مثلا، هذا النوع من التعريف يحمل في طياته نقصا لا يمكن تجاهله، فهو يظهر من تحليل الأزمات ضبابية مصطنعة برد الأزمة الى أسبابها المحتملة."

إلا أنه لمن المهم التفريق بين الأزمة الاقتصادية والأزمة المالية، فالروابط بين الأزمة المالية و الأزمة الاقتصادية معقدة، ليست كل الأزمات المالية متبوعة بأزمات اقتصادية.

□ تعريف الأزمة الاقتصادية:

تعبر الأزمة الاقتصادية عن فترة انقطاع في النمو الإقتصادي، لا بل حتى انخفاض الإنتاج وهي فترة يكون فيها النمو الفعلي أدنى من النمو المحتمل، فهي حالة حادة من المسار السيء للوضع الإقتصادي للبلاد أو لإقليم أو للعالم ككل، تبدأ عادة جراء انهيار أسواق المال ترافقها ظاهرة جمود أو تدهور في النشاط الإقتصادي، تتميز بالبطالة، الإفلاس، التوترات الإجتماعية وانخفاض القدرة الشرائية.

فحسب Kendelberger فإن الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية تربطهما علاقة قوية، فالدخول في ركود يتزامن غالبا مع أزمة في النظام المصرفي المالي من خلال شح في عروض التمويل، وانحيار أسعار الأصول المالية وافلاس القطاع البنكي. كما أن الأزمة المالية قد تتحول إلى أزمة إقتصادية، إلا أن هذه الأخيرة ذات أبعاد أشمل وأوسع نطاقا.

أما الأزمة الاقتصادية فإنها بالإضافة إلى ما سبق تمس المتغيرات أو الجوانب الحقيقية للاقتصاد كإنخفاض الإنتاج بكافة أنواعه (الصناعي، الزراعي، الخدماتي) والعمالة (بطالة دائمة) والأسعار (انكماش أو تضخم) أو انكماش في التجارة الداخلية و الخارجية. ويمكن أن تؤدي الأزمة المالية إلى أزمة إقتصادية في إقتصاد دولة ما و أحيانا إلى أزمة إقتصادية عالمية إذا كانت ذات وزن إقتصادي كبير كالولايات المتحدة الأمريكية³².

وقد لا تؤدي بالضرورة إلى أزمة إقتصادية كما بين التاريخ الإقتصادي و هذه النقطة بالذات معقدة، حيث تزول الأزمة المالية تلقائيا بتأثير قاعدة العرض و الطلب (التوازن التلقائي) أو بواسطة تدخل السلطات المالية للبلد وهذا كله حسب ظروف البلد الإقتصادية السابقة للأزمة، فالبلدان التي تعاني مديونية خارجية مثلا، تكون

³² Jacques Graveriau et Jacques Trauman, *crises financières*, Edition Economica, 2001 pp 35-

إمكانية تحول الأزمة المالية إلى أزمة إقتصادية كبيرة . والعكس تنقص إمكانية التحول في البلدان ذات الإقتصاد المتوازن و السليم.

□ أنواع الأزمات الإقتصادية:

كانت الأزمات الإقتصادية في التشكيلات الإقتصادية الإجتماعية التي سبقت الرأسمالية تحمل طابعاً مختلفاً عن الأزمات التي حدثت في عصر الرأسمالية، فقد كانت الأزمات تنجم في السابق عن كوارث طبيعية عفوية، كالجفاف والظوفان والجراد وغيرها من الآفات، كما كانت تنجم عن أحداث من صنع الإنسان كالحروب والغارات التي كانت تدمر كل شيء، وتصيب القوى المنتجة بالخراب، وتنتشر المجاعات والأوبئة فتقتل الكثير من الناس.

وكانت هذه الأزمات، التي تسمى «أزمات ضعف الإنتاج»، تنجم عن أسباب غير نابعة مباشرة من جوهر أسلوب إنتاج معين . وقد أشار تقي الدين المقرزي (764هـ، 845هـ) إلى معظم الأزمات الإقتصادية التي حدثت في مصر على مر العصور، وحدد أهم الأسباب التي نشأت عنها ما كان منها بسبب الطبيعة (كإنخفاض منسوب النيل، وانحباس المطر، والآفات التي تصيب المحاصيل) أو بسبب سلوك الإنسان وتصرفه كالفتن والاضطرابات وتفشي الرشوة وغلاء دور السكن وإرتفاع أجورها وإنخفاض قيمة النقود.

وفي العصر الحديث انفجرت أول أزمة ذات صفة دورية واضحة في إنكلترا عام 1825 ، وأدت هذه الأزمة إلى تقليص الإنتاج، وحدثت إفلاسات كثيرة، وحدثت أزمة تسليف ونقد، وتراجع التصدير، وانتشار البطالة والفقير.

أما أزمة الإنتاج الدورية التالية فقد ظهرت في النصف الثاني من عام 1836، وشملت جميع فروع الصناعة في إنكلترا، وأدت إلى هبوط شديد في حجم التصدير، ثم بدأت مرحلة ركود طويلة إمتدت حتى عام 1842، ثم أزمة سنة 1847 تبعتها أزمة أسواق مالية في الولايات المتحدة سنة 1857، ثم اندلعت أزمة إقتصادية كبيرة في عام 1873 شملت حتى ألمانيا و النمسا، وظهرت أزمة أخرى في عام 1882، وأزمة تالية في عام 1890 وانتشرت أزمة كبيرة في أوروبا في عام 1900، تلتها أزمة عام 1907 وأزمة 1913 و أزمة عام 1921. أما أعنف أزمة حدثت في القرن العشرين فهي أزمة 1929 - 1933 التي هزت العالم، وكانت لها سمعة مدوية، وتلتها أزمة 1974 - 1975 التي أعلنت ولادة مرحلة جديدة من مراحل تطور الرأسمالية.

والأزمة التي كانت في جوهرها أزمة إفراط في الإنتاج وعدم قدرة السوق على استيعابه صارت تأخذ شكل الركود الممتد لا شكل دورة الانتعاش والركود.

ويمكن كذلك تمييز ثلاثة أنواع من الأزمات الاقتصادية التي يتعرض لها الإقتصاد الرأسمالي وهي: الأزمة الدورية، والأزمة الوسيطة، والأزمة الهيكلية

➤ الأزمة الدورية : (أزمة فيض الإنتاج)

التي تدعى أحياناً «الأزمة العامة» فتصيب تكرار الإنتاج، وتشمل كل عملية تكرار للإنتاج، أو الجوانب الرئيسة فيها: الإنتاج والتداول، الإستهلاك والتراكم. وهذا يعني أن الهزات التي تتولد عن الأزمة الدورية تكون أكثر عمقاً إذا ما ووزنت بغيرها من الأزمات.

➤ الأزمة الوسيطة:

فأقل اتساعاً وشمولاً، ولكنها مع ذلك تمس جوانب ومجالات كثيرة في الإقتصاد الوطني. وتحدث هذه الأزمات نتيجة لإختلالات وتناقضات جزئية في عملية تكرار الإنتاج الرأسمالي، فالأزمات الوسيطة لا يمكن أن تحمل طابعاً عالمياً على النحو الذي يميز الأزمات الدورية العالمية لفيض الإنتاج.

➤ الأزمة الهيكلية:

فتشمل في العادة مجالات معينة أو قطاعات كبيرة من الإقتصاد العالمي، منها، على سبيل المثال، أزمة الطاقة وأزمة المواد الخام، وأزمة الغذاء، وغيرها. فالأزمات في الفروع الصغيرة، ولو إستمرت مدة طويلة، لا يمكن أن تصبح أزمات دورية، لأنها لا تمس جميع جوانب الإقتصاد الأخرى وقطاعاتها.

. ويعتقد أغلب الإقتصاديين بضرورة التفريق بين الأزمات الدورية والوسيطة والهيكلية، مستنديين في ذلك إلى عدد من المعايير، أهمها حتمية ظهورها في سياق الدورة الاقتصادية أو عدم حتمية ذلك، وكذلك عمق الأزمة وأثرها في الأطر الوطنية، ثم شمولها أو عدم شمولها كل قطاعات الإقتصاد الوطني³³.

³³ إ. بلجوك، تعريب علي مُجدّ تقي عبد الحسين القزويني ، الأزمات الاقتصادية للرأسمالية المعاصرة ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1981

الفصل الرابع: الفكر الإقتصادي للأزمات المالية

- ❑ التفسير الكلاسيكي للأزمات المالية
- ❑ التفسير الماركسي للأزمات المالية
- ❑ تفسير هايك للأزمات
- ❑ التفسير الكنزي للأزمة
- ❑ تفسير الأزمة عند النقديين
- ❑ التفسيرات الحديثة للأزمات (نظرية مانسكي)

مقدمة الفصل:

إن الأزمات المالية والإقتصادية ليست بالظاهرة الجديدة فقد كانت ولا تزال العديد من النظريات الإقتصادية تحاول دائما البحث في مسبباتها وتقديم تفسير لها. لذلك سنحاول من خلال هذا المحور التطرق لأبرز المساهمات التي قدمتها المدارس الفكرية في محاولة لتفسير الأزمات.

□ الأهداف التعليمية:

- التعرف على الإسهامات التي قدمتها المدارس الفكرية لتفسير الأزمات؛
- استخلاص أوجه الإختلاف بين هذه النظريات؛
- محاولة فهم كيفية حدوث الأزمات.

I. التفسير الكلاسيكي للأزمات المالية:

كان رواد المدرسة الكلاسيكية من الأوائل الذين حاولوا اعطاء تفسيرات لكيفية حدوث الأزمات المالية والإقتصادية ومعرفة أسباب حدوثها.

التفسير الكلاسيكي للأزمات المالية
<p>ظهرت المدرسة الكلاسيكية (1776-1871) نتيجة للتطورات التي حدثت في الحياة الاقتصادية والاجتماعية الأوروبية .</p> <p>وقد رافق ظهور هذه المدرسة تورتان أساسيتان هما الثورة العلمية والثورة الصناعية. واللذان كانتا عاملين في دعم أفكارها وهيمنت نظريات التيار الكلاسيكي على الفكر الاقتصادي في بريطانيا إلى غاية 1870 .</p>
<p>1- ادم سميث (1723-1791) يعتبر مؤسس المدرسة الكلاسيكية وأب الاقتصاد وأن كتابه ثروة الأمم يمثل بداية جديدة في التحليل الاقتصادي القائم على:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ تقسيم العمل ■ توافق المصالح ومحدودية دور الدولة ■ توزيع الدخل

فجاء جون ساي من خلال "قانون المنافذ" ليؤكد فكرة استحالة الأزمات، والذي يتلخص في أن كل عرض يخلق الطلب الخاص به، حيث يفترض هذا القانون أن النظام الرأسمالي مزود في حالة الأداء الحر دون تدخل الدولة بآلية تخلق له التوازن التلقائي، وهذه الآلية تستند إلى دور اليد الخفية التي تضمن الضبط الآلي للحياة الإقتصادية. وهناك سببان لحدوث الأزمات:

- **السبب الأول:** إذا كانت كمية النقود الورقية لا تتوافق وكمية الذهب الموضوعة كاحتياطات في البنوك المصدرة للعملة، فإنها تتعرض إلى مخاطر.
- **السبب الثاني:** يتمثل في تدخل الدولة في المجال النقدي

و إذا إستثنينا قانون ساي كما فعل مالتوس و سيسموندي، فيرى مالتوس أن أزمات إفراط الإنتاج تنتج عن إفراط في الإدخار أي وجود قدرة شرائية و لكن غياب الرغبة الشرائية، و التي تؤسس لنظرية الإستهلاك الناقص الرأسمالي. وبالنسبة لسيسموندي أزمات إفراط الإنتاج تنتج عن عدم إمكانية الإستهلاك أي وجود الرغبة الشرائية و لكن غياب القدرة الشرائية و التي تؤسس لنظرية الإستهلاك الناقص للطبقة العاملة.

فتحليلاتهم سمحت بإثارة مشكلة الربط بين الإستهلاك والإنتاج طارحين أيضا مشكلة الطلب الفعال و الأزمات التي ولدت في ظاهري الإستهلاك و التوزيع³⁴.

³⁴ Philippe Gilles, *crises et cycles économiques*, Edition Armand Coline, paris 1996.p21

II. التفسير الماركسي للأزمات المالية



التفسير الماركسي للأزمات المالية

يعتبر كارل ماركس مؤسس هذه المدرسة. وتستند الاشتراكية الماركسية على نظرية القيمة في العمل ونظرية استغلال العمال من قبل الرأسماليين .
إن الاشتراكية في نظر المدرسة الماركسية هي النظام الاقتصادي الاجتماعي يتميز:

- بالملكية الجماعية لوسائل الإنتاج .
- غياب استغلال الإنسان .
- الإنتاج الاجتماعي يخضع للتخطيط على نطاق المجتمع ككل .
- وبدلاً من أن يكون الهدف الإنتاج هو الربح المالي ووسائل الإنتاج فان الهدف هو تلبية حاجات الناس وإنهاء الاستغلال .

في الحقيقة لا نجد نظرية واحدة عند ماركس لتفسير الأزمات الاقتصادية، فمن ناحية أخذ ماركس ما سبق أن ذكره سيسمونيدي من أن السبب في الأزمة الاقتصادية هو الإفراط في الإنتاج أو نقص الاستهلاك. فمع زيادة الإنتاج نتيجة لزيادة تراكم رأس المال مع بقاء الأجور منخفضة تنشأ صعوبة في تصريف هذه المنتجات. و بذلك يعرف النظام نقص الاستهلاك المرتبط بحصول الرأسمالي على فائض القيمة، ومن ثم حرمان العمال من الحصول على دخول كافية يمكن أن تترجم في شكل طلب المنتجات في السوق. و هكذا يؤدي الاستغلال الرأسمالي إلى ظهور الأزمات و ظهور حالات الإفراط في الإنتاج.

ويرى ماركس أن التبادل يختلف في ظل الإنتاج الرأسمالي عنه في ظل نظام الإنتاج البسيط، ففي ظل الإنتاج البسيط الذي لا يدخل فيه الرأسمالي، يبيع المنتج سلعته مقابل النقود ثم يستخدم هذه النقود للحصول على ما يلزمه من السلع الأخرى . وبعبارة أخرى فان التبادل يأخذ هذه الصورة: سلعة (أ) نقود سلعة (ب) و يحقق المنتج فائدة إذا كانت منفعة السلعة (ب) بالنسبة له أكبر من منفعة السلعة (أ) التي يبيعها .

أما في ظل الإنتاج الرأسمالي، فالمنتج الحقيقي وهو العامل لا ينتج لحسابه و إنما لحساب الرأسمالي. ولذلك يأخذ التبادل صورة مختلفة تبدأ بشراء الرأسمالي عنصر العمل و المواد الأولية التي يستخدمها في الإنتاج، ثم يبيعها في السوق مقابل النقود و على هذا فالدورة تبدأ بالنقود التي يستخدمها الرأسمالي في شراء العمل و المواد الأولية، وتنتهي بالنقود التي يحصل عليها مقابل بيع السلع المنتجة . و تصبح صورة التبادل : نقود سلع نقود و يحقق الرأسمالي فائدة إذا كانت النقود التي يحصل عليها أكبر من تلك التي يبدأ بها . و يتساءل ماركس عن مصدر هذه الزيادة في النقود التي يحصل عليها الرأسمالي، و يرى أنها ناجمة عن "فائض القيمة" .

و يرى ماركس أن سبب هذه النتيجة هو تلك الخصيصة التي ينفرد بها العمل، وهي قدرة العامل على أن ينتج ما هو أكثر قيمة مما يستهلكه . فالرأسمالي لا يشتري من العامل عدداً من ساعات العمل، ولكنه يشتري "قوته" على العمل ، ومن ثم فان " قوة العمل" تظهر في السوق كسلعة من السلع التي يشتريها الرأسمالي. وهذه السلعة تخضع في نظر ماركس لنفس قانون القيمة السابق، بمعنى أن قيمة "قوة العمل" تتحدد بعدد ساعات العمل

اللازمة لإنتاجها. و لكن ما هي ساعات العمل اللازمة لإنتاج " قوة العمل ؟ " يرى ماركس أنها الساعات اللازمة لإنتاج السلع الضرورية لحياة العامل . ولذلك فإن الرأسمالي يدفع مقابل " قوة العمل " ثمنا هو الأجر، وهو يساوي ثمن السلع الضرورية لحياة العامل (وفي هذا يتبع ماركس الفكر التقليدي و خصوصا ريكاردو)، ثم يقوم الرأسمالي بتشغيل العمال . و نظراً لأننا قلنا أن العمل يتميز بقدرة العامل على إنتاج سلع ذات قيمة أكبر من قيمة السلع التي تستهلكها، فإن الرأسمالي يستطيع أن يشغل العامل عددا من الساعات أكبر من عدد الساعات اللازمة لإنتاج السلع الضرورية لحياته، ومن هنا يحصل الرأسمالي على الفرق وهو ما يسمى بـ " فائض القيمة" ³⁵.

III. تفسير هايك للأزمة



يعزو الاقتصادي النمساوي فريدرش فون هايك (1899 - 1992) الأزمة الإقتصادية، وما يرافقها من ركود وإنكماش إلى الإفراط الذي يحدث في إنتاج السلع الاستثمارية، وما يسببه ذلك من اضطراب في هيكل الإنتاج، وأن هذا الإفراط يحدث بسبب قدرة البنوك على خلق الائتمان ، الذي يتجه إلى إنتاج هذا النوع من السلع .

وقد نادى بهذه النظرية في كتابه الشهير « الأثمان والإنتاج » الذي صدر عام 1931 وإن كانت ملامح وأسس هذه النظرية قد ظهرت لأول مرة في كتابه عن « النظرية النقدية ودورة التجارة » الذي نشر عام 1928. و قد تأثر هايك عند صياغته لهذه النظرية بالنظرية النمساوية في رأس المال، التي حدد معالمها بوم بافرك (1851-1914)، وهي النظرية التي تعرف تحت مصطلح " النظرية الإيجابية لرأس المال" وخلاصتها، أن رأس المال إن هو إلا تدفق منتجات وسيطة تتداول بين مختلف مراحل الإنتاج، ومن ثم هناك مسارات أو طرق يمر فيها الإنتاج قبل أن يتشكل في صورة سلع إستهلاكية في السوق. ³⁶

وخلال هذه المسارات والطرق يساعد رأس المال العمال بتزويدهم بالضروريات، أي خلال الوقت الذي يمضي بين المدخلات الوسيطة inputs والمخرجات النهائية outputs وإذا كانت المجتمعات

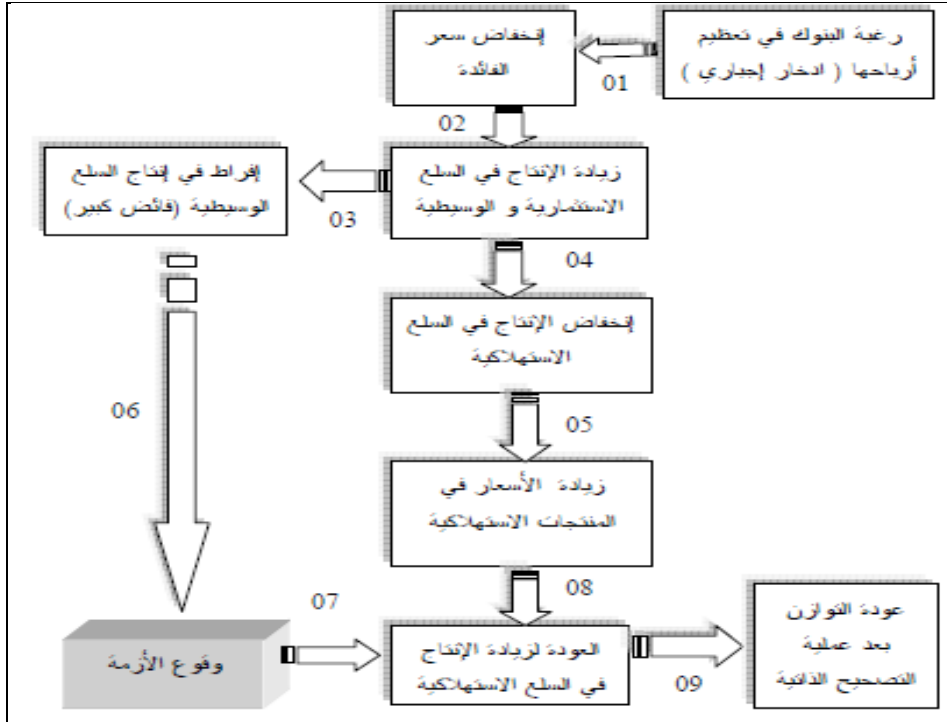
³⁵ حازم البيلالي، دليل الرجل العادي إلى الفكر الاقتصادي ، دار الشروق، القاهرة، الطبعة الأولى ، 1995 ، ص ص 98-99 .

³⁶ رمزي زكي، الإقتصاد السياسي للبطالة (تحليل لأخطر مشكلات الرأسمالية المعاصرة) ، عالم المعرفة سلسلة كتب ثقافية يصدرها المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، العدد 226 ، أكتوبر 1998 ص ص: 135-136.

البداية تتسم بإعتمادها على الطرق المباشرة للإنتاج (إستخدام العمل والأراضي) (فإن لإقتصادات ا
لحديثة تتسم بإعتمادها على الطرق غير المباشرة للإنتاج نظراً لم يتمخض عنها من إنتاجية مرتفعة.

وقدم هايك تفسيراً للأزمة يظهر في الشكل التالي:

الشكل رقم (1): مراحل تشكل الأزمة الاقتصادية حسب هايك



المصدر: رمزي زكي، الإقتصاد السياسي للبطالة (تحليل لأخطر مشكلات الرأسمالية المعاصرة) ، عالم المعرفة سلسلة كتب ثقافية يصدرها المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، العدد 226 ، أكتوبر 1998 ص ص: 137.

تقوم البنوك بزيادة أرباحها من خلال تخفيض سعر الفائدة (01)، إلا أن الإفراط في إنتاج السلع الاستثمارية + السلع الوسيطة بسبب الحافز لدى المستثمرين في تخفيض أسعار الفائدة مما أدى إلى زيادة الطلب على الائتمان (03/02). مما يؤدي إلى تأثير إنتاج السلع الاستهلاكية وانخفاضها بسبب انتقال عوامل الإنتاج من السلع الاستهلاكية إلى السلع الوسيطة (04). إلا أن تباين في إنتاج السلعتين (الوسيطية - الاستهلاكية) يؤدي لحدوث الأزمة حسب هايك (05).

يرى المنتجون إن للخروج من الأزمة لا بد من العودة إلى إنتاج السلع الاستهلاكية بكميات أكبر من السابق وذلك من خلال توجيه عوامل الإنتاج إلى السلع الاستهلاكية (06). وبالتالي عودة التوازن من جديد وتنقل الموارد فيما بينها (07).

لذلك فإن سبب الأزمة بالنسبة لهايك هو الإفراط الناجم عن قدرة البنوك على خلق الائتمان مما يؤدي إلى تخصيص خاطئ في عناصر الإنتاج والمعروف بالترسمل ، وعليها فإن هايك من أنصار إلغاء قدرة البنوك على خلق

الائتمان وان ينحصر دورها فقط في تلقي الودائع وإعادة إقراضها بنفس الكمية نظرا لان السوق يحتوي على آليات تلقائية تكفل الخروج من الأزمة وان لا داعي لتدخل الحكومات في فترة الأزمة.³⁷

IV. التفسير الكينزي

التفسير الكينزي للأزمة المالية

الفن هانسون،
- في عام 1941 نشر الاقتصادي الأمريكي هانسون كتابه "السياسة المالية والدورات الاقتصادية" الذي أيد فيه التحليلات الكينزية للمشكلات الاقتصادية الكلية وكذلك أيد السياسات النشطة للحكومة بتحقيق استقرار اقتصادي.
- بسبب هذا التأييد القوي للتدخل الحكومي لتحقيق التشغيل الكامل أطلق عليه الأمريكيون اسم كينز الأمريكي.



جون مينارد كينز
- عالم اقتصاد انجليزي
- كان لأفكاره تأثير كبير على اقتصاد المعاصر والنظريات السياسية وعلى السياسات النقدية للحكومات .
- تعتبر أفكاره أساس المدرسة الكينزية .
- ألف كتابه النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقد عام 1936 .
- عارض النظريات الكلاسيكية وحول أنظار الاقتصاديين إلى علم الاقتصاد الكلي .



خلال الثلاثينيات من القرن الماضي، والأزمة الاقتصادية مستعرة في العالم الصناعي حيث إنخفض الناتج القومي في معظم الدول بمعدلات تصل إلى الثلث، وزادت البطالة إلى ما يقرب من ربع القوة العاملة- ظلت النظرية الاقتصادية المعتمدة عاجزة دون أن تجد تفسيراً مقنعاً لهذه الأزمة أو مخرجاً منه.

فقد قامت الحاجة إلى تفسير جديد يسمح ببيان أن الإختلال الاقتصادي أمر ممكن، كما يساعد على إعطاء وسائل لعلاج هذا الإختلال. وهذا بالضبط ما فعله كينز في مؤلفه " النظرية العامة " سنة 1936، حيث قدم تفسيراً للتوازن و الإختلال، وبين أن التوازن يمكن أن يستقر عند مستويات متعددة من التشغيل، و أنه قد يستقر دون العمالة الكاملة . وهكذا فإن إستمرار البطالة أمر ممكن و مقبول في ظل النظرية الاقتصادية . ولم يكتف كينز بإعطاء تفسير للأزمة الاقتصادية، بل إنه أعطى أيضا وصفا للسياسة الاقتصادية لمواجهة هذه الحالة و القضاء على البطالة عن طريق تدخل الدولة. ومن هنا، فقد قدم كينز أهم وأخطر تبرير لتدخل الدولة في الحياة الاقتصادية معارضا بذلك أنصار النظرية التقليدية الذين كانوا يدافعون دائما عن الحرية الاقتصادية وعدم تدخل الدولة.

بدأ كينز تحليله الاقتصادي بتوجيه نقده إلى النظرية النيوكلاسيكية حيث يرى أن ارتفاع معدلات الفائدة لا يمثل سببا في حدوث الأزمة، وإنما التراجع المفاجئ في الكفاية الحدية لرأس المال هو الذي يفسر الأزمة، بإحداثه نقصا في الاستثمارات وفي الطلب الفعال. وإذا إنتقلنا إلى السياسة الاقتصادية التي ينصح بها كينز لمعالجة الإختلالات، و بخاصة محاربة التضخم، فإنه كان قليل الثقة في فاعلية السياسة النقدية (تغيرات أسعار الفائدة ،) و كان يرى أن السياسة المالية (الإنفاق العام) أكثر تأثيراً في محاربة البطالة. فإذا كان الإختلال العام في الاقتصاد

³⁷ مرجع سابق، ص: 137-140.

يرجع إلى نقص الطلب الفعلي أو الفعال، فإن محاربة البطالة تقتضي زيادة هذا الطلب و بخاصة الإستثمار. و كان يرى أن فرص تشجيع الإستثمار الخاص عن طريق تخفيض أسعار الفائدة إما عديمة الجدوى وإما قليلة الفاعلية. و ربما يرجع السبب في ذلك إلى أن أسعار الفائدة في ذلك الوقت - الثلاثينيات - كانت بالغة الإنخفاض بحيث إن أي تخفيض لم يكن مشجعا على الإستثمار مع غلبة موجة التشاؤم لدى المنظمين عن مستقبل الإقتصاد. فكل تخفيض في أسعار الفائدة أو زيادة في كمية النقود لم تؤدي إلا إلى زيادة الإحتفاظ بالنقود (الاكتناز) و ليس إلى تشجيع الإستثمار، الأمر الذي عرف في ذلك الوقت بمصيدة السيولة.

كما تخوف كينز من أن تطغى العقلية المادية على عقلية المنشأة، أي التزام المنشآت بإرضاء أصحاب الأسهم من خلال تحقيق الربح بلا ضوابط مما يجرى على اتباع سلوكيات تعارض والإدارة الرشيدة لكن بروز أزمات كأزمة التضخم الركودي بينت فشل النظرية الكينزية على المستوى العملي أدى إلى ظهور فكر آخر لتفسير الأزمة.³⁸

V. تفسير الأزمة المالية عند النقديين

مبادئ المدرسة النقدية

ظهرت المدرسة في ألمانيا بداية الثلاثينيات من القرن العشرين.

ونعني بالمدرسة النقدية تلك الأفكار الناجمة عن رواد مدرسة فرانكفورت في انتقادهم للواقع الاقتصادي السياسي

تعتمد المدرسة على الجانب التجريبي الإحصائي أكثر من الجانب النظري لذلك عرفت بالمدرسة المعالجة والمفسرة للأوضاع بطريقة علمية بحتة

• يعتبرون أن ظاهرة التضخم ظاهرة غير مرغوب فيها عكس المدرسة الكينزية

• يعتبرون أن منحى فيليبس للعلاقة بين البطالة والتضخم غير محققة دائما



ميلتون فريدمان (1912 - 2006)

عالم اقتصاد أمريكي. فاز بجائزة نوبل في العلوم الاقتصادية عام 1976 لإنجازاته في تحليل الاسعلاك والمعرض النقدي ونظريته في شرح سياسات التوازن

يرى النقديون أن أسباب حدوث الأزمات الإقتصادية يعود إلى عوامل نقدية تتصل بحجم النقود والإئتمان وأسعار الفائدة، وقد حاول النقديون تفسير الأزمة في طريحين :

- الأول هو تدخل الدولة و دور النقود فتقلص كمية النقود تؤدي الى تباطؤ الاستهلاك والإنتاج، من خلال ارتفاع معدل الفائدة وهو ما يضر بالإستثمار، مما يجبر المسيرين على منح المساهمين معدلات ربح جذابة وتنافسية مما يساعد ذلك على المضاربة.
- أما التفسير الثاني فقدمه فريدمان معتبرا أن معدلات التضخم المستمر للسنوات السابقة للأزمة أحد أهم

³⁸ حازم البيلاوي، دليل الرجل العادي إلى الفكر الاقتصادي، مرجع سابق، ص 144،

الأسباب لحدوث الأزمة ولعلاجها فان السياسة الأكثر فاعلية هي سياسة نقدية موجهة لتقليص كمية النقود³⁹.

VI. التفسيرات الحديثة للأزمات المالية (نظرية مينسكي (minsk-theory)

يرى مينسكي بأن القطاع المالي في النظام الرأسمالي يتميز بالهشاشة وتختلف درجة هشاشته باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد وبالتالي حدوث الأزمة، ولقد قدم مينسكي طرحا مغايرا للأدبيات المالية حيث انطلق من فرضيتي عدم الاستقرار في النظام المالي الرأسمالي، وفرضية التوقعات العقلانية .

فالشركات بعد مرحلة الكساد تفضل تمويل أنشطتها بحرص بما يسمى * بالتمويل المتحوط* ثم في مرحلة النمو تبدأ الشركات في التوسع في الاقتراض بافتراض قدرتها المستقبلية على السداد دون مشاكل فتبدأ عدوى الاقتراض في القطاع المالي ويبدأ المقرضون في إقراض الشركات دون تحوط كاف بالتالي يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرة كبيرة في نظام الائتمان . و في حالة حدوث مشكلة مادية تبدأ عملية العجز عن تسديد القروض وتبدأ الأزمة المؤدية لحدوث كساد بسبب الإفراط في طلب الائتمان الموجه إلى زيادة في الإنتاج ووفق سياسة العدوى يقوم المنتجين بنفس السلوك فيصبح السوق فائض بالسلع فيعود الاقتصاد لنقطة البداية من جديد، بالتالي سبب الأزمات الإفراط في التمويل⁴⁰.

³⁹ فليح حسن خلف، *العولمة الإقتصادية*، مرجع سابق، ص: 212-213.

⁴⁰ السيد متولي عبد القادر، *الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير*، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، الأردن، عمان، 2009، ص: 325.

الفصل الخامس: النماذج الاقتصادية المفسرة للأزمات المالية

- نماذج الجيل الأول (تدهور أساسيات الإقتصاد الكلي)
- نماذج الجيل الثاني (خطأ في التوقعات)
- نماذج الجيل الثالث (نماذج ما بين الجيلين)

مقدمة الفصل:

سنحاول من خلال هذا المحور التطرق إلى أهم النماذج الإقتصادية المسماة " الأجيال الثلاثة" التي حاولت اعطاء تفسير للأزمات المالية وخاصة أزمات الصرف باستخدام النمذجة.

□ الأهداف التعليمية:

- التعرف على الخصائص التي تميز كل جيل من الأجيال الثلاث؛
- القدرة على فهم أسباب حدوث الأزمات من خلال النمذجة الإقتصادية؛

I. نماذج الجيل الأول

ظهرت نماذج الجيل الأول لأزمات العملة كإستجابة للإضطرابات التي مست الأسواق الأجنبية في سنوات السبعينات في البلدان النامية مثل المكسيك (1973-1982) والأرجنتين (1978-1981) هذه الأزمات التي سُبقت بسياسات مالية توسعية للغاية.

وترجع جذور نماذج الجيل الأول لهجمات المضاربة إلى أبحاث كل من Handersant و Salant (1978) حيث أظهر الباحثان أن ربط سعر الصرف واستخدام مخزون حكومي للحفاظ على هذا الربط، عادة ما يؤدي إلى هجمة مضاربة والتي ستقضي على هذا المخزون وبالتالي على الربط الثابت.

لذلك استخدم Krugman (1979) هذه الفكرة لإثبات أن سعر تعادل الصرف الثابت لا يمكن الحفاظ عليه إذا ما استخدم البنك المركزي سياسات نقدية لتمويل العجز في الميزانية الحكومية، وقد نجح أيضا في إظهار أن الانتقال من نظام صرف ثابت إلى نظام صرف آخر لا يمكن أن يتم بسهولة ما لم يتعرض إلى هجمة مضاربة. وحسب رأي Obstfeld، فتثبيت سعر الصرف وفي نفس الوقت إجراء سياسات محلية غير متناسقة يعني أن البنك المركزي قدم عرضا جوهريا للمضاربين ألا وهو هجمة مضاربة ناجحة لا محالة.

□ تدهور أساسيات الإقتصاد الكلي: النموذج التأسيسي لـ Krugman (1979)

قام الاقتصادي الشهير Krugman في عام 1979 بتطوير أول نموذج من الجيل الأول لهجمات المضاربة ثم تبعه آخرون بإدراج عناصر من المنهج النقدي لميزان المدفوعات والمنهج النقدي للسعر المرن لتحديد سعر الصرف، وقد قام هذا النموذج على فكرة بسيطة مفادها أن وجود معدل نمو للإئتمان المحلي أسرع من معدل نمو الطلب على النقود يؤدي إلى انخفاض احتياطات الصرف الأجنبي، وفي النهاية يؤدي ذلك إلى تدمير نظام تثبيت سعر الصرف.

والآن، سنبدأ في مناقشة نماذج الجيل الأول لهجمات المضاربة لـ Krugman بصورة أكثر

تفصيلا:

في ظل فرضية التوقعات الرشيدة، يعتبر Krugman أن هناك اقتصادا صغيرا مفتوحا ينتج سلعة تجارية واحدة سعرها يساوي سعر السلعة الأجنبية المعبر عنها بالعملة المحلية وفقا لتعادل القوة الشرائية

(PPA):

$$P = S \times P^* \dots\dots\dots (1)$$

بحيث P و P^* تمثل مستوى الأسعار المحلية والخارجية على التوالي و S سعر الصرف الإسمي، فبافتراض أن مستوى الأسعار الخارجية ثابت ($P^* = 1$) فإنه يمكن كتابة المعادلة (1) على الشكل: ($P = S$) ، أي يمكن تحديد سعر الصرف بدلالة مستوى الأسعار.

كما يفترض هذا الاقتصاد أن الأسعار والأجور مرنة تماما مع ضمان أن الناتج Y في أعلى مستويات استخدامه (مستوى التشغيل الكامل)، وأن الميزان التجاري الحقيقي يتم تحديده عن طريق الفرق بين الإنتاج والإنفاق:

$$B = Y - G - C(Y - T, W) / c_1, c_2 > 0 \dots \dots \dots (2)$$

حيث يمثل B الميزان التجاري الحقيقي، G الإنفاق الحكومي الحقيقي، C الإستهلاك، T الضرائب الحقيقية

W الثروة الخاصة الحقيقية للمقيمين المحليين.

كما يفترض النموذج أن المستثمرين لديهم الخيار فقط بين نوعين من الأصول: العملات المحلية والأجنبية، ويجدر الإشارة أن كلا العملتين ذات سعر فائدة إسمي معدوم، وتتكون الثروة الإجمالية للمقيمين المحليين من مجموع القيم الحقيقية للممتلكات بالعملة المحلية M والممتلكات بالعملة الأجنبية F :

$$W = M/P + F \dots \dots \dots (3)$$

ومن أجل تبسيط الفهم، نفترض أن الأجانب لا يملكون أصولا بالعملة المحلية، وأن M هو المخزون المتبقي

من العملة المحلية، وأن المقيمين المحليين على استعداد لإمتلاك هذا المخزون عند التوازن⁽⁴¹⁾، وعليه فشرط توازن المحفظة تكتب على النحو التالي:

$$M/P = L(\pi) \times w \quad / L_1 < 0 \dots \dots \dots (4)$$

⁽⁴¹⁾ Krugman, P, *A Model of balance of payments crises*, journal of Money credit and banking, JSTOR, Volume 11, issue3, 1979, p: 313.

حيث يمثل π معدل التضخم المتوقع والذي يساوي معدل الانخفاض المتوقع لسعر الصرف الثابت في هذا النموذج، ويفترض أيضا هذا النموذج أن عملية خلق النقود تعني أن الحكومة في حالة عجز وعليه فإن نمو المخزون النقدي يمكن التعبير عنه:

$$M^*/P = G - T \dots\dots\dots (5)$$

هذا الافتراض يدفع الحكومة إلى التثبيت الجزئي في المعروض النقدي من أجل التحكم في العجز وتصبح المعادلة على الشكل التالي، حيث يمثل g الثابت:

وبالرجوع إلى الممتلكات بالعملة الأجنبية فيمكن الزيادة فيها من خلال تبادل السلع⁽⁴²⁾، وعليه يصبح معدل التراكم في النقد الأجنبي مساوي للميزان التجاري الحقيقي على النحو التالي:

وأخيرا، حتى يمكن فك إشكالية التضخم، فنحن ندرك أن المضاربين يحاولون بنشاط توقع المستقبل بطريقة متطورة، لذلك سيتم افتراض أنهم يتمتعون بالدراية التامة:

وعليه فالحكومة لديها خيارين لتمويل العجز في الميزانية، إما إصدار العملة المحلية M^*/P أو السحب من احتياطياتها من النقد الأجنبي R^* ، وقيد الميزانية المالية يكتب كما يلي:

فعندما تتعهد الحكومة بالدفاع عن سعر الصرف الثابت، يصبح تمويل العجز يتوقف على مدى استعداد المستثمرين الخواص للحصول أولا على العملة المحلية الإضافية:

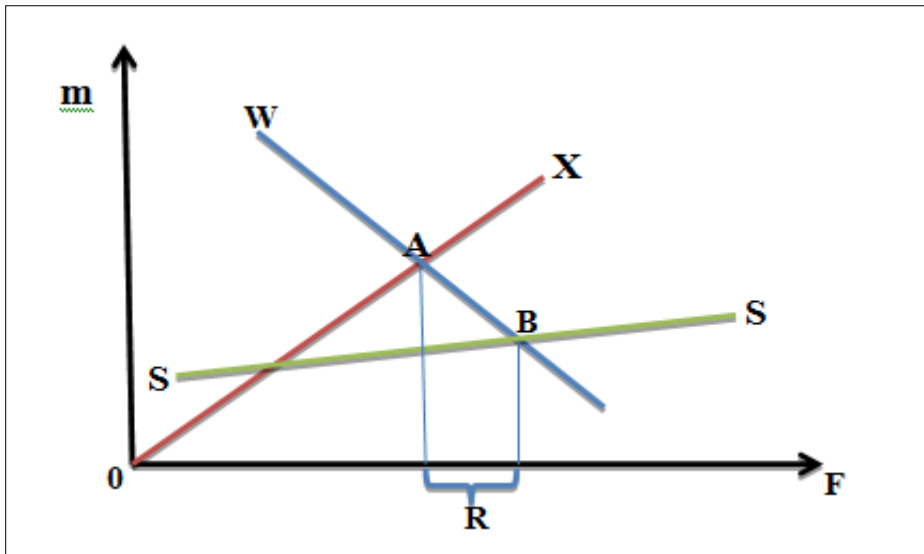
فالإصدار المفرط للعملة يخفض تدريجيا احتياطات الحكومة حتى لو كان الإدخار الخاص S معدوما في البداية وبما أن الحكومة ستصدر المزيد من العملة المحلية، وهو ما يريده المستثمرون من القطاع الخاص للاحتفاظ به، أما النقود

الزائدة فسيتم تعقيمها عن طريق تبادل العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية.

(42) Idem, p: 313-315.

وعندما تصل الاحتياطات إلى عتبة حرجة، سيتوقع المضاربون حينها التخلي عن سعر الصرف الثابت لذلك يسعون إلى الحصول على الاحتياطات المتبقية عن طريق الهجوم المضاربي الذي يسبق دائما استنزاف الإحتياطي أي بداية الأزمة في ميزان المدفوعات، فبالنسبة للحكومة يمثل الهجوم تصفية لإحتياطاتها في حين يمثل بالنسبة للسكان المحليين تغيير في تكوين محافظهم الإستثمارية لصالح العملة الأجنبية، مما يسمح لهم بتجنب الخسائر في رأسمال⁽⁴³⁾.

الشكل رقم (11): القضاء الكلي على احتياطات النقد الأجنبي نتيجة هجوم المضاربة



Krugman. P, *A Model of balance of payments crises*, journal of Money credit and banking, JSTOR, Volume 11, issue3, 1979, P: 322.

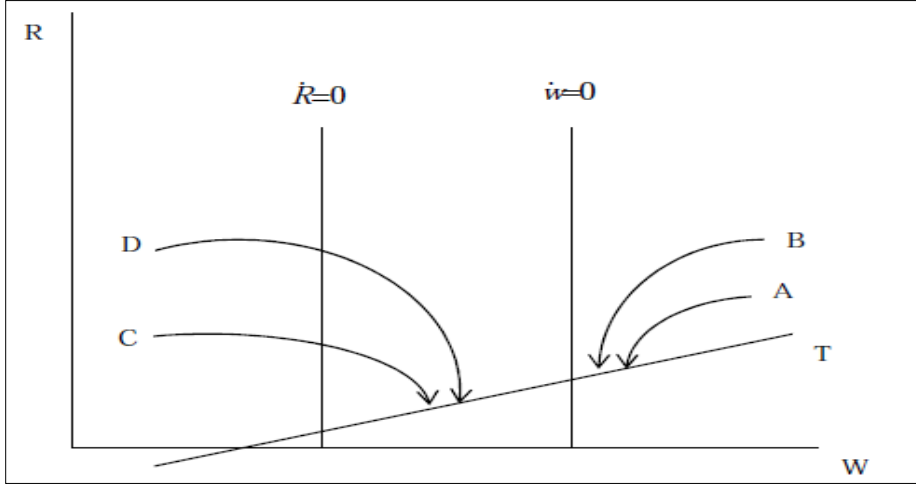
يبين هذا الشكل حدوث أزمة العملة، فقبل الهجوم المضاربي يكون الاقتصاد في النقطة A من المنحنى OX، وعند الهجوم ينتقل الاقتصاد من النقطة A إلى النقطة B في منحنى الثروة WW لأن المقيمين قاموا بتغيير محافظهم الإستثمارية لصالح العملة الأجنبية، وبعد الهجوم مباشرة يتم التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت وينتقل الاقتصاد إلى المنحنى SS.

ولمعرفة تاريخ الأزمة يقوم Krugman بمقارنة مسارات النقاط A، B، C و D الموضحة في الشكل (02) والتي تحدد المستويات الأولية للإحتياطي الأجنبي، ف B تختلف عن A، و D تختلف عن C فقط في مستوى الإحتياطي الأولي R_0 كونه مرتفع، ولكن في كل الأحوال يمكن ملاحظة أنه عندما يكون مستوى الإحتياطي عالي فإن القيمة المطلقة للتغيير في الثروة الخاصة W قبل الأزمة تكون مرتفعة ذلك لأن W مستقلة

(43) وادان بوعبد الله، آليات المؤسسات النقدية في التوقفي ومواجهة الأزمات المالية الدولية دراسة حالة الأزمة المالية العالمية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2014-2015، ص: 131.

عن R وهذا يعني أن وقت الأزمة لا يزال طويلا، وبالتالي نحن نؤكد على نتيجة مفادها أن طول الفترة الزمنية التي يمكن للحكومة أن تربط فيها سعر الصرف هي دالة متزايدة لإحتياطاتها الأولية. فالإقتصاد الذي يعاني من مشاكل في ميزان المدفوعات يمر بثلاث مراحل: فترة التراجع التدريجي في الإحتياطيات، ثم هجمات مضاربة مفاجئة، فترة ما بعد الأزمة والتي خلالها تنخفض العملة تدريجيا.⁴⁴

الشكل رقم (02): تاريخ اقتراب الأزمة



Source: Krugman, P, *A Model of balance of payments crises*, journal of Money credit and banking, JSTOR, Vol: 11, N°: 3, 1979, P: 322.

ومن خلال التحليل السابق، يمكن القول أنه بالرغم من أن تحليل Krugman يبين كيف يمكن لأزمة العملة أن تحدث، ولكنه تعرض للانتقاد نتيجة افتقاره للواقعية، فهو يقوم على نموذج اقتصاد كلي مبسط والذي يحدد مؤشرات الأزمة في عجز الموازنة المالية والفقدان التدريجي لإحتياطيات النقد الأجنبي، كما يتناول حدسيا توقيت الأزمة دون أن يتمكن من حسابها، فهو لم يتوصل إلى تقديم حل يوضح تاريخ إتهيار نظام سعر الصرف الثابت وقد أرجع السبب في ذلك إلى السياسات الاقتصادية التي تتعارض مع الحفاظ على نظام سعر الصرف الثابت.⁴⁵

□ سعر الصرف المرن الافتراضي والتاريخ المحدد للأزمة: نموذج Flood et Garbert (1984)

تعمق كل من Flood و Garbert (1984) في نموذجهما حول مفهوم توقيت الأزمة وقد استخدموا المنهج النقدي لسعر الصرف في:

- حساب سعر الظل لسعر الصرف المعوم، ويتم استخدام هذا السعر في قياس ما إذا كانت العملة مقومة

بأعلى من قيمتها الفعلية أم لا، لذلك يكون سعر الظل هو سعر الصرف الذي تنجذب إليه أسعار الصرف

⁴⁴ Krugman, P, op. cit, page:322.

⁴⁵ وادان بوعبد الله، مرجع سابق، ص: 133.

الفعلية إذا كانت أعلى من السعر المثبت.

- تأييد فكرة أن هجمة المضاربة على عملة ما سوف تحدث قبيل نفاذ احتياطي الصرف الأجنبي، ذلك أن سعر الصرف الحالي t طبقاً للمنهج النقدي يتحدد ليس فقط من خلال القيم الحالية للعوامل الأساسية ولكن أيضاً عن طريق القيم المخصومة للزيادة في المعروض النقدي.

لذلك، إذا كان المستثمرون يهملون من الناحية الفعلية تلك الزيادة المتوقعة في المعروض النقدي، فإن أسعار الصرف الثابتة وأسعار الظل سوف تتطابق بمجرد نفاذ احتياطي الصرف الأجنبي، ومع افتراض أن المتعاملين الاقتصاديين ذو نظرة مستقبلية ويتوقعون حدوث زيادة في المعروض النقدي، يجب على سعر صرف الظل أن ينخفض بالمقياس إلى سعر الصرف الثابت بصورة أسرع من ذلك، وسوف يندفع المستثمرون نحو تقليل ما لديهم من أرصدة بالعملة المحلية، وهو الأمر الذي سيحدث هجمات المضاربة.

والآن سنبدأ في مناقشة النموذج وفقاً للصيغة التي قدمها كل من Flood و Marion، إذ يفترض هذا النموذج أن هناك بلداً صغيراً يحاول الحفاظ على تعادل سعر الصرف الثابت وتعادل القوة الشرائية تكتب وفقاً للمعادلة التالية: (46)

بحيث تدل P على اللوغارتم العشري لمستوى الأسعار المحلية، P^* اللوغارتم العشري لمستوى الأسعار الأجنبية أما S فهو اللوغارتم العشري لسعر الصرف الفوري.

علاوة على ذلك، فقد افترض أن تعادل سعر الفائدة غير المغطاة والممثل في معدل الفائدة المحلي i يساوي معدل الفائدة الأجنبي i^* مضافاً إليه المعدل المتوقع لسعر الصرف s .

ويمكن التعبير عن توازن السوق النقدي المحلي على النحو التالي: $m - P = L(y, i)$ ، بحيث يمثل m المعروض النقدي و y يعبر عن الناتج المحلي (معبراً عنه باللوغارتم العشري)، ومن أجل تبسيط التحليل يمكن افتراض أن الناتج في أعلى مستويات استخدامه، فيصبح توازن سوق النقد يكتب على النحو التالي:

(46) Flood, R et Marion, N, *Perspectives on the Recent currency crisis literature*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1998, p: 3-6.

$$m - P = -\alpha(i), \alpha > 0 \dots \dots \dots (3)$$

وعلى اعتبار أن المعروض النقدي المحلي يمثل مجموع كل من الإئتمان المحلي D والاحتياطي الأجنبي R فيكتب:

ولأن تثبيت سعر الصرف هو من مسؤولية السلطات النقدية المحلية، فيمكننا تحليل إجراءات البنك المركزي الخاصة والحكومية على أسواق النقد المحلية، فمن أجل تحديد التوقيت الدقيق لأزمة العملة فقد أكد Garbert و Flood على بعض الافتراضات فيما يخص الحكومة والبنك المركزي⁽⁴⁷⁾:

أولاً: من المفترض أن البنك المركزي يسمح لرصيد الإئتمان المحلي D أن ينمو بمعدل ثابت، هذا الافتراض يعكس أن الحكومة إذا احتاجت إلى تمويل العجز في الميزانية فإنها ستلجأ إلى الاقتراض المباشر من البنك المركزي.

ثانياً: يفترض أن البنك المركزي يثبت سعر الصرف عند المستوى \bar{S} ، ويتعهد بالدفاع عن الربط من خلال بيع الاحتياطات الأجنبية R حتى النهاية، وفي حالة استغلال الاحتياطات الأجنبية كلية فإن البنك المركزي سيسمح لسعر الصرف بالتعويم، ويمكن فهم هذا الافتراض الأخير على أنه وضع حدود لقدرة البنك المركزي على اقتراض الاحتياطات الأجنبية من أجل الدفاع عن ربط العملة ضد هجوم المضاربة وعادة ما يتم تعيين هذا الحد بالصفر وحتى هذا الحد فهو قابل لإعادة النظر خاصة إذا تخلى البنك المركزي عن الربط في مرحلة مبكرة بالرغم من امتلاكه لمبلغ موجب من الأصول الأجنبية للدفاع عن الربط.

وعليه فإن آخر وأهم حل لهذا النموذج هو افتراض "حالة اليقين"، أي يفترض أن يكون المضاربون على يقين وتأكد تام بشأن المستقبل، فسعر الصرف الثابت في ظل التأكد التام يصبح $s^* = 0$ و $i^* = \bar{i}$ ، فإذا افترضنا أن مستوى الأسعار الأجنبية P^* وسعر الفائدة i^* ثابتة، وأن الإئتمان المحلي D ينمو بمعدل u ، وبدمج المعادلة (1)، (2) و (4) في المعادلة (3) يصبح توازن سوق النقد يكتب بالعلاقة التالية:

فكلما زاد D بمعدل u ، فإن الاحتياطات الأجنبية R سوف تنخفض بنفس المعدل $R = -u$ وذلك من أجل الحفاظ على التوازن بحيث أن جميع المتغيرات الأخرى الخارجية (P^*, \bar{S}) فهي ثابتة، أما الداخلية فيتم تحديدها

⁽⁴⁷⁾ Metz. Ch. E, *Information Dissemination in currency crises*, Springer, Germany, 2003, Page: 10-11.

من خلال الثابت \bar{u} ، لكن الواقع يظهر أن البلد سيقوم باستخدام الاحتياطي الأجنبي وسيصبح توازن سوق النقد غير قادر على الصمود حينها سينهار نظام الصرف الثابت.

ومن أجل تحليل هذا الإنهيار، فنحن بحاجة إلى وصف وبدقة الدوافع التي تجعل الحكومة تلجأ إلى هذا الاحتياطي، فهناك خطط مختلفة تظهر من خلال سلوكيات الحكومة أثناء الأزمة وتؤثر بشكل مباشر على توقيت وحجم هذه الأزمة.

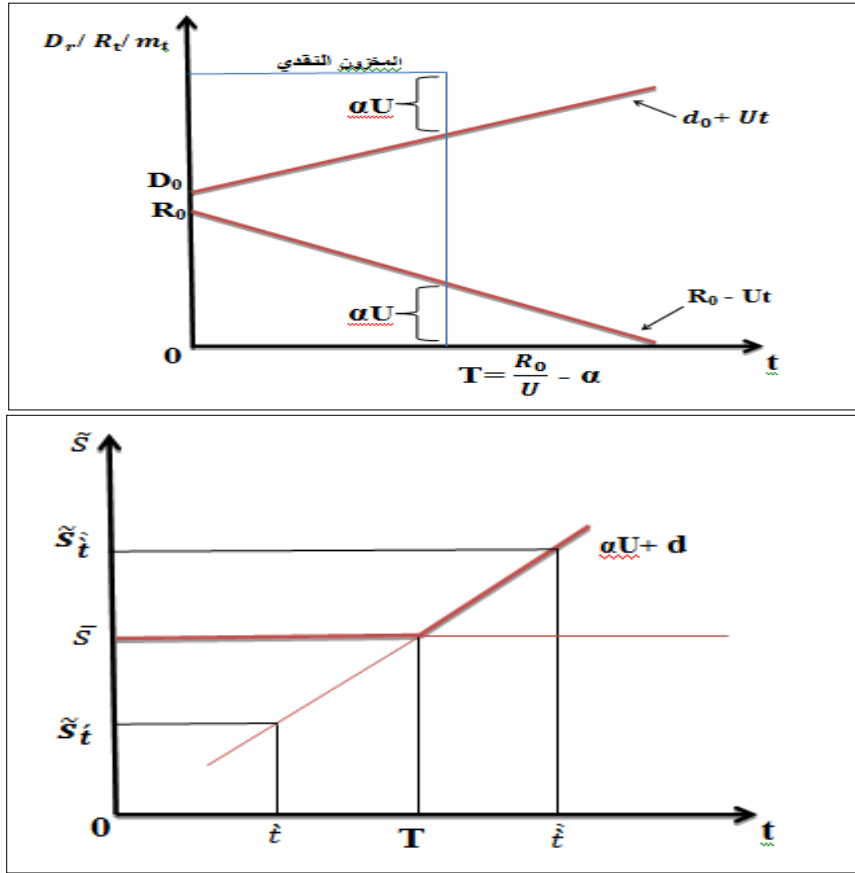
وبهدف تحديد توقيت الإنهيار، فمن المفيد أن نشير إلى فكرة "سعر صرف الظل"، ووفقاً لتعريف لكل من Flood و Garbert فسعر صرف الظل هو "سعر الصرف المعمّم السائد في حالة ما إذا قام المضاربون بشراء كل الاحتياطات الأجنبية المتبقية المستخدمة للدفاع عن الربط، وأن البنك المركزي امتنع عن التدخل في السوق الأجنبي بعد ذلك"⁽⁴⁸⁾. ويتم استخدام هذا المفهوم لتقييم الأرباح التي يمكن أن يحققها المضاربون من الأزمة، وهو يمثل السعر الذي يمكن أن يبيع به المستثمرون أصولهم الأجنبية بعد نجاح الهجمة، والتي تم شراؤها من البنك المركزي من قبل.

ووفقاً لهذا النموذج فإن سعر الظل يمكن احتسابه على أنه السعر الذي يجعل سوق النقد متوازناً بعد استنزاف كل الاحتياطات الأجنبية ولنرمز له بالرمز \bar{u} ، فحسب المنهج النقدي فإن الإستخدام الكامل للاحتياطات سيزيد من الإئتمان المحلي بمعدل u وفي هذه الحالة فالمعروض النقدي سيرتفع أيضاً، ونتيجة لهذه العملية التضخمية فإن سعر الظل يجب أن يرتفع، ويمكن التعبير عنه من خلال المعادلات التالية:

ويمكن ملاحظة سعر الظل في المنحنى التالي:

(48) Flood. R et Marion. N, op.cit, page:5.

الشكل رقم (13): توقيت هجمة المضاربة



Source: Flood. R & Bechandani. J & Agénor. P, *Speculative attacks and Models of Balance of payments crises*, IMF staff papers, vol : 39, No: 2, 1992, page: 364

تدل النقطة T على التوقيت الذي يتساوى فيه سعر الظل \tilde{S} مع سعر التكافؤ الثابت \bar{S} ، فالمنحنى البياني الأول يظهر سلوك احتياطي النقد الأجنبي عبر الزمن، فعندما يزيد الإئتمان المحلي بشكل مطرد نلاحظ انخفاض في منحنى الاحتياطات، ومع الانخفاض المفاجئ إلى الصفر فإن التوقيت ($T = t$) وهو يمثل توقيت هجمة المضاربة على سعر الصرف الثابت (أي عند شراء التجار كل ما تبقى من الأصول الأجنبية من البنك المركزي)، ولإشتقاق التوقيت الدقيق للهجوم فمن الأهمية بمكان أن نضع في اعتبارنا أن المضاربين لديهم الدراية الكاملة (حالة التأكد)، وبالتالي فإن التغيرات المتوقعة حول تطور سعر الصرف مستبعدة، ومن أجل توضيح هذه النقطة تخيل ماذا سيحدث لو أن هجوم المضاربة على سعر الصرف الثابت يكون في وقت سابق للفترة T ، بمعنى أن الاحتياطي بلغ الصفر في وقت ($T > \hat{t}$)، في هذه الحالة سيتم استبدال سعر الصرف الثابت بسعر الظل لأنه عند الفترة \hat{t} يكون سعر الصرف أقل من \bar{S} وبالتالي العملة سترتفع، ونتيجة لذلك سيتحمل المضاربون خسارة رأسمالية في الاحتياطات التي سيتم شراؤها من البنك المركزي.

ماذا يحدث إذا كان $(T < \hat{t})$ ؟ في هذه الحالة تصبح $(\tilde{S} > \bar{S})$ ، وعليه فبعد الهجوم ستنخفض قيمة سعر الصرف مما يؤدي إلى تحقيق مكاسب رأسمالية عن كل وحدة مشتراة من الاحتياطات الأجنبية لدى البنك المركزي، وستتنافس المضاربون مع بعضهم البعض لكسب أكبر ربح. فكل واحد من المتدخلين في السوق يعلم أن سعر الصرف سينهار بشكل حاد وأن الاحتياطات الأجنبية للبنك المركزي ستستنزف وبالتالي سيحاول كل واحد منهم شراء أكبر قدر ممكن من الأصول الأجنبية وفي وقت مبكر، ويستمر هذا التسابق حتى يتم تحريك تاريخ الهجوم إلى التاريخ الذي يكون فيه الهجوم ليس بعيدا عن تحقيق أرباح.

أما عند النقطة T فسعر الصرف الثابت يتساوى وسعر الظل وعليه فالمضاربون لن يشهدوا لا مكاسب رأسمالية ولا خسارة، ولاحظ عندما يحدث الهجوم في اللحظة T فالسوق النقدي سيستمر في حالة التوازن وذلك لتوفر عاملين:

- بعد الهجوم على سعر الصرف سيزيد بمعدل u وبالتالي يجب على أسعار الفائدة المحلية أن تفقر أيضا بمعدل u حتى تعكس الانخفاض المتوقع في العملة، والطلب على النقود ينخفض بمعدل $(-\alpha u)$.
- بسبب نقص في الاحتياطات الأجنبية فإن المعروض النقدي سينخفض بمقدار حجم الهجمة ويرمز له بـ (ΔR) ، وحتى يكون السوق النقدي متوازيا يجب أن يكون الانخفاض في المعروض النقدي مساوٍ للانخفاض في الطلب على النقود، أي $(\Delta R = -\alpha u)$. فتوقيت هجمة المضاربة يمكن تحديده من خلال افتراض أن الإئتمان المحلي يمكن إعطائه بالعلاقة التالية:

$$D_t = d_0 + u_t \text{ وعليه فإن: } R_T = r_0 + u_t$$

فعند التوقيت T فإن الاحتياطات الأجنبية تنخفض إلى الصفر وعليه فإن:

وبالتالي فإن توقيت الهجمة يمكن إعطائه بالعلاقة التالية:

لذلك فانهيار تعادل سعر الصرف سيحدث مبكرا لأن انخفاض المبلغ الأولي من الاحتياطي r_0 مرتبط بالبنك المركزي وبأعلى معدل للإئتمان الموسع u .

والملاحظ في هذا النوع من نماذج الجيل الأول أن الأزمة واقعة لا محالة في أحد النقاط المعبرة عن الزمن (t) لأن السياسات النقدية المسرفة تتعارض مع هدف الحفاظ على سعر الصرف الثابت، علاوة على ذلك فالهجوم يحدث حتى في الوقت الذي يكون فيه البنك المركزي لا يزال يملك الاحتياطات للدفاع عن الربط، وأن هجمات المضاربة هي النتيجة الوحيدة التي لا تسمح بأي فرص مراجعة للمضاربين.

II. نماذج الجيل الثاني للأزمات المالية

تم وضع هذه النماذج إنطلاقاً من أعمال Flood و Garber (1984) و تطورت من قبل Obstfeld (1986)، هذا الأخير تحدى فكرة أن الأزمات النقدية هي بالضرورة نتاج سياسات إقتصادية غير ملائمة، وقد سعى في دراسته إلى تحديد الهجمات الذاتية، بمعنى آخر تحديد الهجمات على العملة التي يمكن أن تحدث حتى لو كان مستوى الاحتياطات يبدو كافياً لدعم العجز المفرط في ميزان المدفوعات وحتى لو لم يكن هناك تعارض بين السياسات الماكرو إقتصادية ونظام الصرف الثابت. فتنشأ الهجمات ذاتية التحقق إذا توقع المضاربون العقلانيون أن السلطات سوف تقوم بتعديل السياسة الإقتصادية إذا ما تمت الهجمة بنجاح، لذلك فإن توقيت الهجوم غير واضح وينشأ عن ذلك توازنات متعددة.

وعليه فسيتم التطرق في هذا المبحث إلى هجمات المضاربة ذاتية التحقق (Self-fulfilling crisis) مع تعدد التوازنات ثم إلى سلوك السلطات النقدية والنماذج مع شرط التخلي - النموذج التأسيسي ل Obstfeld (1986)، ليختتم المبحث بمساهمات أخرى فيما يتعلق بالنماذج مع شرط التخلي (escape clause models).

□ هجمات المضاربة ذاتية التحقق مع تعدد التوازنات

من خلال مساهمة Obstfeld (1986)، فالنماذج المسماة بالجيل الثاني قدمت توضيحاً بديلاً لأزمة النظام النقدي الأوروبي (1992-1993)، هذه النماذج أخذت في اعتبارها التأثير الواضح للتكاليف والعوائد الناتجة عن سياسة الصرف الثابت. فهجمات المضاربة يمكن أن تحدث من خلال التغيير المفاجئ في نظرة المستثمرين حول مصداقية البنك المركزي وبالتالي قدرته في الحفاظ على نظام الصرف الثابت، فإذا شك المتعاملون في مدى استعداد السلطات للدفاع على التكافؤ، فسيحدث الهجوم وسيؤدي إلى رفع معدل الفائدة وبالتالي زيادة تكلفة الحفاظ على التكافؤ، ويؤدي - عاجلاً أم آجلاً - بالسلطات إلى التخلي على الصرف الثابت، وعليه فردة فعل السلطات للهجمة يحقق صحة توقعات السوق ويجعل ظهور الأزمة "يتحقق ذاتياً".

ومن خلال ما سبق يمكن تقديم شرح مفصل لهجمات المضاربة ذاتية التحقق مستوحى مما

قدمه Grauwe (1999)⁽⁴⁹⁾:

(49) Khallouli. W, *la contagion des crises financières internationales: Essais empiriques d'identification dans le cas de la crise asiatiques*, thèse de doctorat en sciences économiques, université el Manar, 2007, P:26-29.

فسيتم افتراض أن هناك تعادل في القوة الشرائية (PPA)، وأن النظرية الكمية للنقود على المدى الطويل تم التحقق منها ويمكن كتابة النموذج على النحو التالي:

حيث يمثل S معدل الصرف الثابت في حالة عدم التأكد، P و P^* المستوى العام للأسعار المحلية والأجنبية M و M^* المعروض النقدي المحلي والأجنبي، أما المعاملات K ، m ، m^* فهي معاملات في شكل نسب ثابتة.

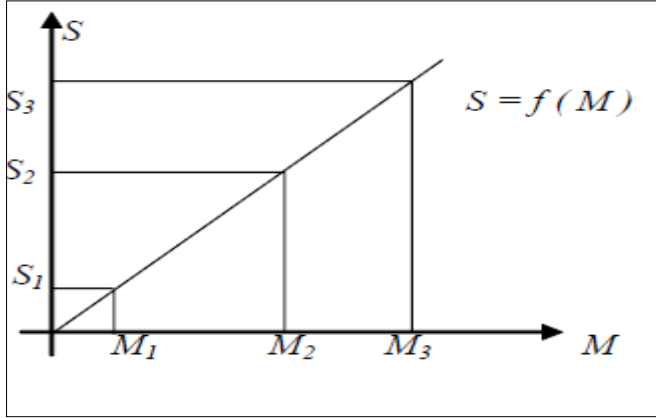
فالمعادلة رقم (1) تمثل تعادل القوة الشرائية المطلقة، أما المعادلتين (2) و(3) فتعكس النظرية الكمية للنقود وفي الواقع هذه النظرية تظهر أن التغير في المستوى العام للأسعار في اقتصاد ما يتحدد نسبياً مع المعروض النقدي. ومن خلال استبدال كل من المعادلتين (1) و(2) في المعادلة (3) نستخلص المعادلة (4) كالتالي:

تظهر هذه المعادلة أن سعر الصرف هو دالة موجبة بدلالة المعروض النقدي $S = f(M)$ ، بمعنى آخر أن الإرتفاع في المعروض النقدي M سيؤدي إلى زيادة سعر الصرف (وبالتالي انخفاض العملة) وبنفس النسبة وبطبيعة الحال، إذا ظلت جميع المتغيرات الأخرى ثابتة يمكن أن نستنتج من المعادلة (4) أنه إذا أراد البنك المركزي ضمان الحفاظ على الصرف الثابت فعليه أن يساوي بين معدل نمو المعروض النقدي المحلي والأجنبي. ويمكن تمثيل المعادلة بيانياً على أنها دالة خطية كالتالي:

فإذا افترضنا أن السلطات النقدية اختارت سعر الصرف S_2 يجب عليها أن تعرض في المقابل الكمية M_2 من النقود بهدف ضمان سياسة نقدية متناسقة تعكس مصداقية نظام الصرف، في هذه الحالة فإن الاقتصاد في حالة توازن دون وجود أي مشاكل تتعلق بإنعدام الثقة. ومع ذلك فإن

Grauwe (1999) يعتبر هذا الاستنتاج بعيدا عن الواقع، ذلك أن نظام الصرف الثابت يظهر وجود عدد لا نهائي من التوليفات (S, M) التي يمكن أن تضمن بقاء النظام لكن تتعدد فيه التوازنات.

الشكل رقم (4): تعدد التوازنات



وفي هذا السياق وعلى افتراض البصيرة التامة (حالة التأكد التام) فإن المستثمرين يدركون إمكانية تحقيق هذه التوليفات من التوازنات، فيسعون إلى تحقيق هجمة مبكرة من خلال بيع أصولهم بالعملة المحلية وبمعدل S_2 على أمل أن تنجح الهجمة، عندها ستضطر السلطات إلى اختيار توازن آخر (S_3, M_3) ، هذا الأخير سيحقق للمضاربين مكاسب معتبرة.

وفي هذه الحالة، يجب على البنك المركزي أن يفاضل بين تكاليف الدفاع ضد هجمات المضاربة (الدفاع من خلال الزيادة في سعر الفائدة والتي تؤدي إلى تكاليف إقتصادية مهمة فيما يخص البطالة مثلا) والعوائد (الدفاع على التكافؤ يحقق الأهداف طويلة المدى مثل الحفاظ على مصداقية النظام)، وبعد عملية المفاضلة فإذا كانت تكاليف الدفاع أكبر من العوائد للحكومة ستسمح بتخفيض العملة في المرحلة المقبلة، وبهذا يمكن القول أن الهجمة قد تحققت من قبل المضاربين في المرحلة الأولى ويطلق على هذا النوع من "الهجمات بذاتية التحقق". وباعتبار أن المضاربين يعرفون ردة فعل السلطات النقدية فيمكنهم إتخاذ المبادرة للقيام بهجمة والتنسيق لها من دون الأخذ بعين الاعتبار الأساسيات، غير أن Jeanne (1996) يرى أن التنسيق للهجوم حول توازن أو آخر يمكن أن ينتقل من خلال متغير خارجي من نوع "بقع شمسية" (Sun spot)، هذا الطرح يظهر حتمية دمج الأساسيات في تحديد الهجمات، وعليه وانطلاقا من هذا المنظور، فإن المنهج الجديد لنماذج الجيل

الثاني "مع شرط التخلي" يأتي لتوسيع نطاق نمذجة هجمات المضاربة من أجل فهم الظروف الإقتصادية التي تسمح بتفسير سلوك السلطات النقدية في ظل تعدد التوازنات.⁵⁰

□ سلوكيات السلطات النقدية ونماذج "مع شرط التخلي":

إن تسليط الضوء على طبيعة التحقق الذاتي للمعتقدات يضع أمامنا نوعين من القضايا التي تحتاج إلى حل، فمحاولة تطوير نماذج الجيل الثاني تقودنا من جهة إلى التساؤل حول الأسباب التي تدفع الحكومة إلى التخلي عن نظام سعر الصرف ومن جهة أخرى حول الظروف التي تدفع المضاربين إلى التنسيق للهجوم.

لذلك ظهرت نماذج سميت "بنماذج مع شرط التخلي" وكانت أولى الدراسات التي وضعت نمذجة نظرية لهذا المبدأ تعود لـ Obstfeld (1986، 1994، 1996)، حيث عرض نموذجين من الأزمات التي تتحقق ذاتيا مع إستجابة السلطات لتوقعات السوق، فالنموذج الأول لـ Obstfeld يقوم على فكرة مفادها أن توقعات الانخفاض تؤثر على سعر الفائدة وبالتالي على مدى قدرة الحكومة على الدفاع على التكافؤ الثابت، وكيف يمكن لإستراتيجية التدخل الحكومي أن تغير من احتمال وشدة الأزمة.⁵¹

أما النموذج الثاني فيظهر أن التوقعات تؤثر على الأجر وعلى القدرة التنافسية وبالتالي تخلق حوافز مماثلة عن طريق زيادة البطالة، وكلا النموذجين يفترضان أن الاحتياطات الأجنبية يمكن أن تقتصر بحرية في أسواق رأسمال الدولية ولا تخضع إلا لقيود الميزانية الموحدة بين الوزارات الحكومية ولا يفترض أي من النموذجين أن لمستوى الاحتياطي في حد ذاته دورا خاصا في توليد أزمات في ميزان المدفوعات.⁵²

.III نماذج الجيل الثالث

حاولت مختلف المدارس تفسير الأزمات المالية حيث تم التمييز بين عدة نماذج تفسر الأزمات المالية بناء على النتائج و التحليل التجريبية لها، ولعل أهم هذه النماذج «نماذج الجيل الثالث» التي ظهرت بعد أزمة النموذج الآسيوية 1997 (دول جنوب شرق آسيا) حيث عجزت نماذج الجيل الأول و الثاني عن تفسيرها.

□ مفهوم نماذج الجيل الثالث من الأزمات المالية

تميزت فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية بتولد شكل جديد من الأزمات المالية هي الأزمات المزدوجة، وهي عبارة عن تركيبة من الأزمات المصرفية وأزمات الصرف، وتظهر هذه الأزمات من خلال تركيبة من مضاربة حادة ضد

⁵⁰ Jeanne. O, *les modèles de crise de change: un essai de synthèse avec la crise du franc de 1992-1993*, Economie et Prévision, n°: 123-124, 1996, P: 152.

⁵¹ Obstfeld. M, *the logic of currency crises*, NBER, Cambridge, 1994, p: 25-34.

⁵² Obstfeld. M, *Models of currency crises with self-fulfilling features*, European economic Review, n°: 40, 1996, P: 1041.

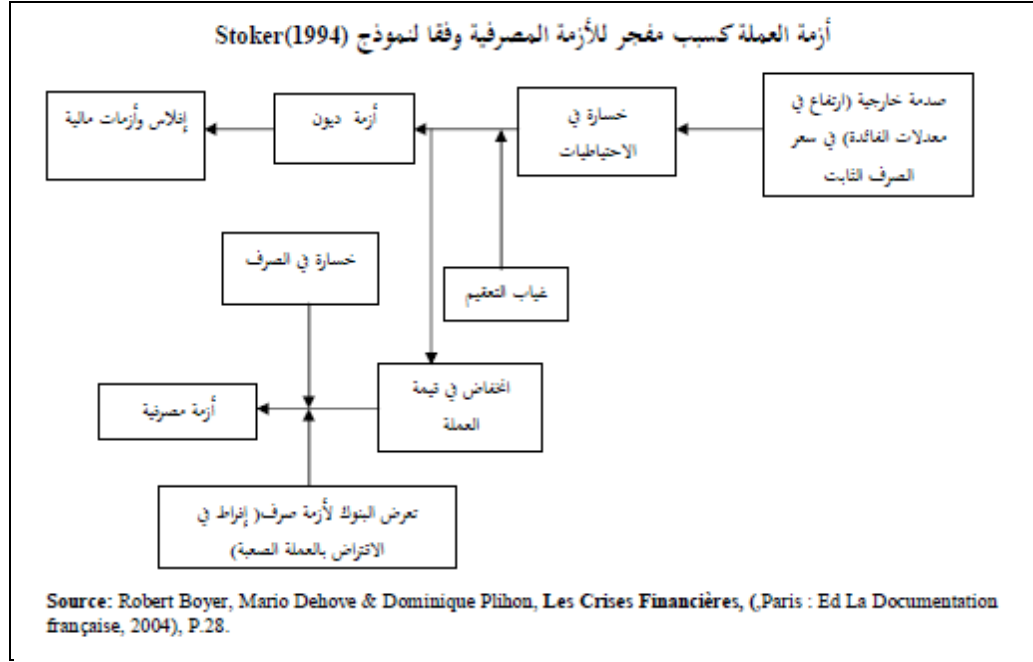
العملة الوطنية وموجة من الإفلاسات والضعف في البنوك، تجتمع مع شك وحذر بخصوص استقرار أسعار الصرف (وبالتالي نظام الصرف)، وكذلك الشك بخصوص سيولة وملاءة الوسطاء الماليين، والتي لها تأثير متبادل ورجعي الواحدة على الأخرى. تسمى هذه النماذج في بعض الأحيان بالنماذج ما بين الأجيال (*modèles inter-génération*) حسب «Flood et Marin» لأنها تجمع بين نماذج من الجيل الأول و نماذج من الجيل الثاني.. يركز بعض الإقتصاديين مثل *velasco* و *diamond* و *chang* أن الأزمة تكمن في الازدهار المصرفي أو وفرة السيولة نتيجة الدخول المفرط لرؤوس الأموال مما يؤدي إلى ارتفاع حجم القروض المحلية، ومع سوء تقدير مخاطر هذه القروض وارتفاع حجم الديون المشكوك في تحصيلها فإن ذلك سيؤدي إلى تدهور ثروة عدد كبير من المقترضين، وبالتالي فرض قيود على الائتمان نتيجة انخفاض السيولة و افلاس البنوك. وعموما فان هذه النماذج تركز على ضعف النظام المصرفي و المالي حسب *roubini* و *krugman* و *pesenti* حيث يشكل المحور الأساسي في تفسير هذه الأزمات.⁵³

□ التفاعل بين الأزمات المصرفية وأزمات سعر الصرف

عند تقع أزمة صرف يسعى المتعاملون تحسباً لانخفاض قيمة العملة المحلية إلى التخلص من هذه الأخيرة واقتناء العملات الأجنبية مما ينتج عنه سحب الودائع من البنوك وتقهر احتياطي البنوك من الأصول الأجنبية مما يضعف وضعها الحالي .

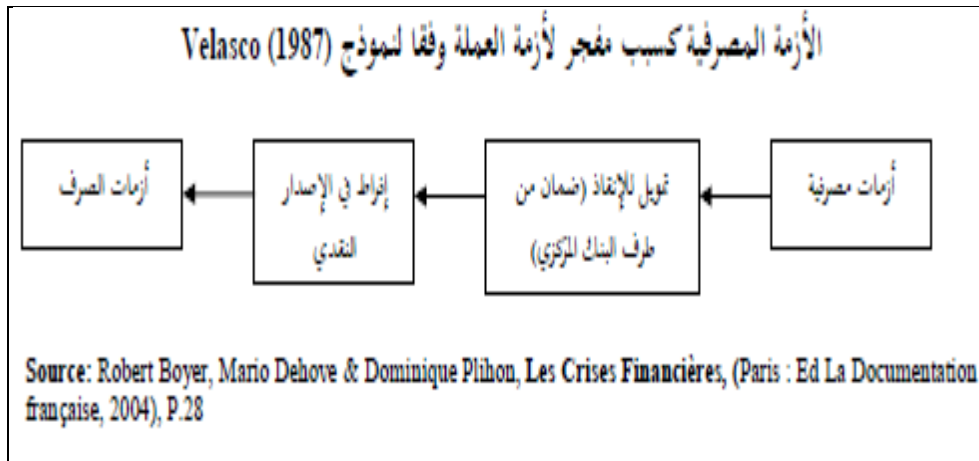
إن انخفاض قيمة العملة نتيجة للأزمة سيضعف حتماً وضعية البنوك التي لها خصوم بالعملة الأجنبية أو يضعف عملاء هامين لديها لهم خصوم كبيرة بالعملة الأجنبية مما يعرض البنوك إلى عدم القدرة على استرجاع جزء كبير من القروض الموزعة على هؤلاء العملاء (تفاقم القروض المدومة). يوضح نموذج *Stocker* كيفية تحول أزمة سعر الصرف إلى الأزمة البنكية حسب الشكل التالي:

⁵³ Robert Boyer, Mario Dehove & Dominique Plohon, *Les crises Financieres*, Ed la documentation francaise, Paris, 2004, pp .26-27.



من خلال الشكل السابق نلاحظ أنه ينتج عن صدمة خارجية مثل ارتفاع معدلات الفائدة الخارجية بالمقارنة مع الداخلية إلى انخفاض احتياطيات البنوك الذي قد ينتج عنه ما يلي:

- أزمة الائتمان: أي انخفاض كبير في نسبة القروض الممنوحة من قبل البنوك الأمر الذي يؤدي إلى إفلاسها، ومن ثم إلى حدوث أزمة مالية.
 - أو انخفاض قيمة العملة المحلية: أي تدهور سعر الصرف الذي يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للقروض الممنوحة من طرف البنك بالعملة الصعبة عند فترة استحقاقها.
- من أزمة مصرفية إلى أزمة سعر صرف يمكن أن تتحول الأزمة البنكية إلى أزمة سعر الصرف حسب نموذج Velasco وفق الشكل التالي:



وبالتالي حسب نموذج Velasco يحاول البنك المركزي إنقاذ البنوك المتدهورة من خلال ضخ الكتلة النقدية في شكل قروض حيث تؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية نتيجة ارتفاع حجمها مقارنة بحجم السلع و الخدمات، يمكن أن تولد أزمة ثقة لدى المتعاملين الذين يحاولون التخلص من العملة المحلية مما ينتج انخفاضاً كبيراً في سعر الصرف وتقهقر الاحتياطي الأجنبي تنتهي بأزمة سعر الصرف .

الفصل السادس: أساليب التنبؤ بالأزمات المالية

□ الأساليب القياسية المعلمية

□ الأساليب القياسية اللامعلمية

خلال فترة التسعينات قام الباحثون أمثال Kaminsky، Lizondo و Reinhart (1997، 1998) و Frankel و Rose (1996) و Edison (2000) بمواصلة تطوير نماذج قياسية للأزمات المالية والمعروفة الآن باسم "نظام الإنذار المبكر" (EWS (Early Warning System)، أي أداة الرقابة المالية التي تطبق أساليب الاقتصاد القياسي لتوليد توقعات باحتمالية اقتراب الأزمة المالية على مدى فترة زمنية محددة، ويهدف هذا النظام إلى تقديم إشارات تحذيرية بالضعف والهشاشة الكامنة في القطاع المالي أو الحقيقي والتي يمكن أن تضع الاقتصاد على حافة أزمة محتملة، وذلك بهدف إعطاء صانعي السياسات مهلة زمنية لاعتماد تدابير وقائية لمنع هذا الضرر عن الاقتصاد أو على الأقل التخفيف منه.

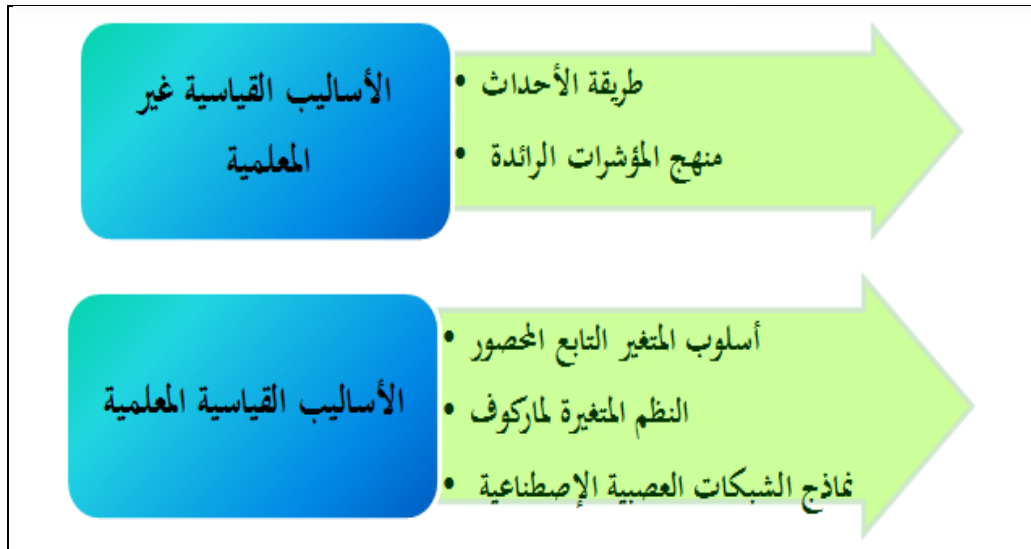
□ الأهداف التعليمية:

- التعرف على الأساليب القياسية المستخدمة للتنبؤ بالأزمات؛
- الإلمام بالمفاهيم المرتبطة بأنظمة الإنذار المبكر؛
- التمكن من قياس الأزمات والتنبؤ بها باستخدام أحد الأساليب المدروسة.

على الرغم من الجهود الجماعية للباحثين والمؤسسات الدولية في تطوير نظام إنذار بالأزمات، جادل Davis و Karim (2008) بأن الأزمة المالية العالمية كانت مفاجأة ليس فقط لمعظم المشاركين في الأسواق المالية ولكن أيضاً لمجتمع السياسات"، لم يكن أي من تقارير الاستقرار المالي لصندوق النقد الدولي أو البنك المركزي الأوروبي أو بنك التسويات الدولية في بداية عام 2007 قادراً على التنبؤ بالحدة أو المدى الدولي للأزمة التي انبثقت عن سوق الرهن العقاري الأمريكي، ناهيك عن تفجر عميق لأزمة مالية واقتصادية لم تضرب الاقتصاد العالمي منذ الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن الماضي.

وعلاوة على ذلك، Rose و Spiegel (2009) و Candelon وآخرون (2014) أثبتوا أن نظم الإنذار المبكر القائمة والمؤشرات المستخدمة بشكل شائع لم تكن قادرة على تقديم إشارات تحذير للأزمة، ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى تجاهل إمكانية حدوث عدوى عبر الدول وامتدادها من الأسواق المحلية الأخرى (مثل العقارات والديون الخارجية)، وكذا تجميع الدول المتقدمة والنامية معاً في دراسة واحدة.

ومع ذلك، لا تزال هناك الحاجة إلى المزيد من الجهود لتطوير أساليب جديدة في محاولة للتحذير المستمر بتراكم نقاط الضعف، وتفسح المجال لاتخاذ التدابير الوقائية التي من شأنها التخفيف من الأضرار المحتملة للأزمات على الاقتصاد العالمي.



I. الأساليب القياسية اللامعلمية:

□ طريقة الأحداث :

طريقة "الأحداث" (Event Method) والمعروفة أيضا بطريقة النوافذ، هي منهج نوعي تم استخدامه في الأصل من قبل Eichengreen وآخرون (1994)، Rose و Frankel (1995، 1996) يعمل على تحديد الرسوم البيانية والمدرج التكراري بهدف اكتشاف السلوك غير الطبيعي الذي يمكن أن تُظهره المتغيرات الاقتصادية والمالية قبل فترة الأزمة مقارنةً بما يسمى فترة الهدوء، ويمكن أيضا تعزيز هذا المنهج من خلال الأساليب الإحصائية (اختبار Student أو Kruskal-Wallis) والتي تسمح باختبار معنوية فروق المتغيرات التي لوحظت خلال هاتين الفترتين. (54)

➤ منهجية عمل طريقة الأحداث

يقوم هذا المنهج على ثلاث خطوات أساسية هي: (55)

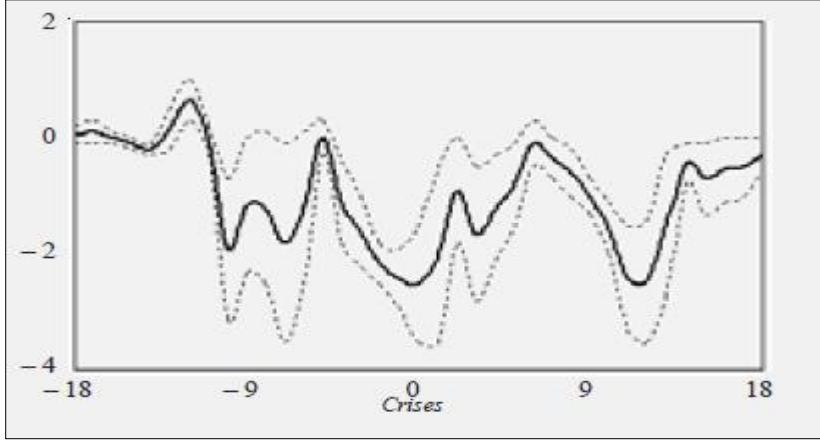
- الخطوة الأولى هي تحديد نوبات الأزمات من خلال بناء مؤشرات الأزمات الثنائية التي تأخذ القيمة واحد (1) في حالة حدوث أزمة والقيمة صفر (0) في الحالة المعاكسة.
- الخطوة الثانية هي تحديد نافذة أزمة عند كل متغير ، أي فترة ما قبل الأزمة وما بعدها (ثمانية عشر شهراً عند Kaminsky و Reinhart (1999)، أربعة وعشرين شهراً عند Eichengreen وآخرون (1995) Aziz و آخرون(2000)، وثلاث سنوات عند Frankel و Rose (1996).
- في الخطوة الثالثة تتم مقارنة سلوك كل متغير أثناء فترات الأزمة بشكل منهجي مع سلوكه خلال فترات خارج إطار الأزمة وذلك من خلال احتساب القيم المتوسطة لهذه المتغيرات خلال الفترتين، ومن ثم تحديد انحرافات قيمها عن المتوسط (المعبر عنها من خلال الانحرافات المعيارية) في أوقات الأزمات مقارنة بفترات

(54) Ari A, *Globalisation financière et fragilités économiques et bancaires : une modélisation d'un système d'indicateurs d'alerte pour l'économie turque*, Op.cit, p : 174.

(55) Dehove M, *La détection avancée des crises financières*, dans Boyer R, Dehove M & Plihon D (Eds.), "Les crises financières", Rapport du CAE 50, 2004, p : 343.

الهدوء، ويتم تطبيق هذه الطريقة على مدار فترة العينة بأكملها، وينتج عنها رسمًا بيانيًا يوضح متوسط قيم المتغير وانحرافاته أثناء الفترتين والشكل رقم (18) يوضح ذلك.

الشكل رقم (18): مثال عن استخدام طريقة الأحداث في تحديد أزمات العملة



● نافذة الاستبعاد [-18، 18+] شهر، المتغير المطبق : سعر الفائدة، منحى الإنحراف المعياري الشهري بين القيمة المتوسطة لفترات الأزمات ل (t-θ) والقيمة المتوسطة خارج الأزمة

Source : Dehove M, *La détection avancée des crises financières*, dans Boyer R, Dehove M & Plihon D (Eds.), "Les crises financières", Rapport du CAE 50, 2004, p : 344.

➤ أهم الدراسات التجريبية لطريقة الأحداث

حاول كل من Eichengreen وآخرون (1995)⁽⁵⁶⁾ تطبيق هذه الطريقة بهدف تحليل أسباب وعواقب حلقات الاضطراب في سوق الصرف الأجنبي، وذلك باستخدام بيانات فصلية للفترة الممتدة من 1959 إلى 1993 في عينة من عشرين دولة صناعية، كما درسوا كيفية تأثير سلوك المتغيرات الاقتصادية في مرحلة ما بعد الأزمة بسلوكها قبل الأزمة وكذا استجابة السلطات لذلك، وعملوا على تحديد نافذة استبعاد من ثمانية فصول من أجل مراقبة تطور هذه المتغيرات، فلاحظوا أن المتغيرات الاقتصادية تبدأ في الضعف مع بداية أزمة العملة: فالحساب الجاري يصبح في حالة عجز نتيجة انخفاض عائدات التصدير وزيادة نفقات الاستيراد وارتفاع كبير في الأسعار والأجور (غير أن نمو الائتمان لا يرتبط بالعجز الحاصل في الموازنة والذي لا يزال مستقرًا نسبيًا خلال فترة ما قبل الأزمة)، كما سجلت احتياطات النقد الأجنبي وأسعار الفائدة انخفاضًا حادًا وارتفاعًا حادًا

⁽⁵⁶⁾ Eichengreen B, Rose A K & Wyplosz C, *Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks*, Economic Policy, Vol: 10, No: 21, 1995, p: 24-44.

على التوالي، فالزيادة في معدلات الفائدة مرتبطة بالزيادة في الأسعار والنمو الاقتصادي الحقيقي وليس نتيجة توقع حدوث أزمة عملة ، لأن فارق سعر الفائدة بالنسبة إلى البلد المرجعي (ألمانيا) لم يكن كبيراً.

كما سعى Frankel و Rose (1996)⁽⁵⁷⁾ إلى تحديد أسباب أزمات العملة والتي عرّفها على أنها انخفاض في سعر الصرف يصل إلى 25%، وذلك بتطبيق طريقة الأحداث على مجموعة من البلدان الناشئة وباستخدام بيانات سنوية للفترة الممتدة من 1971 إلى 1992، وقد عملوا على تحديد نافذة استبعاد مدتها ثلاث سنوات قبل وبعد حلقة الأزمة وذلك من أجل مراقبة تطور المتغيرات الاقتصادية، ووجدوا أن البلدان التي تعاني من أزمة في العملة تميل إلى أن يكون لديها نسبة عالية من الديون في البنوك المحلية ومخزون كبير من الديون قصيرة الأجل كما تعاني البلدان المتأثرة بالأزمات من التدفقات العاجلة قصيرة الأجل لرأس المال الأجنبي وارتفاع في سعر الصرف لأكثر من 10%، وفقدان تدريجي في الاحتياطيات الدولية، ونمو مفرط في الائتمان المحلي، وعلى النقيض من النماذج النظرية لا يسجل الحساب الجاري ورصيد الميزانية أي تغيرات كبيرة مقارنة بالفترات غير المتأزمة في حين تكون أسعار الفائدة الأجنبية قبل فترات الأزمة أعلى، ويكون الناتج في الدول الصناعية أقل بكثير.

أما بالنسبة Kaminsky و Reinhart (1999)⁽⁵⁸⁾، وفي تحليل ضم 20 دولة صناعية وناشئة وللفترة الممتدة من سنة 1970 وإلى غاية 1995، فإنها حددت نافذة استبعاد قدرت بثمانية عشر شهراً قبل وبعد فترات الأزمة، ووجدوا أن المؤشرات التي تمثل التحرير المالي (المضاعف M2 ، ونسبة الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي ونسبة معدل الائتمان إلى معدل الاقتراض) هي ذات أهمية كبيرة مع اتجاه متزايد تدريجياً بدءاً من ستة إلى تسعة أشهر قبل بداية أزمة العملة، أما بالنسبة لسعر الفائدة الحقيقي فهو أدنى من مستواه في فترات الهدوء وعلى عكس التوقعات المتعلقة بالنماذج النظرية التي تشير إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية عند اقتراب أو حدوث الأزمة، فمؤشرات القطاع النقدي (نسبة M1، M2 إلى الاحتياطيات) هي أيضاً هامة و تأخذ اتجاهات متزايدة مع بداية الأزمة، وأخيراً، يبدأ نمو الصادرات والواردات في التناقص قبل اثني عشر وتسعة أشهر (على التوالي) من حدوث الأزمة، أما بالنسبة إلى المبالغة في تقدير سعر الصرف الحقيقي فهو يؤثر سلباً على أداء الصادرات

⁽⁵⁷⁾ Frankel J A & Rose A K, **Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment**, Op.cit, p: 4-14.

⁽⁵⁸⁾ Kaminsky G L & Reinhart C M, **The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems**, American Economic Review ,Vol: 89, N°: 3, 1999, p.480- 486.

(20% أقل من مستواها في فترات الهدوء) ويساهم في تدهور شروط التبادل التجاري وتباطؤ النمو الاقتصادي، مما أدى إلى انخفاض في نفقات الاستيراد وعائدات التصدير.

وأخيراً، قام Aziz وآخرون (2000) ⁽⁵⁹⁾ بدراسة عدد كبير من أزمات العملات الأجنبية للفترة 1975-1997 في خمسين دولة صناعية وناشئة وبنافذة استبعاد حددت بثمانية عشر شهراً، بهدف تحديد السلوكيات المتشابهة لمجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية والمالية حول فترات الأزمة وذلك باستخدام طريقة الأحداث، وقد حدد 158 حلقة من الأزمات قسمها إلى مجموعات فرعية مختلفة: الأزمات في البلدان الناشئة أو الصناعية؛ والأزمات التي تتسم بتخفيض قيمة العملة أو فقدان احتياطي النقد الأجنبي؛ الأزمات الحادة أو المعتدلة؛ الأزمات مع الانتعاش الاقتصادي السريع أو البطيء والأزمات المتعلقة بمشاكل النظام المصرفي أو بفترات التضخم المفرط (أي الفترات التي يكون فيها معدل التضخم السنوي أكبر من 80%). وقد لاحظ Aziz وآخرون أن المبالغة في سعر الصرف كانت كبيرة بالنسبة لجميع نوبات الأزمة باستثناء الأزمات المتعلقة بمشاكل النظام المصرفي والأزمات التي تميزت بفقدان احتياطي النقد الأجنبي، كما أثرت المغالاة في سعر الصرف تأثيراً سلبياً على أداء الصادرات والذي بدأ في التدهور قبل اثني عشر شهراً من بداية الأزمة باستثناء أزمات البلدان الصناعية والأزمات التي تميزت بفقدان الاحتياطات، لم يظهر الميزان التجاري أي تغيير كبير (فقط تدهور طفيف) قبل الأزمات، في حين أن الحساب الجاري والمبادلات التجارية تدهورت بشكل كبير لاسيما في أزمات الدول الناشئة، رصيد الحساب المالي كان في حالة عجز قبل الأزمة (ولكن هذا العجز كان ضئيلاً)، أما النمو النقدي (M1 و M2) والائتمان المحلي والارتفاع في معدل التضخم فهي خصائص أخرى لأزمات العملة وهي موجودة بشكل خاص قبل اندلاع الأزمات التي تتسم بشكل رئيسي بفقدان الاحتياطات، انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية المحلية قبل الأزمة أسهم أيضاً في ارتفاع درجة حرارة الاقتصاد، ومع ذلك وقبل بداية الأزمة بدأت أسعار الفائدة الحقيقية في الارتفاع وبشكل حاد خلال فترة الأزمة وذلك بهدف الدفاع عن سعر الصرف. وفي المقابل، ارتفعت أسعار الفائدة الأجنبية بشكل ملحوظ قبل ستة أشهر من بداية الأزمة وهذا يؤكد التكامل المتزايد لأسواق رأس المال العالمية وحساسية تدفقات رأس المال إلى تحركات أسعار الفائدة، أما بالنسبة لأسعار الأصول التي بلغت ذروتها قبل عامين من حدوث الأزمات فقد بدأت في الانخفاض قبل ستة أشهر من الأزمة، أما

⁽⁵⁹⁾ Aziz J, Caramazza F & Salgado R, *Currency crises: In search of common elements*, IMF Working Paper, 2000, p: 13-55.

خسارة احتياطي النقد الأجنبي بشكل عام لم تكن تدريجية، على عكس ما توحى إليه نماذج الجيل الأول بل انخفاضها كان بشكل مفاجئ تبعاً لتدفقات رأس المال المفاجئة.

➤ مزايا وعيوب طريقة الأحداث

هذه الطريقة لها ميزة الاستخدام البسيط كما أنها توفر معلومات كافية تمكنا من ملاحظة وتمييز التغير في سلوك كل متغير على مدى فترة زمنية طويلة، وعلاوة على ذلك فإنه لا يفرض إجراء حدودي معلمي على البيانات واختباراته الإحصائية تتطلب عددا قليلا جدا من الافتراضات حول توزيع المتغيرات مقارنة بإجراءات الاقتصاد القياسي المعمول بها.⁽⁶⁰⁾

كما أن هذا المنهج لا يخلو من العيوب إذ يتم تحديده في الواقع من خلال بناء مؤشر أحادي المتغير لا يُمكن الباحثين إلا من دراسة السلوك الفردي للمتغيرات في لحظة معينة دون أن يكونوا قادرين على قياس مساهمتها الهامشية مقارنة بمتغير آخر كما هو الحال في الانحدارات الخطية أو غير الخطية، وعلى عكس الانحدارات حيث يمكن استخدام العديد من اختبارات الحساسية للتحقق من متانة النتائج، ففي منهج "الأحداث" لا يوجد تشخيص عام لاختبار المشاهدات.⁽⁶¹⁾

□ منهج المؤشرات الرائدة الديناميكي

اقترحت كل من Kaminsky, Lizondo, وReinhart (1998)⁽⁶²⁾ منهج الإشارة أو منهج المؤشرات الرائدة للتنبؤ بأزمات العملة، وهو أسلوب غير معلمي يعمل على إنشاء متغير وهمي للأزمة وذلك باستخدام مؤشر الضغط المضاربي وبالاعتماد على عتبة معينة، كما يسمح بتحديد ومراقبة بعض المتغيرات الماكرو اقتصادية والمالية التي تميل إلى التصرف بطريقة غير عادية في الفترة التي تسبق الأزمة، لذلك يمكن اعتبار هذا المنهج امتداداً لطريقة الأحداث.

⁽⁶⁰⁾ Ari A, *Globalisation financière et fragilités économiques et bancaires : une modélisation d'un système d'indicateurs d'alerte pour l'économie turque*, op.cit,p : 175.

⁽⁶¹⁾ Dehove M, *La détection avancée des crises financières*, op.cit , p : 345.

⁽⁶²⁾ Kaminsky G L, Lizondo S & Reinhart C M, *Leading indicators of currency crises*, IMF Staff Papers, Vol: 45, N°: 1,1998, p.15-16.

➤ طريقة عمل منهج المؤشرات الرائدة الديناميكي

يقوم منهج المؤشرات الرائدة على تحويل كل مؤشر إلى متغير ثنائي وذلك عن طريق تحديد العتبة الحرجة بمعنى آخر إذا تجاوز المؤشر العتبة المحددة فإن المتغير الثنائي يأخذ القيمة واحد وبالتالي يقال أن المؤشر يشير إلى أزمة وشيكة أو صفر في الحالة المعاكسة. وفي هذا الصدد بين Davis و Karim (2008) ⁽⁶³⁾ في دراستهما أن بعض الباحثين يفضلون اختيار عتبة منخفضة نسبياً لتقليل احتمال حدوث الأزمات المفقودة معتبرين أن صانعي القرار يجب أن يتأكدوا من تجنب الأزمة بأي ثمن كان، ومن ناحية أخرى فإن تكاليف الإنقاذ الضخمة التي يجب على الحكومات تحملها لتجنب أو تخفيف آثار الأزمة تجعل الباحثين يفضلون اختيار عتبة عالية نسبياً والتي من شأنها أن تقلل من نسبة الإنذارات الكاذبة، وبين هذا وذاك، تحاول معظم الدراسات الموازنة بين كلا النوعين من الأخطاء عن طريق تقليل نسبة الإشارات السيئة إلى الإشارات الجيدة عند اختيار العتبة المناسبة.

والعتبة الديناميكية كما اقترح Casu وآخرون (2012) ⁽⁶⁴⁾ تقاس بعدة أضعاف من الانحراف المعياري بعيداً عن متوسط المتغير، وبهذه الطريقة يمكن التقاط تقلبات المتغيرات ومقارنتها بالقيم المطلقة أو العتبة المئوية التي تعتمد على توزيع عينات المتغيرات، لذلك فالعتبة الديناميكية لها ميزة جعل تصميم النموذج قابلاً للاستخدام في فترات زمنية مختلفة ودول مختلفة من العالم، وبالتالي من المتوقع أن توفر إشارات تحذير أكثر دقة خارج العينة. ولمقارنة هذه السلسلة الثنائية مع أحداث الأزمة الفعلية التي يحددها المتغير التابع، يمكن بناء جدول الاحتمالات التالي بأربعة سيناريوهات محتملة:

الجدول رقم (8): مصفوفة منهج الإشارة

عدم حدوث أزمة في فترة المقابلة (h)	حدوث أزمة في فترة المقابلة (h)	
B	A	$(X > S)$ وجود إشارة
D	C	$(X < S)$ لا توجد إشارة

source : Dehove M, *La détection avancée des crises financières*, dans Boyer R, Dehove M & Plihon D (Eds.), "Les crises financières", Rapport du CAE 50, 2004, p : 346.

⁽⁶³⁾ Davis E P & Karim D, *Could early warning systems have helped to predict the subprime crisis?*, National Institute Economic Review; N°: 206, OCTOBER 2008, p: 3.

⁽⁶⁴⁾ Dawood M. H, *The Challenge of Predicting Financial Crises: Modelling and Evaluating Early Warning Systems*, Op.cit, p: 34-35.

فإذا افترضنا أن (x) يمثل المؤشر الاقتصادي و (s) هي قيمة العتبة و (h) فترة التنبؤ (نافذة الأزمة)، فتشير القيمة (A) إلى عدد الأزمات التي حدثت فعلا في الفترة (h) وتنبأت بها العتبة (s) ، أما القيمة (B) فتمثل عدد الأزمات التي لم تحدث في الفترة (h) لكن العتبة (s) تنبأت بحدوثها، في حين تمثل القيمة (C) عدد الأزمات التي حدثت لكن العتبة (s) لم تلتقطها، وأخيرا، القيمة (D) تمثل عدد الأزمات التي لم تحدث ولم تنبأ أيضا العتبة (s) بحدوثها.

وبالتالي تعبر القيم (A) و (D) عن حالات أزمة فعلية وعن حالات هدوء على التوالي، ومن جهة أخرى تعبر القيمة (C) عن "الخطأ من النوع الأول" (Type I error) أي "أزمات مفقودة" نتيجة عدم التنبؤ بأزمة فعلية، بينما تشير القيمة (B) عن "الخطأ من النوع الثاني" (Type II error) أي "إنذار كاذب" نتيجة إرسال إشارات تحذير لأزمة لم تحدث فعلا داخل نافذة الأزمات المحددة ⁽⁶⁵⁾، ويتم احتساب الحساسية (The sensitivity) أو معدل نجاح التوقعات (the hit rate of the forecasts)، والخصوصية (the specificity) بالعلاقة التالية:



من الواضح أن اختيار عتبة منخفضة نسبياً يؤدي بالمتغيرات إلى توليد عدد كبير من الإشارات، مما يزيد بشكل كبير من احتمال ارتكاب خطأ من النوع الثاني، وبالمثل فإن اختيار عتبة عالية نسبياً سيزيد من احتمالات فقدان أزمات فعلية، ومن الناحية العملية جادل كل من Fuertes و Kalotychou (2007) ⁽⁶⁶⁾ بأن أخطاء النوع الثاني أقل أهمية بالنسبة لصانعي السياسات من أخطاء النوع الأول، لأن التكاليف الفعلية لاعتماد سياسات وقائية عادة ما تكون أقل حدة من الخسائر الاقتصادية والاجتماعية الكبيرة للأزمات المفقودة.

علاوة على ذلك، أشار Lang (2013) إلى أن الإنذارات الكاذبة ليست دائماً خطأً بسبب الفشل التنبؤي لنظام الإنذار المبكر، ولكن يمكن أن تكون ببساطة نتيجة اتخاذ الإجراءات السياسية المناسبة التي أدت إلى التخفيف أو تجنب الأزمة، وتعود أحد الأسباب الأكثر أهمية التي أعطت وزناً أكبر للخطأ من النوع الثاني

⁽⁶⁵⁾ Dehove M, *La détection avancée des crises financières*, Op.cit, p: 346-347.

⁽⁶⁶⁾ Fuertes A-M & Kalotychou E, *Optimal design of early warning systems for sovereign debt crises*, International Journal of Forecasting, N°: 23, 2007, p: 92-93.

إلى الطريقة التي تم تصميم النموذج بها، فالإشارة الصادرة "في وقت مبكر جدًا" (أي خارج إطار الأزمة) يتم أيضًا اعتبارها إنذارًا خاطئًا على الرغم من أن أزمةً فعلياً ستليها.⁽⁶⁷⁾

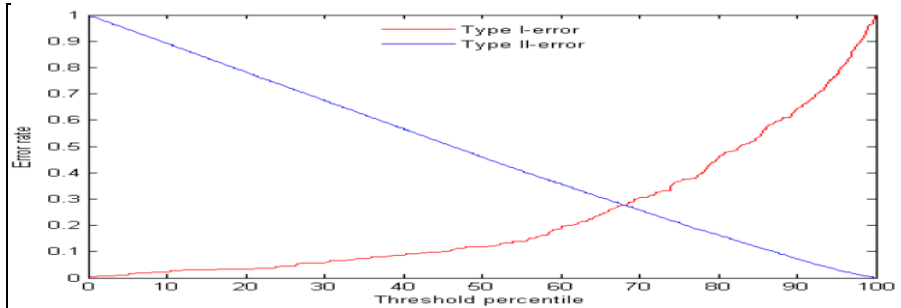
ومع ذلك وفي محاولة لتحقيق التوازن بين كلا النوعين من الأخطاء، فالممارسة الأكثر شيوعًا في الأدبيات لاختيار العتبة المثلى لكل متغير هو تقليل نسبة الخطأ المشترك وهي "نسبة الضجيج إلى الإشارات الجيدة" $NTSR$ (Noise To Signal Ratio)، وقد تم اقتراحه من قبل Kaminsky (1999) وقبل التطرق لكيفية حسابه يجب أولاً تعريف الفرضيتين التاليتين:

H_0 : تحدث أزمة (AUC) مقابل H_1 : لا تحدث أزمة (BUD) .

وبالتالي، فإن الخطأ من النوع الأول هو احتمال رفض فرض العدم H_0 عندما يكون صحيحًا بمعنى آخر الإحتمال الشرطي لعدم حدوث أي أزمة مع العلم أن هناك أزمة فعلياً حدثت $P(A/AUC)$ ، في حين أن الخطأ من النوع الثاني هو احتمال قبول H_0 عندما يكون خطأً أي الإحتمال الشرطي لحدوث أزمة مع العلم أنها لم تحدث فعلاً $P(B/BUD)$. ويحسب المؤشر $NTSR$ على أنه نسبة الإشارات السيئة إلى الإشارات الجيدة:⁽⁶⁸⁾

$$NTSR = \frac{\text{Type II error}}{1 - \text{Type I error}} = \frac{P(B/BUD)}{1 - P(C/AUC)} = \frac{P(B/BUD)}{P(A/AUC)}$$

الشكل رقم (19): تحديد نقطة التقاطع المثلى في منهج المؤشرات الرائدة



Source: Bryde-Erichsen M.D, *The signaling approach to early warning: Application for systemic banking crises*, Master of Philosophy in Economics, University of Oslo, Norvège, 2016,p:20.

➤ أهم الدراسات التجريبية لمنهج المؤشرات الرائدة

⁽⁶⁷⁾ Dawood M. H, *The Challenge of Predicting Financial Crises: Modelling and Evaluating Early Warning Systems*, Op.cit, p: 43.

⁽⁶⁸⁾ Ibid, p: 44.

حاول كل من Berg و Pattillo (1998)⁽⁶⁹⁾ إعادة استخدام نتائج Kaminsky وآخرون (1998) أي نفس المؤشرات المستقلة والتابعة ونفس البلدان ونفس فترة العينة (1970-1995)، إذ قاما بمقارنة نسبة الإشارات الكاذبة إلى نسبة الإشارات الجيدة ($NTSR_{r,j}$) لـ Kaminsky وآخرون (1998) مع المؤشر الخاص بهم، فلم يجدوا سوى ثمانية مؤشرات مهمة في التنبؤ بأزمات العملة، مما جعلهم يؤكدون بأن مؤشر $NTSR_{r,j}$ الأفضل في التنبؤ بالأزمات لأنه التقط 72 أزمة مقابل 70 أزمة لكل من Berg و Pattillo (1998, 1999). ويرى الباحثان أن هذا الاختلاف في النتائج قد يعود إلى استخدام بيانات مختلفة أو التعديلات التي أدخلت في بيانات صندوق النقد الدولي، ويكشفان أيضاً أن أكثر من 50% من النوبات يتم الإبلاغ عنها بشكل صحيح من خلال نماذجهم ومع ذلك تصدر إشارات خاطئة بنسبة 98% من الحالات، مما يؤكد القدرة المحدودة لمنهج الإشارة كنظام إنذار مبكر بالأزمات.

كما قام Edison (2000)⁽⁷⁰⁾ في خطوة أولى باستخدام نموذج Kaminsky وآخرون (1998) من أجل مقارنة نتائجه مع نتائجها. وشملت الدراسة نفس المؤشرات المستقلة والتابعة ونفس العينة وحتى الفترة (1970-1995)، إلا أن الفرق الوحيد يكمن في اختيار عتبة الأزمة والمحددة بـ 2.5 انحراف معياري بدلا من 3 انحرافات معيارية، وأظهرت النتائج أن أفضل المؤشرات في التنبؤ بالأزمات هي سعر الصرف الحقيقي والاحتياطيات الدولية والصادرات التي أبلغت بشكل صحيح عن 70 أزمة، وأن أربعة مؤشرات غير قادرة على التنبؤ بالأزمات وتمثلت في نسبة سعر الفائدة / نسبة الودائع المصرفية، الودائع ومعدلات الفائدة الحقيقية التفاضلية. وفي خطوة ثانية طور Edison (2003) دراسة Kaminsky وآخرون (1998) وذلك بإدراج ثمانية بلدان وسبعة متغيرات إضافية وتمديد فترة العينة حتى أبريل 1995 بهدف تقييم قدرة نموذجها في التنبؤ بالأزمة الآسيوية، إلا أن نتائج النموذج المعدل تشير إلى تغييرات متواضعة في أداء المؤشر، وأكدت أن المؤشرات التي كان لديها أداء أفضل هي دائماً سعر الصرف الحقيقي، والصادرات، والاحتياطيات، فضلاً عن نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الاحتياطيات.

⁽⁶⁹⁾ Berg A. & Pattillo C, *Are currency crises predictable? A test*, IMF Working Papers, N°: 154, 1998.

⁽⁷⁰⁾ Edison H.J, *Do indicators of financial crises work? An evaluation of an early warning system*, International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System, N°: 675, 2000.

وأخيرا تؤكد النتائج التجريبية للباحثين داخل وخارج العينة على جدوى أنظمة الإنذار في تحديد مجالات الضعف والكشف بشكل صحيح عن حلقات معينة من الأزمات، وقناعتهم بالخصائص المشتركة التي تتقاسمها الدول التي عانت من أزمات، ومع ذلك، فإن نماذجهم تخطيء في كثير من الأحيان في حالات الأزمات و/أو تصدر إنذارات خاطئة، مما يدفع الباحث إلى اعتماد طريقة بديلة وهي التركيز على حالة بلد واحد.

➤ مزايا وعيوب منهج المؤشرات الرائدة

من مزايا هذا الأسلوب أنه يسمح بتقييم القدرة التنبؤية الفردية لكل مؤشر وبالتالي مساهمته في فعالية نظام الإنذار المبكر المبني، ومع ذلك فإنه لا يفسر التفاعلات المحتملة بين المتغيرات والتي قد تحجب الأسباب الحقيقية للأزمات (Lukkarila و Komulainen (2003) (71)، كما يتميز بكونه قادراً على تقييم الأداء الفردي لكل متغير، ومن ثم فإنه يرسم صورة لمشاكل الاقتصاد التي يمكن ملاحظتها بسهولة وفهمها وتفسيرها من قبل الحكومات، بالإضافة إلى ذلك فإنه يُبلغ السلطات عن مدى خطورة المشكلة وذلك بتحديد عدد المتغيرات التي تتجاوز قيم عتباتها الحرجة فتصدر إشارات تحذير.

ومن أهم العيوب التي أظهرها هذا المنهج هو تحويل المتغير المفسر إلى متغير ثنائي مما يؤدي إلى فقدان المعلومات وبالتالي عدم إصدار المؤشر إشارة رغم أنه يُظهر سلوكاً غير طبيعي وأنه بالكاد تجاوز أو سيتجاوز العتبة المحددة. وعلى أساس مختلف، انتقد Ari (2010) (72) فكرة تحديد مستوى معين للعتبة لكل مؤشر بحجة أنه بمجرد أن يتجاوز المؤشر عتبة محددة فإنه من غير الممكن ملاحظة سلوكه بعد ذلك ما إذا كان مجرد عبور للعتبة قليلاً أو ما إذا تدهورت إلى حد كبير، لذلك وعلى الرغم من أن المؤشر قد يتصرف بطريقة غير عادية أو ينحرف كثيراً عن اتجاهه فإن هذه الطريقة لن تولد أي إشارة طالما بقيت قيمة المؤشر أقل من العتبة المحددة.

كما تم انتقاد الميزة الأحادية للمتغير، فهي تشكل فشلاً في قدرة منهج الإشارة على قياس المساهمة الهامشية لمتغير واحد يتفاعل مع آخر كما هو الحال بالنسبة للانحدارات الخطية أو غير الخطية، فخلافاً لتحليل الانحدار حيث يمكن استخدام العديد من اختبارات الحساسية للتحقق من متانة النتائج، لا تنطبق الاختبارات الإحصائية القياسية على منهج الإشارات مما يجعل من الصعب تقييم القدرة النسبية لهذا المنهج للعمل كنظام تحذير مقارنة بطرق الانحدار الأخرى.

(71) Komulainen T & Lukkarila J, *What drives financial crises in emerging markets?*, BOFIT Discussion Papers, N°: 5, 2003, p: 8.

(72) Ari A, *Globalisation financière et fragilités économiques et bancaires : une modélisation d'un système d'indicateurs d'alerte pour l'économie turque*, Op.Cit, p : 182.

II. الأساليب القياسية المعلمية

ميزت الأدبيات القياسية بين مجموعة من الأساليب القياسية المعلمية التي تقوم على تقدير الأزمات، أكثرها شيوعاً أسلوب المتغير التابع المحصور LDV (Limited dependent variable) إضافة إلى أسلوب الإنحدار المقطعي للدول (Cross-country regressions)، نماذج الشبكات العصبية الاصطناعية (The Artificial Neural Network model) وكذا نموذج التحول لماركوف⁽⁷³⁾ MSM (Markov switching) models.

تم اقتراح عدة طرق أخرى أقل شيوعاً لإنشاء نظام EWS لأزمات العملة، على سبيل المثال Rose و Spiegel (2009)⁽⁷⁴⁾ استخدموا نموذجاً متعدد المؤشرات متعدد الأزمات " Multiple Indicator Multiple Cause model" لتصميم نظام إنذار مبكر بالأزمة المالية 2008، لكنه فشل في إيجاد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المفسرة ومؤشر الأزمة.

وقد قامت Vezzoli و Savona (2013)⁽⁷⁵⁾ بمحاولة أكثر نجاحاً وحادثة في الآونة الأخيرة شملت خوارزمية جديدة لنماذج شجرة الانحدار آخذة في الإعتبار خصوصية البلد، وتسمى بخوارزمية "CRAGGING" تتضمن تقدير عدد من أشجار الانحدار وذلك عن طريق استخراج بلد واحد في كل مرة ومحاولة الحصول على احتمالاته المتوقعة، الخطوة التالية هي حساب متوسط التوقعات لكل أشجار الانحدار المقدره واختيار شجرة واحدة نهائية باستخدام متوسطات التنبؤ بدلاً من المتغير التابع الأصلي، وبمقارنة توقعات هذه الخوارزمية مع الطرق التقليدية، أظهرت النتائج تفوقها على منهج الإشارة وبعض التشابه مع نموذج logit في فترات خارج العينة، وكانت قادرة على التنبؤ 88% من فترات الأزمة و64% فقط من فترات الهدوء.

ومن ناحية أخرى لجأت الدراسات إلى نماذج أنظمة التحول لماركوف " Markov Regime Switching models " كأمثال Mariano وآخرون (2003)، Abiad (2003)، و Arias و Erlandsson (2003).

⁽⁷³⁾ سيتم التطرق إلى نموذج التحول لماركوف بشكل مفصل في الفصل الثالث باعتباره الأسلوب القياسي المستخدم في الدراسة التطبيقية.

⁽⁷⁴⁾ Rose A K & Spiegel M, *Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis: Early Warning*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper N° :17, 2009.

⁽⁷⁵⁾ Savona R & Vezzoli M, *Fitting and Forecasting Sovereign Defaults using Multiple Risk Signals*, SYRTO WORKING PAPER SERIES, N°:4, 2013.

(2005) (76) فقد حددوا نظام الهدوء على أنه الفترات ذات التقلبات المنخفضة في سعر الصرف الإسمي، في حين يتوافق نظام الأزمة مع الفترات التي يكون فيها ارتفاع التذبذبات في سعر الصرف، وطُبقت هذه النماذج على دول جنوب شرق آسيا وأظهرت النتائج انخفاضًا نسبيًا في القدرة التنبؤية داخل العينة حيث كانت نسبة الأزمات المتوقعة إلى الفعلية تتراوح بين 65-75 % وبمعدل إنذار كاذب قدر بـ 10 %، علاوة على ذلك عندما قام Candelon وآخرون (2012) (77) بمقارنة الأداء التنبؤي لنماذج ماركوف مع نماذج الإنحدار اللوجستي، أظهرت هذه الأخيرة تفوقها في جميع الدول التي خضعت للإختبار والتفسير المحتمل لهذا الأداء الضعيف نسبيًا قدمه Engel (1994)، وكان تبريره في ذلك أن نماذج التحول لماركوف تقدم أداءً جيدًا إذا كانت هناك تقلبات طويلة الأجل في السلسلة الزمنية لمؤشر الأزمة أي أن حالة النظام يجب أن تستمر لبعض الوقت قبل التحول إلى حالة أخرى لكي تعطي لنموذج ماركوف القدرة على كشف التغيرات في اتجاه أو سلوك المتغيرات الأساسية.

وأحدث محاولة لبناء EWS هي استخدام نماذج الشبكات العصبية الاصطناعية " The Artificial Neural Network model " إذ أظهرت هذه النماذج قدرتها على التنبؤ تقريبا بجميع الأزمات وبفترات الهدوء، علاوة على ذلك أثبت Fioramanti (2008) (78) تفوق نماذج الشبكات العصبية الاصطناعية على نماذج الإنحدار الإحتمالي إذ كانت قادرة على التنبؤ بأزمات الديون بنسبة 96 % في حين قدرت هذه النسبة في نماذج الإنحدار الإحتمالي بنسبة 77 %، كما استخدم كل من Mitra و Nag (1999) (79) شبكة عصبية اصطناعية لبناء نظام إنذار مبكر بأزمات العملة ومقارنة أدائه بمنهج الإشارة وذلك باستخدام البيانات الشهرية لإندونيسيا وماليزيا وتايلاند في الفترة الممتدة من 1980 إلى 1998، وبالمثل اقترح Franck و Schmied (2004) (80) أسلوب الشبكة العصبية الاصطناعية للتنبؤ بهجمات المضاربة واختبار نظام الإنذار المبكر في كل من روسيا والبرازيل في عامي 1998 و 1999.

(76) Mariano. R.S & Brunetti. C And all , *Markov Switching Garch Models of Currency Crises in Southeast Asia*, University of Pennsylvania and Singapore Management University, March 18, 2003.

(77) Candelon B, Dumitrescu E -I & Hurlin C, *How to Evaluate an Early Warning System : Towards a United Statistical Framework for Assessing Financial Crises Forecasting Methods*, [IMF Economic Review](#), vol. 60, N°: 1, 2012.

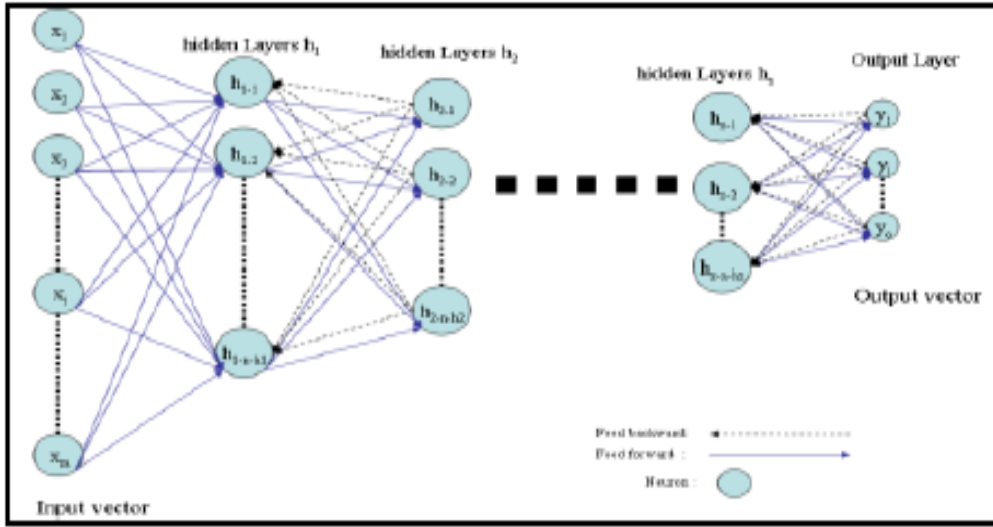
(78) Fioramanti M, *Predicting Sovereign Debt Crises Using Artificial Neural Networks: A Comparative Approach*, Istituto Di Studi E Analisi Economica, Working paper N°: 72, 2006.

(79) Nag A K & Mitra A, *Neural Networks And Early Warning Indicators Of Currency Crisis*, Reserve Bank of India Occasional Papers, Vol: 20, No:2, 1999,

(80) Franck R & Schmied A, *Predicting currency crisis contagion from East Asia to Russia and Brazil: an artificial neural network approach*, [SSRN Electronic Journal](#), 2004.

وتعد الشبكات العصبية الاصطناعية (وبالتحديد الشبكات العصبية متعددة الطبقات) نماذجاً ديناميكية لاعلمية؛ غير خطية وهي قادرة على التعلم من خلال عملية التجربة والخطأ، وتتكون من ثلاث طبقات: طبقة المدخلات؛ الطبقة الخفية وطبقة المخرجات، فتكون هذه الشبكات أكثر كفاءة عندما يتم إضافة طبقة أو عدة طبقات وسيطة في الشبكة تعرف بالطبقات الخفية وسميت كذلك لتمييزها عن طبقات المدخلات والمخرجات. والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (22): نموذجاً لشبكة عصبية إصطناعية متعددة الطبقات



المصدر: عدالة العجال، استخدام العمليات العشوائية ونماذج الشبكات العصبية في التنبؤ الإقتصادي ودورها في دراسة الآفاق

المستقبلية للواقع التقني والتسويقي للمؤسسة الصناعية بالجزائر، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة وهران، 2010-2011، ص: 66.

تشكل هذه الشبكات مجموعة من دوال التحويل (ψ) التي تربط متغيرات الإدخال (X) الموجودة على طبقة المدخلات بمتغير الناتج (Y) الموجود على طبقة المخرجات، والدالة $Y = f(X)$ هي دالة ترمز إلى بنية الشبكة، إذ ترسل وحدات الإدخال المسماة "العصبونات" إشارات نحو (Y) عبر الوصلات التي تضعف أو تضخم الإشارات وذلك تبعاً لدالة التحويل (ψ)⁽⁸¹⁾، وفي هذا الصدد هناك العديد من دوال التحويل التي تم توظيفها في نماذج الشبكات العصبية الإصطناعية (ANN) وأكثرها استخداماً هي:⁽⁸²⁾

- الدالة اللوجستية أي دالة القيم الحقيقية وتكتب وفقاً للعلاقة التالية:

⁽⁸¹⁾ عدالة العجال، استخدام العمليات العشوائية ونماذج الشبكات العصبية في التنبؤ الإقتصادي ودورها في دراسة الآفاق المستقبلية للواقع التقني

والتسويقي للمؤسسة الصناعية بالجزائر، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة وهران، 2010-2011، ص: 66.

⁽⁸²⁾ Fernando.C, *Predicting a Currency Crisis Alternative Approaches and Applications to the Philippines*, Master Thesis in economics, Singapore management university, 2006, P: 26 -27.

- دالة الظل الزائدة وتكتب على النحو التالي:

$\Psi(X)$

ويتم تقدير الاستجابة غير الخطية لنماذج الشبكات العصبية الإصطناعية (ANN) وذلك بالإعتماد على الخلايا العصبية التي تميل إلى أن تكون هادئة في مستويات منخفضة من نشاط الإدخال وتصبح نشطة إذا تجاوز نشاط الإدخال عتبة معينة، وأكثر نماذج الشبكات العصبية متعددة الطبقات شيوعاً هو نموذج المدرك الحسي (Perceptron) متعدد الطبقات استخدمه كل من Franck و Schmied (2004) للتنبؤ بمجمعات المضاربة.

فإذا افترضنا أن نموذج Perceptron متعدد الطبقات لديه وحدات إدخال $(P \times T)$ بحيث $\{X_{t-T}^1, X_{t-T}^2, \dots, X_{t-T}^p, X_{t-1}^1, X_{t-1}^2, \dots, X_{t-1}^p, \dots, X_t^1, X_t^2, \dots, X_t^p\}$ و (p) عدد المسمات و (t) عدد فترات الإبطاء أما (P) فتمثل مؤشرات الاقتصاد الكلي التي تساعد على تحديد أزمة العملة في كل من روسيا والبرازيل، كما يحتوي على (n) خلية عصبية وعلى طبقة خفية واحدة، ووحدة إخراج (Y) ، كما يتم تحديد الخلايا العصبية ذات العتبة الثابتة بالقيمة واحد والغرض من ذلك هو مساعدة نماذج الشبكات العصبية الإصطناعية (ANN) على مقاومة بيانات الإدخال "غير الطبيعية".

وتتمثل أهم مميزات نماذج الشبكات العصبية الإصطناعية (ANN) في:

- القدرة على التقاط التفاعلات المعقدة بين المتغيرات؛ حيث تقوم بمعالجة البيانات بالتوازي مما يوفر سرعة عالية في الأداء تمكنها من حل المشاكل المعقدة التي تضم فرضيات كثيرة ومعلومات متغيرة بشكل سريع وفعال.
- القدرة على التعلم والتدريب؛ أي يمكن تعليمها وتدريبها مما يمكنها من التذكر والتكيف وتوفير الحلول للمسائل المشابهة حتى وإن كانت المدخلات مشوشة.
- القدرة على حل المشاكل المعقدة دون إعطائها خوارزمية الحل وهذه الخاصية تميزها عن الأساليب التقليدية كما يمكنها إيجاد العلاقات غير الخطية بين المتغيرات وأخذها بعين الاعتبار عند إعطاء النتائج.

ومع ذلك لاحظ الباحثون أنه على الرغم من قدرته على التنبؤ بالأزمات إلا أنه يظهر بعض العيوب أهمها:

- لا يعطي أي تفسير للإشارات الفردية التي تصدرها المتغيرات وبالتالي لا يمكن الإعتماد عليه كأداة تساعد السلطات على اتخاذ التدابير اللازمة.
- مشكلة الإفراط في التركيب: حدوث تركيب زائد قد يكون ناجماً عن قلة عدد بيانات التدريب للعديد من العصبونات وفي مثل هذه الحالة يكون عدد الخلايا العصبية في نموذج (ANN) كبيراً وسيقوم بعمل ضعيف للتعميم عند اختباره للبيانات خارج النموذج، ومن ناحية أخرى، إذا كان (ANN) صغيراً جداً (أي وجود عدد قليل جداً من الخلايا العصبية) فإنه يوفر نتائج ليست لها صلة ببيانات العينة، وهنا تظهر الحاجة إلى تقديرات متكررة من أجل الحصول على تقدير جيد كما أن استخدام طبقتين خفيتين يلتقط العلاقات غير الخطية بين المتغيرات أحسن من نموذج perceptron متعدد الطبقات بطبقة خفية واحدة.
- التحديد المثالي لهندسة النموذج (عدد الطبقات الخفية، عدد العصبونات في الطبقة الخفية للإتصال بمختلف الطبقات) يمثل مشكلاً لم يعرف إلا حلولاً جزئية.
- مشكلة "الصندوق الأسود": فالشبكة تكتشف بنفسها العلاقة بين المتغيرات ولا تظهر كيفية استخراجها أو العناصر التي استخدمت لتفسير تلك المتغيرات وليس بإمكان المستخدم اكتشاف تلك العلاقات لأنها تبقى داخلية.⁽⁸³⁾

⁽⁸³⁾ قادري رياض، مقارنة رياضية وقياسية للتنبؤ بالمبيعات باستخدام طريقة الشبكات العصبية الاصطناعية ومنهجية *BOX & JENKINS*، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2016-2017، ص: 150-151.

الفصل السابع: عدوى الأزمات المالية

- تعريف العدوى المالية
- آليات انتقال العدوى المالية
- نماذج العدوى النقية (السلوكية)

مقدمة الفصل:

ساهمت العدوى في انتقال الأزمات المالية وذلك من خلال الوابط المالية وكذا التجارية وحتى عن طريق الذعر وفقدان الثقة . لذلك سنحاول من خلال هذا المحور التطرق لانواع العدوى المالية واليات انتقال عدوى الأزمات مع التركيز على العدوى السلوكية.

□ الأهداف التعليمية:

- التعرف على الأنواع المختلفة للعدوى المالية؛
- التفرقة بين أليات انتشار العدوى المالية؛
- الامام بقنوات انتشارها
- النماذج المفسرة للعدوى السلوكية.

III. تعريف العدوى النقية ونماذجها

ظهرت العديد من الدراسات حول مسألة العدوى والتي تبنت نماذج مع شرط التخلي، ويعد الإقتصادي Masson (1999) الرائد في ذلك إذ قام بافتراض أن العدوى هي نتاج حالة من التوازنات المتعددة، وقد اعتبر أن الأزمة التي تقع في بلد مجاور تمثل متغيراً خارجياً يمكن ملاحظته علناً ويمكن أن ينسق توقعات المتعاملين ويجعلها تتمركز حول التوازن الشيء وقد وصفها "بالعدوى النقية" "la contagion pure".

هذا الوصف في الحقيقة يرتبط بالعدوى التي لا يمكن تفسيرها من خلال الارتباط بين الدول التي تعرضت للعدوى ولا من خلال التشعب في الأساسيات الماكرواقتصادية، ومع ذلك فهي تجعلها في المنطقة الحرجة (منطقة الأزمة)⁽⁸⁵⁾، لذلك فالعدوى النقية هي نتيجة للتغير في سيكولوجية المستثمرين وسلوكياتهم والتي ترجع إلى ظواهر تتسم باللاعقلانية مثل الذعر المالي؛ فقدان الثقة أو زيادة معدلات الإحجام عن المخاطرة، وقد حاول الباحثون إيجاد تفسيرات أخرى من خلال نمذجة سلوكيات المستثمرين ودراسة مختلف القنوات التي من خلالها تنتقل الصدمات المرتبطة بالعدوى النقية⁽⁸⁶⁾.

ويمكن أن نميز بين ثلاث تفسيرات للعدوى النقية: فالتفسير الأول يتمثل في وجود توازنات متعددة تنطوي على سلوكيات معدية "نموذج Masson (1999)"، إذ يعتبر هذا النموذج إمتداداً لأبحاث نماذج الجيل الثاني من نوع بقع شمسية والذي يتميز بوجود توازنات متعددة وهجمات مضاربة ذاتية التحقق، إلا أنه يأخذ ببعض افتراضات نموذج jeanne (1997) بعين الاعتبار؛ أما التفسير الثاني فيتمثل في النماذج المسماة 'نداء الاستيقاظ' "wake up call"، فحدث أزمة في أحد دول العالم يعد إشارة إنذار تدفع الأسواق المالية إلى إعادة النظر في أساسيات الدول الأخرى، ويظهر هنا دور عدم التماثل المعلوماتي وعدم التجانس بين المستثمرين في مواجهة أزمة حدثت في دول أخرى من العالم؛

(85) Khallouli. W, op.cit, P: 47.

(86) Masson. P, *contagion monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibrium*, IMF working paper, 1998, P: 4.

وأخيرا فقد تم إعطاء تفسير ثالث من خلال عامل الخطر الذي يلعب دورا مهما في إعادة توازن المحافظ الإستثمارية، فهذا التفسير يقودنا إلى مناقشة أهمية التنويع في تحقيق العدوى⁽⁸⁷⁾.

□ نماذج "نداء الإستقاذ" "wake up call"

العدوى التي ناقشها Masson (1999) تكاد تكون متوافقة مع فرضية "نداء الإستقاذ" لـ Goldestein (1998)، إذ تنص هذه الفرضية على أن آلية التمرکز حول التوازن السيئ مع هجمة مضاربة يمكن تفسيره بتوفر معلومات جديدة عن أزمة حدثت في دولة معينة، هذه الأزمة تسببت في قرار وعي مفاجئ وبالإجماع عن الحالة الصحية السيئة لأساسيات هذه الدول، الأمر الذي يجعلها تواجه خطر التعرض لآثار العدوى نتيجة تغير في معنويات السوق، بمعنى آخر أن اندلاع الأزمة في بلد ما يعتبر إشارة إنذار تنبه الدائنين إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الإئتمانية للمقترضين في دول أخرى ومن ثمة إتخاذ الإجراءات والتدابير اللازمة لحماية أموالهم مما يؤدي إلى انتشار الأزمة⁽⁸⁸⁾.

وقد كانت الأزمة الآسيوية أفضل تمثيل لهذه الفرضية، فعشية الأزمة كان المستثمرون لا يزالون يتحدثون عن المعجزة الآسيوية إلا أن أزمة التايلند كانت إشارة إنذار قادت المستثمرين إلى إدراك ضعف النظام المالي والبنكي في الدول الأخرى من المنطقة مثل أندونيسا وكوريا.

كذلك أثبت Giordano وآخرون (2013) أن أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو كانت نتيجة انتقال عدوى الأزمة اليونانية (2009) وفقا لفرضية نداء الإستقاذ، كما وجد Karas وآخرون

⁽⁸⁷⁾ Marias. E, *la contagion financière: une étude empirique sur les causalités lors de la crise asiatique*, CNRS, Brunelles, 2003, P: 3-6.

⁽⁸⁸⁾ Fratzscher. M, *currency crises and contagion*, *European central Bank*, working Paper N°: 139, Germany, 2002, P: 8.

(2013) أن هناك تأثير لنموذج نداء الإستقظاء أثناء الذعر المصرفي الروسي (2004) حيث ظلت تدفقات الودائع حساسة لرأسمال المصرفي بالرغم من إدخال التأمين على الودائع⁽⁸⁹⁾.

وانطلاقاً من افتراض Goldestein فقد تناول بعض المؤلفين مسألة تشابه الأساسيات ودوره في التعرض للعدوى وهو ما يعرف في الأدبيات "بالضعف المشترك" "la faiblesse commune" فقد استخدم Ahlwalia (2000) هذا المفهوم لمناقشة "فرضية نداء الاستقظاء" وقد أظهر أن التشابه في الأساسيات مع البلد موطن الأزمة يجعل هذا البلد أكثر عرضة للتغير في التوقعات⁽⁹⁰⁾، بعبارة أخرى أن الأزمة في بلد ما يمكن أن تكون بمثابة إشعار للمستثمرين يهدف إلى التركيز على نقاط الضعف في المتغيرات الماكرو إقتصادية المشتركة والمتشابهة بين البلد الأصلي والبلدان الأخرى، وقد حدد كل من velasco و Toernell ثلاث مؤشرات تبين ذلك تمثلت في: تدهور سعر الصرف الحقيقي، ضعف الجهاز المصرفي والنقص في احتياطات الصرف⁽⁹¹⁾.

ومع ذلك فإن Masson لا يعتبر التشابه في الأساسيات تفسيراً مقنعاً للعدوى النقية لأن بعض الدول التي تعرضت للعدوى تتضمن أساسيات سليمة وعلى وجه الخصوص الأزمة المكسيكية، فتشابه الأساسيات بين الدول الكبرى في المنطقة كان غير محقق (المكسيك، الأرجنتين والبرازيل)⁽⁹²⁾.

□ نموذج تعديل "المحفظة الاستثمارية: مخاطر ومعلومة غير كاملة

في سياق تعدد التوازنات والتوقعات التي تحقق ذاتها، قام كل من valdes (1997) و calvo (1999) بتسليط الضوء على دور صدمات السيولة في تشكيل المحافظ الاستثمارية وتعديلها.

⁽⁸⁹⁾ Ahnert. Tet Bertsch. C, *A wake –up call Theory of contagion*, the European University Institute, Floreuce, Italy, 2017, P: 1.

⁽⁹⁰⁾ Ahlawalia. P, *Discriminating contagion: An Alternative Explanation of contagion currency crises in Emerging Markets*, IMF working Paper, 2000, P: 3-4.

⁽⁹¹⁾ Idem, P: 15.

⁽⁹²⁾ Masson P, *Multiple Equilibria, contagion, and the Emerging Market crises*, IMF working paper, 1999, P:12

ففي السنوات الأخيرة، أصبحت الأسواق المالية مفتوحة وبشكل متزايد على تدفقات رؤوس الأموال الدولية، فالعملة المالية خلقت فرصاً لتنويع المحافظ الإستثمارية وفي الوقت ذاته ساهمت في انتشار أزمات مالية من بلد إلى آخر، فالدول التي تشترك في نفس المجموعة من المستثمرين ستواجه احتمال التعرض إلى صدمات سلبية انتقلت من بلد إلى آخر، هذه الصدمات ولدتها العلاقة الموجبة بين عوائد الإستثمارات في مختلف الدول⁽⁹³⁾. وفي هذا الصدد يظهر دور المخاطر كعامل أساسي لفهم عملية التنسيق بين المستثمرين عقب أزمة حدثت في بلد آخر.

وبهدف إبراز هذا النوع من العدوى فقد اعتبرت choueiri (2002) أن المستثمرين الدوليين يقومون بتنويع المخاطر وذلك بامتلاك أصول مالية في العديد من الأسواق (تنويع المحفظة)، وفي محيط يسوده حالة من عدم التأكد فإن حدوث أزمة في بلد ما ستدفع هؤلاء المستثمرين إلى تعديل محافظهم الإستثمارية وذلك من خلال سحب أصولهم من البلد الذي تكون فيه هذه الأخيرة مقومة بعملة ترتبط إيجاباً مع عملة البلد الذي تعرض للأزمة، وهذا يترجم بإرتفاع علاوة الخطر والتي تظهر في دالة العائد على الأصول والتي تخلق أثر للعدوى.

وقد أشارت choueiri (2002) أيضاً، أنه من الناحية النظرية هناك ثلاث أنواع من التوازنات تختلف حسب درجة عزوف المستثمر عن المخاطرة: "توازن اللاأزمة" وهو الحالة التي لا تنتقل فيها الأزمة بإعتبار أن المستثمرين لم يتحوطوا من المخاطر؛ "توازن الأزمة" أي الحالة التي تكون فيها العدوى أمراً لا مفر منه حتى وإن تجنب المستثمرين المخاطر بقوة؛ وأخيراً وعند درجة معينة من العزوف عن المخاطر (درجة التحوط) فالإقتصاد يكون في حالة توازن وهي الحالة التي تكون فيها الأزمة معدية فقط عندما تكون الأساسيات هشة.

كما قامت بتطبيق هذه الدراسة على بيانات شهرية للمكسيك والأرجنتين خلال الفترة

⁽⁹³⁾ Marais. E, *Mécanismes de Propagation Régionale de la crise Boursière Asiatique*, journées du GDR, Economie Monétaire et Financière: les crises financières internationales, Orléans, 2004, P: 16-17.

المتمدة من 1991 وإلى غاية 1995، وقد أظهرت نتائج المحاكاة أن تعرض الأرجنتين للعدوى في سنة 1995 كان سببه الأزمة المكسيكية عام 1994 كما كشفت عن وجود ارتباط بين عزوف المستثمرين عن المخاطرة وبين ضعف مصداقية نظام الصرف الأرجنتيني، وأن الأزمة الأرجنتينية لا يمكن أن ينسب إليها أثر العدوى إلا إذا كان عزوف المستثمرين عن الخطر كبيرا⁽⁹⁴⁾.

أما Calvo (1999) فقد قام بدراسة أهمية عدم التماثل المعلوماتي في نقل الصدمات في ظل معلومات غير كاملة، وللقيام بذلك استخدم مجتمع دراسة غير متجانس في السوق المالي يتضمن مضاربين يمتلكون معلومات والبعض الآخر لا يمتلكها، فالفئة الأولى أصدرت إشارات لا ترتبط بالأساسيات (تمثلت في بيع أصول بعض الدول الناشئة بهدف زيادة الهامش)، وفي ظل الأزمة الروسية فإن هذا التصرف تم تفسيره من قبل المضاربين الذين لا يملكون معلومات على أنه إشارة عن ضعف العوائد المستقبلية لهذا البلد، مما دفعهم إلى الإنسحاب بقوة كرد فعل لذلك، هذه الإنسحابات المفاجئة تسببت في القفز نحو التوازن السيئ وهكذا تعرضت الدولة الناشئة لعدوى الأزمة الروسية⁽⁹⁵⁾.

⁽⁹⁴⁾ Khallouli. W, op.cit, P: 56-57.

⁽⁹⁵⁾ Marias. E, *la contagion financière: une étude empirique sur les causalités lors de la crise asiatique*, op.cit, P: 5-6.

الفصل الثامن: عرض بعض الأزمات المالية والاقتصادية

- الأزمة الآسيوية 1997 (أزمة عملة)
- الأزمة الروسية (1998-2014)
- أزمة الديون السيادية 2011
- الأزمة الصينية 2015 (أزمة بورصية)

مقدمة الفصل:

سنحاول من خلال هذا المحور عرض بعض الأزمات المالية والإقتصادية التي حدثت ، حيث ركزنا على كل نوع من الأنواع التي تمت دراستها في المحاور السابقة.

□ الأهداف التعليمية،

- اكتساب الطالب القدرة على فهم الأزمات التي حدثت؛
- القدرة على تحليل الأسباب التي ساهمت في حدوثها؛
- معرفة الإجراءات المتخذة لاحتوائها.

I. الأزمة الآسيوية (1997)

عرفت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا (النمر الآسيوية) انهيارا كبيرا يوم الاثنين، الثاني من أكتوبر 1997، والذي أُطلق عليه اسم الاثنين المجنون، حيث بدأت الأزمة من تايلاند ثم انتشرت العدوى إلى بقية الدول المجاورة ماليزيا؛ الفلبين و إندونيسيا (دول المعجزة الآسيوية) والتي كانت تُعرف باستقرارها و نموها الاقتصادي الكبير.

□ انفجار الأزمة في تايلاند

اعتبرت تايلاند كنقطة البداية في انفجار الأزمة الآسيوية، حيث تصاعد العجز في حسابها الجاري منذ الربع الأول من عام 1997، كما ارتفعت الديون الخارجية وأعباء خدمتها بشكل كبير، مما جعل الكثير من المتعاملين في سوق الصرف الأجنبي يتوقعون قيام السلطات بتخفيض قيمة الباهت التايلاندي، وهكذا تزايدت عمليات بيع الأصول المالية وشراء الدولار وتحويله إلى الخارج، ولم تتوقف هذه الأوضاع عند تايلاند ولكنها انتقلت بسرعة إلى باقي البلدان الآسيوية التي راحت تستخدم احتياطاتها من الصرف لحماية عملاتها من الإهيار، كما قرر البعض منها فرض الرقابة على خروج رؤوس الأموال، وهو ما هز ثقة المستثمرين وزاد من حدة المضاربة، ومع تعويم الباهت التايلاندي انفجرت الأزمة في باقي دول جنوب شرق آسيا⁽⁹⁶⁾. ويمكن سرد أهم الأحداث التي سبقت انفجار الأزمة في تايلاند فيما يلي:

تم في بداية 1984 ربط العملة المحلية الباهت بسلة من عملات أهم الشركاء التجاريين لتايلاند، وكان الدولار العملة الرئيسية في هذه السلة، وقد شهدت تايلاند تحسنا ملحوظا في الأداء الاقتصادي وزيادة في التدفقات الرأسمالية إلى الجهاز المصرفي وذلك ابتداء من 1988 كاستجابة للإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها الحكومة خلال تلك الفترة، ونظرا لأن معدل التضخم في تايلاند في بداية التسعينات كان أعلى من معدل التضخم في اقتصاديات أهم شركائها التجاريين، فقد ارتفع سعر الصرف الحقيقي للباهت بدرجة كبيرة.

ونظرا لأهمية الدولار في سلة العملات التي كان يتحدد على أساسها الباهت، فقد أثرت التقلبات في سعر صرف الدولار مقابل الين والعملات الأوروبية في منتصف 1995 على الباهت وتسببت في تدهور الحساب

(96) وادان بوعبد الله، آليات المؤسسات النقدية في التوقفي ومواجهة الأزمات المالية الدولية دراسة حالة الأزمة المالية العالمية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2014-2015، ص: 112.

الجاري وميزان المدفوعات حيث وصل العجز في عام 1996 إلى 8 % من الناتج المحلي الإجمالي ومع بداية 1997 زادت مخاوف العملاء في السوق من تردي الأوضاع الاقتصادية في تايلاند حيث:

- انخفضت الصادرات بدرجة كبيرة؛
- انخفض معدل النمو الحقيقي من 8.6 % في 1995 إلى 6.4 % في 1996 ؛
- حدث تحول في الميزة النسبية في بعض القطاعات لصالح دول أخرى في جنوب شرق آسيا؛
- شكلت صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى تايلاند بين 1990 و 1996 نسبة 46% وكانت على شكل قروض قصيرة المدى، ولقد تحول التفاؤل الأولي حول الاقتصاد التايلاندي الناتج عن المستوى العالي للاستثمارات إلى مخاوف عندما اتضح أن نسبة كبيرة من هذه الاستثمارات كانت تتميز بالمخاطرة وتتوجه نحو نشاطات ذات إنتاجية منخفضة. وبدأ يظهر كذلك ضعف الإطار التنظيمي والرقابي والقانوني للنظام المصرفي، فزادت نسبة القروض وتركيزها في القطاع العقاري والاستهلاكي وقد تجاوز معدل النمو السنوي للائتمان المحلي للقطاع الخاص بين 1993 و 1996 بحوالي 20 % كما تضاعفت نسبة إجمالي الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي، وزادت المخاوف من تعرض الجهاز المصرفي والمالي لدرجة كبيرة من المخاطرة بسبب الاعتماد على الاقتراض قصير المدى بالعملات الأجنبية والإقراض بالعملة المحلية، ونتج عن هذه الطريقة في الإدارة المصرفية عدم التلاؤم والمطابقة في العمليات المصرفية بالنسبة لفترات الاستحقاق والعملات الأجنبية.

الجدول رقم (3): الديون المستحقة للبنوك الأجنبية واحتياطيات النقد الأجنبي في دول جنوب شرق آسيا سنة 1997

الدول	الإجمالي	ديون القطاع المصرفي	ديون القطاع العام	ديون القطاع الخاص غير البنكي	ديون قصيرة الأجل	احتياطيات النقد الأجنبي	نسبة الدين قصير الأجل إلى الإحتياطيات
إندونيسيا	58.7	12.4	6.5	39.7	34.7	20.3	1.7
ماليزيا	28.8	10.5	1.9	16.5	16.3	26.6	0.6
الفلبين	14.1	5.5	1.9	6.8	8.3	9.8	0.8
تايلاندا	69.4	26.1	2.0	41.3	45.6	31.4	1.5
كوريا	103.4	67.3	4.4	31.7	70.2	34.1	2.1
الإجمالي	274.4	121.8	16.7	136.0	175.1	-	-

المصدر: العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج " دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013، ص: 101.

تزايدت كذلك ضغوط المضاربة على الباهت مع نهاية 1996، واستمرت هذه الضغوط التي أدت إلى انخفاض سريع في الاحتياطي الأجنبي حتى يوم 2 جويلية 1997 عندما أعلنت السلطات النقدية التايلاندية عن التحول إلى نظام سعر الصرف المرن، وطلبت مساعدة من صندوق النقد الدولي. خلال الأشهر التي أعقبت تعويم الباهت ظهر أن المشاكل المالية التي كانت تواجهها المؤسسات المالية أسوأ مما كان متوقعا وقد تأثرت العملة من هذه الأوضاع، فبين نهاية 1996 وسبتمبر 1997 انخفض الباهت مقابل الدولار بنسبة 42% وأدى هذا الانخفاض إلى تفاقم أعباء الديون الخارجية لكل من المؤسسات العامة والمؤسسات الخاصة المالية وغير المالية التي اقترضت بدرجة كبيرة بالعملة الأجنبية.

بدأ البنك المركزي في تطبيق سياسة نقدية انكماشية متشددة ورفع أسعار الفائدة، ولكن لم يتم ذلك إلا بعد أن انهار سعر العملة المحلية، وكان توقيت هذا التوجه في السياسة النقدية غير مناسب حيث ازداد الوضع المالي للشركات الخاصة المحلية سوءاً، كما أدى الانكماش في الائتمان إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي وارتفاع نسبة الإفلاس بين الشركات الخاصة بالإضافة إلى ارتفاع نسبة القروض المعدومة. (97)

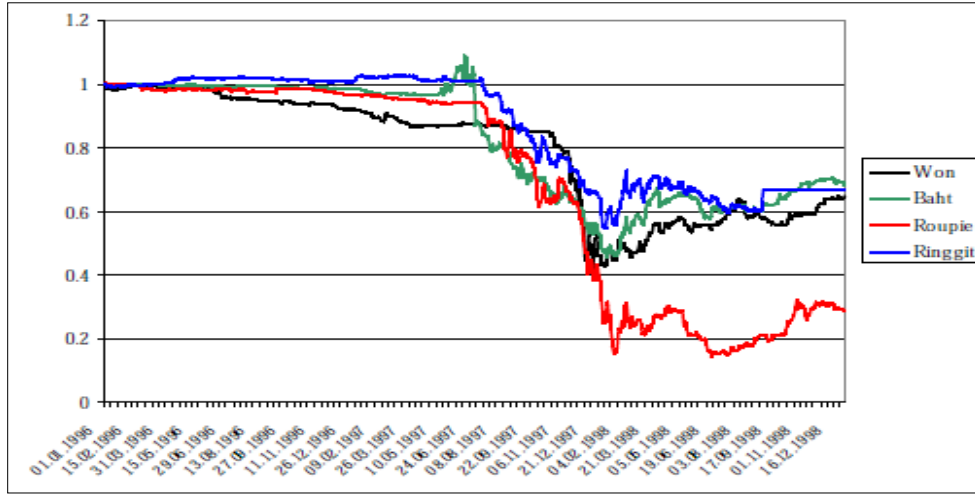
□ انتقال العدوى إلى باقي دول جنوب شرق آسيا

عندما أعلن البنك المركزي التايلاندي أن احتياطياته أقل مما كان معلنا مسبقا بدأ هجوم المضاربين على الباهت التايلاندي في جويلية 1997، وترتب على الهجوم انتقال العدوى إلى باقي دول شرق آسيا وصاحب هذه الهجمات هجرة ضخمة لرؤوس الأموال من هذه الدول، وقد بلغت قيمة رؤوس الأموال التي خرجت من تايلاند نسبة 26% من الناتج المحلي الإجمالي في الأشهر الأولى من الأزمة، وهو ما تجاوز التحويلات القياسية التي تعرضت لها الأرجنتين في الثمانينيات والتي بلغت 20% من الناتج المحلي الإجمالي.

كما حاولت الدول الآسيوية في البداية الدفاع عن عملاتها غير أن هناك ثلاث عوامل حالت دون جهود البنوك المركزية في تثبيت عملاتها وهي استمرار هروب رؤوس الأموال؛ إلى جانب انخفاض مستويات الاحتياطيات من النقد الأجنبي لدى البنوك المركزية التي يمكن أن تستخدمها للتدخل في الدفاع عن العملات المحلية؛ أضف إلى ذلك انخفاض معدلات الفائدة المحلية، وكما نعلم أنه في حالة تراجع قيمة العملات يصبح رفع معدلات الفائدة إحدى الآليات التي تؤدي إلى نقل أزمات العملة إلى القطاع المصرفي.

(97) ناجي التوني، *الأزمات المالية*، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد التاسع والعشرون، المعهد العربي للتخطيط، الكويت،

الشكل رقم (3): تزامن الأزمات في الدول الآسيوية (أسعار العملات مقابل الدولار الأمريكي 1996-1998)



Source : IMF

وفي بداية 1998 تم رفع معدلات الفائدة ومن ثم أخذت معدلات التوقف عن خدمة الديون في التزايد، ونتيجة لذلك وجدت المؤسسات المالية الآسيوية نفسها على حافة التوقف عن سداد التزاماتها الخارجية قصيرة الأجل الأمر الذي وضع القطاع المصرفي على حافة الانهيار، وأخذت عمليات إفلاس وإغلاق البنوك تنتشر في الدول الآسيوية الخمس، حيث أفلس في إندونيسيا 16 بنكا وبلغت عدد البنوك التي أعلنت إفلاسها في كوريا من 14 إلى 30 بنكا تعمل في البلاد، وفي تايلاند وقعت المؤسسات المالية غير المصرفية في أزمة كبيرة.

هذا وقد تعرضت الدول الآسيوية لانخفاض حاد في الناتج المحلي الإجمالي نتيجة التراجع الكبير في الإنفاق الاستهلاكي خصوصا الإنفاق الاستهلاكي العام؛ والإنفاق الاستثماري الكلي؛ كذلك تعرض القطاع النقدي إلى تراجع حاد في نسبة العرض النقدي كما ارتفعت نسبة الفائدة إلى 15% في المتوسط، وأخذت البنوك في الحد من عمليات إقراضها نتيجة ارتفاع مخاطر التوقف عن السداد، وبدأت تلك الدول في اتباع استراتيجيات انكماشية حادة، ومع تعمق الأزمة بدأت تنتشر إلى باقي الدول في آسيا فيما سمي بالعدوى المالية التي عكست القلق حول الآثار السلبية للأزمة على النمو وتنافسية الصادرات وسلامة القطاع المالي في الدول الآسيوية. (98)

وبالنسبة لأسعار العملات مقابل الدولار الأمريكي حيث تراجع الدولار السنغافوري والتايبوني وكذلك تعرض دولار هونج كونج لهجمات مضاربة عنيفة، كذلك أدى ارتفاع معدلات الفائدة إلى تراجع أسعار الأسهم في هونج كونج وتايوان، بالإضافة إلى انخفاض أسعار الأسهم بشكل عنيف في الصين، كما انتقلت عدوى الأزمة المالية إلى أمريكا اللاتينية حيث شهد الريال البرازيلي ضغوطا انخفاضية كبيرة، كما ارتفعت معدلات الفائدة أيضا

(98) عمرو محي الدين، أزمة النمو الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، دار الشروق، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2000، ص: 66-

في الأرجنتين وبدرجة أقل في المكسيك حيث انخفض البيزو بنسبة 7 % في مقابل الدولار، كذلك انعكست آثار الأزمة في سوق العملات في اليونان وروسيا وأوكرانيا والمجر⁽⁹⁹⁾.

➤ الإجراءات المتبعة لعلاج الأزمة الآسيوية

ركزت بلدان الأزمة الآسيوية بشكل كبير على دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة والحد منها، ويمكن أن نميز في هذا الإطار بين مرحلتين:

المرحلة الأولى: وقّع خلالها صندوق النقد الدولي ثلاث اتفاقيات قروض طارئة مع كل من تايلاند وكوريا وإندونيسيا، وكانت الاتفاقيات الثلاث متشابهة المضمون حيث تضمنت ما يلي:

- يخصص جانب كبير من القروض للحكومات والبنوك المركزية لتمكينها من تعزيز قدرتها على خدمة الديون الأجنبية وعلى تثبيت الصرف؛

- ضمان توفير إطار اقتصادي كلي يتميز بتوازن الميزانية، وارتفاع أسعار الفائدة الإسمية، وتقييد الإئتمان المحلي بما يتفق ومتطلبات استقرار أسعار الصرف؛

- تبني إجراءات هيكلية وتوجيهية من أجل زيادة الشفافية والمنافسة، تتضمن التعجيل باصلاح النظام المصرفي والتجاري والخصخصة وغيرها؛

ولقد كانت الأموال الموجهة لمساندة دول الأزمة الآسيوية ضخمة (36 مليار دولار لإندونيسيا؛ 8 مليار دولار لكوريا؛ و17 مليار دولار لتايلاند). وكانت أول خطوة في إطار سياسات الإصلاح هي استعادة الثقة في الأسواق المالية غير أن هذه الإجراءات منيت بالفشل.

المرحلة الثانية: ابتداء من 24 ديسمبر 1997 وتضمنت هذه المرحلة ما يلي:

- التأجيل والتعليق الجزئي لمدفوعات الديون الأجنبية وفقاً لاتفاقيات جماعية بين الدائنين والمدينين (حالة كوريا)، أو اتفاقيات فردية (حالة إندونيسيا)؛

- ضمان الحكومات لخصوم البنوك التجارية، مع التركيز على إعادة هيكلة البنوك بدلا من إغلاقها؛

- التخلي عن هدف تحقيق فائض الميزانية والتركيز فقط على محاولة تخفيف العجز فيها.

إلى جانب الإبقاء على بعض المبادئ السابقة، كإصرار الصندوق على تثبيت أسعار الصرف وتبني إجراءات هيكلية واسعة النطاق في مجالات التمويل والتجارة والرقابة على قطاع الأعمال⁽¹⁰⁰⁾.

⁽⁹⁹⁾ يوسف أبو فارة، *الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008*، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2015، ص: 95-96.

II. الأزمة الروسية (1998 - 2014)

شهدت العقود الثلاثة الأخيرة أزمات عملة اهتز لها الإقتصاد الروسي وأدت إلى انهياره، كانت الأولى عام 1998 والثانية عام 2014.

➤ الأزمة المالية الروسية (1998)

انتقلت عدوى الأزمة المالية من تايلاند إلى خمسة دول من جنوب شرق آسيا لتصل إلى روسيا، حيث بلغت الأزمة ذروتها عام 1998 نتيجة انهيار قيمة الروبل مقابل الدولار بسبب عمليات المضاربة العنيفة عليه، وذلك نتيجة عدم الثقة في أداء الإقتصاد الروسي وعجز الدولة عن الوفاء بالتزاماتها الخارجية، الأمر الذي أدى إلى انخفاض التصنيف الائتماني لروسيا وتوقف تداول الدين قصير الأجل للدولة سواء لدى الأجانب في الخارج أو في البنوك الروسية. (101)

ويرى البعض أن أزمة الدين الروسي قد جاءت نتيجة شعور الأجانب بالتردد وعدم التأكد عقب الأزمة المالية الآسيوية، ولكن أكبر أثر على الإطلاق كان ذلك الذي شهدته الأسواق المالية الروسية، حيث ارتفعت أسعار الفائدة بين ليلة وضحاها إلى 200% بهدف تفادي انهيار العملة، غير أن فشل محاولات البنك المركزي الروسي في دعم الروبل من خلال شراءه ورفع أسعار الفائدة عليه، وبعد موجة المضاربات التي كانت أقوى من قدراته الاحتياطية المحدودة على التدخل لحماية العملة الروسية المتهاوية، كانت النتيجة هي استمرار تدهور الروبل مع فقدان البنك المركزي الروسي الجانب الأكبر من احتياطياته من العملات الحرة إلى 8.2 مليار دولار في أوت 1998 مقارنة بـ 19.6 مليار دولار في أوت 1997، وقد شهدت الأسواق المالية اضطرابات شديدة عندما أعلن الاتحاد الروسي أول تعثر طويل المدى في سوق السندات تعرفه دولة مقترضة كبرى ذات سيادة في مدة ما بعد الحرب (إذ أن قيمة السندات الروسية المستخدمة كضمان للأموال التي اقترضها المستثمرون في هذه السندات بالدولار، انخفضت إلى مستويات قياسية).

كما تدهورت أسعار الأسهم بشكل سريع تحت وطأة عمليات التخلص الجماعية منها بسبب عدم الثقة في المناخ الاقتصادي وعدم توفر الشفافية فيه، بالإضافة إلى قدرة المضاربين في البورصة على التلاعب في حركة أسعار الأسهم وتوجيهها في الاتجاه الذي يحقق مصالحهم المالية والسياسية حتى في لحظات

(100) أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، مصر 2001، ص: 86-90.

(101) SAPIR . J, *La crise financière Russe comme révélateur des carences de la transition libérale*, Presses Universitaires de France « Diogène », n° : 194, 2001, p : 191.

التراجع، وكانت المحصلة هي انخفاض أسعار تلك الأسهم (مقدرة بالروبل الروسي) بنسبة 84.7% خلال عام 1998.

وعن أسعار النفط فقد شهدت تدهورا كبيرا هي الأخرى حيث ظلت الأسعار عند مستويات منخفضة تقل عن 15 دولار في المتوسط، حتى انهارت في نهاية نوفمبر وبداية ديسمبر من عام 1998 إلى أقل من عشرة دولارات للبرميل، وهو أدنى مستوى له منذ منتصف السبعينيات، ليتراجع احتياطي النقد الأجنبي بشكل أكبر، وهو ما جعلها في النهاية تصل إلى حد العجز عن الوفاء بالتزاماتها الخارجية وتطلب المزيد من المساندة . هذا وقد أصرت الحكومة الروسية الجديدة على المحافظة على قيمة الروبل عبر استنزاف الاحتياطي الموجود لدى البنك المركزي بمعدل مليار دولار يوميا فوصل هذا الاحتياطي إلى الحضيض، ثم حاولت الحكومة إنقاذ ما يمكن إنقاذه على غرار ما فعلت دول جنوب شرق آسيا، حيث دخلت مرحلة الاستئدانة بأسعار فائدة وصلت في وقت من الأوقات إلى 250% مما زاد في تفاقم الوضع المالي للدولة بعد أن اقترب الدين العام إلى حوالي 160 مليار دولار . (102)

لذلك تولى صندوق النقد الدولي القيادة، حيث تضمنت خطة الإنقاذ 22.6 مليار دولار قدم منها الصندوق 11.2 مليارا والبنك الدولي 6 مليارات والباقي قدمته الحكومة اليابانية، وبعد قرار منح القرض بثلاثة أسابيع أعلنت روسيا أنها ستتوقف عن الدفع وستخفض من قيمة الروبل ، حيث بات مستواه الفعلي في جانفي 1999 أدنى بأكثر من 45% مما كان عليه في جويلية 1998، وارتفعت معدلات الفائدة في الأسواق الناشئة أكثر مما ارتفعت في غمرة الأزمة الآسيوية، وحتى البلدان النامية التي سلكت سياسات اقتصادية جيدة لم يعد بإمكانها أن تحصل على أموال، مما دفع البنك الفدرالي المركزي في نيويورك إلى تنظيم عملية إنقاذ إحدى أكبر المؤسسات المالية المضاربة في البلد "Long-term capital management" خوفا من أن يثير إفلاسها أزمة مالية عالمية. (103)

وعن تداعيات الأزمة على المستوى العالمي فقد أسفرت الأزمة المالية الروسية عن إفلاس العديد من المؤسسات وتعرضت العديد من المصارف الدولية الكبرى لخسائر ضخمة، واضطر أحد أكبر صناديق الاستثمار إلى بيع الأصول بهدف تلبية طلبات التغطية، كما بادر مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية إلى إعادة رسملة القطاع الخاص، وخفض أسعار الفائدة ثلاث مرات بهدف دعم القطاع المالي الدولي .

كما شهدت الأسواق المالية العالمية أيضا هبوطا شديدا فانخفض مؤشر داو جونز الصناعي إلى 7400 نقطة من أعلى ارتفاع له عند 9367 نقطة، كما شهدت العديد من الأسواق الأخرى هبوطاً أكثر من ذلك

(102) عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص: 249-251.

(103) Jordan. A, *Le modèle de réforme préconisé par le FMI en Russie : entre inertie et changement*, Revue d'études comparatives Est-Ouest, vol : 32, 2001, p : 205.

بكثير، ففي أعقاب الأزمة الروسية سعى المستثمرون في الأسواق المالية العالمية والناشئة إلى الاحتماء في أكثر السندات سيولة وأشدها أماناً، وأسفر ذلك عن عمليات بيع لسندات الخزينة الأقل سيولة، مثل الدين الحكومي المتداول تجارياً، وبذلك فإن المستثمرين لم يسعوا لتحقيق المزيد من الأرباح لقاء مخاطر الائتمان فقط، بل للحصول على مردود أكبر من ناحية السيولة.⁽¹⁰⁴⁾

كما تعرضت اقتصاديات بعض دول أمريكا اللاتينية، بالتحديد البرازيل والأرجنتين وشيلي وكولومبيا والبيرو والمكسيك لحالات متفاوتة من التباطؤ أو الركود خلال عام 1998، حيث بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الدول المذكورة كالتالي:

الجدول رقم (4): نمو الناتج المحلي الإجمالي لدول أمريكا اللاتينية بين سنة 1997 و1998

الدول	البرازيل	الأرجنتين	شيلي	كولومبيا	البيرو	المكسيك
الناتج المحلي الإجمالي لسنة 1997	% 3.2	% 8.6	% 5.1	% 7.1	% 7.2	% 7
الناتج المحلي الإجمالي لسنة 1998	% 1.5	% 5	-2.5 %	% 4.5	% 3	% 4.5

Source : *Perspectives économiques de l'OCDE*, N° : 1 ; 1998, p : 155.

وكان التدهور في أسعار الأسهم في تلك الدول معبراً عن تطور أزماتها الاقتصادية، فقد انخفضت أسعار الأسهم و أسعار العملات خلال عام 1998 كالتالي:

الجدول رقم (5): أسعار الأسهم والعملات في سنة 1998

الدول	فنزويلا	البرازيل	الأرجنتين	شيلي	كولومبيا	المكسيك
أسعار الأسهم	% 57.4	% 23.9	% 30.5	% 21.6	% 38.5	% 21.3
أسعار العملات	% 11.2	% 6.8	% 2	% 8	% 17	% 16.3

Source : *Perspectives économiques de l'OCDE*, N° : 1 ; 1998, p : 174.

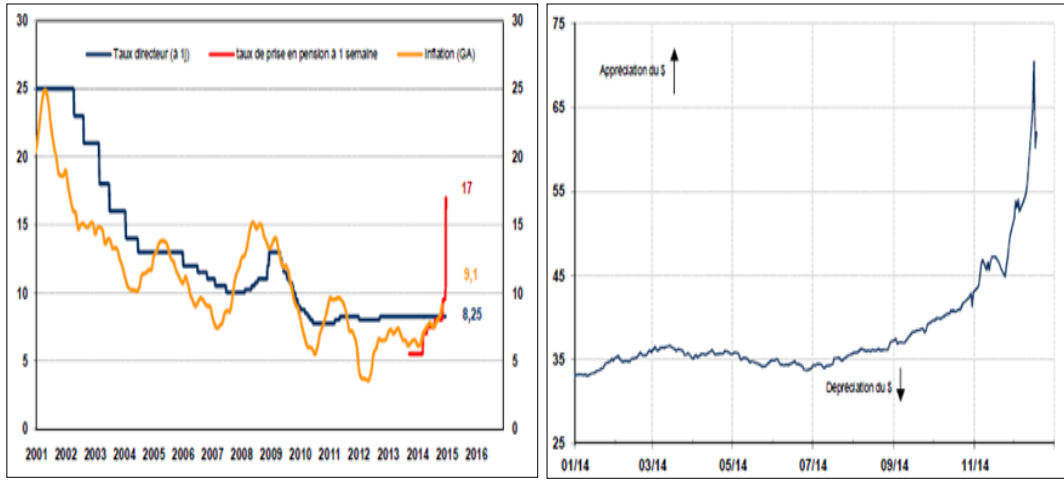
وقد استنفذت هذه الدول جزءاً من احتياطياتها من العملات الحرة الرئيسة للدفاع عن عملاتها، و لتسديد التزاماتها تجاه الديون الخارجية التي زادت على نحو سريع، بصورة تعيد إلى الذاكرة أزمة المديونية التي تفاقمت في تلك الدول في النصف الأول من الثمانينيات.

(104) عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص: 252-253.

➤ الأزمة المالية الروسية (2014)

اتسمت نهاية عام 2014 بانحيار حاد في الروبل الروسي، وذلك نتيجة انتشار توقعات بحدوث انكماش قوي سيصيب الإقتصاد الروسي عام 2015 سببه الانخفاض الكبير في سعر النفط إلى 60 دولار للبرميل، حيث خسر الروبل ما يقرب 13% من قيمته مقابل الدولار في يوم واحد (يوم الاثنين 13 ديسمبر)، الأمر الذي دفع البنك المركزي الروسي إلى رفع سعر الفائدة الرئيسي بـ 6.5 نقطة أساس أي من 10.5% إلى 17%، وذلك في زيادة غير مسبوقه منذ أزمة عام 1998. (105)

الشكل رقم (8): تطور قيمة الروبل مقابل الدولار لعام 2014، معدل التضخم وسعر الفائدة الرئيسي



Source : KLEISS. F, *Russie : Point sur la crise du Rouble*,

Covéa Finance, le 18 décembre 2014.

إن هذه الإجراءات الجديدة التي أعلن عنها البنك المركزي وتدخلات دعم الروبل من قبل وزارة الاقتصاد الروسي سمحت في يوم 17 ديسمبر بتهدئة هذا الوضع المتفجر، لكن السؤال يبقى مطروح: لماذا هذا الارتياح الوحشي للعملة الروسية وما هي العواقب التي يمكن أن تحدثها هذه التحركات؟

أولاً: بوادر الأزمة الروسية

تجدر الإشارة إلى أن انخفاض قيمة الروبل ليس بظاهرة حديثة، ففي عام 2013 شهد هبوطاً بنسبة 10% تقريباً بسبب التوقعات الاقتصادية لخفض قيمة العملات الناشئة مقابل الدولار، فبعد الإعلان من جانب الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في ماي 2013 عن رغبته في خفض مشترياته تدريجياً كجزء من برنامج QE3 (*)

(105) Fabrichnaya. E & Winning. A, *La crise du rouble est finie selon le gouvernement russe*, les Echos

investir, 26 décembre 2014'

(*) QE3 : Quantitative easing.

الخاص به، ومع ظهور الأزمة الأوكرانية وتصاعدها (الثورة الأوكرانية ، ثم ضم شبه جزيرة القرم والتدخل السري للقوى العسكرية الروسية) ، تزايد الخطر الجيوسياسي .

الشكل رقم (9): تطور قيمة الروبل مقابل الدولار للفترة 2011 – 2014



Source : KLEISS. F, *Russie : Point sur la crise du Rouble*, Covéa Finance, le 18 décembre 2014.

وتسارع هذا الانخفاض مما اضطر البنك المركزي للتدخل من خلال رفع معدل الفائدة من 5.5% إلى 7% في بداية مارس.

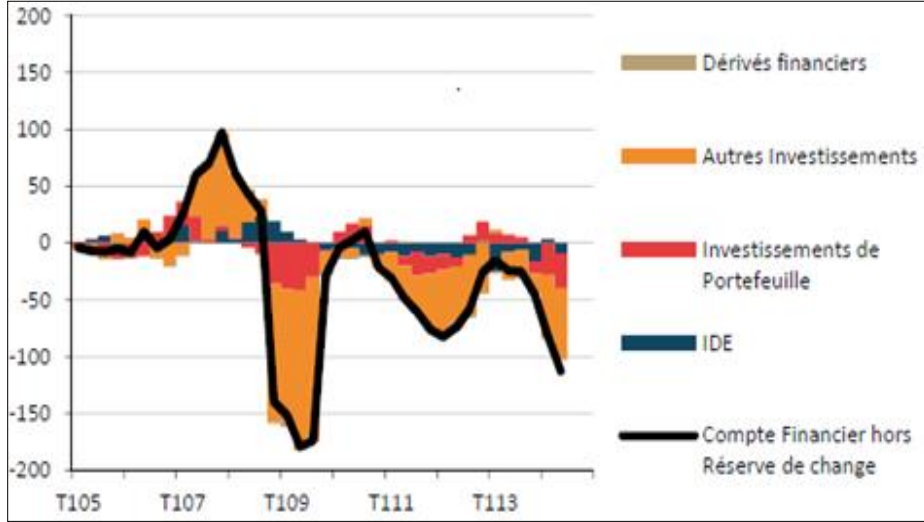
وبعد فترة من الهدوء النسبي، ازداد انخفاض قيمة الروبل في صيف 2013 على وقع خبر سرقة الخطوط الجوية الماليزية والعقوبات الاقتصادية والمالية الدولية التي فرضت على روسيا جراء ذلك، وبحلول منتصف نوفمبر خسر الروبل نسبة 37% إضافية من قيمته مقابل الدولار (أي أكثر من 40% منذ بداية العام)، فالانخفاض الحاد في سعر النفط (المصدر الرئيسي للدخل في البلاد) أدى إلى إضعاف التوازن الخارجي لروسيا والاقتصاد الروسي بشكل عام، وفي الفترة ما بين 1 جانفي و 17 ديسمبر شهد الروبل انخفاضاً بنسبة 84% تقريباً مقابل الدولار. فكيف يمكننا تحليل هذه الأحداث الأخيرة؟⁽¹⁰⁶⁾

على عكس أزمات العملة وميزان المدفوعات التي مرت بها بعض البلدان الآسيوية في نهاية التسعينيات، لم تكن روسيا تعاني من عجز مزمن وكبير في الحساب الجاري والممول برأسمال خارجي متقلب، لكن هشاشة ميزان المدفوعات الروسي تعود ببساطة إلى حقيقة مفادها أن التدفقات المالية الخارجة من روسيا (المقيمين) متوازنة

⁽¹⁰⁶⁾ KLEISS. F, *Russie : Point sur la crise du Rouble*, Covéa Finance, le 18 décembre 2014.

بشكل كامل تقريباً مع فائض الميزان التجاري، والذي يرجع في حد ذاته تقريباً إلى فائض التجارة في المنتجات البترولية التي تمثل 60% من صادرات البلاد.⁽¹⁰⁷⁾

الشكل رقم (10): تطور الحساب المالي لروسيا في الفترة الممتدة من 2005-2014



Source : KLEISS. F, *Russie : Point sur la crise du Rouble*, Covéa Finance, le 18 décembre 2014.

وفي العامين الماضيين، أدى التباطؤ المستمر في النشاط والتوتر الجيوسياسي المتزايد إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال الروسية، سواء من جانب السكان أو من تدفق رأس المال الأجنبي، وفي ظل الانخفاض السريع في أسعار النفط (من 100 دولار إلى أقل من 60 دولار في 5 أشهر)، لم تعد قادرة على تمويل نفسها بالكامل من خلال تدفقات رأس المال المرتبطة بالنفط، الأمر الذي أدى إلى زعزعة التوازن الهش لميزان المدفوعات وإلزام البنك المركزي بتعويض هذا الخلل باستخدام جزء من احتياطات النقد الأجنبي.⁽¹⁰⁸⁾

➤ تداعيات أزمة الروبل على الإقتصاد الروسي والإتحاد الأوروبي

في مؤتمر صحفي سنوي عُقد في 18 ديسمبر 2014 استبعد Vladimir Poutine تطبيق ضوابط رأس المال لمواجهة انخفاض قيمة الروبل، وقد اعتبر إجراءات البنك المركزي كافيةً وإن جاءت متأخرةً، ويضيف بأن

⁽¹⁰⁷⁾ LACAN. A & SOLLOGOUB. T, *France : quel impact de la crise en Russie ?*, l'analyse économique et sectorielle du groupe Crédit Agricole, n° : 15/67, 5 mars 2015.

⁽¹⁰⁸⁾ bourassi.n, *Russie : le rouble s'enfonce encore, krach a la bourse de Moscou*, La Tribune, 16 décembre 2014.

روسيا ستحتاج إلى عامين لتنويع وتعديل اقتصادها لتأثير العقوبات الدولية وانخفاض أسعار النفط، التي تعتبرها مسؤولة عن المشاكل الروسية الحالية.

لذلك واجه الاقتصاد الروسي تراجعاً خلال العامين المقبلين، إذ دخل في حالة ركود ابتداءً من عام 2015، ومع هبوط الروبل استمر التضخم في التسارع إذ بلغ 9% منذ بداية العام، مدفوعة بارتفاع في أسعار المنتجات المستوردة وخاصة المنتجات الغذائية إذ ارتفعت بمعدل 12.6% في نوفمبر مقابل 6% في جانفي). هذا الارتفاع في الأسعار أثر على الشركات الروسية المدينة بالعملة الأجنبية، كما أن انخفاض أسعار النفط أثر على الموازنة العامة للدولة. (109)

ومن الواضح أن تداعيات الأزمة انتقلت إلى بيلاروسيا، حيث هرع سكانها إلى مكاتب الصيرفة لشراء العملات الأجنبية، خوفاً من تخفيض قيمة عملتهم الوطنية (الروبل البيلاروسي)، كما فرض البنك المركزي ضريبة مؤقتة بنسبة 30% على شراء العملات الأجنبية، وفي يوم الأحد 21 ديسمبر 2014 اعترضت حكومة بيلاروسيا المتاجر الإلكترونية ومواقع المعلومات على الإنترنت للحد من الاندفاع إلى البنوك والمتاجر التي تسعى إلى تأمين مدخراتها، وتم حظر المتاجر عبر الإنترنت بشكل جماعي من أجل الحد من خطر الإفلاس، كما أعلنت الحكومة وقتاً مؤقتاً لارتفاع أسعار السلع الاستهلاكية وطلبت من المنتجين المحليين للأجهزة الكهربائية زيادة التسليم مع الحفاظ على الأسعار. (110)

وانتقلت تداعيات أزمة الروبل الروسي أيضاً إلى فرنسا وألمانيا، حيث شهدت الأصول الأكثر أماناً طلباً قوياً وهذا يدل على قلق المستثمرين، مما أدى إلى ارتفاع معدلات الاقتراض في ألمانيا وفرنسا التي تجاوزت مدتها 10 سنوات. (111)

➤ الإجراءات المتبعة لمواجهة الأزمة

اتخذت الحكومة الروسية إجراءات لمواجهة الأزمة ابتداءً من ليلة الاثنين 15 ديسمبر 2014 وحتى الثلاثاء 16 ديسمبر، حيث رفعت بشكل استثنائي سعر الفائدة الرئيسي إلى 17% مقابل 10.5% سابقاً (112)، أيضاً

(109) KLEISS. F, *op.cit.*

(110) Le figaro, *Chute du rouble : les Bélarusses paniquent*, Le figaro.fr, 19 décembre 2014.

(111) LACAN. A & SOLLOGOUB. T, *op.cit.*

تمت مناقشة خطة لإعادة رسملة البنوك الروسية بقيمة 1000 مليار روبل (أي 13 مليار يورو) في البرلمان الروسي يوم الجمعة 19 ديسمبر 2014، كما رفعت وزارة المالية من رأسمال القطاع المصرفي بنسبة 13% وبالتالي حجم القروض الصادرة بنسبة 15% على الأقل. من ناحية أخرى، أعلنت الحكومة الروسية يوم الاثنين 23 ديسمبر إدخال الحواجز الجمركية للحد من صادرات الحبوب⁽¹¹³⁾، واعتزمت السلطات زيادة الطلب في السوق المحلية وبالتالي خلق ديناميكية مضادة لانخفاض الأسعار، لكن هذا القرار تعارض مع إرادة المنتجين الروس الذين أرادوا الاستفادة من سقوط الروبل لزيادة دخل مبيعاتهم بالدولار الأمريكي في الخارج، هذا القرار أقلق أيضا الأسواق العالمية.

ومن جانب آخر، قامت البنوك المركزية في روسيا والصين بتفعيل مقايضة تبلغ 24 مليار دولار وذلك يوم 16 ديسمبر 2014، كما أعلن وزير الخارجية الصيني Wang Yi أن بلاده مستعدة لدعم روسيا "إذا لزم الأمر"، واقترح أيضا وزير التجارة الصيني استخدام العملة الصينية بشكل أكبر في العلاقات التجارية مع روسيا بسبب ضعف الروبل لضمان الأمن التجاري، كذلك ازدادت العلاقات التجارية بين الصين وروسيا بشكل كبير منذ أن فرض الغرب عقوبات اقتصادية على سياسات Vladimir Poutine. وقد شهد الروبل أول انتعاش (خفيف) له منذ بداية جانفي 2016 حيث تم تداول اليورو مقابل 86.12 روبل.⁽¹¹⁴⁾

وعموما يتفق الكثير من المحللين مع المقولة التاريخية بأن "التاريخ يعيد نفسه"، وأن أزمات العملة تعود لتتكرر من جديد، وإن اختلفت صورا وأشكالا لكنها تحمل نفس الأسباب التي يتمثل أهمها في النقص الحاد في السيولة، التقلبات في معدلات الفائدة وأسعار الصرف، وانعدام الثقة بين الأفراد والمؤسسات المالية من جانب وبين المؤسسات المالية وبعضها البعض من جانب آخر.⁽¹¹⁵⁾

III. الأزمة الصينية 2015 (أزمة بورصية)

هزت الأزمة الاقتصادية التي ضربت الصين الاقتصاد العالمي في 2015، لتعيد إلى الأذهان الأزمة المالية التي عصفت في الاقتصاد العالمي في 2008، ولكن بنتائج ربما ستكون أسوأ على الاقتصاد العالمي. وخلال العام

(112) Fabrichnaya. E & Winning. A, , **op.cit.**

(113) Lamort.E, **Comprendre la crise du rouble en trois questions**, L'OBS, 22 janvier 2016.

(114) Ferrand. C, **Russie. La Chine offre son aide, face aux difficultés économiques**, Ouest-France.fr, 22 décembre 2014.

(115) العقون نادية، مرجع سابق، ص: 114.

الجاري عانى الاقتصاد الصيني الذي يعتبر ثاني أكبر اقتصاد في العالم من تراجع كافة المؤشرات الاقتصادية، وهو الأمر الذي دفع الحكومة إلى التدخل أكثر مرة لتفادي الإنهيار، والعمل على تسريع وتيرة الإصلاحات الاقتصادية في البلاد من خلال ضخ المزيد من السيولة لتحفيز سوق المال وسن تشريعات لتعزيز الانفتاح الاقتصادي على العالم .

➤ أسباب الازمة الصينية 2015

تعودنا على أنه لا توجد أزمة بدون أسباب تصنعها، الأخطاء والثغرات في النظام المالي والممارسات السيئة عادة ما يتولد عنها الانتكاسات المالية. مؤشر شنغهاي استمر على مستوى 2000 نقطة حتى جوان من العام 2014، حينما أعلنت الصين عن إجراءات لتحرير اليوان بشكل أكبر وتقدمت بعضوية لتصبح سوقها المالية ضمن مؤشرات الأسواق الناشئة، وفتحت الاستثمار في الأسهم الصينية للأجانب.

ويمكن تلخيص الاسباب كتالي

- الجشع الذي أصاب الطبقة الوسطى الباحثة عن الثراء السريع الذي جعلها تستدين بأقصى ما تستطيع، دون النظر إلى الأسس التي تصنع السوق من معدلات النمو الاقتصادي والاككتابات الجديدة
- اتجهت الصين إلى الإقتراض خلال السنوات الأخيرة وقد شجعت المؤسسات والأفراد والبنوك على الاقتراض فيما ارتفعت الديون الداخلية والخارجية ووصل مجموع كل هذه الديون حينها إلى 28 تريليون دولار.
- هذه الديون الهائلة في الواقع لا يستطيع الاحتياطي الرسمي الصيني الأكبر في العالم تغطية سوى 14 في المئة منها وهي التي تشكل 282 في المئة من الناتج المحلي الإجمالي .
- وتدرك الصين أن الصينيين يدخرون المال وهم من أكثر الشعوب التي تؤمن بأن الأوضاع الإقتصادية في المستقبل القريب ستكون سيئة عالميا ومحليا، بينما الحكومة الصينية تريد تشجيعهم على الإستهلاك وانفاق مدخراتهم لتحقيق نمو اقتصادي أفضل، وقد لجأت إلى العديد من الأساليب كان آخرها الترويج للربح الكبير من خلال الاستثمار في البورصة.
- وبالطبع فقد تمكنت من جلب 200 مليون صيني للاستثمار في البورصة المحلية وهو ما رفع من قيمة الأسهم والمؤشرات بصورة كبيرة.

- ولجأ الكثير من المستثمرين إلى الاقتراض من أجل الاستثمار في البورصة وهو السلوك السيء على الإطلاق والقاتل لمن يقوم به عادة، فيما خففت السلطات الصينية من قواعدها الصارمة لمنع مثل هذه السلوكيات

وهذا لتحفيز النظام المالي وهو ما حول البورصة الصينية إلى فقاعة كبيرة لا تترجم حقيقة الوضع الاقتصادي الصيني الذي يمر بفترة حرجة نتيجة تراجع التصدير وتباطؤ التجارة العالمية.¹¹⁶

➤ الخسائر والاضرار من ازمة بورصة الصين 2015

خسر مؤشر شنغهاي المركب أكثر من 1000 نقطة بصورة سريعة للغاية، وقد تأثرت البورصات العالمية التي خسرت هي الأخرى الكثير من مكاسبها منها البورصة الأمريكية ونظيرتها الألمانية واليابانية والبريطانية والفرنسية. وأقدمت حوالي 500 شركة صينية على إيقاف تداولات أسهمها بسبب الانخفاض الصاروخي لقيمتها، وقد تدخلت لجنة الأوراق المالية الصينية لإيقاف النزيف المستيري. وصفت العديد من المؤسسات المالية ساخرة الخسائر التي تكبدتها البورصة الصينية بأنها أكبر 15 ضعفاً من حجم اقتصاد اليونان. خسرت البورصة الصينية على الأقل 20 في المئة من قيمتها، وتحدثت عن 2 تريليون دولار أمريكي على الأقل، وتقدر الخسائر حسب تقارير أخرى إلى أنها تجاوزت 3.5 تريليون دولار.

هذه الأموال تم سحبها من البورصة الصينية من الملايين من المستثمرين الذين أصيبوا بالذعر مع النتائج الاقتصادية المخيبة ووجود تقارير تؤكد أن الوضع الاقتصادي الصيني أسوأ مما تصوره السلطات هناك.

الخسائر المترتبة عن هذه الأزمة اجتاحت موجة هبوط حادة البورصات العالمية، تراجعت بورصة ألمانيا بنسبة 6.79%، هوت مؤشرات الأسهم في أوروبا بأكثر من 4.7%، انخفض مؤشر الأسهم اليابانية بأكثر من 4%، تراجعت البورصة الفرنسية بنسبة 6.57%، وفقدت بورصة لندن أكثر من 5% من قيمتها لتتراجع إلى أقل مستوياتها منذ عام 2011.¹¹⁷

➤ التدخل الحكومي لاحتواء الأزمة:

أصدرت الجهات الحكومية (هيئة البورصة) قراراً يمنع كل من يملك أكثر من 5% من أسهم أي شركة (كبار المساهمين) من بيع حصصهم من الأسهم في الشركات المدرجة في البورصة لمدة 6 أشهر. كما أصدرت الهيئة قراراً بإيقاف جميع عمليات الطرح الأول والاكتمال مؤقتاً إلى أن تهدأ الأوضاع كما أوقفت المضاربات على العقود، كما أعلنت أكثر من 1300 شركة مدرجة في البورصات الصينية تعليق التداول على أسهمها.¹¹⁸

¹¹⁶ صباح نعوش، المشكلة المالية في الأزمة الصينية، قضايا اقتصادية، الجزيرة، 2015/08/28.

¹¹⁷ طالب حسن احليلي، الأزمة الاقتصادية في الصين وأثارها على الاقتصادات الخليجية والعالمية، إدارة الدراسات والإحصاء، حكومة رأس الخيمة، نوفمبر 2015، ص 4-5.

¹¹⁸ عبد الرحيم الطويل، أزمة البورصة الصينية... كيف بدأت وإلى أين؟، مجلة البيان، دبي، 18 يوليو 2015.

27 يوما وانتهت العاصفة السريعة، قرر بنك الشعب الصيني تقديم الدعم المادي لشركات الوساطة المالية وتشجيعها على إعادة شراء الأسهم وخلق موجة شراء جديدة تعيد للسوقينما تحملت صناديق الاستقرار العبء الأكبر في هذه الأزمة من خلال شراءها للمزيد من الأسهم التي ظل المستثمرون يبيعونها. وقرر مجلس الوزراء الصيني ضخ 40 مليار دولار لتحفز النمو الإقتصادي والتركيز على القطاعات التي تحتاج إلى المزيد من الدعم. وأقدمت السلطات على تضيق الخناق على استخدام WMPs لتمويل الاستثمارات في سوق الأسهم وقررت القضاء على التهرب من قيود التداول بالهامش تعهدت 21 شركة سمسة صينية كبرى بإنفاق 120 مليار دولار على شراء الأسهم للمساعدة في تحقيق الاستقرار في السوق بعد أن وجهتها الحكومة الصينية لفعل ذلك.¹¹⁹

27 يوما من الجحيم عاشتها البورصة الصينية وتأثرت البورصات العالمية بما يحدث في شنغهاي، كل شيء حدث بسرعة، الإنهيار الذي تسبب في خسارة البورصة لأكثر من 2 تريليون دولار والإجراءات الصينية لشراء الأسهم مجددا وإيقاف النزيف. هزمت السلطات الصينية الأزمة سريعا لكن نجحت هذه الأخيرة في كشف عيوب النظام المالي الصيني.

¹¹⁹ موسى مهدي، تسونامي الصين يهدد الإقتصاد العالمي، مجلة العربي الجديد، 14 اغسطس 2015.

المراجع

المراجع بالعربية

- أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، مصر، 2001.
- فليح حسين خلف، العولمة الاقتصادية، عالم الكتاب الحديث، الاردن، 2010.
- سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، دار المريخ للنشر، السعودية، 2007.
- وسام ملاك، "الظواهر النقدية على المستوى الدولي"، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2001.
- جون هدسون، مارك هرندر، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المريخ، السعودية، 1987.
- رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، دار المعرفة، الكويت، 1987.
- العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج " دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013.
- سمير آيت يحيى، التحديات النقدية الدولية ونظام الصرف الملائم للجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية شعبة: اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2014.
- عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار النشر، الأردن، 1999.
- عبد العزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية: الأسباب والعلاج، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2011.
- أوكيل نسيم، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها و التخفيف من آثارها - مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا - أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/2008.
- أحمد طلفاح، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، أفريل 2005.
- بربري مجّد أمين، الإختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية: دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2011.
- فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية وآثارها على الإقتصادات العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2008.
- آمال قحايبة، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا مخبر العولمة وإقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، العدد 03، ديسمبر 2005 .
- كريستيان ملدر، عين العاصفة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002.

- ¹ أبو شرار علي عبد الفتاح: *الاقتصاد الدولي*، دار المسيرة، عمان، 2007.
- ¹ العباس بلقاسم: *إدارة الديون الخارجية، مجلة جسر التنمية*، سلسلة عربية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، 114 الكويت، العدد 30، 2004.
- نادية العقون، *محاضرات في مقياس الأزمات الاقتصادية والمالية*، جامعة باتنة 1، 2019.
- صامويل عبود، *الاقتصاد السياسي للرأسمالية*، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- حازم الببلاوي، *دليل الرجل العادي إلى الفكر الاقتصادي*، دار الشروق، القاهرة، الطبعة الأولى، 1995.
- رمزي زكي، *الاقتصاد السياسي للبطالة (تحليل لأخطر مشكلات الرأسمالية المعاصرة)*، عالم المعرفة سلسلة كتب ثقافية يصدرها المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، العدد 226، أكتوبر 1998.
- السيد متولي عبد القادر، *الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير*، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، عمان، 2009.
- عمرو محي الدين، *أزمة النمو الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة*، دار الشروق، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2000.
- يوسف أبو فارة، *الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008*، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2015.
- عيسى محمد الغزالي، *الأزمات المالية*، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد التاسع والعشرون، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ماي 2004.
- عمرو محي الدين، *أزمة النمو الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة*، دار الشروق، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2000.
- يوسف أبو فارة، *الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008*، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2015.
- عبد الرحيم الطويل، *أزمة البورصة الصينية... كيف بدأت وإلى أين؟*، مجلة البيان، دبي، 18 يوليو 2015.
- طالب حسن احليلالي، *الأزمة الاقتصادية في الصين وأثارها على الاقتصادات الخليجية والعالمية*، إدارة الدراسات والإحصاء، حكومة رأس الخيمة، نوفمبر 2015.
- صباح نعوش، *المشكلة المالية في الأزمة الصينية*، قضايا اقتصادية، الجزيرة، 2015/08/28.
- موسى مهدي، *تسونامي الصين يهدد الاقتصاد العالمي*، مجلة العربي الجديد، 14 أغسطس 2015.
- المراجع الأجنبية:
- Ari. A, *Globalisation financière et fragilités économiques et bancaires: une modélisation d'un système d'indicateurs d'alerte pour l'économie turque*, PhD thesis, Université du Sud Toulon Var, 2009.

- ❑ Ben Abdallah. M & Matei. L, ***Crise et contagion : cas des pays de l'Europe de l'Est***, TEAM, Université Paris 1 Panthéon- Sorbonne, 2005.
- ❑ Cuenoud. T, ***Crises financières et fondamentaux macroéconomiques : une relation ambivalente***, Thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université de Poitiers, France, 2012.
- ❑ Bensaid. B & Jeanne. O, ***Fragilité des systèmes de change crise et contrôle des capitaux***, Economie et prévision, N°: 123-124, 1996.
- ❑ Bratsiotis. G. J et Robinson. W, ***Economic Fundamentals and self-fulfilling crises: some Evidence from Mexico***, cgbr, Manchester, 2002.
- ❑ Lamort.E, ***Comprendre la crise du rouble en trois questions***, L'OBS, 22 janvier 2016.
- ❑ Ferrand. C, ***Russie. La Chine offre son aide, face aux difficultés économiques***, Ouest-France.fr, 22 décembre 2014.
- ❑ LACAN. A & SOLLOGOUB. T, ***France : quel impact de la crise en Russie ? , l'analyse économique et sectorielle du groupe Crédit Agricole, n° : 15/67, 5 mars 2015.***
- ❑ bourassi.n, ***Russie : le rouble s'enfoncé encore, krach a la bourse de Moscou***, La Tribune, 16 décembre.
- ❑ Candelon B, Dumitrescu E -I & Hurlin C, ***How to Evaluate an Early Warning System : Towards a United Statistical Framework for Assessing Financial Crises Forecasting Methods***, [IMF Economic Review](#), vol. 60, N°: 1, 2012.
- ❑ Fioramanti M, ***Predicting Sovereign Debt Crises Using Artificial Neural Networks: A Comparative Approach***, Istituto Di Studi E Analisi Economica, Working paper N°: 72, 2006.
- ❑ Nag A K & Mitra A, ***Neural Networks And Early Warning Indicators Of Currency Crisis***, Reserve Bank of India Occasional Papers, Vol: 20, No:2, 1999,
- ❑ Franck R & Schmied A, ***Predicting currency crisis contagion from East Asia to Russia and Brazil: an artificial neural network approach***, [SSRN Electronic Journal](#), 2004.
- ❑ Jean-pierre Allegret, Bernard Courbis, ***Monnaies, finance et mondialisation***, Vuibert, paris, 2003.
- ❑ W.Corden (1983) , ***Logic of the International Monetary non System » in : Reflexions an a troubled World Economy*** .Essays in honour of H. Giersch, G.Fels et A.Muller Groelind, ed. Trade Research Centers Londres.
- ❑ E. Barthalon: ***Crises financières : un panorama des explications***, Revue Problèmes Economiques, n° 2595, 16 décembre 1998.
- ❑ Jacques Gravereau et Jacques Trauman, ***crises financières***, Edition Economica, 2001.

-
- ❑ Osakwe. P , Shemabri. L, *Les crises de change et les régimes de change fixe depuis le début des l'années 1990*, revue de la banque du Canada, automne 1998.
 - ❑ Gilal M.A, *Exchange market pressure and monetary policy: A case study of Pakistan*, PhD thesis in Economics, University of Glasgow, December 2011.
 - ❑ Eichengreen B, Rose A.K & Wyplosz C, *Contagious Currency Crises*, NBER Working Paper , N°: 5681, Cambridge, 1996.
 - ❑ Tomoe.M et Ping.W, *The determinants of vulnerability to currency crises: Country-specific factors versus regional factors*, the paper presented at the 8th Annual Meeting of the European Economics and Finance Society (EEFS), Poland, 2009.
 - ❑ E. Barthalon: *Crises financières : un panorama des explications*, Revue Problèmes Economiques, n° 2595, 16 décembre 1998.
 - ❑ Jacques pavoine, *les trois crises du xx^e siècle*, Edition Ellipses, 1994.
 - ❑ Jacques Gravereau et Jacques Trauman, *crises financières*, Edition Economica, 2001.
 - ❑ Philippe Gilles, *crises et cycles économiques*, Edition Armand Coline, paris 1996.