

المحور الثاني: الاطار المفاهيمي للأزمات المالية

رغم اختلاف المفاهيم الشكلية للأزمات المالية عبر العصور و الأنظمة إلا أنها ضمناً تتفق كل التعاريف المقدمة, في كون الأزمات هي تلك الاختلالات العميقة والاضطرابات الحادة والمفاجئة في بعض التوازنات الاقتصادية , يتبعهما انهيار في المؤسسات المالية ومؤشرات أدائها، وتمتد آثار ذلك كله إلى القطاعات الأخرى، تكون لهذه الاختلالات ردود أولية منحصرة في بلد معين أو منطقة معينة، بعدها يظهر ما يسمى بعامل العدوى لتنتقل و تصبح أزمة سوقية ثم أزمة دولية ثم أزمة عالمية

1. تعريف الأزمات المالية

- اختلال واضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات المالية ومؤشرات أدائها، وتُعبّر عن انهيار مفاجئ في مجموع المتغيرات المالية، مثل حجم الإصدارات، أسعار الأسهم والسندات، قيمة القروض والودائع المصرفية، وأسعار الصرف، ويمتد آثار ذلك كله إلى القطاعات الاقتصادية وبذلك تؤثر الأزمات المالية على هشاشة وسوء أداء في النظام المالي للبلد.
- وتعرف الأزمة المالية بشكل خاص بأنها انهيار النظام المالي برمته مصحوباً بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي
- ما يميز الأزمات المالية في بدايتها هو عدم القدرة على تحديد الحالة، فلا أحد يعرف الوضعية بالضبط لأنها تتصف بالمفاجأة، نقص المعلومات، تصاعد الأحداث، فقدان السيطرة وغياب الحل الجذري.

2. أسباب الأزمة المالية

يمكن تحديد الأسباب وراء حدوث الأزمات المالية في النقاط التالية:

- ✓ التحرير السريع في ظل غياب إطار تنظيمي رشيد، ملائم وفعال؛
- ✓ انتعاش في الائتمان المقدم للقطاع الخاص لأغراض الاستثمار أو الاستهلاك على حد سواء؛
- ✓ العدوى والتأثيرات الأجنبية، حيث تحفز الأزمة في بلد ما القوى الفاعلة الاقتصادية على إعادة تقييم توقعاتها ومن ثم تحد من الاستثمار في بلدان أخرى أو حيث يكون للأزمة في بلد ما تأثير مباشر على الظروف الاقتصادية في بلد آخر؛
- ✓ صدمات معدل التبادل التجاري وتقلبات في أسعار الصرف الحقيقية؛
- ✓ عدم الاستقرار السياسي والنزاعات الأهلية في بعض الحالات؛
- ✓ التشوهات الناجمة عن السياسة وبصفة خاصة النفوذ الحكومي على بنوك القطاع العام؛
- ✓ ضعف هياكل وبنية المالية الحكومية؛
- ✓ أسباب أخرى: كالإشاعات والمعلومات غير الدقيقة، والمضاربة الحادة على العملات و حدوث فقاعات أسعار الأصول المادية والمالية، وتشوه نظام الحوافز بسبب ربط مكافآت المدراء بالمدوددية والتغيرات التكنولوجية، الطبيعة الدورية للنظام الرأسمالي.

3. أنواع الأزمات المصرفية

لقد تعددت أشكال و أنواع الأزمات فمنها أزمات الديون و أزمات مصرفية وأزمات سعر الصرف.

1.3 الأزمات المصرفية : تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع. فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك. وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت الى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية (Systematic

(Banking Crisis) وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض . خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان (Credit Crunch) - أسبابها: العوامل الأكثر تأثيراً في نشوب الأزمات البنكية هي:

- ✓ -عدم الاتساق فيما بين أصول وخصوم البنوك (الالتزامات قصيرة المدى مقابل أصول طويلة المدى أو الالتزامات بالعملة الأجنبية مقابل أصول بالعملة المحلية) ؛
- ✓ ارتفاع في التدفقات المالية القصيرة المدى إلى الخارج؛
- ✓ تحرير مالي مبكر في ظروف تنظيمية ورقابية غير ملائمة؛
- ✓ تراجع النشاط الاقتصادي؛
- ✓ انخفاض أسعار الأسهم وأسعار الأصول الأخرى مثل العقارات.

2.3 أزمة العملة وأسعار الصرف (أزمة ميزان المدفوعات): تنجم هذه الأزمة عن حدوث تغيرات سريعة وكبيرة في أسعار الصرف بصورة تؤدي إلى تأثير جوهري في قدرة العملة على تأدية دورها كمخزن للقيمة أو كوسيط للتبادل، وهذه الأزمة تحدث عندما تقوم السلطات النقدية باتخاذ قرارات تقضي بخفض سعر العملة كنتيجة لعمليات المضاربة، وقد يقود الأمر إلى انهيار جوهري لسعر العملة. ومع أن القرارات المتعلقة بتعويم العملة أو خفض سعر صرف العملة هي قرارات تتخذها السلطات النقدية في الدولة بصورة طوعية، غير أن هذه القرارات تكون قرارات مهمة وجوهرية في كثير من الظروف خصوصاً في حالة القصور في تدفقات رأس المال الأجنبي وفي حالة وجود تزايد في التدفقات الخارجة، وهذا ما يدفع السلطات النقدية بسحب كميات كبيرة من احتياطياتها الدولية أو رفع أسعار الفائدة المحلية، وذلك من أجل المحافظة على قيمة عملتها المحلية في مقابل العملات الأخرى. إن هذا النوع من الأزمات قد يؤدي إلى بعض التأثيرات على القطاعات الأخرى، وقد يؤدي إلى تباطؤ النمو الاقتصادي وإلى انكماش قد يقود إلى الكساد.

- أسبابها: من العوامل الأكثر تأثيراً في نشوب أزمة سعر الصرف نجد:

- ✓ ارتفاع قيمة سعر الصرف؛
- ✓ ارتفاع وتوسع في توزيع القروض؛
- ✓ ارتفاع معدل التضخم؛
- ✓ انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر؛
- ✓ ارتفاع أسعار الفائدة العالمية؛

✓ عوامل أخرى (عجز الموازنة، الميزان التجاري، تراجع الصادرات).

3.3 أزمات أسواق المال " حالة الفقاعات ": تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة الفقاعة "bubble" حيث تتكون " الفقاعة " عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل - كالأسهم على سبيل المثال - هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوياً لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

4.3 أزمة الديون هي أزمات تعني أن بلداً أو مجموعة من البلدان أصبحت غير قادرة على خدمة ديونها، وتنشأ عندما يتوقف المقترض على السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة. ويحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري خاص أو دين سيادي عام. كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال

الخاص إلى الداخل وإلى أزمة في الصرف الأجنبي ، وهناك اختلاف حول طبيعة وأسباب أزمة الديون الخارجية، لا ندري ما إذا كانت تعود إلى سياسات اقتصادية خاطئة ترتبط بالدولة المدينة أو عوامل ترتبط بالعالم الخارجي، وسوف نذكر أهم هذه الأسباب في العناصر التالية:

أ - **العجز المستمر في الميزانية العامة**: أحد العوامل الرئيسية الداخلية التي تؤدي إلى تعاظم أزمة الديون الخارجية، إذ يعود العجز في الميزانية العامة إلى النفقات الحكومية الضخمة والمتزايدة من جهة وعجز الإيرادات المحلية وانخفاض المساعدات الخارجية من جهة أخرى، وقد تلجأ بعض الدول المدينة إلى سياسة التمويل بالعجز مما يؤدي إلى تزايد توسع الدين العام الداخلي، ويؤدي الجهاز المصرفي في هذه الدول دوراً رئيسياً في التمويل المحلي، ومن ثم ارتفاع في الأسعار. وتعتمد هذه الدول على الاقتراض المحلي والذي يعني التوسع في حجم الائتمان المصرفي الممنوح في تغطية جزء من النفقات العامة وهذا في النهاية سوف يؤدي إلى زيادة العجز في الميزانية العامة، وتفاقم معدلات التضخم، أما الجزء الثاني من العجز فيغطي عن طريق الديون الخارجية مما يؤدي إلى تزايد نسبة الديون إلى الناتج المحلي الخام وإلى تزايد أعباء خدمة الديون وتبعية هذه الدول إلى دول الخارج.

ب - **العجز في ميزان المدفوعات**: يعتبر من بين العوامل الداخلية التي تؤدي إلى تفاقم المديونية الخارجية، فالدول التي تعاني من عجز مستمر في موازينها الجارية والتجارية تبحث عن مصادر للتمويل لتصحيح هذا العجز، وتؤدي التحويلات الرسمية والخاصة إلى بلدان هذه الدول دوراً بارزاً في تغطية جزء من العجز في موازين السلع والخدمات، وأما الجزء الآخر فيتم تغطيته عن طريق الاستثمارات الأجنبية أو الاقتراض من الخارج، وهذا يؤدي إلى زيادة المديونية في هذه الدولة وزيادة عبء هذه الديون، وزيادة الضغط على ميزان المدفوعات أيضاً.

ج - **الكساد وتدهور شروط التبادل التجاري**: تبنت الدول الصناعية في أواخر السبعينات وبداية الثمانينات من القرن الماضي بعض السياسات الانكماشية التي أدت إلى ركود اقتصادي في هذه الدول، والذي أدى إلى انخفاض الطلب على صادرات الدول النامية، وهذا بدوره دفع أسعار الصادرات في هذه البلدان إلى الانخفاض، وفي نفس الوقت واصلت أسعار السلع المصنعة ارتفاعها وخاصة السلع الاستهلاكية والترفيهية، وهذا يعني ارتفاع أسعار السلع المستوردة للدول النامية. إن انخفاض أسعار وحجم الصادرات، وارتفاع أسعار الواردات في الدول النامية يؤدي إلى تدهور شروط التبادل التجاري في هذه الدول، وهذا يدفعها إلى اللجوء إلى الاقتراض المحلي والخارجي مما يؤدي إلى تزايد حجم الديون.

د - **سياسات الاقتراض الدولية وارتفاع أسعار الفائدة**: ساهمت سياسات الاقتراض وارتفاع أسعار الفائدة في زيادة حجم الديون الخارجية للدول النامية المدينة التي توسعت في الاقتراض الخارجي معتمدة على القروض الميسرة وغير الميسرة وذات الآجال القصيرة بفوائد مرتفعة، مما أدى إلى زيادة أعبائها المالية. وفي نهاية السبعينات من القرن الماضي عندما كان المستوى العام للأسعار يزداد ارتفاعاً وكانت معدلات الفائدة التي تطلبها البنوك التجارية منخفضة اضطرت العديد من الدول النامية إلى زيادة الاقتراض لتمويل نفقاتها العامة وموازين مدفوعاتها وكانت البنوك التجارية تمنح قروضها بإجراءات ميسرة وسريعة مقارنة بالقروض الممنوحة من المصادر الرسمية، مما شجع بعض هذه الحكومات للاقتراض من المؤسسات الخاصة، فأدى إلى زيادة نصيب الديون الخاصة على حساب الديون الرسمية. علماً أن القروض الخاصة تزيد من عبء المديونية في الدول النامية، وذلك بسبب ارتفاع أسعار الفائدة وقصر المدة وفترة سماح أقل للقروض الخاصة الممنوحة. وحتى تستطيع البنوك التجارية حماية نفسها من مخاطر الاقتراض في الدول النامية، تقوم برفع أسعار الفائدة وفرض أسعار الفائدة المتغيرة. واتبعت الدول الصناعية وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية سياسة مالية ونقدية تؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة وتعويمها.

4. العدوى في الأسواق المالية: (قنوات انتقال الأزمة المالية)

العدوى تحدث بعد انهيار مؤسسة تتسبب في خلق أزمة ثقة من شأنها إصابة مؤسسات أخرى لا ترتبط بالأولى وقد لا ترتبط بها، مما يترتب عليه ترجعا في وتيرة النشاط الاقتصادي، وتحقق العدوى أيضا إذا ترتب على انهيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما نشوء أزمة ثقة ينتج عنها انهيار أسواق المال في دولة أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى

- أنواع العدوى في الأسواق المالية

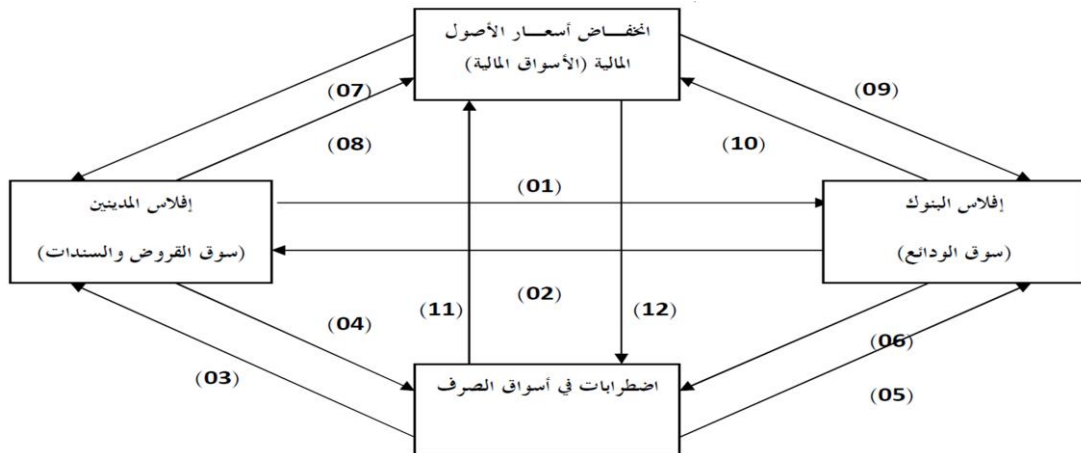
أ. العدوى المحاكية أو سلوك القطيع هي العدوى التي تؤثر على المتدخلين في نفس الأسواق أو في نفس القسم من النظام المالي، فهي العدوى التي عادة ما يطلق عليها تسمية سلوك القطيع (herd behavior) وهو مصطلح يطلق على سلوك الأشخاص في الجماعة عندما يقومون بالتصرف بسلوك الجماعة التي ينتمون لها دون كثير من التفكير أو التخطيط. و يعرفه الاقتصادي " أندري أورليون" العملية التي يقلد فيها عون اقتصادي ما نفس سلوك أعوان اقتصاديين آخرين في أسواق المال، بمعنى أن العون الاقتصادي يصبح يعتمد على توقعات عون آخر يعتبره نموذجا له.

يلعب عدم تماثل المعلومات d'information asymétrie دورا كبيرا في تنامي هذا النوع من العدوى، حيث يعتقد العون الاقتصادي بأن التصرفات التي يقوم بها الأعوان الآخرون داخل الأسواق المالية كأوامر البيع أو أوامر الشراء هي تصرفات صحيحة نظرا للمعلومات التي يملكونها والتي هو يفتردها.

ب. العدوى النظامية : systémique contagion - تقوم هذه العدوى بنشر الأزمة ونقلها من قطاع معين إلى باقي قطاعات النظام المالي، ويمكن التمييز بين نوعين من الاضطرابات المالية تلك المعممة التي تشمل كل أقسام النظام المالي وتحدث بسبب العدوى النظامية، وتلك التي تتمركز في جزء معين من النظام المالي فقط.

بينت أبحاث الاقتصاديين بأن الاضطرابات تظهر في أربعة أسواق مختلفة داخل النظام المالي ألا وهي اسواق القروض، اسواق الصرف، اسواق الودائع، وفي الأخير اسواق الأموال الخاصة، إذ تظهر الاضطرابات في أحد الأسواق السابقة وتكون متمركزة على أحد متغيرات النظام المالي ثم سرعان ما تنتشر عبر قنوات معينة إلى كامل النظام المالي مشكلة بذلك ظاهرة العدوى النظامية.

والشكل التالي يوضح هذه قنوات هذه العدوى :



- ✓ **القناة رقم : 01** تمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي، فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول قد يؤثر سلباً على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسها؛
- ✓ **القناة رقم : 02** تبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك؛
- ✓ **القناة رقم : 03** أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى؛
- ✓ **القناة رقم : 04** إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين (الأجانب خاصة)، فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة؛
- ✓ **القناة رقم : 05** قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك، إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك؛
- ✓ **القناة رقم : 06** إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج؛
- ✓ **القناتين رقم 07 و : 08** تمثلان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم؛
- ✓ **القناتين رقم 09 و : 10** تعبر عن انتقال الأزمة من أسواق الصرف إلى أسواق المال والعكس، حيث أن عدد كبير من البنوك يعت برون كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية، كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تملك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية؛
- ✓ **القناتين رقم 11 و : 12** تصف كيف يمكن للأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال والعكس، فمثلاً عند تخفيض العملة يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون للتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة.

5. قنوات إنتقال العدوى المالية بين الدول:

تنتقل الأزمات المالية من دولة لأخرى عبر عدة قنوات منها ما يصنف ضمن القنوات الطبيعية للإنتقال ومنها ما يصنف ضمن القنوات غير الطبيعية للإنتقال.

أ- **القنوات الطبيعية للإنتقال**: يتم عبر أربع قنوات أساسية هي كل من:

- **قناة التجارة الدولية**: ساهم الإستغناء عن كافة أشكال الحماية التجارية وتعدد التكتلات الاقتصادية والتجارية في ترسيخ الإنفتاح التجاري بين الدول وفي ارتفاع معدلات الإرتباط فيما بينها، فأصبح من السهل إنتقال الأزمات المالية من مراكز نشوئها إلى غيرها ما الدول عبر ما يعرف بالآثار التبادلية للصفقات التجارية وآثار التغذية العكسية، إذ تجاوزت الأزمات المالية في ظل العولمة السائدة مراكزها وبؤرها وانتشرت دولياً حسب درجة معامل الإرتباط السائد؛

- **قناة الأسواق المالية**: ساهم ترابط الأسواق المالية وتنامي حركة رؤوس الأموال ودخول أدوات مالية وقوى فاعلة في الأسواق المالية الدولية في تطور هذه القناة، ولعل أحسن مثال على دور هذه القناة في إنتقال الأزمة هو أزمة دول جنوب شرق آسيا سنة 1997، كما تؤدي الروابط المالية التي تنتج عن مسار التكامل الاقتصادي بين مجموعة من الدول إلى جعل الأزمة تنتقل بصورة تلقائية بين هذه الدول؛

- **تنافس السياسات الاقتصادية**: يظهر أثر هذه القناة بالخصوص في حالة الدول التي تنتهي إلى نفس مناطق التجارة الحرة أو التي لديها نفس العملة (الدول التي تشكل إتحادات نقدية)، حيث من البديهي أن يكون لديها تشابه كبير على

مستوى الاقتصاد الكلي والسياسات الاقتصادية المتبعة، وبالتالي فإن رد فعل دولة ما على حدوث أزمة داخل حدودها ستدفع باقي الدول إلى إتخاذ سياسات مماثلة لهذا البلد ما يؤدي إلى اتساع رقعة إنتشار الأزمة المالية؛

-الصدمة الكلية والصدمات العشوائية: تنتقل الأزمة المالية عبر هذه القناة في حالة وقوع صدمات على مستوى الاقتصاد العالمي كارتفاع معدلات الفائدة الأجنبية أو الدولية وتقلص عرض رؤوس الأموال وتراجع الطلب العالمي على بعض المنتجات والمواد الأولية، إذ تحدث هذه الصدمات تذبذبات في أسعار الأصول في أسواق العديد من الدول تتميز بتشابه كبير في أساسيات إقتصادها، أي أن الأزمة ستنتشر في مختلف أسواق هذه الدول مباشرة بعد الصدمة.

ب -القنوات غير الطبيعية للإنتقال: تتميز هذه القنوات بإختلافها عن قنوات الإنتقال الطبيعية ويمكن حصرها في ثلاثة قنوات رئيسية هي:

-قناة التوازنات المتعددة: تعني إنتقال أزمة مالية ناشئة في دولة ما (إنتقال هذه الدولة من حالة التوازن الجيد إلى حالة التوازن السيئ) إلى دول أخرى تتمتع بحالة توازن جيد على مستوى مؤشرات الاقتصاد الكلي وبالأخص توازن ميزان مدفوعات وسعر صرف عملاتها ما يدفع المستثمرين إلى تصفية أصولهم والإانسحاب من الأسواق لإعتقادهم بأنه السلوك الرشيد الذي يتلاءم وتوقعاتهم

- قناة صدمات السيولة تتلخص في كون أن انهيار سعر نوع أو أنواع معينة من الأصول في السوق المالية لبلد ما يؤدي إلى إعادة هيكلة المحافظ الإستثمارية في دول أخرى، إذ يقبل المستثمرون على بيع أصولهم والتوجه إلى أسواق مالية في دول أخرى إما لشراء أصول جديدة أو بيع أصول قائمة، ما من شأنه إحداث صدمة داخل هذه الأسواق ونشوء أزمة مالية؛

-قناة العدوى السياسية: يظهر دور هذه القناة في إنتقال الأزمة المالية من دولة إلى أخرى لما يكون هناك عدة دول توازن عملاتها بالنسبة لعملة بلد معين، حيث أن تعرض بلد المركز إلى صدمة ستجعل السلطات النقدية داخل هذه الدولة إلى القيام برفع أسعار الفائدة ما يدفع باقي الدول التابعة إلى إتباع نفس الإجراء مولدة بذلك إختلالات كبيرة في إقتصادياتها وقد سيمت هذه القناة بالعدوى السياسية لأنه عادة ما يخضع محافظو البنوك المركزية لضغوطات سياسية من أجل تثبيت سعر الصرف؛

-قناة سلوك المستثمرين: تؤدي سلوكات المستثمرين وقراراتهم دورا كبيرا في توليد حركات جماعية كبيرة تساهم في إنتشار الإضطرابات في مختلف الأسواق، سواء من خلال بيع أصولهم في سوق دولة ما وسحب رؤوس أموالهم، كما أن عدم تمثيل المعلومات بينهم) غياب ونقص المعلومات (يؤدي إلى تكوين إفتراض مفاده أن حدوث أزمة مالية في بلد ما ينتج عنه إلى حدوث أزمة مشابهة في دول أخرى، هذا الإفتراض ينجم عنه أزمة ثقة في هذه الدول ما يعرض عملاتها إلى هجمات مضاربة.

6. تداعيات الأزمات المالية

تؤدي الأزمات المالية إلى تكاليف كبيرة، فهي تعمق الفقر وتجعل عدم المساواة في الدخل أكثر سوءا ، كما أن لها آثار على متغيرات الاقتصاد الكلي، وكل ذلك تبينه الأزمات التي حدثت في معظم دول العالم لا سيما في المكسيك ودول جنوب شرق آسيا.

أ. آثار الأزمات المالية على تعمق الفقر وتوزيع الدخل: تضمنت الأزمات في جميع الحالات تقريبا إعادة توزيع الثروة على نطاق واسع ، وأدت إلى تخفيض شامل في كل من الدخل و الثروة -خاصة في الدول النامية التي تمر بمرحلة إنتقال -ما أسفر عن زيادة تعميق الفقر و جعل عدم المساواة في الدخل أكثر سوءا ، وذلك بطرق عديدة:

- جعل النشاط الإقتصادي أكثر ضعفا: يمكن أن تتسبب الأزمة في هبوط عائدات العمال بسبب فقدان فرص العمل في القطاع الرسمي، وانخفاض الطلب على الخدمات التي يقدمها القطاع غير الرسمي وخفض ساعات العمل أو الأجور

الحقيقية وحين يدخل عمال القطاع الرسمي الذين فقدوا وظائفهم القطاع غير الرسمي فإنهم يسببون ضغطا إضافيا على أسواق العمل غير الرسمية؛

- **تغير الأسعار النسبية:** تنطوي أي أزمة مالية عادة على انخفاض كبير في قيمة العملة مما يؤدي إلى تغير ما ارتبط بالأسعار النسبية، على سبيل المثال ترتفع أسعار السلع المتداولة تجاريا بالنسبة للسلع غير المتداولة تجاريا، مما يسبب هبوط عائدات أولئك الذين يعملون في قطاع السلع غير المتداولة تجاريا، في نفس الوقت يترتب تزايد الطلب على الصادرات ازدياد العمالة والعائدات في القطاعات التي تنتج الصادرات، وذلك يمكن أن يؤثر انخفاض قيمة العملة على أسعار السلع الاستهلاكية، وتؤدي التكلفة المرتفعة للأغذية المستوردة إلى الإضرار بالأسر التي تنفق الكثير من دخلها على الغذاء؛

- **خفض الإنفاق المالي:** تتصدى الحكومات عادة للأزمات بتقييد الأوضاع النقدية والمالية، مما يؤدي في كثير من الأحيان إلى استقطاعات في الإنفاق العام والبرامج الاجتماعية والتحويلات التي تقدم للأسر المعيشية والأجور.

ب. **آثار الأزمات المالية على متغيرات الإقتصاد الكلي:** تبين نتائج الدراسات أن الأزمات المالية تقترب بتغيرات كبيرة في متغيرات الإقتصاد الكلي، حيث يزداد التضخم في عام حدوث الأزمة ويرتفع معدل البطالة الرسمية خلال سنوات الأزمة بالنسبة للسنوات السابقة على حدوثها وينخفض أيضا بدرجة طفيفة الإنفاق الحكومي على التعليم و الرعاية الصحية بالنسبة للنتائج المحلي.

كما أن تقديم الدعم المباشر لنظام مصرفي عاجز يزيد من نسبة الدين العام، حيث أوضحت تجربة على ستة بلدان من أمريكا اللاتينية (الأرجنتين، كولومبيا، جمهورية الدومينيكان، إكوادور، المكسيك وأوروغواي) عانت من أزمات مصرفية، أنه خلال عام واحد من الأزمة ازداد الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي بنحو 40 %.

ج. **آثار أخرى:** يمكن تلخيصها في الآتي:

-زيادة عدوى انتقال الأزمة المالية إلى دول أخرى؛

-انهيار الثقة في النظام المالي والمصرفي وإرتفاع درجة مخاطرة الإستثمار في الأسواق المالية؛

-توقف الكثير من المشاريع التي تعتمد في تمويلها على المؤسسات المالية المتعثرة؛

-زيادة عدم ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الأزمة.

7. نماذج تحليل وتفسير الأزمات المالية

1.7 نماذج الجيل الأول للأزمات المالية

بدأ تطوير هذا الجيل من النماذج في نهاية سبعينات وبداية ثمانينات القرن الماضي وذلك بعد حدوث العديد من أزمات الصرف في دول أمريكا اللاتينية في تلك الفترة. تفسر الأزمة، في هذا النوع من النماذج، بتضارب الأهداف بين عنصرين هامين من عناصر الاقتصاد الكلي: العجز في ميزان المدفوعات وثبات سعر الصرف. وفقا لهدف هذا المقال، نستعرض أولا أهم محتوى هذه النماذج ثم نقوم مساهمتها في تحليل وتفسير الأزمات.

- **عرض النماذج الأساسية للجيل الأول:** يمكن مناقشة وتحليل الجيل الأول من نماذج الأزمات المالية من خلال الأعمال المرجعية لكل من (Krugman (1979) و (Flood & Garber (1984) ، وذلك وفقا للمقاربة التي ترجع نشوب الأزمات المالية إلى الاختلالات الاقتصادية الكلية التي تحدث في اقتصاد يعتمد أساسا نظام الصرف الثابت سواء ما تعلق منها بالسياسة النقدية أو تلك التي تمس الميزانية العامة. إن النمو المتزايد لحجم القروض المحلية، إضافة إلى التغطية المستمرة لعجز الميزانية العامة بالإصدار النقدي في ظل نظام الصرف الثابت، يؤدي بالضرورة إلى تراجع حاد في احتياطات صرف البلد المعني.

يؤكد (Krugman (1979 أن لأزمات الصرف خصائص مشتركة، إذ تحدث، حسبه، أزمة ميزان المدفوعات عندما تكون الحكومة غير قادرة على الدفاع عن سعر الصرف الثابت لعملتها، وذلك لمحدودية احتياطات الصرف الأجنبية لديها. إن اتباع نظام الصرف الثابت يدفع البنك المركزي إلى تكوين احتياطات صرف كافية للحفاظ على تعادل القدرة الشرائية لسعر الصرف. يمكن لاحتياطات الصرف أن تتقلص في حالتين رئيسيتين: أولاًهما وجود عجز في الميزان التجاري، والذي يترجم من خلال زيادة عرض العملة المحلية لتغطية الواردات المتزايدة للبلد؛ و ثانيتهما تتمثل في عجز ميزان رأس المال بمعنى خروج العملة المحلية من خلال البيع مقابل العملة الصعبة، مما يؤدي إلى خروج رأس المال. إن وجود عجز في الموازنة العامة يدفع الحكومة إلى الاستدانة من الخارج. و في هذه الحالة، يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف للحفاظ على ثبات سعر الصرف. من أجل تحقيق هذا الهدف، يمكن للبنك المركزي أن يستعين إما باحتياطات الصرف أو برفع أسعار الفائدة المحلية لاستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية. لكن البنك المركزي سيتحمل، في نفس الوقت، مجموعة من المخاطر تتعلق بإمكانية إضعاف قدرة النظام المصرفي والمؤسسات الاقتصادية في آن واحد، حيث يمكن أن تنشأ أزمة صرف في حالة توقع السوق لانخفاض معين في احتياطات الصرف يحد من مقدرة البنك المركزي على الدفاع عن سعر الصرف الثابت.

عندما تنخفض احتياطات الصرف إلى مستويات حرجية معينة، حيث تصبح غير كافية للدفاع عن سعر الصرف الثابت، عندئذ يصبح هذا الأخير، تحت هذا المستوى من الاحتياطات، غير قادر على تحمل المضاربات التي تتعرض لها العملة المحلية من طرف المتعاملين الاقتصاديين في سوق الصرف، مما يدفع الحكومة إلى تعويم عملتها، وتنشأ أزمة الصرف. ولقد تعمق (Flood & Garber (1984 أكثر في تحليل الأزمات و ذلك بإدخال مفهوم توقيت نشوب الأزمة « *Timing* » إضافة إلى تحديد الأساسيات الاقتصادية الكلية التي تتدهور قيمها وتؤدي إلى نشوب الأزمة، وكذا إدخال مفهوم سعر الصرف العائم الذي يبرز بعد التخلي عن نظام الصرف الثابت نتيجة للمضاربات بحكم أن البنك المركزي لا يستطيع الحكومة الدفاع عن ثبات سعر الصرف، بصفة دائمة، باحتياطات صرف محدودة. فبمجرد أن تنخفض هذه الاحتياطات إلى مستويات حرجية، تحدث أزمة ميزان المدفوعات تلقائياً أي بصفة آلية وحتمية، مما يرغب الحكومة إلى اللجوء إلى تعويم عملتها. على هذا الأساس، ينهار سعر الصرف الثابت مباشرة قبيل النفاذ الكلي لاحتياطات الصرف الرسمية. في المقابل، يعمل المستثمرون المحليون، والذين لديهم توقعات كاملة، على تفادي الخسائر في رأس المال المرتبطة بتدهور العملة المحلية نتيجة التخلي عن نظام الصرف الثابت، وذلك ببيع أصولهم المقومة بالعملة المحلية مقابل شراء أصول بالعملة الأجنبية؛ وهذه المضاربات تعجل بدورها عملية التخلي عن نظام الصرف الثابت.

2.7 نماذج الجيل الثاني للأزمات المالية: بعد حدوث أزمة النظام النقدي الأوروبي في 1993 - 1992 والأزمة المكسيكية في 1994، تطورت الأبحاث المتعلقة بالأزمات المالية وتعمقت أكثر في تحليل نشوب المضاربات وهشاشة أنظمة الصرف الثابت. تتمحور الخاصية الإضافية لنماذج الجيل الثاني حول تصور حكومة عقلانية تقرر متى يتم البقاء على نظام الصرف الثابت من عدمه وذلك بمقارنة التكاليف مع الأرباح الممكن تحقيقها في حال التخلي عن هذا النظام. بمعنى آخر، تتم استجابة الحكومة لتوقعات السوق بطريقة تفاعلية. يولد هذا التصور توازنات متعددة تبعا للتوقعات المضاربة للأعوان الاقتصاديين من جهة، والقرارات العقلانية للحكومة من جهة أخرى. تنشئ هذه الحركية أزمات ذاتية النشوب

على العكس من نماذج الجيل الأول الأساسية، فالأزمات، حسب نماذج الجيل الثاني، لا تحدث بالضرورة نتيجة لعدم التوافق بين قيم الأساسيات الاقتصادية الكلية ونظام الصرف الثابت. يعني هذا أن توقعات الأعوان الاقتصاديين، الخاصة بالقرارات الحكومية المستقبلية حول نظام الصرف المتبع، تدفع إلى إمكانية حدوث مضاربات حتى في حالات

التوازن، و ذلك نتيجة توقعات جزئية لأعوان ما بتدهور سعر الصرف الثابت في المستقبل، بسبب انخفاض معين في قيم الأساسيات الاقتصادية الكلية..

وفقا للدراسة التي قام بها Eichengreen and Wyplosz (1993) حول التجارب الأولى للعملة المالية في الدول المتقدمة، وتبعه فيما بعد Obstfeld (1993-1994) الذي قام بتحليل أزمة آلية سعر الصرف الأوروبية في الفترة (1992-1993) فالأزمة تتسم بالنفوذ ما بين الحكومة الممثلة في السياسات الاقتصادية والسوق من خلال تحقيق الطابع الذاتي للمستثمرين، ويمكن أن تندلع بدون تفاهت أساسيات الاقتصاد الكلي باعتبار أن السياسات الاقتصادية ليست محددة سلفا، لأنها استجابة للصدمات التي تؤثر على الاقتصاد بما في ذلك التطورات الحاصلة في سوق العملات الأجنبية، لذا يواجه تكوين توازنات متعددة وأزمات يمكن أن تندلع أو أن تنتقل بفعل العدوى، أما سلوك السلطات النقدية فهو يتوسط ما بين تفضيله سعر الصرف الثابت وأهدافه الأساسية طويلة الأجل.

ففي نماذج الجيل الأول الأزمة لديها مفهوم الحتمية، والتي تؤدي إلى اندلاع العقلانية وقابلة التنبؤ بهجوم المضاربة، أما في نماذج الجيل الثاني فسيناريو الأزمة هو محض الصدفة، ومن ثم لا يمكن التنبؤ بها، فالسؤال الرئيسي ليس معرفة ما إذا كانت الأزمة مفسرة بتدهور أساسيات الاقتصاد الكلي، في الوقت الذي يتفق عليه العديد من الاقتصاديين، أنها تؤدي دور في نشوبها، بل معرفة ما إذا كان تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي تؤدي حتما للأزمة، وهنا نتكلم عن الأزمة التي تحدث ذاتيا، وهذا ما لخصه Obstfeld (1996). فتدهور أساسيات الاقتصاد الكلي لا يعتبر أهم عنصر في نشوب الأزمات فبإمكان المضاربين اختيار أي عملة لمهاجمتها، وبمعنى آخر يمكن أن تحدث أزمة مالية بمعزل عن تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي، وفي هذه الحالة تنتهج السياسات الاقتصادية الكلية على حساب الصدمات التي تؤثر في الاقتصاد.

عموما نتكلم عن التوقعات المحققة لما يؤدي التوقع بارتفاع في الأسعار إلى الإفراط في شراء الأصول لغرض المضاربة والتي يتمخض عنه الارتفاع الفعلي للأصول، أو عند التوقع بأن اقتصاد ما سيخرج من الركود وبالتالي ارتفاع مداخيل الأفراد يولد زيادة في الاستهلاك والاستثمار، وزيادة الطلب الذي يؤدي فعلا إلى خروج الاقتصاد من الانكماش. افترض Velasco, Tornell , Sachs (1996) للفهم الجيد لأزمة المكسيك 1994 أن الأزمات تحدث ذاتيا في إطار نقص مصداقية سياسة الصرف، فأثبتوا أن نماذج الجيل الثاني تظهر توازنات متعددة تحدث ذاتيا، وأن المضاربة ترفع تكلفة الدفاع عن سعر الصرف، فعلى سبيل المثال، دولة تعتمد على الارتكاز (الإحتياطي) النقدي كنظام لسعر الصرف، وبالتالي تحاول في هذه الحالة المحافظة على قيمة العملة عن طريق السياسات الاقتصادية الكلية، ولكن إذا رفعت المضاربة تكلفة الحفاظ على الارتكاز النقدي، فتضطر الدولة في وقت لاحق إلى التخلي عنه، وبالتالي تكون توقعات المضاربين قد حدثت ذاتيا، وعليه نلاحظ أن ترك السوق حرا لا يقود بالضرورة إلى التوازن حتى إذا كانت كل السياسات الاقتصادية الكلية سليمة.

وفي الأخير نستنتج أن المضاربة على ارتفاع أو انخفاض قيمة عملة دولة ما يمكن أن تحدث اضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي، وعلى الرغم من أهمية النماذج من الجيل الثاني في تفسير الأزمات، إلا أنها ظهرت عاجزة على تفسير أزمة جنوب شرق آسيا مما أدى إلى ظهور نماذج من الجيل الثالث (1997-1998)

3.7 نماذج الجيل الثالث للأزمات المالية

ركزت نماذج الجيل الثالث فيتحورها وتحليلها للأزمة على حساب رأس المال، وليس على الحساب الجاري. فالحرية الكاملة لحركة رؤوس الأموال بشكل مستمر، إضافة إلى هشاشة وضعف النظام المالي، ودور المقترضين الأجانب في توليد

الفقاعات المضاربة من خلال خطر التصرفات غير الأخلاقية « *Aléa moral* »، ساهمت في نشوب أزمات من نوع خاص هي الأزمات المزدوجة، بمعنى تزامن حدوث أزمات الصرف والأزمات المصرفية في آن واحد

ظهرت هذه النماذج من الأزمات المالية بعد أزمة جنوب شرق آسيا خلال الفترة (1997-1998) من قبل (2000) Krugman, Pesenti and Tille (2001) التي بدأت بانخفاض الباهت التيلندي في جويلية 1997 ثم امتدت إلى الدول الناشئة في المنطقة الآسيوية، هذه النماذج في بعض الأحيان تسمى بنماذج ما بين الأجيال لأنها تجمع بين نماذج أزمات الجيلين الأول والثاني إلا أنها تتسم بنقص المعلومات في الأسواق المالية وهشاشة النظام المصرفي، فالأزمات السابقة في جوهرها متعلقة بالاقتصاد الكلي. أما Paul Krugman فأضاف نوع ثالث من الأزمات المالية يركز على القضايا الاقتصادية الجزئية، المؤسساتية والنظامية في آن واحد، كما أن الاقتصاديين الذين حللوا هذا النوع الجديد من الأزمة يشتركون في نفس أسباب الأزمات المتمثلة في مزايا تدخل صندوق

النقد الدولي، وتأثير العولة على الأسواق الناشئة، التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال والاختلالات الهيكلية للنظم المالية المحلية والحوكمة السيئة، فالتنسيق ما بين الأعوان الاقتصادية يؤدي أحيانا إلى "رأسمالية المحاباة" في القطاع المالي بشكل خاص، أما دور صندوق النقد الدولي فقد تم انتقاده لأنه قدم تشخيص خاطئ وعلاج للصدمة موحد زاد من آثار الانكماش وعجل العدوى في المنطقة مما رفع أسعار الفائدة الحقيقية وأضعف الجهاز المصرفي المحلي عن طريق زيادة الديون صعبة الاسترجاع، مما أدى إلى التصفية، البطالة وتفاقم الركود الاقتصادي، وهناك سببين مكملين دفعا إلى تفاقم عدم التوازن المالي على مستوى الاقتصاد الجزئي) النظام المصرفي (والاقتصاد الكلي) ميزان المدفوعات هما:

-الضعف الهيكلي تفاقم بزيادة الضمانات الحكومية لديون القطاع الخاص (الخطر المعنوي)، من خلال التحرير السابق لأوانه لميزان المدفوعات ولتدفقات رؤوس الأموال، بإلغاء القيود التنظيمية للنظم المالية، وضعف النظام المصرفي الوطني، فإذا كان إلغاء القيود التنظيمية مصحوب بعدم فعالية الرقابة المالية، فالقطاع الخاص سيشجع اتخاذ المخاطرة المفرطة والمضاربة؛

-حالات الذعر المالي بسبب الأعوان الاقتصاديين والذي أدى إلى تدهور السلوك الجماعي، المودعون يسحبون أموالهم من البنوك، المستثمرين يخرجون رؤوس أموالهم من البلد، الدائنين إما أن يقصروا آجال قروضهم أو أن يفضلوا عدم الاقتراض، هذه الظروف مجتمعة تصبح مهيأة لتحقيق الأزمة خاصة مع هبوط أسعار الأصول المالية وهروب رأس المال وهجمات المضاربة. هذه النماذج من الجيل الثالث من الأزمة تؤكد على ثلاث نقاط:

- دور أساسيات الاقتصاد الجزئي في أزمات الاقتصاد الكلي؛
- دور بعض العوامل الخارجية المتصلة بالعولة (المضاربة المزعزعة للاستقرار، العدوى)؛
- دور المؤسسات الوطنية والدولية والحوكمة.

هذا التحليل يرجع سبب السيولة في الاقتصاديات الناشئة إلى الدخول المفرط لرؤوس الأموال، مما أدى إلى ارتفاع حجم القروض المحلية، ولكن نتج عن سوء تقدير مخاطر القروض ارتفاع حجم الديون المشكوك في تحصيلها في ميزانية البنك، مما أدى إلى فرض قيود على الائتمان كنتيجة لانخفاض السيولة في البنوك وكذا تدهور ثروة عدد كبير من المقترضين، فتحوّلت الأزمة البنكية إلى أزمة سعر الصرف بسبب التوقف الهائل لتدفقات رؤوس الأموال على شكل قروض مصرفية قصيرة الأجل بالعملية الصعبة، فتدهور احتياطات النقد الأجنبي الذي زاد من العجز في الحساب الجاري الذي ساهم بدوره في انخفاض سعر الصرف ثم تزايد العبء الحقيقي للدين وتسارع خروج رؤوس الأموال، الأمر الذي عزز آليات الأزمة وجعلها أمرا حتميا، ويعتبر مفكري هذه النماذج أنه لا يمكن الفصل ما بين أزمة سعر الصرف والأزمة البنكية،

ومن هنا ظهر مصطلح الأزمة المزدوجة، التي تحدث بالتفاعل ما بين المضاربة على العملة المحلية وسلسلة من الإفلاس البنكي، وبالتالي تجمع ما بين انخفاض ثقة الأعوان الاقتصاديين في نظام سعر الصرف، وسيولة الوسطاء الماليين، فالتحليل الإحصائي الذي قام به "valasco" سنة 1987 يشير إلى أن أزمة بنكية تؤدي إلى أزمة سعر الصرف بواسطة الإفراط في الإصدار النقدي للعملة المحلية.