

دورية الأزمات المالية في الأسواق الناشئة من 1994 – 2003 الأسباب – الحلول – الدروس المستفادة.

أ. سماعيل فوزي أ. طبائية سليمة.
المؤسسة : جامعة 8 ماي 1945 قالمة
الجزائر

مقدمة:

من المنطقي و نحن نعيش السنوات الأولى من بداية القرن الجديد، أن نتساءل عما إذا كان الاضطراب المالي الذي عانت منه إقتصادات الأسواق الناشئة منذ منتصف التسعينيات بتكلفته الاقتصادية و الاجتماعية الباهظة سوف يستمر، و تدفعنا الأزمات في تركيا 2001، و في الأرجنتين 2001 – 2002 وفي جمهورية الدومينيكان 2003، في أعقاب الأزمات التي وقعت في المكسيك 1994 – 1995 و في شرق آسيا 1997 – 1998 و في روسيا و البرازيل 1998 – 1999، على التساؤل عما إذا كان المجتمع الدولي يحرز أي تقدم في منع وقوع مثل تلك الكوارث و في التوصل إلى حل بسرعة أكبر و آلام أقل لتلك التي تقع بالفعل، ومن المؤكد أننا قد تعلمنا الكثير حتى الآن، فما هو الأمل الذي يمكن أن تقدمه المؤسسات و الهيئات المالية الدولية التي تعنى بضمان الاستقرار المالي و النقدي الدولي لإقتصادات الأسواق الناشئة و لتلك البلدان التي تعد نفسها للمشاركة في عالم التدفقات الرأسمالية الدولية؟ و ما الذي تعلمناه إضافة لذلك، عما يجب على تلك البلدان أن تقوم به لتجنب المتاعب؟

فكثيرا ما يوجه اللوم إلى الاقتصاديين تماما كما يوجه إلى من يتنبئون بالأحوال الجوية عن الأخطاء التي تحدث في تنبؤاتهم، و يكاد إذا ما فتحت الصحيفة في أي يوم من أيام الأسبوع أن تحس كما لو أن اضطرابات مالية أخرى تشكل في مكان ما من العالم، فهل يمكن للاقتصاديين أن يتنبؤوا بهذه العواصف بطريقة أفضل، حتى يمكن لواضعي السياسات أن يتخذوا الخطوات اللازمة لإقامة دفاعاتهم ضدها و سد الثغرات التي تنفذ منها إذا ما أقتضى الأمر ذلك.

فالطابع الدوري لهذه الأزمات أجبر المجتمع الدولي و على رأسه المؤسسات و الهيئات المالية الدولية إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الرقابة و تدابير الحل، بحيث أننا توصلنا لإدراك عميق لأسباب الأزمات و بالتالي الطريقة الأمثل لتجنب حدوثها أو على الأقل التقليل من تفجرها و امتداد آثارها (آثار العدوى) لأدنى حد و حلها بشكل أسرع و أقل تكلفة.

و تشارك مؤسسات و هيئات مالية دولية حاليا في مسؤولية الرقابة و الإشراف على النظام المالي الدولي و بوسائل مختلفة بغرض تقويته¹:

• يضطلع صندوق النقد الدولي (FMI) **Fond Monétaire International**

و الذي يعتبر بموجب الاتفاقية المنشئة له مسئولاً عن الرقابة و الإشراف على جميع البلدان الأعضاء فيه، إذ يتابع التطورات في الاقتصاد العالمي و أسواق رؤوس الأموال.

• يستخدم البنك العالمي (BM) **la Banque Mondiale** بموجب صلاحياته، خبرته لمساعدة البلدان النامية في تصميم و تنفيذ الإصلاحات اللازمة لتقوية الأنظمة المالية بما في ذلك النظام المصرفي و أسواق رأس المال و البنية الأساسية للسوق. بالإضافة إلى ذلك:

• يوفر بنك التسويات الدولية (BRI) **la Banque des Règlements Internationaux** الدعم التحليلي و الإحصائي لمختلف المجموعات الرسمية التي تعمل من أجل تقوية النظام المالي العالمي.

• تشارك منظمة التعاون و التنمية في الميدان الاقتصادي (OCDE) **l'Organisation de Coopération et de Développement Economique** في عملية الإشراف على الاقتصاد الكلي و الشؤون المالية و تضع مبادئ توجيهية لتقييم و تحسين إطار توجيه الشركات.

و تضطلع بعمليات و ممارسات التعاون و التنسيق لأعمال الرقابة و الإشراف بمجموعات دولية مختلفة من المنظمين و المشرفين كل منها خاص بقطاع محدد:

● لجنة بال – le Comité de Bale المعنية بالإشراف المصرفي، و هي هيئة مهمة تتولى وضع القواعد المتعلقة بالرقابة المصرفية.

● المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية – (OICV) l'Organisation Internationale des Commissions des Valeurs التي يساعد أعضاؤها بعضهم البعض في تعزيز سلامة أسواق الأوراق المالية و الأسواق الآجلة على المستوى العالمي.

● الرابطة الدولية للمشرفين على التأمين – (AICA) l'Association Internationale des Contrôleurs d'Assurance التي تتعاون مع المشرفين على تحقيق مستويات عالية في مجال الرقابة و الإشراف على التأمين.

و توجد أيضا مجموعات من خبراء البنوك المركزية المهتمين بالبنية الأساسية للأسواق و تشغيلها:

● اللجنة المعنية بأنظمة المدفوعات و التسويات – (CSPR) le Comité sur les Systèmes de Paiement et de Règlement التي تقوم بتحليل أنظمة المدفوعات و تقدم توصيات للحد من أية مخاطر قد تنشأ خلال عملياتها.

● و اللجنة المعنية بالنظام المالي العالمي (اللجنة الدائمة للعملة الأوربية سابقا) – (CSFM) le Comité pour le Système Financier Mondial التي تحلل الأحوال في النظام المالي العالمي و توصي بالوسائل اللازمة لتحسين عمل السوق.

و قد ساهمت هذه الترتيبات الراهنة بقوة في تحسين معايير السلامة و الوعي بالمخاطر في الأنظمة المالية و هي إنجازات مرموقة، و خاصة بالنظر إلى أن جهودها كانت ترمي إلى التأثير على قطاعات محددة بدقة، غير أن وتيرة التطورات و التغيرات في الأسواق و هيئات الوساطة المالية نتيجة للاندماج المالي العالمي بينت على نحو متزايد حدود هذه المقاربة، و كان لإنشاء منتدى مشترك للشركات المالية

متعددة الأنشطة ردا مبدئيا على ثنائية الهياكل الإشرافية المجزأة و الأسواق المتطورة و المتزايدة التكامل، و مثل هذا النهج يتعين تطبيقه الآن بطريقة أكثر شمولا.

و لهذا النهج ضرورة من ثلاثة جوانب:

الأول: لتنسيق معالجة قضايا التحول الجزئي و التحوط الكلي Micro et Macro- prudentielles.

ثانيا: لتجميع المؤسسات الدولية و السلطات الوطنية الرئيسية المهتمة باستقرار القطاع المالي.

و ثالثا: لإدماج الأسواق الناشئة على نحو أوثق بهذه العملية.

و هذه الأزمات التي تضمنت تشكيلات مختلفة من المشاكل النقدية و المصرفية ومشاكل الديون قد ألفت بكثير من إقتصادات الأسواق الناشئة في الاضطرابات منذ منتصف التسعينيات، و قد اتسمت كلها بتدفق مبالغ ضخمة من رؤوس الأموال إلى الخارج، مما أوضح أن الفرص التي تتيحها العولمة لا تأتي دون مخاط، و بالنسبة لكثير من البلدان النامية فإن التمويل الخاص يلعب الآن دورا أكثر أهمية بالنسبة للدور الذي كان يلعبه التمويل الرسمي فيما مضى، و قد أصبحت البلدان في كافة أرجاء العالم أكثر ارتباطا ببعضها البعض بصورة متزايدة عن طريق القنوات التجارية و المالية ، كما أن صعوبات التمويل الخارجي، و ضغوط سعر الصرف ترتبط بشكل أكثر قوة بالكساد في قطاعات التمويل و الشركات.

و حتى يرتقي الاقتصاد الجزائري إلى مصف الإقتصادات الناشئة أو الصاعدة لا بد عليه أن يضمن ديمومة نسب النمو العالية في الأجل المتوسط على الأقل و تكون حقيقية و ليست ظرفية كما هو ملاحظ في السنوات الأخيرة، فبالرغم من المؤشرات الكلية الإيجابية التي حققها الاقتصاد الجزائري منذ سنوات، إلا أنها في الحقيقة ناتجة عن قيام الدولة بضخ أموال ضخمة، لذلك من الصعب تقديم حصيلة موضوعية من خلال فترة زمنية قصيرة و التأكيد على سلامة الاقتصاد و الإصلاحات، و السؤال الذي يجب أن يطرح هو:- ما الذي سيحدث إذا انسحبت الدولة و توقف ضخ الأموال على القطاعات الاقتصادية لتحقيق الإنعاش؟ فالنمو يتحقق من قبل القطاعات الإنتاجية لا من خلال ضخ دائم للأموال، فالمقاربة المعتمدة يجب أن تكون ظرفية و مؤقتة بحيث تتمكن القطاعات الإنتاجية و الصناعية من تحمل أعباء النمو فيما بعد ².

فالتحليل الاقتصادي الموضوعي لا يمكن أن يقتصر على مؤشرات الاقتصاد الكلي أو المؤشرات الأساسية للتأكيد على نجاح الإستراتيجية الاقتصادية المعتمدة، فالمقاربة " كينيزية " إذ تعتمد أساسا على الإنفاق العمومي و ضخ الأموال العمومية في مشاريع كبرى بغرض تحقيق نسب نمو مرتفعة، إن المؤشرات الجزئية في العديد من جوانبها هي التي تعكس النقائص و الاختلالات و هي تؤكد بأن نسبة النمو يمكن أن تتراجع في أية لحظة مع تراجع أسعار المخروقات ³ فنسبة النمو التي بلغت 6,8 % في سنة 2003 و هي الأعلى منذ السبعينيات، لكن ما هي نوعية هذا النمو؟ و استنادا إلى الاقتصاديين و الخبراء فإن هناك « النمو الممتد » و « النمو المكثف » فالنمو الأول ناتج عن ضخ الدولة لكتلة نقدية كبيرة لضمان اليد العاملة و الحصول على العتاد، أما النمو المكثف فيتحقق من أموال و موارد أقل و يتم توظيفها بصورة عقلانية و

بفضل تنظيم عمل عقلائي و هيكل اقتصاد مرن، و مقابل تحقيق المردودية تكون التكلفة قليلة، و لكن الجزائر اختارت و على عكس الشعارات الليبرالية التي ترددها السلطات في الخطابات الرسمية في تحرير الاقتصاد و الدخول إلى اقتصاد السوق و تشجيع المبادرة الحرة إلى العودة لمنطق الدولة المتدخل في دواليب الاقتصاد الذي ساد خلال السبعينيات، فالدولة ضحت 2300 مليار دينار لتحقيق نسبة نمو 6,8 % بينما كان بالإمكان بفضل كل هذه الموارد لو استغلت بصورة عقلانية و كانت هناك مردودية فعلية تحقيق ما بين 10 % إلى 11 % من النمو، و يفسر ذلك بتراجع نسب إنتاجية العمل و رأس المال حيث أن الجزائر تملك أضعف نسبة في حوض البحر الأبيض المتوسط بنسبة سالبة تقدر بـ 1,5 - % فكلما تضخ الأموال كلما تراجعت الإنتاجية⁴ فنسبة النمو المحققة لا تعكس نموا فعليا بقدر ما تعكس مدى تبعية الجزائر لمواردها الطاقوية الخام، و عدم قدرتها على تغيير المعادلة الاقتصادية، على عكس إندونيسيا التي انتقلت اعتمادها على الصادرات الطاقوية من أكثر من 97 % خلال السبعينيات إلى 12 % خلال التسعينيات من مداخيلها.

و لا يزال ملف الإصلاح البنكي حبيس اعتبارات ذاتية أكثر منها موضوعية و قرارات سياسية غير واضحة المعالم، مما أثر سلبا على المحيط الذي يتعامل مع هذه البنوك على الرغم من تسجيل أكثر من 1150 مليار دينار كسيولة نقدية فإن أكثر من 50 % منها غير موظفة.

لقد أضحت الاستثمار المنتج في الجزائر مهددا بالتقويض على حساب إنتاج مستورد ذي قيمة مضافة متواضعة أو إنتاج تحويلي، و يشتكي المستثمرون من وجود بيئة مناوئة بغرض إحلال اقتصاد طفيلي غير منتج بدليل أن ثلثي القروض الممنوحة في سياق المنظومة المصرفية الجزائرية موجهة أساسا

للاستيراد بدلا من الاستثمار، فمن مجموع 1540 مليار دينار قدمت على شكل قروض للاقتصاد نسبة تتراوح ما بين 60 % و 70 % موجهة لعمليات التجارة الخارجية بينما تضاعفت قيمة الواردات ما بين 2001 و 2004 بنسبة تجاوزت 50 %، و يرتقب أن يصل الرقم في نهاية 2005 إلى أكثر من 20 مليار دولار و هي إحدى أهم أعراض " المرض الهولندي " التي كثيرا ما يحذر منها الخبراء.

و يعتبر مستثمرون جزائريون و خبراء أجانب أن الخيارات المعتمدة في مجال الاستثمار لا تساعد على اعتماد سياسات " إحلال الواردات " التي سمحت لدول جنوب شرق آسيا أن تبني إقتصادات صاعدة و تنافس الاقتصاديات الصناعية، فالإشكال لا يكمن في الموارد المالية بل في

كيفية توظيفها في القنوات المنتجة توظيفاً يسمح بتحقيق قيمة مضافة حقيقية عالية، و بناء نسيج صناعي كفيل بإحلال الواردات و إنشاء مناصب شغل، إلا أن العديد من المستثمرين يجذرون من تبعات البيئة المناوئة للاستثمار المنتج في الجزائر.

و تشكل المنظومة البنكية عاملاً كاجاً أمام الاستثمار، إذ على الرغم من اعتماد برنامج لنظام الدفع الآلي منذ منتصف التسعينيات⁵ إلا أن النظام المالي و المصرفي لا يزال يعاني من نقائص عديدة جعلته حبيس آليات التسيير التقليدية المرتبطة بالقرارات الإدارية و السياسية للوصاية.

و بغض النظر عن القرارات الأخيرة المتخذة من قبل البنوك العمومية بخفض نسب الفوائد على الاستثمار و محاولة تدارك التأخر المسجل في مجال أنظمة الدفع حيث التزم المسؤولون القائمون بتشغيل نظام الدفع الشامل الجديد في الفاتح جانفي 2006 و تقليص مدة كل العمليات المصرفية من خصم و تحويل إلى 5 أيام كأقصى مدة بدلا من 21 يوما إلى ثلاثة أشهر حاليا، و هناك 1013 وكالة عمومية من مجموع 1050 وكالة بنكية بمعدل وكالة لكل 30 ألف شخص بينما تصل إلى وكالة لكل 10 آلاف شخص في تونس⁶ فبنوكنا تجارية محضمة و ليست بنوك استثمار، إذ لا وجود لبنوك متخصصة في الجزائر فالفرق بين بنك الاستثمار و البنك التجاري أن الأولى تضمن ودائع طويلة و متوسطة الأجل بينما الثانية تضمن ودائع قصيرة الأجل⁷.

و بالرغم من إعادة بعث مشروع فتح رأسمال ثلاثة بنوك عمومية هي القرض الشعبي الجزائري- CPA و البنك الوطني الجزائري- BNA و بنك التنمية المحلية- BDL⁸ مع إمكانية فتح رأسمال هذه البنوك بنسبة 51 % أي إمكانية أن يكون المتعامل الأجنبي صاحب الأغلبية في مجلس الإدارة

و بالتالي في ملكية البنك⁹ فإن المنظومة البنكية لا تزال تعاني من أزمة هيكلية لاسيما في مجال تسيير المحافظ و سياسة الإقراض و علاقة البنوك ببنك الجزائر، فحسب آخر الأرقام التي أقرت بها الحكومة فإن تكلفة عمليات التطهير و إعادة رسملة البنوك العمومية الستة بلغت 2500 مليار دينار خلال 15 سنة¹⁰ و حسب الخبير الجزائري " غرناوطي " فإن عمليات التطهير المالي للبنوك كلفت حتى الآن ما يعادل 35 مليار دولار سيضاف إليها ما بين 3 إلى 4 مليار دولار أواخر هذه السنة¹¹ و هذه المبالغ التي تم ضخها من الخزينة العمومية لم تؤدي إلى تحسين أداء البنوك أو حل مشكل المكشوف البنكي و الديون غير مضمونة الدفع لدى البنوك، إذ يقدر المكشوف

البنكي بداية 2005 ما لا يقل عن 90 مليار دينار، فيما تقدر قيمة الديون غير مضمونة الدفع باعتراف رئيس الحكومة " أحمد أويحي " بحوالي 190 مليار دينار.

و إذا كان قانون النقد و القرض قد سمح بتحرير القطاع المالي و البنكي إلا أن أكثر من 15 سنة من اعتماد هذا القانون في فترة حكومة " مولود حمروش " ثم تعديله مع حكومة " أحمد أويحي " في سنة 2001، لم يسمح بتطور فعلي للبنوك الخاصة خاصة بعد أزمة " الخليفة بنك " و " البنك التجاري و الصناعي - BCIA " و بنوك أخرى و التي كلفت المال العام عدة ملايين من الدولارات،

إذ لا تمثل سوى أقل من 8 % من السوق، مقابل 92 % لستة بنوك عمومية و تمويل الاقتصاد الوطني بنسبة 93 %¹².

و على الرغم من التصريحات الرسمية و الوعود المقدمة من قبل الحكومة بخصوص إنعاش بورصة الجزائر و التحضير لدخول 11 شركة عمومية جديدة خصوصا بعد نجاح الخطوط الجوية الجزائرية و سونلغاز في طرح القرض السندي هذه السنة، فإن بورصة الجزائر تسجل حاليا انعداما تاما في تداول الأسهم الثلاثة بيعا و شراء مما يؤكد الجمود الذي يعتري السوق المالي في الجزائر.

و استنادا إلى النشريات الصادرة عن البورصة، فإنه لم يتم تسجيل خلال الأشهر الأخيرة أي تداولات بحيث لم يسجل في شهر جوان الماضي 2005 مثلا سوى مداولة واحدة و نفس الشيء بالنسبة لشهر ماي، و يتعلق الأمر فقط بأسهم فندق الأوراسي في حين لم تسجل أسهم الرياض سطيف أي تداول منذ سنة تقريبا¹³.

و بعد هذا الاستعراض المكثف لواقع النظام المالي و الاقتصاد الجزائري ككل، ندعو الذين يتبنون الشعارات " النيوليبرالية " وفق الطرح الغربي و الأمريكي على الخصوص في الانفتاح التجاري و المالي أمام رؤوس الأموال الدولية من خلال تحرير الحساب الرأسمالي الخارجي، أن يتمهلوا في دعواهم لأن الفرص المرجوة لن تتأتى ما لم يتحقق انفتاح مالي داخلي يحقق التنافسية و المردودية و التنويع المالي لجلب الزبائن و تغطية المخاطر، ضف إلى ذلك أهمية قابلية الدينار للتحويل و تطوير أسواق الصرف المحلية.

لكن و بالرغم من محدودية الاندماج المالي للاقتصاد الجزائري بالأسواق المالية الدولية و تطوراتها التي يمكن أن تنعكس علينا في شكل صدمات محتملة يمكن أن تؤدي إلى أزمات في ظل المرونة المحدودة للاقتصاد الجزائري بمعطياته الحالية، فما وجه هذه الصدمات؟ طبيعتها؟ تكاليفها؟ و ما السبيل إلى التخفيف منها إن تفاقمت؟

١ - أسباب الأزمات :- الاختلالات الهيكلية و هشاشة النظام المالي:

إن الأزمات المالية التي ضربت الأسواق الناشئة منذ أزمة المكسيك في عام 1994-1995، و ما أعقبها من أزمات أخرى عديدة تضمنت العديد من سمات الأزمات المالية مثل:
- أزمة سعر

الصرف و ميزان المدفوعات و الأزمة المصرفية و الأزمة النظامية، أزمة ثقة، سلوك القطيع، المخاطر المعنوية، الأزمة التي تحقق ذاتها...الخ من أنواع الأزمات المختلفة، إضافة إلى ذلك البيئة الدولية المحيطة و تعمق أزمة الثقة، أدت كلها إلى انهيار أسعار الصرف و أسعار الأصول (المالية و العقارية) في الأزمة الآسيوية 1997-1998، و تراجع النشاط الاقتصادي بدرجات و أبعاد من الصعب تبريرها و ربطها بسلوك المتغيرات الإجمالية أو حجم الاختلالات فيها، و تجدر الإشارة هنا إلى أننا نفرق بين أسباب الأزمة أو المتغيرات التي فجرتها و العوامل التي أدت إلى تعمقها و انتشارها و وصولها إلى الأبعاد التي بلغتها، فيمكن تقسيم أسباب الأزمة إلى إختلالات هيكلية في بعض المتغيرات الإجمالية خاصة بميزان المدفوعات و اختلال بنية النظام المالي (أو هشاشة النظام المالي المحلي - La Fragilité du Secteur Financier) و لا يعني ذلك انفصال هاتين المجموعتين من الأسباب فالروابط بينهما قوية و بينهما علاقات متبادلة لا يمكن إنكارها، إذ هي نتاج التفاعل المتبادل للأسباب و المتغيرات الحقيقية و المالية.

فالإختلالات الهيكلية أو في المؤشرات الأساسية خاصة تلك التي يتم التأكيد عليها باستمرار و هو ميزان العمليات الخارجية، فكان العجز في ميزان المدفوعات لدول الأزمة الآسيوية 1997-1998 كان باديا على كل دول الأزمة حتى حين تفجرها، و يرجع الكثيرون أنه سبب رئيسي وراء تزايد حدة التوقعات بتخفيض العملة المحلية و هو ما أدى إلى تزايد الضغوط على العملة، و لكنه توجد أسباب أدت إلى تفاقم العجز نذكر منها:

❖ تراجع الصادرات من 1996¹⁴ بعد أن كانت مزدهرة قبل ذلك 1986-1995 وهذا يعود إلى:

- انكماش معدل الطلب على أشباه الموصلات التي تمثل نسبة كبيرة من صادرات المنطقة خاصة إلى الولايات المتحدة الأمريكية.

- تراجع القدرة التنافسية لاقتصاديات دول المنطقة وهذا راجع إلى ارتفاع الدولار بداية من 1996 مما أضعف القدرة التنافسية لاقتصاديات المنطقة التي تربط عملاتها بالدولار صعودا و هبوطا.

❖ دخول الصين كمنافس قوي لدول المنطقة في تصدير السلع الصناعية كثيفة العمالة ومنخفضة الأجرة مقارنة بدول المنطقة، إضافة إلى ذلك في 1994 خفضت الصين عملتها بـ 40 %¹⁵ تجاه الدولار.

❖ من ضمن الأسباب التي أدت إلى اتساع عجز ميزان المدفوعات هو عجز الميزان التجاري الواضح في دول المنطقة، خصوصا منذ التسعينيات حتى انفجار الأزمة لصالح الواردات، مما يترجم مستويات الاستثمار العالية جدا في المنطقة، والتي تتطلب بطبيعة الحال مستويات متزايدة من الواردات.

❖ ساهم العجز في كل من حساب الخدمات وحساب الاستثمار في بعض هذه الدول من اتساع حجم الفجوة في الحساب الجاري لميزان المدفوعات.

❖ ومن جهة أخرى، فالوجه الآخر لاختلال ميزان المدفوعات والذي يكمن في الفرق بين الادخار المحلي والاستثمار المحلي، هذا العجز الذي تم تغطيته من قبل رؤوس الأموال الوافدة إلى المنطقة سواء استثمارات مباشرة أو استثمارات المحفظة المالية، هذا الإفراط في الاستثمار غذته معدلات النمو المتوقعة و المحققة من قبل، مما خلق ظهور طاقة زائدة في العديد من القطاعات خاصة الخدمية التي لا تدخل منتجاتها في مجال التجارة الدولية "Non Tradeables".

❖ كان تمويل عجز ميزان المدفوعات في أغلبه بقروض قصيرة المدى و استثمارات المحفظة المالية، و هي كذلك أموال ساخنة قصيرة المدى تدخل بسرعة و يمكن لها الخروج بسرعة، لم يستطع النظام

❖ المالي استيعابها و توجيهها نحو القنوات المنتجة، ومن هنا انهار النظام عند تغير اتجاه هذه الأموال من الداخل إلى الخارج.

فقد تفجرت الأزمة بفعل الضغوط الناشئة عن تغير اتجاه حركة تدفق رؤوس الأموال الخاصة من الداخل إلى الخارج، و النتائج التي ترتبت على خروج (هروب) الدائنين من العملة المحلية و محاولة تخلصهم من الأصول المحلية على سعر الصرف و أسعار الأصول من جهة، و على

الجهاز المصرفي من جهة أخرى، و تأثير ذلك على الوحدات العاملة في قطاع الأعمال و من ثم انتقال الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي.

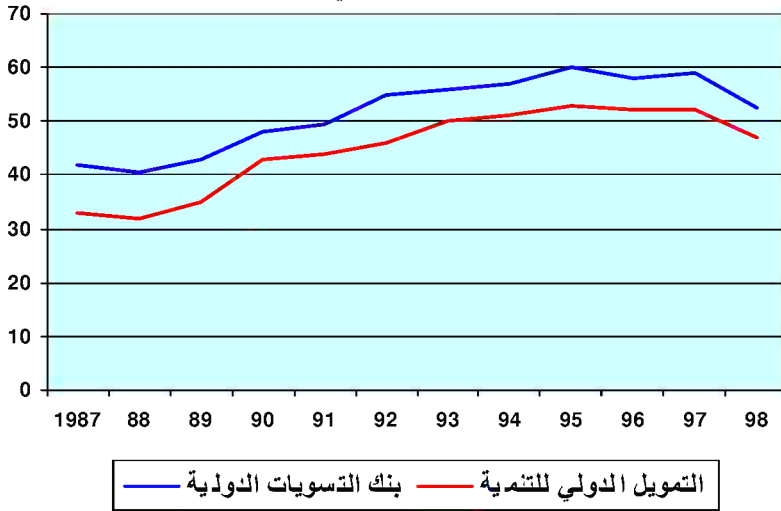
و حقيقة أن الأزمة تعود في الأساس إلى التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال الخاصة قصيرة المدى التي اتجهت إلى بلدان الأزمة الآسيوية، نتيجة لقدرة جذب مؤشرات الأداء الاقتصادي الناجح لهذه الدول من ناحية و قوة دفع توافر فائض سيولة عالمية (خاصة في اليابان و أوروبا)، بجانب تراجع العائد على الأصول في الأسواق العالمية من جهة أخرى، و قد انتقل هذا الانسياب في رؤوس الأموال من خلال مؤسسات الوساطة المالية التي لم تكن مستعدة لا لهذا الانسياب الضخم من التدفقات إلى الداخل ولا إلى تغير اتجاهه نحو الخارج و بسرعة مرة أخرى، و يرجع ذلك إلى بعض عوامل الضعف الهيكلي في النظام المالي في هذه الدول ¹⁶.

و من هنا، يمكن القول أن النظام المالي و مؤسساته و آلياته قد لعبت دورا مهما في هذه الأزمات، و كذا هيكل هذا النظام و طبيعة الهيكل التمويلي لشركات الأعمال و عملية التحرير المالي و تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات في هذه الدول، و الإفراط في كل من الاقتراض و الإفراط في الاستثمار و نتائجه، كلها عوامل ساهمت في اندلاع هذه الأزمات و تعمقها.

ربما تكون هناك عوامل كثيرة ساهمت في اندلاع و تفاقم الأزمات المالية، و لكن هناك توافقا متزايدا في الرأي على أن العامل الأساسي هو الضعف المالي و قد شمل هذا العامل أربعة جوانب مترابطة ¹⁷ :

أولا: كان كثير من المؤسسات المالية و الشركات بالبلدان التي تأثرت بالأزمة تقتصر بالعملات الأجنبية بدون تحوط كاف، مما جعلها معرضة لأخطار انخفاض قيمة تلك العملات.

شكل (4) : رسم بياني : إرتفعت حصة القروض قصيرة الأجل من إجمالي الإقراض عبر الحدود في التسعينيات.

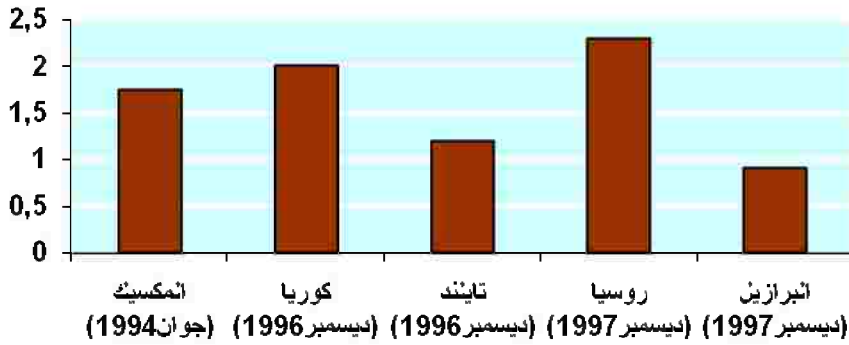


Sources : Banque des règlements internationaux, Banque mondiale, système de notification de la dette.

Finances et Développement , Décembre 2000 , P 54

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

نسبة الدين قصير الأجل إلى الإحتياط



Finances et Développement , Décembre 2000 , P 54

ثالثا: ارتفعت أسعار أسواق الأسهم و العقارات في تلك البلدان بشكل كبير قبل الأزمة، مما زاد من إمكانية حدوث انكماش شديد في أسعار الأصول.

رابعا: كثيرا ما كان يتم تخصيص الائتمان بصورة سيئة، مما ساهم في إثارة مشاكل واضحة على نحو متزايد في البنوك و غيرها من المؤسسات المالية الأخرى قبل اندلاع الأزمة.

إن انكشاف الأنظمة المالية لتلك البلدان بهذا الضعف قد عكسه جزئيا، عدم فعالية الإشراف و التنظيم الماليين في سياق عمليات تحرير القطاع المالي بهذه البلدان، فقد كان تسلسل تحرير حسابات رأس المال تتم بصورة سيئة مما شجع على الاقتراض قصير الأجل، في حين أدت المرونة المحدودة في أسعار الصرف بالمقترضين إلى سوء تقدير مخاطر الصرف، و سمحت السياسات المالية للائتمان الداخلي بالتوسع بسرعة خطيرة إلى أبعد الحدود، ولكن إذا كانت البنوك و الشركات في هذه البلدان قد قامت بالاقتراض بصورة غير حكيمة فإن المقرضين الأجانب كانوا يقومون أيضا بالإقراض بصورة غير حكيمة، مما يعكس احتمال عدم التحكم في إدارة المخاطر و عدم دقة مفاهيم الضمانات الحكومية الضمنية وعدم توافر المعلومات الكافية¹⁸.

و في ضوء مظاهر الضعف هذه فإنه ما إن بدأت الأزمة حتى صار من الصعب وقفها.

II - جهود التنبؤ و الوقاية من الأزمات المالية:

تتمثل أهم المحاولات و الطرق للتنبؤ و الوقاية من الأزمات المالية في:

تقييم المخاطر في النظام المالي، تقييم قابلية الدين للاستدامة، أهمية بيان الميزانية في تفادي الأزمات و الأدوات الجديدة لتقييم سلامة النظام المالي.

ولنبداً المسح الذي نقوم به بالنظر في جهود التنبؤ و الوقاية من الأزمات و ذلك باستعراض طرق تقييم المخاطر، و قد يتمثل أحد المفاتيح الرئيسية لتحسين المعلومات عن المخاطر التي يحتمل أن تتنامى في التقييم المنتظم لدرجة تعرض بلد ما للصدمات الخارجية و للتغيرات في « مشاعر الأسواق »، مع أخذ السياسات و احتياطات تخفيف الصدمات الموجودة فيها في الاعتبار، و قد قامت الهيئات المالية الدولية و على رأسها "صندوق النقد الدولي و البنك الدولي، و بنك التسويات الدولية و لجنة بال..." بالعمل على جعل تقديراتها عن درجة تعرض البلدان للمخاطر أكثر استمرارا و كثافة، كما أنه منذ منتصف عام 2001 انفردت إدارة صندوق النقد الدولي و هيئة موظفيه بإجراء تقديرات منتظمة تغطي العالم لدرجات التعرض للمخاطر، للاستخدام الداخلي مع استخدام تشكيلة متنوعة من البيانات، و مقترنة بتحليلات و تفسيرات الخبراء.

و كجزء من عملهم بشأن مؤشرات مدى التعرض للمخاطر، أخذ الباحثون في مختلف الهيئات المالية الدولية، ينظرون في مدى استدامة مستوى و هيكل الدين بالنسبة لاقتصاد ما، مما يعني أحقية التساؤل التالي: - كم يبلغ حجم الدين حتى يمكن اعتباره كبيراً جداً؟ فإذا ما كانت الديون المتراكمة على بلد ما في مجموعته تفوق ما يمكنه خدمته في الأحوال المعاكسة، يمكن أن تنفجر أزمة الدين بكل آثارها و تكلفتها الاقتصادية و الاجتماعية الضخمة، و يساعد تحديد المستوى المستدام للدين المؤسسات المالية الدولية على تقديم النصح و المشورة للحكومات عن الوقت الملائم أو غير الملائم للقيام باقتراض مبالغ إضافية، و لتحديد الحالات الاستثنائية التي قد يصبح فيها من الضروري إعادة هيكلة الدين.

كما يمكن تحسين جمع البيانات و الوسائل البديلة لفحص مدى سلامة الإقتصادات، من التيقظ إلى المشاكل المحتملة في الميزانيات و في كثير من الأزمات الأخيرة، لم تستطع البلدان التعامل مع الصدمات الخارجية مثل: - التغير في معدل التبادل التجاري أو ضياع ثقة المستثمرين، بسبب نواحي الضعف سواء في ميزانيات القطاع العام أو الخاص، و عادة ما تنجم نواحي الضعف هذه عن عدم توافق تواريخ الاستحقاقات أو العملات بين الأصول و الخصوم إلى جانب مشاكل أخرى تتعلق بحجم الدين أو مبالغ الاحتياطيات المخصصة للصدمات، و قد يساعد تحديد ذلك و تحليل بعض المؤشرات الأخرى واضعي السياسات في تقرير الإجراءات التي تتخذ في أثناء الأزمة أو لدرء حدوثها¹⁹.

1- مؤشرات حدوث الأزمة في نظام الإنذار المبكر:

يستخدم الخبراء نماذج من الاقتصاد القياسي و هي تعرف بنماذج " نظام الإنذار المبكر" و ذلك ضمن سعيهم للتنبؤ بأزمات العملة قبل حدوثها، و تركز هذه النماذج لنظام الإنذار المبكر على التقلبات الخارجية و تستغل العلاقة المنتظمة التي تظهر من البيانات التاريخية للمتغيرات المرتبطة بالطريق المفضي إلى الأزمات و تفشي الأزمات بالفعل، و تشمل هاته المتغيرات أو المؤشرات ما يلي²⁰:

المؤشر رقم 01: نسبة الدين قصير الأجل إلى احتياطيات النقد الأجنبي.

المؤشر رقم 02: الارتفاع في سعر الصرف الحقيقي بالنسبة للاتجاه السائد (سعر الصرف الاسمي).

المؤشر رقم 03: العجز في الحساب الجاري للمعاملات الخارجية.

و توحى كل من النظرية و الشواهد أنه كلما ارتفعت قيمة كل متغير من هذه المتغيرات (المؤشرات) ازداد احتمال وقوع أزمة، وقد تم إجراء اختبارات واسعة لتحديد أي من هذه النماذج المستندة للتجربة يصلح أكثر من غيره للبيانات و يعتبر أقواها.

و كما هو متوقع، تعتبر نماذج نظام الإنذار المبكر أدوات ناقصة فهي غالبا ما تصدر إشارات زائفة تنبأ بأزمات لا تحدث و تفوقها أزمات تقع بالفعل، و مع ذلك، فإنها توفر معلومات مفيدة و قد اتضح من تقييم لاحق لقدرة النموذج الأساسي لنظام الإنذار المبكر²¹ الذي وضعه صندوق النقد الدولي على التنبؤ أنه عندما أصدر النموذج إشارة بوقوع أزمة (أي عندما يزيد الاحتمال المقدّر للأزمة أعلى من الحد الذي يمكن عنده تسميتها بالأزمة) حدثت أزمة في 22 % من المرات، أما عندما كانت الاحتمالات المقدرة دون ذلك الحد حدثت الأزمة بنسبة 8 % من المرات.

و تتمثل ميزة النماذج في أنها تصف بصورة منظمة و موضوعية العلاقة التاريخية بين المتغيرات المرتبطة بالظروف المفضية إلى الأزمات و بين الأزمات ذاتها، أما عيبها فيتمثل في أنها تحاول أن تجمع كل البلدان و الأزمات في سلة واحدة مع إغفال كم هائل من المعلومات التي لا يمكن قياسها بسهولة، و من أوجه الضعف الأخرى لهذا النهج أنه لا يوفر بسهولة وصفات من السياسات لبلد معرض للخطر لأنه يركز على التنبؤ بالأزمات.

2 - تحليل متطلبات التمويل و كفاية الاحتياطي - مراقبة السيولة:

يعد الافتقار لاحتياطي من السيولة مؤشرا رئيسيا للتنبؤ باحتمال وقوع أزمة في عملة و مدى عمقها، و الاحتياطيات الرسمية و هي الاحتياطي الواقعي الرئيسي بالنسبة لبلدان الأسواق الناشئة قد تهبط بسرعة شديدة في مناخ حسابات رأس المال المفتوحة بسبب تدهور قدرة البلد على الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية و هروب رأس المال و قد يحدث هذا التدهور بسبب تشكك المستثمرين في مدى صلاحية السياسات المحلية²² مثل الجدارة المالية للبلد أو بسبب انخفاض شهرتهم لتقبل مخاطر الأسواق الناشئة بوجه عام نظرا لوجود أزمة في مكان آخر مثلا.

و في هذه الظروف من المهم وضع تقديرات لما يلي:

- احتياجات البلد من التمويل الخارجي بما في ذلك عجز الحساب الجاري و التزامات الديون التي يحل موعد استحقاقها خلال الفترة القادمة و مقدار الأموال التي يحتمل أن يحولها المقيمون إلى الخارج.
 - تلك المصادر التمويلية المضمونة بصورة أو بأخرى بما فيها الاستثمار الأجنبي المباشر و الاقتراض من السوق على هيئة سندات و قروض مضمونة بالفعل و التمويل الرسمي.
 - و الفجوة التمويلية المتبقية .
- يتم تجميع هذه البيانات بصورة منتظمة و تلخيصها في جداول الاحتياجات التمويلية و التي تمثل أداة فحص و تدقيق تبادلي لاحتياجات التمويل العالمية²³ و تسمح بتقييم حجم الطلب الممكن على موارد صندوق النقد الدولي.
- و خلال الأزمات المالية الدولية التي وقعت في أواخر التسعينيات و في بداية القرن الحالي في 2001 و 2002 في كل من تركيا و الأرجنتين، تبين وجود عيوب في المعلومات المعلنة عن الاحتياطات الدولية لمختلف البلدان و تم وضع نموذج جديد و مبادئ توجيهية تنفيذية لتعزيز الإفصاح عن تلك البيانات بطريقة أفضل²⁴ .

3 - تقييم قابلية الدين للاستدامة:

يمكن تعريف ذلك بأنه موقف يتوقع فيه من المقترض أن يواصل خدمة ديونه دون إجراء تصحيح كبير و غير واقعي في المستقبل في ميزانية دخله و نفقاته، و بالعكس يصبح الدين غير قابل للاستدامة حين يتراكم بمعدل أسرع من قدرة المقترض على خدمته.

ينظر الاقتصاديون كجزء من العمل المتصل بمؤشرات التعرض للمخاطر إلى المستوى الذي يكون فيه الدين قابلاً للاستدامة بالنسبة لاقتصاد ما و مدى اعتباره أكبر مما ينبغي مهما كان حجمه، إن الاقتراض من الخارج يمكن أن يساعد البلدان على النمو بشكل أسرع من خلال تمويل الاستثمار المنتج، و يمكن أن يخفف أيضاً من آثار الاختلال الاقتصادي و لكن إذا تراكمت ديون بلد أو حكومة ما بدرجة تفوق قدرتها على خدمته فقد تنشأ أزمة دين يحتمل أن تنطوي على تكاليف اقتصادية و اجتماعية كبيرة و لهذا السبب من المهم قياس حجم الدين الذي يمكن أن يتدبره اقتصاد أو حكومة ما بطريقة آمنة، و هذا التقدير مهم بوجه خاص في اقتصادات السوق الناشئة التي تعتمد بشدة على أسواق رأس المال العالمية لتلبية احتياجاتها التمويلية الكبيرة.

3 - 1 - تقدير قابلية الدين للاستدامة:

إن تحديد مستوى الدين الذي يمكن استدامته - La Viabilité de la Dette يتطلب تقدير إمكانية تطور رصيد الخصوم غير المسددة مع مضي الوقت، وكذلك التوصل إلى افتراضات بشأن أسعار الفائدة و أسعار الصرف و الاتجاهات في مستوى الدخل في المستقبل، و مثل أية تقدير يتطلب افتراضات بشأن المستقبل فإنه من الصعب التوصل إلى تقدير صحيح في هذا الصدد و يتطلب تقدير قابلية الدين للاستدامة ثلاث خطوات ²⁵ :

- تكوين رأي حول كيف يمكن أن تتطور مع مرور الوقت أرصدة الخصوم التي لم تسدد بالنسبة لقدرة الاقتصاد (أو الحكومة) على السداد.
- بحث كيف يمكن أن تتغير النظرة للأمور تحت تأثير صدمات يمكن تصور حدوثها.
- تقييم ما إذا كانت النتائج يمكن أن تؤدي إلى موقف غير مستدام.

3 - 2 - تحديد عتبة الدين القابل للاستدامة:

وتعتبر أصعب خطوة في تقدير قابلية الدين للاستدامة، في تحديد العتبة التي يعتبر الدين عندها غير قابل للاستدامة و قد تم تحديد هذه العتبات في أحوال معينة لمجموعات خاصة من البلدان، و بالنسبة للبلدان الفقيرة المثقلة بالديون مثلاً تم على نحو تجريبي ربط المستويات التي تزيد على 200 % من صافي القيمة الحالية للدين كحصة في عائدات الصادرات و تواتر أعلى كثيراً لحالات إعادة هيكلة الدين، و فيما يتعلق ببلدان أخرى غير صناعية ثمة بعض الدلائل التي تشير إلى أن 40 % من نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي تعتبر نقطة تحول تبدأ عندها مخاطر تعرض الدين للمخاطر إلى التزايد، غير أن هذه النتيجة تعكس الأحوال النموذجية في البلدان التي جرت دراستها بما في ذلك مستوى قليل نسبياً من الأصول الأجنبية، و من الضروري بوجه عام التزام قدر كبير من الحيلة عند تطبيق عتبة الدين على بلدان فردية، إذ لا توجد عتبة وحيدة يمكن أن تحدد بشكل يعول عليه نقطة التحول التي يمكن عندها أن يثبت دين بلد ما أنه غير قابل للاستدامة، حيث تلعب عوامل و ظروف معينة خاصة بالبلد و ظروف تتجاوز نسبة الدين أدوار مهمة في هذا الصدد فعلى سبيل المثال، لا يثير ارتفاع نسب الدين كثيراً من القلق بالنسبة لبلدان تتمتع بنمو أسرع في مجال التصدير و بحصة أكبر في الصادرات بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي و بحصة أكبر في الدين بالعملة المحلية.

و أخيراً، فإن تقديرات القدرة على الاستدامة تخضع لاحتمالات عديدة إذ يمكن للمرء أن يلاحظ عادة أن بعض دول العالم يكون دين البلد فيها مستداما في حين يكون ليس كذلك في بلدان أخرى، و يوجد دائما عنصر من الحكم في تقدير ما إذا كان دين بلد بمفرده قد تجاوز المستويات التحوطية.

3 - 3 - متابعة صندوق النقد الدولي لمسار الدين:

نظرا للدور الحاسم الذي يلعبه الدين في كثير من الأزمات ما الذي يفعله صندوق النقد الدولي حاليا لتقدير مستويات الدين؟ و ما إذا كانت تنطوي على مخاطر أو قابلية الاستدامة؟ و كجزء من مهام موظفي صندوق النقد الدولي في رصد الاقتصاديات حول العالم فإنهم يقومون بإعداد ما يلي²⁶:

- إسقاطات متوسطة الأجل لميزان المدفوعات و التطورات المالية و هو قوام عمل صندوق النقد الدولي تجاه البلدان الأعضاء و خاصة كجزء من برنامج الصندوق للإقراض.
- تقديرات الاستدامة لحساب الصفقات الجاري متوسط الأجل و سعر الصرف الحقيقي، لما لذلك من تأثير على استدامة الدين العمومي و الخارجي و خاصة حين يكون هناك دين كبير مسمى بعملة أجنبية.

- إجراء تقديرات بشأن استقرار القطاع المالي و هي إضافة أحدث لمهام صندوق النقد الدولي و هي تساعد على تحديد تعرض القطاع المالي لمختلف الصدمات، مع احتمال حدوث تداعيات مهمة على التزامات غير متوقعة للحكومة.

أ - الإطار المرجعي:

و استنادا إلى هذه العناصر (المذكورة أعلاه) قام صندوق النقد الدولي بإنشاء إطار قياسي لتقييم قابلية الدين للاستدامة و يستكشف الإطار كلا من الاستدامة المالية للميزانية و الخارجية للدين، و يتمحور على إسقاطات مرجعية متوسطة الأجل لصندوق النقد الدولي بالنسبة لاقتصاد بلد ما و بالإضافة إلى إسقاطات مرجعية متعلقة بالدين العمومي و الخارجي، يتضمن الإطار مجموعة قياسية من اختبارات الحساسية - Test de Sensibilité التي تولد ديناميات الدين

وفقا لافتراضات بديلة حول المتغيرات الرئيسية (و يشمل ذلك النمو الاقتصادي وأسعار الفائدة و سعر الصرف)، و يتم

معايرة هذه الافتراضات البديلة على أساس التاريخ الخاص لكل بلد و يتراءى ذلك في متوسطات و تقلبات المتغيرات ذات الصلة في الماضي.

و يمكن أن يكون الإطار الجديد مفيدا ²⁷ في ثلاثة مواقف مختلفة:

الموقف الأول: فبالنسبة للبلدان التي تعاني من مديونية مرتفعة بصورة معتدلة و لكنها لا تواجه أزمة وشيكة، يمكن أن يساعد الإطار على تحديد مختلف أنواع التعرض للمخاطر أي كيف يمكن للبلد أن يجد نفسه في وضعية عدم القدرة على السداد.

الموقف الثاني: بالنسبة للبلدان التي تكون على حافة الأزمة أو في خضمها و تعاني من ضغط شديد يتسم بتكاليف اقتراض مرتفعة أو الافتقار إلى فرص الوصول إلى الأسواق، فإن الإطار يمكن أن يستخدم لبحث إمكانية استخدام ديناميات تحقيق استقرار الدين الموضحة في إسقاطات البرنامج.

الموقف الثالث: و أخيراً بالنسبة للبلدان التي تجد نفسها حقيقة و بالفعل في وضعية تخلف عن الوفاء بالدين يمكن استخدام الإطار لاستكشاف ديناميات الدين التي تعقب إجراء إعادة هيكلة محتملة.

و أخيراً، فإنه عند تفسير النتائج المتولدة عن الإطار يجب أن تؤخذ في الاعتبار عوامل إضافية مثل هيكل الدين (من حيث تكوين آجال الاستحقاق، ما إذا كان قد تم إبرامه على أساس أسعار ثابتة أو معومة، ما إذا كان قد تم ربط قيمته أم لا و من الذي يملكه) و كذلك مختلف مؤشرات التعرض الأخرى للمخاطر و ستؤخذ أيضا في الحسبان المعلومات التي توفرها الأسواق و تشمل توقعات أسعار الفائدة و العلاوات الكامنة في وضع و شكل منحنيات العائد، و فرص الحصول على قروض جديدة وما إذا كان قد حدثت عواقب في هذه الفرص أو صعوبات في إصدار ديون طويلة الأجل ²⁸.

4 – أهمية بيانات الميزانية في تفادي الأزمات:

لقد أدرك كثير من المراقبين أنه كان يمكن اكتشاف إشارات وقوع متاعب وشيكة الحدوث، لو كانوا قد فحصوا بدقة أكثر بيانات ميزانيات البلدان و أولوا بالتحديد اهتماما أكبر بعدم التوافق بين رصيد أصول بلد ما و رصيد ديونه أي اختلال الأرصدة بالطبع.

إن تحليل التدفقات لا يزال له أهمية حيوية، و لكن أولئك الذين يسعون إلى منع حدوث أزمات أو القيام بردود فعل تجاهها بطريقة أكثر فعالية ينبغي أن يثيروا أسئلة بشأن صحة بيانات الميزانية في بلد ما و على سبيل المثال، هل يتجاوز دين قصير الأجل مسمى بعملة أجنبية احتياطات العملة الأجنبية؟

هل يجعل عدم سداد رصيد دين كبير مسمى بعملة أجنبية تصحيح خلل التدفق أكثر صعوبة (مثل عجز في الحساب الجاري) بدون خلق أزمة شديدة؟

بيد أن نخرج بيان الميزانيات لمنع حدوث أزمة و حلها بإلقاء نظرة على بيان الميزانية الخارجية الموحد لبلد ما ²⁹ - الديون الخارجية لحكومة البلد، البنوك، الشركات بالنسبة لأصولها الخارجية (و خاصة الاحتياطات الخارجية السائلة) و لكن ينبغي إيلاء عناية كبيرة إلى بيانات الميزانية للقطاعات فرادى لأن عدم التوافق على المستوى القطاعي قد لا يظهر في بيان الميزانية الموحد و مع ذلك يمكن أن يفجر أزمة مالية أيضا، و تشمل القطاعات الرئيسية قطاع الحكومة (و من أجل التبسيط أدرجنا البنك المركزي في هذا القطاع) و القطاع المالي الخاص (و خاصة البنوك) و القطاع غير المالي (الشركات و الأسر المعيشية).

و كثيراً ما تكون بيانات الميزانية القطاعية مرتبطة ببعضها - أي أن دين قطاع ما قد يكون أصلاً لقطاع آخر - و في هذه الحالة إذا واجه القطاع الأول صعوبات في خدمة دينه فإن أصول القطاع الثاني تندهر و يمكن بدوره أن يواجه صعوبة في السداد لدائنيه.

إن تحليل أوجه تعرض بيان الميزانية للمخاطر يكون مفيداً للغاية إذا تم التحليل في حينه لإتاحة الفرصة لصانعي السياسة لتحديد و تصحيح أوجه الضعف قبل أن تسهم في إثارة الصعوبات المالية، و هذا يؤكد فائدة الحصول على معلومات في حينها بشأن متغيرات مالية كثيراً ما يصعب الوقوف عليها ³⁰ .

4 - 1 - الروابط بين قطاع الشركات و الاقتصاد الكلي:

إن الروابط بين قطاع الشركات و الاقتصاد الكلي تسير في اتجاهين:

4 - 1 - 1 - سياسات الاقتصاد الكلي تؤثر على قطاع الشركات:

يمكن لتطورات الاقتصاد الكلي أن تؤثر على سلامة قطاع الشركات، خاصة إذا كانت الشركات عرضة للتأثر بدرجة كبيرة (أي إذا كانت محملة بمبالغ كبيرة من الديون بالنسبة لحقوق الملكية) و تقوم بعملها في مناخ لا يساعد على التسيير السليم.

- قد تؤثر التغيرات في أسعار الفائدة العالمية و علاوات المخاطر للبلد بشكل حاد في تكلفة الاستدانة للشركات المحملة بأعباء الديون الأجنبية.
- قد يزيد الانخفاض السريع في سعر الصرف من تكاليف خدمة الديون للشركات التي عليها ديون أجنبية كبيرة، و يهز استقرار قطاع الشركات بل و حتى يهدد العديد من المنشآت على البقاء.
- يزيد المستوى العالي لديون الشركات قصيرة الأجل و المسماة بعملة أجنبية من تأثير مؤشرات أخرى للاقتصاد الكلي بخطر انخفاض قيمة سعر الصرف و التدفق المفاجئ لرؤوس الأموال إلى الخارج.
- يتفاقم التأثير المعاكس لسياسة التضيق النقدي مع ارتفاع أسعار الفائدة المحلية للضغط على الطلب المحلي و الإقراض المصرفي، و التي تستخدم للحد من الانخفاض السريع في سعر الصرف³¹ قد تضر كثيرا الشركات وتزيد من تفاقم ديونها و من ثم يمكن أن يزيد من الانحدار المالي لقطاع الشركات.

4 - 1 - 2 - قطاع الشركات يؤثر على سياسات الاقتصاد الكلي:

يمكن أن يؤثر قطاع الشركات على الاقتصاد الكلي من خلال الروابط التالية³² :

- قد تزيد إعادة هيكلة الشركات المعرضة للتأثر بصورة عالية و التي تصارع البقاء ماليا من حجم التدهور الاقتصادي، بإطلاق العنان للتخلص السريع من الأصول بأسعار منخفضة (بيع بحرق الأسعار - Brader des Actifs) و الغرض منه توفير سيولة للشركات المحملة بالديون مما يزيد في الانكماش والتراجع في الاستثمارات، و في آسيا ما بعد الأزمة كانت مساهمة الاستثمار في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في البلدان المعرضة للتأثر بصورة كبيرة سلبية و عالية جدا.
- قد يجبر التضيق في الائتمان المقدم للشركات و الناتج عن رسملة ضعيفة للبنوك السلطات العمومية على تحرير رؤوس أموال في سبيل إعادة رسملة البنوك.
- إذا ما سقط قطاع الشركات في حالة عدم السداد قد تضر قلة الاستثمارات و الفترات المطلوبة لتنفيذ إعادة هيكلة الشركات النمو بشكل كبير.

4 - 2 - مقاربات تحليلية:

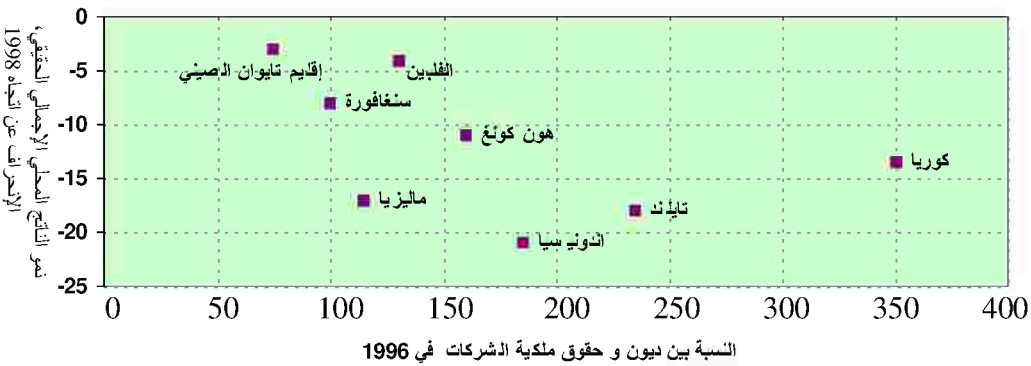
قبل الأزمة الآسيوية لم يحض تحليل العلاقة بين ميزانيات الشركات و الاقتصاد الكلي سوى باهتمام قليل نسبيا، و كان أحد الاستثناءات الجديرة بالذكر هي الخصوصية و ميزانيات المشروعات المملوكة للدولة التي كان لها تداعيات مهمة بالنسبة لإيرادات الحكومة و النمو الكلي، خاصة في البلدان التي تمر بمرحلة انتقال، و بالإضافة إلى ذلك تبين أن الشركات المثقلة بالديون تزيد من التأثير الاقتصادي لتغيرات سعر الفائدة التي تحددها السياسة النقدية.

و منذ عهد أقرب أثارت الأزمة الآسيوية تحديات جديدة للسياسة عجلت بدورها باستحداث بعض المقاربات التحليلية الجديدة، و تهتم أغلب هذه المقاربات بالانكماش الاقتصادي الذي يمكن أن يحدث عندما ينقطع تدفق مبالغ ضخمة من رأس المال فجأة عن قطاع الشركات المثقلة بالديون، و في شرق آسيا حدثت إنكماشات كبيرة جدا في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في عام 1998 بعد أن توقف دخول مبالغ كبيرة جدا من تدفقات رأس المال الخاص (الجزأين العلويين من الرسم البياني الموالي)، و علاوة على ذلك، يبدو أن هناك علاقة عكسية بين تأثر الشركات و النمو مما يوحي بأن التراجع الحاد في التمويل الأجنبي قد انتقل بسرعة إلى الاقتصاد المحلي (الجزء الأدنى من الرسم البياني).

شرق آسيا : النمو الحقيقي ، تدفقات رؤوس الأموال للداخل ، إستدانة الشركات



إستدانة الشركات 1996 ، و نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ، الإحراف عن الإجاه 1998



Sources : FMI, Base de données des perspectives mondiales, banque mondiale, 1998.

Finances et Développement , Septembre 1999 , P 57 .

و قد يساعد بيع الأصول و الاستثمار المنخفض من جانب الشركات المعرضة للتأثر بصورة حادة و التي تصارع من أجل البقاء ماليا في وجه تباطؤ تدفقات رؤوس الأموال للدخل³³ على تفسير

التفاوت الواسع بشكل لافت للنظر في معدلات النمو الاقتصادي الحقيقي فيما بعد الأزمة عبر آسيا.

و نظرا لأن الشركات التي تعاني من أزمات مالية قد تتخلص من الأصول بأسعار البيع الزهيدة بسبب حرق الأسعار و تحد من استثماراتها، فإن البلدان التي لديها قطاعات شركات أكثر تأثرا ستميل إلى التعرض لانهيار اقتصادي أشد حدة.

و تنظر مقارنة أخرى جديدة في كيف أن تصحيح الحساب الجاري مرتبط بميزانيات الشركات، فإن توقف تدفقات رؤوس الأموال للدخل قد يستلزم تقويم و تصحيح في رصيد حساب الميزان الجاري للصفقات، مما يتطلب تخفيض قيمة العملة و تقليص الإنتاج³⁴ و قد تسبب هذه التصحيحات في زيادة إضعاف ميزانيات الشركات و التي يمكن - نظرا لنشوء حلقة مفرغة - أن تفاقم من الانهيار الاقتصادي.

4 - 3 - أدوات عملية:

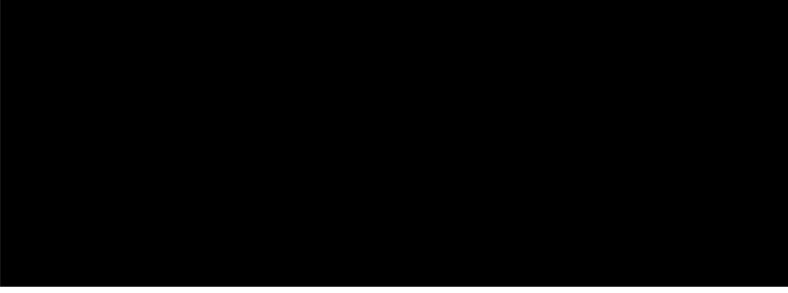
هناك حاجة لوجود أدوات عملية تطبيقية لمساعدة واضعي السياسات على فهم و الاستجابة إلى التحديات التي تفرضها الشركات المثقلة بالديون، و تقلب رؤوس الأموال و إعادة هيكلة الشركات و لتساعد الأسواق و المستثمرين على أن يفهموا على نحو أفضل المخاطر الوثيقة الصلة بهذه الأمور، و توجد ثلاث أدوات عملية يشجع استخدامها لقياس العلاقة بين ميزانيات الشركات و الاقتصاد الكلي:

4 - 3 - 1 - استخدام المؤشرات المالية البسيطة:

و تتمثل الأداة الأولى في استخدام المؤشرات المالية البسيطة مثل نسبة الدين في الشركات إلى حقوق الملكية (الأموال الخاصة) و نسبة الديون إلى الأصول، باعتبارها مقاييس تقريبية جاهزة لدرجة تأثر الشركات بصدمات الاقتصاد الكلي فعلى سبيل المثال، كانت نسب الدين إلى حقوق الملكية في بلدان شرق آسيا مرتفعة جدا³⁵ بالمقاييس العالمية قبل الأزمة الأخيرة مما يوحي بأن الشركات في تلك البلدان كانت بالفعل مكشوفة لصدمات الاقتصاد الكلي، كما في الشكل التالي:

رسم بياني : بلدان مختارة : إستانة الشركات 1996

النسبة بين الديون والأموال الخاصة



Source: Banque mondiale, Base de données , 1998 , Finances et Développement , Septembre 1999 , P 58 .

4 - 3 - 2 - عمليات المحاكاة و تقدير أرباح الشركات:

و عمليات محاكاة و تقدير أرباح الشركات هي الأداة الثانية لتقييم آثار المتغيرات المالية الأساسية على المردودية، ذلك أن أرباح الشركات الحالية هي ببساطة إيرادات التشغيل بعد خصم كل من تكاليف التشغيل و تكاليف خدمة الديون المحلية و الأجنبية، و يمكن قياس التأثير الواقع على مردودية الشركات بسبب التغير في كل من أسعار الفائدة المحلية أو الأجنبية أو على سعر الصرف إضافة إلى إمكانية تخفيض الديون بسهولة باستخدام علاقة كل هذه العوامل بالمردودية. ففي بلدان آسيا التي شهدت مديونية أكبر تشير عمليات المحاكاة و تقدير الأرباح التي يضطلع بها البنك الدولي إلى أن الزيادة في سعر الفائدة المحلي و انخفاض سعر الصرف الذي تسببت فيه الأزمة نشأت عنه خسائر كبرى في حقوق المساهمين بالنسبة لعدد كبير من الشركات، و رغم سهولة و انتشار استخدام عمليات محاكاة الأرباح فإنها لا تفسر تأثير التغيرات في محيط الاقتصاد الكلي إلا أثناء الفترة الحالية و ليست لفترات قادمة.

4 - 3 - 3 - تقدير القيمة الاقتصادية لقطاع الشركات:

و هي الأداة التحليلية الثالثة، و هذا النهج شبيه بذلك الذي تستخدمه بنوك الاستثمار و المستثمرون لتحليل قيمة أنصبة حملة الأسهم بالنسبة لكل شركة على حدا، و لكنه يمكن

تطبيقه أيضا على قطاع الشركات بأكمله لتحليل سياسة الاقتصاد الكلي، و نهج تقدير القيمة الاقتصادية يربط ميزانيات الشركات بسياسات الاقتصاد الكلي بطريقة لا تفسر الفترة الحالية فقط لكن الفترات المقبلة أيضا و هو يستند على فكرة أن القيمة الاقتصادية لقطاع الشركات تكافئ القيمة الحالية للأرباح المكتسبة و للاستثمارات اليوم و في المستقبل المعدلة عن طريق معدلات التحيين المناسبة، و عوامل هذا المعدل للتحيين هي ³⁶ :- التغيرات في علاوة المخاطر للبلد و سعر الفائدة المحلي و علاوة مخاطر حقوق الملكية (الأسهم)، و كلها تتأثر بظروف الاقتصاد الكلي.

و تقاس سلامة قطاع الشركات بمستوى حقوق الملكية الكلية و التي تقاس على أساس التدفق النقدي للتمويل الذاتي، والتي هي ببساطة تقدير القيمة الاقتصادية مطروحا منها الديون المحلية و الأجنبية الغير مسددة، و آثار تطورات و سياسات الاقتصاد الكلي و كذا الإصلاحات و إعادة هيكلة الشركات على أسهم قطاع الشركات موضحة في الرسم البياني في الشكل الموالي:

تأثير العوامل الخارجية والعوامل الخاصة بالشركات والسياسات
وتدابير الإصلاح على قيمة حقوق الملكية للشركات

إجمالي الدين - الدين المحلي + القيمة المالية القيمة الحالية حقوق ملكية الشركات

الدين الأجنبي	- الدين المحلي	+ القيمة المالية القيمة الحالية	حقوق ملكية الشركات
		للعملية الجارية	
		للاستثمار الجديد	
الزيادة في سعر الفائدة العالمي وعلاوة المخاطر القطرية	▼	▼	
انخفاض تقييم سعر الصرف ¹	▼		
زيادة سعر الفائدة المحلي أو ضغط الائتمان	▼	▼	▼
إعادة هيكلة الشركات	▲	▲	▲

ملاحظة: السهم المتجه إلى أعلى (▲) يشير إلى الزيادة والسهم المتجه إلى أسفل (▼) يشير إلى الإنخفاض

1 - يمكن أن يكون خفض سعر الصرف تأثير غير مباشر على تقدير القيمة الاقتصادية.

Source : Gray 1999 , Finances et Développement , Septembre 1999 , P 58 .

إن زيادة أسعار الفائدة العالمية³⁷ و علاوات المخاطر للبلد أو أسعار الفائدة المحلية ستزيد من تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات، و بذلك تقلل من قيمة حقوق الملكية، و بالعكس تزيد إعادة هيكلة قطاع الشركات قيمة حقوق الملكية بتقليل تكلفة رأس المال و زيادة معدلات العائد و تقليل مستوى الدين في أغلب الحالات، و يمكن خفض حقوق الملكية بخفض سعر الصرف مما يرفع من قيمة الدين الأجنبي غير المغطى مقيسا بالعملة المحلية.

و يوضح الجدول أدناه، تطبيقا لهذا الإطار لتقدير القيمة الاقتصادية استنادا لمعلومات عن إندونيسيا و كوريا و تأثير خفض سعر الصرف أكبر بالنسبة لإندونيسيا عنه بالنسبة لكوريا لأن الأولى عليها دين خارجي أكبر، و ترفع الزيادة في علاوة المخاطر للبلد لمدة عام من متوسط التكلفة المرجح لرأس المال و تخفض القيمة الحالية المقدرة لحقوق الملكية، و الانخفاض المقدّر في قيمة حقوق الملكية أعلى قليلا في كوريا عنه في إندونيسيا³⁸ لأن حقوق الملكية أعلى في قطاع الشركات الكوري، و تأثير شطب الديون على القيمة المقدرة لحقوق الملكية أكبر بالنسبة لكوريا لأن قطاع الشركات لديها مثلث بالديون بدرجة أكبر.

اندونيسيا وكوريا: تغيرات في القيمة المقدرة لحقوق الملكية في قطاع الشركات

(نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي لعام 1998)		
كوريا	أندونيسيا	
9-	21- 50	تخفيض قيمة سعر الصرف بنسبة
		بالمئة
7-	2- 8	زيادة في علاوة المخاطر القطرية بمقدار
		في المائة لمدة عام واحد
30	20	شطب 40 في المائة من الديون
ملحوظة: قيمة الديون وسعر الصرف أرقام فعلية والمكونات الأخرى		
تقديرات.		

Source : Gray 1999 , Finances et Développement , Septembre 1999

4 - 4 - أهمية هذه الأدوات العملية:

و يمكن أن تلقي هذه الأدوات العملية الثلاثة الضوء على حالة الضعف الأولية لقطاع الشركات و ديناميات الأزمة، و هي وثيقة الصلة بالحوار الدائر حول ما إذا كانت أسباب الأزمة الآسيوية هي العدوى المالية التي كان يمكن تجنبها أو أنها كانت نتيجة حتمية للاستدانة المفرطة. و طبقا لوجهة النظر الأولى، كانت الشركات الآسيوية في حالة جيدة في البداية و أن الأزمة في كل بلد على حدا كانت أساسا أزمة سيولة نتجت عن سوء تنظيم المؤسسات المالية و اجتمعت مع دعر القطيع و المستثمرين.

أما وجهة النظر الثانية، فترى أن نسبة كبيرة من قطاع الشركات كانت مفرطة الاستدانة و في حالة مالية سيئة جدا و بمجرد أن أدرك المستثمرون ذلك انسحبوا مسببين الأزمة.

و هناك وجهة نظر أخرى، ترى أنه قبل الأزمة كان جزء كبير من قطاع الشركات إلى جانب العديد من المؤسسات المالية في حالة مالية سيئة و كانت هناك مؤشرات على أنها معرضة لمختلف الصدمات، مثل انخفاض سعر الصرف و ارتفاع سعر الفائدة، و يستطيع واضعي السياسات الاقتصادية أن يستخدموا هذه الأدوات و أخرى لتحسين فهمهم للأزمة و كذلك يستطيع الآخريين.

و تبين الدلائل المستخلصة من التحليل الاقتصادي الجزئي للشركات الآسيوية أن العديد منها كان في حالة مالية ضعيفة جدا قبل الأزمة، و لكن لم يتم تركيز و دمج هذه المعلومات في تحليل الاقتصاد الكلي بطريقة تسمح بالتعرف على النتائج الخطيرة المحتملة بالنسبة للاقتصاد الكلي الناجم عن هذا الضعف و المخاطر المترتبة عليه.

و تبين تجربة شرق آسيا الأخيرة أن الأدوات العملية يمكن استخدامها لإلقاء الضوء على الروابط بين ميزانيات قطاع الشركات و تطورات الاقتصاد الكلي، و قد بينت المؤشرات المالية أن البلدان الآسيوية كانت أكثر تأثرا بصدمات الاقتصاد الكلي، و أظهرت عمليات محاكاة و تقدير الأرباح التأثير العنيف لصدمات الاقتصاد الكلي التي سببتها الأزمة على ميزانيات الشركات³⁹ و يوضح تطبيق نموذج تقدير القيمة الاقتصادية كيف يمكن للصدمات الفعلية أو المحتملة أن تهدم استقرار قطاع ضعيف للشركات و يمكن أن يعزز تطبيق هذه الأدوات العملية الرقابة على البلدان المعرضة لتقلب رؤوس الأموال، و بالإضافة إلى ذلك فإن البيانات الدقيقة و الحديثة حول قطاع الشركات ضرورية للاستخدام الفعال لهذه الأدوات و ضرورية لتحسين الإشراف.

4 - 5 - عرض المخاطر المرتبطة بالميزانية:

ثمة أربعة أنواع مختلفة من مخاطر بيانات الميزانية يمكن أن تضعف قدرة بلد ما من بلدان السوق الناشئة على خدمة ديونه:

4 - 5 - 1 - عدم توافق آجال الاستحقاق:

و يعرض عدم توافق آجال الاستحقاق بين الالتزامات قصيرة الأجل و الأصول السائلة طويلة الأجل المقترضين إلى خطر تمديد الآجال (حيث إنهم لن يستطيعوا إعادة تمويل الديون التي يحين موعد استحقاقها و مخاطر سعر الفائدة، حيث ترتفع أسعار الفائدة على الديون القائمة غير المسددة و خاصة حين تتضمن الالتزامات التي لها موعد استحقاق أطول أسعار فائدة معومة). و تتعرض الكيانات المالية التي تحصل على قروض قصيرة الأجل لاستثمارها في ديون طويلة الأجل بأسعار فائدة ثابتة لمخاطر ازدياد الأسعار التي قد تقلل القيمة السوقية لأصولها طويلة الأجل، حتى لو تعين عليها أن تدفع مبالغ أكبر لالتزاماتها قصيرة الأجل.

و يمكن أن يزداد عدم توافق أجل الاستحقاق بالعملة الأجنبية حتى لو كان إجمالي الالتزامات بالعملة الأجنبية يضاهي إجمالي الأصول بالعملة الأجنبية السائلة اللازمة لتغطية دين قصير الأجل بالعملة الأجنبية.

4 - 5 - 2 - عدم توافق العملة:

و يرتفع عدم توافق العملة حين تكون التزامات المقترضين مسماة بعملة أجنبية و لكن أصولهم مسماة بعملة محلية، و في حالة انخفاض قيمة العملة يواجه هؤلاء المقترضون صعوبات في سداد ديونهم للدائنين، و لدى كثير من البلدان التي تعاني من أزمات نوعا ما من ربط سعر الصرف مما شجع المقترضين و الدائنين كثيرا على تجاهل المخاطر الحقيقية لخطر الصرف.

4 - 5 - 3 - عدم توافق هيكل رأس المال:

و قد يحدث عدم توافق هيكل رأس المال حين تعتمد شركة أو بلد ما على الدين و ليس على الأسهم لتمويل الاستثمار، إن الأسهم تشكل حاجزا واقيا في الأوقات الصعبة لأن الأرباح

المدفوعة تحبط مع الإيرادات في حين تظل مدفوعات الدين ثابتة، و قبل نشوب الأزمة الآسيوية في 1997 - 1998 فرضت الحكومة الكورية قيودا شديدة⁴⁰ على الاستثمارات الأجنبية المباشرة، و لذا كانت معظم تدفقات رأس المال في شكل ديون في حين فضل النظام الضريبي في تايلاندا ديون الشركات على الأسهم.

و نتيجة لتمويل أوجه عجز الحساب الجاري بالدين، و خاصة الدين قصير الأجل و ليس بالاستثمار الأجنبي المباشر، فإن هذه البلدان كدست رصيذا كبيرا من الدين الخارجي مما زاد من تعرضها للأزمات.

4 - 5 - 4 - خطر عدم السداد:

و تنشأ مخاطر عدم السداد أو عدم القدرة على الدفع حين تتجاوز التزامات كيان ما قيمة أصوله، و تشمل هذه الأصول صافي الدخل مستقبلا - مثلا الفجوة بين إيرادات الحكومة و مصروفاتها مستقبلا (خارج الفائدة)، و كذلك الأصول المالية مثل الاحتياطات - و يمكن أن يزيد

عدم توافق آجال الاستحقاق و عدم توافق العملة و هيكل رأس المال خطر أن تؤدي صدمة سلبية لبلد ما - مثل تدهور مفاجئ في معدل التبادل التجاري و الأنباء السياسية و الاقتصادية السيئة أو حدوث أزمة في البلدان المجاورة - إلى دفع أجزاء كبيرة لقطاع أو أكثر إلى عدم السداد، و يمكن أن يحدث أيضا عدم السداد إذا اقترض كيان ما بأكثر مما ينبغي أو طرح استثمارة في أصول ضعيفة النوعية.

و لتقييم قدرة حكومة ما على سداد ديونها، كثيرا ما يقارن الدين الأساسي بالنتاج المحلي الإجمالي أو الإيرادات، و يقارن إجمالي قدرة بلد ما على السداد غالبا بنسبة إجمالي الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي أو إلى الصادرات، و تقدم هذه المقارنات أكبر مساعدة حين تستخدم مقترنة بقياسات أخرى تتعلق بالتعرض للمخاطر، و قد لا يكون بلدان متماثلان في نسب الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي متماثلين في التعرض لأزمة الوفاء بالديون، و الأرجح أن يكون البلد الذي تقتصر قروضه على العملة الأجنبية أكثر تعرضا للمخاطر من بلد تقتصر قروضه على العملة المحلية.

4 - 6 - عدم كفاية المعلومات:

لم تقم البلدان بصورة روتينية بتجميع بيانات للميزانية و يرجع ذلك أساسا إلى الافتقار إلى الموارد للقيام بذلك، السبب الذي دفع صندوق النقد الدولي بأن يولي أولوية عالية لمساعدة البلدان على تطوير هذه البيانات و في غضون ذلك تتوافر معلومات جزئية من مصادر عديدة أهمها ⁴¹ :

● بيانات تجمعها السلطات الوطنية (و هي متاحة على شبكة الإنترنت لكثير من وزارات المالية و البنوك المركزية)، و هي متاحة للمشاركين في قاعدة توزيع البيانات الخاصة بصندوق النقد الدولي، و يشمل ذلك بيانات مفصلة عن الاحتياطيات و سيولة النقد الأجنبي بالنسبة للبلدان التي تبنت المعيار الخاص بنشر البيانات (NSDD).

● قواعد بيانات و نشرات مختلفة تشمل الإحصائيات المالية الدولية (IFS) International Financial Statistics الشهرية لصندوق النقد الدولي، و الكتاب السنوي لميزان المدفوعات (مع بيانات مركز الاستثمار الدولي).

● إحصائيات فصلية (ربع سنوية) من منظور الدائنين بشأن أصول وخصوم البنوك في البلدان و الأقاليم الثمانية و العشرين التي ترسل تقاريرها إلى بنك التسويات الدولية

Banque des Règlements Internationaux (BRI)، كجزء من إحصائيات الدين المشتركة المتاحة بين بنك التسويات الدولية و صندوق النقد الدولي و منظمة التعاون و التنمية في الميدان الاقتصادي (OCDE) و البنك الدولي.

● جداول ديون سنوية يقوم بنشرها البنك الدولي لتمويل التنمية العالمي (GDF) Global Development Finance.

و توفر كل هذه البيانات معا تغطية معقولة لخصوم القطاع العام و أصوله السائلة و إجمالي الخصوم الخارجية للبلد، و مع ذلك فإنه من الصعب الحصول على بيانات مفصلة بشأن الخصوم الخارجية قصيرة الأجل، و لاسيما للقطاعات غير الرسمية و المطالبات المحلية على القطاع الرسمي، أما البيانات المتعلقة بإجمالي الأصول و الخصوم ⁴² خاصة تصنيفها حسب عملة الأرصدة و التدفقات في القطاع الخاص غير المالي فإنها تنزع إلى أن تكون نادرة.

4 - 7 - الوقاية من الأزمات:

و قد لا يتيح كشف هذه الأنواع من مخاطر بيان الميزانية التنبؤ بالتوقيت الدقيق لوقوع أزمة ما - فقد يستمر الضعف في بيانات الميزانية طوال سنوات عديدة و لكنها يمكن أن تسهم في استيعابنا لديناميات الأزمات التي قد تحدث و من ثم اتخاذ تدابير لمنع نشوب أزمات أخرى.

و للتوضيح أكثر كان من الممكن لنهج بيان المخاطر المتصلة بالميزانية أن يلقي الضوء على ما حدث في شرق آسيا 1997 - 1998 و يتوقعه.

4 - 7 - 1 - فهم أكثر لأزمة شرق آسيا 1997 - 1998:

يوضح نهج الميزانية ما حدث في شرق آسيا في 1997 - 1998⁴³ فقد توقفت فجأة تدفقات رأس المال إلى بلدان شرق آسيا مما جعل من المستحيل على البلدان الحفاظ على نظمها المتعلقة بسعر الصرف، و أدى إلى انخفاض شديد في قيمة عملاتها و في تايلاندا أدى التدهور في الصحة المالية لقطاع الشركات و في أداء التصدير إلى زيادة صعوبة الاستمرار في تمويل عجز الحساب الجاري للصفقات، و جعل المضاربين على العملة يراهنون على سعر الصرف المرتبط بالدولار، و في تايلاندا و بلدان أخرى ساعدت الشكوك في قدرة البنوك و الشركات على مد آجال سداد الدين الخارجي قصير الأجل على إطلاق انعكاس اتجاه تدفق رأس المال، و كانت الحاجة إلى شراء عملة أجنبية لسداد الدين القائم السبب الأساسي في الضغط على العملة.

و أضعف انخفاض العملة السلامة المالية للشركات و حين عجزت الشركات عن خدمة ديونها بالعملة الأجنبية لحقت أضرار بالبنوك التي كانت قد اقترضت من الخارج بالعملة الأجنبية لتمويل هذه

القروض، و كان انخفاض الناتج في العديد من البلدان الآسيوية التي ضربتها الأزمة أسوأ كثيرا مما كان متوقعا، و رغم أن بعض الشركات تمتعت بفرص لزيادة الصادرات بعد أن تدهورت قيمة العملات فإن هذه المكاسب قد محتها الزيادة منذ البداية في عبء الدين الحقيقي في قطاع الشركات و أوجه الضعف في القطاع المصرفي، و كلا الأمرين أدى إلى ضعف استثمار الشركات.

و من ثم فإن الأزمة تغذت على نفسها حيث أدت أوجه الضعف في أحد القطاعات إلى أوجه ضعف في قطاعات أخرى، و أدى اشتداد الطلب على أصول بلد ما إلى تدفقات كبيرة لرؤوس الأموال إلى الخارج و استنزاف الاحتياطيات و انخفاض شديد في قيمة العملة، و أخيرا أدى التصحيح السريع للحساب الجاري للصفقات و تقوية السياسات إلى إعادة بناء الثقة و تثبيت العملة و إعادة تكوين الاحتياطيات في معظم البلدان.

4 - 7 - 2 - إجراءات الوقاية لتفادي الأزمة قبل نشوبها:

و على أي حال لم تنشأ صدمة أوجه عدم التوافق أثناء أزمات حساب رأس المال التي وقعت في التسعينيات من القرن العشرين⁴⁴ و قد أصبحت أوجه العجز المستمرة في نهاية المطاف مشكلات تتعلق بالأرصدة، و فضلا عن ذلك، واجهت غالبا الحكومات و الجهات المقترضة الأخرى التي عانت صعوبات في تمويل اختلال التدفقات المالية مزيدا من مخاطر العملة و آجال الاستحقاق في الحصول على مزيد من الائتمان المطلوب مما أدى إلى زيادة بيانات الميزانية ضعفا.

إن الحكومة التي تدير بحكمة ميزانيتها - بالحفاظ على قدر سليم من الاحتياطيات و لا تسرف في الاقتراض و تتحاشى مخاطر عدم السداد - إنما تسهم في الحفاظ على سلامة الميزانية الإجمالية، و عادة تكون المطالبات المستحقة على الحكومة أكبر أصل مالي في أي اقتصاد كان، و يوفر الدين طويل الأجل المسمى بعملة محلية أفضل نظير لأصل رئيسي للحكومة (قدرتها على إدارة فوائضها الأولية مستقبلا)، و يتسم بأنه غير سائل و طويل الأجل و يشكل ستارا متدفقا من الإيرادات بالعملة المحلية، و من ثم لا تكون البلدان التي لا تستطيع الحصول على قروض طويلة الأجل بالعملة المحلية قادرة على تحمل دين مرتفع بالنسبة للنتاج المحلي الإجمالي و ذلك على عكس ما تستطيعه بلدان أخرى. و ثمة توافق متزايد في الرأي على السياسات التي تستطيع خلق حوافز لإتباع سلوك مالي حذر من قبل القطاع الخاص:

- يمكن أن تردع نظم الصرف المرنة المقترضين عن الإفراط في التعرض لمخاطر العملة و تيسير تصحيح الصدمات، و إن كان من غير المحتمل أن تخففي مخاطر العملة كلية، نظرا لعزوف المستثمرين الأجانب و المحليين عن قبول التعرض لمخاطر العملة المحلية.

• يمكن للأسواق المحلية للأسهم و الدين طويل الأجل بالعملة المحلية و المنتجات المالية التي تمكن الشركات من تنويع مخاطرها، أن تيسر للقطاع الخاص جمع النوع الصحيح من التمويل و يجب استبعاد التشوهات الضريبية التي تحابي الديون - خاصة الدين المسمى بعملة أجنبية - على ملكية الأسهم.

• ينبغي للتنظيم المحكم للبنوك أن يأخذ في الحسبان التعرض المباشر و غير المباشر على السواء لأخطار العملة الأجنبية، و قد يجدر النظر في اتخاذ تدابير⁴⁵ تهدف إلى عدم تشجيع الإيداعات المسماة بعملة أجنبية و الاقتراض قصير الأجل بين البنوك بالعملة الأجنبية - مثل متطلبات الاحتياطي المرتفعة - كما يجدر النظر أيضا في بعض الظروف في انتهاج سياسات تردع قيام الشركات و كذلك البنوك بالحصول على قروض خارجية قصيرة الأجل مثلما فعلت شيلي.

4 - 7 - 3 - إجراءات الوقاية حين تنشب أزمة:

و لكن حتى مع تحسن تقنيات الوقاية من الأزمات و بوجود أفضلها فإن الأزمات سوف تنشب و حين يحدث ذلك فإنه يتعين على راسمي السياسات التحرك بسرعة للحيلولة دون تعمق الأزمات، و يمكن لنهج الميزانية أن يساعد راسمي السياسات على تقييم بعض الخيارات الصعبة بطبيعتها:

• يمكن للحكومة أن تباع احتياطات الصرف الأجنبي لمساعدة البنوك و الشركات لحماية أنفسها من مخاطر الصرف الأجنبي في محاولة لمنع حدوث أزمة في القطاع الخاص، و لكنها بذلك تخاطر بأن ينتهي بها الأمر إلى احتياطات غير كافية لتغطية ديونها من العملة الأجنبية قصيرة الأجل و خاصة إذا حاولت حماية سعر صرف اسمي جرت المبالغة في تقدير قيمته، و حتى لو كانت الميزانية الحكومية قوية بما فيه الكفاية لجعل نشوب أزمة أمرا غير مرجح فإنه يتعين عليها توخي الحذر في الحد من خلق توقعات بأنها يمكن أن تشجع الشركات الخاصة على تحمل المزيد من الديون بالعملة الأجنبية.

• و قد يتعين على الحكومة أيضا أن تختار بين رفع أسعار الفائدة لوقف تدفقات رأس المال إلى الخارج و وقف انخفاض قيمة العملة و الحفاظ على ثبات أسعار الفائدة⁴⁶ لكي لا تضعف النشاط الاقتصادي، و إذا كان رصيد البلد من الدين قصير الأجل المسمى بالعملة المحلية

كبيرا فإن رفع أسعار الفائدة قد يضر أكثر مما ينفع الشركات و الأسر المعيشية، و إذا كان رصيد الدين المسمى بالعملة الأجنبية كبيرا فإن البلد يكون في حالة أفضل بزيادة أسعار الفائدة لتقليل مخاطر انخفاض قيمة العملة و يتطلب الأمر عادة أن يحقق صانعو السياسة التوازن بين التقييد النقدي و تصحيح سعر الصرف.

5 - أدوات جديدة لتقييم سلامة النظام المالي:

آثار الاضطراب المالي الدولي في النصف الثاني من التسعينيات الكثير من التأملات في طرق تدعيم النظام المالي العالمي، وقد تعرف المجتمع الدولي على عدد من الأولويات من بينها الحاجة لتعزيز قدرته الخاصة - وقدرة الأسواق - على مراقبة سلامة الأنظمة المالية من خلال برنامج تقييم القطاع المالي.

5 - 1 - برنامج تقييم القطاع المالي:

و قد طلب من صندوق النقد الدولي تقييم سلامة النظام المالي في البلدان الأعضاء كجزء من عمله الإشرافي الذي يشمل إعداد وسائل تقييم مدى استقرار النظام المالي، و قد قطعت هذه العملية شوطا كبيرا كجزء من برنامج تقييم القطاع المالي (PESF) Programme d'Evaluation du Secteur Financier المشترك بين البنك الدولي و صندوق النقد الدولي و الذي بدأ العمل به في ماي 1999، و قد بدأ العديد من المؤسسات الوطنية و الدولية

الأخرى من تكثيف الأعمال الخاصة برصد التطورات و الإشراف لتضم جهودها إلى برنامج تقييم القطاع المالي.

و القدرة على رصد سلامة القطاع المالي تفترض وجود مؤشرات صالحة للكشف عن سلامة و استقرار الأنظمة المالية.

5 - 1 - 1 - مؤشرات الحيلة الكلية:

مؤشرات الحيلة الكلية (IMP) Indicateurs Macro-Prudentiels، و التي تعرف بشكل عام بأنها مؤشرات على سلامة و استقرار النظام المالي، يمكن أن تساعد البلدان

على تقييم مدى قابلية أنظمتها المصرفية للتأثر بالأزمات، و قد أجري في السنوات الأخيرة مزيد من

الدراسات ⁴⁷ حول هذه المؤشرات كجزء من الجهود المبذولة لتدعيم البنيان المالي الدولي، و مؤشرات الحيطه الكلية هذه أهميتها لعدة أسباب:

-فهي تسمح بأن يكون التقييم مبنيا على مقاييس موضوعية للسلامة المالية.
-و إذا كانت مؤشرات الحيطه الكلية تتاح للجمهور العام فهي تساعد على الإفصاح عن المعلومات المالية الهامة للأسواق.

بالإضافة إلى ذلك، إذا كانت هذه المؤشرات قابلة للمقارنة بين البلدان - و هذا ممكن إذا ما إلترمت البلدان بمعايير تحوطية و محاسبية و إحصائية متفق عليها دوليا - فإنها تيسر الإشراف على النظام المالي ليس فقط على المستوى المحلي بل أيضا على المستوى العالمي. و هذا الأمر الأخير، حيوي نظرا لضخامة و حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي و مخاطر انتقال عدوى الأزمات المالية من بلد لآخر.

و يقوم صندوق النقد الدولي منذ فترة بجمع الخبرة بشأن مؤشرات الحيطه الكلية كجزء من عمله الإشرافي و البحثي و منذ فترة أقرب في سياق " برنامج تقييم القطاع المالي "، و قد عقد اجتماع للتشاور حول مؤشرات الحيطه الكلية في مقر رئاسة صندوق النقد الدولي في سبتمبر 1999، و في هذا الاجتماع ناقش خبراء على مستوى عال ⁴⁸ من البنوك المركزية و وكالات الإشراف و المؤسسات الدولية و الأكاديميين و القطاع الخاص تجاربهم في استخدام و قياس و نشر مؤشرات الحيطه الكلية، كما نوقش أيضا الوضع الحالي للمعرفة في هذه الميادين و نوقشت المقترحات بشأن مواصلة العمل في اجتماع اللجنة التنفيذية لصندوق النقد الدولي في جانفي 2000.

5 - 1 - 2- فيما تتمثل هذه المؤشرات:

تشمل مؤشرات الحيطه الكلية كلا من مؤشرات الحيطه الجزئية المجمعة على سلامة المؤسسات المالية كل على حدا ومتغيرات الاقتصاد الكلي المرتبطة بسلامة النظام المالي، أنظر الجدول الموالي:

فكثيرا ما تحدث الأزمات المالية عندما يشير كلا النوعين من المؤشرات إلى جوانب للضعف أي عندما تكون المؤسسات المالية ضعيفة ومهددة بصدمات الاقتصاد الكلي.

مجموع مؤشرات الحيلة الجزئية

كفاية رأس المال

مجموع معدلات رأس المال

التوزيع التكراري لمعدلات رأس المال

نوعية الأصول

مؤسسات الإقراض

تركيز الائتمان القطاعي

الإقراض المقيم بالعملة الأجنبية

القروض المشكوك فيها و المؤونات

القروض لهيئات القطاع العام

وضع المخاطر الخاصة بالأصول

الإقتراض المرتبط بها

معاملات المديونية

حالة الإقتراض

نسبة الديون إلى رأس المال

ربحية الشركات

مؤشرات أخرى لظروف الشركات

مديونية القطاع العائلي

نوعية الإدارة

معدلات الإنفاق

الإيرادات بالنسبة لكل موظف

النمو في عدد المؤسسات المالية

الأرباح و المردودية

عائد الأصول

عائد رأس المال

نسبة الدخل إلى الإنفاق

السيولة

قروض البنك المركزي للمؤسسات المالية

الودائع بالنسبة لإجمالي المجمعات النقدية

تجزئة معدلات التعامل ما بين البنوك

نسبة القروض إلى الودائع

هيكلة استحقاق الأصول والخصوم

تدابير لسيولة السوق الثانوية

الحساسية بالنسبة لمخاطر السوق

مخاطر سعر الصرف

مخاطر سعر الفائدة

مخاطر سعر الأسهم

مخاطر سعر السلع الأساسية

مؤشرات خاصة بالسوق

أسعار السوق للأدوات المالية

مؤشرات على العوائد المفرطة

تصنيف الائتمان

هوامش العائد على المديونية العمومية.

مؤشرات الإقتصاد الكلي

النمو الإقتصادي

مجموع معدلات النمو

أزمات قطاعية

ميزان المدفوعات

عجز الحساب الجاري

مستوى الإحتياطي من النقد الإجمالي

الدين الخارجي (بما في ذلك هيكلة

الإستحقاق)

معدلات التبادل التجاري

تكوين واستحقاق تدفقات رأس المال

التضخم

عدم استقرار التضخم

أسعار الفائدة والصرف

التقلب في أسعار الفائدة والصرف

مستوى أسعار الفائدة الحقيقية المحلية

قابلية سعر الصرف للإستمرار

ضمانات سعر الصرف

ازدهار الإقراض وسعر الأصول

نوبات ازدهار الإقراض

نوبات ازدهار أسعار الأصول

آثار العدوى

الإرتباط بين الأسواق المالية

الآثار الجانبية للتجارة الخارجية

عوامل أخرى

الإقراض و الإستثمار الموجه

أ - إطار كاملز - CAMELS - :

تستمد المؤشرات على السلامة الحالية للنظام المالي أساسا بجمع البيانات عن سلامة كل مؤسسة مالية على حدة، ومن الأطر الشائعة الاستخدام لتحليل سلامة المؤسسات فرادى "إطار كاملز - Le cadre de CAMELS " (وهي كلمة مؤلفة من الحروف الأولى الستة باللغة الإنجليزية للعناصر الداخلة في التقييم)، الذي يبحث في ستة جوانب حيوية للمؤسسة المالية هي: كفاية رأس المال، نوعية الأصول، سلامة الإدارة، الإيرادات، السيولة، الحساسية لمخاطر السوق.

● **رأس المال:** كفاية رأس المال هي التي تحدد في النهاية إلى أي مدى تستطيع المؤسسة المالية التغلب على الصدمات في ميزانيتها، لذلك من المفيد تتبع معدلات كفاية رأس المال التي تأخذ في حسابها أهم المخاطر المالية: - الصرف الأجنبي والائتمان ومخاطر سعر الفائدة، بتحديد أحجام من المخاطر لأصول المؤسسة.

● **الأصول:** تكون قدرة المؤسسات المالية على السداد في خطر في العادة عندما تضعف أصولها، لذلك من المهم رصد المؤشرات الدالة على نوعية أصولها من حيث زيادة تعرضها لمخاطر معينة⁴⁹ و الاتجاهات بالنسبة للقروض المعدومة، و سلامة و ربحية المقترضين من البنوك خاصة قطاع الشركات.

الإدارة: الإدارة السليمة عنصر أساسي في أداء البنوك و لكن من الصعب قياسها وهي أساسا عنصر نوعي يطبق على المؤسسات فرادى، إلا أن عدة مؤشرات يمكن أن تصلح معا مثل مقاييس الكفاءة كمؤشر على سلامة الإدارة.

الإيرادات: المؤسسات المالية غير المربحة بشكل مزمن تتعرض لخطر عدم السداد وإذا ما قورنت بالمؤشرات الأخرى فإن تفسير الاتجاهات في الربحية قد يكون أكثر صعوبة، فعلى سبيل المثال الربحية العالية بشكل قوي وبشكل غير عادي يمكن أن تعكس مخاطر مفرطة.

السيولة: المؤسسات المالية ذات القدرة على السداد في البداية يمكن أن تدفع إلى الإفلاس بسبب الإدارة السيئة للسيولة على المدى القصير، ويجب أن تغطي المؤشرات موارد التمويل وتضع يدها على التفاوت في تواريخ الاستحقاقات.

الحساسية لمخاطر السوق: تشترك البنوك بشكل متزايد في عمليات متنوعة وكلها تتعرض لمخاطر السوق، وخاصة في تحديد سعر الفائدة وتنفيذ صفقات العملة الأجنبية، وفي البلدان التي تسمح للبنوك بالتجارة في أسواق الأوراق المالية أو في تبادل السلع تكون هناك أيضا ضرورة لرصد مؤشرات مخاطر أسعار الأسهم والسلع.

وكثيرا ما تستخدم المؤشرات الخاصة بـ "مشاعر السوق" مثل أسعار و مردودية الأدوات المالية وتقديرات الجدارة الائتمانية⁵⁰ بالنسبة للمؤسسات المالية لاستكمال المعلومات التي يتم الحصول عليها من خلال إطار كاملز.

ب - مؤشرات الاقتصاد الكلي:

يتوقف عمل النظام المالي على النشاط الاقتصادي الكلي وتتأثر المؤسسات المالية بدرجة كبيرة بالتغيرات في الاقتصاد الكلي، وقد بينت دراسات حديثة أن اتجاهات معينة في الاقتصاد قد سبقت في كثير من الأحيان نشوب أزمات البنوك، لذلك فإن تقييم السلامة المالية يجب أن يشمل الصورة العريضة (خاصة تعرض اقتصاد ما لمخاطر انعكاسات تدفق رأس المال نحو الخارج وبأزمات العملة).

و من بين مؤشرات الاقتصاد الكلي المهمة بيانات النمو الكلي و النمو في القطاعات و اتجاهات ميزان المدفوعات، مستوى التضخم ودرجة تقلبه، أسعار الفائدة والصرف، نمو الائتمان، التغير في ثمن الأصول خاصة في أسعار الأوراق المالية و العقارات، و يجب أن تغطي المؤشرات أيضا المتغيرات التي تؤثر على قابلية الأنظمة المالية للإصابة بعدوى الأزمات التي تنتقل عبر البلدان، و التي تشمل العلاقة المتبادلة بين الأسواق المالية و خصائص الاقتصاد الكلي المتماثلة و الآثار الجانبية للتجارة و تلك الناجمة عن سلوك المستثمرين.

5 - 1 - 3- كيفية استخدام هذه المؤشرات:

مؤشرات الحيلة الكلية هي متغيرات كمية و لكن تقييم سلامة النظام المالي يتطلب أيضا القدرة على الجمع بين تحليل مؤشرات الحيلة الكلية و الأحكام المبنية على معرفة مدى كفاءة الأطر المؤسسية و التنظيمية، و هذه الأطر تشمل هيكل النظام المالي و الأسواق، المعايير المحاسبية المطبقة، متطلبات الإفصاح، تصنيف القروض، تدابير المثونات (المخصصات من الاحتياطات) و قواعد الاعتراف بالدخل و قواعد تخطيطية أخرى، نوعية الإشراف على المؤسسات المالية، البنية الأساسية التشريعية (بما في ذلك المتضمنة قواعد الإفلاس و حبس الرهن)، هياكل الحوافز، شبكات الأمان و الإجراءات المتعلقة بالتحريم و إلغاء القيود الماليين، و يتوقف تفسير مؤشرات الحيلة الكلية على كل هذه الأطر المؤسسية و متابعة هذه المؤشرات يستطيع أن يكمل فقط التقدير المؤسسي و لكنه لا يحل محله.

أ- اختبارات الضغوط:

كثيرا ما تستخدم دراسات الحيلة الكلية أنواعا مختلفة من تقنيات اختبار الضغوط - Test de Pressions لقياس قدرة الأنظمة المالية على مقاومة الصدمات، و يمكن استخدام مؤشرات مختارة من الاقتصاد الكلي لإجراء اختبار كمي على تأثير التغير في هذه المؤشرات على محافظ المؤسسات المالية و على القدرة الإجمالية للنظام المالي على الوفاء بالتزاماته، و اختبار الضغوط يمكن أن يساعد المحللين⁵¹ على تصور التطورات المستقبلية المحتملة في مؤشرات الحيلة الكلية و إسقاطها على تنبؤات و ملاحظات الاقتصاد الكلي حول العلاقات السابقة بين مؤشرات الاقتصاد الكلي و مؤشرات الحيلة الكلية.

و بشكل أعم فإنه نظرا لأهمية كل مؤشر، الذي قد يختلف من بلد لآخر فإن مؤشرات الحيلة الكلية ينبغي ألا تستخدم بطريقة ميكانيكية، و يجب أن يستند التقييم إلى مجموعة شاملة من المؤشرات

مع مراعاة البنيان الكلي و الوضع الاقتصادي للبلد و نظامه المالي، و بالمثل سيكون من الصعب الإحاطة بالواقع المعقد للأسواق المالية في مؤشر مركب حول سلامة النظام المالي، و يجب رصد مؤشرات الحيلة الكلية ليس فقط لتقييم سلامة النظام المصرفي بل أيضا لتقييم سلامة المؤسسات المالية غير المصرفية و أسواق الأوراق المالية.

5 - 1 - 4 - كيفية ترتيب هذه المؤشرات:

إن أهمية الإحصائيات الموثوق بها لتقييم حالة النظام المالي أمر مفروغ منه، و كذا مزايا تجميع البيانات الشامل و التي بدورها تكون مختبرة و دقيقة و قابلية المقارنة على النطاق الدولي، و الإفصاح العام عن المعلومات المفيدة في الوقت المناسب، و لسوء الحظ إن الإحصائيات المتاحة ليست دائما دقيقة بدرجة كافية و غير موجودة في الوقت المناسب لتقدم تحذير مبكر و واضح بشأن الصعوبات التي ستظهر⁵².

و تستمد مجموع مؤشرات الحیطة الجزئية من ميزانيات البنوك فرادی و من معلومات مالية تفصيلية أخرى، و بعض البيانات المطلوبة لحساب هذه المؤشرات تم جمعها بالفعل كجزء من أطر الإحصائيات المالية المختلفة للإحصائيات النقدية و حسابات تدفق الأموال و ميزانيات القطاعات - و إن تم ذلك في كثير من الأحيان بدون المستوى من التفاصيل المطلوب لتحليل مؤشرات الحیطة الكلية و هذه الأطر يمكن زيادتها للحصول على مؤشرات إضافية للحیطة الكلية، و نظرا لأن مثل هذه المؤشرات توجد لها بالفعل معايير دولية فإنه يمكن مقارنتها بسهولة بين البلدان، و إحدى الصفات المهمة لهذه الأطر أنها تقدم قطاعات معينة في سياق الاقتصاد الكلي و يمكن استخدامها لتحليل ديناميات القطاع المالي و انتقال الضغوط المالية عبر القطاعات، كما سيعزز الأخذ بهذه الأطر المتناسقة "كتيب الإحصائيات النقدية المالية - Le Manuel de Statistique Monétaires et Financières" الذي يصدر عن صندوق النقد الدولي.

و لم يتم بعد إدخال مؤشرات أخرى للحیطة الكلية في الأطر الإحصائية الموجودة، و يقتضي الأمر إدراجها بجمع المعلومات التي يستخدمها المشرفون الوطنيون لرصيد كل بنك على حدا، و بعض هذه البيانات يمكن جمعها لتصبح ذات مغزى و لكن بعضها الآخر قد يتبين أنه من الصعب جمعه أو يكون غير ملائم للجمع - إذ أن الجمع البسيط للبيانات عن كل بنك على حدا يمكن أن يخفي معلومات هيكلية هامة - و كثيرا ما يكون من الضروري تكملة البيانات⁵³ المجمعة بمعلومات عن التشتت و بتحليل مجموعات نظيرة، و كما تبين تجربة "برنامج تقييم القطاع المالي"، فإنه في حين تكون المقارنة بين البلدان بالنسبة لمؤشرات الاقتصاد الكلي واضحة ومباشرة بدرجة معقولة، فإن مسائل البيانات كثيرا ما تجعل المقارنة الدولية لمؤشرات الحیطة الجزئية المجمعة معقدة، و هذا إلى جانب مشكلات فنية إحصائية أخرى، تشكل تحديا و تحتاج للمعالجة حتى يمكن تأليف مجموعة ذات مغزى من مؤشرات الحیطة الكلية.

كذلك فإن الشفافية مهمة لمنع الأزمات، فيمكن أن تؤدي التحسينات في مستويات نشر البيانات و الخطوات التي تتخذ لزيادة شفافية السياسات إلى مساعدة الأسواق على تحسين تسعيرها للمخاطر، مما يحول دون تراكم حالات من الخلل، و يدفع صانعي السياسات إلى اتخاذ الإجراءات الضرورية في الوقت المناسب لمعالجة مظاهر الضعف.

كما أن الإشراف الدولي القوي مع المراقبة عن كثب للقطاع المالي و التركيز على المعايير الدولية ربما يساعد في تنبيه صانعي السياسة إلى المشكلات المتوقعة، و ينبغي أن يجسد هذا الإشراف أيضا منظورا إقليميا لتقديم تحذيرات عن العدوى الإقليمية الوشيكة.

كما أن هناك قضية شائكة أخرى هي قضية الضوابط على رأس المال و إشكالية تسلسل تحرير حسابات رأس المال، و هي من أشد القضايا التي تواجه البلدان النامية⁵⁴.

يوجد تحت تصرف واضعي السياسات تدابير لمواجهة التقلبات الدورية (السياسة النقدية، مرونة سعر الصرف الاسمي و السياسة المالية) و سياسات هيكلية (تخص التجارة و الإشراف على البنوك و تنظيمها) و ضوابط للتحكم في رؤوس الأموال (بما في ذلك التدفقات الكبيرة نحو الخارج)، و مع ذلك، لا توجد وصفة للسياسات يمكن أن تضمن أفضل استخدام و أطول استمرار لتدفق رؤوس الأموال للداخل، و قد تباينت ردود فعل السياسة الناجحة من بلد لآخر و لم تعتمد على أداة واحدة، إذ تحدد عدة عوامل رد فعل السياسة المناسب في بلد معين و يشمل سجلها في محاربة التضخم، و درجة انفتاح اقتصادها للتجارة الخارجية و حالة المالية العامة و حجم و سيولة سوق السندات المحلية و سلامة البنوك المحلية و مرونة الميزانية العمومية و نوعية إطار التنظيم و الرقابة بالنسبة للبنوك.

ويبدو أن الجزائر كغيرها من البلدان النامية التي تتطلع إلى الاستفادة من مزايا تدفقات رؤوس الأموال الدولية مطالبة بترسيخ قواعد و ممارسات مالية و بنكية أكثر تنافسية محليا، و هو في اعتقادي أمر إجباري على طريق التحرير المالي و يحقق التسلسل المدروس المطلوب للاندماج المالي السليم، و يركز كل هذا إلى قواعد تشريعية و تنظيمية و معايير محاسبية و جهاز إحصائي مرن يعكسه تدفق

مستمر للمعلومات و متاح لكل الفاعلين في السوق و في الأفق الزمني القياسي، مما يسهل عمل آلية السوق في تسعير مختلف الأدوات مرجحة بالمخاطر المناسبة لها، و تحقيق الاستقرار للاقتصاد الكلي شرط مسبق و أساسي و كذلك إطار مؤسسي داعم يوفر إدارة داخلية سليمة في

المؤسسات المالية و انضباطا خارجيا من خلال قوى السوق و تنظيم و إشراف قوي يفرض احترام معايير الحيلة و الحذر.

و تبين تجربة بلدان عديدة أن السياسات فرادى تتفاعل بطرق ذات دلالة كبيرة هي ⁵⁵ :

أولاً: قد تحدث تأثيرات غير مقصودة على تكوين تدفقات رؤوس الأموال للدخل، و بشكل خاص يؤدي اجتماع سعر الصرف الذي تم ربطه مع تدخل معقم و عدم وجود قيود على رأس المال بشأن التدفقات المالية على الأرجح إلى تعظيم حجم تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل للدخل، و تجربة المكسيك في الفترة من 1990 - 1993 و تجربة تايلاندا خلال الفترة حتى أزمة عام 1997 هما مثالان جيدان على كيف يمكن أن يكون لهذا الخليط السياسي آثار غير مقصودة.

ثانياً: قد يقلل التفاعل بين السياسات من فاعلية كل منها على حدا، فعلى سبيل المثال فإن الفروق في سعر الفائدة العالي التي تصاحب عادة التعقيم قد تخلق حافزا للالتفاف حول قيود رأس المال مما قد يضيع الآثار الانكماشية لجهود التعقيم.

لذلك فإن التسلسل الدقيق للسياسات المناسبة مهم جدا لتقليل المخاطر المرتبطة بتدفقات رؤوس الأموال للدخل.

خاتمة:

يتمثل أحد الجوانب السائدة في التاريخ الاقتصادي الحديث في الدور المتزايد لقوى السوق في الاقتصاد العالمي، و ينعكس ذلك على تزايد التكامل الاقتصادي عبر الدول و زيادة تحرر الأسواق المالية فقد أدت هذه الاتجاهات إلى مواجهة واضعي السياسات الاقتصادية لعدد من التساؤلات، فمثلا يبدو أن الأزمات المالية أصبحت تتكرر كثيرا في الوقت الذي يتم فيه عوامة الإقتصادات فهل هذا مجرد صدفة؟ فإن كان الأمر كذلك، فلا بد من تدعيم و تطوير آليات إدارة و تجنب الأزمات المالية.

و تظهر المعالم المشتركة للأزمات المالية الحديثة في دول الأسواق الناشئة، إن الأزمات الرئيسية أمريكا اللاتينية في بداية الثمانينات، و المكسيك و شرق آسيا و روسيا و البرازيل في التسعينيات، و بعدها في الأرجنتين في بداية القرن الحالي، تحمل في جوهرها تراكما للديون الأجنبية قصيرة الأجل إلى مستويات أصبحت في النهاية غير محتملة، ويرجع هذا التراكم جزئيا إلى حماسة المستثمرين الأجانب

و تثبيت أسعار الصرف، وقد تفاقمت آلام الأزمات بدورها بسبب ظروف الأنظمة المصرفية المحلية التي غالبا ما تضمنت مشاكلها العجز الكبير في تسديد الاستحقاقات و عجز موازنة أرصدة العملات (حيث لعبت أسعار الصرف الثابتة دورا)، و بتأثير العدوى التي اتجهت للتطور إقليمي و عبر الأسواق الناشئة باعتبارها من فئة الأصول.

فهل تؤدي العولمة إلى تفاقم هذه الأزمات أم إلى تخفيفها؟ إننا تؤدي إلى الأمرين معا، و لكنها إجمالا تؤدي إلى التفاقم أكثر من التخفيف، و مع ذلك تبقى العولمة هدفا جديرا بالسعي إليه لأن مزاياه الاقتصادية ككل تفوق تكاليفها، و هناك اتجاهان يصاحبان العولمة وهما التغيرات المستمرة من التمويل « بالاعتماد على البنوك » إلى التمويل « بالاعتماد على الأسواق » و من تدفقات القروض إلى تدفقات الأسهم و كلاهما يسهم في توزيع أوسع للمخاطرة، و بالإضافة إلى ذلك، هناك أدوات مالية جديدة مثل المشتقات، قد تكون مفيدة في تغطية المخاطرة، و تساعد خصائص العولمة هذه على التخفيف من آثار الأزمات.

و من ناحية أخرى، هناك خصائص عديدة للعولمة تؤدي إلى تفاقم الأزمات، فحيث أن المؤسسات المالية تنمو بالارتباط مع التدفقات إلى الأسواق الناشئة فإن التغيرات الطفيفة في اتجاهها يمكن أن تكون لها آثار كبيرة على هذه الأسواق، إذ يؤدي نمو المنافسة العالمية بين المستثمرين الدوليين إلى التشجيع المحتمل لسلوك القطيع، بالإضافة إلى الأخذ بنهج أكثر مغامرة تجاه المخاطرة، و طبيعة « الاعتماد على الأسواق » في التمويل تسير جنبا إلى جنب مع زيادة التوريق و النشاط الذي يتم خارج الميزانية، مما يؤدي بدوره إلى جعل الأسواق أقل شفافية، و هناك عدد من الأطراف ترتبط عادة بعقد المشتقات مما يزيد من صعوبة تقييم مخاطر الائتمان.

و بالمثل يقول بول كروجمان - Paul Kruguman في بحثه « الأزمات: ثمن العولمة؟ المقدم في ندوة جاكسون هول - Jaxon Hole » "إن التكامل العالمي المتزايد يعتبر تطورا إيجابيا بوجه عام، و لكنه يعرض الاقتصاد العالمي لأزمات أكثر و يرجع ذلك أساسا لأن تخفيف أو إلغاء في بعض الحالات القيود المالية غالبا ما يسبق الأخذ بمعايير كافية للتحوط و الحذر" و بالإضافة إلى ذلك، و حتى لو بدت الحجة غير مثيرة للجدل و هذا عكس ما يروج له منذ بداية التسعينيات بأن الانفتاح يقلل من احتمال وقوع الأزمات و يجعل عدم سداد القروض أمرا أكثر تكلفة بالنسبة للمقترضين.

وفي حين أن الأزمات المالية لا يمكن تجنبها، إلا أن هناك شروطا معينة يمكن أن تخفف من احتمال حدوثها، و من أهمها السياسة السليمة للاقتصاد الكلي و التوظيف الجيد و التنظيم الجيد للتدخل المالي المحلي في بلدان الأسواق الناشئة، و سيعتمد النظام الملائم لسعر الصرف على

الدولة و على ظروف معينة، فلا يوجد نظام ملائم لجميع الدول، ومن المؤكد أن هناك مجالا يتسع للترتيبات الوسيطة بين أسعار الصرف المعومة الحرة و بين أسعار الصرف ذات الربط المثبت بإحكام، إن تدفقات رأس المال قصيرة الأجل، و هو الشيء الرئيسي في معظم الأزمات، يجب ألا يتم تحريرها إلا بعد أن تكون البنية الأساسية المالية و المؤسسية و القانونية المحلية قادرة على التعامل مع التدفقات الكبيرة و هناك دورا هاما للتنظيم التحوطي و الذي يتعين أن لا يؤدي إلى عرقلة أداء السوق، و ذلك للحد من التدفقات الداخلة قصيرة الأجل و ذات آجال الاستحقاق القصيرة و عدم التوافق في العملات.

و ينبغي تكييف الترتيبات القائمة للإشراف و الرقابة على النظام المالي الدولي مع التحديات التي تفرضها الأسواق التي تزداد اندماجا و تطوير التعاون و التنسيق في الإشراف على الأسواق المالية، و الأمر يتطلب عمليات أفضل لرصد و تعزيز الاستقرار في النظام المالي الدولي، و أنه ينبغي للمؤسسات المالية الدولية التي تعمل على نحو وثيق مع الهيئات الإشرافية و التنظيمية الدولية أن تقوم بالإشراف على القطاعات المالية الوطنية و على أنظمتها الخاصة بالإشراف و التنظيم.

و تساهم المؤسسات المالية الدولية بوسائل مختلفة في تقوية النظام المالي العالمي، و أخيرا، فإن تقوية التعاون لابد و أن تسهم إلى حد كبير في قيام الأسواق المالية بوظيفتها على نحو أفضل، و سوف تستفيد هذه العملية بالكامل من المزايا الكبيرة للتحركات الحرة لرأس المال من أجل كل المشاركين في النظام المالي العالمي.

و لقد ألقت الأزمات التي حدثت منذ منتصف التسعينيات في الأسواق المالية الناشئة الضوء على ثلاثة مجالات تتطلب إجراء المزيد من التحسينات فيها:

أولا: يجب بذل جهود قوية لتحديد أوجه الضعف الأولية في الأنظمة المالية الوطنية و الدولية، و فضلا على ذلك، يجب أن تكون هناك إجراءات منسقة للتوصل إلى تفهم أفضل لمصادر المخاطر النظامية و تبني سياسات مالية و تنظيمية و إشرافية فعالة للتخفيف منها.

ثانيا: يجب توفير إجراءات أكثر فعالية لضمان استحداث و تطبيق قواعد و معايير دولية لأفضل الممارسات، و أن يتم تحديد الثغرات في هذه المعايير و سدها بطريقة فعالة.

ثالثا: يجب إيجاد ترتيبات محسنة لضمان تطبيق قواعد و ترتيبات دولية متجانسة في جميع المؤسسات المالية المهمة، و أن تكون هناك إجراءات لضمان التدفق المستمر للمعلومات فيما بين السلطات المسؤولة عن الاستقرار المالي.

و يؤكد لامفالوسي ألكسندر – Alexandre Lamfalussy على أن العولة عملية متطورة و ليست ثابتة، و في هذا السياق يقول ⁵⁶: "إن قضية كيفية إدارة نظام علمي محرر بالكامل ليست الأكثر إلحاحا... إن اهتمامنا العملي يجب أن يتركز في كيفية إدارة الانتقال من هنا إلى هناك".

و باعتبار الجزائر لا تزال في مرحلة انتقالية إلى اقتصاد السوق نتيجة عدم ترسخ القواعد الحرة و المنظمة للسوق سواء على مستوى الذهنيات أو من خلال الممارسات، و في ظل انغلاق السوق المالي في وجه تدفقات رؤوس الأموال الدولية بسبب أنه لا يزال في طور التشكل و صغر حجمه و ضعف تمويله للاقتصاد، فنمط الوساطة في الجزائر لا زالت تسيطر عليه الوساطة غير المباشرة، ففي هذه الحالة لا يمكننا الحديث عن إمكانية " تغير مشاعر السوق " و تبدل ثقة المستثمرين و انتقال "آثار العدوى المالية" كما هو عليه الحال في حالة الأسواق الناشئة التي تعرضت للأزمات و انتقال العدوى فيما بينها نتيجة ارتباط علاوات السندات، فهي أسواق مندبجة ماليا، هذه الأزمات التي ينشأ عنها في العادة فرار مكثف لرؤوس الأموال قصيرة الأجل و سلوك القطيع الذي يلاحظ على المستثمرين المؤسساتيين.

و تظهر الآثار الممكنة لهذه الأزمات المالية و ما يصاحبها من تقلبات في رؤوس الأموال الدولية في إمكانية تقلبات أسعار الصرف و الفائدة و ما لها من آثار على الاقتصاد الجزائري مثلما أوضحنا ذلك سابقا، إضافة إلى ذلك إمكانية تعرض الاقتصاد الجزائري لصدمات معدلات التبادل التجاري واردة جدا في حالة الجزائر التي تعتمد مواردها على اقتصاد أحادي التصدير، و هو ما يمكن أن يتسبب في أزمة من النوع التقليدي (صدمات معدل التبادل التجاري)، و في ظل هذه المعطيات يمكن أن يستفيد الاقتصاد الجزائري من الوضع الراهن من آلية المناطق المستهدفة لتقلبات أسعار الصرف العملات الثلاث الكبرى هذا إن تبنت الدول الصناعية هذه الآلية بشكل رسمي فهي ما تزال محل جدال، فتخفيف تقلبات أسعار الصرف سوف يعود بالمنفعة على الجزائر من خلال تجنب كل من عائدات الصادرات و الاحتياطات و المديونية الآثار السلبية للتقلبات الحادة في أسعار الصرف، خصوصا عندما نعلم بالتوظيفات المحدودة للاحتياطات من قبل بنك الجزائر.

و من جهة أخرى و لتقليل آثار تقلبات أسعار السلع في السوق العالمية على الأسعار المحلية و على الإيرادات و الصادرات، لجأت كثير من البلدان التي تصدر منتجات أولية إلى وضع مخططات لاستقرار الأسعار – Des Mécanismes de Stabilisation des Prix و هذا الأمر ضروري بالنسبة للجزائر، غير أن صانعي السياسة يحتاجون إلى تقديرات يمكن

الاعتماد عليها لحجم و مدة استمرار صدمات أسعار السلع عند وضع سياسات ضد التقلبات الدورية التي يمكن أن تحدد مخططات استقرار الأسعار، و بالرغم من فعالية هذه المخططات في المحافظة على استقرار مستوى الدخل و الاستهلاك في مواجهة صدمات الأسعار قصيرة الأجل، فإن الصدمات طويلة الأجل تتطلب تصورا دقيقا لسيناريو السياسات التي تمكن البلد من التكيف مع مستويات الدخل و الاستهلاك الجديد، و في هذا المقام، هل يمتلك واضعي السياسات في الجزائر مثل هذه الإستراتيجيات إذا ما تعرضت أسعار البترول إلى صدمات معاكسة؟ و من الواضح أن صانعي السياسات في الجزائر يمتلكون فقط سيناريوهات في حالة الصدمة الإيجابية للأسعار (الزيادة) و يفقدون إلى إستراتيجية و لو قصيرة المدى في حالة الصدمة المعاكسة خصوصا و أننا لا زلنا نعتمد على الريع البترولي على المدى القصير و المتوسط، و الدليل على ذلك ما حدث إثر الصدمة البترولية في سنة 1986 عندما انخفضت أسعار البترول، و ما تلتها من فوضى اقتصادية و قلقا اجتماعية و أمنية لا زلنا نعيش آثارها إلى يومنا هذا.

قائمة الهوامش:

- 1 - هانز تيتماير، " تطوير التعاون و التنسيق في الإشراف على الأسواق المالية "، مجلة التمويل و التنمية، سبتمبر 1999، ص 20 - 21.
- 2 - تصريح الخبير الاقتصادي محمد العميري في الصحافة المكتوبة، " النمو راجع لضخ الدولة أموالا ضخمة "، جريدة الخبر 29 / 02 / 2004، عدد 4021، ص 02.
- 3 - تصريح الخبير الاقتصادي أرسلان شيخاوي في الصحافة المكتوبة، " التدابير الاقتصادية تضل مجرد مسكنات "، جريدة الخبر 29 / 02 / 2004، عدد 4021، ص 02.
- 5 - تصريح المستشار الأسبق برئاسة الجمهورية عبد المجيد بوزيدي في الصحافة المكتوبة، " النمو راجع لضخ الدولة أموالا ضخمة "، جريدة الخبر 29 / 02 / 2004، عدد 4021، ص 02.
- 5 - " إصلاح البنوك رهين القرار السياسي "، جريدة الخبر 07 / 08 / 2005، عدد 4467، ص 06.
- 6 - " العمليات المصرفية لن تتجاوز 05 أيام في نظام الدفع الجديد "، جريدة الخبر 02 / 08 / 2005، عدد 4462، ص 11.
- 7 - تصريح وزير المالية السيد: مراد مدلسي في الصحافة المكتوبة، " بنوكنا تجارية محضة "، جريدة الخبر 08 / 08 / 2005، عدد 4468، ص 02.
- 8 - " إصلاح البنوك رهين القرار السياسي "، جريدة الخبر، مرجع سبق ذكره، ص 06.
- 9 - " بإمكان الأجانب أن يمتلكوا الأغلبية في البنوك العمومية "، جريدة الخبر 23 / 06 / 2005، عدد 4429، ص 04.
- 10 - " إصلاح البنوك رهين القرار السياسي "، جريدة الخبر، مرجع سبق ذكره، ص 06.

- 11 - " مسح الديون غير مضمونة الدفع كلف الجزائر 35 مليار دولار "، جريدة الخبر 28 / 06 / 2005، عدد 4433، ص. 06.
- 12 - " إصلاح البنوك رهين القرار السياسي "، جريدة الخبر، مرجع سبق ذكره، ص 06.
- 13 - " بورصة الجزائر هيكل دون روح "، جريدة الخبر 05 / 07 / 2005، عدد 4439، ص 06.
- 14- First quarter 1999.1 " Ing Barings ", Global Economics. P 123, See Also IFS April 1999.
- G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini, " What Caused The Asian Currency and Financial Crises ", NBER, Working Paper N° 6833, 1998, Part I, P 05.
Available at : WWW.Stern.NYU.EDU/~ Roubini/Asia.6833/Asia CRI 1.PDF
- تشير بعض المراجع إلى أن تخفيض العملة الصينية في جانفي عام 1994 قد بلغ 50 %
- 16 - John S. Evans. International Finance. The Dryden Press, New York 1996, PP 368 – 369.
- 17 - Manuel Guitian , " Le défi Posé par la gestion des flux de capitaux " , Finance et Développement , juin 1999 , P 16 .
- Iuis Miotti, Dominique Plihon, " Libéralisation Financière, Spéculation et Crises Bancaires, 18 "Economie Internationale, La revue du Cep II N° 85, 1^{er} Trimestre 2001, PP12 – 13.
- Christian Mulder, " Détecter les facteurs de Vulnérabilité Financière pour Prévenir les Crises ", Finance et Développement, Décembre 2002, P 08.
- 8 - IB.ID, P 020
- IB.ID, P 09.21
- IB.ID, P 09.22
- 10 - IB.ID, P 23
- Anne Y. Kester, " Pour une meilleure communication des données sur les réserves internationales ", Finance et Développement, juin 2000, P 49.
- 25 - د. عماد الإمام، الأزمات المالية و حلولها، دار العربي، القاهرة 2002، ص 93.
- 26 - المرجع السابق، ص 94.
- 27 - المرجع السابق، ص 95.
- 28 - المرجع السابق، ص 98.
- Nouriel Roubini et Brad Setser, " Tout est dans le bilan ", revue économique de l' OCDE, N° 34, Paris 2002, P 14.
- Available at: WWW.OECD.ORG/Bilan/2002/No 34/Review.HTM
- IB.ID, P 15.03
- IB.ID, P 15.13
- 32 - د. عماد الإمام، الأزمات المالية و حلولها، مرجع سبق ذكره، ص 103.
- Nouriel Roubini et Brad Setser, " Tout est dans le bilan ", OP.Cit, P 16. 33
- IB.ID, P 17.34
- IB.ID, P 17.35
- IB.ID, P 18.36
- 37 - د. عماد الإمام، الأزمات المالية و حلولها، مرجع سبق ذكره، ص 104.
- 38 - المرجع السابق، ص 104.

- Nouriel Roubini et Brad Setser, " Tout est dans le bilan ", OP.Cit, P 24.**39**
- IB.ID, P 25.**40**
- IB.ID, P 27.**14**
- IB.ID, P 28.**42**
- 43** - د. عماد الإمام، الأزمات المالية و حلولها، مرجع سبق ذكره، ص 111.
- 44** - المرجع السابق، ص 111.
- 45** - المرجع السابق، ص 112.
- 46** - المرجع السابق، ص 112.
- Owen Evans et Paul Hilbers, " les indicateurs Macro-Prudentiels_Indicateurs de la santé et **47** de la stabilité du système financière ", Etude spéciale de FMI N° 192, Washington , FMI, 2000, PP 6-7.
- Available at: WWW.IMF.ORG/External/np/Macro-Prud/192/2000HTM
- IB.ID, P 08. **48**
- IB.ID, P 08.**49**
- IB.ID, P 09.**50**
- IB.ID, P 10.**51**
- 52** - د. عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية و إمكانيات التحكم - عدوى الأزمات المالية -، مرجع سبق ذكره، ص 81-82.
- 53** - Owen Evans et Paul Hilbers, " les indicateurs Macro-Prudentiels...", OP.Cit, PP 10-11.
- Timothy D. Line et al, " IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A **54** Preliminary Assessment ", Etude Spéciale N° 178 du FMI, 1999, P 13.
- Available at: WWW.Economics.Hardvard.EDU/~DL.Timothy/NBER.1999.HTM
- IB.ID, P 14.**55**
- Alexandre Lamfalussy, " Financial Crises in Emerging Markets: An essay on Financial **56** Globalization and Fragility "
- ترجمة د. خالد وهيب الراوي و د. أمينة العالي جرش، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان 2003، ص27.