تحليل أثر الأزمات المالية على الدول النامية مع الإشارة إلى مصر

إيمان محمد محب زكى

أستاذ الاقتصاد المساعد بكلية التجارة جامعة الإسكندرية

لا تعتبر الأزمات المالية بالأمر الجديد على المجتمع الدولي، فإن التاريخ حافل بأزمات متعلقة بأسعار صرف العملات وأزمات البنوك وأزمات المديونية الخارجية [IMF, Nov. 1997]. فقد شهد القرن العشرون عدة أزمات مالية: ففي حقبة الستينات ظهرت أزمة الاسترليني والفرنك الفرنسي، كما شهد أوائل السبعينات انهيار نظام بريتون وودز. وظهرت أزمة المديونية في الثمانينات. وفي التسعينات اندلعت أزمة العملة في أوروبا في ١٩٩٢-١٩٩٣. وشهدت أمريكا اللاتينية أزمات مالية حادة في ١٩٩٤ و ١٩٩٥. وتفجرت أخر هذه الأزمات المالية في شرق أسيا في النصف الثاني من ١٩٩٧. ثم صارت روسيا والبرازيل مركزا جديدا للأزمات حيث انخفضت قيمة العملة الوطنية انخفاضا حادا واستدعى الأمر إعادة هيكلة الدين العام.

في إطار محاولة تحليل أثر الأزمات المالية على الدول النامية، سوف تحاول الدراسة الإجابة على التساؤلات الآتية:

أولا: ما هى أنواع الأزمات المالية، وما هى الأسباب الكامنة وراء ظهورها؟

ثانيا: ما هى أهم المتغيرات التي يمكن استخدامها لقياس ظاهرة تعرض اقتصاد معين للأزمة المالية؟

ثالثا: ما هى آثار الأزمات المالية على الاقتصاد الدولي؟

رابعا: ما هى التكاليف المباشرة وغير المباشرة للأزمة المالية؟

خامسا: ما مدى نجاح برنامج الإصلاح المالي المصري، وما هو موقف الاقتصاد المصري من الأزمات المالية العالمية الأخيرة؟

سادسا: ما هى أهم النتائج؟

أولا: أنواع الأزمات المالية وأهم الأسباب الكامنة وراء ظهورها: يمكننا تقسيم الأزمات المالية إلى عدة أنواع لعل أهمها: أزمة العملة وأزمة البنوك وأزمة المديونية الخارجية. وعادة ما يتم التعرف على أزمة العملة عن طريق استخدام معيار التدهور الحاد في قيمة العملة المحلية (Frankel, 1996). ولكن مما هو جدير بالملاحظة أن الاعتماد على هذا المعيار وحده سوف يستبعد الحالات التي تكون فيها العملة قد تعرضت لضغط شديد ولكن السلطات استطاعت أن تتدخل بنجاح لحماية عملتها عن طريق الاحتياطيات الدولية ورفع أسعار الفائدة. ولذلك يرى البعض ضرورة حساب رقم قياسي يعكس مدى الضغط الذي يسببه عامل المضاربة على قيمة العملة، على أن يأخذ هذا الرقم في الحسبان، ليس فقط تغيرات سعر الصرف، بل يركز كذلك على مقدار التغيرات في الاحتياطيات الدولية وأسعار الفائدة حتى يمكن امتصاص الضغوط والتقليل من حدة تقلبات سعر الصرف. وعلى ذلك فإن الأزمات التي سوف تصنف وفقا لهذا الرقم القياسي Index of speculative pressure، سوف تأخذ في الحسبان الفترات التي تشهد انخفاضا حادا في قيمة العملة بالإضافة إلى فترات تدخل الدولة لمنع تدهور قيمة العملة أو التخلص من سعر الصرف المربوط.

وللتعرف على أزمات العملات، فقد قامت دراسة شملت عينة من أكثر من خمسين دولة، خلال الفترة ١٩٧٥-١٩٩٧، بتركيب رقم قياسي يصور مدى الضغط الذي يواجه سوق الصرف الأجنبي وبالتالي ظهور أزمة عملة (Eichengreen et al., 1996).

وقد حُسب هذا الرقم على أساس المتوسط المرجح لتغيرات سعر الصرف الشهرية وتغيرات الاحتياطيات. وخلال الفترات التي فاق فيها الرقم القياسي حدا معينا، دل ذلك على وجود أزمة عملة. وأوضحت الدراسة أنه في ٥٥ حالة من حالات أزمات العملات، فإن المكون الخاص بسعر الصرف في الرقم القياسي، كان مسئولا عن أكثر من ٧٥% من ارتفاع قيمة هذا الرقم عن الحد الطبيعي المحدد. وقد عُرفت هذه الفترات بأزمات العملات والتي اتسمت بانخفاض حاد في قيمة العملة المحلية. أما مكون الاحتياطيات الأجنبية ومدى تغيره، فكان مسئولا عن ٧٥% من ارتفاع قيمة الرقم القياسي عن الحد الطبيعي المحدد وذلك بالنسبة

لـ٥٥ حالة أخرى. ومما هو جدير بالذكر، أنه قد ظهرت هناك حالات تعرضت فيها أكثر من دولة لنفس الأزمة وذلك نتيجة للصدمات المشتركة وآثار الانتشار، إلا أن الدراسة اعتبرتها أكثر من أزمة واحدة (فمثلا ترتب على الأزمة المالية الأخيرة في آسيا خمس أزمات للعملات).

هذا وقد أثبتت الدراسة أن الأزمات المتعلقة بالعملة كانت الأكثر شيوعا نسبيا خلال الفترة ١٩٧٥-١٩٨٦ بالمقارنة بالفترة ١٩٨٧-١٩٩٧. فقد انتشرت أزمات العملات في منتصف السبعينات حيث عانت الكثير من الدول من الصدمات الخارجية الحادة.

وحتى نتعرف على مدى عمق أزمة العملة فعلينا أن نقوم باختبار تطور سلوك أربعة عوامل خلال عملية التعديل والتغير الهيكلي وهى:

- مدى عجز الحساب الجاري في الفترات السابقة للأزمة.
- ظروف البيئة الخارجية المصاحبة للأزمة.
- وضع الدين الداخلي والخارجي.
- مدى تماسك وقوة القطاع المصرفي.

وسوف نتناول كل عامل بالتحليل:

- مدى عجز الحساب الجاري في الفترات السابقة للأزمة:

فنلاحظ ارتفاع نسبة عجز الحساب الجاري لإجمالي الناتج المحلي في معظم الدول التي اندلعت فيها الأزمة، فقد بلغت هذه النسبة ٤% في البرازيل و ٨% في تايلاند في الفترة التي سبقت الأزمة المالية. وفي البداية، تم تمويل هذا العجز عن طريق تدفق رؤوس الأموال الخاصة للداخل، ولكن عندما تأثرت توقعات المستثمرين بشكل سلبي وتزعزعت ثقتهم عند المستويات السائدة لأسعار الفائدة وأسعار الصرف المعلنة، بدأت الضغوط تظهر في الأسواق المالية. وقد تدخلت البنوك المركزية لمساندة سعر الصرف ثم سمحت بعد ذلك بتعويم العملة.

ومما هو جدير بالملاحظة، أنه على الرغم من تشابه ظروف الكثير من الدول من حيث ارتفاع عجز الحساب الجاري قبل الأزمة، إلا أن وضع المدخرات المحلية والاستثمار قد اختلف اختلافا كبيرا. فنلاحظ ارتفاع مستويات الادخار والاستثمار في الدول الأسيوية التي تعرضت للأزمة، فبلغت نسبة المدخرات لإجمالي الناتج المحلي ٣٢,٤% ونسبة الاستثمار لإجمالي الناتج المحلي ٣٠,٤% في ١٩٩٨ في حين بلغت نسبة المدخرات لإجمالي الناتج المحلي ١٧,١% ونسبة الاستثمار لإجمالي الناتج المحلي ٢١,٥% في ١٩٩٨ في دول أمريكا اللاتينية التي عانت من الأزمات المالية (IMF, May 1999).

- ظروف البيئة الخارجية المصاحبة للأزمة:

فنلاحظ أن العامل الأساسي وراء الصحوة السريعة في المكسيك كان وجود طلب خارجي كبير من قبل الولايات المتحدة الأمريكية، فقد شكلت صادرات المكسيك للولايات المتحدة حوالي ٢٥% من إجمالي الناتج المحلي للمكسيك وحوالي ٨٥% من إجمالي صادرات المكسيك. أما بالنسبة للدول الأسيوية التي اندلعت فيها الأزمة، فقد تأثرت بانخفاض حجم التبادل التجاري الإقليمي بين دول جنوب شرق آسيا (شاملة التجارة مع اليابان). ونفس الشيء حدث بالنسبة للبرازيل ولكن بصورة اقل حدة حيث أن التبادل التجاري الإقليمي بين دول أمريكا اللاتينية أقل بكثير من نظيره بين دول جنوب شرق آسيا. ولكن من ناحية أخرى فقد استفادت البرازيل من السياسات النقدية التوسعية التي اتبعتها عدد من الدول المتقدمة حيث انخفضت أسعار الفائدة العالمية. (فلقد ارتفعت أسعار الفائدة العالمية في الشهور السابقة للأزمة المكسيكية ثم انخفضت انخفاضا ملحوظا).

- وضع المديونية الداخلية والخارجية:

فقد واجهت البرازيل صعوبات كثيرة في مجال الإصلاح المالي نظرا لزيادة حجم الدين العام في الوقت الذي تعرض فيه الاقتصاد لارتفاع معدل التضخم والتدهور الحاد في قيمة العملة المحلية مما زاد من عبء المديونية الخارجية والداخلية. وعلى ذلك صاحب العجز في الحساب الجاري زيادة نسبة الدين المحلي لإجمالي الناتج المحلي. أما المكسيك فقد

واجهت عبء المديونية ولكن التعديل الهيكلي المالي كان اقل خطورة بالمقارنة بالبرازيل حيث أن الموازنة العامة في المكسيك كانت تقريبا متوازنة. أما عن دول آسيا التي شهدت الأزمة المالية الأخيرة، فقد كانت تتسم بانخفاض كبير في حجم الدين العام، ولكن المشكلة الرئيسية في هذه الدول كانت ارتفاع مستويات وقصر فترة الاستحقاق بالنسبة للدين الخارجي للقطاع الخاص.

- مدى تماسك وقوة القطاع المصرفي:

عندما ظهرت سلبيات القطاع المصرفي، استطاعت السلطات المكسيكية أن تتدخل لوقف عملية السحب الكبير للودائع، كما تدخلت الحكومة لمراقبة ميزانيات البنوك. أما الوضع في آسيا فقد كان مختلفا، فقد عانت هذه الدول من مشكلات القطاع المصرفي وضعفه وفي ظل أنظمة سعر الصرف المتبعة، تمادت البنوك والمؤسسات المالية في منح القروض في حين توجهت معظم الاستثمارات إلى مشروعات حققت عوائد منخفضة فظهرت الأزمات. وتطلب الأمر إعادة هيكلة البنوك والمؤسسات المصرفية لمواجهة الأزمات المالية. وبالقطع ذلك يستدعي فترة زمنية طويلة نسبيا حيث أن إجراءات التعديل والتغيير تتضمن عدد كبير من الوسطاء الماليين والعملاء. أما في البرازيل فقد كان الوضع نسبيا أفضل حيث أن الإجراءات التصحيحية المتعلقة بالقطاع المصرفي قد بدأت منذ فترة زمنية ماضية.

أما عن أزمة البنوك، فتظهر عندما يشير الوضع الواقعي أو المحتمل إلى فشل البنك كمؤسسة مصرفية مما يستدعي ضرورة تدخل الحكومة لمساندته على نطاق واسع (Capie et al., 1985). ولكن في الواقع العملي، عادة ما تظهر صعوبات عند تحديد أزمة البنوك، وذلك يرجع جزئيا إلى نقص البيانات من ناحية ولطبيعة المشكلة من ناحية أخرى. فعلى الرغم من أن البيانات المتعلقة بودائع البنوك تعتبر متاحة، وبالتالي يمكن استخدامها للتعرف على أزمات البنوك، وخاصة ظاهرة السحب الكبير للودائع، إلا أنه في كثير من الحالات فإن المشكلات لا تنبع في جانب الخصوم من ميزانية البنوك بل تظهر في جانب الأصول. وعلى ذلك يكون السحب الكبير للودائع نتيجة وليس سببا لمشكلات البنوك. فمثلا

السحب الكبير للودائع في إندونيسيا خلال الأزمة المالية الأخيرة كان نتيجة لوجود صعوبات في جانب الأصول وسيادة عدم الثقة وعدم التأكد حول قيمة العملة الوطنية.
ومن أهم هذه الصعوبات: ارتفاع نسبة القروض غير المنجزة لأهدافها (الديون المتعثرة) في محفظة الإقراض البنكي والتقلبات الحادة في أسعار الأسهم وفي قيمة الأصول الحقيقية وغيرها من المؤشرات الدالة على فشل رجال الأعمال. ولكن الصعوبة تكمن في كون البيانات المتعلقة بمثل هذه المتغيرات غير كافية في الكثير من الدول، خاصة البيانات المتعلقة بالديون المتعثرة. وحتى في حالة توافر البيانات التفصيلية عن مثل هذه الديون لدى البنوك المركزية، فعادة ما يكون هناك قصور في طرق التحليل والمتابعة وقياس رد الفعل، مما يؤدي إلى تدهور الأحداث إلى حد الكارثة. ونتيجة لذلك، عادة ما يتم رصد أزمات البنوك بناء على مجموعة من المتغيرات لعل أهمها: السحب الكبير للودائع ومدى تمادي الحكومة في تقديم المساعدة للهيئة المصرفية ونظام الإغلاق الإجباري لبعض المؤسسات المصرفية.
ومما هو جدير بالذكر أن السحب الكبير للودائع كان من أهم الظواهر التي انتشرت في الثمانينات والتسعينات في عدد من الدول النامية مثل الوضع في الأرجنتين والفيليبين وتايلاند وتركيا وأوروجواي وفنزويلا.

هذا وقد تتطور أزمات البنوك فتظهر أزمات مالية حادة تهدد النظام الاقتصادي ذاته مما يؤدي إلى اضطراب في أسواق المال والحد من كفاءة عمل الأسواق المختلفة، وبالتالي يتأثر الجانب الحقيقي للاقتصاد بشكل سلبي. وعلى ذلك تتضمن مثل هذه الأزمات التي تمس النظام ذاته وجود أزمة عملة.

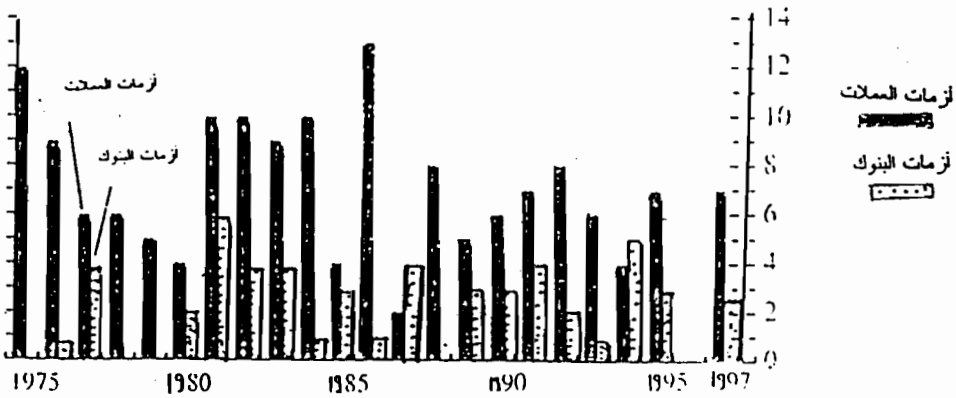
ولقد تم تجميع عدد من أزمات البنوك واشتقاقها من دراسات سابقة (Caprio & Klingebiel, 1996). ففي خلال الفترة ١٩٨٧-١٩٩٧ ظهرت ٥٤ أزمة. وقد تركزت أزمات البنوك في أوائل الثمانينات، كما تعددت أزمات البنوك خلال الفترة ١٩٨٧-١٩٩٧ وربما يكون ذلك مرتبطا بظاهرة تحرير القطاع المالي.

الشكل التالي يوضح عدد أزمات البنوك والعملات التي تعرضت لها عدد من الـــدول الصناعية والدول النامية خلال الفترة ١٩٧٥-١٩٩٧.

شكل رقم (١)

عدد مرات ظهور أزمات العملات والبنوك خلال ١٩٧٥-١٩٩٧

في عدد من الدول الصناعية والدول النامية



Source: IMF, World Economic Outlook, May, 1998

وإذا قارنا الوضع في الدول الصناعية المتقدمة بالوضع في الأسواق الصاعدة، فإننـــا نلاحظ أن الدول الصناعية قد تعرضت لأزمات عملات وبنوك بشكل أخـــف خـــلال الفـــترة ١٩٧٥-١٩٩٧. فقد تعرضت الدول النامية لضعف عدد مرات ظـــهور أزمـــات العمـــلات بالمقارنة بالدول الصناعية، بينما تعرضت الأسواق الصاعدة لأكثر من ضعف عـــدد مـــرات ظهور أزمات البنوك بالمقارنة بالدول الصناعية (IMF, May 1998).

وإذا أخذنا في الحسبان أن أزمات البنوك والعملات يمكن أن يكون لها أساس واحـــد مشترك، أو أن نوعا معينا من الأزمات يمكن أن يحفز ظهور نوع آخر، فلا يدعـــو الأمـــر للدهشة إذا وجدنا أن بعض الدول قد واجهت أزمات العملات والبنوك في نفس الوقت. وفـــي

هذه الأحوال نلاحظ أن أزمات البنوك قد سبقت أزمات العملات في معظم الأحوال. فقد بينت الدراسات التي ركزت على وقت حدوث الأزمات وتحديدها على أساس سنوي، أن أزمات البنوك قد سبقت أزمات العملات بحوالي سنة في ١٣ حالة، وبحوالي سنتين في حوالي ١٠ حالات. وقد كانت الأزمات متزامنة في حوالي ١٢ حالة. وقد سبقت أزمات العملات أزمات البنوك بحوالي سنة في ٧ حالات، و بسنتين في ٤ حالات. بل بينت بعض الدراسات أن أزمات البنوك يمكن أن تساعد إحصائيا على التنبؤ بأزمات العملات ولكن العكس غير صحيح (Kaminsky & Reinhart, 1996).

أما عن أزمة المديونية الخارجية فتظهر عندما تعجز الدولة عن خدمة الدين الخارجي. وقد تفاقمت أزمة الديون في أمريكا اللاتينية في النصف الأول من الثمانينات. ولقد أدى اعتماد الكثير من الدول النامية على الاقتراض قصير الأجل لتمويل عجز الحساب الجاري إلى ظهور أزمات حادة في آسيا في ١٩٩٧ وفي أمريكا اللاتينية وخاصة في المكسيك في ١٩٩٤/١٩٩٥.

هذا وقد أدى انعدام التوازن المالي إلى اندلاع الأزمة المالية في كل من روسيا والبرازيل في عام ١٩٩٨. فإن الأزمة الرئيسية في البرازيل كانت كامنة في ارتفاع نسبة العجز المالي لإجمالي الناتج المحلي حيث بلغت هذه النسبة ٨% في ١٩٩٨. وقد صاحب ذلك ارتفاع عجز الحساب الجاري حيث بلغت نسبة هذا العجز لإجمالي الناتج المحلي ٤,٥% في ١٩٩٨ (IMF, May 1999). وترتب على هذا العجز المتزايد وارتفاع الدين العام تغير توقعات المستثمرين. فقد كان هناك شعور بأن سعر الصرف القائم لا يمكن أن يظل دون تغيير رغم جهود الإصلاح المالي، فتدفقت رؤوس الأموال إلى الخارج بشكل كبير حتى بلغت ١,٢٠ بليون دولار في يناير ١٩٩٨ (IMF, 1999).

وكذلك أدى انعدام التوازن المالي إلى اندلاع الأزمة المالية في روسيا حيث استمر هذا الوضع مع وجود ضعف هيكلي في القطاع المصرفي وفي قطاع الأعمال. فعلى الرغم

من نجاح برنامج الإصلاح في روسيا في خفض معدل التضخم نسبيا، إلا أن نجاحا محدودا للغاية قد تحقق في مجال مواجهة المشكلات المصرفية والهيكلية. وفي نهاية عام ١٩٩٧ تزعزعت ثقة المستثمرين وارتفعت أسعار الفائدة بشكل سريع مما أدى إلى تضخم الدين العام في روسيا وتزايد عبئه. هذا وقد تزايد الوضع المالي سوءا نتيجة انخفاض أسعار البترول والسلع الأخرى وانخفاض إيرادات الضرائب والمتحصلات المترتبة على برنامج الخصخصة وخاصة في قطاع الطاقة. فقد انخفضت صادرات البترول والغاز بحوالي ٢٠% في الشهور السبع الأولى من عام ١٩٩٨ بالمقارنة بنفس الفترة في ١٩٩٧ وسجل الحساب الجاري عجزا كبيرا (IMF, 1999). وقد أوضحت تجربة روسيا مدى عمق المشكلات المالية والهيكلية. فقد عجزت السياسة المالية على أن توفر الحوافز اللازمة من أجل إعادة هيكلة قطاع الأعمال وصاحب ذلك خللا كبيرا في النظام الضريبي وفي هيكل الإعانات. كما كانت الترتيبات الخاصة بشبكة التأمينات الاجتماعية ضعيفة إلى حد كبير. هذا وقد زاد التعسف في فرض الضريبة، لمواجهة الزيادة الهائلة في الإنفاق العام، مما ترتب عليه انتشار ظاهرة التهرب الضريبي والرشوة. وبذلك عجزت الحكومة في روسيا عن الدفاع عن النظام الخاص بسعر الصرف وزاد الدين العام بشكل كبير كما تزايدت المديونية الخارجية للقطاع الخاص وانخفضت قيمة العملة المحلية بشدة وظهرت الصعوبات المتعلقة بإعادة هيكلة الدين المحلي الحكومي وارتفع معدل التضخم وفشلت أسواق المال والقطاع المصرفي. وقد كانت هناك عقبات تقف في وجه الإصلاح المالي مع وجود صعوبات حادة في بعض القطاعات الحيوية. فعلى سبيل المثال أجبرت شركات البترول على توفير احتياجات معامل التكرير المحلية على الرغم من عدم قيام الأخيرة بالدفع. كما زادت حالات إشهار الإفلاس وتم فرض الأسعار الإجبارية الرسمية على عدد من الأنشطة الاقتصادية.

هذا وأحيانا تتداخل الأزمات وتظهر الأزمات الثلاث - العملات والبنوك والمديونية - في نفس الوقت، مثلما حدث في أزمة آسيا الأخيرة وأزمة المكسيك في ١٩٩٤-١٩٩٥. وكذلك فإن ما يظهر كنوع من أنواع الأزمات يمكن أن يتطور إلى نوع آخر. فإن أزمات البنوك عادة ما سبقت أزمات العملات في الدول النامية. وإن مشكلات البنوك قد

سبقت أزمات الديون في الأرجنتين وشيلي في ١٩٨١-١٩٨٢ وكذلك في كولومبيا والمكسيك وبيرو وأوروجواى. وعلى الجانب الآخر فإن الأزمات التي بدأت كأزمة عملة في بعض دول شرق آسيا قد تفاقمت إلى أزمات مديونية وبنوك.

هذا ويترتب على سبق نوع معين من الأزمات على نوع آخر تغير طبيعة الأزمات. بل صارت الأزمات أكثر حدة ودرجة توقعها أقل حيث صارت مخاطر الانتشار أكبر. كما صارت الأزمات ذات طابع إقليمي حيث بدأت الأزمات المالية تصيب مناطق إقليمية بأكملها. وقد ترتب على زيادة الاندماج في أسواق المال العالمية وسيادة التحرير المالي، أن الأزمات بدأت تظهر في جانب حساب رأس المال في ميزان المدفوعات أكثر من أى وقت مضى. فإن تغير ثقة المستثمرين تحدث انعكاسا مفاجئا وحادا في التدفقات الرأسمالية. وأن تزايد مثل هذه التدفقات في السنوات الأخيرة أدى إلى أن الأزمات بدأت تظهر بشكل أسرع مما كان يحدث في الماضي. فقد ترتب على العولمة والتحرير والاندماج المالي أن قلت الحوافز المتعلقة بجمع البيانات والمعلومات الخاصة عن دولة معينة، وترتب على ذلك تقوية السلوك الجماعي للمستثمرين. وعلى ذلك صارت الكثير من التوقعات تتخذ في ظل نظام غير كامل للمعلومات. وكذلك ترتب على التحرير المالي وظهور أزمات البنوك، أن قل في الدول النامية نمط الاستثمار المنتج طويل الأجل، وحل محله أنشطة المضاربة قصيرة الأجل. فقبل عام ١٩٩٦، توجهت معظم التدفقات الرأسمالية لأغراض الاستثمار المنتج ولكن في ١٩٩٧ و ١٩٩٨، اتجهت معظم هذه التدفقات لأنشطة المضاربة وخاصة في مجال الأصول الحقيقية والأسهم، وحينما انخفضت أسعار هذه الأصول انخفاضا حادا انتشرت القروض المتعثرة.

ومما هو جدير بالملاحظة أنه في حالة أن نوع معين من الأزمات يسبق الآخر، فإن هذا لا يعني بالضرورة أن يكون الأول هو السبب والثاني هو النتيجة. فإن أزمات البنوك قد لا تكون واضحة، وخاصة في الدول التي تعاني من ضعف الإشراف وعدم وجود أنظمة كافية للتحكم، وكذلك في الحالات التي يؤدي فيها التمادي في الإقراض وارتفاع أسعار الأصول إلى حجب المشكلات المتعلقة بالجهاز المصرفي حتى يأتي وقت تصحيح الأسعار

مما يعرض البنوك للمشكلات. وكذلك فإن ضعف الجهاز المصرفي وقطاع الأعمال قد لا يظهر إلا بعد أن تمضي فترة تصبح فيها الثقة قد تزعزعت في العملة الوطنية وتكون قد تعرضت لضغوط المضاربة فتظهر مشكلات المديونية والبنوك.

وقبل أن نتعرض لبعض الأسباب العامة لكافة الأزمات لعلنا نركز على نقطة هامة وهى أن التطور الذي شهده قطاع التمويل وتحرير وتكامل الأسواق المالية في الحقبتين الماضيتين، قد ترتب عليه ظهور أدوات وآليات جديدة، وعلى ذلك نتوقع أنه في الوقت الذي نلاحظ فيه وجود بعض العوامل المشتركة وراء ظهور الأزمات المالية الحالية والماضية، إلا أن الأدوات والآليات الجديدة قد خلقت أسبابا أخرى مختلفة وراء ظهور الأزمات المالية وانتشارها وانتقالها عبر الدول. هذا ونستطيع أن نحدد الأسباب العامة الكامنة وراء ظهور كافة الأزمات إلى مجموعتين:

أ) مجموعة العوامل الداخلية المسببة للأزمة.

ب) مجموعة العوامل الخارجية المسببة للأزمة.

وسوف نتناول كلا منها بالدراسة التحليلية.

أ) مجموعة العوامل الداخلية المسببة للأزمة:

إن استمرار انعدام التوازن على مستوى الاقتصاد الكلي عادة ما شكل السبب الرئيسي للأزمات (Sachs et al., 1995). فقد أدت السياسات المالية والنقدية التوسعية في الكثير من الحالات إلى التوسع الزائد في منح القروض مما أدى إلى تراكم الديون، كما كان هناك توسع كبير في الاستثمار في الأصول الحقيقية مما أدى إلى ارتفاع أسعارها وأسعار الأسهم ارتفاعا هائلا. ثم تلى ذلك سياسيات انكماشية من أجل مواجهة التضخم وتصحيح أسعار الأصول. وترتب على ذلك كساد النشاط الاقتصادي وظهور مشكلات متعلقة بخدمة الديون وارتفعت نسبة الديون المتعثرة في محفظة الإقراض البنكي مما زعزع الثقة في البنوك. كما سبب استمرار عجز الحساب الجاري انعكاسا مفاجئا لرؤوس الأموال فتقلبت أسعار الصرف تقلبا حادا. ففي معظم الأحوال ظهرت الأزمات حيث أن انعدام التوازن

الخارجي قد نشأ في ظل أنظمة غير مرنة لسعر الصرف مما سمح للعملة الوطنية بأن تصبح مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية.

ولكن في هذا الصدد يجب أن نوضح أمرين:

- ليس كل تصحيح لانعدام التوازن يعني بالضرورة وجود أزمة، فالأمر يتوقف على درجة الثقة في السياسات المصححة وعلى مدى قوة وكفاءة النظام الاقتصادي.
- إن هناك اتجاها طبيعيا للنشاط الاقتصادي أن يتقلب، فهنا يجب أن نفرق بين أمرين: هل هذا التقلب كان راجعا إلى زعزعة ثقة المستثمرين وبالتالي ظهرت الضغوط، أم أن هذا التقلب يرجع إلى تبني برامج معينة نتيجة لتبني السلطات لاستراتيجيات جديدة.

ومما هو جدير بالملاحظة أنه خلال التسعينات ظهرت نماذج جديدة حاولت دراسة أسباب أزمات العملات. وقد ركزت هذه النماذج على مدخل التكلفة/العائد المتعلق بسياسة سعر الصرف الثابت من وجهة نظر الحكومة (Flood et al., 1998). فهناك نوع من المفاضلة بين سياسة سعر الصرف الثابت من ناحية وتحقيق بعض الأهداف الأخرى التي تبغي الحكومة تنفيذها من ناحية أخرى. ففي حالة وجود اعتقاد بأن العملة المحلية يمكن أن تخفض قيمتها وتكون هذه التوقعات مصاحبة بارتفاع أسعار الفائدة الإسمية، فإن الأهداف الأخرى، مثل الرغبة في خفض عبء الدين ومعدل البطالة ومواجهة ضعف الجهاز المصرفي، عادة ما تتأثر بشكل سلبي، فتزداد تكاليف المحافظة على سعر الصرف الثابت. وحينما تمنح الحكومة الأولوية لتحقيق الأهداف الأخرى ولا تقوم بحماية سعر الصرف الثابت، فإن هجوما على قيمة العملة عادة ما يظهر. وعلى ذلك فقد توصلت هذه النماذج إلى حقيقة أن أزمة العملة يمكن أن تظهر نتيجة للمضاربة على قيمة العملة، حتى في حالة تناسق السياسات الكلية بل حتى في ظل وجود أسعار صرف ثابتة. فإن المضاربة على قيمة العملة يمكن أن تظهر نتيجة تغير مفاجئ في التوقعات الخاصة بمدى حيوية واستمرارية سعر الصرف الثابت. وعندما يؤدي هجوم المضاربة إلى رفع تكاليف المحافظة على سعر

الصرف الثابت ارتفاعا كبيرا، ينهار النظام الخاص بسعر الصرف وتظهر الأزمة وتنخفض قيمة العملة انخفاضا حادا.

إن التحليل السابق لا يعني أن أزمات العملات لا علاقة لها بمؤشرات الاقتصاد الكلي، فإن التوقعات لا تبدأ من فراغ. فإن التوقعات الخاصة بتعهد الحكومة بعدم خفض قيمة العملة تتأثر، ليس فقط برصيد الاحتياطات الدولية، ولكنها تتأثر كذلك بإدراك مدى رغبة السلطات في التضحية بالأهداف الأخرى (خلاف تثبيت سعر الصرف) والتي تعتمد بدورها على الوضع الاقتصادي للدولة. فعادة ما تكون متغيرات الاقتصاد الكلي ضعيفة قبل أن يكون هناك تحول في ثقة المستثمرين.

إن أزمة المكسيك والأزمة الآسيوية الأخيرة قد حولت التحليل الخاص بأسباب أزمات العملات من النماذج القائمة على الدور التقليدي لمؤشرات ومتغيرات الاقتصاد الكلي، إلى نماذج تعتمد على ضعف القطاع المالي وعولمة الأسواق المالية مما يزيد من تعرض الدولة للتحول المفاجئ في تدفق رؤوس الأموال. إن زيادة اندماج الدول النامية في النظام المالي العالمي قد انعكس في نمو صافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى هذه الدول. فقد بلغ متوسط هذه التدفقات حوالي ١٣٠ بليون دولار سنويا خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٦ (زيادة بمعدل سبعة أضعاف عن المتوسط السنوي للفترة ١٩٨٤-١٩٨٩) (IMF, 1999). وقد بلغت هذه التدفقات أقصاها في ١٩٩٦ (١٨٦ بليون دولار). وقد كان الجانب الأعظم لهذه التدفقات في التسعينات متجها للاستثمار في الأوراق المالية. وقد اتسمت هذه التدفقات بالتركز الشديد. فعشر دول فقط قد استأثرت بحوالي ٨٠% من إجمالي التدفقات الرأسمالية للدول النامية (IMF, 1999).

هذا ونلاحظ أن تقلبات مؤشرات الاقتصاد الكلي عادة ما تكون مصحوبة باضطراب القطاع المالي مما يعتبر من أهم العوامل الداخلية الكامنة وراء أزمات البنوك. وعادة ما ظهرت مثل هذه الاضطرابات في فترات التحرير المالي السريع والتطورات في الدول ذات

الإشراف الضعيف مما جعل المؤسسات المالية تتمادى في عمليات الإقراض دون أن تراعي مخاطر مثل هذا السلوك. ففي حقبة التسعينات قللت الحكومات في الكثير من الدول الآسيوية من القيود المفروضة على الشركات عند قيامها بالاقتراض من الخارج ولم يتم التنسيق بين الاقتراض وأوجه الاستثمار وعجزت البنوك المركزية في هذه الدول عن تقوية إشرافها على الجهاز المصرفي. ودلت أزمة جنوب شرق آسيا الأخيرة على ضعف الهيكل القانوني ونقص القوانين الخاصة بالإشراف على القطاع المصرفي مما أدى إلى انتشار الفساد.

ومما هو جدير بالملاحظة أنه على الرغم من الانفتاح على الأسواق المالية العالمية، إلا أن درجة التدخل الحكومي في الدول النامية تكون كبيرة. وفي ظل هذا المناخ عادة ما تتخذ البنوك الكثير من القرارات دون مراعاة المعايير التجارية. ويترتب على ذلك زيادة المخاطر التي تتعرض لها أصول البنوك. فإنه في الكثير من الحالات، تعرض الاقتصاد إلى تدخل حكومي زائد، أو تم التحرير المالي قبل اتخاذ القواعد الكافية والترتيبات الإشرافية اللازمة. فمثلا قبل الأزمة في بداية التسعينات شكلت البنوك المملوكة للدولة في سيريلانكا حوالي ٧٠% من الجهاز المصرفي وقدرت نسبة القروض المتعثرة حوالي ٣٥% من إجمالي القروض. وفي منتصف الثمانينات شكلت البنوك العامة في كوستاريكا حوالي ٩٠% من إجمالي الائتمان و ٣٠% من قروضها لم ترد. وقد كان تبني إجراءات التحرير المالي دون مراعاة القواعد الإشرافية الكافية سببا رئيسيا للأزمات المالية في كولومبيا في منتصف الثمانينات وفنزويلا في ١٩٩٤-١٩٩٥ وأسبانيا في أوائل الثمانينات وتايلاند في ١٩٨٣-١٩٨٧ وماليزيا في ١٩٨٥-١٩٨٨ (Caprio & klingebiel, 1996).

أضف إلى ذلك أن منح القروض المربوطة بدوافع سياسية عادة ما يترتب عليها سوء نوعية الكثير من القروض في إجمالي محفظة الإقراض البنكي. كما أن القصور في النواحي المحاسبية والهياكل القانونية قد زاد من حدة المشكلة. وكذلك تضخمت الخسائر وظهرت المشكلات صعبة الحل عندما تكرر عدد مرات فشل الحكومة في اتخاذ الإجراءات التصحيحية عند بداية ظهور المشكلات.

وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن المشكلة الرئيسية في الأخذ بمعيار القروض المتعثرة تكمن في كون أن الكثير منها لا يصبح كذلك إلا بعد ظهور الأزمة ولذلك يجب التركيز على بعض المؤشرات الأخرى. إن فشل الإجراءات والقوانين المتعلقة بالتحرير المالي قد أدى في معظم الأحوال إلى تعرض البنوك لزعزعة ثقة المستثمرين بشكل حاد وكبير. أضف إلى ذلك أن عدم توافر البيانات الكافية الخاصة بترتيبات التحرير المالي يجعل من الصعوبة بمكان تحليل علاقات الترابط بين المتغيرات المختلفة مما يقلل من قدرة القطاع المالي على تحديد ومواجهة المشكلات.

وعلى ذلك نستطيع أن نقول أن هناك علاقة تبادلية بين صحة النظام البنكي من ناحية ووضع الاقتصاد الكلي من ناحية أخرى. فإن صحة النظام البنكي يُعتبر محددا هاما لمدى تعرض الاقتصاد للأزمات والعكس كذلك صحيح. فإن إدارة البنوك تتم على أساس التوقعات الخاصة بمستقبل الاقتصاد. فعندما يتعرض الاقتصاد لركود غير متوقع فإن الاستثمارات تتأثر بشكل سلبي مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الديون المتعثرة لإجمالي محفظة الإقراض البنكي.

ب) مجموعة العوامل الخارجية المسببة للأزمة:

إن التحولات الاقتصادية في الدول الصناعية تسبب أزمات في الدول النامية، وهذا ما يعرف بـ Monsoonal Effects والمقصود بهذه الآثار أن الأزمات المالية في الأسواق الناشئة يمكن أن تكون نابعة من صدمة خارجية، مثل التحولات الاقتصادية في الدول الصناعية. فإن الانخفاض الحاد في الطلب العالمي وتدهور أسعار بعض السلع والتغيرات الحادة في أسعار صرف العملات القوية تخلق الضغوط على قيمة عملات العديد من الدول الأخرى (Masson, 1998). وكذلك التحولات الكبيرة في شروط التبادل التجاري وفي أسعار الفائدة العالمية وتغير هياكل فترات الاستحقاق والمكونات الخاصة برؤوس الأموال المتدفقة، كلها قد لعبت دورا كبيرا في خلق الأزمات (Calvo, 1996). فقد اتسمت رؤوس الأموال في الدول النامية بالحساسية الشديدة لتغيرات أسعار الفائدة العالمية (Mishkin, 1996). إن

تحركات أسعار الفائدة في معظم الدول الصناعية صار أمرا هاما للغاية للأسواق النامية مما يعكس تزايد درجة التكامل في الأسواق المالية العالمية وعولمة الاستثمارات (Calvo et al., 1993). ففي فترة زمنية ماضية ترتب على الانخفاض المستمر في معدلات الفائدة العالمية تحول رؤوس الأموال إلى الدول النامية حيث استطاع المستثمرون تحقيق عوائد مرتفعة. هذا، ومن ناحية أخرى، فقد استفادت الدول المدنية من انخفاض معدلات الفائدة العالمية. ولكن عندما ارتفعت أسعار الفائدة في الدول الصناعية، حال ذلك دون تدفق رؤوس الأموال بشكل كبير للدول النامية، وارتفعت تكلفة المنشآت التي تعمل عن طريق الحصول على تمويل أجنبي. فالارتفاع الهائل في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة في أوائل الثمانينات كان عاملا أساسيا وراء أزمة الديون في دول أمريكا اللاتينية. هذا وقد أثبتت بعض الدراسات أن أزمات البنوك في الدول النامية ترتبط ارتباطا وثيقا بالتقلبات والتغيرات في الشروط المالية الدولية (Eichengreen, 1997). اضف إلى ذلك أن مكون رؤوس الأموال المتدفقة قد لعب دورا حيويا في أزمات العملات في الأسواق الناشئة. ففي الأزمة الأخيرة في تايلاند وفي أزمة المكسيك في ١٩٩٤-١٩٩٥، فإن الاعتماد على الاقتراض قصير الأجل لتمويل عجز الحساب الجاري كان سببا رئيسيا لظهور الأزمات.

إن تغير هياكل فترات الاستحقاق والمكونات الخاصة برؤوس الأموال المتدفقة والترتيبات الخاصة بأسعار الفائدة، كلها أمور قد غيرت من درجة تعرض الدول للصدمات. ففي ظل ارتفاع معدل التضخم السائد في السبعينات، فإن الديون الخارجية قد تم تحويلها إلى أجل استحقاق قصيرة وتغيرت أسعار الفائدة. وعلى ذلك فإن أزمة الديون في ١٩٨٢ كانت السبب وراء زيادة الحالة سوءا، حيث أن الكثير من الديون الخارجية لأمريكا اللاتينية كان مرتبطا بمعدلات سداد قصيرة الأجل. إن أزمات المكسيك وآسيا بينت مخاطر الديون قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية. وفي هذا الصدد نشير إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر، على عكس القروض، يعتبر أكثر أمنا لتمويل التنمية حيث أن هذا الاستثمار يعكس عوامل التملك والتحكم في المنشآت والآلات والبنية الأساسية مما يعمل على زيادة الطاقة على النمو. أما القروض الأجنبية قصيرة الأجل فعادة ما توجه لتمويل أغراض استهلاكية، وحتى في حالة

قيامها بتمويل نشاط إنتاجي، فإن أزمة السيولة عادة ما تظهر نتيجة للإدارة الضعيفة للجهاز المصرفي.

بالإضافة إلى ما سبق نلاحظ أن تغير شروط التبادل التجاري والانخفاض غير المتوقع في الصادرات، قد ترتب عليه عرقلة قدرة المصانع المحلية على خدمة الدين وتحقيق الأهداف فظهرت الأزمات. فإن الارتفاع الهائل في قيمة الدولار، وخاصة في مواجهة الين الياباني بين منتصف ١٩٩٥ و ١٩٩٧، قد ترتب عليه إضعاف القطاع الخارجي في العديد من دول جنوب شرق آسيا.

ولكن مما هو جدير بالملاحظة، أنه على الرغم من أن الظروف والعوامل الخارجية قد تسهم في خلق الأزمة، إلا أن مدى تعرض الدولة للأزمة، إنما يعتمد على الظروف الاقتصادية الداخلية والسياسات المتبعة. فإن زيادة الاعتماد على الاقتراض من أجل استخدامات غير منتجة ووجود قطاع مالي يتسم بالضعف وجمود نظام سعر الصرف، تعتبر كلها عوامل مسئولة عن ظهور الأزمات.

ثانيا: المتغيرات التي يمكن استخدامها لقياس ظاهرة قرب تعرض الاقتصاد للأزمة المالية:

لقد حاولت الكثير من الدراسات وضع نموذج للتوصل إلى المتغيرات الاقتصادية التي تشير إلى قرب وقوع الأزمات (Goldstein, 1996). ولكن في الواقع العملي يصعب تحديد مجموعة من المؤشرات التي تعكس قرب تعرض الاقتصاد للأزمات المالية بشكل مؤكد وقبل اندلاع الأزمات بفترة طويلة نسبيا. فأى محاولة ناجحة لوضع نموذج خاص بتوقع الأزمات لابد وأن يؤثر على سلوك واضعي السياسة الاقتصادية والمشاركين في أسواق المال وبالتالي يفقد النموذج مصداقيته وأهميته. ولكن من الأهمية بمكان أن نبحث عن بعض المتغيرات التي عادة ما ترتبط ارتباطا مباشرا بتعرض الدولة للأزمات والتي يمكن أن تستخدم من أجل تحديد الأوضاع التي في إطارها يواجه الاقتصاد مخاطر الأزمة المالية. وعلى ذلك نحاول التوصل إلى نظام للإنذار المبكر يعمل على تحديد مجموعة من المتغيرات

التي عادة ما تسلك سلوكا معينا قبل حدوث ضغوط في الأسواق المالية وقبل وقوع الأزمات، وهذا السلوك يختلف عما يحدث في الأحوال الطبيعية.

والسؤال الذي يفرض نفسه: ما هى أهم المتغيرات التي يجب التركيز عليها عند وضع نظام إنذار مبكر للأزمات؟

إن المتغيرات التي يجب التركيز عليها تختلف وفقا لمراكز الضعف التي تجعل الدولة عرضة للأزمات. فإذا كان الاقتصاد يعاني من ضعف القطاع الخارجي فإن سعر الصرف الحقيقي ووضع الحساب الجاري وتغيرات شروط التبادل التجاري والاختلاف بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية والتغيرات في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، كلها عوامل تلعب دورا هاما (Kamin, 1988). أما إذا كانت الدولة تعاني من ضعف القطاع المالي، فمن أهم المتغيرات التي يجب التركيز عليها: تطور معدل نمو الائتمان المقدم للقطاع الخاص وإجراءات التحرير المالي ومستويات أسعار الفائدة المحلية ومستويات المديونية قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية وتغيرات أسعار الأسهم ونسبة الديون المتعثرة لإجمالي محفظة الإقراض البنكي. أما إذا كان الاقتصاد يعاني من المشكلات المالية، فإن متغيرات مثل: العجز المالي والإنفاق الحكومي والائتمان المقدم للقطاع العام، تعتبر كلها من المتغيرات التي يجب التركيز عليها.

ولكن مما هو جدير بالملاحظة أن المتغيرات السابقة قد لا تعكس آثار الانتشار. فإن توقع مثل هذه الآثار يمكن التعرف عليها من خلال قوة علاقات التشابك المالي والتجاري بين الدولة التي اندلعت فيها الأزمة والدول الأخرى المتعاملة معها وخاصة إذا كانت الدولة التي تنتقل إليها آثار الانتشار تتسم بنفس الخصائص الاقتصادية للدولة التي تعرضت للأزمة المالية في المقام الأول.

وفي هذا الصدد تجدر الإشارة إلى أنه في حين يسهل تحديد تاريخ بدء أزمة العملة، فإن الأمر لا يكون بمثل هذه السهولة بالنسبة لأزمة البنوك، وذلك حيث أن المتغيرات الدالة

على أزمة العملة يمكن أن تتطور بشكل ملموس وسريع مثل أسعار الصرف وأسعار الفائدة والاحتياطيات الأجنبية. أما في حالة أزمة البنوك، فعادة ما تعاني الدول من نقص البيانات عن المتغيرات سريعة التغير مما يجعل من الصعب تحديد تاريخ بدء أزمة البنوك بشكل دقيق. فعادة ما ترتبط أزمة البنوك بظهور أحداث مثل إشهار الإفلاس أو قيام الحكومة بالسيطرة على الهيئات المالية أو إغلاق بعض المؤسسات المصرفية. بل كثيرا ما يكون الإعلان عن تاريخ بدء أزمة البنوك متأخرا للغاية حيث أن الأزمات المالية عادة ما تبدأ قبل إشهار الإفلاس أو إغلاق المؤسسات المصرفية بوقت طويل.[١]

هذا وقد بينت الدراسات اختلاف متوسط سلوك عدد من متغيرات الاقتصاد الكلي قبل وأثناء وبعد الأزمة، إلا أنها لا توفر إشارات كافية للإنذار المبكر، حيث أن هذه المؤشرات لا تعكس الأزمة إلا بعد قرب وقوعها، كما أن البيانات المتعلقة بسلوك المتغيرات الاقتصادية عادة لا تكون متوفرة إلا بعد مرور فترة زمنية طويلة نسبيا حتى يمكن استخدامها كمؤشرات لها دلالة. أضف إلى ذلك أنه لا يوجد هناك رقم قياسي واحد قادر على أن يعكس كافة المؤشرات التي تدل على قرب تعرض الاقتصاد للأزمة. فيجب أن تضاف إلى المؤشرات الدالة على التعرض للأزمة مجموعة من العوامل الأخرى لعل أهمها: مدى الاضطرابات الاقتصادية والسياسية والتغيرات في ثقة المستثمرين التي عادة ما تصاحب آثار الانتشار.[٢] وعلى ذلك فإن المؤشرات الدالة على التعرض للأزمة يجب أن تساندها بيانات خاصة عن كل دولة على حدة من أجل التوصل لمدى تعرض الدول لأزمة مالية. ومما هو جدير بالملاحظة أن الرقم القياسي الذي يعبر تعبيرا جيدا عن الأسواق الناشئة قد لا يكون ملائما للدول الصناعية مما يعكس أهمية العوامل الأخرى مثل ظروف سوق العمل. بالإضافة إلى ما سبق فإن المؤشرات والمتغيرات الدالة على الأزمة، إذا لم تصنف وفقا لمعيار زمني محدد، فإن المؤشر سوف يعكس بعض العوامل التي تشير إلى التعرض للأزمة بعد وقوعها، وبالتالي يصبح المؤشر أداة تحليلية تساعد في دراسة الأزمات ولكنه لا يساعد على التنبؤ بها.

إن تحليل النمط العام لسلوك المتغيرات الاقتصادية المختلفة يشير إلى أنه قبل الأزمة يعاني الاقتصاد من الغليان فيكون معدل التضخم مرتفعا نسبيا وتكون العملة الوطنية مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية مما يؤثر بشكل سلبي على قطاع التصدير ويظهر عجز كبير في الحساب الجاري. وإن السياسة النقدية تكون توسعية. ومع ارتفاع الائتمان المحلي وزيادة تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل للداخل بشكل يفوق الوضع الطبيعي، يزداد تعرض الاقتصاد للضغوط حيث تتزايد خصوم البنوك التي لا تساندها احتياطيات أجنبية وترتفع أسعار الأسهم وأسعار الأصول الحقيقية.[٣] وبعد الأزمة ينقلب الوضع فيتباطأ النشاط الحقيقي وتتدفق رؤوس الأموال للخارج وتتدهور شروط التبادل التجاري وتنخفض أسعار الأسهم والأصول انخفاضا حادا وترتفع أسعار الفائدة العالمية بشكل يضعف النظام البنكي (IMF, May 1998).

ولكن مما هو جدير بالملاحظة أنه في حالة ضعف القطاع الخارجي فإن مستوى سعر الصرف الحقيقي يمكن أن يكون مؤشرا هاما على مدى التعرض للأزمات على الرغم من وجود بعض التعقيدات في هذا الصدد. فإن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي يمكن أن يكون ناتجا عن عوامل خاصة بجانب العرض: مثل ارتفاع معدل نمو الإنتاجية في القطاع المنتج للسلع الداخلة في نطاق التجارة بالمقارنة بقطاع السلع غير الداخلة في نطاق التجارة الدولية. ويمكن كذلك أن يعكس ارتفاع سعر الصرف الحقيقي ابتعادا عن المستوى المرغوب لسعر الصرف إذا عكس آثار ارتفاع هائل في الطلب على القطاع المنتج للسلع غير القابلة للتجارة فتتضخم أسعار هذه السلع نتيجة الهوس الاستهلاكي.

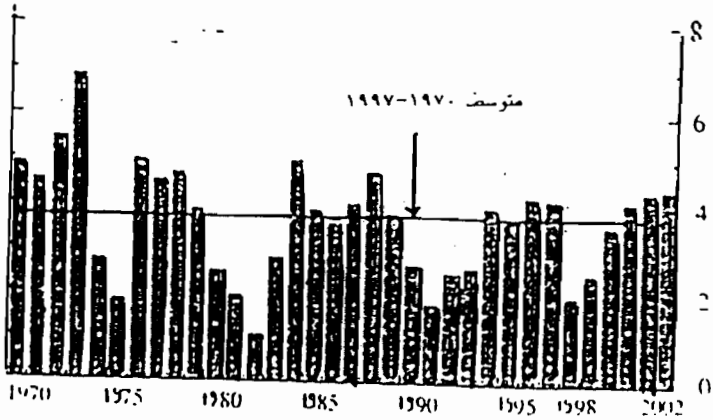
إن التحليل السابق يبين أن عملية قياس وتحديد وقت بداية الأزمات تواجه عدة صعوبات، وذلك يجب أن يؤخذ في الحسبان عند تحليل النتائج والوصول إلى التعميمات.

ثالثـــا: أثار الأزمات المالية علي الاقتصاد الدولي:

لقد أثرت الأزمات المالية الأخيرة على أداء الاقتصاد العالمي فانخفض معدل النمـــو السنوي للناتج العالمي من ٤,٢% في ١٩٩٦ إلى ٢% في ١٩٩٨ وإلى ٢,٥% فـــي ١٩٩٩ كما يتضح من الشكل الآتي:

شكل رقم ٢

معدل نمو إجمالي الناتج العالمي الحقيقي



Source: IMF, World Economic Outlook, Oct. 1998, p. 2

فالشكل السابق يوضح أن هذا التباطؤ في الناتج العالمي يعتبر الرابع من نوعه خـــلال ربـــع قرن. وقد كان هذا الانخفاض راجعا إلى المخاطر المتداخلة والتي جعلت الوضع الاقتصـــادي الجاري ضعيفا. أضف إلى ذلك المخاطر المرتبطة بمدى تطور أسواق النقد الدولية وتراجـــع المستثمرين عن الاستثمار في الأسواق الناشئة، والصعوبات الخاصة بتمويل فروقات أســـعار الفائدة واضطراب التجارة والانخفاض الحاد في أسعار الأسهم والأصول الحقيقيـــة وخســـائر الثروات، وانخفاض الاستهلاك والاستثمار عالميا. فمن أهم المعوقات التي ظـــهرت نتيجـــة للأزمة الأسيوية الأخيرة الانكماش الحاد في النشاط والاستهلاك والاســـتثمار وعـــدم قـــدرة

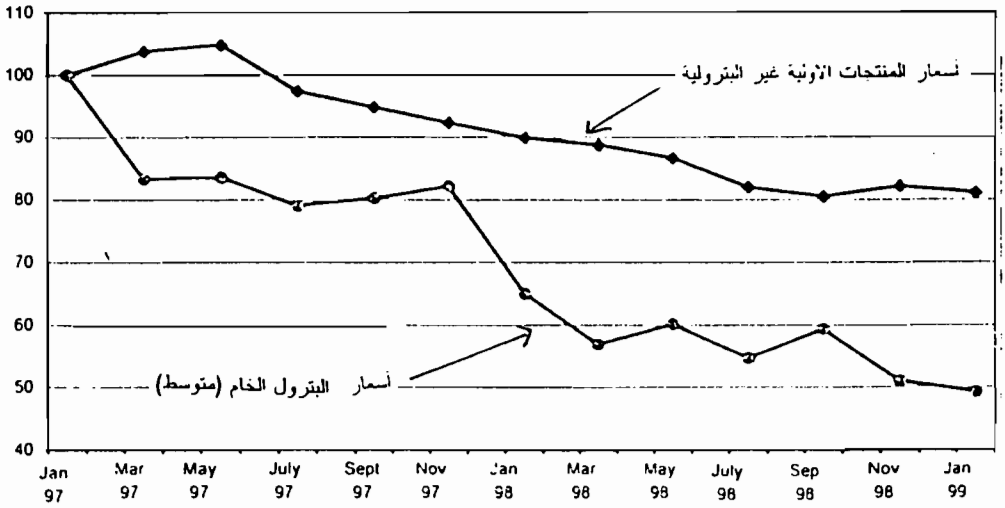
الكثير من المصانع على الاستمرار. وأن انخفاض الطلب المحلي في الدول التي اندلعت فيها الأزمة، أدى بدوره إلى انخفاض حجم التبادل التجاري بين دول جنوب شرق أسيا شاملة اليابان، بل لقد انخفض معدل النمو السنوي للتجارة العالمية من ٦,٨% في ١٩٩٦ إلى ٣,٧% في ١٩٩٨ وإلى ٤,٦% في ١٩٩٩.

وكذلك شهدت الفترة التي تلت الأزمات المالية الأخيرة انخفاضا حادا في أسعار المنتجات الأولية غير البترولية والبترول مما أدى إلى انخفاض معدلات النمو في الكثير من الدول النامية والدول التي هى في حالة التحول والانتقال لاعتمادها الكبير على السلع الأولية. فإن الرقم القياسي لأسعار المنتجات الأولية لصندوق النقد الدولي قد بين أنه منذ يونيو ١٩٩٧ إلى يناير ١٩٩٨، قد سجل هذا الرقم انخفاضا يقدر بحوالي ١٤% معبرا عنه بالدولارات الأمريكية. والشكل التالي يوضح الانخفاض الحاد في أسعار المنتجات الأولية والبترول (IMF, May 1998).

الشكل رقم ٣

تطور أسعار المنتجات الأولية خلال يناير ١٩٩٧- يناير ١٩٩٩

(يناير ١٩٩٧ = ١٠٠)



Source: WTO, Press Release, Geneva, April 1999.

ومما هو جدير بالذكر أن انخفاض معدل التداخل والاتصال التجاري لمعظم دول إفريقيا وعدم اندماجها في الأسواق المالية الدولية قد حد من تأثير الأزمات على أسواقها الناشئة. ولكن الأثر السلبي الأساسي كان في التأثير على أسعار السلع واتجاه التجارة. علما بأن بعض دول إفريقيا تعتبر مستفيدة صافية من الانخفاض في أسعار السلع وبالتالي تنتفع من الواردات البترولية الرخيصة بالمقارنة بانخفاض أسعار صادراتها.

والآن ننتقل إلى أهم الآثار المترتبة على الأزمات المالية الأخيرة وهى آثار الانتشار التي انتقلت من الدول التي اندلعت فيها الأزمات إلى الدول الأخرى. فعلى الرغم من أن التحليل الخاص بآثار الانتشار من الناحية التطبيقية لازال حديثا وخاصة بالنسبة للدول النامية، إلا أننا نستطيع أن نبين أن أهم أسباب الانتشار تكمن في عدم استقرار أسعار الصرف الأجنبية والارتباط المتبادل في محفظة الأوراق المالية للدائنين وإعادة تقييمهم لمؤشرات الاقتصاد الكلي. فإن سمة ملموسة بالنسبة لأزمات العملات الأخيرة هى أن عدم استقرار أسعار الصرف الأجنبية تم انتقاله عبر الدول. فإن الهجوم على عملة معينة قد انتشر إلى عملات الدول الأخرى وكان سببا من أهم أسباب انتشار الأزمات. فإن الأزمة في دولة معينة يمكن أن تؤثر على مؤشرات الاقتصاد الكلي للدول الأخرى عن طريق علاقات الارتباط التجاري والمالي. فمثلا يترتب على انخفاض القيمة الخارجية لعملة وطنية معينة تأثيرا سلبيا على القدرة التنافسية للدول الأخرى. وكذلك نتيجة للاعتماد والارتباط المتبادل في محفظة الأوراق المالية للدائنين، فعدم توافر السيولة في دولة معينة يفرض على الوسطاء الماليين تسييل الأصول في أسواق أخرى (Goldfajn, Valdes, 1997). وسبب آخر للانتشار هو أنه مع اندلاع الأزمة المالية في دولة معينة، عادة ما يعيد الدائنون تقييم مؤشرات الاقتصاد الكلي في الدول الأخرى (حتى ولو لم تتغير هذه المؤشرات بشكل موضوعي). أو أن اندلاع الأزمة يجعل الدائنين يقللون من درجة المخاطرة في نطاق محافظهم المالية ويهربون للنوعية الأفضل من الأصول.

رابعا: التكاليف المباشرة وغير المباشرة للأزمة المالية:

١. التكاليف المباشرة الداخلية للأزمات المالية:

عادة ما يترتب على الأزمات المالية تكلفة مرتفعة من الناحية المالية ومن ناحية إعادة هيكلة القطاع المالي. وبصفة عامة تؤثر الأزمات المالية على النشاط الاقتصادي، وسوف نركز في هذا الصدد على ثلاثة معايير:

أ. معيار نسبة التكلفة المالية المباشرة لإجمالي الناتج المحلي.

ب. معيار نسبة القروض المتعثرة لإجمالي محفظة الإقراض البنكي.

ج. معيار خسارة الناتج الحقيقي.

أ. معيار نسبة التكلفة المالية المباشرة لإجمالي الناتج المحلي:

إن تكلفة مواجهة أزمات البنوك كانت أعلى في الأسواق الصاعدة بالمقارنة بوضع الدول الصناعية. فباستثناء أسبانيا فإن تكلفة المواجهة في الدول الصناعية بلغت نسبة اقل من ١٠% من إجمالي الناتج المحلي، في حين أنه في عدد من الأسواق الصاعدة، خاصة في أمريكا اللاتينية، ارتفعت هذه التكلفة بشكل حاد حتى بلغت أكثر من ٤٠% في حالة شيلي والأرجنتين في أوائل الثمانينات. وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم ١

التكلفة المالية المباشرة لمواجهة الأزمات المالية

كنسبة من إجمالي الناتج المحلي

الدولة	الفترة	التكلفة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي
أمريكا اللاتينية:		
الأرجنتين	١٩٨٠-١٩٨٤	٥٥
شيلي	١٩٨١-١٩٨٣	٤١
أوروجواي	١٩٨١-١٩٨٤	٣١
فنزويلا	١٩٩٤-١٩٩٥	١٨
المكسيك	١٩٩٥	١٥
البرازيل	١٩٩٤-١٩٩٦	١٠
أفريقيا:		
كوت دي فوار	١٩٨٨-١٩٩١	٢٥
السنغال	١٩٨٨-١٩٩١	١٧
موريتانيا	١٩٨٤-١٩٩٣	١٥
تنزانيا	١٩٨٧-١٩٩٥	١٠
جنوب شرق أسيا:		
اندونيسيا	١٩٩٧-١٩٩٩	٤٥
ماليزيا	١٩٩٧-١٩٩٩	١٢
الفلبين	١٩٩٧-١٩٩٩	١٧
جنوب كوريا	١٩٩٧-١٩٩٩	١٥
تايلاند	١٩٩٧-١٩٩٩	٢٥
الشرق الأوسط:		
اسرائيل	١٩٧٧-١٩٨٣	٣٠
اقتصاديات التحول:		
بلغاريا	١٩٩٥-١٩٩٦	١٤
هنغاريا	١٩٩١-١٩٩٣	١٠
الاتحاد الأوروبي:		
اسبانيا	١٩٧٧-١٩٨٥	١٧

Source: IMF, World Economic Outlook, October 1999 & Lindgreen et al. (1999).

ب. معيار نسبة القروض المتعثرة لإجمالي محفظة الإقراض البنكي:

على الرغم من صعوبة توافر البيانات المتعلقة بالقروض غير المنجزة لأهدافها وخاصة عند بداية اندلاع الأزمة، إلا أن بعض البيانات المتاحة تشير إلى ارتفاع نسبة القروض المتعثرة لإجمالي الناتج المحلي ولإجمالي محفظة الإقراض البنكي مما يدل على سوء تخصيص الموارد. فقد بلغت القروض غير المنجزة لأهدافها كنسبة من إجمالي الناتج المحلي ٥٥% في اندونيسيا و ١٦% في جنوب كوريا و ٥٢% في تايلاند خلال الفترة ١٩٩٧-١٩٩٩ (Lindgreen et al., 1999). كما بلغت نسبة هذه القروض لإجمالي محفظة الإقراض البنكي أكثر من ٣٠% في ماليزيا وأكثر من ٣٥% في سريلانكا خلال أوائل التسعينات. كما بلغت هذه النسبة أكثر من ٣٠% في كوستاريكا في منتصف الثمانينات (Caprio & Klingebiel, 1996).

جـ. معيار خسارة الناتج الحقيقي:

بالإضافة إلى التكلفة المالية المترتبة على أزمات البنوك والعملات، فإن مثل هذه الأزمات يمكن أن يترتب عليها خسارة في الناتج الحقيقي. ومن أجل التوصل إلى التكلفة في شكل انخفاض الناتج، فإن معدل نمو إجمالي الناتج المحلي بعد الأزمة يتم مقارنته بالاتجاه العام لهذا المعدل قبل وقوع الأزمة. فبعض الدراسات قد حسبت مقدار التكلفة المعبر عنها في شكل نقص الناتج عن طريق جمع الاختلافات بين اتجاه معدل النمو الحقيقي في السنوات السابقة للأزمة حتى ذلك الوقت الذي يعود فيه معدل النمو السنوي للناتج لسابق عهده (IMF, May 1998). وعلى الرغم من أنه في حوالي ٤٠% من أزمات العملات و ٢٠% من أزمات البنوك لم يكن هناك نقص كبير في الناتج، وقد يكون ذلك راجعا إلى أنه في بعض الأحوال يستدعي الأمر مرور عدة سنوات قبل ما يتم الإحساس بضعف القطاع المالي وظهور أزمة بنوك، إلا أن الدراسات قد دلت على أنه بالنسبة لأزمات العملات، ففي المتوسط قد استعاد معدل نمو الناتج معدله الطبيعي خلال سنة ونصف وأن الخسارة التراكمية من حيث نمو الناتج لكل أزمة قد بلغت حوالي ٤,٢٥%. أما بالنسبة للأزمات الحادة للعملات فإن فترة الصحوة والخسارة التراكمية للناتج بالنسبة لكل أزمة عملة زادت

إلى سنتين وربع وبلغت حوالي ٨,٢٥% على التوالي. ودلت الدراسات أن الأزمات المتعلقة بالبنوك كانت أطول وأكثر تكلفة من أزمات العملات. ففي المتوسط استغرق الأمر ٣ سنوات حتى يعود معدل نمو الناتج إلى معدله الطبيعي وأن متوسط الخسارة التراكمية للناتج بلغ ١١,٥%.

وهنا يجب أن نركز على بعض الملحوظات الهامة:

- التكلفة المحسوبة بالشكل السابق تعبر عن تكلفة الاقتصاد الكلي المرتبطة بأزمات البنوك، وليس يعني الأمر بالضرورة أن أزمات البنوك وحدها هى التي أدت إلى خسائر الناتج.
- يمكن أن يترتب على الركود ظهور أزمات بنكية مما يزيد من حدة الركود.
- أن مدى خسارة الناتج في الدول المختلفة إنما يعتمد على وضع الدولة من حيث الدورة التجارية قبل الأزمة. ففي الأوقات التي ظهرت فيها أزمات البنوك خلال سنة من أزمات العملات، فإن الخسائر كانت كبيرة للغاية وقد بلغت في المتوسط ١٤,٥% بالنسبة لأزمات العملات و البنوك.
- أن متوسط فترة الصحوة كانت أقصر في الأسواق الناشئة بالمقارنة بالدول الصناعية ولكن مقدار خسارة الناتج كان أكبر.

٢. التكاليف غير المباشرة الداخلية للأزمة:

إن تأثير الأزمة المالية على الفقر والرفاهية الإنسانية يعتبر أمرا هاما. فإن الانخفاض الحاد في قيمة العملة وارتفاع أسعار الفائدة وانهيار القطاع المالي وإشهار إفلاس الكثير من المؤسسات وارتفاع معدلات البطالة، كلها أمور تؤثر تأثيرا سلبيا على الدخل الحقيقي والاستهلاك الحقيقي للقطاع العائلي ومن ثم مستوى المعيشة وخاصة بالنسبة للفئات منخفضة الدخل.

يوضح الجدول التالي أهم التطورات الخاصة بإجمالي النـــاتج الحقيقـــي ومعـــدلات البطالـــة والتضخم وارتفاع أسعار الغذاء بالنسبة لإندونيسيا وكوريا وتايلاند فـــي عـــام ١٩٩٦ وبعـــد اندلاع الأزمة في ١٩٩٧:

جدول رقم ٢

أهم التطورات الخاصة بإجمالي الناتج المحلي الحقيقي والبطالة

والتضخم وأسعار الغذاء في إندونيسيا وكوريا وتايلاند

	الدولة	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨
معدل تغير الناتج المحلي الحقيقي (%)	إندونيسيا	٨,٠٠	٤,٦٠	١٥,٠٠-
	كوريا	٧,١٠	٥,٥٠	٧,٠٠-
	تايلاند	٥,٥٠	٠,٤٠-	٨,٠٠-
البطالة كنسبة من القوة العاملة	إندونيسيا	٤,٩٠	٥,٤٠	١٥,٠٠
	كوريا	٢,٠٠	٢,٧٠	٧,٠٠
	تايلاند	٢,٠٠	٤,٠٠	٦,٠٠
معدل التضخم (%)	إندونيسيا	٧,٩٠	٦,٦٠	٦٠,٠٠
	كوريا	٤,٩٠	٤,٤٠	٨,٥٠
	تايلاند	٥,٩٠	٥,٦٠	٩,٠٠
معدل ارتفاع أسعار الغذاء (%)	إندونيسيا	٩,٥٠	٨,٨٠	٧٦,٢٠
	تايلاند	٨,٩٠	٧,٠٠	١١,١٠

Source: IMF, National Employment Statistics, International Labor Organization, Washington, 1998.

ونلاحظ من الجدول السابق أنه بمقارنة الوضع في الدول الثلاث، واجهت إندونيســـيا أكبر انخفاض في إجمالي النتاج المحلي الحقيقي وأعلى معدل للتضخم والبطالـــة فـــي عـــام ١٩٩٨.

والجدول التالي يفرق بين تزايد عدد الفقراء في الدول الثلاث نتيجة انخفاض الدخل الحقيقي من ناحية، ونتيجة لارتفاع معدل البطالة من ناحية أخرى.

جدول رقم ٣

تزايد عدد الفقراء كنسبة من السكان

في إندونيسيا وكوريا وتايلاند في ١٩٩٨

	إندونيسيا	كوريا	تايلاند
- تزايد عدد الفقراء كنسبة من السكان نتيجة انخفاض الدخل الحقيقي	٤,٨٠	١,٦٠	٢,٣٠
- تزايد عدد الفقراء كنسبة من السكان نتيجة ارتفاع معدل البطالة	٦,٤٠	١٠,٥٠	٩,٣٠
- تزايد عدد الفقراء كنسبة من السكان نتيجة للعاملين السابقين	١١,٢٠	١٢,١٠	١١,٦٠

Source: IMF, World Economic Outlook, Washington, Oct. 1998.

ويتضح من الجدولين السابقين أن تأثير انخفاض الدخل الحقيقي على الفقر كان أعلى في إندونيسيا بالمقارنة بكوريا وتايلاند حيث أن إجمالي الناتج المحلي الحقيقي قد انخفض انخفاضا حادا في إندونيسيا في عام ١٩٩٨ (-١٥,٠%) ولكن من الناحية الأخرى فإن تأثير ارتفاع معدل البطالة على الفقر كان أقل في إندونيسيا بالمقارنة بكل من كوريا وتايلاند. ويرجع ذلك إلى أن معظم الأسر التي تأثرت بفقد الوظائف وفرص العمل، كانت بعيدة نسبيا عن خط الفقر.

ولكننا في هذا الصدد نستطيع أن نركز على ثلاثة أمور:

- أن الحسابات السابقة تعكس التأثير المباشر والمبدئي للأزمة ولكنها تتجاهل بعض الآثار والعوامل الأخرى. فإن الخسارة في القدرة الشرائية يمكن أن تلغيها التغيرات في السلوك الادخاري. كما أن شبكات التأمينات غير الرسمية قد تستوعب جزءا من الضغوط على الاستهلاك.

- أن الأثر على الاستهلاك الحقيقي سوف يتأثر بالارتفاع الكبير في سعر بعض السلع.[٤] ولكن هذا الارتفاع سوف يختلف تأثيره من أسرة إلى أخرى وفقا لنصيب السلع التي ارتفع سعرها في سلة استهلاك الأسرة. فإن ارتفاع أسعار الغذاء سوف يؤثر تأثيرا سلبيا على الفقراء. فيبلغ إنفاق الأسرة الفقيرة على الغذاء في إندونيسيا حوالي ٧١% من إجمالي الإنفاق.[٥]
- إن محدودية الترتيبات الرسمية المتعلقة بالأمن الاجتماعي في إندونيسيا وكوريا وتايلاند، كانت من أهم أسباب انتشار ظاهرة الفقر بعد اندلاع الأزمة. ولذلك بدأت الدول الثلاث إعادة النظر في الدعم المقدم للأنشطة الحيوية مثل الغذاء والكهرباء والدواء واتخذت بعض الإجراءات لمواجهة الآثار الاجتماعية السلبية للأزمة المالية.

خامسا: مدى نجاح برنامج الإصلاح المالي المصري وموقف الاقتصاد المصري من الأزمات المالية الأخيرة:

لقد سيطرت البنوك العامة الأربعة المملوكة للدولة على القطاع المالي في مصر، فخلال الفترة ١٩٨١-١٩٩١ كانت هذه البنوك مسئولة عن ٨٠% من النشاط المالي. ولقد كانت الإصلاحات المالية بطيئة للغاية (Hussein & Mohieldin, 1997). فقد فرضت الحكومة سقوفا على أسعار الفائدة الإسمية للإيداع والإقراض وفرضت نسبة مرتفعة من الاحتياطي وحددت بعض المشروعات لتخصيص تقديم الائتمان إليها. كما تدخلت الحكومة في تكوين محفظة الأوراق المالية للبنوك.

ثم بدأت مصر منذ ١٩٩١ إصلاحا اقتصاديا وماليا واتبعت برنامجا للإصلاح الهيكلي. وكانت الإجراءات المتبعة متناسقة مع السياسات التي عرضها كل من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي والتي اتبعت نموذج McKinnon/Shaw (McKinnon, 1973; Shaw, 1973). ونستطيع أن نفرق بين ثلاث مراحل مر بها الاقتصاد المصري خلال برنامج الإصلاح الاقتصادي:

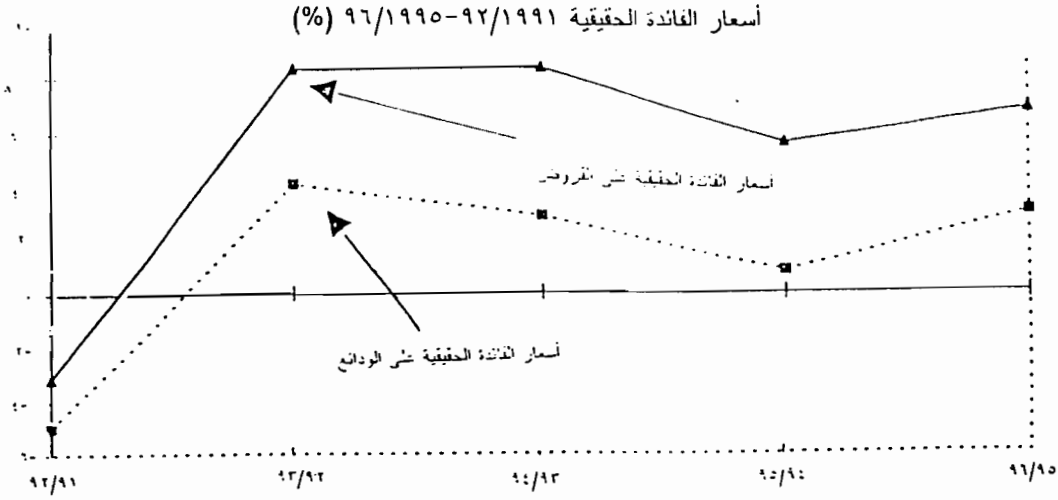
المرحلة الأولى: الفترة ١٩٩١-١٩٩٦

فقد حاولت مصر خلال هذه المرحلة تحقيق برنامج الاستقرار والتثبيت وإعادة هيكلة البنوك والقطاعات المالية وأسواق المال. وقد تضمنت هذه الإصلاحات خفض العجز المالي واتخذت إجراءات التحرير المالي وتحرير سوق الصرف الأجنبي. فقد تم التخلص من السقوف المفروضة على أسعار الفائدة في ١٩٩١ وكذلك القيود المفروضة على القروض المقدمة للقطاعين الخاص والعام في ١٩٩٢ و ١٩٩٣. وتم توحيد سعر الصرف في فبراير ١٩٩١ واتخذ سعر الصرف كمحور ارتكاز إسمي.

هذا وقد تمتع الاقتصاد المصري باستقرار سعر الصرف منذ ١٩٩١ وتحققت أسعار الفائدة الحقيقية الموجبة. فالشكل التالي يوضح تطور أسعار الفائدة الحقيقية خلال الفترة ١٩٩٢/٩١-١٩٩٦/٩٥.

شكل رقم ٤

أسعار الفائدة الحقيقية ١٩٩١/٩٢-١٩٩٥/٩٦ (%)



Source: Subramanian, A. The Egyptian Stabilization Experience. An Analytical Retrospective, IMF, 1997

المرحلة الثانية: الفترة ١٩٩٦-٢٠٠٠

وتضمنت هذه المرحلة تحرير الأسعار والتجارة الخارجية مع بداية الخصخصة. وتمت الاستعانة بمنح وقروض الصندوق الاجتماعي كمحاولة لتخفيف الآثار الاجتماعية للإصلاح الاقتصادي.

هذا وقد تحققت خلال هذه المرحلة الكثير من الجوانب الإيجابية لسياسة الإصلاح ومنها ارتفاع معدل النمو الحقيقي وانخفاض متوسط التضخم السنوي وانخفاض معدل الدولرة كنسبة من إجمالي السيولة وظلت أسعار الفائدة الحقيقية موجبة وهذا ما توضحه الأشكال الثلاثة الآتية:

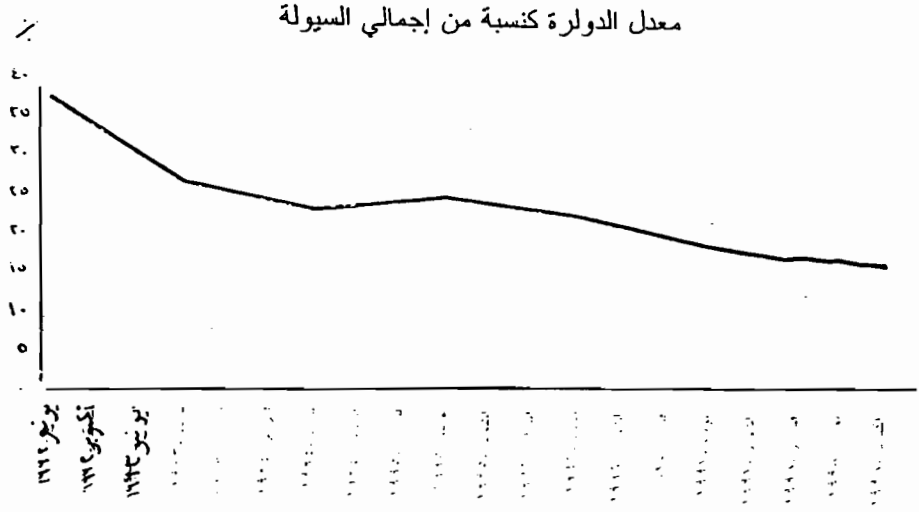
شكل رقم ٥

تطور معدل النمو الحقيقي ومتوسط التضخم السنوي والتوسع النقدي

المصدر: وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، النشرة الاقتصادية الشهرية، مايو ١٩٩٩

شكل رقم ٦

معدل الدولرة كنسبة من إجمالي السيولة

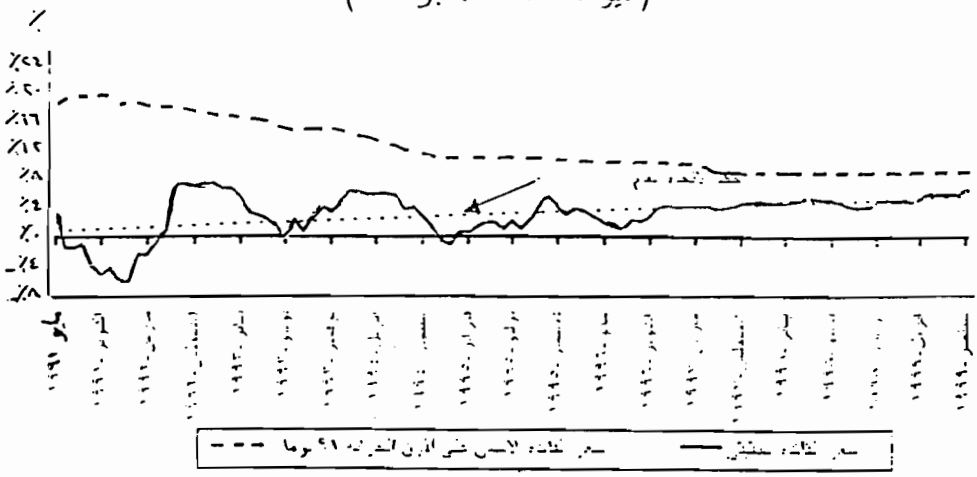


المصدر: وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، النشرة الاقتصادية، مايو ١٩٩٩

شكل رقم ٧

تطور أسعار الفائدة المحلية

(مايو ١٩٩١- سبتمبر١٩٩٩)

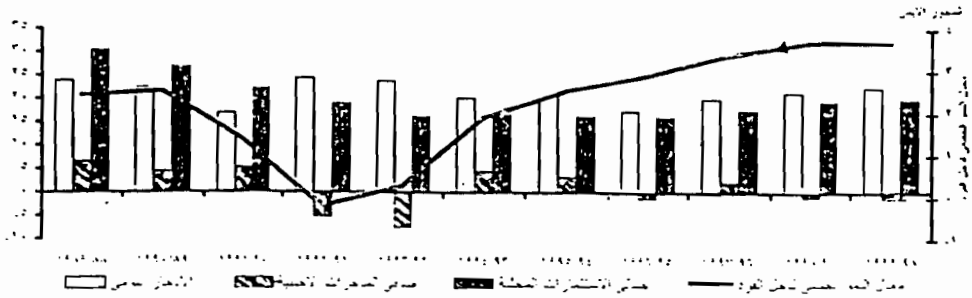


المصدر: وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، النشرة الاقتصادية، مايو ١٩٩٩

وعلى الرغم من ارتفاع معدل النمو الحقيقي لدخل الفرد إلا أن نسبة كل من الادخار والاستثمار لإجمالي الناتج المحلي لم تكن مرتفعة، وهذا ما يوضحه الشكل الآتي:

شكل رقم ٨

الادخار - الاستثمار (نسبة من الناتج المحلي)



المصدر: وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، النشرة الاقتصادية، مايو ١٩٩٩

وعلى ذلك نستطيع أن نستخلص أن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية وحدها، لا تستطيع أن تحقق النمو المنشود بل يجب العمل على تنمية سوق المال وتنويع الأصول المالية وتشجيع المنافسة وزيادة مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي.

المرحلة الثالثة: الفترة بعد سنة ٢٠٠٠

وهى المرحلة التي تستهدف زيادة مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي واتساع الخصخصة.

إن الإصلاحات المالية في مصر لم يترتب عليها تعرض الاقتصاد المصري لأزمات العملات أو البنوك (عكس الوضع بالنسبة للكثير من الدول النامية). وقد كان من أهم أسباب نجاح تجربة الإصلاح المالي في مصر أن السلطات قد اتبعت المدخل التدريجي الحريص مع تقوية الهيكل المؤسسي للاقتصاد. فعلى الرغم من أن الهيكل القانوني

والتنظيمي لازال في حاجة إلى التطوير، إلا أن الهيكل المؤسسي للجهاز المصرفي، وفي إطار السياسة المالية الانكماشية المتبعة، قد استطاع أن يحمي الدولة من التعرض للأزمات المالية الحادة.

والسؤال الذي يفرض نفسه: هل تأثر الاقتصاد المصري بالأزمة المالية الأسيوية الأخيرة؟

بادئ ذي بدء يجب التركيز على نقطة هامة وهى أن الصلة بين الاقتصاد النامي والاقتصادات الخارجية تكمن في اعتماد الدولة النامية على الصادرات لتمويل التنمية الاقتصادية ومحاولة هذه الدولة جذب الاستثمارات الأجنبية لنقل التكنولوجيا الحديثة ومحاولتها تعويض النقص في المدخرات المحلية. وحيث أن الصادرات المصرية لا يعتد بها، كما أن قدرة الاقتصاد المصري النسبية على جذب الاستثمارات الأجنبية لازالت محدودة، فإن مصر لم تتأثر بشكل مباشر بالأزمة الأسيوية الأخيرة. إلا أنها تأثرت بشكل غير مباشر نتيجة انخفاض أسعار البترول والمنتجات الأولية. أضف إلى ذلك الارتفاع الهائل في الواردات المصرية من المنتجات الأسيوية الرخيصة بعد أن تدهورت قيمة العملات الاسيوية. وقد تضاعف التأثير السلبي لزيادة الواردات المصرية بعد محاولة الحد منها عن طريق اشتراط أن تتم تغطية قيمة الواردات بنسبة ١٠٠% عند فتح الاعتماد المطلوب لسداد الثمن بالعملة الوطنية.

وعلى الرغم من ذلك إلا أن برنامج الإصلاح المالي المصري، بالمقارنة بالدول الأخرى، كان ناجحا إلى حد كبير خلال الفترة ١٩٩١-١٩٩٩، ولعل ذلك يظهر في المؤشرات التالية:

* <u>انخفاض الفروق بين أسعار الفائدة على الودائع والقروض:</u>

فالجدول التالي يبين هذه الفروق بالمقارنة بعدد من الدول النامية والمتقدمة الأخرى.

جدول رقم ٤

الفروق بين أسعار الفائدة على القروض والودائع في بعض الدول

الدولة	الفروق
بولندا (١٩٩٤)	%٩
جمهورية التشيك (١٩٩٤)	%٦
جمهورية السلوفاك (١٩٩٤)	%٤
هنغاريا (١٩٩٤)	%٦
ألبانيا (١٩٩٤)	%٦
استوانيا (١٩٩٤)	%١٣
ايطاليا (١٩٩٣)	%٥,٤٠
أسبانيا (١٩٩٣)	%٥
الدانمارك (١٩٩٣)	%٤,٩٠
السويد (١٩٩٣)	%٣,٣٠
مصر (١٩٩٥/١٩٩٦)	%٣,٨٠

Source: Subramanian,A., The Egyptian Stabilization Experience. An Analytical Retrospective, IMF, Washington, 1997.

يوضح الجدول السابق انخفاض الفروق بين أسعار الفائدة على الودائع والقروض في مصر بالمقارنة بالدول النامية الأخرى بل وبعض الدول المتقدمة. وذلك يعكس إنجازا كبيرا خاصة إذا أخذنا في الحسبان أن انخفاض الفروق في حالة مصر قد صاحبها زيادة ربحية البنوك وعدم تغير نسبة الاحتياطي القانوني. في حين أن الفروق الكبيرة بين أسعار الفائدة على القروض والودائع في بعض الدول عكست الحاجة إلى توفير رأس المال اللازم لمحاولة تغطية الديون المتعثرة.

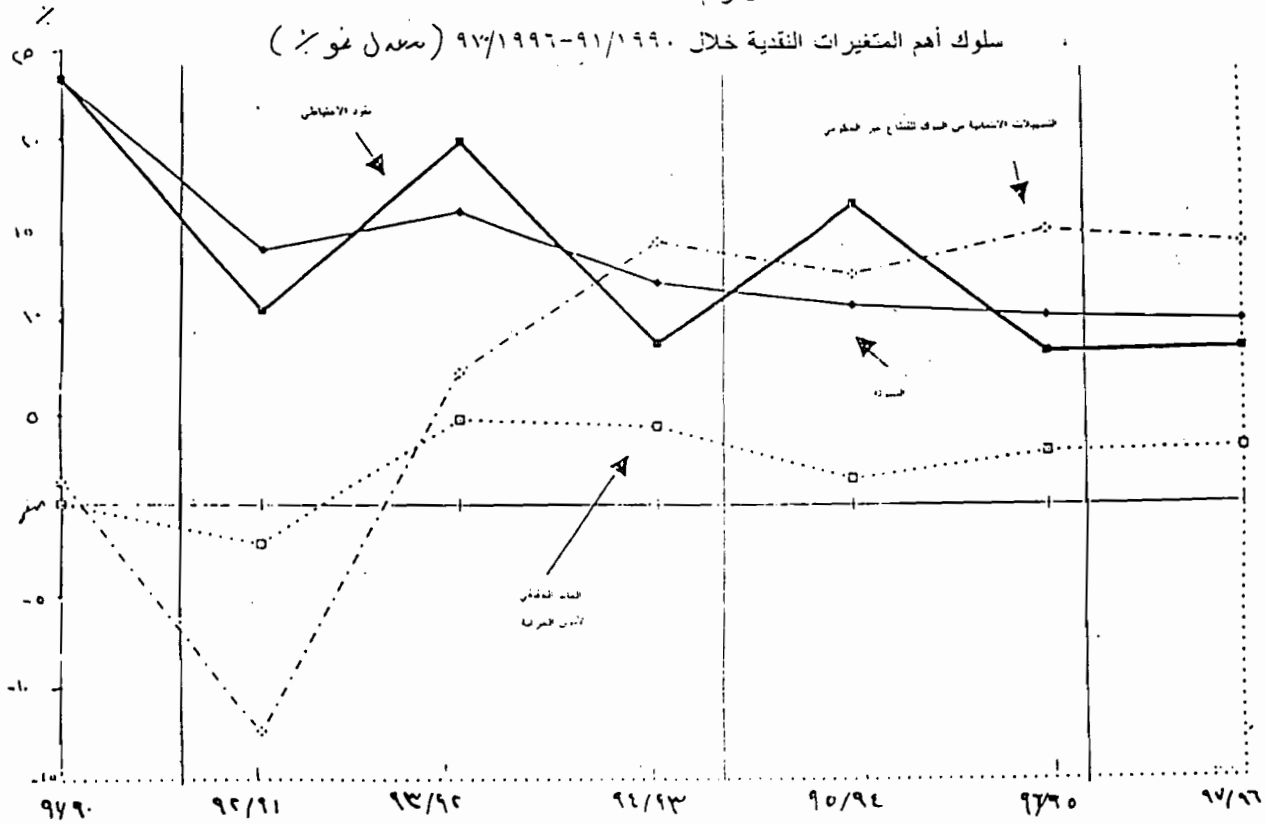
* زيادة ربحية البنوك العامة التي شكلت ٦٠% من الجهاز المصرفي. فقد زادت أرباحها من ١,٤ بليون جنيه في ١٩٩١/٩٠ إلى ٢,٧ بليون جنيه في ١٩٩٦/٩٥ (أى نسبة زيادة بلغت ٩٣% خلال خمس سنوات) (El Refaie, 1997).

* زيادة متوسط العائد علي أسهم الجهاز المصرفي، فقد زاد هذا العائد من ١٠,٢% في ١٩٩٣/٩٢ إلى حوالي ١٢% في ١٩٩٦/٩٥ (El Refaie, 1997).

نستطيع أن نرجع السبب الرئيسي وراء نجاح التجربة المصرية في إطار الإصلاح المالي إلى عاملين رئيسيين: الأول خاص بالسلوك الإيجابي لأهم المتغيرات النقدية والثاني يتعلق بزيادة الدخل المتولد من أذون الخزانة التي تحملها البنوك التجارية. فالشكل التالي يوضح السلوك الخاص بمعدل نمو كل من نقود الاحتياطي والسيولة والتسهيلات الائتمانية من البنوك للقطاع غير الحكومي والعائد الحقيقي لأذون الخزانة خلال فترة التسعينات:

شكل رقم ٩

سلوك أهم المتغيرات النقدية خلال ١٩٩٠/٩١-١٩٩٦/٩٧ (معدل نمو ٪)



Source: Subramanian, The Egyptian Stabilization Experience, IMF, 1997. Chart 10

هذا ونلاحظ أن انخفاض معدل نمو السيولة لإجمالي الناتج المحلي من ٨٣% في أواخر الثمانينات إلى حوالي ٧٤% في ١٩٩٦/١٩٩٧، إنما يرجع في جزء منه إلى زيادة الأهمية النسبية لسوق المال. فالجدول التالي يبين أهم التطورات الخاصة بمؤشرات سوق المال:

جدول رقم ٥

المؤشرات السنوية لسوق المال

	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩
عدد الشركات المقيدة ١/	٧٠٠	٧٤٦	٦٤٦	٦٥٠	٨٦١	١٠٣٣
الإصدارات الجديدة (بالمليون جنيه) ٢/	٤٨٧٩	١١٢٥١	٢٠٤٧٨	١٩٤٣٥	٣٥٣٠٣	٥٥٥٧٣
نسبة تغير العائد السنوي الإجمالي (%)	٥٦,٤	-١١,١	٣٣,٠	١٨,٩	٦,٢	٤٩,٠
رأس مال السوق (بالمليون جنيه)	١٤٤٨٠	٢٧٤٢٠	٤٨٠٨٦	٧٠٨٧٣	٨٣١٤٠	١١٢٣٣١
كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (%)	٨,٣	١٤,٣	٢١,٠	٢٧,٧	٢٩,٩	٣٤,٤
قيمة التداول للأوراق المالية المقيدة (مليون جنيه)	٢٥٥٧	٣٨٤٩	١٠٩٦٨	٢٤٢٢٠	٢٣٣٦٣	٤٢٠٥٦
السندات والأسهم المقيدة (مليون جنيه)	١٢١٤	٢٢٩٤	٨٧٦٩	٢٠٢٨٢	١٨٥٠٠	٣٥٨٢١
السندات والأسهم غير المقيدة	١٣٤٣	١٥٥٥	٢١٩٨	٣٩٣٧	٤٨٦٣	٦٢٣٥
حجم التداول للأوراق المالية المقيدة (مليون)	٥٩,٨	٧٢,٢	٢٠٧,٧	٣٧٢,٥	٥٧٠,٨	١٠٧٤,١
السندات والأسهم المقيدة (مليون جنيه)	٢٩,٣	٤٣,٧	١٧٠,٤	٢٨٦,٧	٤٤٠,٣	٨٤١,١
السندات والأسهم غير المقيدة	٣٠,٥	٢٨,٥	٣٧,٣	٨٥,٨	١٣٠,٥	٢٣٣,٠
عدد الشركات المتداول أوراقها	٣٠٠	٣٥٢	٣٥٤	٤١٦	٥٥١	٦٦٣
كنسبة من إجمالي الشركات المسجلة	٤٢,٩	٤٧,٢	٥٤,٨	٦٤,٠	٦٤,٠	-
معدل الدوران ٣/	١٧,٧	١٤,٠	٢٢,٨	٣٤,٢	٢٢,٣	٢٩,٥

المصدر: وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، النشرة الاقتصادية، مايو ١٩٩٩.

١/ في نهاية العام.

٢/ الأسهم والسندات.

٣/ حجم التداول كنسبة مئوية من رأس مال السوق.

أما العامل الثاني الكامن وراء نجاح التجربة المصرية فهو زيادة الدخل المتولد من أذون الخزانة التي تحملها البنوك التجارية. فقد زادت قيمة أذون الخزانة التي تحملها البنوك التجارية من ٣,١ بليون جنيه في ٩١/٩٠ إلى ٢٦,٨ بليون جنيه في ١٩٩٦/٩٥. كما أن الدخل المتولد من هذه الأذون قد زاد من ٠,٩٠ بليون جنيه في ١٩٩١/٩٠ إلى ٣,٩٩ بليون جنيه في ١٩٩٤/٩٣ وإلى ٢,٧٥ بليون جنيه في ١٩٩٦/٩٥ (El Refaie, 1997). مما أدى إلى توافر مستوى معقول من رأس المال.

سادسا: أهم النتائج:

لقد أثبتت الأزمات المالية الأخيرة ضرورة العمل على تحسين النظام المالي الدولي وأهمية زيادة الشفافية.

- ضرورة إعادة هيكلة القطاع المصرفي من أجل رفع الثقة في البنوك، فقد كان هناك قصور في جوانب الإشراف والتقنين والتحكم والقواعد المحاسبية المتبعة، فيجب سن قواعد جديدة تحقق الإشراف الفعال واتباع مبادئ Basle Committee on Banking Supervision لتحقيق الاستقرار المالي وحتى تدار عملية التحرير المالي بحرص.

- إن ارتفاع أسعار الفائدة لا تكون كافية من أجل مساندة سعر الصرف عندما يكون هناك انعدام توازن على مستوى الاقتصاد الكلي. فلابد وأن تدعم السياسة النقدية بسياسات أخرى لمواجهة عدم التناسق بين المتغيرات الاقتصادية الأساسية.

- طالما أن الأزمات المالية يترتب عليها تكاليف اجتماعية في شكل ارتفاع نسبة الفقر والبطالة، فيجب مد مظلة الحماية الاجتماعية والاهتمام بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة في المناطق الفقيرة.

- إن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية وحدها لا تستطيع أن تحقق النمو المنشود بل يجب العمل على تنمية سوق المال وتنويع الأصول المالية وتشجيع المنافسة وزيادة مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي.

- أثبتت الدراسة أن الاقتصاد المصري استطاع أن يحقق نجاحا ملموسا في مجال الإصلاح المالي - بالمقارنة بالدول النامية الأخرى - حيث انخفضت الفروق بين أسعار

الفائدة على القروض والودائع مع زيادة ربحية البنوك التجارية وارتفاع متوسط العائد على اسهم الجهاز المصرفي.

هوامش:

١. ولكن مع وجود تواريخ تقريبية لبداية أزمات البنوك، فإن تحليل المتغيرات قبل وأثناء وبعد الأزمة يمكن أن تكون مفيدة لخلق نظام للإنذار المبكر مما يعكس مدى قرب تعرض الدولة للأزمات.

٢. فهناك عدة أرقام قياسية تدل على قرب التعرض للأزمة، وكل منها قد يعطي نتائج مختلفة وكل منها لها قيودها. فعلينا ألا نعتمد على مقياس واحد، بل نأخذ في الحسبان ظروف الاقتصاد الكلي ومدى التعرض للأزمات على أساس شامل من البيانات العامة المتاحة.

٣. ولكن مما هو جدير بالملاحظة أن سلوك المتغيرات في بعض الأزمات قد اختلف عن النمط العام. ففي عدد من الدول الآسيوية التي تعرضت للأزمات الأخيرة، نلاحظ انخفاض معدل التضخم نسبيا.

٤. بالقطع سوف تحقق بعض الأسر المكاسب، فإن ٢٥% من الأسر في تايلاند تعمل في مجال الإنتاج الزراعي وسوف تحقق زيادة صافية في إيراداتها نتيجة ارتفاع أسعار الغذاء.

٥. فالغذاء يشكل نسبة مرتفعة من سلة السلع الاستهلاكية للفقراء في كل من إندونيسيا وتايلاند. فبالنسبة للأسرة الفقيرة في إندونيسيا، يبلغ الإنفاق على الغذاء حوالي ٧١% من إجمالي الإنفاق. وفي إندونيسيا وتايلاند يشكل الإنفاق على الأرز حوالي ٢٠% من إجمالي الإنفاق.

المراجع:

- Calvo, A.; Leiderman, L. & Reihart, C.M.. "Capital inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors," IMF, Vol. 40, March 1993, pp. 108-151.

- Calvo, G.A., "Capital Flows & Macroeconomic Management: Tequila Lessons, "Int. Journal of Finance & Economics, Vol. 1, July 1996, pp. 207-223.

- Capie, F. & Wood, G., "Financial Crises & the World Banking System, St. Martin's, New York, 1985.

- Caprio, J. & Klingebiel, D., "Bank Insolvencies Cross-Country Experience, "Working Paper 1620, World Bank, Washington, July 1996.

- Eichengreen, B. & Rose, K. & Wyplosz, C., "Contagious Currency Crises: First Tests," Scandinavian Journal of Economics, Vol. 98 (No. 4) 1996, pp. 463-484.

- Eichengreen, B., "The Baring Crisis in a Mexican Mirror" CIDER Working Paper C97-084, University of California, Feb. 1997.

- Eichengreen, B. & Rose, K., "Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors & Emerging market Banking Crises, "NBER Working Paper 6370, Massachusetts, Jan. 1998.

- El-Refaie, Faika, "The Egyptian Banking System" Paper presented at a Conference organized by the Egyptian Center for Economic Studies, Cairo, 1997.

- Flood, R. & Marion, N., "Perspective on the Recent Currency Crisis Literature." Washington, IMF, September 1998.

- Frankel, J.A. & Rose, A.K., "Currency Crashes in Emerging Markets. Empirical Indicators," NBER Working Paper 5437, Massachusetts, Jan. 1996.

- Goldfajn, I. & Valdes, R.O., "Capital Flows & the Twin Crises: The Role of Liquidity," Working Paper 97/87, IMF, Washington, July 1997.

- Goldstein, M., "Presumptive Indicators/Early Warning Signals of Vulnerability to Financial Crises in Emerging Market Economics, Institute for International Economics, Washington, Jan. 1996.

- Hussein, K. & Mohieldin, M., "Interest Rates, Investment & Growth Under Financial Repression: The Egyptian Experience, "Arab Economic Journal, 9, 1997, pp. 3-26.

- IMF, International Capital Markets: Developments, Prospects & Key Policy Issues, Washington, Nov. 1997, pp. 234-251.

- IMF, World Economic Outlook, Washington, May 1998.

- IMF, World Economic Outlook, Washington, Oct. 1998.

- IMF, National Employment Statistics, International Labor Organization, Washington, 1998.

- IMF, World Economic Outlook, Washington, Oct. 1999.

- IMF, World Economic Outlook, Washington, May 1999.

- IMF, International Financial Statistics, Washington, Dec. 1999.

- Kamin, S.B., "Devaluation, External Balance & Macroeconomic Performance: A Look at the Numbers," Princeton Studies in Int. Finance, No. 62, Princeton Univ. Press, New Jersey, August, 1988.

- Kaminsky, G.L. & Reinhart, C.M., "The Twin Crises: The Causes of Banking & Balance of Payments Problems" Int. Finance Paper 544, Washington, March 1996.

- Kindleberger, C., Manias, Panics & Crashes: A History of Financial Crises, Basic Books, New York, 1978.

- Lindgreen, J., Balino, T., Enoch, C., Gulde, m., Quintyn, M. & Teo, L., "Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia," IMF Occasional Paper, No. 188, Washington DC, 1999.

- Masson, R., "Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria," Washington, IMF, 1998.

- McKinnon, R., Money & Capital in Economic Development, Washington, DC, Brookings Institution, 1973.

- Mishkin, F.S., "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective," NBER Working Paper 5600, Massachusetts, June 1996.

- Sachs, J., Tornell, A. & Velasco, A., "Financial Crises in Emerging Markets. The Lessons from 1995," Brookings Papers On Economic Activity, 1996, p.p. 147-198.

- Shaw, E., Financial Deepening in Economic Development, New York, Oxford University Press, 1973.

- Subramanian, A., The Egyptian Stabilization Experience. An Analytical Retrospective IMF Working Paper, WP/97/105, Washington, IMF, 1997.

- WTO, Press Release, Geneva, April 1999.
- وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، النشرة الاقتصادية الشهرية، جمهورية مصر العربية، مايو ١٩٩٩.