

الأزمة المالية: الأشكال- المؤشرات- النماذج- والعدوى المالية

دراسة نظرية- تحليلية للأزمة الآسيوية

Financial Crisis: Forms- Indicators- Models- and Financial Contagion

Theoretical - Analytical Study of Asian Crisis

د. حنان غانم فخور البدوي

أ. د. محمد علي ابراهيم العامري

جامعة بغداد- كلية الإدارة والاقتصاد

قسم ادارة الاعمال

1- المقدمة Introduction

اسهم تطور ادوات الاسواق المالية والتغيرات العالمية كالعولمة المالية وتحرير الاسواق المالية العالمية في احداث العديد من الازمات ومنها الازمة المالية الدولية التي تعد من اكثر الظواهر ملازمة للاسواق المالية على الرغم من التطورات التي تشهدها تلك الاسواق نتيجة تطور ادواتها المالية وانفتاحها على بعضها البعض. وتتعرض الاسواق المالية الدولية والناشئة (Emerging Market) منها بشكل خاص الى العديد من الازمات المالية حيث تعرضت تلك الاسواق خلال القرن الماضي للعديد من الازمات المالية التي أثر بعضها في مختلف قطاعات الدولة التي امتد تأثيرها لأسواق مالية عالمية أخرى الامر الذي شكل تحدياً للإدارة المالية في مواجهة تلك الازمات المالية.

اتجهت أدبيات الفكر المالي إلى التركيز على تحليل الازمات المالية في ضوء الظواهر الحديثة المرتبطة بها كالعدوى المالية (Financial Contagion)، ودور المؤسسات المالية مثل صندوق النقد الدولي (International Monetary Funds، IMF) لتلافي المخاطر الكبيرة للازمات المالية من خلال التدخل الايجابي على وفق طبيعة كل أزمة مالية.

من ابرز الازمات الدولية المعاصرة، أزمة أسواق جنوب شرق آسيا (1997) التي تعرضت لها أسواق مجموعة دول جنوب شرق آسيا، بعد أن اندلعت تلك الأزمة في سوق تايلند المالي لتنتقل بسرعة وبقوة إلى أسواق مالية مجاورة أخرى، والذي ميز تلك الأزمة عن غيرها هو النمو المتميز للأسواق المالية والاقتصادية لتلك الدول قبل حدوث الأزمة، إذ أطلق عليها النور الآسيوية (Asian Tigers) الأمر الذي جعل إمكانية تعرضها لازمة مالية أمراً بعيد الاحتمال، وعندما ضربت تلك الأزمة أسواق المال في جنوب اسيا، أصبحت مسألة توقع حدوث أزمات مالية مفاجئة أمراً ليس بعيد الاحتمال بالرغم مما تمتلكه الأسواق المالية من مقومات أداء متميز.

تتناول الدراسة الحالية بعض النواحي الأساسية المتعلقة بالازمات المالية الدولية، مع التركيز على أزمة أسواق جنوب آسيا بشكل خاص. وقد تمثلت مشكلة الدراسة في الجدل المعرفي حول الأطار المفاهيمي للآزمة المالية (Financial Crisis Concept)، والمفاهيم الأخرى ذات العلاقة، فضلاً عن إمكانية أستجلاء التحليل لبعض نواحيها في الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا (اندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، تايلند، تايوان، وكوريا الجنوبية) للفترة (1997-1998) م.

بدأت الازمة الآسيوية عام 1997، أزمة في سوق العملات، وازمة سيولة مؤقتة، لكنها تحولت فيما بعد ذلك الى أزمة مالية واقتصادية ذات ابعاد سياسية خطيرة- الى حد كبير- بسبب السياسات غير المرنة لاسعار الصرف، وشركات مدينة اكثر من اللازم، وقطاع مصرفي ضعيف، وقروض كبيرة وقصيرة الاجل بالعملات الرئيسية للحكومات، ولوائح مصرفية واشرفية غير كافيتين بصفة عامة وضوابط مصرفية داخلية متراخية، وتقويم غير صارم للمخاطر الائتمانية والسوقية، وكان يعتقد بصفة عامة، ان الحكومات لن تسمح بفشل المصارف، وان الودائع مضمونة تماماً، كما ان قطاع التصدير الذي اعتمدت عليه هذه الدول لتحقيق معدلات عالية لنموها الاقتصادي قد تعرض لهزة كبيرة اضعفت قدرته التنافسية، وذلك عندما قامت الصين عام 1994 بتخفيض سعر صرف عملتها.



أما من حيث الأسباب التي أدت إلى الأزمة في كل دولة على حدة، فهي معروفة قبل سنوات من ظهورها، كالفساد في تايلاند، والمحسوبية في اندونيسيا، وضعف القطاع المالي في كوريا الجنوبية، إلى أن الترابط بين اقتصاديات هذه الدول أدى إلى سلسلة من ردود الفعل جعلت من الصعب احتواء الأزمة، كما أسهمت سياسات الانفتاح، أو ما يطلق عليها العولمة، وضعف الإدارة، وأزمة انعدام الثقة، وانخفاض سعر الصرف لعملة الدول الآسيوية، وضعف القطاع المالي فيها، مع قيام القطاع الخاص بزيادة اقتراضية من السوق الدولية بالعملة الأجنبية من غير أن يحمي نفسه من مخاطر اسعار الصرف بين إيراداته بالعملة المحلية والتزاماته بالعملة الأجنبية، وعدم وضوح العلاقات المالية بين حكومات كل من هذه الدول ومؤسسات القطاع الخاص فيها، لاسيما في المجال المصرفي، وقيام المؤسسات المالية في بعض البلدان الآسيوية بتوجيه نسبة كبيرة من التدفقات الرأسمالية، من غير أي غطاء من النقد الأجنبي، إلى مشروعات تتسم بالمخاطرة ولا سيما في قطاع العقارات، والافتقار إلى الشفافية، في جعل اقتصاديات الدول (اندونيسيا، وكوريا الجنوبية، وتايلاند، وماليزيا) عرضة للأزمة، ومن ثم تعميق الأزمة وصعوبة التغلب على العقبات التي أفرزتها.

2- مراجعة الأدبيات Review of Literatures

يتضمن مفهوم الأزمة المالية (Financial Crisis) العديد من الأبعاد المعرفية القائمة على الجدول الفلسفي حول تفسير وتعريف مضمون الأزمة المالية، نظرا لاختلاف حالات الأسواق المالية التي تعرضت لازمات مالية واختلاف درجة مخاطر وتداعيات وأسباب كل أزمة مالية، فضلا عن تداخل المفاهيم المعرفية المتعلقة بتفسير حالة الأسواق المالية عند تدهور نشاطها المالي. كمضمون مفاهيمي فإن مصطلح (الأزمة المالية) يشير إلى العديد من أشكال الازمات المالية كأزمة المصارف، القروض، التبادل التجاري ما بين الأسواق المالية، ولكن تفضيله يكون عند الإشارة إلى الأكبر أو الأوسع منها (The Big One) أو الأزمة الشاملة أي الأزمة المالية الدولية (International Financial Crisis) (Portes, 1998;20).

يميز (Delhaise, 1998) بين مفهوم الأزمة المالية Financial Crisis والذعر المالي (Financial Panic)، فالأول يستخدم عند الإشارة لتدهور حالة الأسواق المالية بعد ازدهارها ونموها كما حدث في أزمة أسواق جنوب شرق آسيا عام (1997)، بينما يشير مفهوم الذعر المالي إلى انتقال الأزمة المالية من دولة لأخرى بسبب العدوى المالية (Delhaise, 1998;6-7). يتفق (Hamada, 2002) مع (Delhaise, 1998) تمييز مفهوم الأزمة المالية عن مفاهيم أخرى مثل عدم الاستقرار المالي (Financial Instability) والأزمة المالية النظامية (Systematic Financial Crisis) فالأزمة المالية هي الحالة التي تتحرك فيها المتغيرات المالية (Financial Variables) مثل أسعار الأسهم وأسعار صرف العملات باتجاه واحد صعودا ونزولا وغالبا ما تكون بشكل معاكس للتوقعات السابقة لها، بينما يشير عدم الاستقرار المالي إلى الحالة التي تتقلب فيها تلك المتغيرات صعودا ونزولا وان جزء من هذه التقلبات يمكن التنبؤ بها ولا يكون ذلك للجزء الأكبر منها وحيث يمكن التأمين إزاء التقلبات المتوقعة والتغلب على غير المتوقع منها (Hamada, 2002; 206).

يصف (Miller,2002) الأسواق المالية بأنها غير مستقرة و/ أو كونها ميالة للأزمة المالية عندما تتسم بتعدد التوازن (Multiequilibria*) لمتغيراتها المالية (كأسعار الأسهم الفائدة... الخ)، وبالتالي فإن حالة عدم الاستقرار للسوق المالية تكون نتيجة انعكاسية لحالات التوازن المتعددة (Miller,2002:1)، وتكون السوق المالية مستقرة (stable) عندما تستطيع المؤسسات المالية الاستمرار في نشاطها المالي وأداء التزاماتها التعاقدية، بما في ذلك نشاطات الوساطة وإدارة ما تملكه من موجودات بدون أية معوقات أمام ذلك.

* حالة تعدد التوازن (Multiequilibria) وهي الحالة التي تصل إليها مستوى اسعار الاسهم بعد حدوث تعاقب كبير لمستويات مختلفة من الاسعار مؤدية إلى سعر توازني غير مرغوب فيه وتصبح عنده اسعار الاسهم بمستوى غير جيد بعد ان كانت بمستوى افضل .



دراسة نظرية- تحليلية للأزمة الآسيوية

ولكن ما يميز الأزمة المالية النظامية بأن الخسائر الناجمة عنها تكون شاملة، وقد تدوم لفترة طويلة من الزمن وتؤثر في مجمل الاقتصاد القومي وقد تمتد إلى الاقتصاد العالمي، وتؤثر فيه بشكل فعلي (Hamada,2002:195). وبذلك فقد اتفق كل من (Delhais,1998 and Hamada, 2002) على أن الأزمة المالية هي حالة السوق المالية عندما تكون متغيراتها المالية متحركة باتجاه هابط، واتفق (Sundarajan,et.al,2002) مع (Hamada,2002) على تحديد حالة السوق المالية غير المستقرة . واتفق كل (Fisher,1933) و (Flood and Garber 1981) و (Minsky,1982) على تعريف الأزمة المالية بأنها "هي البيع الجبري للموجودات المالية لان هياكل المطلوبات لا تتساوى مع قيم الموجودات المحددة بسعر السوق، مما يحدث نقصاً في قيم الموجودات. (Singh,1998;7) وطرح كل من (Wolfsan,1986) و (Miron,1986) و (Schwartz,1985) مفهوم الأزمة المالية على أنها "هي الطلب الشديد على الأموال المدخرة، إلى الحد الذي لا يمكن الاستجابة له بشكل آني وللأجل القريب" (Darajan andTomas, 1991:8-10).

وهي أيضا كما تناولها كل من (Herring and Louttentag,1984) و (Manikow,1986) الظروف التي تجعل المقترضين في المؤسسات الأخرى القادرين على الاقتراض في جميع الظروف عاجزين عنه بسبب حدوث كوارث انتمان:- أو انهيار الأسواق الائتمانية (Singh,1998;7) . وضمن إطار الإدارة المالية الدولية فان الأزمة المالية الدولية تُعرف من خلال مقدار وحجم تأثيرها. ويُحدد (Stanly,1990) الأزمة المالية من خلال آثارها الكبيرة المنعكسة على الاقتصاد بسبب الاختلالات الكبيرة في راس المال التي تؤدي إلى إعاقة العمل بشكل فعال وان الأزمات المالية الدولية تتضمن أشكالاً مختلفة من الأزمات المالية مثل أزمة العملة وأزمة المديونية ولكن ليس بالضرورة أن تؤدي كل أزمة مالية إلى أزمة مالية دولية (Stanley,1990:31)، وبذلك فان الأزمة المالية الدولية تحدث أضراراً شاملة وغير متوقعة في القطاعات الأخرى للدولة غير القطاع المالي، وتترتب عليها كلف اقتصادية مرتفعة، ذات نتائج سلبية تكون في الغالب ليست قصيرة الأمد (Porter,1990;5) .

وتتصف اغلب الأزمات الأخيرة بكونها دولية وذلك بسبب انفتاح الأسواق المالية على بعضها والتكامل والعولمة المالية، كما في أزمة جنوب شرق اسيا (1997)، والتي امتد تأثيرها ليس فقط لدول الأزمة بل لدول أخرى تكون صناعية ومتقدمة أحياناً. وعلى هذا فان وصف الأزمات المالية الدولية وتحليلها يختلف وفقاً للمسببات والظروف المحيطة بكل أزمة وكذلك الحال فيما يترتب عليها من مخاطر وتداعيات وكذا الحال لازمات مالية أخرى مثل أزمة المكسيك (1982) وأمريكا اللاتينية (1991).

ولكن ما يميز جميع الأزمات في بدايتها هو عدم القدرة على تحديد الحالة، فلا أحد يعرف ما هو الوضع بالضبط، ولكنها (الأزمة) تتصف بالمفاجأة، نقص المعلومات، تصاعد الأحداث، فقدان السيطرة، غياب الحل الجذري (البريخت، 1998:1) وفي ضوء ما ورد يمكن استعراض التداخل المعرفي حول أبعاد مفهوم الأزمة المالية والمفاهيم الأخرى بهذا الصدد، ضمن الجدول (1).



جدول (1)

الأبعاد المعرفية للأزمة المالية

المفهوم	الكاتب و السنة	المضمون
الأزمة المالية	Delhaise (1998) Hamada (2002)	حركة المتغيرات المالية كأسعار الأسهم وأسعار صرف العملات باتجاه واحد نحو الهبوط (التدهور) مشيرة الى حدوث أزمة مالية.
	Minsky (1982) Flood and Garber (1981) Fisher (1933)	انخفاض (نقص) قيم الموجودات بسبب البيع الإجباري لبعضها بسبب عدم تطابق هياكل المطلوبات مع قيم الموجودات.
Financial Crisis	Wolfsan (1986) Miron (1986) Schwartz (1985)	عدم الاستجابة الأنبية للطلب الشديد على الأموال المدخرة .
	Manikow (1986) Herring and Louttentag (1984)	العجز (عدم القدرة) في الحصول على قروض بسبب مشاكل ائتمانية.
الأزمة المالية الدولية International Financial Crisis	Portes (1998) Stanly (1990)	هي الأزمة التي تتصف بشمولية تأثيرها على مجمل قطاعات الاقتصاد وتمتد آثارها لفترة زمنية ليست قصيرة وقد تمتد تلك الآثار الى الاقتصاد العالمي .
الأزمة المالية النظامية Systematic Financial Risk	Miller (2002) Hamada (2002)	حركة المتغيرات المالية صعوداً و نزولاً و ليس باتجاه واحد نتيجة تعاقب مستويات مختلفة من حالات توازن الأسعار مؤدية الى سعر توازني غير مرغوب فيه.
الدع المالي Financial Panic	Delhaise (1998)	يستخدم هذا المفهوم عند الإشارة الى حالة السوق المالية التي انتقلت إليها الأزمة المالية بسبب العدوى المالية .

3- أشكال الأزمة المالية Financial Crisis Forms

يصنف (Hill,2003) الأزمة المالية إلى ثلاثة أشكال: (Hill,2003; 345 ; 2003)

1- أزمة العملة Currency Crisis

يعتقد (Hill,2003) أن أزمة العملة من أكثر الأزمات المالية شيوعاً، وأنها تحصل نتيجة هجوم المضاربيين على قيمة التداول لعملة معينة. والذي ينتج عنه انخفاض حاد في قيمة العملة، مما يرغم السلطات على صرف كميات كبيرة من احتياطها من العملات الدولية او زيادة سعر الفائدة للدفاع عن سعر الصرف الساند لعملتها (Hill,2003;354). ويتفق (Calvo,1999) مع (Hill,2003) ان أزمة العملة انما تحدث بسبب هجوم المضاربة على العملة المحلية لسوق مالية ما، الأمر الذي يؤدي الى انخفاض قيمة تلك العملة وقيام السلطات بالتدخل للحفاظ على قيمة عملتها المحلية من خلال صرف احتياطها من العملات الدولية، مما يؤدي الى انخفاض في قيمة ذلك الاحتياطي وقد لا تتحقق أحيانا المحافظة على مستوى مستقر لسعر صرف العملة المحلية (Calvo,1999;26).

وتعد المضاربة إحدى الأسباب الرئيسية لحدوث أزمات العملة فالمضاربة تعني استغلال حركات غير متوقعة في السوق تجذب المضاربيين بمتابعة حركة تقلبات الأسعار في السوق لأنها كلما زادت زاد حجم هامش ربح المضارب، ويعتقد البعض أن المضارب لا يخلق موقفاً قائماً بحركته الذاتية، ولا يغير من ثم بحركته وسلوكه من حركة الاقتصاد ولكنه قادر على استغلال موقف قائم لصالحه وتنظيم قوة أصبح مؤكداً حصولها مثل تخفيض سعر الصرف عند وجود عجز مزمن في ميزان المدفوعات، ولكن في الوقت ذاته أن حجم الاستثمار الذي يتعامل به بعض المضاربيين بلغ من الكبر حداً أصبح نشاط المضاربيين فيه قادراً على



التأثير في الأحداث، ومثال ذلك صندوق استثمار العملات الذي يديره سورس (Soros) والمعروف باسم الصندوق الكمي (Quantum Fund) الذي بلغت حصيلته (11) بليون دولار أمريكي والذي يستطيع فيه أن يحرك (110) بليون دولار أمريكي، وفي شهر أيلول من عام (1992) قام سورس ببيع ما مقداره (10) مليون دولار من الجنيحات الإسترلينية، الأمر الذي أدى إلى خفض الإسترليني بمقدار (41%) وخروج سورس بمبلغ بليون دولار لصالح صندوقه الإستثماري (الدجاني، 1998، 97) وانبثقت أزمة العملة* في أسواق جنوب شرق آسيا عن تخفيض سعر الباهت (Baht) التايلندي. فقد كانت هذه العملة شأنها شأن العديد من العملات الآسيوية ترتبط معدلاتها بمعدلات الدولار الأمريكي (الشريبي، 1998؛ 308) لذا فقد سبب الانخفاض في سعر صرف الدولار الأمريكي في القدرة التنافسية لتايلند منذ عام (1990) لغاية عام (1995) ولم تكن تايلند تعاني من مشاكل في عملتها ولكن مع ارتفاع قيمة الدولار عام (1996) بدأت القدرة التنافسية لتايلند تنخفض ومع وجود إشاعات حول تخفيض سعر صرف العملة في تايلند لغرض زيادة قدرتها التنافسية، الأمر الذي نتج عنه ارتفاع في معدلات سعر الـ (Baht) من قبل المستثمرين الأجانب وقيام المصارف التايلندية بالاقتراض بالدولار الأمريكي وإعادة إقراضه بالـ (Baht) بأسعار فائدة مرتفعة، الأمر الذي أدى إلى تضخم دين تايلند من (28) بليون دولار عام (1990) إلى حوالي (90) بليون دولار عام (1997) وان (70) بليون دولار يعود للقطاع الخاص.

لذلك فقد لجأ العديد من المقترضين إلى البيع المقدم لأسهمهم بالـ (Baht) بالدولار الأمريكي لتفادي الإفلاس المالي مما عرض قيمة عملة تايلند إلى مشكلة الانخفاض في قيمتها وأدى الأمر بالسلطات النقدية إلى البحث عن حل لتلك المشكلة من خلال التدخل في سوق الصرف الأجنبي والتغيير في أسعار الفائدة لغرض المحافظة على العملة (الشريبي، 1998؛ 308) وقد لجأت الحكومة التايلندية إلى تخفيض عملتها، لغرض زيادة قدرتها التنافسية في المنطقة ولكن الأمر لم ينجح ذلك بسبب قيام الدول المجاورة الأخرى مثل كوريا وهونك كونغ بتخفيض عملتها والأكثر منه قيام الصين بتخفيض عملتها مما ساعد على زيادة قدرتها التنافسية.

2 - الأزمة المصرفية Bank Crisis

تشير الأزمة المصرفية إلى فقدان ثقة المودعين بالمصارف وقيام الشركات والمتعاملين مع المصارف بسحب ايداعاتهم (Hill,2003;354)، ويصنف كل من (Kaminsky and Rrinhart,1996) و (Gold fajan and Valdes,1997) و (Tronell and Velasco,1996) أزمة المصارف بأنها متلازمة مع أزمة السيولة بمعنى آخر أن أزمة المصارف هي أزمة سيولة، حيث أن هذه الأزمة تنشأ بسبب اختلافات في النظام المصرفي (Brown,2002,110) ويتفق (John,2005) بأن الأزمة المصرفية هي ذاتها أزمة السيولة ويعرفها بأنها (الأزمة التي تفقد فيها المصارف الاحتياطي من موجوداتها بسبب- ليس غالباً- تصفية حساب المصرف بسبب العجز في قيمة موجوداته وتنعكس هذه الخسائر على مجمل الاقتصاد الكلي (Macroeconomic) ويطلق عليها حينئذ الأزمة المالية المكلفة (Costly Baining Crisis) (John,2005,1)، ويؤيد (Brown,2002) في تحليلية بمسببات الأزمة التي تصيب مجمل اقتصاد دولة ما بأن اسبابها هي في الأصل ازمات مصارف حيث أن الانسحاب المفاجئ للأموال (السيولة) من دولة ما سيؤدي بها إلى أزمة مالية شاملة (Brown,2002,110).

3 - أزمة المديونية Debt Crisis

وهي الأزمة التي تواجه دولة ما في حالة عدم قدرة تلك الدولة على الوفاء بفوائد ديونها الخارجية (Calvo,1999;26)، وتحدث هذه الأزمة لأسباب متعلقة بالاقتصاد الكلي (Macroeconomic) كارتفاع مستوى التضخم وعجز الحساب الجاري والتوسع المفرط في الاقتراض (Hill,2003,354) ويسمى القرض الخارجي بالقرض السيادي (Soverign Debt) والذي يعرف بأنه القرض المقدم للقطاع الرسمي (الحكومي) لدولة ما. أو قرض قطاع خاص مضمون (مكفول) من قبل الدولة المقترضة (Pugel an Lindert, 2000;614) ومن أشهر ازمات المديونية الخارجية هي أزمة المكسيك التي حدثت عام (1982) حينما أعلنت دولة المكسيك في الثاني عشر من آب بأنها عاجزة عن تسديد ديونها البالغة (80) بليون دولار إلى المصارف الدولية بسبب عدم قدرتها على التسديد وتعرضت بذلك إلى أزمة مديونية دولية (Pilbeam,1998;397).

4- مؤشرات الأزمة المالية Financial Crisis Indicators

بعد وصف حالات عديدة بـ (ازمات مالية)، والنتائج المترتبة عليها، حاول الباحثون التنبؤ بحدوث أزمة مالية وتقدير توقيتها الزمني بالاعتماد على تحليل سلوك مؤشرات مالية معينة لفترة ما قبل حدوث الأزمة المالية. وتتفاوت الأهمية النسبية للمؤشرات المالية التي يمكن اعتمادها في تنبؤ حدوث أزمة ما، بسبب

(*) متفق عليها في اغلب الدراسات التي تناولت تحليل أزمة دول جنوب شرق اسيا.



دراسة نظرية- تحليلية للأزمة الآسيوية

اختلاف ما يقتضيه تحليل طبيعة ومسببات كل أزمة مالية عن غيرها. فقد عرف (Hunmphrey, 1998) المؤشرات القاندة (Leading Indicators) بأنها " تلك المؤشرات التي يعتمد عليها صناع سياسة السوق للتنبؤ بالأزمات المالية في أسواق العملات والأنظمة المصرفية"، وقد اعتمد مدخلين لتحليل تلك المتغيرات (Hunmphrey, 1998;21):

المدخل الأول: مقارنة سلوك متغير مالي أثناء فترة ما قبل الأزمة المالية مع سلوكه أثناء حدوث الأزمة المالية، ويعتمد هذا المتغير المالي مؤشراً لاحتمالية حدوث أزمة مالية إذا ظهر سلوكاً غير معتاد خلال الفترة التي تسبق الأزمة المالية مقارنة بالفترات السابقة لهذه الفترة.

المدخل الثاني: اعتماد أساليب إحصائية معينة لعدد من المتغيرات المالية- في ذات الوقت- لتقدير احتمالية حدوث أزمة مالية.

وباعتماد المدخل الأول يبين جدول (2) نسب تغير بعض المؤشرات المالية لأسواق جنوب شرق آسيا للفترة (1995-1996) التي سبقت الأزمة عام (1997)، حيث يتضح من الجدول انخفاض في نسبة الاحتياطات الى الناتج الإجمالي للأسواق المالية الثلاث المذكورة في الجدول وارتفاع نسبة عجز الجاري الى الناتج المحلي الإجمالي للدول الأربع في الجدول وكذلك ارتفاع حجم الديون قصيرة الأجل للمصارف الأجنبية للأسواق الخمس المذكورة، مما يعكس إمكانية اعتماد هذه المؤشرات للأزمة المالية التي حدثت في دول جنوب شرق اسيا عام (1997).

جدول (2)

مؤشرات الازمة المالية

المؤشر	الدولة	1995 %	1996 %	التغير %
نسبة الاحتياطات الى الناتج المحلي الاجمالي (انخفاض)	كوريا الجنوبية	4.2	0.7	83.3
	سنغافورة	17.1	11.3	33.9
	تايلند	5.9	1.3	78
عجز الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي (ارتفاع)	كوريا الجنوبية	2	4.98	14.5
	سنغافورة	16.9	15	11.2
	الفلبين	4.4	4.7	6.8
	اندونيسيا	3.3	3.3	0
الديون القصيرة الاجل المستحقة للبنوك الاجنبية - بليون دولار- (ارتفاع)	كوريا الجنوبية	54.3	67.5	24.3
	ماليزيا	7.9	11.2	41.8
	تايلند	43.6	45.7	4.84
	اندونيسيا	27.6	34.2	423.9
	الفلبين	4.1	7.7	87.8

Source : International Financial Static Yearbook, 1997, P.120.

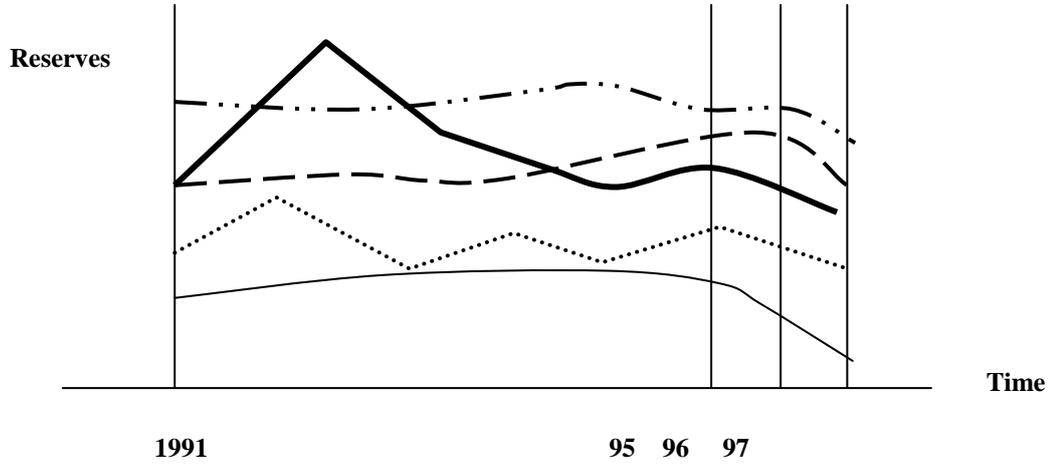


دراسة نظرية- تحليلية للأزمة الآسيوية

ومن المؤشرات القيادية لاحتمالية حدوث أزمة مالية في حالة تغير سلوكها، فقد قدم (ابن الخوجه; 1998) مجموعة منها تتمثل بـ (تحركات أسعار الصرف الحقيقية، أسعار الفائدة المحلية، التضخم، الاحتياطي من العملات، حجم المديونية، معدلات عرض النقد، نسبة عرض النقد الى إجمالي الاحتياطيات من العملات الأجنبية، العوامل السياسية والعوامل التنظيمية كالتي تشمل البنى الأساسية للمؤسسات المالية والنقدية والأنظمة واللوائح. (ابن الخوجه، 1998 ؛ 71) ومن المؤشرات الدالة على أزمة العملة انخفاض الاحتياطي من العملات الأجنبية (IMF,2001;1-8)، ذلك ان الهجوم على العملات المحلية سيولد ضغطاً عليها مما يدفع بالسلطات الى سحب احتياطها من العملات الأجنبية لغرض الحفاظ على قيمة عملتها المحلية. فقد تم تأشير انخفاض واضح لدول (ماليزيا، الفلبين، كوريا، تايلند، اندونيسيا) التي تعرضت لازمة أسواق جنوب شرق آسيا المالية، وكان الانخفاض واضحاً في الفترة التي سبقت الازمة كما هو مبين في الشكل (1) . وكما تم عرضه في الجدول (2)، بينما يبدو واضحاً في الشكل (2) ارتفاع معدل الاحتياطي بعد حدوث الازمة ولل سنوات (2000-1998) (IMF,2001;30). وعند مقارنة معدل الاحتياطي للسنوات (1995-1991)، يتضح من الشكل (1) أن المعدل حافظ على سلوك متماثلاً وكذلك فيما يتعلق بالسنوات (2000-1998) التي اظهر فيها المعدل سلوكاً متماثلاً في تلك الفترة، وبذلك فهو يعد مؤشراً لازمة العملة بسبب تغير سلوكه للفترة (1996-1995).

شكل (1)

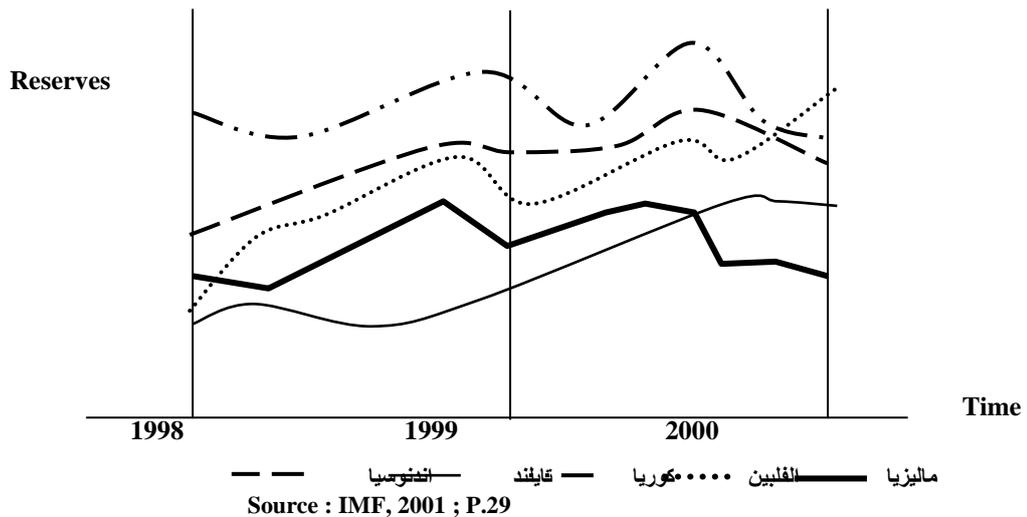
معدل الاحتياطي لأسواق جنوب شرق آسيا للفترة (1997-1991)



Source : IMF, 2001 ; P.30

شكل (2)

معدل الاحتياطي لدول جنوب شرق آسيا للفترة (2000-1998)



Source : IMF, 2001 ; P.29



واعتمد (Pazarbasioglu,2002) مؤشرات أوسع للتنبؤ باحتمالية حدوث أزمة مالية موضحة بالجدول (3).

جدول (3)

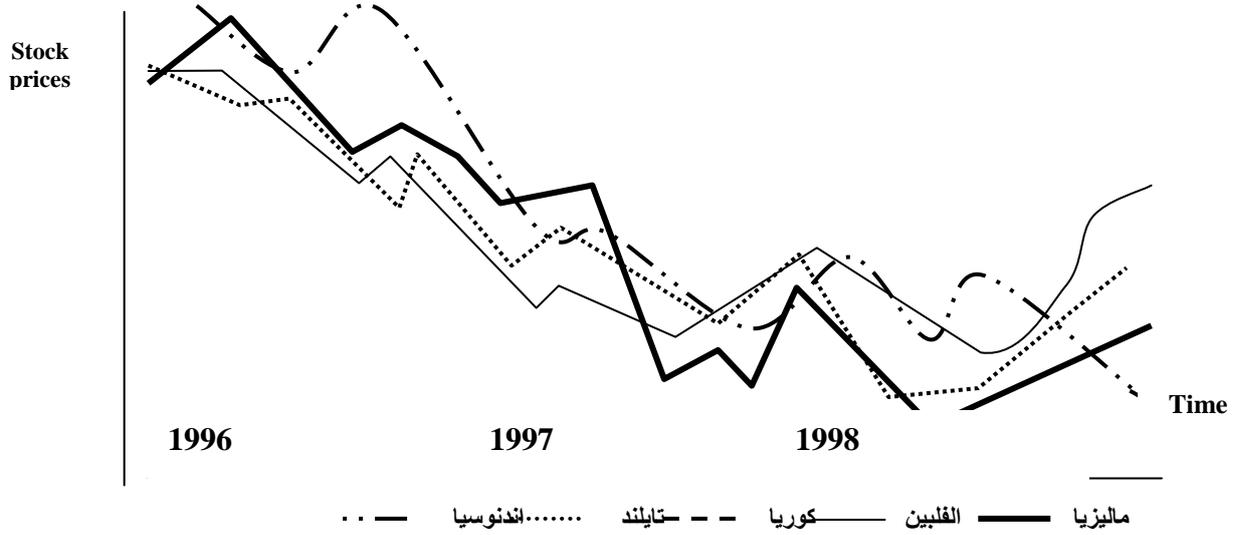
مؤشرات (Pazarbasioglu,2002) للالزمة المالية

مؤشرات القطاع المالي (مؤسسات مالية وأخرى مرتبطة بالقطاع المالي)	
نظام تصنيف الموجودات (مؤسسات خاصة وقطاع عام)	نظام تصنيف المطلوبات
<ul style="list-style-type: none"> التوزيع القطاعي درجة اعتماد الضمانات المالية الهدف من الاقتراض التوزيع الجغرافي أداء الموجودات الأرباح غير المتحققة / الخسائر من الموجودات 	<ul style="list-style-type: none"> التوزيع القطاعي هيكل الاستحقاق هيكل الحجم مؤشرات الرافعة المالية
مؤشرات الأسواق المالية	
معلومات السوق	توقعات المشتركين في السوق
<ul style="list-style-type: none"> أسعار الأسهم معدلات الائتمان 	<ul style="list-style-type: none"> البحوث المسحية عند انفتاح القطاع المالي توجهات إقراض المؤسسات الائتمانية بيانات البنك المركزي

Source : Pazarbasioglu,,2001,P.415

وعلى الرغم من اعتماد مؤشرات معينة قد تسهم في تقدير حجم المخاطر المترتبة لفترة ما قبل الالزمة المالية، فضلاً عن محاولة تقدير الأبعاد الزمنية لتقدم الالزمة المالية باتجاه حدوثها (Nakaso,et.al,2002;411) إلا أن الصعوبة تكمن في تحديد أي المؤشرات دون غيرها يمكن اعتمادها كمقياس عام لاحتمال حدوث شكل او مجموعة أشكال من الالزمات المالية (Sharma,1999;41).

وتعد أسعار الأسهم وعواندها من أكثر المؤشرات استجابة للتغيرات المالية في انعكاسها للتوقيت القريب لحدوث الالزمة المالية، إذ ان تقلبها يعد انعكاساً لنشاط السوق المالي والمعلومات المتاحة عنه وبما يتناسب مع إشكال كفاءة السوق المالية (Daniel,1998;12). ويوضح الشكل (3) الانخفاض الواضح في أسعار أسهم أسواق (ماليزيا، الفلبين، اندونيسيا، تايلند، كوريا) للفترة (1996-1998) الذي يبدو فيه واضحاً اتجاه أسعار الأسهم للأسواق المذكورة نحو الانخفاض منذ عام (1996) (العام الذي سبق حدوث الالزمة المالية)، وأشر الانخفاض الأكبر عند عام (1998)، ويعد هذا العام عام الالزمة المالية لان بدايات الالزمات كانت في شهر حزيران (1997) وامتدت مخاطرها وتفاقت خلال شهر تشرين الأول من العام ذاته لتمتد لغاية النصف الأول من عام (1998)، وبذلك فإن عام الالزمة يؤشر (1997-1998).



Source : Gorsetti and Roubini,1999;55

5- نماذج الأزمة المالية Financial Crisis Models

لقد تطورت النماذج المفسرة للازمات المالية عبر الوقت، بسبب اختلاف متغيرات البيئة المالية بشكل خاص والعامية بشكل عام وتأثير تلك المتغيرات في أداء الأسواق المالية والعوامل الأخرى المؤثرة في تحديد طبيعة وحجم النشاط المالي او الدولي. فنماذج الجيل الأول من الازمات المالية تتفق بشكل عام في تفسيرها للازمات المالية بعدم القدرة على توفير التمويل اللازم لمواجهة عجز الميزانية، والحفاظ على سياسة نقدية مناسبة لمواجهة الهجوم على العملة، وحماية الأسعار وأسعار الصرف من المضاربة، أما نماذج الجيل الثاني من الازمات المالية قد أنتجت في تحليلها للازمات المالية ما يسمى بسلوك القطيع (Herd Behavior)، (أي قيام مستثمرين بتقليد سلوك مستثمرين آخرين)، وبعد أزمة دول جنوب شرق آسيا عام (1997)، أنبثق مفهوم العدوى المالية (Financial Contagion) الذي يفسر مفهوم انتقال مخاطر الازمة المالية الى نطاق أوسع واشمل (Yang, 2002;2-3) كتفسير لحدوث الازمات المالية الدولية. وهذه بعض نماذج الازمة المالية:-

1- نموذج مؤشر ضغوط المضاربة -ISP- Index of Speculative Pressures

يقدم النموذج تحليلاً للتغيرات الحاصلة في بعض المتغيرات المالية لسوق المال بسبب تأثيرات المضاربة في العملات المحلية لها من خلال العلاقة بين أسعار صرف العملات المحلية وأسعار الفائدة قصيرة الأجل والاحتياطي الأجنبي. ويشخص النموذج الفترات التي تتسم بها السوق المالية بالهشاشة غير الاعتيادية (Unusual Market Volatility periods) لتحديد فترات الأزمة (Determine the Crisis Periods) على وفق المعادلة الرياضية الآتية:-

$$ISP = \Delta \% \text{ Exchange Rate} + \Delta \% \text{ Interest Rate} - \Delta \% \text{ International Reserves} \quad \dots (1)$$



$$ISP > \mu + 1.5\sigma$$

.....(2)

حيث أن :-

ISP : مؤشر ضغوط المضاربة (Index of Speculative Pressures)

μ : المتوسط الحسابي للعينة (Sample Mean)

σ : الانحراف المعياري لـ (ISP) Standard Deviation

يعتمد النموذج في تحليل حالة السوق المالية على أساس العلاقة بين سعر صرف العملة المحلية ومعدل الاحتياطي الأجنبي من جهة والتغيير في أسعار الفائدة قصيرة الأجل من جهة أخرى، إذ إن إحدى سياسات معالجة تدهور سعر الصرف المحلي هي صرف الاحتياطيات النقدية الدولية في محاولة رفع قيمتها من خلال شراء العملات المحلية وانخفاض أسعار الفائدة المحلية للحد من الائتمان المحلي (Santiago Herrera and Conrado Garcia) (2002; 2-6).

2- نموذج (Nakaso and Hattori 2002)

يفسر النموذج احتمالية العجز عن تسديد الديون (Expected Default Probability EDP)

على أساس :- (Nakaso and Hattori,2002;413)

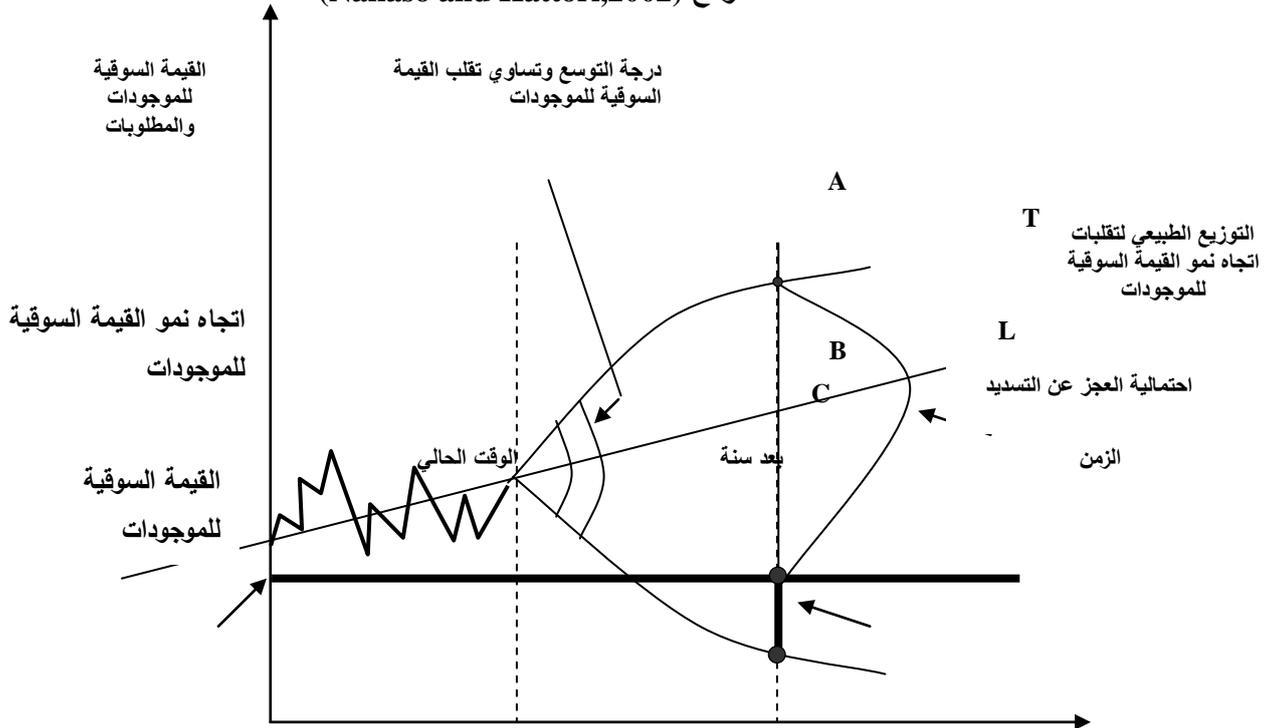
- أن سهم السوق يعكس بالضبط قيمة التعاملات فيه ، وأن القيمة السوقية لإجمالي الاسم تمثل القيمة لإجمالي الموجودات.
- أن القيمة السوقية للأسهم تتقلب (Volatiles) مستقبلاً باتجاه خط السير العشوائي (T) الموضح في الشكل (1-3) والذي تعكسه نسبة نمو الموجودات (اتجاه نمو الموجودات).
- أن تقلب الأرقام السوقية للأسهم سيكون ضمن التوزيع الطبيعي بين (A) و (B).
- أن الأزمة المالية تحدث عندما تنخفض الأرقام السوقية لأسهم السوق المالية في تقلبها عن الأرقام السوقية لمطلوباتها، أي عند انخفاض (T) عن (L) وأن احتمالية العجز عن التسديد سيكون بمقدار (BC).

أي أن الأزمة المالية لا تحدث طالما أن القيمة السوقية لأسهم السوق تفوق قيمة المطلوبات. ويوضح الشكل (4) نموذج (Nakaso and Hattori,2002) لتفسير احتمالية حدوث أزمة مالية.



الشكل (4)

نموذج (Nakaso and Hattori,2002)



Source : Nakaso and Hattori, 2002;413

3- نموذج Kaminsky and Reinhart (1998)

يعتمد نموذج في تفسيره لاحتمالية حدوث أزمة مالية على مصفوفة مؤشرات الأزمات الموضحة بالجدول (4) والتي تعكس الحالات الآتية:

- الحالة (A): المؤشر جيد لأنه يصدر إشارات إنذار مبكرة لحدوث أزمة مالية بعد (24) شهراً.
- الحالة (B): المؤشر غير جيد لأنه يصدر إشارات إنذار مبكرة لحدوث أزمة مالية ولكن الأزمة المالية لا تقع بعد (24) شهراً لأن المؤشر كاذب.
- الحالة (C): المؤشر جيد لأنه لا يقدم أية إشارات إنذار لحدوث أزمة مالية ولكن الأزمة تقع بالفعل بعد (24) شهراً.
- الحالة (D): المؤشر جيد لأنه لا يصدر إشارة إنذار مبكر بحدوث أزمة مالية وأنه بالفعل لا تقع أزمة مالية بعد مرور (24) شهراً.

إذا تعتمد المؤشرات (A,D) وتهمل المؤشرات (B,C) ولغرض التنبؤ باحتمالية حدوث أزمة مالية بالاعتماد على مصفوفة المؤشرات الموضحة في جدول (4) يعتمد النموذج الرياضي الآتي:-

(3)

$$NSR = \left[\frac{B}{B + D} \right] / \left[\frac{A}{A + C} \right]$$



إذ أن :-

NSR (Noise-to-Signal Ratio) : نسبة اضطراب الإشارة وتعريف بأنها احتمالية تقديم إشارة لحدوث أزمة مالية خلال فترات الاضطراب المالي - عدم حدوث ازمات مالية- الى احتمالية تقديم إشارة خلال فترات الازمة المالية (Bery and Pattilo,1998;10) وان النسبة الأدنى من (NSR) تشير الى احتمالية حدوث ازمات مالية في المستقبل والنسبة الأعلى تشير إلى العكس.

جدول (4)

مصفوفة مؤشرات الازمة المالية

البيان	وقوع أزمة بعد 24 شهراً	عدم وقوع أزمة بعد 24 شهراً
إصدار مؤشر الإشارة	A	B
عدم إصدار مؤشر الإشارة	C	D

Source : Zhuang and Dowling,2002;23

4 - نموذج (Zhuang and Dowling (2002)

يعد هذا النموذج تطويراً لنموذج (Kaminsky and Reinhart,1998)، حيث تم بناء مؤشر مركب لستة متغيرات مالية مشتركة لمجموعة من الدول، واستخدام ذلك المؤشر المركب لغرض التنبؤ باحتمالية حدوث أزمة مالية، كما موضح في النموذج الرياضي الآتي:-

$$I_t = \sum \frac{S_{it}}{\sum i} \dots\dots\dots (4)$$

حيث أن :-

It : المؤشر المركب (المعدل الموزون لإشارات المتغيرات الأساسية) S_{it} : الإشارة الفردية لكل متغير $\sum i$: الحد الأدنى لإعطاء إشارة احتمال وقوع أزمة مالية مقاسة باستخدام النسبة (NSR) لكل متغير مالي (i).

أما تقدير احتمالية حدوث أزمة مالية باعتماد المؤشر المركب (It) يكون على وفق استخدام النموذج الرياضي الآتي:-

$$P \frac{C}{I^L \langle I_t \rangle I^u} = \frac{\text{no. of months with acrisi } I^L \langle I_t \rangle I^4 \text{ and following in 24 months}}{\text{no. of months with } I^L \langle I_t \rangle I^u} \dots\dots (5)$$

إذ أن:

 $P \frac{C}{I^L \langle I_t \rangle I^u}$: احتمالية حدوث أزمة مالية خلال (24) شهراً مشروطة بـ (I_t) لمدى معين يتراوح بين (I^L) و (I^u).

حيث أن:

It : قيمة المؤشر المركب للفترة t. I^L : الحد الأدنى لمدى **It**. I^u : الحد الأعلى لمدى **It**.

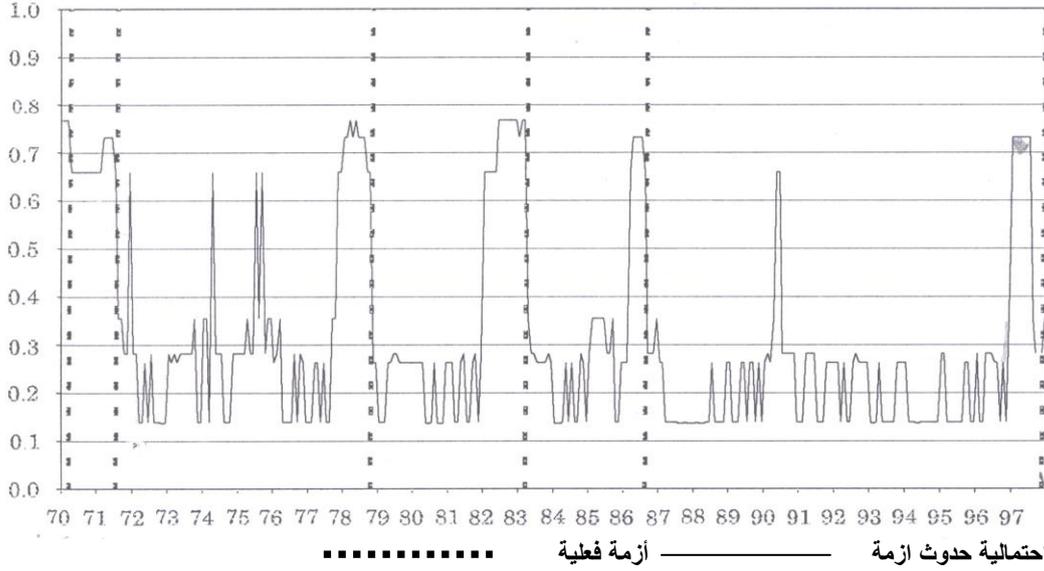


دراسة نظرية- تحليلية للأزمة الآسيوية

وعند تطبيق النموذج على دول (اندونيسيا، كوريا، ماليزيا، الفلبين، تايلند وسنغافورة) اثبت النموذج قدرته على التنبؤ بحدوث ازمات مالية (ازمات عملة لتلك الدول) للفترة (1970-1995) بالمقارنة مع حدوثها بالعمل خلال الفترة المذكورة. حيث تعرضت تلك الدول الى عدد من الازمات المالية يبلغ عددها (7,3,6,8,4,6) على التوالي. وتبين الاشكال (5)، (6)، (7)، (8)، (9)، (10) نتائج تطبيق المؤشر بأحتمالية حدوث ازمات العملة لتلك الدول وتواريخ حدوث الازمات الفعلية ، حيث يظهر التطابق بينهما بصورة تقريبية ليؤشر بذلك اهمية المؤشر للتنبؤ بأحتمالية حدوث الازمة المالية.

الشكل (5)

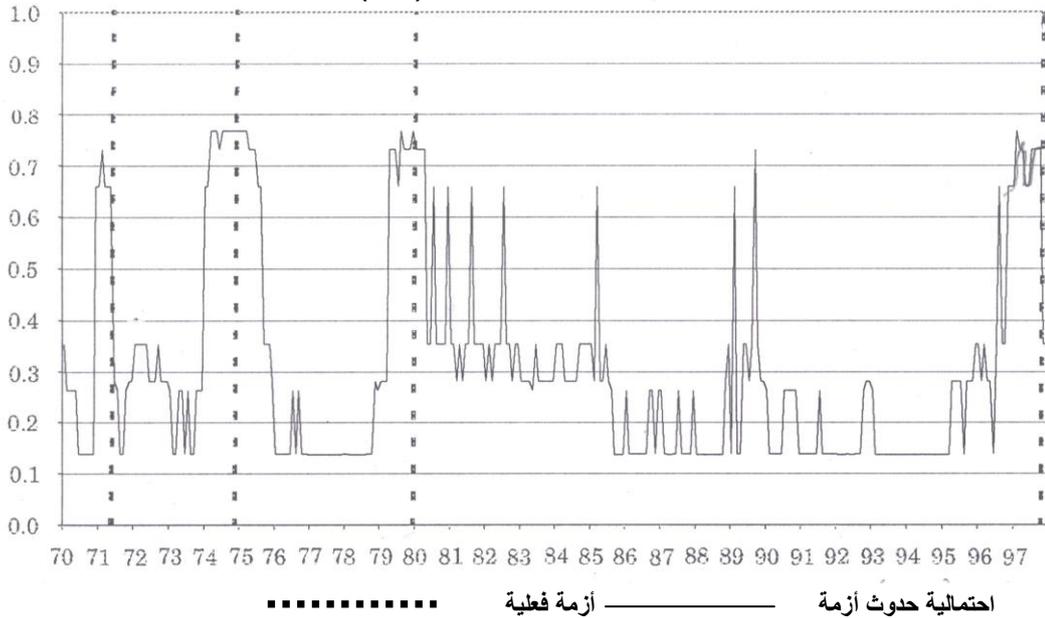
مؤشر التنبؤ بالازمات (اندونيسيا)



Source : Zhuany and Dowling,2002;P.9

الشكل (6)

مؤشر التنبؤ بالازمات (كوريا)

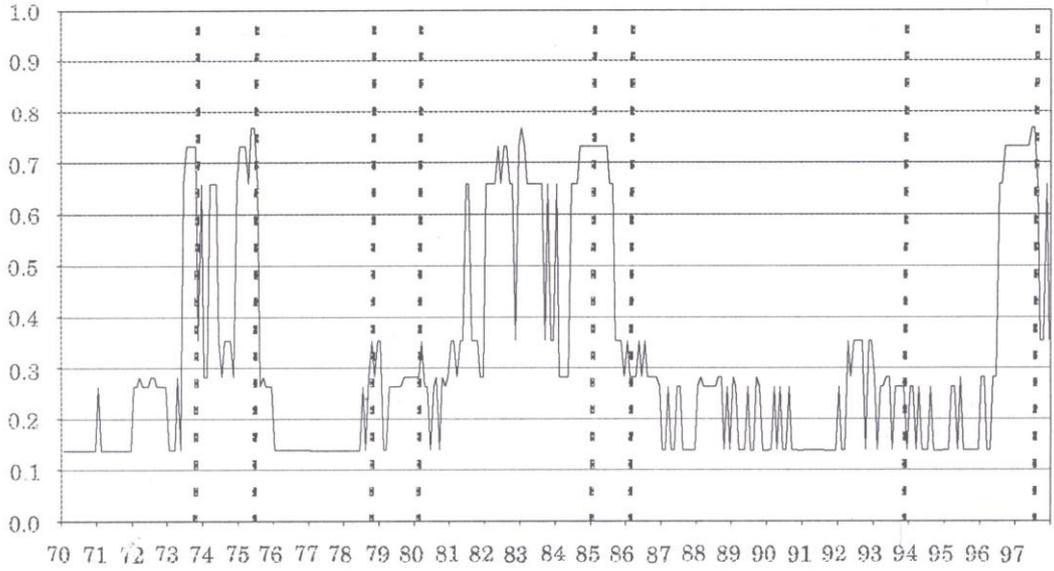


Source : Zhuany and Dowling,2002;P.9



دراسة نظرية- تحليلية للأزمة الآسيوية

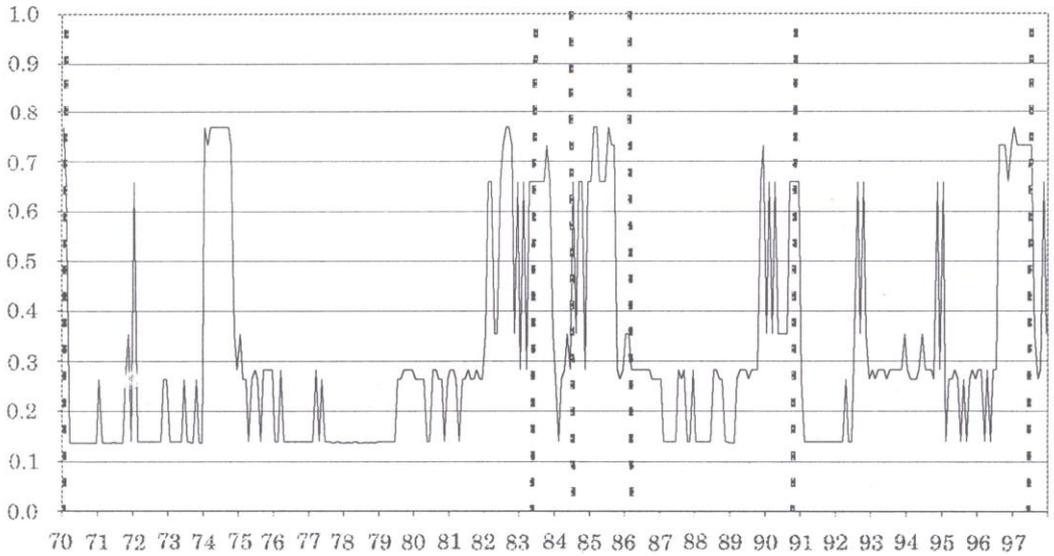
الشكل (7)
مؤشر التنبؤ بالازمات (ماليزيا)



..... أزمة فعلية ————— احتمالية حدوث أزمة

Source : Zhuany and Dowling,2002;P.10

الشكل (8) مؤشر التنبؤ بالازمات (الفلبين)



..... أزمة فعلية ————— احتمالية حدوث أزمة

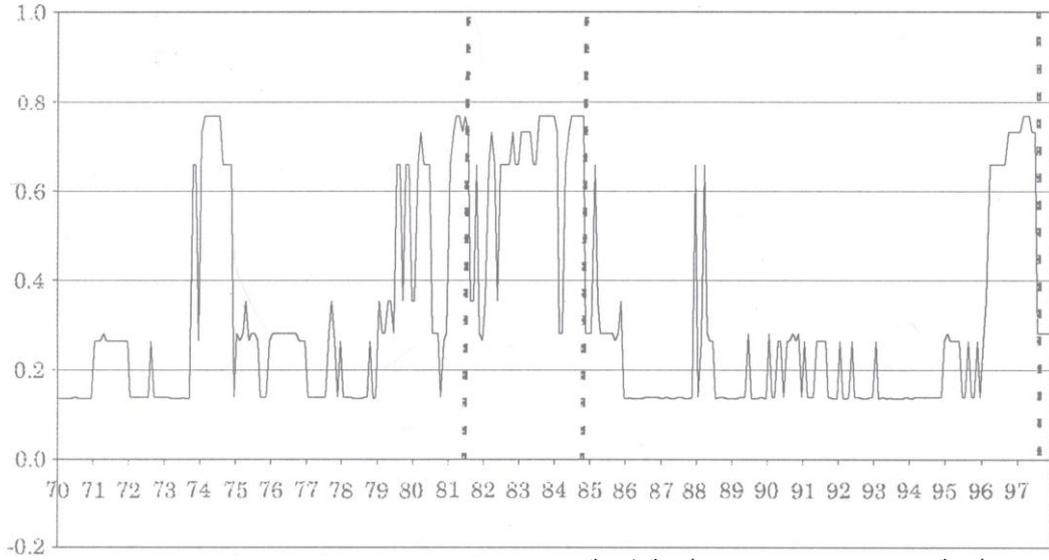
Source : Zhuany and Dowling,2002;P.10



دراسة نظرية- تحليلية للأزمة الآسيوية

الشكل (9)

مؤشر التنبؤ بالازمات (تايلند)

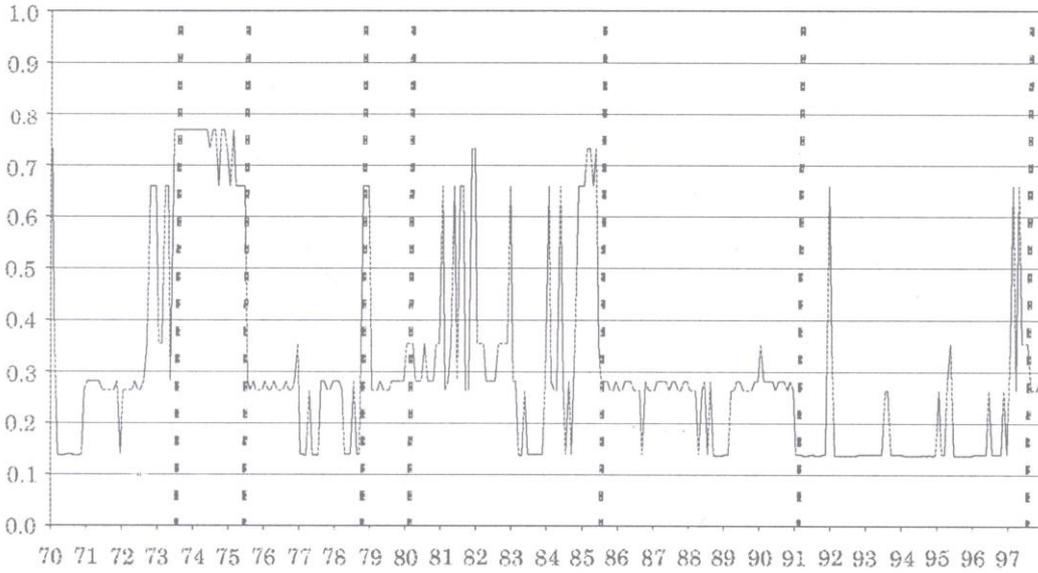


..... أزمة فعلية ————— احتمالية حدوث أزمة

Source : Zhuany and Dowling,2002;P.11

الشكل (10)

مؤشر التنبؤ بالازمات (سنغافورة)



..... أزمة فعلية ————— احتمالية حدوث أزمة

Source : Zhuany and Dowling,2002;P.11



5- نموذج (1985) Krugman

يستند النموذج في تحليله لازمة العملة، بأنها تنبثق من الزيادة المفرطة في التمويل لمواجهة العجز في ميزان المدفوعات لدولة ما مع افتراض وجود نظام لسعر صرف ثابت. فزيادة الائتمان المحلي بمعدل يفوق نمو الطلب على العملة يؤدي الى نقصان تدريجي في احتياطي النقد الاجنبي، الامر الذي يسهل هجوم المضاربين على العملة المحلية، الامر الذي يجبر السلطات على تغيير السعر التوازني لاسعار صرف عملاتها. ويقدم النموذج مؤشرات على حدوث الازمة المالية لدولة ما، فأخفاض الاحتياطي من النقد الاجنبي وارتفاع معدل الائتمان المحلي في الفترة الزمنية التي سبق الازمة اشارة لاحتمال حدوثها. وعلى هذا الاساس فإن المؤسسات المالية يمكن ان تسهم في حدوث ازمة مالية، من خلال الائتمانات التي تقدمها تلك المؤسسات المالية مع افتراض وجود اختلالات مالية في الجهات التي تمنح لها تلك الائتمانات المالية (Jeffery, et.al, 1997;23).

6- العدوى المالية Financial Contagion

1-6 - مفهوم العدوى المالية Financial Contagion Concept

لا يتوافر تعريف واحد لانتقال عدوى الازمات المالية، إلا أن البنك المركزي قدم مفهوماً لها من خلال ثلاثة أبعاد من حيث تأثيرها، حيث اتصف الأول بشموليته، والثاني بمحدوديته، والأخر أقل محدودية. ويقضى التعريف الأول للعدوى المالية (بأنها حالة انتقال للصدمات التي تحدث في دولة ما، يكون تأثيرها طاعياً وعاماً). أما التعريف الثاني- الأقل محدودية- فيعرف العدوى المالية بأنها (عدوى انتقال الازمات المالية لمجموعة دول تشترك فيما بينها من خلال روابط مشتركة في أداء أسواقها المالية).

ويقدم التعريف الأخير مفهوماً محدوداً للعدوى المالية خلال مدة معينة فهو يعرفها بأنها (هي الظاهرة التي تنشأ حينما تزداد قوة الروابط المشتركة بين مجموعة دول أثناء فترة حدوث الازمة وتتناسب قوة العدوى المالية مع مقدار اشتراك الروابط أثناء فترة الاستقرار) (Yang,2002;2-3)، ويشير كل من (Sander and Kleimeier,2002)، إلى العدوى المالية بأنها ظاهرة انتقال الاضطراب المالي من الدولة الأساس التي حدثت فيها الازمة (Ground - Zero - Country) لدولة أخرى، بسبب مجموعة روابط مشتركة بين الأسواق الناشئة لتلك الدولة. (Sander and Kleimeier,2002;5-8).

وتحدث العدوى المالية نتيجة تأثيراً عاملاً أو مجموعة عوامل في قطاع معين وانتشار ذلك التأثير لقطاعات أخرى في دولة ما، محدثة بذلك أزمة شاملة للنظام ككل، وتتسبب في حدوث أزمة مالية دولية عند انتقال هذا التأثير لدول أخرى، وكلما كانت الأسواق المالية لتلك الدولة مرتبطة تاريخياً مع بعضها في نشاطها المالي، فإنه يمكن توقع التغير في احد الأسواق بالاستناد على التغيرات الحادة في النشاطات المتعلقة بالسوق المالي الآخر (Baig and Gold fajan,1999;169).

وعندما يكون تأثير العوامل المحدثة لازمة تأثيراً موسمياً (Mon-Sesonal Effect) تكون العدوى المالية حينئذ مؤقتة وتوصف بالعدوى البسيطة (Simple Contagion) (Sander and Harald,2002;6)، ويقصد بالعوامل الموسمية مجموعة العوامل التي تتوقف بعد أن تؤثر في مجموعة دول بالطريقة نفسها.

وتحدث العدوى المالية أيضاً عند قيام بعض المستثمرين (مليون أو أجنبي) والذين لا يمتلكون معلومات مالية واقتصادية كافية عند بلد ما (Hallwod and MacDonald,2000;314) بتقليد السلوك الاستثماري لمستثمرين آخرين يمتلكون معلومات أفضل منهم أو تحسباً من مخاطر مالية في دولة ما ذات طبيعة مشاكل مالية ما حدثت فيها أزمة مالية بالفعل (Pugel and Lindet,2000;613) ويعتبر (Sundarajan, et.al,2002) العدوى المالية احدى السمات الملازمة للنظام المالي بخصوص أي حدث في السوق والذي يجعل المستثمرين يقومون بإعادة تخميناتهم حول السوق (Sundarajan, et.al,2002;445) والجانب الأكبر في هذا المجال يتعلق بقرارات التمويل الدولي (Sander and Harald,2002;7)



دراسة نظرية- تحليلية للأزمة الآسيوية

إما (Hermosillo,1999) فيحدد العدوى بأنها إحدى العوامل المؤدية إلى حدوث الأزمات المصرفية، حيث تؤثر مشكلات بعض المصارف في النظام المالي تأثيراً سلبياً في مصارف أخرى مراكزها المالية تكون متينة وتكون إحدى نتائج العدوى سحب الودائع من النظام المصرفي على نطاق واسع، محدثة بذلك أزمة مالية (Hermosillo,1999;37-39) وتعد العدوى المالية إحدى الظواهر المفسرة لانتقال الأزمات المالية ضمن تحليل نماذج الجيل الثاني من الأزمات المالية، وجرى التركيز على تفسير هذه الظاهرة في تحليل الأزمات المالية الأخيرة التي حصلت في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، مثل أزمة الديون في المكسيك وأزمة روسيا في نهاية التسعينيات، بالإضافة إلى أزمة دول جنوب شرق آسيا (1997). وتحدث العدوى المالية أيضاً خلال فترات الهدوء والاستقرار والانتعاش المالي، وذلك بسبب الروابط والاتفاقيات المشتركة بين الدول فضلاً عن التسهيلات التكنولوجية وانفتاح الأسواق المالية على بعضها البعض الذي نتج عنه انتقال رؤوس الأموال بين الدول بسرعة وحرية، وسبل الاتصال السريع ووسائل تدفق المعلومات واتجاه أغلب الدول نحو عولمة أسواقها المالية لمواكبة التطورات المالية التي تحدث في الأسواق العالمية (Gorsetti and Roubini, 1999;45).

ويوضح الجدول (5) مقدار اشتراك أسواق جنوب شرق آسيا مع بعضها للعام (1995) الذي يظهر فيه مشاركة الدول مع بعضها وارتباطها في نشاطها التصديري لفترة ما قبل الأزمة الذي كان أحد الأسباب المهمة لاعتبارها سوقاً واحدة وانتقال العدوى المالية عند حدوثها في دولة تايلند إلى الدول المجاورة الأخرى.

جدول (5)

المشاركة في التصدير بين أسواق دول جنوب شرق آسيا للعام (1995) نسبة مئوية من أجمالي الصادرات

الدولة	تايلند	ماليزيا	الفلبين	اندونيسيا	كوريا
تايلند	-	4.6	1.2	2.0	1.8
ماليزيا	3.7	-	1.3	1.5	3.2
الفلبين	2.4	3.0	-	0.4	1.8
اندونيسيا	1.7	2.4	1.4	-	7.1
كوريا	2.0	3.1	1.6	2.9	-

Source : Baig and Goldfajn, 1999;170

2-6- قياس انتقال عدوى الأزمات Measuring Financial Contagion

1. قدم (Yang,2002) أربعة أساليب لقياس انتقال عدوى الأزمات المالية تتمثل بـ (Yang,2002;4).
قياس درجة الارتباط Correlation: بين أسعار أسهم أسواق مجموعة دول (أكثر من دولتين) وتعكس درجة الارتباط العالية فيما بينها وجود عدوى مالية، وتفسر تلك الدرجة العالية ظاهرة انتقال الأزمات بين الأسواق المالية.
2. الاحتمالية المشروطة لازمة العملة (Conditional Probability of Currency crisis): يشير هذا الأسلوب إلى قياس انتقال عدوى أزمات العملة عندما تكون هنالك روابط مشتركة بين أسعار عملات الدول التي تحدث فيها عدوى مالية (مثل ارتباط العملات المالية لجميع دول جنوب شرق آسيا بالدولار الأمريكي).
3. الانتقال السريع في المؤشرات المالية (The Transmission Volatility changes): وتعني قياس التغير في مؤشر مالي معين في سوق مالية ما ومقارنة ذلك مع التغير في نفس المؤشر لدولة أخرى.
4. التغيرات المشتركة في حركة وتدفق رؤوس الأموال ومعدلات العوائد (Co - movement of Capital Flows and Rates of Return).



7- الاستنتاجات Conclusions

- 1- اسهم تطور الفكر المالي في تحليل مفاهيم عديدة لازمة المالية، على وفق ما تقتضيه مسببات وبيواعث التحليل، لكنه لم يقدم بعداً معرفياً يتواءم مع حالة السوق المالية، فما زال مفهوم الأزمة المالية (Financial Crisis Concept) يتسم بنسبية الاستخدام الوصفي لنتائج تحليل التغيير في السوق المالية.
- 2- أن الأزمات المالية حالة ملازمة للسوق المالية، بالرغم من تطور أدوات السوق المالية ووسائل الاتصال وتدفق المعلومات، حيث ساهمت تلك التطورات في زيادة كفاءة الأسواق المالية، لكنها في ذات الوقت لم تمنع حدوث الأزمة المالية أو تقلل من حجم المخاطر المترتبة عنها، على العكس فقد ساهم انفتاح الأسواق المالية وتكاملها النسبي (بوصفها أسواق ناشئة) (Emerging Market) في كون الأزمة المالية أكثر تأثيراً، بسبب اختلالات أنظمتها المالية بشكل خاص والاقتصادية على وجه العموم، فقد اتسمت أزمة أسواق جنوب شرق آسيا بأنها الأكثر تأثيراً خلال القرن الماضي، بسبب ما خلفته تلك الأزمة المالية من آثار اقتصاد واجتماعية..... الخ .
- 3- ارتباط بعض المفاهيم (كالعدوى المالية (Financial contagion) وسلوك القطيع (Herding Behavior) بتفسير مفهوم الأزمة المالية لأزمات الأسواق المالية المتكاملة مع بعضها إقليمياً- على وجه عموم- وصعوبة تفسير كون بعض الأزمات المالية دولية بالاستناد الى سبب العدوى المالية، فلماذا تبدو بعض الأزمات المالية معدية وأخرى لا تبدو كذلك بالرغم من تماثل أسبابها، فتحديد كون الأزمة المالية يستند بالأساس الى تماثل الاختلاف في النظام المالي لمجموعة الدول الذي يجعل بعض الدول عرضة للإصابة بالأزمة المالية في حال تعرض أحدها لها.
- 4- هناك العديد من العوامل الداخلية والخارجية التي أسهمت بعدم استغلال منافع تدفق رؤوس الأموال بسرعة وحرية من خلال سيل المعلومات المتدفقة وعمليات التداول الإلكتروني، تتمثل العوامل الداخلية بجاذبية الأسواق المالية في جنوب شرق آسيا بالنظر لتنوع مجالات الاستثمار فيها وتتمثل بعض العوامل الخارجية بسعي المستثمرين الدوليين للبحث عن أسواق مالية جديدة لخلق فرص الاستثمار فيها، فضلاً عن تعرض بعض الأسواق العالمية الناشئة خلال الثمانينات التسعينات من القرن الماضي لأزمات مالية، الأمر الذي أفقد ثقة المستثمرين بتلك الأسواق والبحث عن أسواق ناشئة جديدة .
- 5- تقدم مؤشرات الإنذار المبكر لازمة المالية (Early Warning Indicators) إشارات عن احتمالية حدوث الأزمة المالية لكنها تخفق في تقديم :-
 - أ - التوقيت الزمني لحدوث الأزمة المالية في حال صحة الإشارة، بسبب التغييرات المستمرة في مجال الأسواق المالية، الأمر الذي ينجم عنه احتمالية التحقق الزمني الأكيد لحدوث الأزمة المالية .
 - ب - تأثر المتغيرات المالية (كأسعار الفائدة، أسعار الصرف، الاحتياطي الدولي، الحساب الجاري... الخ) بالتغير في أحدها، يعقد مسألة تحديد أي من تلك المتغيرات قيادية (Leading Indicators) لغرض اعتماد نتائج تحليلها للتنبؤ بحدوث أزمات مالية مستقبلية، فضلاً عن ان تحليل وتحديد الإشارات المنذرة بالأزمات المالية لا يحصل في الغالب إلا بعد حدوث الأزمة المالية، حيث يتغير سلوكها واتجاهها (Behave and Trend) لفترة ما قبل الأزمة المالية واثناء حدوثها وتأثيرها فيما بعد ذلك كمؤشر قيادي لتلك الأزمة عن غيرها، و بسبب اختلاف الأزمات المالية في أسبابها (متغيراتها) يكون من الصعب اعتماد مؤشر قيادي لازمة مالية سابقة لغرض التنبؤ بأزمة لاحقة قد تختلف في الغالب ببيواعثها .
- 6- لم يسهم تدخل المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي (International Monetary Funds) (IMF) والبنك المركزي الدولي (International Bank)، في منع تفاقم الأزمة المالية الى نظامها الإقليمي، بسبب عدم شفافية تعامل تلك المؤسسات مع الأسواق المالية استناداً لمميزات كل سوق واختلافه عن بعضه، فقد اتسمت سياسات صندوق النقد الدولي بأنها موحدة الأمر الذي أفقد أهمية (وان كان مناسباً في أغلب الأحيان) هذا التدخل بسبب عدم الملائمة بين تلك السياسات المالية والقرارات المالية والسماح المميزة للسوق المالي .
- 7- حدث الأزمات بسبب عدم توفر المتطلبات القانونية والتشريعية والمؤسسية لسوق المال وتجاهل بعض المؤشرات السلبية مثل عجز ميزان المدفوعات، ارتفاع المديونية، انخفاض الاحتياطي (وان كانت تبدو ضعيفة)، حيث يسهم انفتاح الأسواق المالية على تفاقم مشاكل تلك المؤشرات لتكون عوامل مساعدة على حدوث أزمة مالية .



دراسة نظرية- تحليلية للأزمة الآسيوية

- 8- ان عجز ميزان المدفوعات لأية دولة لا يمكن ان يستمر لفترة طويلة فهو بالتالي سيؤدي الى حدوث أزمة مالية، لان هذا العجز يشير الى أن الدولة تستورد اكثر مما تصدر، وبالتالي فأنها ستكون مضطرة للاقتراض من الخارج وبشكل متواصل سيؤدي ذلك الى تراكم مديونيتها بسياسات تحرير أسعار الصرف والمساعدات المقدمة من المؤسسات المالية الدولية ولكن توقيت قرارات تلك التدخلات قد لا يسهم في تحجيم احتمالية حدوث الأزمة المالية او مخاطرها .
- 9- ان النمو المتسارع في أسواق المال والذي يفوق النمو في قطاعات الإنتاج مع عدم وجود ضوابط وسياسات محددة لحركة رؤوس الأموال بين مجموعة دول وتحديد الأموال الساخنة منها (Hot Money) يرفع من تأثير المضاربات التي يقوم بها المستثمرون المحليون والأجانب .
- 10- تحدث أزمة العملات في الغالب في الأسواق الناشئة ذلك لتمييز تلك الأسواق بمستويات منخفضة ومتوسطة من النمو، والتي تتسم فيها بدء عمليات التغير والنمو في الحجم والتعدد وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم، فضلا عن قيام اغلب الأسواق الناشئة بالتححرر المالي الكامل والذي يتضمن رفع القيود المفروضة على كل من معدلات الفائدة ونوعيه الإقراض المسموح به، وفي الغالب يكون الاتجاه نحو خصخصة القطاع المصرفي، مما يؤدي إلى زيادة الاقتراض الممول من قبل تدفقات رأس المال الدولي. مشكلات السوق المالي فيما بعد، الأمر الذي يستلزم الاستفادة من تجارب الأسواق المالية الأخرى بهذا الصدد لتعزيز السوق المالية بمقومات الاستثمار الدولي وجذب التدفقات الرأسمالية إليها .

المراجع References

- 1- الدجاني، احمد صدقي، (1998)، "دروس الازمة الاقتصادية في اسيا"، سلسلة دورات اكااديمية المملكة المغربية، الدورة الاولى بعنوان (لماذا احترقت النور الآسيوية) .
- 2- الشربيني، عمر (1998)، "هل انتهت المعجزة الآسيوية"، مجموعة قراءات مقدمة الى الندوة التي عقدها مركز الدراسات الآسيوية، كلية الادارة والاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة .
- 3- Baig, Taimur, Gold fajn, Ilon, (1999), "Financial Market Contagion the Asian Crisis", IMF Staff paper, Vol.46, No.2, International Monetary Fund.
- 4- Baig, Taimur, Gold fejn, Ilan, (1999), "financial Market Contagion .The Asian Crisis" IMF staff paper vol.46, No.2, International Monetary Fund.
- 5- Darajan and Tomas J.Tbalino, (1991), "Banking Crisis Cases and Issues" Library of congress cataloging in publication Data, U.S.A.
- 6- Giancarlo, Costti, paolo, Pesenti and Roubini, (1998), " Amodel of Asian Crisis", Federal Reservre Bank of New York, Reseach Papers, No.9822, September.
- 7- Giancarlo, Gorsetti, Roubini, Nouriel, (1999), "Amoded of Asian Crisis", Federal Reserve Bank of New York, Research Paper. No.9822.
- 8- Glaude, B.Erb, Harvey, Gampbil and Tadas E., Viscanta, (1998), "Risk in Emerging Markets, Contagion and Other Factors Must Be Taken in the Account", The Financial Survey, July-Aug.
- 9- Graciela, L. Kaminsky, (1998), " Currency and Banking Crisis :The Early Warning of Distress, international Finance Discussion Papers, No. 629, Board of Governance of the Federal Reserve System.
- 10- Graciela, L.Kaminsky and Garmen, M.Reinhart, (1998), "On Crisis Contagion an Confusion", A Paper Preperd For the Duke University Conference, " Globlization Capital Market , Crisis and Economic Reform"
- 11- Hamada, Koichi, (2002), "On the Welfare Costs of Systematic Risk, Financial Instability and Financial Crisis", papers presented at the eight seminar on central banking, Washington, D.C. June 2000.
- 12- Henry, Laurence, (1999), "Financial System Reform and the Currency Crisis in East Asia" Asian Survey, vol.3.No.2, March.
- 13- IMF, (1999), Exchang Rate Arrangement an Currency Convertibility Development and Issues, IMF paper, No.80/131.



- 14- IMF, (1998), "world Economic Outlook and International Capital Markets : Interim Assessment " IMF paper No.67/131.
- 15- Jeffery,A., Frankle and Andrew K. Ross,(1996), "currency Crashes in Emergin Markets : Empirical Lndicators ",NBER, Working paper, N0.5437.
- 16- Jeffery, Schs, Aron, Tornell and Andres, Velasco,(1997),"The Mexican PesoCrisis: Studen Death or Death Fortold?" Journal of International Economics.
- 17- Kaminsky, G. and Reinhert, C.,(1999)."The Twin Crisis: The Causes of Banking Balance of payment problems in Asia, working paper, Bank of Governors of Federal Reserve, No.544,U.S.A.
- 18- Kaminsky, G.L., and C, M.Reinhart, (1998),"Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", America Economic 88, 2,May.
- 19- Miller, Marcus, (2002),"On Responding to the Challenge of Globalization", Discussion paper No.265, May.
- 20- Nakas, Hiroshi, Hattori,Morichilka,(2002),"Changes In Bank Behavior During Japan's Financial Crisis ", papers presented at eight Seminar on central Banking, Washington, D.C.June, 5-8,2000
- 21- Nato,Dick,(1998),"The 1997-98 Asian Financial Crisis", CRS Report for ongress, No.19.
- 22- Nicola,Bullard, Walden Bello and Kamala Mallbotra, (1998), "taming the tigers: The IMF and the Asian Crisis "third world quarterly, vol.19,No,3.
- 23- Otkar,Lnci and Ceyla Pazarbasioglu, (1997), " Speculative Attacks an Macroeconomic Fundamentals - Evidence From Some European Currencies ", European Economic Review, Papers and Proceeding, April.
- 24- Paul, Dibb, David D, Hali and Peter prince,(1999), "Asia's Insecurity Survival" ,vol.Ul, No3, Autuma.
- 25- Pazarbasioglu, Ceyla, (2002),"Comment", papers presented at the eight seminar of central banking, Washington, D.C.,June 5-8,2000.
- 26- Philippe, (1998),"Asia in Crisis the Implosion of Banking and Finance systems" ,John Wiley & sons (Asia),pta.Ltd.
- 27-Pilbeam, Keith, (1998), "International Finance",2 ed. U.K.
- 28- Pugel, Thomas. A. And Lindert, Peter.H (2000), "International and Economics" 11th ed., McGraw-Hill,Inc U.S.A.
- 29- Phonapaichit, Pasuk and Chris Baker, (1995),"Thailand Economy and Politics", Kula Lumpur, NewYork, Oxford University Press, 1995.
- 30- Porters, Richard, (1998),"An Analusis of Financial Crisis : Lessons for the International Finance System, "FRB/Chicago.IMF. counfernce – Chicago. 31-
- Riddell, A.R.,(1996), "Globalization: Emasculation or opportunity for Educational Planning ", World Development, VOL, 24, No.8, PP.72-1357.
- 32-Roubini, Nouried (2000),"An Introduction to open Economy Macroeconomics,Currency Crisis and Asian Crisis",Center for Asian studies.
- 33- Sachs, J.,Tronell,A.,and Velasco,A.,, (1996),"Financial Crisis in Emerging Markets:The Lessons From (1995), Brokings Papers on Economic Activity , No.16.
- 34- Said, Rasidah Mohd and Janor, Hawats, (2001)."The Long Run Relationship between Nominal Interest Rate and Inflation of Asia" Devleping Countries Journal, Econome,Malaysia,No.35".
- 35- Sander, Herald,Kleimeier, Stephanie, (2002) . "Contagion and Causality: An Empirical Investigation of four Asian Crisis Espisodes" Journal of Finance.



- 36- Shangquan, Gao and Ghi Fulin (eds.), (1995), "Theory and Reality of Transition to a Market Economy", Beijing: Foreign Languages Press, Studies on the Chinese Market Economy Series.
- 37- Singh, Ajit, (1998), "Financial Crisis In The East Asia: The World of The Asian Model", Geneva: International Labour Office Development Policies Department, Discussion paper, No.24
- 38- Sundarajan, V., Akira Ariyoshi and Inci Otker-Robe, (2002), "International Capital Mobility and Domestic Financial System Stability: A Survey of Issues", papers presented at the eight seminar of central banking, Washington, D.C., June 5-8, 2000.
- 39- Sundarajan, V., Ariyoshi, Akira and Otker -Robe, (2002), "International and Capital Mobility And Domestic Financial system Stability : A Survey of Issues ", papers presented at the eight seminar on Central banking, Washington, D.C., June 5-8, Editor Omotund, E.G Johnson.
- 40- Taimur Baig and Lian Goldfajan, (1998), "Financial Market in Asian Crisis", IMF, WP/98/155.
- 41- Yangs, Tracy, (2002), "Crisis, Contagion and East Asia Stock Market", Economics and Financial, No.1.
- 42- Zhuang, Juzhong and Dowling, J. Malcom, (2002), "Causes of the 1997 Asian Financial Crisis : What can An Early Warning System Tell Us ? ", ERD Working Paper, Series, No.26, Economic and Research Department.