



جامعة قاصدي مبراح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم
التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية دولية

بمعنوان:

أثر العولمة المالية على اقتصاديات البلدان

الناشئة في ظل الأزمات المالية

- دراسة حالة بلدان جنوب شرق آسيا في ظل أزمتي (1997 والأزمة المالية

العالمية لسنة 2008)

إعداد الطالب:

سلامنة خالد

الأستاذ المشرف:

أ.د/ دادن عبد الغني

أعضاء لجنة المناقشة:

| الاسم واللقب | الرتبة العلمية | الجامعة | الصفة |
|---------------------|----------------------|-------------|----------------|
| أ.د/ بن عيشاوي أحمد | أستاذ التعليم العالي | جامعة ورقلة | رئيساً |
| أ.د/ دادن عبد الغني | أستاذ التعليم العالي | جامعة ورقلة | مشرفاً ومقرراً |
| د/ عماني لمياء | أستاذ محاضر - أ - | جامعة ورقلة | مناقشاً |
| د/ مسغوني موني | أستاذ محاضر - أ - | جامعة ورقلة | مناقشاً |

نوقشت وأجيزت بتاريخ 08 ديسمبر 2015

ملخص الدراسة:

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على العلاقة بين العولمة المالية والأزمات المالية، ومحاولة الربط بين التزايد الكبير للعولمة المالية وكذا التحرير المالي للبلدان الناشئة وظهور الأزمات وتواترها بهذه البلدان. خلصت الدراسة من خلال المقارنة بين تأثير أزمتي 1997 و 2008 على بلدان جنوب شرق آسيا إلى أنه من الضروري أن يكون التحرير المالي بطريقة تدريجية مصحوبا بسياسات ملائمة للحد من الأموال الساخنة التي تستخدم للمضاربة، السعي لاستقطاب رأس المال المباشر الذي هو عماد تحقيق التنمية للدول التي تعاني عجزا في المدخرات المحلية. كما أن تحقيق الاستقرار المالي يعد ضرورة ومسئولية جماعية بالنسبة لجميع الفاعلين في المجال الاقتصادي من بنوك، مؤسسات مالية وجميع الوسطاء الماليين الذين يتحملون على عاتقهم الإدارة السليمة للمخاطر. على السلطات المالية والنقدية التي يتوجب عليها وضع اطار ونظام سوق يتسم بالانضباط، من خلال سن تشريعات وقوانين منظمة والحرس على تفعيل أساليب الحوكمة والافصاح والشفافية مع مراقبة تطبيقها. **كلمات مفتاحية:** العولمة المالية، الأزمات المالية، التحرير المالي، الانتشار، العدوى، البلدان الناشئة.

Résumé:

Cette étude visait à faire la lumière sur la relation entre la mondialisation financière et les crises financières, et d'essayer de lier l'augmentation de la mondialisation financière et la libéralisation financière ainsi que pour les pays émergents et l'émergence de crises dans ces pays.

L'étude a conclu par la comparaison entre l'impact de la crise en 1997 et 2008 sur les pays d'Asie du Sud-Est, qu'il est nécessaire d'avoir la libéralisation financière d'une manière progressive accompagnée par des politiques appropriées pour freiner l'argent à chaud qui sont utilisés pour spéculer, cherchant à attirer le capital direct qui est le pilier de développement des pays qui souffrent d'un déficit de l'épargne intérieure.

La stabilité financière est la nécessité d'une responsabilité collective de tous les acteurs dans le domaine économique comme les banques et les institutions financières et tous les intermédiaires financiers qui assument la bonne gestion des risques, Les autorités budgétaires et monétaires doivent élaborer des lois, et de travailler sur l'activation de la gouvernance, divulgation et la transparence, le suivi de leur application.

Mots clés: mondialisation financière, Crises financières, libéralisation financière, propagation, contagion, pays émergents.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

| الصفحة | الموضوع |
|----------|---|
| I | فهرس المحتويات |
| IV | فهرس الجداول |
| V | فهرس الأشكال |
| أ-ج | مقدمة |
| 1 | الفصل الأول: تزايد دور العولمة المالية والآثار الناتجة عنها |
| 2..... | تمهيد الفصل الأول |
| 3..... | المبحث الأول: أساسيات حول العولمة المالية |
| 3..... | المطلب الأول: مفهوم العولمة وأسسها |
| 5 | المطلب الثاني: مسار تطور العولمة المالية |
| 8..... | المطلب الثالث: عوامل تطور العولمة المالية |
| 18 | المبحث الثاني: العناصر الرئيسية للعولمة المالية |
| 18 | المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي المباشر |
| 20 | المطلب الثاني: الاستثمار الأجنبي غير المباشر |
| 22 | المطلب الثالث المشتقات المالية |
| 29 | المبحث الثالث: آثار العولمة المالية |
| 29 | المطلب الأول: مزايا العولمة المالية |
| 36 | المطلب الثاني: عيوب العولمة المالية |
| 41..... | خلاصة الفصل الأول |

| | |
|----------|--|
| 43..... | تمهيد الفصل الثاني..... |
| 44 | المبحث الأول: عموميات حول الأزمة المالية..... |
| 44 | المطلب الأول: مفهوم الأزمة وخصائصها..... |
| 47 | المطلب الثاني: أنواع الأزمة المالية..... |
| 50 | المطلب الثالث: أسباب الأزمة..... |
| 57 | المبحث الثاني: الفكر الاقتصادي والأزمات المالية، عدوها والنماذج المفسرة لها..... |
| 57 | المطلب الأول الأزمات والدورات الاقتصادية في الفكر الاقتصادي..... |
| 66 | المطلب الثاني النماذج المفسرة للأزمات المالية..... |
| 71..... | المطلب الثالث: عدوى الأزمات |
| 76 | المبحث الثالث: نماذج لأزمات في البلدان الناشئة..... |
| 76 | المطلب الأول: الأزمة المكسيكية 1994..... |
| 82 | المطلب الثاني: الأزمة الأرجنتينية.2001..... |
| 92..... | خلاصة الفصل الثاني..... |

| | |
|-----------|--|
| 95..... | تمهيد الفصل الثالث..... |
| 96..... | المبحث الأول: الإطار العام الاقتصادي لدول جنوب شرق آسيا قبل أزمة 1997..... |
| 96..... | المطلب الأول: الإطار الاقتصادي العام في تايلاند في الفترة (1990-1996)..... |
| 99..... | المطلب الثاني: السياسات الاقتصادية الإندونيسية قبل الأزمة..... |
| 103 | المطلب الثالث: الاقتصاد الكوري قبل الأزمة..... |
| 107..... | المطلب الرابع: نبذة تاريخية عن ماليزيا..... |

| | |
|-----------|--|
| 110..... | المطلب الخامس: الاقتصاد الفلبيني قبل الأزمة. |
| 113..... | المبحث الثاني: الأزمة المالية الآسيوية 1997..... |
| 113..... | المطلب الأول: بداية الأزمة..... |
| 117..... | المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية الآسيوية..... |
| 129..... | المطلب الثالث: تدخل صندوق النقد والسياسات الحكومية المنتهجة للحد من الأزمة |
| 139..... | المطلب الرابع: عودة الانتعاش والنمو..... |
| 141..... | المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها على دول جنوب شرق آسيا وسبل تصديهم لها..... |
| 141..... | المطلب الأول: بداية الأزمة..... |
| 142..... | المطلب الثاني: تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على بلدان جنوب شرق آسيا وسبل تصديهم لها.. |
| 148 | المطلب الثالث: نقاط القوة المساهمة في تقليل أثر الأزمة..... |
| 151..... | خلاصة الفصل الثالث..... |
| 153..... | خاتمة |
| 157..... | قائمة المراجع..... |

فهرس الجداول

| رقم الصفحة | عنوان الجدول | رقم الجدول |
|------------|---|------------|
| 11..... | تاريخ بدء عمليات التحرير المالي في بعض الدول | 01 |
| 96..... | صافي التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى تايلند في الفترة (1990-1996) | 02 |
| 101 | سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الروبية الإندونيسية في الفترة (1990-1997) | 03 |
| | سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات المحلية لدول جنوب شرق آسيا في | 04 |
| 119..... | الفترة (1990-1996)..... | |
| 128..... | التزامات كل دولة تجاه البنوك الأجنبية: جوان 1997..... | 05 |
| | معدل نمو الناتج المحلي الخام الحقيقي (القيمة) لدول جنوب شرق آسيا على | 06 |
| 144..... | أساس فصلي..... | |
| 147..... | القروض المصرفية المتعثرة إلى إجمالي القروض للفترة 2003-2008..... | 07 |

فهرس الأشكال

| الصفحة | عنوان الشكل | رقم الشكل |
|-----------|---|-----------|
| 24..... | أهم أنواع عقود المبادلة..... | 01 |
| 80..... | تطور حجم الاحتياطات الأجنبية بالمكسيك في الفترة بين ديسمبر 1993 وديسمبر 1994 | 02 |
| 117 | نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الخام لدول جنوب شرق آسيا في الفترة (1990-1997)..... | 03 |
| 120..... | معدلات نمو الصادرات السلعية لدول جنوب شرق آسيا في الفترة (1990-1997)..... | 04 |
| 122..... | معدلات نمو الصادرات الخدمائية لدول جنوب شرق آسيا في الفترة (1990-1997)..... | 05 |
| 124 | القروض الممنوحة من قبل البنوك الى القطاع الخاص في دول جنوب شرق آسيا (نسبة للناتج المحلي)..... | 06 |
| 142..... | الصادرات السلعية لدول جنوب شرق آسيا في الفترة (2001-2012)..... | 07 |
| 143..... | الصادرات الخدمائية لدول جنوب شرق آسيا في الفترة (2001-2012)..... | 08 |
| 144..... | معدل نمو الناتج المحلي الخام الحقيقي (القيمة) لدول جنوب شرق آسيا على أساس سنوي في الفترة (2007-2012)..... | 09 |
| 145..... | معدل البطالة السنوي لدول جنوب شرق آسيا في الفترة (2007-2012)..... | 10 |
| 146..... | معدل التضخم السنوي في دول جنوب شرق آسيا في الفترة (2007-2012)..... | 11 |
| 149 | أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات المحلية في الفترة (2000-2012)..... | 12 |

مقدمة

مقدمة:

خلال بداية السبعينات وبعد انهيار نظام "بريتون وودز"، اتجهت أغلب الدول إلى تبني نظام صرف مرن ما خلق موجة من التقلبات الكبيرة في أسعار صرف العملات الدولية عكس ما كانت تتميز به من استقرار في ظل نظام "بريتون وودز"، مما فسح مجال المضاربة على هذه العملات في ظل تزايد حجم التدفقات النقدية الدولية نتاج ترابط وتكامل أسواق رأس المال العالمية.

انطلاقاً من سنوات الثمانينات شهد العالم حركة واسعة اتجاه تحرير حركة رؤوس الأموال التي عرفت تطوراً وانتشاراً كبيراً ساهمت فيه موجة كاملة من العولمة والتطور التكنولوجي باعتبار رأس المال أحد أهم ركائز التنمية في بلدان العالم عموماً والبلدان النامية بشكل خاص حيث أزيلت الحواجز الواحد تلو الآخر أمام حركة رأس المال في الوقت الذي لم يعد فيه أمام البلدان النامية والناشئة بديل آخر لفتح اقتصادها لرأس المال الأجنبي وخاصة الاستثمار الأجنبي المباشر بمختلف أشكاله و اعتماده كمصدر للتمويل وتنمية الاقتصاد المحلي.

رغم كون العالم تعرض لعدة أزمات مالية إلا أن ظهور الأزمات وتكرارها وانتشارها في البلدان النامية والناشئة بداية من ثمانيات القرن العشرين، أرجع سببها إلى أثر حركات رؤوس الأموال عبر الدول وحالات عدم الاستقرار المالي والاقتصادي في الأجل القصير.

وقد ساهمت العولمة المالية وما رافقها من انفتاح وتحرر اقتصادي ومالي في انتشار الأزمة من بلد إلى منطقة جغرافية أو ما يسمى بانتشار العدوى.

تعتبر أزمة جنوب شرق آسيا (1997-1998) أحد أقوى الأزمات من حيث عمقها ومدى انتشارها التي شهدتها الدول الناشئة بدأت بانهيار عملة تايلاند عقب قرار تعويم العملة الذي اتخذته الحكومة والتي فشلت بعد ذلك محاولاتها في دعم عملتها لمواجهة موجة المضاربات القوية التي تعرضت لها.

لينتقل أثرها إلى مجموعة من الدول الآسيوية أهمها الفلبين، اندونيسيا، كوريا الجنوبية وماليزيا وغيرها.

منذ شهر سبتمبر 2008 دخل الاقتصاد العالمي في أزمة مالية غير مسبقة مصدرها قلب النظام الرأسمالي نفسه وهي الولايات المتحدة الأمريكية أكبر دول العالم اقتصادياً، بعد أن شهدت أكبر عملية إفلاس في التاريخ الأمريكي لمصرف ليمان براذرز.

ثم انتشرت الأزمة في دول عديدة خاصة تلك ذات الترابط الوثيق بالاقتصاد الأمريكي، رغم الجهود المبذولة من طرف البنوك المركزية في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي ودول آسيا إلا أن هذه الأزمة لم تتجاوب مع الجهود الكبيرة المبذولة لاحتوائها، فقد ساد الحديث عن دخول الاقتصاد الأمريكي ومن ثم العالمي في مرحلة الركود والكساد.

لقد أصبحت معظم الأزمات المالية تتميز بطابع العدوى؛ حيث عندما تظهر الأزمة في بلد معين سرعان ما تنتشر انتشارا سريعا إلى باقي دول العالم وتأخذ نطاقا دوليا وتصبح تعبر عن أزمة مالية عالمية وذلك بسبب ترابط الاقتصاديات والأسواق.

كلمات مفتاحية : العولمة المالية، الأزمة المالية، التحرير المالي، انتشار العدوى، البلدان الناشئة.

1. إشكالية الدراسة

إن التطور الكبير الذي عرفه العالم في تحرير حركة رؤوس الأموال وكذلك العولمة المالية رافقه انفجار وانتشار موجة من الأزمات المالية خاصة في البلدان الناشئة.

وعلى هذا الأساس تتمحور اشكالية الدراسة فيما يلي:

- ما مدى تأثير آليات العولمة المالية على الاقتصاديات الناشئة في ظل الأزمات المالية؟ واعتمادا على هذه الاشكالية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:
- ما مدى مساهمة العولمة المالية في تكريس أزمة جنوب شرق آسيا (1997-1998)؟
- كيف يمكن للأزمة أن تنتشر من بلد إلى مجموعة من البلدان؟
- ما مدى تأثير كل دولة من دول جنوب شرق آسيا بأزمة جنوب شرق آسيا؟
- كيف كان تأثير اقتصاديات جنوب شرق آسيا جراء الأزمة المالية العالمية لسنة 2008؟

2. فرضيات الدراسة

- يعتمد الطالب في معالجته للتساؤلات المطروحة على الفرضيات التالية:
- تعتبر الاستجابة لمتطلبات التحرير المالي وعولمة أسواق رأس المال سببا أساسيا في انفجار أزمة جنوب شرق آسيا.
- تنتشر عدوى الأزمات بسبب تشابه الهيكل الاقتصادي لهذه الدول.
- حجم التدفقات المالية الوافدة في شكل قروض له تأثير كبير على ازدياد شدة الأزمة.
- كان تأثير اقتصاديات جنوب شرق آسيا كبيرا جراء صدمة الأزمة المالية العالمية الأخيرة سنة 2008 في ظل اندماجها في النظام المالي العالمي المعولم.

3. أهمية الدراسة

تبرز أهمية البحث من خلال الجدل العلمي والأكاديمي حول العولمة المالية وتأثيراتها السلبية والإيجابية على البلدان وكذلك التعرف على الأزمات المالية التي تولى باهتمام واسع من قبل المختصين وطرق انتشارها وانتقالها من بلد لآخر خاصة في البلدان الناشئة في ظل التحرير المالي وتربط أسواق رأس المال الدولية.

4. أهداف الدراسة

يهدف هذا البحث إلى إلقاء الضوء على العلاقة بين العولمة المالية والأزمات المالية من خلال تحقيق الأهداف التالية:

- التطرق لموضوع الأزمات المالية الذي يعتبر موضوع متجدد وذلك من خلال التعرف على أسباب الأزمة وخصائصها والنتائج المترتبة عنها.
- محاولة الربط بين التزايد الكبير للعولمة المالية وكذا التحرير المالي للبلدان الناشئة وظهور الأزمات وتواترها بهذه البلدان.
- محاولة معرفة العلاقة بين درجة الترابط المالي للبلدان وكذا حجم تأثيرها بالأزمة.
- التعرف على قنوات انتقال أزمة جنوب شرق آسيا من أزمة تايلندية إلى أزمة إقليمية.
- تفاعل بلدان جنوب شرق آسيا مع آليات العولمة المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الحالية.

5. أسباب اختيار الموضوع

تتمثل أهم دوافع اختيارنا للموضوع:

- الاهتمام الواسع والمتزايد بموضوع الأزمات المالية خاصة في ظل عدم استقرار النظام المالي العالمي.
- تسليط الضوء على الأزمات المالية في الدول الناشئة التي تعتبر ضحية للتحرير المالي والعولمة المالية التي تساهم في انتشار العدوى.
- الرغبة الشخصية للباحث في دراسة موضوع العولمة المالية وعلاقتها بالأزمات الذي لا يزال موضوع مثير للجدل بين الباحثين والمختصين.

6. حدود البحث

من ناحية المستوى، فإن الدراسة سوف تختص بدراسة عينة من خمس دول ناشئة (دول جنوب شرق آسيا) وهي: تايلاند، الفلبين، اندونيسيا، كوريا الجنوبية وماليزيا. أما الحدود الزمنية، فدراستنا سوف تقتصر على الفترة من سنة 1990 إلى غاية 2012.

7. منهجية الدراسة:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع ومحاولة من الباحث التوصل إلى تحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي لإبراز الوقائع والحقائق التي تمثل مشكلة البحث، من خلال إبراز مفهوم الأزمة المالية وأنواعها والنظريات والنماذج المفسرة لها وكذلك التعرف على العولمة المالية ومراحل تطورها وأهم العوامل المساعدة على ذلك وكذا تقييم دورها بإبراز سلبياتها وإيجابياتها، ومحاولة إظهار الترابط بين العولمة المالية والأزمة المالية من خلال حالة دول جنوب شرق آسيا أثناء أزمة 1997 التي مست المنطقة والأزمة المالية لعالمية سنة 2008. إضافة إلى اعتماد المنهج التاريخي من خلال عرض اثنين من أهم الأزمات في البلدان الناشئة؛ ونعني بذلك أزمة المكسيك 1994، أزمة جنوب شرق آسيا 1997 والأزمة الأرجنتينية 2001.

8. الدراسات السابقة

لقد سمح لنا البحث بالاطلاع على مجموعة من الدراسات السابقة التي تخدم موضوعنا أهمها:

1- دراسة وجيه خلوي (عدوى الأزمات المالية الدولية: اختبارات تطبيقية لتحديد التوافق في حالة الأزمة الآسيوية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، تخصص: نقود، مالية والاقتصاد الدولي، جامعة تونس المنار، 2007) هدف الباحث إلى دراسة عدوى الأزمات المالية الدولية خلال سنوات التسعينات، والاهتمام على وجه الخصوص بالتحقق التجريبي من تأثير الأزمة في بلد على رد الفعل الفوري للمستثمرين الدوليين في أسواق رأس المال لبلدان أخرى مع احتساب عوامل انطلاق أخرى للأزمة مثل الترابط الاقتصادي والمؤسسي. اعتمد الباحث على عدة نماذج للتحقق من انتقال عدوى الأزمة مالية ناتجة عن الترابط القوي للاقتصاديات مثل حالة الأزمة المالية الآسيوية 1997.

خلصت الدراسة إلى تورط هام للسياسات الاقتصادية في اتخاذ قرارات السلطات النقدية واشتراط تحديد ومن ذلك يتوجب تخصيص حلول مجملية أو على الأقل الاعتماد على تعزيز التنسيق الدولي، خاصة من أجل تخفيض التقلبات المفرطة لأسعار الفائدة وأسعار الصرف.

2- دراسة تشيكو فوزي (تحليل أزمات البلدان الناشئة: اقتراح نموذج تفسيري، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2003)

قام الباحث بمعالجة الموضوع بإتباع خطوات بحثية المتمثلة في: اثاره الاشكالية التالية: "من تحليل الأحداث الخارجية والأسباب المحتملة للأزمات في الأسواق الناشئة، هل يمكننا أن نبين في شكل نماذج تفسيرية أن الأزمات في البلدان الناشئة هي نتيجة للإدارة السيئة للاقتصاد الكلي الناجمة عن السياسات الاقتصادية غير الملائمة لقدرات حقيقية لاقتصادات هذه البلدان؟"

- للإجابة على الاشكالية تمت دراسة وتحليل للبلدان النامية التي مستها الأزمات المالية من الأزمة المكسيكية 1994 إلى الأزمة الأرجنتينية 2001. البلدان محل الدراسة هي المكسيك، تايلند، اندونيسيا، الفلبين، ماليزيا، كوريا الجنوبية، روسيا، البرازيل، تركيا والأرجنتين، العينة المدروسة تتكون من عشرة دول ناشئة.

خلصت الدراسة الى تأسيس نموذج تفسيري للعوامل الخارجية والسيناريوهات المحتملة التي توضح الترابط المحتمل الموجود بين الأسباب المحتملة لأزمات البلدان الناشئة، هذا من خلال معرفة كيف للبلدان التي مستها الأزمات أثبتت تسيير سيئ للاقتصاد الكلي قبل وخلال الأزمة.

3- دراسة ندى صليبا (العولمة والتحرير المالي: الديون والأزمات في دول آسيا الناشئة حالة تايلاند وكوريا الجنوبية واندونيسيا وماليزيا، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة السوربون الجديدة، باريس 3، 2009).

حاولت الباحثة التعرف على الآثار الناتجة عن العولمة والتي تؤثر على جميع الدول، خاصة الدول في طريق النمو.

استطاعت الباحثة التأكد من أن الإصلاحات أدت إلى تحسينات بليغة ولكنها غير قادرة على حماية اقتصاديات المنطقة من الصدمات الخارجية مستقبلا. كما خلصت الدراسة كذلك الى:

أولا، هناك بدائل لشروط التكيف الهيكلي لصندوق النقد الدولي، وقد أظهرت ماليزيا أن هذه المناهج الجديدة موجودة ويمكن تطبيقها بطريقة ناجحة والحصول على نفس النتائج التي تم الحصول عليها تحت شروط صندوق النقد الدولي.

ثانيا، مرونة السياسة الاقتصادية ضرورة لكل بلد. وأظهرت التجربة الماليزية أيضا أنه إذا كان بلد قادر تجنب اللجوء إلى صندوق النقد الدولي، فإنه يمكن تجنب السياسات التي تفرضها هذه الأخيرة أن لم يتم تكييفها وفقا لحالة كل بلد معين. وانه يمكن بعد ذلك اختيار سياساتها الخاصة وتعديلها إذا ثبت أنها غير كافية.

9. صعوبات الدراسة:

صادفت الباحث في اطار انجازه هذا البحث العديد من الصعوبات لعل أهمها هي صعوبة الحصول على الاحصائيات اللازمة لإعداد البحث، الى جانب التضارب في الاحصائيات نتيجة الاختلاف في مصادرها، الشيء الذي تطلب الكثير من الوقت والجهد من اجل اختيار أدق المعطيات وأكثرها مصداقية.

10. تقسيمات الموضوع:

قمنا بتقسيم موضوع البحث إلى ثلاثة فصول، نتطرق في الفصل الأول إلى تزايد دور العولمة المالية والآثار الناتجة عنها حيث نستعرض أهم المفاهيم ومسار وعوامل تطور العولمة المالية والآثار المترتبة عنها. ثم نقوم ابراز الأوجه الرئيسية للعولمة المالية في الاستثمار الأجنبي في شقيه المباشر وغير مباشر (المحفظي) ومن ثم نتعرف على آثار العولمة المالية الايجابية و السلبية.

أما الفصل الثاني فتناولنا فيه التأصيل النظري للأزمات المالية. باعتبار المفاهيم النظرية أسس ضرورية للدراسة فقد ارتأينا التطرق لمفهوم الأزمة مع التعرض لخصائصها، أهم تصنيفاتها وكذلك الأسباب المؤدية لنشئها. ثم نتعرف على النماذج المفسرة للأزمات المالية وعدوى هذه الأزمات وكذلك قنوات انتشارها. كما تم التطرق الى نماذج لأزمات في البلدان الناشئة وهي أزمة المكسيك 1994 وأزمة الأرجنتين 2001.

وأخيرا نختم بالفصل الثالث الذي ندرجه تحت عنوان دول جنوب شرق آسيا بين مزايا العولمة وتكاليف الأزمات المالية. قبل التطرق لأزمة جنوب شرق آسيا ارتأينا أن نتعرض لأهم مقومات اقتصادات جنوب شرق آسيا وأهم الاصلاحات المتبناة في إطار تطبيق آليات العولمة المالية الذي سمح لها الاستفادة من اندماجها في الاقتصاد العالمي.

ثم التعرف على أزمة الدول الآسيوية والتي تعتبر تايلند منشأها بعد فشل السلطات النقدية في التصدي لهجمات المضاربة على العملة المحلية، هذه الأزمة استطاعت الانتشار لتشمل عدة دول أهمها الفلبين، إندونيسيا، ماليزيا وكوريا الجنوبية.

ونختتم بالتعرف على الأزمة المالية العالمية بسنة 2008 وتأثيراتها على دول جنوب شرق آسيا وسبل تصديهم لها.

الفصل الأول:

تزايد دور العولمة المالية
والآثار الناتجة عنها

تمهيد:

شهد الاقتصاد العالمي خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين سلسلة من الاجراءات المتسارعة التي تهدف إلى التحرير التام للتجارة العالمية في مختلف جوانبها السلعية والخدماتية وحقوق الملكية الفكرية والاستثمار وذلك من خلال إزالة كافة العوائق والقيود التي تحد من الانتقال السهل للسلع والخدمات ورأس المال والعمالة. وكان يدعم ذلك التوجه تلك الطفرة التي حدثت في مجال التكنولوجيا والمعلوماتية، وكذلك التحول نحو اقتصاد السوق الذي يضمن دور أكبر للقطاع الخاص في تحقيق أهدافه المرجوة.

أصبحت الدول التي تعاني عجزا تستقبل تدفقات مالية هائلة الأمر الذي يساهم في خلق فرص تنمية أمام تنويع المحافظ المالية وتقاسم المخاطر المحتملة، فمن خلال امتلاك ديون على بلدان أجنبية عن طريق إقراضها يمكن للمؤسسات أن تحمي نفسها من آثار الاضطرابات التي تصيب البلد وهذا ما يسمح للمستثمرين بتحقيق معدلات أعلى من العوائد التي تعمل على زيادة الادخار والاستثمار والتي تقضي إلى معدلات نمو أسرع.

فظاهرة العولمة المالية بما تعكسه من حرية انسياب رؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية للدول قد تحمل معه آثارا سلبية كالأزمات و كذا المساهمة في انتشار الصدمات المالية من بلد الى مجموعة من البلدان هذا ما يجعل الاقتصاد العالمي يعاني من الهشاشة المستديمة.

وهذا ما سنحاول معالجته في هذا الفصل الذي جاء تحت عنوان: "تزايد دور العولمة المالية والآثار الناتجة عنها" والذي تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: أساسيات حول العولمة المالية

المبحث الثاني : العناصر الرئيسية للعولمة المالية

المبحث الثالث : الآثار المترتبة عن العولمة المالية

المبحث الأول: أساسيات حول العولمة المالية

أضحت العولمة في الكثير من أبعادها الاقتصادية، الاجتماعية، السياسية، التكنولوجية والثقافية إحدى الاتجاهات المميزة للعالم اليوم بما يترتب عليها من تبعات هامة على كل المستويات.

المطلب الأول: مفهوم العولمة المالية وأسسها

تعد العولمة المالية الشق الأول من العولمة الاقتصادية ويتمثل شقها الثاني في العولمة التجارية، سنقوم من خلال هذا المطلب بتقديم تعريف للعولمة الاقتصادية، وكذلك العولمة المالية، والأسس التي تركز عليها هذه الأخيرة.

1. مفهوم العولمة الاقتصادية

تعددت تعريفات العولمة الاقتصادية فيعرفها كل من هانس بيتر مارتين، وهارولد شومان على أنها: "تحول العالم بفضل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية وانخفاض تكاليف النقل وتحرير التجارة الدولية إلى سوق واحد تستند فيها وطأة المنافسة ويتسع نطاقها، بحيث تمتد من سوق السلع إلى سوق العمل ورأس المال".¹

أما صندوق النقد الدولي فيرى أن: "العولمة الاقتصادية تتمثل في زيادة الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين الدول مع تنوع وتكامل المعاملات التي تتم عبر الحدود، كما أنها تصف العمليات التي من خلالها تؤدي القرارات والأحداث والأنشطة التي تحدث في أحد أجزاء العالم إلى نتائج مهمة للأفراد والمجتمعات في بقية أجزاء العالم".²

من هنا يمكننا تعريف العولمة الاقتصادية على أنها ذلك الترابط المالي والتجاري والتكنولوجي بين مختلف دول العالم في ظل حرية المعاملات والتبادلات الاقتصادية على المستوى العالمي، وقد أدى التطور التكنولوجي الهائل إلى تسريع وتيرة العولمة الاقتصادية.

2. مفهوم العولمة المالية:

تعتبر العولمة المالية بأنها: "النتائج الأساسي لعملية التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة

¹ - هانس بيتر مارتين ، هارولد شومان: فخ العولمة، الاعتداء على الديمقراطية والرفاهية ترجمة د.عدنان عباس علي، مراجعة د. رمزي زكي ، عالم المعرفة، الكويت، 1998، ص38.

² - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية (منظمتها - شركاتها - تداعياتها)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص 20.

رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطاً وتكاملاً¹.

كما تعرف على أنها: "ترابط النظام المالي المحلي للدول بالأسواق والمؤسسات المالية الدولية، هذا الترابط النموذجي يتطلب من السلطات تحرير القطاع المالي المحلي والسماح بانتقال رؤوس الأموال عبر الحدود"².

كما تعرف على أنها: "النمو الهائل في حجم ونوعية المعاملات المالية الذي يخترق كل أشكال الحواجز الجغرافية والقيود التنظيمية بحيث تصبح المعاملات المالية تتم في إطار سوق مالي عالمي موحد يضمن الحصول على أعلى العوائد بأقل المخاطر"³.

وتمثل في وجهة نظر هاريس "harris" الاهتمام بصفة عامة بزيادة تدويل الإنتاج والتوزيع والتسويق للسلع والخدمات، كما تتمثل في التطورات التي لها تأثير عميق على موضوع الاقتصاد ككل والاقتصاد الدولي بشكل خاص. أما الاقتصادي "Alonso" فيرى بأنها "الزيادة في التجارة الدولية والروابط المالية التي دعمها التحرير الاقتصادي و التغيرات التكنولوجية"⁴.

من خلال ما سبق يمكن استخلاص تعريف العولمة المالية على أنها ظاهرة تصف مسار ترابط اسواق رأس المال الدولية تحت التأثير المزدوج للتحرير المالي الدولي والتنامي المتواصل للحركة الدولية لرأس المال.

3. أسس العولمة المالية:

ترتكز العولمة المالية على ثلاث أسس رئيسية، وهي:

أ. عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال:

إن الشرط الضروري للعولمة المالية ليس فقط في انفتاح أسواق المال القطرية أمام تدفق رؤوس الأموال وإنما أيضاً في انفتاح الأقسام الموجودة في هذه الأسواق على بعضها البعض، أي أن تطبيق هذا المبدأ يتم على مستويين⁵:

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 33.
² - Sergio I. schmukler, financial globalization :gain and pain for developing countries, Federal Reserve Bank of Atlanta, economic review second quarter, 2004, p 39.

³ - شدا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي، الأردن، ط1، 2008، ص 16.

⁴ - صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، جوان 2002، ص 206.

⁵ - Dominique plihon, les enjeux de la globalisation financière, mondialisation au- delà des mythes, Edition Casbah, Alger, 1997, p p 70-71.

-**المستوى الداخلي:** ويعني إمكانية الانتقال من السوق المالي قصير الأجل إلى السوق المالي طويل الأجل، من البنوك التجارية إلى بنوك الأعمال، من خدمات التأمين إلى الخدمات البنكية، ومن أسواق الصرف إلى الأسواق المالية... إلخ، وتجدر الإشارة أن الحركة القوية لعمليات إلغاء التخصص للأسواق ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تم التوصل إلى إلغاء بعض المميزات التقليدية التي كانت تفصل البنوك التجارية وبنوك الأعمال، وفي بريطانيا تم مزج وظائف الوسطاء الماليين والسماسرة، كما سمح لغير المقيمين بأن يكونوا مساعدي الرؤساء في الإصدارات الأجنبية.

- **المستوى الخارجي:** ويعني فتح الأسواق المالية الوطنية أمام المتعاملين الأجانب، بحيث يتسنى للمتعاملين الأجانب شراء جزء من الأصول المالية لكبرى الشركات الوطنية، بالإضافة للأصول المالية الحكومية.

ب. **تقلص دور الوساطة في التمويل:** وهذا يعني اعتماد أساليب التمويل المباشرة لإجراء عمليات التوظيف

والاقتراض، ويقصد بالتمويل المباشر هو اللجوء إلى إصدار وتبادل الأوراق المالية في الأسواق المالية (أسهم، سندات) دون المرور عبر الوسطاء الماليين أو البنوك (التمويل غير المباشر)، فالرشادة الاقتصادية تستدعي البحث عن أفضل تمويل بأقل تكلفة، وهذا ما يفسر التطور الكبير للأدوات المالية المباشرة على حساب نشاط البنوك والوسطاء الماليين الآخرين.

ج. **إزالة القيود التنظيمية:** تزامن مبدأ إزالة القيود التنظيمية مع السياسة النقدية الجديدة للولايات المتحدة الأمريكية خلال الثمانينات والتي ألغت الكثير من القيود التنظيمية خاصة في مجال تسيير الحسابات المالية، فعلى سبيل المثال أصبح بالإمكان سحب مبالغ مالية من الحساب للأجل بشرط الإبقاء على رصيد أدنى، كما يمكن إجراء عملية تحويل مباشرة من الحساب الجاري إلى الحساب الآجل، ومن جهة أخرى اعتمدت هذه السياسة نظام تعويم أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات مما أدى إلى إفراز سلسلة من الأدوات المالية الجديدة لإدارة المخاطر الناتجة عن التذبذب وعدم الاستقرار في أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، مما شجع على إزالة القيود التنظيمية التي كانت توضع لتجنب تلك المخاطر¹.

المطلب الثاني: مسار تطور العولمة المالية

تعتبر العولمة المالية حديثة النشأة نسبياً، حيث تعود الجذور الأولى لظاهرة العولمة المالية إلى نهاية الستينات وبداية السبعينات من القرن الماضي ثم تلاحت تطوراتها بسرعة في الثمانينات من القرن

¹ Ibid, p71.

الماضي إلى أن أصبحت أغلب دول العالم مدمجة شبه كلياً ضمن نظام مالي عالمي موحد تؤثر فيه وتتأثر به، ومهما يكن فقد مرت العولمة المالية عبر ثلاث مراحل أساسية هي:

1. **مرحلة تدويل التمويل غير المباشر:** استمرت هذه المرحلة خلال الفترة الممتدة 1960 وحتى سنة

1979 وأهم مميزات مايلي:¹

- ظهور وتوسع أسواق الأورو دولار، بداية بسوق لندن ثم انتشارها إلى باقي الدول الأوروبية وذلك لاستقطاب الفوائض المالية للدول المصدرة للبترو.

- سيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية؛ أي التمويل بوساطة بنكية أو ما يعرف بالتمويل غير المباشر في ظل تعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة.

- انهيار نظام بريتون وودز في أوت 1971 وإنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب، مما مهد لتطبيق نظام أسعار العملات أثناء إجراء التسويات الدولية وبذلك دخلت سوق الصرف دوامة العولمة المالية، وتبني أغلب دول العالم لنظام الصرف المرن على خلفية انهيار نظام الصرف الثابت مما ولد موجة من المضاربات على العملات القوية كالجنيه الاسترليني والدولار الامريكى.

- إن ارتفاع أسعار البترول سمح للدول المصدرة بتجميع عوائد مالية كبيرة فاقت احتياجاتها من التمويل في ظل محدودية الأسواق المحلية مما أدى الى استثمارها في الخارج وذلك ما يعرف بعملية إدماج البترو دولارات في الاقتصاد العالمي وخير دليل على ذلك دول الخليج العربي ففي فترة ثمان سنوات (1974-1981) وبفضل ارتفاع اسعار البترول في الاسواق العالمية سجلت فائضا ماليا مقداره 360 مليار دولار، مما زاد في نسبة الادخار العالمي وظهر القروض البنكية المشترك.

- انتشار شبكة البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم، والتي عملت على التوسع في منح القروض الدولية. - لجوء الدول النامية للاستدانة من الخارج لتغطية العجز في موازين مدفوعاتها مما خلق مشكل المديونية الخارجية.

- ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة مثل المستقبلات وعقود الخيار وعمليات المبادلة سواء على العملات وأسعار الفائدة فقد ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة سنة 1972. وكذا ظهور أسواق الأوراق المدينة مثل سندات الخزينة.

- ارتفاع العجز في موازين المدفوعات والميزانيات العمومية للدول المتقدمة، لا سيما الولايات المتحدة.

2. **مرحلة التحرير المالي:** بعد مرحلة تميزت بالانغلاق المالي وما يحسب عليها من سلبيات أهمها ضعف تعبئة الادخارات نتيجة تدخل الدولة في عمل السوق المالي ظهر أصحاب اتجاه جديد يدعو الى التحرير المالي سواء من الاقتصاديين أو السياسيين. لقد تزامنت هذه المرحلة مع وصول السيدة مارغريت تاتشر

¹ - أسماء دردور، نسرين بن زواي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، 20 و21 أكتوبر، 2009، ص3.

(Margaret Thatcher) إلى الحكم في بريطانيا وتولي بول فولكر (Paul Volker) رئاسة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي وهما معروفان بتشجيعهما لتحرير الحياة الاقتصادية والمالية على المستويين الوطني والعالمي،

انطلقت هذه المرحلة سنة 1980 إلى غاية 1985 وأهم ما ميزها¹:

- التوجه نحو اقتصاد السوق المالية حيث تكون قوى السوق هي السيدة والمسيرة له، وقد صاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها وتحرير القطاع المالي.

- رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال من وإلى الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، وبذلك رفعت كافة الحواجز في وجهها دخولا وخروجا. اعتبرت هذه الإجراءات بمثابة الخطوة الأولى لعملية انتشار واسعة للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي.

- التوسع الكبير في أسواق السندات حيث أصبحت تحتل ريادة الأصول المالية المصدرة عالميا، وارتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود، الشيء الذي جعل الدول الصناعية الكبرى تمول العجوزات في ميزانياتها عن طريق إصدار وتسويق تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية العالمية، لا سيما سندات الخزينة فيما يسمى بمرحلة تغطية الدين العام بالأوراق المالية. من ناحية أخرى توفر مجال أوسع بالنسبة لموظفي رؤوس الأموال إذ أدى فتح هذه الأسواق أمام المستثمرين الأجانب من منح فرص جديدة للاستثمار.

- توسيع وتعميق الإيداعات المالية بصفة عامة والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من المدخرات العالمية، وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة بصفة خاصة.

- توسع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الادخار وهي صناديق تتوفر على أموال ضخمة، هدفها الأساسي هو تعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق العالمية.

3. مرحلة ضم الأسواق المالية الناشئة: امتدت هذه المرحلة من 1986 وحتى الآن، وتميزت بما يلي²:

- تحرير أسواق الأسهم وتوسعها ، فقد كانت الانطلاقة من بورصة لندن في 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية المعروفة (Big Bang) وتبعتها بقية البورصات العالمية بعد ذلك بتحرير أسهمها، على غرار أسواق السندات حيث زادت قيمة الأسهم المتداولة في البورصات العالمية من 1400 مليار دولار سنة 1975 إلى 17000 مليار دولار سنة 1995، أي بمتوسط زيادة سنوية قدرها 13.25%، و فيما يخص سوق السندات فإن حجمها قد قدر سنة 1995 بـ 15300 مليار دولار، وكان نصيب الولايات المتحدة من هذه السوق حوالي 2758 مليار دولار، معظمها سندات حكومية بنسبة 88%.

¹ - المرجع نفسه، ص 3-4.

² - ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، المؤتمر الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، جامعة بسكرة، 21 و22 نوفمبر 2006، ص 8-9.

- ضم العديد من الأسواق الناشئة ابتداء من أوائل التسعينات من القرن الماضي وربطها بالأسواق المالية العالمية، وهي نقطة أساسية في مسار العولمة المالية. مما سمح بزيادة تدفق رؤوس الأموال نحو هذه الأسواق، وهذا ما كان له أثر سلبي حيث شهدت هذه الدول ظهور وانتشار موجة من الأزمات المالية التي أرجع سببها إلى العولمة المالية ولعل أزمة المكسيك 1994، أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997، الأزمة الروسية 1998 و أزمة البرازيل 1999 أهم هذه الأزمات التي تعتبر فاتورة الاندماج المالي ضمن النظام المالي العالمي المعولم.

- زيادة درجة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية بمختلف أقسامها إلى درجة أنها أصبحت تمثل سوق وحيد، وذلك نتيجة التطور الكبير في وسائل الاتصال الحديثة وليدة الثورة التكنولوجية والمعلوماتية.

- زيادة كبيرة في عدد وحجم التعامل في الأدوات المالية المشتقة وكذلك زيادة حجم التعامل في أسواق الصرف وتوسع التمويل المباشر عن طريق الأسواق المالية وتغطية الدين العام بواسطة الأوراق المالية.

- انتشار حالات عدم التأكد والذعر وسط المستثمرين وكذا عدم استقرار النظام العالمي المالي مما أسهم في ظهور اضطرابات وصددمات في البورصات العالمية تسببت في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية، لاسيما في الولايات المتحدة وأروبا في خضم أزمة الرهن العقاري والتي كانت البداية لأزمة عالمية سنة 2008.

المطلب الثالث: عوامل تطور العولمة المالية:

تضافرت عوامل كثيرة في توفير الجو الملائم لتغذية زخم العولمة المالية والمساهمة في تناميها وانتشارها نذكر منها؛ ظهور الابتكارات الحديثة، تنامي الرأسمالية المالية، التحرير المالي المحلي والدولي، تطور أسواق العملات الدولية، تطور سوق السندات الدولية. سوف نتطرق لكل عامل على حدى مع الشرح المفصل.

1. ظهور الابتكارات الحديثة:

ارتبطت العولمة المالية بظهور كم هائل من الأدوات المالية الجديدة التي راحت تستقطب العديد من المستثمرين فإلى جانب الأدوات التقليدية المتداولة في الأسواق المالية (الأسهم والسندات) أصبح هناك العديد من أدوات تغطية مخاطر الصرف منها المشتقات المالية التي تتعامل مع التوقعات المستقبلية وتشمل المبادلات والمستقبليات والخيارات... وكل هذه الأدوات تتطور من فترة إلى أخرى وبشكل مطرد مما يتيح للمستثمرين عدة خيارات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية كما أنها تلعب دور بالغ الأهمية في تحقيق التقارب والترابط بين مختلف الأسواق المالية الدولية، ويعد ظهور هذه الأدوات الجديدة نتاج لتأثير عاملين رئيسيين هما:

- الاضطرابات التي سادت أسواق الصرف الأجنبي بعد انهيار نظام بريتون وودز مطلع السبعينات من القرن العشرين واتجاه الدول نحو تعويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة حيث باتت الضرورة ملحة لظهور تلك الابتكارات المالية لتقي المستثمرين من مخاطر تقلب أسعار الصرف الأجنبي وأسعار الفائدة. وهذا ما أشار له هانس بيتر مارتن وهارولد شومان "إن الحصيلة المدهشة لهذه الأدوات تكمن في أنها جردت الشراء الفعلي للأوراق المالية أو العملات الأجنبية من مخاطر تقلبات أسعار الصرف وأسعار الأسهم ، وكذلك من مخاطر عدم امكانية تسديد الفوائد المرتفعة إلى أن تحولت المخاطر نفسها إلى سلعة متداولة في الأسواق"¹.

- المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية خاصة تلك التي كان دخولها حديثا إلى السوق فاستخدمت هذه الأدوات الجديدة من أجل تجزئة المخاطر وتحسين السيولة بما توفره للمستثمرين من امكانية تغيير مراكزهم المالية بسرعة في حال حدوث تطورات أو توقعات جديدة.²

2. تنامي الرأسمالية المالية:

إن لنمو عوائد رؤوس الأموال المستثمرة في الأصول المالية سواء المتجسدة في صناعة الخدمات المصرفية أو غير المصرفية دورا أساسيا في إعطاء قوة دفع للعولمة المالية، حيث أصبحت معدلات الربح التي يحققها رأس المال المستثمر في الأصول المالية تزيد بعدة أضعاف عن معدلات ربحية رأس المال المستثمر في المجالات الإنتاج الحقيقي وصارت الرأسمالية ذات طابع ريعي تعيش على توظيف رأس المال لا استثماره.³

فعلى المستوى العالمي، لعب رأس المال المستثمر في الأصول المالية دورا مهما ومؤثرا لما يقدمه من موارد مالية لبعض الدول سواء من خلال القروض أو استثمارات مالية، لا سيما بعد الانخفاض الملحوظ في حجم التدفقات المالية الرسمية أو الحكومية، وكذلك المنح والمساعدات الدولية الممنوحة من طرف الدول الصناعية المتقدمة أو الهيئات الدولية متعددة الأطراف.

فقد نمت المعاملات المالية لمؤسسات الاستثمار المالية نموا سريعا وملحوظا، حيث ارتفعت قيمة العمليات التي تمت في أسواق الصرف الأجنبي والأوراق المالية على المستوى العالمي عن عشرة مرات منذ 1982، متجاوزة بذلك حجم النمو المحقق في التجارة الدولية والدخل القومي، وهو الأمر الذي يعني أن حركة رؤوس الأموال أصبحت مستقلة ولها آلياتها ودورها الخاصة ولم تعد مرتبطة بحركة التجارة الدولية.⁴

يعتبر هذا التطور الكبير للرأسمالية المالية أهم أسباب ظهور ونمو الاقتصاد الرمزي والذي يركز على مؤشرات الثروة العينية (الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية) والتي تتميز بحرية تنقلها داخل

¹ - هانس بيتر مارتن ، هارولد شومان، مرجع سابق، ص108.

² - شدا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص22.

³ - فواد مرسي، الرأسمالية تجدد نفسها، سلسلة عالم المعرفة (147)، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب ، الكويت مارس1990، ص 235.

⁴ - شدا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص20.

الحدود الوطنية وعبرها دون قيود. فالرأسمالية المالية استطاعت تحويل الاقتصاد الحقيقي إلى اقتصاد مالي؛ أي من اقتصاد عيني يقوم بإنتاج وتبادل السلع والخدمات إلى اقتصاد مالي يقوم على أدوات مالية غير مرتبطة بأصول حقيقية عينية، مما يهدد بانزلاق الاقتصادات العالمية إلى هاوية الكساد والإفلاس.

لقد حولت العولمة المالية من خلال التحرير المالي غير المنضبط إلى حد كبير، رأس المال من النشاط الإنتاجي في الأساس إلى سوق المضاربات التي تعتبر الطريق الأسهل لاستنزاف الثروات، مما أدى إلى عملية تركز رأس المال لدى الأقوى من حيث القدرة المالية. وفي ظل العولمة المالية والتطور المتسارع في وسائل الاتصال العصرية، غدا رأس المال المضارب هو المسيطر إلى أبعد الحدود في سعيه المجنون وراء الربح.¹

3. التحرير المالي المحلي والدولي:

لا يمكن الحديث عن التحرير المالي دون التطرق إلى الكبح المالي الذي يصف شكل عملي لنظام مالي غير منظم من طرف السوق بل يسير ويدار من طرف عضو مركزي يكون غالباً الدولة، والذي يتميز بثبات معدلات الفائدة الحقيقية تحت مستوى التوازن السوق.

حسب ماكنون وشاو(1973)² اللذان طورا إطار تحليلي حول الكبح المالي وكذلك اعتماد نظام تحديد حصص القروض، حيث اعتبرا تدخل السلطات العمومية في عمل الأسواق المالية يقود إلى عدم تشجيع الادخار، التحرير المالي وخاصة تحرير معدلات الفائدة يسمح حسب الكاتبان من نمو معدل الاستثمار وذلك من خلال تحسن معدلات الادخار.³

ويترجم التحرير المالي في الغالب على أنه:

- اقصاء الرقابة على القروض الذي يعني أن الدولة لن تراقب مجددا الموارد المرصودة للقطاعات ذات الأولوية (القطاع الزراعي مثلا).

- عدم تنظيم معدلات الفائدة (معدلات الفائدة تكون ثابتة حسب قانون العرض والطلب على رؤوس الأموال المقرضة).

- خصخصة القطاع البنكي الذي يعكس عدم تدخل الدولة في القطاع المالي، فالبنوك تتمتع بحرية تمويل المشاريع حسب منطق المردودية الاقتصادية لا حسب الأولوية الحكومية.

¹ - عبد المنعم السيد علي، مستقبل النظام الرأسمالي واستقراره في ظل الأزمات المالية العالمية والعولمة المالية، المؤتمر العلمي العاشر للاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، بيروت، لبنان، ديسمبر 2009، ص 11.

² - Fulbert AMOUSSOUGA GERO ,Jude C. EGGOH, Libéralisation financière et pouvoir de marché des banques béninoises, Rapport Conseil d'Analyse économique,Présidence de la réplique du bénin Cotonou, 2010 ,p 4-5.

³ -Philip Arestis ,FINANCIAL LIBERALISATION AND THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCE AND GROWTH , CEPP WORKING PAPER NO. 05/05 ,University of Cambridge ,June 2005 ,p6.

تعتبر هذه الأسس الثلاثة المشكلة لما يسمى التحرير المالي الداخلي، أما التحرير المالي الخارجي فهو يعكس فتح أسواق رأس المال أمام المستثمرين الأجانب. مما لاشك فيه فهو وجود ترابط وثيق ما بين عمليات التحرير الداخلي والدولي وحجم التدفقات الرأسمالية والتي زاد حجمها وسرعتها في العقدين الأخيرين نتيجة لرفع معظم الدول القيود على حركة رؤوس الأموال والجدول الآتي يبين تواريخ بداية انتهاء بعض الدول الصناعية والنامية لسياسات التحرير المالي بعد مرحلة كان يسودها التدخل الحكومي الواسع النطاق في الأسواق المالية.

جدول رقم (1): تاريخ بدء عمليات التحرير المالي في بعض الدول:

| الدولة | بداية التحرير | الدولة | بداية التحرير |
|------------------|---------------|--------------|------------------|
| الولايات المتحدة | 1982 | المكسيك | 1989 |
| كندا | 1980 | بيرو | 1991 |
| اليابان | 1979 | فنزويلا | 1991 |
| المملكة المتحدة | 1981 | مصر | 1991 |
| ألمانيا | 1984 | المغرب | 1991 |
| هونغ كونغ | 1978 | جنوب إفريقيا | 1980 |
| اندونيسيا | 1981 | بنغلادش | 1988 |
| كوريا الجنوبية | 1978 | الهند | 1989 |
| ماليزيا | 1978 | فرنسا | 1984 |
| الفلبين | 1981 | تايلاند | منتصف الثمانينات |
| سنغافورة | 1978 | البرازيل | 1989 |
| تايبوان | 1979 | الشيلي | 1974 |

Source: Williamson J. and Mahar M., A review of financial liberalization south Asia region, Internal discussion paper, No. 171, World bank, 1998, P.43.

نقلا عن: شدا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي، الأردن، ط2008، 1، ص 24.

4. تطور أسواق العملات الدولية: قبل التطرق للعوامل التي أدت الى تطور أسواق العملات الدولية لا بد من التعرف على ظروف نشأتها وكذا مفهومها.

أ. نشأة اسواق العملات الدولية:

نشأت هذه الأسواق في أواخر الخمسينيات وبالتحديد في عام 1958 عندما وافقت المصارف البريطانية على التعامل بودائع الدولارات التي بحوزتها خاصة بعد تكس فائض كبير من الدولارات الأمريكية لديها، فقد ساعد العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي على انسياب كميات ضخمة من الدولارات إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية بعيدة عن سيطرة السلطات النقدية الأمريكية عليها.

والسبب في نشوء هذا العجز يرجع إلى التوسع في بناء القواعد العسكرية في أنحاء العالم، وبرامج المساعدات للدول النامية الحليفة لأمريكا والحرب الكورية وبعدها الحرب الفيتنامية، كما أن جزءا هاما من العجز ظهر في حساب رأس المال ضمن ميزان المدفوعات الأمريكي بسبب اتجاه رؤوس الأموال الأمريكية إلى الاستثمار في الخارج، كما أن عامل قبول الدولار كعملة احتياطية دولية موثوق بها إضافة إلى انعدام القيود على التحويلات الخارجية قد ساعد كثيرا على نشوء هذه الأسواق وتوسع نشاطها وبالدرجة الأولى سوق "اليورو دولار" وخصوصا بعد زيادة العائدات النفطية ونشوء ما سمي بالدولارات النفطية "بترو دولار" التي تمثل هي الأخرى نوعا من الدولارات التي تقع خارج دائرة التأثير الفعلي للولايات المتحدة الأمريكية الدولة المصدرة لهذه الدولارات.

ونتيجة لوجود أموال سائلة خارج سيطرة السلطات النقدية المحلية لأية دولة، فقد أصبحت محاولاتها لتحقيق استقرار في اقتصادياتها الداخلية غير فاعلة نظرا لتسرب الدولارات إليها من خلال أسواق العملات هذه وبسبب ذلك اتخذت السلطات النقدية الأمريكية نفسها بعض الترتيبات كان القصد منها الحد من تدفق رؤوس الأموال الأمريكية إلى الخارج، حيث قام البنك الاحتياطي الفيدرالي بتحديد أقصى سعر للفائدة التي يمكن للمصارف الأمريكية أن تدفعه على الودائع.¹

وبما أن سعر الفائدة على الدولار الأوروبي كان أعلى من سعر الفائدة الذي حدد في أمريكا، فقد أصبحت أسواق الأورو دولار أكثر جاذبية بالنسبة للودائع الأمريكية كما حفزت المصارف الأمريكية على الاقتراض من هذه الأسواق لتعويض الودائع التي سحبت منها.

رغم أن سوق الدولارات الأوروبية قد قامت بتوفير السيولة النقدية لمختلف دول العالم الرأسمالي والاشتراكي والمتخلف إلا أن متابعة التركيب الهيكلي للديون المستحقة للمصارف العاملة في هذه السوق يوضح أن ثمة تركيزا واضحا لهذه الديون من حيث توزيعها الجغرافي تمثل في بضع دول بنسبة 70% من إجمالي الحقوق الخارجية لتلك المصارف وذلك في سنة 1983 ومعظم هذه الديون مستحق لبنوك خاصة أمريكية أو لبنوك ذات أصل أمريكي.²

¹ - هيثم صاحب عجم، التمويل الدولي، دار الكندي، الأردن، 2002، ص 104.
² - زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 1999، ص 275.

ب. مفهوم سوق العملات الدولية:

لقد استمدت هذه السوق تسميتها بهذا المصطلح عندما بدأت البنوك الأوروبية تفتح لعملائها حسابات ودائع لأجل بالدولار وتلتزم برد هذه الودائع عندما يحين أجلها للسداد بالدولار وهذه الطريقة تخالف العرف السائد لدى البنوك التجارية والقاضي برد الودائع بالعملات المحلية.

لكن ما جرى ويحصل في الوقت الحاضر في الأسواق الأوروبية قلل من دور اليورو دولار ودلالته وخاصة بعد أن قامت البنوك الأوروبية بتعميم تجربتها على البنوك التجارية الأخرى في معظم أنحاء العالم، كما أن الأمر أصبح مختلفا حيث لم يقتصر دور البنوك الأوروبية على قبول الودائع بالدولار فقط بل ذهبت إلى أبعد من ذلك بقبول ودائع بعملات أجنبية رئيسية كالين الياباني والفرنك السويسري.

لذلك اقترح تسميتها بـ "Euro devises" وهي: عبارة عن ودائع بنكية بعملات تختلف عن عملة البلد الذي يوجد فيه البنك،¹ وهناك شرطان أساسيان لأن تكون الوديعة أوروبية (دولية) وهما: الشرط الأول: المؤسسة التي تقبل الوديعة يجب عليها أن تكون بنكا تجاريا والمودع يمكن أن يكون بنكا آخر أو أي شخص أو مؤسسة أخرى غير بنكية.

الشرط الثاني: أن يكون البنك في مكان خارج البلد الذي تحمل الوديعة عملته وتسمى البنوك التي تقبل وتقرض عملات أوروبية بالبنوك الأوروبية.²

من هنا أصبحت سوق العملات الأوروبية تعني في الوقت الحاضر مجموعة أو شبكة كاملة من العمليات النقدية والمالية ذات الطابع الدولي، كذلك فإن الأطراف المتعاملة في هذه السوق لم تعد هي البنوك التجارية وحدها بل شملت البنوك المركزية، والمؤسسات المالية الدولية، والمشروعات دولية النشاط والسلطات والهيئات العامة في مختلف الدول.³

ج. عوامل تطور أسواق العملات الدولية

لقد تزامن تطور أسواق العملات الدولية مع توفر ظروف وعوامل ساهمت في هذا التطور منها:⁴

- التحويل الحر للعملات:

بتحول معظم دول أوروبا من نظم الرقابة على الصرف إلى نظام التحويل الحر للعملات في أواخر سنة 1958 أصبح في الامكان إجراء عمليات تبادل الصرف الأجنبي في الأسواق النقدية المختلفة دون قيود.

- عجز ميزان المدفوعات الأمريكي:

¹ - MICHEL JURA ,technique financière internationale,2édition, dunod,2003 ,P 354 .

² - جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، صص 67-68.

³ - زينب حسين عوض الله، مرجع سابق، ص 274.

⁴ -BERNARD GUILLOCHON ,économie international,2 édition ,donod ,1998, PP 198 _199

لقد ساهم العجز الكبير لميزان المدفوعات الأمريكي خلال فترة الستينات في نمو السوق بدرجة كبيرة نتيجة توافر الدولار في أوروبا بعد أن أصبح في الامكان إيداعه لدى البنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية مقابل الحصول على فائدة.

- تعليمة 0:

سعت البنوك وعملاؤها إلى تجنب القيود التي تضعها السلطات النقدية الوطنية والتي ترفع من تكلفة الانتماء أو تضع حدا للفوائد على الودائع, ولهذا لجأت إلى سوق الدولار الأوروبي ومن أهم القيود المفروضة هي تلك التي وضعها بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي الأمريكي) والتي تسمى "تعليمية 0" والتي تحدد الحد الأعلى لسعر الفائدة المدفوعة على الودائع لأجل بالدولار وكان سعر الفائدة متدنيا، بالمقابل سوق الأورو دولار تدفع سعر فائدة أعلى للودائع بما في ذلك الفوائد على الحسابات الجارية، وبإمكان هذه السوق أن تقرض بسعر فائدة أقل من ذلك الذي تتقاضاه البنوك الأمريكية، وفي نفس الوقت تحقق عائدا مقبولا، وفي إمكان البنوك اليورو عملات أن تمارس نشاطها بهوامش ربح أفضل من تلك التي تعمل بها البنوك المحلية للأسباب التالية:

* عدم الالتزام بإيداع نسبة من الودائع لديها كاحتياطي قانوني لدى البنك المركزي مثل سائر البنوك التجارية المحلية.

* عدم تحمل بنوك الأورو عملات مصاريف التأمين على الودائع.

* عدم وجود ضرائب تفرض على بنوك الأور وعملات.

* غياب القيود المفروضة من قبل السلطات النقدية بعدم تجاوز حد أعلى لسعر الفائدة على الودائع.

* غياب القيود التي يصدرها اتحاد البنوك في الدولة للبنوك للالتزام بالحدود القصوى للعمولات التي تتقاضاها البنوك من عملائها.

* عدم وجود التزام على بنوك الأورو عملات بتخصيص جانب من محفظته الائتمانية للقروض التفضيلية ومنها القروض المقدمة للفلاحين التي تتميز بسعر فائدة منخفض.

- ساهمت بلدان أخرى قبل ألمانيا، سويسرا واليابان في تطور سوق عملات الأورو عندما اتخذت إجراءات للحيلولة دون تدفق نقد رؤوس الأموال إلى أسواقها للاستثمار فيها وذلك بتحويلها إلى الأسواق النقدية الخارجية أي أسواق اليورو عملات.

- الفوائض المالية للبلدان المصدرة للنفط:

نتج عن مضاعفة سعر البترول عقب حرب أكتوبر 1973 فوائض مالية كبيرة والتي حصلت عليها الدول المصدرة للبترول وقد عرفت هذه الفوائض بالبترودولار أو الدولارات البترولية فقامت بإيداعها في البنوك الأوروبية خاصة وكان يطلق على أساليب استثمار هذه الودائع تعبير تدوير الدخول النفطية.

5.تطور السندات الدولية:

تعتبر أسواق السندات الدولية حديثة نسبيًا، إلا أنها بدأت تحتل مركزًا هامًا في مجال الاستثمارات المالية الدولية في مطلع الستينات من القرن العشرين، وأصبحت السندات في الفترة الحالية تمثل أحد أهم التوظيفات الاستثمارية طويلة الأجل، ومن ثم أصبحت تمثل جانبًا هامًا من الاستثمارات التي تدخل حافظة الاستثمار المالي لأي مؤسسة.

وترجع أهمية السندات الدولية عموماً إلى كونها:

- أداة استثمارية طويلة الأجل تسهم في إعادة توزيع المدخرات على جميع المقرضين على المستوى الدولي.
- أداة ملائمة لتوظيف هذه الأموال في مجال مضمون وقليل المخاطر.
- ذات سيولة مرتفعة رغم طول آجال استحقاقها إذ يمكن التنازل عنها بالبيع في السوق الثانوية.

وتنقسم أسواق السندات الدولية إلى نوعين رئيسيين السندات الأوروبية والسندات الأجنبية.¹

أ. السندات الأوروبية :

هي عبارة عن سندات يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم وفي أسواق رأس المال لدول أخرى وبعملة غير عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات للاكتتاب فإذا قامت مؤسسة جزائرية بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم بيعها أو الاكتتاب فيها في أسواق رأس المال بلندن أو زيورخ... إلخ، فإن هذه السندات يطلق عليها أورو سندات (Euro-bond) وعادة ما تتولى تجمعات مصرفية دولية إدارة هذا الإصدار.

خصائص السندات الأوروبية:

تتميز السندات الأوروبية بعدة خصائص أهمها:²

- تصدر هذه السندات الأوروبية في إطار خال من القيود والرقابة أو الإجراءات التنظيمية التي تسود الأسواق المحلية، ويضعها عادة البنك المركزي أو السلطات النقدية والمالية في هذه الأسواق.
- لا تكون هذه السندات متاحة للاشتراك للجمهور في إصدارها وإدارتها، ويتم إدارة وتنظيم الإصدار عن طريق بنوك الاستثمارات أو التجمعات المصرفية التي يخول إليها هذا الإصدار وترويج السندات نيابة عن المقترض مقابل عمولة، هذه الأخيرة تحسب بنسبة معينة من القيمة الاسمية للإصدار، ويتم بعد ذلك تشكيل مجموعة البيع التي تتمثل في مجموعة واسعة الانتشار من البنوك والوسطاء الذين يملكون حسابات غير مقيمة بالعملة الأجنبية، وتتولى مجموعة البيع سلفة الذكر تسويق الإصدار بين المستثمرين النهائيين، من الأفراد والمؤسسات.

- تكون عادة الفوائد المستحقة على هذه السندات معفاة من الضرائب.

- تتأثر معدلات الفائدة المستحقة الدفع على السندات الأورو بظروف السوق وتفضيلات المستثمرين، وفي معظم الحالات فإن عائد السندات الأوروبي يرتبط بعائد السند المحلي الذي يتم إصداره بنفس العملة التي

¹ - عادل المهدي، التمويل الدولي، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1993، ص 122.

² - المرجع نفسه، ص 124.

أصدر بها السند الأوروبي.

ب. السندات الأجنبية:

هي عبارة عن سندات دولية يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم، وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها، فإذا قامت مؤسسة جزائرية بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم بيعها والاكتتاب فيها في أسواق رأس المال في نيويورك فإن هذه السندات يطلق عليها سندات أجنبية (Foreign bond).

يتم طرح هذه السندات وبيعها بواسطة تجمعات مصرفية معينة بحيث تتولى هذه التجمعات التي توجد في دولة معينة إصدار هذه السندات وترويجها داخل حدود هذه الدولة، وبعملة نفس الدولة، ويتم توزيع الإصدار بين المكتتبين بنفس أسس توزيع الإصدارات المحلية.

الجدير بالذكر أن عمليات تنظيم الإصدارات بواسطة التجمعات المصرفية الدولية تقع في نطاق التعامل في السوق الأولية للسندات أو ما تعرف بـ "سوق الإصدار Primary Market" أما السوق الثانوية أو ما تعرف بـ "سوق التداول Secondary Market" فإنه يتم فيها تداول السندات الدولية وانتقالها من مشتريها الأصليين إلى مستثمرين جدد. وكلما تطورت السوق الثانوية لبيع وشراء السندات الدولية وارتفع حجم التعامل بها كلما ارتفعت جاذبية هذه السندات أمام المستثمرين.

تتميز السندات الأجنبية بانخفاض تكاليف عملية الإصدار خاصة إذا ما قورنت هذه التكاليف بتكاليف إصدار سندات الأورو.

فتكلفة السندات المصدرة بالدولار في نيويورك أقل من تكلفة الإصدار لنفس السندات بالدولار، ولكن في مراكز مالية أخرى غير الولايات المتحدة، ولتكن لندن أو زيورخ وعلى الرغم من ذلك فإن سندات اليورو، تزيد عن ثلاثة أضعاف السندات الأجنبية المصدرة في كافة الأسواق الدولية. ويرجع ذلك في حقيقة الأمر إلى صعوبة ارتياد أسواق السندات الأجنبية نظرا للقيود التي قد تضعها السلطات المحلية على هذه الإصدارات.¹

ج. الأشكال المختلفة للسندات الدولية :

يمكن إيجاز مختلف أنواع السندات الدولية فيما يلي:²

* سندات بفائدة ثابتة:

هو الشكل التقليدي لعملية الإصدار لسندات دولية، ومثل هذه السندات تحتل فائدة محددة وأجل استحقاق محدد وتدفع الفائدة المستحقة عليها دوريا كل عام.

وتتحدد معدلات الفائدة الثابتة لهذه السندات لحظة إصدارها (بالاستناد إلى أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال الدولية على نفس العملة التي أصدرت بها هذه السندات، وتوفر هذه النوعية من السندات تشكيلة واسعة

¹ - صالح مفتاح، محاضرات في المالية الدولية، مكتبة بيروت، الجزائر، 2005_2006، ص ص 163_164.
² - المرجع نفسه، ص ص 165_166.

من العملات وأجال الاستحقاق والعوائد الثابتة بالنسبة للمستثمرين، أما بالنسبة للمقترضين فإنها توفر حالة من التأكيد بشأن تكلفة الإقراض الممثلة في معدلات الفائدة الثابتة فضلا عن تحديد أجل محدد ومعروف مقدما لاستحقاق السندات.

* سندات بفائدة معومة:

هي أدوات دين ذات فائدة غير ثابتة، حيث يتم تغيير معدلات الفائدة على هذه السندات دوريا كل ستة أشهر وربما لفترات أقل من ذلك وتتغير أسعار الفائدة وفقا لما يطرأ من تغيرات على أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال الدولية، على سبيل المثال قد تنص شروط الإصدار الأصلية على جعل سعر الفائدة ممثلا بسعر الفائدة السائد بين البنوك في لندن ليور + $\frac{1}{4}$ % أو $\frac{1}{2}$ % ويجري تغيير السعر كل 6 أشهر أو أقل من ذلك، حسب شروط الإصدار وتوفر السندات مقومة الفائدة ضمانات بالنسبة للمستثمر من حيث الاستقرار النسبي لأسعار السندات نفسها في سوق التداول، ومن ثم تقليل مخاطر انخفاض قيمة السند وتحقيق خسائر رأسمالية للمستثمر.

وقد تشمل السندات سعر الفائدة على تاريخ محدد لإعادة السداد وبعضها يخول الحق لحاملها في تحويلها إلى سندات ذات فائدة ثابتة، وذلك إذا انخفض سعر الليور من حد معين، وهذا الحق يضمن حدا من العائد للمستثمر، ويضمن إمكانية لتحقيق مكاسب رأسمالية عند ارتفاع القيمة السوقية للسند عن القيمة الاسمية التي أصدر بها.

* سندات بحق تحويل إلى أسهم:

هذا النوع من السندات يعطي الحق لحاملها أن يحولها إلى أسهم في أي فترة سابقة على تاريخ استحقاقها، بحيث يصبح حامل السند مالكا لأسهم الشركة التي أصدرت السندات، ويتم تحديد سعر التحويل من سند إلى سهم مسبقا في شروط الإصدار الأصلية، ويصبح المستثمر شريكا في الأرباح المحققة في المستقبل.

ويستهدف هذا النوع من السندات تشجيع المستثمرين على شراء هذه السندات وذلك في حالة كون الشركة المصدرة شركة صغيرة وفي حاجة ملحة إلى أموال إضافية للتوسع.

* سندات أخرى بشروط أخرى:

هناك العديد من السندات الدولية الأخرى، منها ما يصدر بخليط من العملات الأجنبية، وهذا يوفر ضمانا جديدا بالنسبة للمستثمر ضد أية تقلبات عنيفة على أسعار صرف العملات، ومنها السندات متعددة الشرائح والتي يتم إصدارها على شرائح، بحيث يمكن طرح شريحة منها للاكتتاب كل فترة زمنية معينة، وذلك عندما تحتاج المؤسسة صاحبة الإصدار (المقترضة) إلى أموال إضافية وبشروط قريبة من شروط الشريحة السابقة مع تخفيض تكاليف إصدار وترويج السندات التي تحصل عليها التجمعات المصرفية التي تدير الإصدار.

المبحث الثاني: العناصر الرئيسية للعولمة المالية

تبرز الأوجه الرئيسية للعولمة المالية في الاستثمار الأجنبي في شقيه المباشر وغير مباشر (المحفطي) وسوف نقسم هذا المبحث الى ثلاث مطالب الاستثمار الأجنبي المباشر، الاستثمار الأجنبي الغير مباشر، والمطلب الثالث ندرس فيه المشتقات التي هي إحدى أوجه الاستثمار المحفطي، ولكن نظرا لأهميتها فقد ارتأينا أن ندرسها بإسهاب في مطلب منفصل.

المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي المباشر

قبل التعرف على الاستثمار الأجنبي المباشر وأشكاله المختلفة يجدر بنا التعرف على الاستثمار الأجنبي.

1. تعريف الاستثمار الأجنبي:

يعرف الاستثمار الأجنبي على أنه مجموع الاستخدامات من الموارد المالية التي يجري تحديدا خارج البلد الأصل (الأم) تشكل في الأخير حركات دولية لرؤوس الأموال بغرض تحقيق أهداف سياسية و اقتصادية و مالية...الخ، و هذه الحركات إنما تتخذ أشكالا متعددة¹.

2. ماهية الاستثمار الأجنبي المباشر:

يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر هو رأسمال مستثمر في أجل طويل خارج الحدود الوطنية سواء من طرف شخص طبيعي أو معنوي في أصول شركة في البلد المستضيف.

كما يعرف على أنه استثمار طويل الأجل يقوم به أفراد ومؤسسات أو شركات الفروع في البلد المضيف بشكل يعكس سيطرة المستثمر الأجنبي بدرجة معينة على إدارة تلك الشركات في البلد المضيف.²

كما يعرفه صندوق النقد الدولي على أنه حصة ثابتة للمستثمر المقيم في اقتصاد ما في مشروع مقام في اقتصاد آخر، وفقا لمعيار يكون الاستثمار مباشرة حين يمتلك المستثمر الأجنبي 10% أو أكثر من أسهم

¹ - فارس فضيل، أهمية الاستثمار المباشر الأجنبي في الدول العربية، مع دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر و المملكة العربية السعودية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، مارس 2004، ص7.

² - يوسف سعادي، تسيير مخاطر الاستثمار الأجنبي المباشر مع الإشارة لحالة بعض الدول العربية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثالث، جوان 2008، ص163.

رأسمال إحدى مؤسسات الأعمال، ومن عدد الأصوات فيها، وتكون هذه الحصة كافية عادة لإعطاء المستثمر رأياً في إدارة المؤسسة.¹

2. أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر:

يتخذ الاستثمار الأجنبي عدة صور أهمها:

* الاستثمار الثنائي:

يعتبر هذا النوع من الاستثمارات الأكثر شيوعاً في الدول النامية ، حيث يشارك المستثمر المحلي سواء الخاص أو الحكومي أو الاثنين معاً، المستثمر الأجنبي في ملكية المشروعات الاقتصادية المقامة على أرضيه، وبالتالي يشاركه في قرارات الإدارة، وعن طريق المشاركة يمكن تقليل من المخاطر السياسية التي قد يتعرض لها المستثمر الأجنبي من تأميم ومصادرة وغيره، فضلاً عن تخفيف الأعباء المالية التي يتحملها الاقتصاد المضيف نتيجة مشاركة المستثمر الوطني في المشروع الأجنبي المشترك.²

* الاستثمار في صورة الشركات متعددة الجنسيات:

تهدف الشركات متعددة الجنسيات الاستثمار في مناطق جديدة من العالم ويكون هذا النوع من الاستثمارات مملوكاً بالكامل لها، وتصب نشاطاتها في المجال الانتاجي والخدماتي ، وتعتبر الشركات متعددة الجنسيات أهم أوجه الاستثمار الأجنبي المباشر وكذا العولمة المالية ، كما أنه أحد أقوى محركات الاقتصاد العالمي.

ففي الفكر العام الدولي فإن العولمة والشركات متعددة الجنسيات زوجين شديدي الارتباط ومن ثم فإنه في بيئة تسيطر الشركات متعددة الجنسيات على نسبة كبيرة من التجارة الخارجية (أكثر من ثلثي حجم التجارة العالمية وفقاً لتقرير الاستثمار العالمي 2001).³

رغم أهمية هذا الشكل من الاستثمار إلا أنه ظل غير مفضلاً لدى الكثير من الدول النامية خوفاً من التبعية الاقتصادية وما قد يحمله من مخاطر سياسية بالإضافة إلى ما قد يحمله من مساوئ الاحتكار إلا أن العولمة الاقتصادية التي أرسيت حتمية رفع القيود على حركية رؤوس الأموال، حولت الدول النامية إلى

¹ - أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية ، دراسة مقارنة (تركيا، كوريا الجنوبية، مصر) ، الدار الجماعية مصر 2005، ص19.

² - المرجع نفسه، ص20.

³ - رضا عبد السلام، محددات الاستثمار الاجنبي المباشر في عصر العولمة ، المكتبة العصرية، مصر 2007، ص70.

حالة من التنافسية على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية من خلال ما تقدمه من حوافز الاستثمار وسعيها المتواصل لتحسين مناخ الاستثمار ليكون جذاباً أكثر لهذا النوع من الاستثمارات الذي تقوده الشركات متعددة الجنسيات.¹

المطلب الثاني: الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يشكل هذا الاستثمار والذي يسمى أيضاً بالاستثمار المحفظي العنصر الثاني من عناصر العولمة المالية والذي يعد من الأدوات الاقتصادية المهمة لأنه يمثل الوحدات القادرة على جذب المدخرات ومن ثم توظيفها في مشروعات أكثر فائدة وأكثر طموحاً عن طريق السوق المالية.

1. الأسهم:

تتصف أسهم رأس المال بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة، ومن حق حملة الأسهم الحصول على صافي الدخل وكذلك المتبقي من أصول الشركة بعد سداد كافة الالتزامات الأخرى ذات الأولوية في السداد، ويعني هذا أن احتمال أن يحصل أصحاب الأسهم العادية على عوائد أكبر من العائد الذي يحصل عليه حاملي السندات (حيث تكون للسندات عوائد ثابتة ومحددة سلف)، ولكن المخاطر التي يتعرض لها الملاك أكبر طالما أن حقوقهم مرتبطة بالدخل المتبقي بعد سداد الالتزامات ذات الأسبقية.²

من ناحية أخرى لا يوجد أي التزام قانوني لدفع توزيعات حيث تتم بناء على رأي مجلس الإدارة وبعد موافقة الجمعية العامة للشركة والمتمثلة في مجموع المساهمين.

أنواع الأسهم:

أ. الأسهم العادية: تتحدد الأسهم العادية وحقوق حاملها في أي شركة مساهمة بموجب قوانين الدولة المانحة لترخيص تأسيس الشركة وأيضاً بموجب العقد التأسيسي للشركة. ويمثل هذا النوع من الأسهم قيمة رأسمال الشركة سواء تم إصدار هذه الأسهم عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها.³

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص 184.

² - عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية: أسهم سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية 2002، ص 38.

³ - أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة مصر، 2007، ص 35.

كما تعتبر الأسهم العادية النوع الشائع من صكوك الملكية والتي يعتبر مالكوها مالكون للشركة المصدرة لهذه الصكوك ويتميز السهم العادي بكونه يملك قيمتين تتمثلان في القيمة الاسمية والتي تكون مكتوبة على قسيمة السهم وعادة ما تكون منصوص عليه في عقد تأسيس الشركة.

أما القيمة الدفترية فتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة وهاته القيمة هي المسجلة في سجلات الشركة، أما القيمة السوقية فتمثل القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون أقل أو أكثر من القيمة الدفترية أو القيمة الاسمية.¹

أنواع الأسهم العادية: يمكن تقسيم الأسهم العادية إلى عدة تقسيمات أساسية أهمها:

الأسهم الاسمية : وهي التي على صك السهم منها؛ اسم المالك والقيمة الاسمية للسهم إلى جانب بيانات عن الشركة المصدرة لها ولا يجوز التنازل عليها أو نقل ملكيتها عن طريق البيع في بورصة الأوراق المالية إلا بتوقيع عضوين من أعضاء مجلس الإدارة واثبات ذلك في دفاتر الشركة.

الأسهم لحاملها: وهي أسهم لحامله حيث لا يسجل على صك السهم اسم المالك والقيمة الاسمية للسهم إلى جانب بيانات عن الشركة المصدرة لها، ويتم بيع وتداول هاته الأسهم في بورصة الأوراق المالية دون الرجوع للشركة المصدرة لها أو توقيع عضوين من أعضاء مجلس الإدارة ولكن يثبت فقط في دفاتر الشركة الحائز الجديد لهذه السهم.²

ب. الأسهم الممتازة:

تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية أي أنها تشترك مع كل منها في خصائص معينة في تشبه السندات في أن لها توزيعات أرباح ثابتة تدفع دوريا (غالبا كل سنة) وتشبه الأسهم العادية في أنها لا تملك فترة استحقاق محددة وأن أصحابها يعتبرون من بين ملاك الشركة تختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية في أن توزيعات الأرباح الدورية الثابتة تدفع من صافي الربح بعد سداد باقي الالتزامات الأخرى (عدا توزيعات الأسهم العادية) ليست ملزمة للشركة مثل فوائد السندات كما تختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية في أن أصحاب الأسهم الممتازة ليس لهم الحق في التصويت مثل أصحاب الأسهم العادية.³

¹ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 1999، ص8.

² - أمين عبد العزيز حسن، مرجع سابق، ص39.

³ - المرجع نفسه، ص42.

2. السندات:

ماهية السندات: تعرف السندات على أنها أداة مديونية ذات دخل ثابت احتلت مركزا رئيسيا في سوق الأوراق المالية منذ عام 1973، ونضجت أسواقها في بداية عقد الثمانينات، حيث أن حيازتها ضمن المحافظ الاستثمارية توفر ميزتين أساسيتين:

- ثبات واستمرار الدخل، بصورة كيون واجب الدفع عند الاستحقاق بغض النظر عن وضعية المالية للجهة المصدرة.
 - الأمان في استرداد المبلغ المستثمر (قيمة السند الاسمية) والفوائد المترتبة عند الاستحقاق.
- طبقا لهاتين الميزتين يمكن تعريف السند بأنه: " أداة مديونية ذات صفة مالية قابلة للتداول ، الحق لحامله الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند هذا إلى جانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق."¹
- فمن التعريف يتضح أن:
- السند أداة استثمارية وادخارية في آن واحد.
 - حامل السند دائن للجهة المصدرة لهذا السند.
 - عائد السند فائدة الكوبون المحددة بنسبة مئوية، استحقاقها اما دوري سنوي أو دوري نصف سنوي أو دوري ربع سنوي.
 - للسند قيمة اسمية تتمثل بالمبلغ المثبت بشهادة السند.
 - صفة التداول أي أن السندات تتداول في الأسواق المالية تعطي للسند قيمة سوقية.

المطلب الثالث المشتقات المالية:

تعرف المشتقات بأنها أدوات استثمارية متنوعة وسميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية مثل الأسهم والسندات وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات وتشمل المستقبلات وعقود الخيار

¹ - أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، الطبعة 1، 2004، ص 86.

والعقود الآجلة والمبادلات.¹

1. **عمليات المبادلة:** تجمع عمليات مبادلات العملات بين الشراء الفوري لعملية ما وبيعها آجلا في نفس الوقت أو العكس، أو بمعنى آخر تتضمن هذه العملية تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع وقيمة كل من العقدين متساوية، إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلفين، ويفصل بينهما فترة زمنية، ويسمى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بسعر المبادلة، أو هامش السعر الآجل، وسعر المبادلة ليس سعر صرف، وإنما هو فرق سعر الصرف، أي الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة.²

أنواع عقود المبادلة: توجد عدة أنواع لعقود المبادلة أهمها:

* **عقود مبادلة أسعار الفائدة:** هو اتفاق بين طرفين؛ حيث يوافق الطرف الأول على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة، وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة المتغيرة، وتتخذ عقود مبادلة أسعار الفائدة عدة أشكال أهمها³:

* **عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد:** هي عقود تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا.

* **عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد:** هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنه في نفس الوقت محدد بسقف أوحد معين.

* **عقود مبادلة مختلفة:** تنطوي هذه العقود على شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد وفي نفس الوقت بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد.

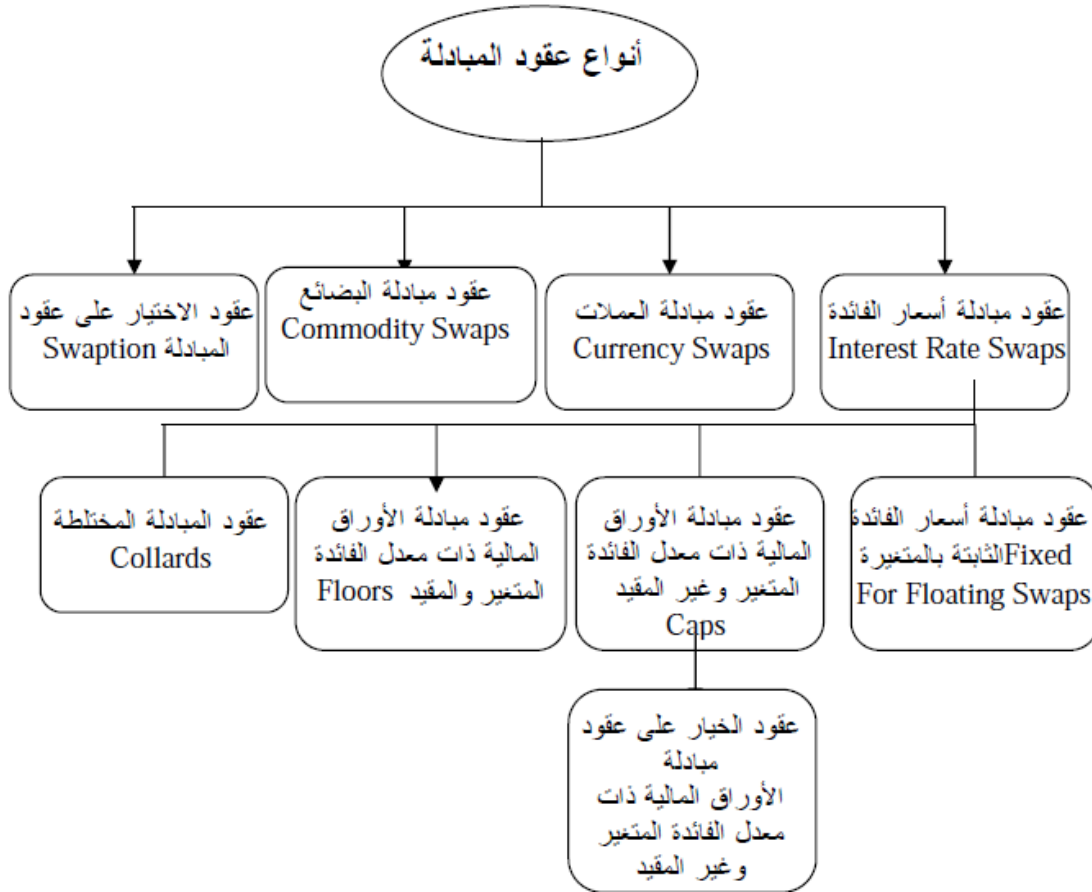
* **عقود مبادلة العملات:** في ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابلة أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الآجل وذلك لبيع العملة التي سبق شرائها أو شراء العملة التي سبق بيعها، وتوفر عقود مبادلة العملات للمستثمر عنصر السيولة من عملة معينة يحتاجها عن طريق مبادلتها بعملة أخرى لديه فائض منها. والشكل (01) يوضح أهم أنواع عقود المبادلة.

¹-شدا جمال الخطيب مرجع سابق، ص162.

²- مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب القاهرة، مصر الطبعة (2) 1997، ص154.

³ - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 215.

الشكل رقم (01): أهم أنواع عقود المبادلة



المصدر: محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002، ص331.

2. عقود الخيار:

أ. تعريف الخيار:

يرجع بدأ التعامل بعقود الخيار إلى عام 1970 في أسواق المال الأمريكية ثم ما فتأت عملها كسوق ثاني منظم عام 1973 في شيكاغو. تنامت أسواق الخيارات بشكل خاص بعد عام 1983 وأصبحت جزء مهم من عمليات سوق المال في الوقت الحاضر، يقصد بالخيارات أنها عقود تعطي الحق لحاملها شراء أو بيع عدد من الأدوات المالية بسعر محدد ولفترة محددة عادة تتراوح بين 3-9 أشهر.¹ الخيار هو عقد يخول حامله شراء أو بيع أصل معين (ورقة مالية) بسعر محدد وقت الاتفاق ويتم التسليم

¹ - أرشد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص71.

في وقت محدد في المستقبل، وهذا العقد يتم بين الذي يريد شراء وبيع الورقة المالية والطرف البائع لهذا الخيار ولهذا يتقاضى علاوة عند إبرام العقد.¹

ب. أنواع عقود الخيار:

يمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع وذلك حسب المعيار المراد الأخذ به:

الأنواع الرئيسية: حيث تقسم إلى خيارات الشراء وخيارات البيع.

* خيار الشراء: تعد خيارات الشراء أكثر أنواع الخيارات شيوعاً والذي هو عقد بين طرفين (البائع والمشتري) يعطى فيه الحق للمشتري في الاختيار بين شراء أو عدم شراء الأصل المتفق عليه خلال فترة أو تاريخ مستقبلي وبسعر التنفيذ المتفق عليه مسبقاً.²

ويمنح هذا الحق للمشتري نظير مبلغ مالي يدفعه للبائع كمكافئة (سعر الخيار).

يقوم المشتري بتنفيذ حقه إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر الممارسة.

* خيار البيع: هو عقد بين طرفين (البائع والمشتري) يمنح الحق لصاحب العقد في الاختيار بين عدم بيع أصل معين بسعر متفق عليه مسبقاً وتاريخ مستقبلي مقابل علاوة تمنح للمشتري، يقوم البائع ببيع الأصل إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر الممارسة.

حسب تاريخ التنفيذ تقسم إلى:

* الخيار الأمريكي: هو عقد يسمح فيه لصاحب العقد بأن يمارس حقه في الشراء أو البيع في أي وقت في الفترة بين شرائه العقد وتاريخ انتهاء فترة صلاحيته.

* خيارات أوروبية: هو عقد يسمح فيه لصاحب العقد بأن يمارس حقه في الشراء أو البيع فقط عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد (يوم واحد متفق عليه مسبقاً).

3. العقود المستقبلية

أ. مفهوم العقود المستقبلية

هو اتفاق بين طرفين؛ الطرف البائع ويطلق عليه صاحب العقد المستقبلي المركز القصير، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل. هذا الاتفاق يقضي بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل ورقي (مثل الأسهم والسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغاً نقدياً أو أوراقاً مالية حكومية، أذون الخزانة على الأخص، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد يطلق عليها الهامش المبدئي والغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النية بين الطرفين.³

¹ - موسى سعيد مطر وآخرون، المالية الدولية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ط1، 2008، ص111.

² - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للطبع والنشر، الأردن، ط2008، ص134.

³ - سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية دراسة حالة البنك -BNP PARIBAS، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2006، ص61.

ومن أكبر البورصات التي تتداول فيها العقود المستقبلية هي مجلس شيكاغو للتجارة وبورصة شيكاغو مير كانتايل¹.

هي إتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ويتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكناً، تحدد البورصة سمات معيارية للعقد، ونظراً لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضماناً بأن العقد سوف يحترم،

ب. خصائص العقود المستقبلية

للعقود المستقبلية عدة خصائص أهمها:²

الأصل: عند تحديد الأصل المتفق عليه في العقد تعين البورصة مستويات السلعة التي تكون مقبولة نظراً لوجود تباين كبير في جودة أو نوعية ما هو متاح في السوق ويتم تعديل أو تسوية السعر وفقاً للأصل المختار.

حجم العقد: يقصد به كمية الأصل التي ينبغي أن تسلم بموجب عقد واحد، إذ تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد.

ترتيبات التسليم: يجب أن يتم تحديد مكان التسليم بواسطة البورصة، خصوصاً بالنسبة للسلع التي ترتبط بها تكاليف نقل كبيرة، ويتم تعديل السعر في حالات تحديد مواقع بديلة للتسليم.

السعر في المستقبل: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

4. الصرف الآجل : Le change à terme

الصرف الآجل عبارة عن اتفاق على شراء أو بيع مبلغ بالعملة مقابل عملة أخرى بسعر صرف محدد غير قابل للمراجعة ونهائي في تاريخ لاحق متفق عليه.

إن عقد الصرف الآجل بالعملة من نتائجه إمكانية تثبيت حال التعاقد سعر الصرف المستقبلي، فهو يلغي خطر الصرف عند نشأته من خلال تثبيت سعر الصرف مما يسمح بتحديد تكلفة الصفقة التجارية قبل مبادلة العملات (أي قبل عملية الدفع في تاريخ الاستحقاق)

وعادة فإن سعر الصرف الآجل مختلف عن سعر الصرف العاجل أو الحاضر، إلا في حالات نادرة جداً. وعندما يكون الفرق بين السعيرين إيجابياً نسميه REPORT وعندما يكون سلبياً نسميه DEPORT إذا يمكن كتابة المعادلة التالية:

¹ - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 16.

² - المرجع نفسه، ص ص: 135-137.

سعر الصرف الآجل = سعر الصرف العاجل + REPORT أو - DEPORT
فالسفر الآجل من أهدافه تمكين المؤسسة التي ستتلقى أو تدفع مبلغ بالعملة الأجنبية من أن تلجأ إلى بنك تجاري أو أي مؤسسة مالية أخرى من أجل تثبيت سعر الصرف الذي سيستعمله هذا البنك في شراء أو بيع هذا المبلغ بالعملة و يمكن معالجة هذا الموضوع من وجهة نظر المستورد و كذا المصدر على النحو التالي:
*** حالة المصدر:**

المصدر الذي يتوقع تلقي مبلغ بالعملة الأجنبية، وهو في نفس الوقت يخشى أو يتوقع انخفاض قيمة هذه العملة وما قد يلحق به من خسائر و تلاشي أرباحه من عملية التصدير التي قام بها أو تأكل أرباحه المحققة، فعن طريق بيع العملة بالأجل يستطيع المصدر من تثبيت سعر صرف عملته المحلية مقابل العملة الأجنبية وهكذا يكون بإمكانه أن يعرف مسبقا المبلغ بالعملة المحلية الذي سوف يتلقاه في تاريخ الاستحقاق.

البنك في هذه الحالة يتلقى أمر من المصدر لبيع العملة الأجنبية مقابل الوطنية، إذا يكون على البنك بموجب هذا العقد أن يشتري هذه العملة الأجنبية في تاريخ الاستحقاق.
تتمثل الخطوة التالية في هذه التقنية هي قيام البنك، ومباشرة بعد الالتزام السابق ببيع المبلغ بالعملة الأجنبية (المقترض)، يقوم البنك باستثماره بفائدة إلى تاريخ الاستحقاق. في هذا التاريخ يسدد البنك المبلغ بالعملة الأجنبية الذي اقترضه (عادة من السوق ما بين البنوك) مستعملا في ذلك المبلغ الذي يتلقاه من زبونه في مقابل المبلغ بالعملة المحلية المستثمر كوديعة.

*** حالة المستورد:**

المؤسسة التي ترتقب القيام بدفع دين بالعملة الأجنبية في تاريخ لاحق وتخشى ارتفاع سعر صرف هذه العملة مقابل العملة المحلية، هذه المؤسسة قد تتبع طريقة شراء العملة بالأجل لغرض حماية نفسها من احتمال ارتفاع سعر الصرف. ومنه فإنها تكون على علم مسبق بالعملة المحلية الواجب الدفع مقابل إطفاء هذا الدين في تاريخ الاستحقاق الأمر الذي يمكنها من تحديد سعر تكلفة السلع المستوردة بدقة وتقادي خسائر لاحقة.

البنك يتلقى من المستورد أمر شراء أجل العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية، أي بعبارة أخرى يكون على البنك أن يبيع عملة أجنبية محددة بذاتها للمستورد.

فالخطوة الأولى التي يقوم بها البنك هي شراء المبلغ المطلوب بالعملة الأجنبية مقابل عملة محلية يتم اقتراضها عادة من السوق ما بين البنوك. بعدها يتم استثمار المبلغ بالعملة الأجنبية المتحصل عليه إلى تاريخ

الاستحقاق. في تاريخ الاستحقاق يبيع البنك المبلغ بالعملة الأجنبية إلى الزبون ويسدد القرض المتحصل عليه سابقا بالعملة المحلية من المبلغ المتحصل عليه من الزبون لقاء بيع العملة الأجنبية.

المبحث الثالث: آثار العولمة المالية

على الرغم من المزايا التي تحققها العولمة المالية (عولمة الأسواق المالية) إلا أنها في نفس الوقت قد ينجم عنها مخاطر جسيمة لا يستهان بها، حيث أثبتت الوقائع في عقد التسعينات أن العولمة المالية قد أدت إلى حدوث (أزمات وصدمات مالية مكلفة) المكسيك عام 1994 دول جنوب شرق آسيا 1997، البرازيل 1999، الأرجنتين 2001.

ويعتقد البعض أن تلك المخاطر والأزمات يمكن تجنبها أو التعامل معها بتوفير قواعد تنظيم التحوطية وتعزيز سلامة المؤسسات المالية.

وبالتالي سوف نستعرض في هذا المبحث كل من المزايا والآثار المترتبة عن تطبيق مبادئ العولمة المالية.

المطلب الأول: مزايا العولمة المالية:

يشير البعض إلى أن العولمة المالية يمكن أن تحفز الدول على إعادة هيكلة اقتصاداتها لمواجهة التحديات التي تفرزها، مما يؤدي إلى تحسين مستوى البيئة المالية من خلال سن تشريعات وقوانين تتماشى ومواجهة التحديات العالمية، كما أنها تؤدي إلى الرفع من كفاءة توظيف واستخدام الموارد عالمياً، وزيادة فرص العمل المتاحة، وتعميق الاستفادة من التطورات التقنية الحديثة، ورفع معدلات النمو الاقتصادي إضافة لفتح فرص أكبر للاستثمار، واجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في مجالات مختلفة الذي من شأنه تحقيق التنمية الاقتصادية. وتبرز أهم الآثار الإيجابية للعولمة المالية من خلال ما يلي:

1- تحقيق التنمية الاقتصادية:

يسهم الاستثمار الأجنبي المباشر الذي هو أهم أوجه العولمة المالية في تنامي القدرة التصديرية نسبياً بسبب الانخفاض في تكاليف الإنتاج وهو ما يمكن أن يترتب عليه تنامي رصيد البلد من العملات الأجنبية وتعزيز ميزانه التجاري. وذلك من خلال إقامة مشروعات إنتاجية يوجه إنتاجها للتصدير أو إحلالها محل الواردات وبالتالي تخفيض فاتورة الاستيراد، أو إعادة توجيه هذه الأموال نحو استيراد مستلزمات رأسمالية للزيادة من القدرة الانتاجية للبلد، من خلال إقامة مشروعات جديدة أو توسيع المشروعات القائمة، وبالتالي توسيع القاعدة التشغيلية والإنتاجية للقوى العاملة وتقليص هامش البطالة من خلال توفير فرص عمل أكبر، وهو الأمر الذي تشد الحاجة إليه خاصة في البلدان النامية نتيجة محدودية النشاطات الاقتصادية التي بإمكانها استيعاب الطاقات التشغيلية المعطلة.⁵⁰

كما يمكن للاستثمار الأجنبي المباشر إحداث ثورة إنتاجية سواء من حيث النوع أو الكم أو الطرق الانتاجية الحديثة وبالتالي نقل التكنولوجيا لأن معظم المجالات الانتاجية في البلدان النامية تعمل بأساليب ووسائل إنتاج أقل تطورا وحدائث مما يجعلها أقل إنتاجية.

⁵⁰ - فليح حسن خلف، التمويل الدولي، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص 175.

إذا فإن العولمة المالية تساهم في الحد من ضعف القدرة على الاستثمار وبالذات في الدول النامية الأقل تقدماً نتيجة لضعف وانخفاض الدخل به وبالتالي ضعف المدخرات المحلية الموجهة لتنمية الاستثمار، وكذلك نتيجة محدودية النقد الأجنبي المتاح لدى معظم هذه الدول وعجزها عن توفير متطلبات إقامة المشروعات الاستثمارية وذلك لضعف قوتها وقدراتها التصديرية وهذا ما يجعلها عاجزة عن مواكبة ركب التقدم الصناعي مما يعمق الفجوة بين الدول النامية التي لا يمكنها بأي حال الخروج من دائرة الفقر المستديمة، وبأقي الدول المتقدمة التي عرفت واجتازت أشواطاً لا بأس بها في تقدمها الصناعي المستمر.⁵¹

لكن العولمة المالية وما تضمنه من انتقال سهل لرؤوس الأموال على النطاق الدولي في ظل إصلاحات التحرير المالي المتبناة في أغلب الدول النامية، استطاعت هذه الأخيرة استقطاب رؤوس أموال أجنبية باحثة عن أسواق أخرى، وامتيازات أخرى جبايئه كانت أم متعلقة بتوفر اليد العاملة الرخيصة أو القرب من الموارد الأولية فعرف ما يسمى بعولمة الاستثمار حيث يتم تلبية بعض حاجات الدول النامية من خلال الزيادة من قدراتها الانتاجية وكذا التقليل من فاتورة الاستيراد والزيادة من صادرات الدولة وما يحققه من زيادة احتياطات النقد الاجنبي مما يسمح للبلدان النامية بتقليص فجوة التصنيع بينها وبين الدول المتقدمة كما تساهم ايجابيا في الحد والتخفيف من حالات ضعف الكفاءة وتدني الانتاجية وارتفاع التكلفة وانخفاض نوعية الانتاج على المستوى العالمي من خلال تدويل الانتاج وتوسيع المنافسة بعيدا عن الاحتكارية. فالعولمة المالية دفعت عددا من البلدان إلى تصحيح هيكل حوكمة الشركات بما يستجيب للمنافسة الأجنبية ومطالب المستثمرين الأجانب، وبيدوا أن نوعية المؤسسات تأخذ دورا مهما ليس فقط في تحديد نتائج التكامل المالي وإنما أيضا في تحديد المستوى الفعلي للتكامل، كما أنها تؤثر بقوة في تكوين التدفقات الواردة للاقتصاديات النامية، وتساعد نوعية المؤسسات الأفضل في استمالة تدفقات الاستثمار الأجنبي بشقيه المباشر وغير المباشر.

كما أكدت العديد من الدراسات أن الاستثمارات الأجنبية ساهمت في تحقيق التنمية الاقتصادية في العديد من الدول المضيفة واكتسب دورا هاما في زيادة معدلات النمو الاقتصادي في العديد من البلدان وخير مثال على ذلك دول جنوب شرق آسيا حيث ارتفعت معدلات النمو الاقتصادي من 7 إلى 8 سنويا.

ففي سنغافورة تراوحت معدلات النمو السنوي بين 8 و10% ويرجع ذلك إلى تبيينها لسياسة اقتصادية أكثر انفتاحا واتخاذها إجراءات وتدابير لتوجيه الاستثمار الأجنبي المباشر نحو قطاعات استراتيجية. وفي الصين ساهم الاستثمار الأجنبي المباشر في تحقيق طفرات نمو بلغت سنة 1992 نحو 12% وهو ما لم تحققه أي دولة سواء

⁵¹ - فليح حسن خلف، العولمة الاقتصادية، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، أريد عمان، ط1، 2010، ص380.

كانت متقدمة أو نامية وبلغ معدل النمو سنة 1996 حوالي 9.7% وذلك نتاج فتحها الأبواب وتبنيها استراتيجية جذب الاستثمارات الأجنبية منذ 1979 ونجحت في تحقيق تقدم مذهل فيما يتعلق بجذب الاستثمار الأجنبي المباشر.⁵²

2- تنمية القطاع المالي:

تسهم العولمة المالية والتحرير المالي في تحديث وتطوير المنظومة المالية والمصرفية بما يتماشى وتطلعات المستثمرين وخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص وكذلك الحد من ظاهرة هروب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج، حيث تستطيع الدول النامية من خلال الانفتاح المالي الوصول إلى الأسواق المالية الأولية بهدف الحصول على ما تحتاجه من أموال لسد العجز في الموارد المحلية، أي قصور المدخرات عن تمويل الاستثمارات المحلية، الأمر الذي سيؤدي إلى تشجيع الادخار وزيادة الاستثمار المحلي وبالتالي معدل النمو الاقتصادي. أما فيما يتعلق بأسواق رأس المال، فإنه كلما زاد دخول المستثمرين الأجانب تزايد كفاءة السوق.⁵³

ويعد تطور القطاع المالي محددًا للنمو والاستقرار، فعلاقة تطور القطاع المالي علاقة طردية مع تدفق رؤوس الأموال الوافدة، كما يؤدي إلى تقليل التعرض لمخاطر الأزمات، وبذلك تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي.

العولمة المالية يمكن أن تؤدي إلى تطوير النظام المالي حيث يوفر القطاع المالي الذي يعمل بشكل جيد الأموال للمقترضين (الأسر والشركات و الحكومات) الذين لديهم فرص استثمارية منتجة، فالعولمة المالية يمكن أن تساعد في تحسين أداء النظام المالي من خلال قناتين رئيسيتين هما:

القناة الأولى: تعمل العولمة المالية على توفير الأموال. ففي عالم متكامل ماليًا، يمكن للأموال التدفق بحرية من البلدان ذات الفوائض المالية إلى البلدان حيث الناتج الحدي لرأس المال عالي. إذ تعمل المؤسسات الأجنبية والأفراد على توفير رؤوس الأموال للبلدان النامية إذا كانت توقعاتهم بأن هذه الأخيرة تنمو أسرع من الاقتصاديات المتقدمة. ونتيجة لذلك، يمكن للبلدان النامية استغلال أمثل لرؤوس الأموال وتوسيع الاستثمارات التي يمولها رأس المال الأجنبي، كما يعمل على تمويل العجز في الحساب الجاري الكبير الملاحظ عادة في العديد من الدول النامية.⁵⁴

آثار تدفقات رأس المال على التنمية المالية تحدث بسبب توفر مصادر تمويل جديدة والمزيد من رؤوس الأموال المتاحة. مصادر جديدة للأموال يعني أن المقترضين لا يعتمدون فقط على الأموال المحلية، إذ يمكنهم أيضا

⁵² - نزيه عبد المقصود مبروك، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر 2007 الطبعة 1، ص 466-467.
⁵³ - نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج -دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة- أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة باتنة، 2013، ص 56.

⁵⁴ Sergio L. Schmukler Benefits and Risks of Financial Globalization: Challenges for Developing Countries Development Research Group World Bank June 2004 ,p7.

الاقتراض من الدول الأجنبية الراغبة في الاستثمار في الأصول المحلية. إن رأس المال المتاح من مصادر جديدة يعني أن انضباط السوق هو الآن أقوى سواء على مستوى الاقتصاد الكلي أو على مستوى القطاع المالي، والمستثمرين المحليين والأجانب الآن فرضوا الانضباط على سوق المقترضين الخاصة والعامة.

القناة الثانية: يمكن للعولمة المالية تحسين البنية التحتية المالية، ما يمكن الحد من مشكلة المعلومات غير المتماثلة حيث أن النظم المالية عادة لا تعمل على النحو المرغوب فيه لأن المقرضين يواجهون مشاكل المعلومات غير المتماثلة، والتي يمكن أن تؤدي إلى سوء الاختيار والخطر المعنوي. ونتيجة لذلك، يمكن للعولمة المالية أن تقلل سوء الاختيار والمخاطر الأخلاقية، وتعزيز توافر الائتمان. من الناحية النظرية، هناك طرق مختلفة يمكن من خلالها للعولمة المالية أن تؤدي إلى تحسينات في البنية التحتية للقطاع المالي كما يلي:

- يمكن للعولمة المالية أن تؤدي إلى منافسة أكبر في توفير الأموال التي تؤدي تولد الكفاءة العالية.
- إن اعتماد تطبيق معايير المحاسبة الدولية يمكن أن تزيد الشفافية.
- إن العولمة المالية تحسن حوكمة الشركات، وضمان مراقبة المساهمين لقرارات مجلس الإدارة مما يسمح باستقطاب مساهمين جدد.
- إن انضباط السوق الصارم التي تفرضه العولمة المالية ليس له مزايا فقط على الاقتصاد الكلي، ولكن أيضا على بيئة الأعمال وغيرها من المؤسسات العاملة.⁵⁵

3- المساهمة في تطور وانتشار القدرات التكنولوجية في العالم:

إن العولمة المالية تساهم في تعزيز القدرات التكنولوجية وتطويرها من خلال التطورات التقنية وبالذات المتطورة منها عالية المستوى التي رافقت تحقق العولمة المالية والتي تتم بشكل واسع ومتزايد ومتسارع، خاصة في الدول المتقدمة التي تتوسع في استخدامها من خلال عولمة الاستثمار الذي يتم عن طريق شركاتها العملاقة والذي يضمن استخدام التقنيات المتقدمة عالية المستوى على النطاق العالمي والذي يمكن ان يؤدي الى تعزيز القدرة التكنولوجية وتطوير بعض جوانبها في الدول الأقل تقدما⁵⁶.

تعاني الدول الأقل تقدما من ضعف القدرة التكنولوجية عكس ما تقتضيه العولمة المالية من خلال ضرورة استخدام التقنيات المتقدمة وتطويرها باستمرار، وبمدى أوسع حتى تتوفر لديها القدرة على المنافسة التي اخذت تتجاوز النطاق المحلي لتمتد الى النطاق العالمي كله، بحيث ان الذي لا يستطيع تطوير قدراته التكنولوجية

⁵⁵- Ibid ,p8.

⁵⁶- فليح حسن خلف، العولمة الاقتصادية ، مرجع سابق، ص ص، 373- 374.

باستمرار لا يكون قادرا على التنافس في السوق المعولم مع من هم أكثر قدرة على التطوير وكذا سرعة هذا التطوير واتساع مدى احداث التطور التكنولوجي.

خاصة إذا تم الأخذ بعين الاعتبار توفر الامكانيات الضخمة المتاحة لهذا التطوير التكنولوجي، وبالذات لدى شركات الدول المتقدمة العملاقة دولية النشاطات المالية والبشرية والفنية. والذي يتيح للشركات تحقيق مثل هذا التطور وبصورة متسارعة ومتزايدة، حيث يشمل انتشار هذه التقنيات مختلف دول العالم من دول متقدمة الى الدول النامية، رغم وجود تباين نسبي حسب درجة تطور الدول وتقدمها.

فالعولمة المالية ساهمت ولازالت في اتاحة قدر أكبر من الانتشار التكنولوجي، والذي يتم ابتداء من الدول والجهات الأكثر تقدما الى الدول والجهات الأقل تقدما، وكذلك من خلال المنافسة التي أصبحت عالمية في ظل العولمة المالية والتي تحفز الدول بقوة على الانجاز التكنولوجي، وعلى توسيع استخدامه ونشره على نطاق العالم كله بما في ذلك الدول النامية الأقل تقدما، وبالشكل الذي يساعدها على التوسع في استخدام نتائج التطورات التكنولوجية، وزيادة درجة كفاءتها في استخدام هذه التقنيات بما يساهم في تطورها وتحديثها تكنولوجيا في نهاية الأمر رغم طول الوقت الذي يسمح بذلك.

كما العولمة المالية تتيح للدول النامية تجاوز حالة مشاركتها السلبية المتمثلة في تلقي انتاجات هذا التطور، الى المشاركة في هذا التطور ايجابيا من خلال قيامها من تطوير قدراتها التكنولوجية الذاتية وبالتالي المشاركة في عملية التقدم التكنولوجي بفعالية وايجابية كباقي الدول المتقدمة وبالتالي القضاء على الفجوة التكنولوجية بين مختلف دول العالم مهما كانت درجة تطورها الاقتصادي والمالي.

4- المساهمة في تطوير الجهاز المصرفي

إن التغيرات العالمية التي برزت في التسعينيات والتي مست اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، والمتمثلة في تشابك الاقتصاديات، وتعاضم المعاملات النقدية والمالية في أسواق رأس المال العالمية، أدت إلى تحرير التجارة في الخدمات المالية بالتالي تحقيق مزايا عديدة للعديد من الدول وخاصة الدول النامية كتحرير النظام المصرفي والمالي وتحديثه، والعمل على رفع كفاءة المؤسسات المصرفية والمالية وفعاليتها، الأمر الذي يسمح بالدخول في بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص، جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وبالتالي التخفيف من عبء الديون الخارجية والحد من ظاهرة نزوح رؤوس الأموال إلى الخارج.

وجدير بالذكر أن التأقلم الإيجابي الفاعل للدول النامية مع التطورات العالمية وظاهرة العولمة يرتبط إلى حد بعيد بدرجة سلامة القطاع المالي والمصرفي، ولذلك فإن تفعيل الإصلاحات الهيكلية الكلية يعتبر أحد الخيارات المطروحة بالنسبة لهذه الدول لمقاومة الصدمات الخارجية الفجائية.

إزاء ذلك حدث تغير كبير في أعمال البنوك واتسعت دائرة أعمالها المصرفية سواء على المستوى المحلي أو الدولي، وأخذت البنوك تبتعد عن أداء الخدمات المصرفية والمالية التقليدية، وفي هذا المجال قد يكون من المفيد الإشارة إلى أن التنوع في النشاط المصرفي قد وصل إلى أقصاه باتجاه البنوك إلى التعامل في المشتقات المالية، وتشير الدراسات⁵⁷ إلى أن عددا كبيرا من البنوك طرأت عليها تغيرات هيكلية واضحة، حيث تنوعت مصادر أموال البنوك (مواردها)، كذلك تنوعت مجالات توظيفها واستخدامها، حيث تزايد نشاطها في الأنشطة غير الإقراضية، وتحولت أنشطة البنوك التقليدية إلى بنوك شاملة تعتمد إلى حد كبير على إيراداتها من العمولات المكتسبة من الصفقات الاستثمارية من خارج موازنتها العمومية، وذلك انطلاقا من عدة مرتكزات واعتبارات، أهمها تحرير أسواق النقد العالمية، التقدم التكنولوجي والثورة التكنولوجية العالمية في الاتصالات. ويلاحظ أن أثر العولمة على الجهاز المصرفي في مجال إعادة هيكلة خدمات الجهاز المصرفي قد امتد بشكل غير مباشر إلى دخول المؤسسات المالية غير المصرفية في منافسة قوية للبنوك التجارية⁵⁸، وهنا تراجع دورها في مجال الوساطة البنكية، وامتدت وظيفته إلى نشاط بنوك الاستثمار المبني على أساس مخاطر السوق.

كما أن الاتجاه المتزايد للعولمة المالية، عمل على توسع عمليات الاندماج المصرفي ونعني به اتحاد أكثر من بنك في بنك واحد، سواء أكانت البنوك المندمجة تعمل في أنشطة موحدة، أو أنشطة مختلفة. ودون التعمق في تفاصيل المفهوم نجد أن دوافع الاندماج المصرفي كثيرة، من أهمها تحقيق وفورات الحجم ودوافع النمو والتوسع ودوافع تحسين الربحية، ومواجهة المخاطر بالإضافة إلى دافع نعتيره أساسيا وهو زيادة القدرة على المنافسة العالمية أو الدولية في إطار تحرير الخدمات المصرفية.

كما عملت العولمة المالية على تزايد وانتشار عمليات خصخصة البنوك حيث كانت إحدى التغيرات والانعكاسات الأساسية التي أحدثتها العولمة على الجهاز المصرفي، وتتخلص أهم دوافع خصخصة البنوك في مواجهة التحديات التي تواجه العمل المصرفي في إطار المتغيرات المصرفية العالمية، والتكيف مع ما جاءت به اتفاقية الخدمات المالية في إطار اتفاقية الجات ومنظمة التجارة العالمية. وتتحدد أهداف الخصخصة عموما في خلق بيئة مشجعة للقطاع الخاص، واستعادة الثقة في النظام المصرفي والتقليل من ظاهرة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج، وذلك من خلال زيادة المنافسة في السوق المصرفية، وتحسين الأداء الاقتصادي وإدارة السياسة النقدية بطرق متطورة، وكذا تحديث الإدارة وزيادة كفاءة أداء الخدمات المصرفية وترشيد الإنفاق العام.⁵⁹

⁵⁷- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص36.

⁵⁸- في إطار الإصلاحات البريطانية المعروفة باسم Big Bang

⁵⁹- محسن أحمد الخضيري، العولمة: مقدمة في فكر واقتصاد وإدارة عصر اللادولة، مجموعة النيل العربية، الإسكندرية، ص225.

كما فرض على البنوك التجارية ضرورة التحول نحو نظام البنوك الشاملة، حيث ظهرت هذه الأخيرة لتقوم بكل الوظائف التقليدية وغير التقليدية في منظومة بنكية واحدة، تقوم على تنويع كامل للوظائف، لتلبي كافة طلبات الزبون وتحل جميع مشاكله، وبذلك نجدها تجمع ما بين وظائف البنوك التجارية ووظائف البنوك المتخصصة، وبنوك الاستثمار وغيرها...، كل ذلك من أجل مواكبة أوضاع العولمة الجديدة وتحقيق التوازن بين الربحية والسيولة والأمان من المخاطر.

من اللافت للنظر أنه ابتداء من أوائل التسعينيات تم دمج العديد من الأسواق المالية التابعة للأسواق النامية بأسواق المال العالمية، لا سيما الأسواق الآسيوية، وأسواق جنوب إفريقيا⁶⁰، وقد ساعد ذلك على تدفق رأس المال الأجنبي للداخل وتجميع المدخرات من العملات الأجنبية، وبذلك أصبحت أسواقها تتسم بتكنولوجيا عالية ووسائل اتصال حديثة، مما ساعدها على تحسين تسييرها وتطبيقها لتقنيات متطورة. وقد كان للعولمة المالية تأثير كبير على تنويع نشاط القطاع المصرفي ويتمحور في شقه المالي حول الاتجاهات الآتية:

- لاتجاه إلى تنويع القروض الممنوحة والتنويع في محفظة الأوراق المالية.
- إنشاء الشركات القابضة المصرفية.
- تحويل المديونيات إلى مساهمات في شكل أوراق مالية قابلة للتداول.
- إنشاء صناديق الاستثمار وتمويل نشاطات التأمين.
- تمويل عمليات خصخصة البنوك الحكومية.
- الاتجاه إلى التعامل في المشتقات المالية.

المطلب الثاني: عيوب العولمة المالية:

رغم ما حققته العولمة المالية من آثار ايجابية الا أن تطبيق مبادئها لا يخلو من مخاطر تهدد النظام الاقتصادي ويمكن أن نوضح أهم عيوبه كما يلي:

1. خطر الأموال الساخنة:

كان لانهييار نظام بريتون وودز بداية السبعينات وتبني أغلب دول العالم نظام تعويم أسعار الصرف السبب في خلق البيئة المواتية للمضاربات على العملة على نطاق واسع الى الحد الذي باتت فيه المضاربات نشاطا أساسيا لعدد كبير من المستثمرين بحيث أصبحت أسعار صرف عملات الكثير من الدول تتحدد وفقا لعمليات المضاربين. وجاءت عمليات التحرير لتدعم نشاطات المضاربة عبر الغائها العديد من القيود التي كانت

⁶⁰ - سميرة عطوي قارة علي، العولمة وتأثيرها على الجهاز المصرفي، مجلة العلوم الانسانية، جامعة قسنطينة، عدد 25، جوان 2006، ص130.

تحد من حدوثها. فبعد أن كان تداول العملات الأجنبية يخضع في أغلبية الدول للرقابة الحكومية، أصبحت المليارات في ظل التحرير المالي وقابلية التحويل للحساب الجاري ولحساب رأس المال، تنتقل بسرعة وحرية من سوق لآخر عبر شبكات الربط الإلكتروني بحثا عن اقتناص فرص تحقيق الأرباح والتي قد يتراوح معدلها ما بين 50% و200% ، فقد انفجر تداول العملات الأجنبية على الصعيد العالمي من حوالي 200 مليار في منتصف الثمانينات الى حوالي 12 تريليون دولار سنة 1995، وأصبحت الاحتياطات الدولية التي تملكها البنوك المركزية في مختلف دول العالم صغيرا جدا مقارنة بمئات المليارات التي تتعامل به البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار المالي وصناديق التأمينات الاجتماعية والمعاشات.⁶¹

بالإضافة للتوسع الكبير الذي شهدته البورصات الدولية فيما يخص تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات وكذا الابتكارات الجديدة المتمثلة في المشتقات المالية، وهي أوراق مالية تتداول على مدار السنة ، فعندما تغلق بورصة طوكيو أبوابها تنتقل الحركة الى لندن ومنها الى نيويورك.⁶²

فبفضل الترابط الوثيق للبورصات العالمية أصبح بإمكان انخفاض سعر الفائدة الأمريكي أن يؤدي الى ارتفاع أسعار الأسهم في بورصات باريس أو طوكيو.⁶³

لأن الدول النامية والناشئة حديثة العهد بالتحرير المالي وضعف اقتصادياتها ما جعلها وجهة مفضلة للمضاربين وهذا ما جعلها عرضة لموجات مضاربة عاصفة وخروج الأموال الأجنبية وبالتالي تعرضها للأزمات. وهذا ما حدث في المكسيك حيث شهدت رؤوس الأموال المستثمرة في محفظة الأوراق المالية الانخفاض الأكثر حدة. فبعد أن كانت التدفقات الداخلية تقدر ب 23 مليار سنة 1993 تحولت إلى صافي تدفق قدر ب (-14) مليار دولار في عام 1995.⁶⁴

وعلى هذا الأساس وللتقليل من مخاطر الأموال الساخنة وهي التدفقات المالية المستثمرة في محفظة الأوراق المالية والتي بإمكانها الخروج بسهولة في ظل التحرير المالي التام للدول الناشئة والنامية يجدر بهذه الأخيرة انتهاز سياسة تحرير مضبوطة بقوانين ونظم تضمن حماية اقتصادياتها من هذه المخاطر. وهذا ما أشار له خبراء صندوق النقد الدولي حيث أوضحوا:⁶⁵

- من الأفضل البدء في تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات قصيرة الأجل وتحرير الاستثمار الأجنبي المباشر قبل الاستثمار الأجنبي غير المباشر (استثمار الحافظة المالية).
- ان التحرير الشامل لمعاملات وتحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد والنظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية ، بل ربما احتاج الأمر الى تعزيز القواعد التحوطية المنظمة والمتعلقة بتحويلات العملة الأجنبية التي يجريها غير المقيمين.

⁶¹- شدا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص 44.

⁶²- نفس المرجع، ص 44.

⁶³- هانس بيتر مارتن وهارلد شومان، مرجع سابق، ص 105.

⁶⁴- شدا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص 46.

⁶⁵- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية ، مرجع سابق، ص 51.

2. مشاكل هروب الأموال الوطنية للخارج:

إن من الآثار السلبية المحيطة بالعولمة المالية والتي تؤثر على الدول النامية هو تدويل مدخراتها، حيث أصبحت هذه المدخرات تفضل الاستثمار خارج حدودها الوطنية. والتناقض الملفت للنظر في الموضوع، أنه في الوقت الذي تقوم الدول النامية بانتهاج سياسات تشجع فيها تدفق الاستثمار الأجنبي إليها باستخدام كل عوامل الجذب من مزايا وإعفاءات وإزالة العقبات والحواجز فقد سمحت هذه الدول ، وبفضل آليات العولمة المالية ، لمدخراتها المحلية بالخروج للاستثمار في الخارج. لذلك فالحساب الصحيح لصافي أثر العولمة المالية على مقدره دولة ما في جذب استثمار رؤوس أموال خارجية لا يكون دقيقاً إلا بعد طرح المدخرات الوطنية التي انسابت للخارج من الإجمالي.

وبالرغم من أن ظاهرة هروب رؤوس الأموال الوطنية للخارج تعتبر ظاهرة قديمة في الدول النامية، وتتميز بتعدد أسبابها وتتنوع أشكالها، إلا أن إجراءات التحرير المالي التي انتشرت في هذه الدول في التسعينيات القرن العشرين قد أعطى لعمليات الهروب هذه مشروعية وحرية مما أدى بالضرورة لاستفحال هذه الظاهرة وتزايد آثارها السلبية سواءً على ميزان المدفوعات وكذا قدرة الدولة على التراكم الرأسمالي والاستثمار وخدمة الدين الخارجي، وصافي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية.⁶⁶

عموماً، توجه أغلب البلدان النامية نحو تحرير حساباته الرأسمالية وفتح المجال لرأس المال الأجنبي للاستثمار فيها، فإنها لم تتمكن من تحقيق هدفها المنشود، باستثناء بعض البلدان التي حذرت بتدفقات رأسمالية هامة مثل دول جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية، بل على العكس من ذلك ، فهي تشهد تدفق عكسي برأس المال المحلي نحو الخارج.⁶⁷

4- تزايد عمليات غسيل الأموال:

يعد غسيل الاموال ظاهرة قديمة نشأت منذ ان احتاج الانسان الى اخفاء مصادر الكسب التي حصل من خلالها على أموال غير مشروعة، غير أن عمليات غسيل الأموال قد تزايدت بشكل رهيب في العصر الحديث ، حيث اتسع نشاط الجريمة المنظمة والتي صاحبه في الوقت ذاته استخدام اساليب اكثر كفاءة في عمليات الاخفاء .

ويرجع النمو الكبير في عمليات غسيل الأموال الى عاملين اساسين هما:

- نمو المراكز المالية في مناطق الأوقشور أو ما يعرف بجنات الأوقشور والتي تزايد دورها نتيجة التحرير الكلي والعولمة المالية التي غرفت توسع بتنقلات رؤوس الأموال بكل حرية وفي غياب الرقابة الوطنية والدولية⁶⁸ ، حيث توفر مثل هذه المراكز فرصاً سانحة للتهرب الضريبي. إذ غالباً ما تقل حدة الأطر القانونية التي تحكم مثل هذه

⁶⁶ - أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية، مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، المؤتمر العلمي الرابع حول إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا، 15 و16 مارس 2005، ص28. على الموقع: <http://www.philadelphia.edu.jo>

⁶⁷ - نادية العقون، مرجع سابق، ص61.

⁶⁸ - <http://WWW.EUROPESOLIDERE.EU.ORG> VISITER LE 25.11.2013 A 14:07

المراكز بصورة كبيرة. كما أن الكثير من هذه المراكز يعمل مثل الصناديق السوداء، حيث توفر حماية للمجرمين من أضواء الكشف وتوفر هذه المراكز سهولة تكوين الشركات والحماية المطلقة لسرية الحسابات. ولذلك ينظر لهذه المراكز على أنها من العناصر الأساسية لعمليات غسل الأموال على المستوى الدولي.

- تطور نظم التحويل الإلكتروني للأموال بسبب الثورة التي حدثت في عالم الاتصالات على المستوى الدولي، واستخدام شبكات الحاسب الآلي العملاقة التي تربط كافة الأسواق المالية والنقدية على الدولي ، بحيث يمكن نقل الأموال بصورة هائلة عبر المراكز المالية في كافة أنحاء العالم.

وتهدف عمليات غسل الأموال الى اخفاء مصدر الأساسي للأموال، والبحث عن تغطية قانونية لأصل ما أو لملكية أموال لا تكتم الحصول عليها بصورة غير قانونية ، بحيث تبدو في النهاية كأنها أموال تم الحصول عليها من مصادر قانونية ، وبحيث لا تخضع هذه الأموال لقوانين المصادرة أو غيرها من القوانين التي تحارب إيرادات الأنشطة الاجرامية .وعلى ذلك فان عمليات غسل الأموال هي في جوهرها غش للسلطات المختلفة حول مصادر الأموال.

ولا تقتصر عمليات غسل الأموال على الأموال التي تم الحصول عليها من مصادر غير قانونية، فقد تتسع عمليات الغسيل لتشمل الاموال المكتسبة بطريقة قانونية . حيث يسعى الغاسل الى اعادة تعريف طبيعة الأموال ذاتها بسبب عدم خضوع تلك الأموال لبعض النظم القانونية مثل قوانين الرقابة على الصرف الأجنبي أو الرسوم الجمركية أو الضرائب على الدخل مثل أرباح الشركات التي ترغب في اخفائها عن السلطات الضريبية.

3. عدم استقرار النظام المالي والنقدي العالمي:

إن تبني أغلب دول العالم لنظام صرف مرن بداية من مطلع السبعينات على أنقاض انهيار أهم مبادئ وأسس اتفاق بريتون وودز وفي ظل آليات العولمة المالية والتحرير المالي الداخلي والخارجي مما أدى الى ارتفاع درجة الترابط المالي بين الدول، فقد أدى التنامي المفرط في التعامل بالمشقات المالية وتزايد حجم رأس المال المضارب في الأسواق المالية إلى رسم صورة لنظام رأسمالي جديد يقوم على الاستثمار المالي الافتراضي بعيدا على الاقتصاد الحقيقي الانتاجي في ظل سيادة قانون غياب التنظيم وهذا ما ولد موجة من الأزمات المالية والنقدية مست أغلب الدول سواء النامية أو المتقدمة والتي تميزت بسرعة انتشارها أو ما يعرف بانتقال العدوى نتيجة الترابط الوثيق بين أسواق رأس المال نتاج التحرير المالي و التقدم التكنولوجي الذي سمح بتقليص المسافات وسرعة انتقال المعلومات ورؤوس الأموال.

إن ظهور الأزمات وتكرارها وانتشارها منذ ثمانينات القرن العشرين (أزمة المكسيك، أزمة جنوب شرق آسيا، الأزمة المالية العالمية 2008، أرجع سببها إلى أثر حركات رؤوس الأموال عبر الدول مما ولد عدم استقرار النظام المالي والنقدي العالمي أمام عجز الهيئات المالية والنقدية العالمية (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي) على إيجاد حلول جذرية تضمن استقرار هذا النظام الذي أثبت هشاشته.

نتيجة لهذه التطورات يمكننا استخلاص:

- إن الاقتصاد العالمي قد تعرض لتغيرات هيكلية وأساسية كثيرة، لن يعود بعدها إلى ما كان عليه سابقا مما يقتضي ضرورة بداية التأسيس لنظام اقتصادي ومالي دولي جديد.
- إن انهيار الفلسفة الليبرالية الجديدة يؤكد ضرورة تدخل الدولة بوضع ضوابط على النشاط الاقتصادي عموما، والنظم المالية خصوصا، لمنع عمليات المضاربة وتنظيم حركة الأموال، وذلك بشرط أن يكون التدخل عقلانيا ومبررا وليس عشوائيا، ولا يحد من انتقال رؤوس الأموال متى ما كان في ذلك مصلحة للاقتصاد الوطني، ونحن نذهب إلى أن القيود المتشددة دون ضوابط محددة قد تقود إلى خنق الاقتصاد، وبالتالي إلى انهياره.

5. مشكلة السيادة الوطنية في مجال السياستين النقدية والمالية:

مع التطبيق التام للعولمة المالية، وتزايد اندماج وتكامل الأسواق المالية المحلية مع الخارجية، فإنه من المتوقع أن تفقد الدول سيطرتها وسيادتها الوطنية في مجال السياسة النقدية والسياسة المالية. حيث اضطرت الحكومات في مختلف بلدان العالم الى الغاء قوانين التحكم في السوق وكذلك ارساء تشريعات جديدة تتماشى وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة عن طريق تقديم حوافز مثل الاعفاءات الضريبية واعفاء الصادرات من الرسم الجمركية، في ظل المنافسة الكبيرة بين البلدان على استقطاب رؤوس الأموال اتسمت سياسات الدول بالإفراط في منح الحوافز over-lidding الذي قد يؤدي الى مزيد من الأعباء على الدول

المستقطبة لرؤوس الأموال الأجنبية المستثمرة.⁶⁹

فتأثير العولمة المالية على السياسة النقدية يتجلى في فقدان السلطة النقدية السيطرة على الكتلة النقدية، ففي ظل حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود بحثا على عوائد أكبر ويدفعها في ذلك ارتفاع معدل الفائدة المحلي، مما يخلق دخول موجة ضخمة من التدفقات المالية تجاه البلد، اذا كان سعر الصرف ثابت، في هذه الحالة تفقد السلطة النقدية سيطرتها على الكتلة النقدية مما سيؤدي إلى حدوث تضخم، وتغيير أسعار الفائدة الحقيقية نتيجة لذلك.

⁶⁹ - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق ص، ص 212، 213.

مع تزايد مستوى العولمة المالية فإن تحديد أسعار الفائدة ستخرج عن سيطرة البنك المركزي ، حيث سترتبط أسعار الفائدة المحلية، وخاصة قصيرة الأجل مع أسعار الفائدة الخارجية. لذلك فإن أي محاولة لتحديد أسعار فائدة وأسعار صرف لا تتفق مع مثيلاتها في الخارج يمكن أن تؤدي إلى تدفقات كبيرة لداخل الدولة أو لخارجها من رؤوس الأموال قصيرة الأجل. إن ما سبق يحدد قدرة الدولة على استخدام السياسة النقدية وسعر الصرف لتحقيق أهداف الاقتصاد الكلي متأثرة بحركة رأس المال.⁷⁰

وحسب التجارب السابقة فإنه لا يمكن لصانعي السياسة النقدية مع اتجاه العولمة المالية وتكامل الأسواق المالية، الجمع بين ثلاثة سياسات نقدية بأن معا وهي:⁷¹

– أسعار الصرف الثابتة.

– حرية حركة رأس المال.

– زيادة سعر الفائدة المحلي قصير الأجل بفارق كبير نسبياً عن المستوى العالمي.

أما تأثير العولمة المالية على السياسة المالية فإنها تظهر أكثر كلما تزايدت درجة العولمة المالية. ففي الحالات التي يتأثر فيها الاستثمار بالاعتبارات الضريبية ، تلجأ الشركات والمستثمرين الكبار في الدول الصناعية للخروج باستثماراتهم لدول تكون فيها معدلات الضرائب على الدخل والأرباح منخفضة مما يؤدي ليس فقط لخفض حصيلة مداخيل الدولة من الضرائب، بل لإضعاف فاعلية السياسة المالية في تحقيق أهدافها. كما انه مع تزايد خروج رؤوس الأموال خارج الحدود الوطنية بسبب الضرائب ستزداد معدلات البطالة في دول نزوح رأس المال ولمقابلة ذلك ستضطر الحكومات لخفض معدلات الضرائب على الشركات مما سيؤدي لانخفاض الإيرادات الضريبية وزيادة عجز الموازنة العامة، وقد تقوم الدولة عندئذ مجبرة بالتخلي عن بعض البرامج الاجتماعية.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل نستخلص أن العولمة الاقتصادية هي عملية تعميق مبدأ الاعتماد المتبادل بين الفاعلين في الاقتصاد العالمي، إذ العولمة تتسع لتشمل الاقتصاديات الوطنية، والعولمة في الأصل ليست بالظاهرة الحديثة وإنما ترجع جذورها إلى بداية القرن الخامس عشر وقد شملت العولمة جميع المجالات لهذا نجد العولمة السياسية، العولمة الثقافية، العولمة التكنولوجية والعولمة الاقتصادية بشقيها المالي والتجاري.

تعتبر العولمة المالية أحد وجوه العولمة الاقتصادية وهي حديثة العهد نسبياً وكانت بداياتها الأولى مطلع الستينات تهدف العولمة المالية إلى خلق سوق وحيدة لرؤوس الأموال على المستوى العالمي كله مرتبطة

⁷⁰ - عبد المطلب عبد الحميد العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص30.

⁷¹ - أحمد منير النجار، مرجع سابق، ص30.

بعولمة أسواق السلع والخدمات، وقد ساهمت عدة عوامل في تكريسه وتسريع وتيرة انتشارها؛ كتنامي الرأسمالية المالية وعجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية، وظهور ابتكارات مالية حديثة متمثلة في المشتقات المالية بالإضافة إلى التحرير المالي المحلي والدولي والتطور التكنولوجي الهائل كظهور الأنترنت وأجهزة الاعلام الآلي وغيرها، كما كان لبعض الأطراف المشاركة الكبيرة في تكريس العولمة المالية على غرار صندوق النقد الدولي والبنك العالمي وكذا الشركات المتعددة الجنسيات، هذه الأخيرة التي كرست بشكل أعظم العولمة المالية.

لقد ساعدت العولمة المالية من خلال عملية التحرير المالي في تدفقات كميات كبيرة من رؤوس الأموال ومن ثم الاستثمار تحسين البنية المالية للبلدان النامية ومساعدتها في دفع عجلة التنمية إلا أن ما نجم عن عولمة المالية من مخاطر كان أعظم خاصة فيما يتعلق بالتقلبات الفجائية لرأس المال وهروب رؤوس الأموال الوطنية، وكذا مساهمتها في نمو نشاطات المضاربة وتنمية نشاطات الاقتصاد الوهمي وتدويل الأزمات.

الفصل الثاني:

التأصيل النظري للأزمات المالية

تمهيد:

منذ أن نشأت الرأسمالية وهي تحمل في ثناياها الاختلالات بسبب التناقض الرئيسي الذي يحكم الإنتاج السلعي الرأسمالي، وهو التناقض القائم بين الطابع الاجتماعي للإنتاج والطابع الفردي لملكية وسائل الإنتاج ويضاف إليه تناقض آخر يتمثل في التفاوت الحاصل بين نمو القدرة على الإنتاج ونمو القدرة على الاستهلاك.

لعل المتتبع للتاريخ الاقتصادي سوف يلاحظ أن الأزمات قد رافقت الاقتصاد الرأسمالي منذ الثورة الصناعية، لكنها تتباين في حدتها بين الفينة والأخرى. مع تنوع الأزمات وتباين شدتها، واختلاف إفرازاتها وتأثيراتها، وانطلاقاً من كل هذا، فقد احتل موضوع الأزمات حيزاً واسعاً واهتماماً كبيراً دفع بالكثير من علماء الاقتصاد الرأسمالي إلى دراستها ومعرفة أسبابها والحلول المقترحة لتجاوزها.

مع دخول الاقتصاد العالمي مرحلة النظام الاقتصادي العالمي المعولم نتيجة تطبيق آليات العولمة المالية، فقد تزايد حجم الأزمات التي شهدها العالم كما ازدادت حدتها، فأصبح من المعتاد أن أي أزمة في بلد ما سوف تتعدى آثارها إلى دول أخرى، يرجع للترابط الكبير بين أسواق رؤوس الأموال، حيث أن أي اختلال يحدث في البورصات الرئيسية في العالم سيؤدي حتماً إلى آثار على البورصات الأخرى.

سوف نتطرق في هذا الفصل "التأصيل النظري للأزمات المالية" الذي قسمناه إلى ثلاث مباحث أساسية أهم المعارف النظرية والمفاهيم الأساسية حول موضوع الأزمات المالية، كما يلي:

المبحث الأول: عموميات حول الأزمة المالية.

المبحث الثاني: الفكر الاقتصادي والأزمات، عدواها والنماذج المفسرة لها.

المبحث الثالث: نماذج لأزمات البلدان الناشئة.

المبحث الأول: عموميات حول الأزمة المالية

برز الاهتمام الكبير بموضوع الأزمات المالية نتيجة مخلفاتها السلبية على مجمل الاقتصاد العالمي، وتهديدها لاستقرار الاقتصاد والاجتماعي وحتى السياسي، ومع تغير طبيعتها وتزايد شدتها خاصة مع نهاية القرن العشرين، تزايد الاهتمام بدراستها ومحاولة التنبؤ بها. وباعتبار المفاهيم النظرية أسس ضرورية للدراسة فقد أرتأينا التطرق لمفهوم الأزمة مع التعرض لخصائصها، أهم تصنيفاتها وكذلك الأسباب المؤدية لنشوتها.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة وخصائصها

لا يوجد تعريف أو مفهوم محدد للأزمة المالية، فقد تعددت المفاهيم والتعاريف التي يستعملها الاقتصاديون لمصطلح الأزمة المالية، فبناء على ذلك سنحاول توضيح أهم التعاريف التي تبسط مصطلح الأزمة المالية مع ابراز أهم الخصائص المميزة لها.

1. مفهوم الأزمة المالية:

تعرف الأزمة المالية على أنها: "موقف يواجه فيه الفرد أو المنشأة أو الدولة أو مجموعة دولية معينة تحولا خطيرا وكبيرا في الأحداث والأنشطة، قد تؤدي إلى أضرار جسيمة، وفي ظل الأزمة فإن الأمور لا تسير في طريقها المعتاد أو المتوقع، ويحدث فيها عدم توازن قد يؤدي إلى تغيير كبير في المستقبل".¹

كما يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية مثل أسعار الأسهم والسندات والودائع المصرفية وأسعار الصرف، وهذا ما يحتاج إلى جهد كبير في تفسير الظواهر الخاصة بتغير أسعار الموجودات المالية كالأسهم والسندات، أو الموجودات الحقيقية كالعقار والسلع المعمرة، إلى غير ذلك من تأثير الأزمة المالية على كافة أصول الثروة بمختلف أنواعها.²

الأزمة المالية هي انهيار شامل للنظام المالي بكل مكوناته، فالأزمة المالية هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم إصدار، أسعار الأسهم والسندات

1- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر 2009، ص17.
2- ثريا الخزرجي، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية، التحديات وسبل المواجهة، المؤتمر العلمي الثالث لجامعة الإسراء، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول العربية 2009، ص4.

وإجمالي القروض، الودائع المصرفية وسعر الصرف " أو " انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي.¹

الأزمة المالية هي تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دورا هاما في الاقتصاد الوطني² هي ذلك التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول؛ والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية؛ والذي ينعكس سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة و أسعار الأسهم؛ مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة حيث يزيد من عدد العاطلين عن العمل؛ ويؤثر في إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية؛ وعادة ما تحدث الأزمات بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي، و سببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط و سريع في الإقراض دون التأكد من الجدارة الائتمانية للمقترضين، الأمر الذي يؤدي إلى فقدان السيولة، و عندها يحدث انخفاض في قيمة العملة مؤديا إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج.³

هي الوضع الذي تتدهور في ظله كفاءة النظام المالي والمصرفي في أداء وظيفته الأساسية في تحويل الأرصدة المالية من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض مالي (مدخرات مثلا) إلى الوحدات الاقتصادية التي تحتاج إلى تلك الأرصدة، ويقترن هذا التدهور بانتشار حالات الذعر المالي (الذي يسبب تدهور أسعار الأصول المالية ، ولاسيما الأسهم) والذعر المصرفي (والذي يسبب سحب واسع النطاق للودائع من البنوك) وإفلاس كثير من المؤسسات الاقتصادية (بسبب ارتفاع حجم القروض المعدومة) ، مع تدهور قدرة المؤسسات المالية ولاسيما المصارف وشركات الاستثمار وشركات الأوراق المالية على الوفاء بالتزاماتها، فتنشر حالات الفشل والإفلاس المصرفي والمالي على نطاق كبير، وهذا يسبب انخفاض حجم التمويل المتاح للاستثمار الحقيقي ، فينخفض حجم النشاط الاقتصادي، ويزداد معدل البطالة.⁴

2. خصائص الأزمة المالية:

تتميز الأزمات المالية بمجموعة من الخصائص نجملها في النقاط التالية:

¹ - نسبية أو كليل، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من أثارها - مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا - أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر، 2008، ص 61.

² - عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2003، ص 32.

³ - عريقات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، 1999 ، ص 201 .

⁴ - احمد ابو الفتوح الناقه، الأزمة المالية العالمية، ص 3. على الرابط <http://economy-eg.alafdal.net/t43-topic>

***المفاجأة العنيفة:** أهم خصائص الأزمة هو عدم إمكانية التنبؤ بها، لأن الأزمة

في بدايتها تسبب صدمة ودرجة عالية من التوتر وتستقطب اهتمام كافة العاملين، مما يضعف قدرات الفعل المؤثر والسريع لمواجهتها.

***نقص المعلومات:** عدم وضوح الرؤيا لدى متخذ القرار وأي الاتجاهات يسلك، وماذا يخفيه هذا الاتجاه من أخطار مجهولة سواء في حجمها، أو في درجة تحمل الكيان الإداري لها.

***سرعة تصاعد الأحداث:** إن مصدر الأزمة ينتج أحداثا متتابعة و متسارعة بشكل كبير مما يضيق الخناق على صاحب القرار، ويجعل السيطرة على الأزمة والتحكم فيها أمرا بالغ الصعوبة، لاسيما في ظل عدم توافر المعلومات ونذرتها فضلا عن الشك في البدائل المقترحة لحل الأزمة.¹

***فقدان السيطرة:** إن جميع أحداث الأزمة تقع خارج نطاق قدرة صاحب القرار وتوقعاته عن الأمور العادية للأعمال، وبذلك فهي تستوجب المواجهة خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة، ومن ثم ضرورة إحداث استثناءات ومبتكرات جديدة لمواجهة التغيرات الفجائية.

***حالة تهديد:** إن ضغط الأزمة يشكل تهديدا رئيسيا لأهداف الكيان الإداري ومصالحه العليا، ويخلق حالة من عدم التوازن التنظيمي، إذ تصدر ردود أفعال شديدة متعارضة، متداخلة ومتشابكة من قبل جميع الجهات المتعلقة بالأزمة.

***غياب الحل الجذري السريع:** فالأزمات لا تنتظر الإدارة حتى تتوصل إلى حل جذري، فضلا عن غياب هذا الحل أصلا، بل تهدد الأزمات أحيانا بتدمير سمعة المنشأة، وأن الأمر يتطلب المفاضلة بين عدد محدود من الحلول المكلفة واختيار أقلها ضرراً، إن هذا الأمر يتطلب حسن استخدام الطاقات البشرية والمادية والفنية المتاحة بأعلى درجة من الكفاءة والفعالية في إطار من التنسيق والتعاون الجماعي المشترك بين كافة الأطراف ضمن منهجية عمل الفريق الموحد.²

حالة تحول جوهرية: تمثل الأزمة نقطة تحول جوهري ينطوي على درجة من الغموض وعدم التأكد والمخاطرة، وهي بذلك تتطلب قرارات مصيرية لمواجهتها وحسمها.

ضيق الوقت : إن حدوث الأزمة بشكل مفاجئ لا يتيح وقتا كافيا للرد عليها أو الاستجابة لها، وإن الرد عليها يجب أن يكون سريعا للغاية لما تمثله من تهديد لمصالح المنظمة.

¹-علي محمد ثجيل المعموري، فارس جميل حسين الصوفي، مدى تأثير معايير القيمة العادلة على تداعيات الأزمة المالي، المؤتمر العلمي الثالث لجامعة الإسراء، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول العربية، 2009، ص11.
²- المرجع نفسه، ص12.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

لقد اختلفت التصنيفات التي يمكن تقديمها للأزمة المالية باختلاف المعايير التي تستعمل في ذلك، ونقدم هنا أهم التصنيفات وهي:

1 . حسب دورة حياتها

هذا المعيار يقسم الأزمات المالية حسب المرحلة التي تمر بها من النشوء إلى الاختفاء، وأنبثق منه خمسة أنواع هي:

أ. **مرحلة الميلاد:** في هذه المرحلة تبدأ الأزمة بالظهور لأول مرة، حيث يكون هناك شيء ما مبهم يلوح في الأفق، وينذر بموقف غير محدد المعالم أو الاتجاه أو الحجم أو المدى الذي سيصل إليه، ويرجع هذا إلى اتساع نطاق المجهول في الأزمة، وغياب الكثير من المعلومات حول أسبابها وقوة الدفع المولدة لها، وهنا يصبح من الممكن اكتشاف العوامل التي يمكن أن تؤدي إلى الأزمة، والتحضير والاستعداد بما يكفل الحيلولة دون حدوثها.

ب. **مرحلة النمو والانتعاش:** فيها يتعاضد الإحساس بالأزمة ويشعر بها الكثيرون، ولا يستطيع متخذ القرار إنكارها نظراً لوجود ضغط مباشر، فضلاً عن دخول أطراف جديدة إلى مجال الإحساس بالأزمة، سواء لامتداد خطرها إليهم أو لخوفهم من نتائجها، وهنا على متخذ القرار التدخل لإفقادها؛ روافدها المحفزة والمقوية لها.

ج. **مرحلة الانفجار:** تصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما يخفق متخذ القرار في التعامل مع العوامل التي حركت الأزمة، والمتغيرات التي سببت حدوثها، وفي هذه المرحلة تصل إلى أقصى قوتها وعنفها، حيث تنفجر مولدة طاقة ضخمة ذات أبعاد مختلفة، يصعب حصرها وحتى قياس حجمها.

د. **مرحلة الانحصار والتقلص:** عندما يتم مجابهة الأزمة بعد انفجارها، للتخفيف من أضرارها والتقليص من شدة آثارها، تبدأ في الانحصار والتقلص وتفقد جزءاً هاماً من قوة الدفع لديها، غير أنه تجدر الإشارة إلى أن بعض الأزمات تتجدد عندما يفشل الصدام في تحقيق أهدافه.

هـ. **مرحلة الاختفاء:** تصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما تفقد بشكل شبه كامل قوة الدفع المولدة لها، أو لعناصرها وجزئياتها التي تنتمي إليها، ومن ثم تتلاشى مظاهرها وينتهي الاهتمام بها ويختفي الحديث عنها، إلا باعتبارها حدثاً تاريخياً قد انحصر وانتهى.

2. حسب صندوق النقد الدولي: تصنف الأزمات في خمسة أنواع حسب المعايير التي يعتمدها صندوق

النقد الدولي

أ. **أزمات أسواق المال أو الفقاعة المالية:** تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" "bubble". حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو يكون فيف هذا الارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل - كالأسهم على سبيل المثال - هو الريح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهها قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى¹.

ب. **أزمة الديون (الدين الخارجي):** ويحدث هذا الشكل من أشكال الازمة المالية إما عندما يتوقف المقرض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون ان التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة بمعنى آخر تحدث أزمة الدين الخارجي عند وجود أحد البلدان في موقف يعجز فيه عن الوفاء بخدمة دينه الخارجي سواء للكيانات السيادية أو الخاصة. يظهر من التعريفان الأخيران أن أزمة الدين الخارجي يمكن أن ترتبط بدين تجاري (خاص) أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن السداد لالتزاماته قد تؤدي الى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص الى الداخل، والى أزمة في الصرف الأجنبي.²

ج. **الأزمة المصرفية:** وتشير إلى الموقف الذي تضطر فيه البنوك، نتيجة للمسارعة الفعلية أو المحتملة بسحب الأموال منها أو نتيجة لاحتمال إخفاق هذه البنوك أو إخفاقها بالفعل في أداء مهمتها على النحو الواجب، إلى وقف التحول الداخلي للالتزاماتها، أو إلى الموقف الذي تضطر فيه الحكومة للتدخل للحيلولة دون حدوث ذلك من خلال تقديم مساعدات واسعة النطاق. وقد تصل الأزمة المصرفية إلى درجة من الشدة بحيث تلحق أضرار بالجهاز المصرفي بأكمله. وتشكل الأزمة المالية التي تلحق بالجهاز المصرفي اضطرابات في الأسواق المالية قد تشتد حدتها بحيث تؤدي، من خلال اضعاف قدرات هذه الأسواق على

¹ - بلقاسم زايري، ميلود مهدي، الأزمة المالية الدولية نظرية للأزمة أم أزمة نظرية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20 و 21 أكتوبر 2009، ص3.

² - كمال العقيرب، سيد علي بلحمدي، أهم الأزمات المالية الناتجة عن نشاط الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة، والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، 5-6 ماي 2009، ص8.

العمل بصورة فعالة، الى آثار مناوبة كبيرة على الاقتصاد الحقيقي وقد تنطوي الأزمة المالية المتعلقة بالجهاز المصرفي على أزمة في العملة؛ غير أن أزمة العملة لا تنطوي بالضرورة على اختلال خطير في نظام المدفوعات المحلية، ومن ثم لاتصل إلى حد الأزمة المالية في الجهاز المصرفي.¹

د. أزمة عملة : أو ما يسمى بأزمات سعر الصرف، أو أزمات النقد الأجنبي، يحدث هذا النوع من الأزمات عندما تتعرض عملة بلد ما إلى إحدى هجمات المضاربة، مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها انخفاضاً كبيراً، أو إلى إكراه السلطات الحكومية لهذا البلد على الدفاع عن عملتها عن طريق إنفاق جانب كبير من احتياطياتها الدولية أو عن طريق رفع أسعار الفائدة عليها بشكل حاد. و يميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات الطابع القديم، وهي التي تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالباً في سياق الضوابط المتزايدة على رأس المال، مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة. أما الأزمات ذات الطابع الجديد فتركز على القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة ميزانيات جزء مهم من الاقتصاد بالثقة، يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية والرأس مالية الأكثر تحرراً وتكاملاً إلى الضغط سريعاً على سعر الصرف.²

هـ. الأزمات المالية المزدوجة " les crises jumelles "

تميزت فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية بتولد شكل جديد من الأزمات المالية هي الأزمات المزدوجة، وهي عبارة عن تركيبة من الأزمات المصرفية وأزمات الصرف، وتظهر هذه الأزمات من خلال تركيبة من مضاربة حادة ضد العملة الوطنية وموجة من الإفلاسات والضعف في البنوك، تجتمع مع شك وحذر بخصوص استقرار أسعار الصرف (وبالتالي نظام الصرف)، وكذلك الشك بخصوص سيولة وملاءة الوسطاء الماليين، والتي لها تأثير متبادل ورجعي الواحدة على الأخرى.³

وعموماً يمكن القول أن كل أشكال الأزمات تتسم بدرجة كبيرة من الترابط بينها، أو التتابع في بعض الأحيان، إذ قد تتزامن عناصر أزمات العملة والبنوك والدين في وقت واحد. لا بد من الإشارة ان الأزمات

¹ - أحمد ناصر المهدي زعدار، الأزمة المالية الآسيوية والأزمة العقارية الأمريكية: الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة، والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، 5-6 ماي 2009، ص3.

² - سهام حرفوش، إيمان صحراوي، دور الأساليب الحديثة لجدارة المخاطر الائتمانية للبنوك في التخفيف من حدة الأزمة المالية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20 و 21 أكتوبر 2009، ص3.

³ - Robert BOYER. Mario DEHOVE. Dominique PLIHON, 'les crises financières', Ed La Documentation française, Paris, 2004, P.P.26- 27.

المالية هي في أغلب الاحيان مختلطة، حتى ولو كانت لديها مصادر مشتركة مثل الاختلالات الاقتصادية الكلية ذات الاهمية، أو السياسات المالية الهشة في ظل مناخ سياسي غير مستقر.¹

3. حسب ساكس وراذلت:

اهتم ساكس وراذلت بتصنيف الأزمات المالية بحسب المسببات التي تؤدي إلى اندلاع الأزمة نفسها والتي تضم ما يلي:²

أ. الأزمة التي تؤدي إلى اختلالات في الاقتصاد الكلي: وتشمل انخفاض أسعار العملات، خسائر في احتياطات النقد الأجنبي، أو انهيار أسعار الصرف.

ب. الاضطراب أو الذعر المالي: وهو ما ينتج عن اضطرابات الجهاز المصرفي بشكل يؤدي إلى انهيار وحداته بشكل ملحوظ و سريع الانتشار، وعادة ما يبدأ الاضطراب نتيجة فقدان الثقة في الجهاز المصرفي ليس بسبب وجود مشاكل فعلية في ميزانيته وإنما بسبب انتشار الشائعة حول انخفاض مستوى أدائه، ومن ثم يتزايد خوف المودعين فتبدأ الهرولة نتيجة لسحب الأموال بكثرة والجدير بالذكر أن الاضطراب من أهم صفاته سرعة الانتشار، هذا ما يدفع المودعين إلى سحب أموالهم مرة واحدة وينتشر الأمر إلى بنوك أخرى.

ج. أزمة تفاقم الدين: تنشأ هذه الأزمة بسبب ضعف الاتصال بين الدائنين والمدينين بشكل يصعب معه متابعة ورقابة رأس المال المقترض وملاحقته في حالة سوء استخدامه أو احتمال فقدانه، ومن ثم يتم التوقف عن تقديم القروض و يتم تصفية القروض السابقة.

المطلب الثالث: أسباب

الأزمة لكي نفهم

لماذا تحدث الأزمات المالية، وكيف تؤدي لحدوث انكماش في النشاطات الاقتصادية، سنتطرق في هذا المطلب الى أهم ستة عوامل أساسية التي يمكنها إثارة الأزمات المالية.

1. عدم استقرار الاقتصاد الكلي:

إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء

¹ - كمال العقيرب، سيد علي بلحمدي، مرجع سابق، ص8.
² - نزمين السعدني، قراءات حول الأزمة النقدية العالمية، مجلة السياسة الدولية، العدد 13، 1999، ص261.

بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون. وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت انخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة. وشكل انخفاض شروط التجارة سبباً رئيسياً للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، حيث الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه.¹

وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية. فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها. ويقدر إن ما بين 50 و 67% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينات، كان سببها المباشر التقلبات في أسعار الفائدة عالمياً.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية. وأكدت دراسات مختلفة على هذه الحقيقة، وأظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا. وذكرت الدراسة أنه أثناء وقوع الأزمات المالية حدث ارتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية. أما في الجانب المحلي، فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصراً حاسماً في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصاً منح الائتمان وتوفير السيولة. وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سبباً مباشراً لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي.

كما أن هناك آثاراً سلبية أخرى على مستويات النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التهيئة لحدوث الأزمات المالية

2. مخاطر التحرير المالي:

يؤدي التحرير المالي إلى تدويل وانتقال أزمات البنوك والأزمات المالية، ولعل ذلك من أهم التحديات والآثار السلبية للتحرير المالي، حيث حدثت في عقد التسعينات أزمات بنكية ومالية في ما لا

¹ - ناجي التوني، الأزمات المالية، "مجلة جسر التنمية"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 29، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ماي 2004، ص5.

يقول عن ثلث الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي، وقد تصاعدت أزمات البنوك والأزمات المالية في جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية والولايات المتحدة الأمريكية كندا وشمال أوروبا وإفريقيا فضلا عن الأزمات التي واجهتها بنوك روسيا ودول شرق ووسط أوروبا.¹

وقد حدثت كل تلك الأزمات في ظل التحرير المالي والعولمة، حيث كان لهذه الأزمات تأثير على مجمل الاقتصاديات الوطنية التي حدثت فيها بل وامتد تأثيرها السلبي إلى النظام المالي في البلاد الأخرى. وتعد طريقة تطبيق إجراءات التحرير المالي من الأسباب الرئيسية في حدوث الأزمات، حيث يوجد منهجان للتحرير المالي أحدهما مباشر وفيه يتم تحرير القطاع المالي الداخلي والقطاع المالي الخارجي في آن واحد، وتتم كافة إجراءات التحرير في وقت واحد، والآخر تدريجي وهو التحرير الذي يتم في شكل متسلسل ومتأني في إجراءاته وتطبيقه بحيطه وحذر.

حيث أدى التطبيق الآني لكافة خطوات التحرير المالي مع تجاهل اعتبارات التسلسل والتدرج إلى حدوث مشاكل مالية واقتصادية في الدول التي سلكت ذلك النهج، ونشير إلى تجارب كل من الأرجنتين والأوروغواي للتحرير الشامل، فإن كلتا الدولتين قامتتا بتحرير قطاعيهما المالي الداخلي والخارجي في آن واحد، وأن جميع خطوات التحرير من إزالة القيود على سعر الفائدة وتخصيص الائتمان، و على حرية الدخول إلى القطاع المالي والمصرفي، وعلى سوق رأس المال بالإضافة إلى قابلية العملة للتحويل الكامل قد تمت في آن واحد.

ومن نتائج ذلك ان كلا من الأرجنتين وأوروغواي واجهتا مشكلة الدولار المتزايدة لأصول وخصوم الجهاز المصرفي نتيجة تحرير القطاع المالي الخارجي، الأمر الذي عرض كل البنوك والشركات المقترضة لمخاطر تخفيض العملة الوطنية.²

كما أدى التحرير المالي في الأرجنتين إلى زيادة نسب الرفع المالي للشركات حيث تزايدت مديونيتها قصيرة الأجل لتلك الشركات.

كما عانت تركيا من نفس التجربة حيث أدى التحرير غير التدريجي إلى تقلبات شديدة في كل من سوق رأس المال وأسعار الصرف، كما تعرض كل من القطاعين المالي والحقيقي لمخاطر منتظمة كبيرة. على عكس ذلك تعتبر التجربة الهندية التي ارتكزت على نهج تدريجي اثناء قيامها بتحرير قطاعها المالي ابتداء من سنة 1991 حيث قامت بتحرير القطاع المالي الداخلي بشكل تدريجي قبل القطاع المالي

¹ - عبد الغني حريري، دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20 و 21 أكتوبر 2009، ص4.
² - المرجع نفسه، ص5.

الخارجي، الأمر الذي مكنها من تجنب العديد من الأزمات المالية والاقتصادية وهذا ما يثبت ضرورة الانفتاح المالي التدريجي تجنباً لمخاطر الأزمات.

3. ضعف الرقابة على المؤسسات المالية :

يقصد بالمؤسسات المالية البنوك وشركات التأمين وشركات التمويل العقاري وسوق رأس المال وشركات التوريق وشركات التخصيم. ولا شك أن هذه المؤسسات المالية تحتل مكاناً هاماً ومركزياً في اقتصاد أي دولة. كما يمكن أن يتسم دورها بالخطورة، حيث تتلقى الأموال وتعيد توظيفها واستثمارها مما يجعل إعادة استثمارها لا تخلوا من المخاطر المتعددة رغم كل هذه الاعتبارات إلا أن هاته المؤسسات لم تكن تخضع في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية لرقابة كافية من الجهات الرقابية ولعل أبرز دليل على ذلك الأزمة المالية العالمية الأخيرة.¹

ومن جهة أخرى فقد ظلت الأسواق والأدوات المالية منفصلة نسبياً لعقود طويلة، بمعنى أن انهيار سوق التأمين مثلاً كان يؤثر في المقام الأول على شركات التأمين والأنشطة المتصلة به وهكذا. لكن انهيار الحدود والحوافز التقليدية بين الأسواق والمؤسسات المالية أدى إلى أنه في حالة تعرض أحد أنشطة القطاع المالي (بنوك، شركات تأمين، شركات تمويل عقاري، سوق المال، شركات التوريق، شركات التخصيم) إلى انتشارها لبقية الأنشطة الأخرى كما حدث في الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي كانت بدايتها كأزمة التمويل العقاري في الولايات المتحدة، سرعان ما انتقلت إلى باقي أنشطة القطاع المالي ومن تم باقي قطاعات الاقتصاد الأمريكي.

فغياب إجراءات كافية للرقابة والضبط، أو التراخي في تطبيقها إن وجدت من أهم أسباب الأزمات. فقد شاع في القطاع المالي مناخ من التساهل و التغاضي عن القواعد السليمة لمنح الائتمان و النقاعس عن تطبيق الضوابط القويمة على ملاءة المؤسسات الائتمانية وآليات عملها، حتى وصلت الأمور إلى حد التسبب والانفلات.

هذا المناخ يترتب عليه نمو كبير للديون الرديئة كما كان عاملاً أساسياً مساعداً في تفشي وانتشار الفساد، وهياً أرضية خصبة لتنامي عمليات النصب والاحتيال والتدليس والغش والتواطؤ بين أطراف مختلفة في القطاع المالي. وقد كانت لمؤسسات التقييم الائتماني وشركات المراجعة دور ملحوظ

¹ - راضية بوزيان، الأزمة المالية وأثرها على اقتصاديات العربي: الأسباب والتداعيات .. التأثيرات وأفاق التغيير على الاقتصاد العالمي والجزائري، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20 و 21 أكتوبر 2009، ص12.

في الممارسات الفاسدة التي يشهدها القطاع المالي الأمريكي ولم تكن فضيحة " مادوف" التي ضاع فيها خمسون مليار دولار من أموال المودعين هي الأولى من نوعها، فقد سبقتها فضائح كثيرة مشابهة.¹ إن هذا الهيكل المؤسسي الذي تعمل في إطاره البنوك والمؤسسات المالية والذي يتميز بالضعف والهشاشة فإنه سيتأثر حتما بشكل سيء على أداءها. ولعل تحسين النظم المحاسبية المتبعة وإجراءات الإفصاح المحاسبي وكذلك الإطار التشريعي وتوحيد عمل الأجهزة الرقابية وضمان التنسيق التام بينها سيساهم حتما في الرفع من فعالية جهاز السوق وممارسة الإشراف الفعال على البنوك والمؤسسات المالية المختلفة.

4. تدخل الحكومة في تخصيص الائتمان:

من المظاهر المشتركة للأزمات المالية في العديد من الدول النامية كان الدور الكبير لتدخل الدولة في العمليات المصرفية خصوصا في عملية تخصيص القروض الائتمانية. وفي كثير من الأحيان كانت الحكومة تقوم بتوزيع الموارد المالية المتاحة على قطاعات اقتصادية أو أقاليم جغرافية بعينها في إطار خطة لتنمية تلك الأقاليم والقطاعات أو لخدمة أغراض أخرى قد تكون سياسية بالدرجة الأولى وليست اقتصادية.

تخضع أغلب القروض التي تمنحها البنوك المملوكة للدولة (القطاع العام) لتوجيهات حكومية إما بشكل مباشر أو غير مباشر أكثر من تلك التي تديرها البنوك الخاصة، فقد أنشئت معظم البنوك العامة لتخصيص القروض لقطاعات معينة وغالبا ما كانت الجدارة الائتمانية لهذه القطاعات أو هؤلاء المقترضين محل اهتمام أو تلقى وزنا كبيرا عند منح الائتمان، وبذلك تصبح تلك القروض التي تمنحها البنوك العامة مصدرا لدعم حكومي لمساعدة مشروعات متعثرة، وفضلا عن ذلك ولأن هذه البنوك لا تواجه منافسة وتتمتع بوضع احتكاري فإن الحكومة تقوم بتغطية خسائرها وأحيانا ما تكون محمية من قواعد ونظم الإفصاح المالي ولا يوجد لديها الميل للابتكار أو تشخيص مشاكل القروض في مراحل مبكرة وعادة ما يكون أدائها أقل كفاءة من نظيرها من البنوك الخاصة.² وفي أحيان كثيرة يعاني القطاع المصرفي خاصة في البلدان النامية من احتكار الحكومة لنشاطاته، وبالتالي أدى هذا الوضع إلى حصول

¹-أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، المؤتمر الدولي اتجاهات اقتصادية عالمية الرابع بعنوان: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية - جامعة الكويت، ص14.

²-عبد النبي إسماعيل الطوخي، التننؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القاندة، ص 5. على الرابط www.kantakji.com/media/1110/104.doc

الأفراد ذوي النفوذ والاتصالات الواسعة مع الحكومة على القروض والائتمان دون الأخذ في الاعتبار سلامة المشروع الاستثماري أو القدرة المالية للمقترض.

وتكون المخاطر الناشئة عن هذه العمليات هي الافتقار للموضوعية أو الغش أحياناً في تقييم الائتمان والضمانات والتركز الشديد وما يصاحبه من مخاطر، ويؤدي فشل أو تعثر عدد محدود من المقترضين إلى تعرض البنك لخسائر عالية قد تفوق حجم رأسمال البنك.

5. عدم تلاؤم أصول وخصوم المصارف:

يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف خصوصاً من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كافي من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتاً مما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج. وقد يتعرض زبائن المصارف كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية وعدم التلاؤم أيضاً بالنسبة لفترات الاستحقاق.

حيث لا تتناسب المخاطر التي تتحملها تلك المؤسسات مع أصولها، خاصة مع ارتفاع الوزن النسبي لحجم الأصول طويلة الأجل بميزانية تلك المؤسسات، وبالتالي تتعرض لإمكانية التعثر والافلاس. فعلى سبيل المثال حين تتيح البنوك سحب الودائع في أي وقت بينما تتوسع في الاقراض طويل الأجل كالقروض لتمويل شراء العقارات مثلاً فهي بذلك تتحمل مخاطر مالية مرتفعة. كذلك الحال بالنسبة للدول، فكثير من الاقتصادات النامية تلجأ إلى إصدار سندات قيمتها الاسمية مقيمة بالدولار أو اليورو، وهو ما قد يؤدي إلى عدم تناسب القيمة الاسمية لالتزاماتهم - أي السندات المصدرة- وأصول تلك الحكومات المتمثلة في الضرائب المحصلة بالعملة المحلية. وفي تلك الحالة تظهر إمكانية حدوث ما يسمى بحالة التعثر عن سداد الالتزامات أي عندما تعجز تلك الحكومات عن الوفاء بالتزاماتها من العملة الأجنبية عند استحقاق تلك السندات.¹

وخير مثال على ظاهرة عدم التلاؤم والمطابقة بين الأصول والخصوم هو الأزمة المالية في المكسيك سنة 1994 حيث لوحظ أنه خلال الفترة التي سبقت حدوث الأزمة ارتفعت نسبة الديون أو الالتزامات الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي. وقد صاحب ذلك نقص كبير في الاحتياطي من العملات الأجنبية مما خلق فجوة بين التزامات المكسيك من الخصوم السائلة والاحتياطي من النقد الأجنبي المقابل لتلك الخصوم

1- عيد الله شحاتة، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب، ص6. www.pidegget.org/arabic/azma.doc

لتصل إلى خمس مرات أكبر من قيمة احتياطي النقد الأجنبي مما حدا بالسلطات النقدية إلى تخفيض قيمة العملة. ولقد تكررت نفس هذه المظاهر في حالة كل من البرازيل وتشيلي ولكن بحدّة أقل.

6. ارتفاع الديون قصيرة الأجل:

شهدت حقبة التسعينات رواجاً في القروض قصيرة الأجل التي قدمتها المصارف الدولية للدول النامية، فقد ارتفعت الديون قصيرة الأجل المستحقة على هذه الدول حسب بيانات بنك التسويات الدولي من حوالي 176 مليار دولار عام 1990 إلى حوالي 454 مليار دولار عام 1997. وكان هذا التراكم السريع للديون قصيرة الأجل من العوامل الرئيسية لحدوث الأزمة المالية في المكسيك عامي 1994 و 1995 ودول جنوب شرق آسيا في عامي 1997 و 1998 بالإضافة إلى روسيا والبرازيل في عامي 1998 و 1999.

وقد أظهرت بيانات بنك التسويات الدولي أن نسبة الديون قصيرة الأجل من إجمالي ديون الدول النامية بلغت حوالي 20% عام 1997 بعد أن كانت حوالي 12% عام 1990.¹ وكان حوالي 50% من القروض الجديدة الممنوحة من المصارف العالمية ذات آجال استحقاق لمدة عام واحد أو أقل وهي نسبة تزيد كثيراً عما كانت عليه في أوائل التسعينات، وقد تزايد حجم الديون قصيرة الأجل بأسرع ما يكون في دول جنوب شرق آسيا تليها في ذلك أمريكا اللاتينية. وكانت الدول العشرة الأكثر استحواداً على قروض قصيرة الأجل خلال الفترة 1990-1996 هي كوريا 15% من جملة القروض قصيرة الأجل الممنوحة لجميع الدول النامية، تايلاند 11% ، البرازيل 10% ، إندونيسيا 8%، المكسيك 8% ثم الصين والأرجنتين وروسيا وجنوب أفريقيا وماليزيا. وقد تزامنت الزيادة في منح القروض قصيرة الأجل مع زيادة مطردة في نصيب القطاع الخاص من إجمالي القروض ولا سيما المؤسسات المالية. حيث حظيت المؤسسات المالية على 42% من القروض القصيرة الأجل الممنوحة لدول جنوب شرق آسيا، مثلاً.²

أما فيما يتعلق بأسباب الزيادة المطردة في الديون قصيرة الأجل، فيلاحظ إن النمو في الديون قصيرة الأجل ترافق مع ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وتحسن الأوضاع الاقتصادية من زيادة معدلات النمو الاقتصادي واستقرار مستويات الأسعار (التضخم) وأسعار الصرف وتنامي الانفتاح وتحرير التجارة في الدول المقترضة، كما تزامن ذلك أيضاً مع إصلاحات مالية ومصرفية كان من شأنها

¹- ناجي التوني، مرجع سابق، ص10.
²- المرجع نفسه، ص10.

انهماك المصارف المحلية في التوسع في منح الائتمان مع تعزيز نوع من الرواج في الاستثمار يتسم بالمضاربة خصوصاً في الأسواق الآسيوية الناشئة.

ولقد حدث هذا التوسع في منح الائتمان دون أن يسبقه التهيئة والإعداد الكافي للجوانب المؤسسية والقانونية والتنظيمية والرقابية والإشرافية للقطاع المالي. فزادت مخاطرة المصارف وتركزت في أنواع محددة من القروض والتي بدورها حبذت اللجوء إلى القروض قصيرة الأجل، مما أدى بدوره إلى زيادة تعرض القطاع المالي في كثير من الدول النامية لأزمات سيولة كما حدث في دول جنوب شرق آسيا، وسرعان ما انتقلت العدوى إلى دول أمريكا اللاتينية وغيرها من الدول النامية.

المبحث الثاني: الفكر الاقتصادي والأزمات المالية، عدواها والنماذج المفسرة لها.

طالما استطاعت الأزمات جذب اهتمام العديد من الاقتصاديين والباحثين الذين حاولوا دراستها واعطاء تفسيرات لها وابتداء من سنة 1979 وضع النماذج المفسرة لها، ومع تحول طبيعة الأزمات التي أصبحت تتميز بالانتشار، عمل الباحثون على دراسة عدوى هذه الأزمات وكذلك قنوات انتشارها، وهذا ما سنحاول شرحه من خلال هذا لمبحث.

المطلب الأول: الأزمات والدورات الاقتصادية في الفكر الاقتصادي

تعرف الأزمات الاقتصادية "Economic Crises" بأنها اضطراب فجائي يطرأ على التوازن في أحد الأنشطة الاقتصادية أو في مجمل النشاط الاقتصادي في بلد ما أو عدة بلدان، وتطلق بصورة عامة على الخلل الناشئ من اختلال التوازن بين العرض والطلب (الإنتاج والاستهلاك).

ويستعمل الاقتصاديون الغربيون في بعض الاحيان اصطلاح "الدورة الاقتصادية " Cycle بدلا من كلمة Crises التي تدل على الأزمة، يمثل الفرق بين الاصطلاحين، ان الأزمة تدل على الاختلال أو الاضطراب في مرحلة زمنية أو مكانية معينة ، في حين تدل الدورة " Cycle " على انتظام حصولها بصورة متعاقبة ضمن الظواهر الطبيعية لها، مما يعني ذلك أن حصول الأزمات تمثل حالة متوقعة الحصول في النظام الرأسمالي وتمثل أحد مظاهره الطبيعية.¹

1. الأزمة حسب المدرسة الكلاسيكية:

لقد رافقت الأزمات الاقتصادية الاقتصاد الرأسمالي منذ الثورة الصناعية، لكنها تتباين في حدتها بين أزمة وأخرى ومع ذلك فقد دفعت الكثير من علماء الاقتصاد الرأسمالي إلى دراسة هذه الأزمات ومعرفة أسبابها والحلول المقترحة لتجاوزها ومن أولى الأفكار التي ناقشت الأزمة الاقتصادية هي تلك الافكار التي بموجبها قبول فكرتي الافراط في الانتاج والنقص في الاستهلاك كتفسير لحالة الركود الذي يمكن أن يصيب النشاطات الاقتصادية، ويأتي النقص في الاستهلاك بسبب انخفاض الدخل يتبعها انخفاض القدرة الشرائية، إن مناقشة الأزمة بهذا الشكل أغفل تفسير الدورات الاقتصادية المتعاقبة في النظام الرأسمالي وبعد أن اكتملت الثورة الصناعية قبيل منتصف القرن التاسع عشر ظهرت نظريات الاقتصاديين في الرخاء والكساد، وما لعبه الائتمان المصرفي في هذا المجال. ولعل أول من استخدم

¹ - شفيق فلاح، النشاط الربوي والأزمات المالية، موسوعة الاقتصاد والتمويل الاسلامي، ص 1. <http://www.efpedia.com/arab/>

الدورات الاقتصادية هو المفكر الفرنسي "كليمنت جوجلار"¹ الذي سماها بالدورات التجارية ونشر كتابا بهذا العنوان في عام 1860، يشرح فيه التداخل بين التوسع والانكماش في الاقتصادات الرأسمالية آنذاك، كما ناقش "جون ستيوارت ميل" وهو عالم اقتصادي بريطاني الأزمات التجارية في كتابه "الأزمات التجارية" الذي أعاد طبعه في عام 1865، حيث كشف بوضوح عن طبيعة الدورة الاقتصادية، وأكد على النسب المتغيرة في العلاقة بين الرأسمالين المتلقين للفائدة والرأسمالين المتلقين للربح، إذ يمنح الفريق الأول قروضا إلى الفريق الثاني الذي يقوم باستثمارها وتكوين رأس المال ومؤسسات أعمال رأسمالية، ويتواصل الاقراض ليصل الى مرحلة الافراط في التوسع الائتماني وتلقي طلبات جديدة من القروض التي لا تستخدم لأغراض إنتاجية وحتى أرباح وإنما لسداد قروض سابقة، يرافق ذلك ارتفاع سعر الفائدة ، مما يؤدي الى حدوث الأزمة.

في عام 1890 ناقش "أرثر سيشوف" موضوع التحركات الدورية التي تتسم بالإفراط في الانتاج السلع الرأسمالية يقابله نقص نسبي في إنتاج السلع الاستهلاكية، ومن النظريات التي اتفق عليها العديد من مفكري الاقتصاد الرأسمالي هي نظرية النقص في الاستهلاك الذي يقابله توسع في الاستثمار وجني الأرباح بل الإفراط في الاستثمار الذي يقابله نقصا أو تراجعاً في الاستهلاك إنما ينتج عنه أزمة اقتصادية².

منذ تسعينيات القرن التاسع عشر، أصبح الجانب المالي أكثر تأثيراً في الحياة الاقتصادية واتجهت الدراسات الاقتصادية لتفسير الأزمة الاقتصادية منحا ماليا، فقد أكدت الدراسات والنظريات التي ناقشت الأزمات والدورات الاقتصادية أن الإفراط في الاستثمار يؤدي الى حدوث أزمة اقتصادية بسبب التوسع في إنتاج السلع الرأسمالية (الأصول) وتراكمها على حساب الاستهلاك وأخذت المضاربة في أسواق الأوراق المالية (البورصات) تأخذ بعدا جديدا أكثر حدة وأكثر اتساعا مما سبب حدوث أزمات اقتصادية كان أبرزها وأكثرها تأثيرا وأطولها أمدا هي أزمة الكساد الاقتصادي الذي حدث في (1873-1896) حيث استمرت لمدة ثلاث وعشرون سنة بعد انهيار بورصة فيينا حيث زاد خلال هذه الفترة الانتاج الصناعي خصوصا في الولايات المتحدة الامريكية بمقدار أربع مرات دون أن يرافق تلك الزيادة زيادة في الاستهلاك مما تسبب في الكساد الاقتصادي.

¹ - وليد أحمد صافي الأزمة المالية العالمية 2008 طبيعتها ، أسبابها ، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، الملتقى الدولي الثاني حول الازمة المالية الراهنة، والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، 5-6 ماي 2009، ص3.
² - المرجع نفسه، ص4.

لقد أدت الأزمات إلى اهتمام الاقتصاديين في أوروبا الغربية والولايات المتحدة بدراسة أسباب نشوء الأزمات وكيفية حدوثها واقتراح سبل المعالجة ومن هؤلاء الاقتصاديون افتاليون وبيج، وشومبيتر وروبرستون ورغم تباين أفكارهم نسبيا إلا أنهم اتفقوا على أن الإفراط في الإنتاج ينتج عن الإفراط في

الاستثمار، كما أنه توجد أهمية قصوى لدور المنظم في تنظيم الإنتاج والاستثمار.¹

كما أنهم اعتبروا ارتباط مدة الدورة الأزمة بالوقت المطلوب لجعل المعدات والعمليات الجديدة ذات فعالية. كما اعتبرت أفكار هؤلاء الاقتصاديين أن الأزمة الاقتصادية هي جزء مندمج من النظرية الاقتصادية أي أنها حتمية الحدوث في النظام الرأسمالي.

ومن تلك الآراء نجد أن هؤلاء الاقتصاديين لم يعطوا النقود الاهتمام الكافي، وبذلك فإن نظرياتهم هي نظريات غير نقدية باستثناء روبرستون الذي اعطى للنقود دورا في نشوء الدورة الاقتصادية، وأيد نظرية الأموال القابلة للاقتراض وأثرها في تحديد سعر الفائدة.

2. الأزمة حسب المدرسة النمساوية:

من النظريات الأخرى التي اهتمت بدراسة الأزمات هي نظرية الإفراط في الإنتاج بسبب الإفراط في الاستثمار وهي نظرية نقدية كان الفضل في ظهورها لرواد المدرسة النمساوية في الاقتصاد وهي من النظريات المهمة التي حاولت اعطاء تفسير للأزمة أو الدورة الاقتصادية وتمثل تطورا لنظرية الإفراط في الاستثمار.

يؤمن النمساويون بأن نمط الانتعاش والكساد المميز لدورات الاقتصاد يرجع إلى هيكل الإنتاج غير المتوافق مع التفضيلات الفعلية للناس². كما أن الدورة تبدأ بتحديد السلطات النقدية لأسعار فائدة منخفضة أكثر مما ينبغي، هذا يشجع الشركات على الاقتراض والاستثمار في المصانع وكذا المعدات الجديدة، وهو ما يحقق الانتعاش في قطاع الأعمال. ومع ذلك تنتهي أسعار الفائدة المنخفضة الناس عن الادخار، وفي النهاية يتعين على البنوك الحد من إقراضها. وهكذا تصير الاستثمارات التي كانت مربحة في ظل أسعار الفائدة المنخفضة غير مربحة الآن، يتحتم إلغاء عمليات الإنتاج وتُهدر الموارد الرأسمالية. وقد كان الفضل في محاولة وضع تفسير للأزمة حسب المدرسة النمساوية لـ "بوهم بافرك" الذي قدم أفكارا مفيدة في هذا

¹ - فليح حسن خلف، العولمة الاقتصادية مرجع سابق، ص 411.

² - إيمون باتلر، المدرسة النمساوية في الاقتصاد: مقدمة موجزة، ترجمة محمد فتحي خضر، كلمات عربية للترجمة والنشر القاهرة، 2013، ص 55.

الصدد، لكن كان أول من أوضح تفسير المدرسة النمساوية بالتفصيل هو "فون مايزس" في مؤلفه "نظرية النقد والائتمان" ثم لاحقاً بالتعاون مع "فريدريك هايك" في المعهد النمساوي لبحوث دورات الاقتصاد في ثلاثينيات القرن العشرين؛ العمل الذي نال عليه هايك جائزة نوبل في الاقتصاد بعدها بأعوام كثيرة. يرى النمساويون أن الدورة الاقتصادية هي في الحقيقة "دورة ائتمان" لأنها تبدأ عادة بخلق فائض ائتماني كبير من جانب البنوك، وتحديدًا البنوك المركزية، كما يقول "روثبارد" الذي واصل تطوير عمل كل من ميزس وهايك، إن المحفزات المقدمة لمصرفي البنوك المركزية تدفعهم إلى التوسع في منح الائتمان. ونجاحهم يقاس بنجاح قطاعات المال والأعمال في بلدانهم، ويشاد بهم في فترات الانتعاش الاقتصادي لكن على النقيض، لا تعود عليهم فترات التباطؤ والركود إلا بالنقد والإساءة. لذا هم يميلون إلى تشجيع فترات الانتعاش ويحاولون تجنب فترات التباطؤ لاقتصادي بأي ثمن. سبيل تحقيق ذلك هو إبقاء أسعار الفائدة في أدنى معدل ممكن لها.

إن البنوك المركزية لها ثقل كبير في الأسواق المالية حتى إنها بتغيير أسعار الفائدة التي بها تقرض البنوك التجارية تستطيع التأثير على أسعار الفائدة عبر قطاع المال والأعمال بأسره، فأسعار الفائدة المنخفضة المقدمة من جانب البنوك تشجع الناس على الاقتراض؛ لأنها تجعل الإقراض أقل تكلفة نظرًا لانخفاض الفائدة التي ستُدفع. وبهذا يأخذ أصحاب المنازل المزيد من الرهون العقارية لشراء منازل جديدة، وهو ما يزيد الطلب على قطاع الإسكان، ويرفع أسعار المنازل في الوقت الذي يجد فيه رواد الأعمال أنه من الأرخص تمويل مصانعهم ومعداتهم الجديدة التي يؤمنون أنها ستمكنهم من تسريع عملية الإنتاج وزيادة أرباحهم. من الظاهر يبدو كل شيء في أحسن حال، لكن لسوء الحظ تُخل أسعار الفائدة المنخفضة المصطنعة باستقرار التوازن الدقيق بين الاستثمار في الأصول الإنتاجية وتفضيلات الناس الزمنية، وتخلق انتعاشًا مدفوعًا بأسعار الفائدة يجعل رواد الأعمال يستثمرون في المواضيع الخاطئة. وحين تنتهي فترة الانتعاش لا محالة يتضح أن الاستثمارات تعود بخسائر وتُفقد الوظائف ويضيع رأس المال. إلا أن النظرية من حيث المبدأ لا ترى مصدر الخلل في غير التدخل الحكومي، وأن الأسواق لو تركت لنفسها فهي قادرة على تصحيح نفسها بنفسها، وهو المبدأ نفسه الذي تتبناه المدرسة الكلاسيكية.¹

¹ - سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية (المشروع رقم 2-13)، 2012، ص18.

3. الأزمة عند كارل ماركس:

بالنسبة لماركس، الذي يعتبر ان فيض إنتاج رأس المال والسلع هو السبب وراء كل أزمة والنتاج عن التناقض بين القوى المنتجة الاجتماعية النامية وعلاقات الإنتاج الرأسمالي. من جهة، يميل أسلوب الإنتاج الرأسمالي نحو التطور الأقصى للقوى المنتجة، ومن جهة أخرى، فإن علاقات الإنتاج والملكية التي تميزه (العمل المأجور، الاستيلاء الخاص على الثروة المنتجة بالإضافة للإنتاج بهدف الربح بدلاً من تلبية الاحتياجات الاجتماعية) توقف بشكل دوري تطور تلك القوى المنتجة، وتؤدي إلى إنتاج فائض في رأس المال (رأس المال المتراكم الذي لن يجد استثماراً مربحاً) وفائض في السلع (تراكم السلع التي لا يمكن بيعها بسعر كافٍ يحقق عائد مناسب لرأس المال المستخدم لإنتاجها). ولذلك فإن الأزمة الاقتصادية، هي اللحظة التي تتمظهر بها تناقضات وحدود تطور رأس المال، حدود وتناقضات متأصلة في رأس المال نفسه.

بصفة خاصة، ووفقاً لماركس، يتميز المجتمع الرأسمالي بميل معدل الربح إلى الانخفاض على المدى الطويل. بالنسبة لماركس تتحدد قيمة السلعة بكمية العمل المبذولة فيها، إذا فإن العمل البشري هو الوحيد القادر على خلق القيمة، والقادر على حفظها واستثمار القيمة الكامنة في الآلات التي لن تكون قادرة على خلق أي قيمة جديدة وستفقد قيمتها الذاتية، إن لم تشغلها اليد العاملة. إن اليد العاملة (العمل الحي) هي التي تنتج الربح للرأسمالي من خلال تزويده بالعمل الغير مدفوع (العمل الزائد)، أي كمية العمل التي تتجاوز كمية العمل اللازم (العمل الضروري) لإعادة انتاج قوة العمل نفسها. العمل الزائد (العمل غير المدفوع) ينتج القيمة الزائدة، أي القيمة التي تتجاوز قيمة قوة العمل المؤجرة للرأسمالي في مستهل عملية الانتاج.

اليد العاملة هي التي تخلق القيمة المنتجة مجدداً، هذه الميزة بالتحديد هي التي جعلت ماركس يعرّف رأسمال الموظف لشراء حق استخدام قوة العمل برأس المال المتغير (V) و رأسمال المستخدم لاقتناء الآلات وأدوات الإنتاج هو رأسمال الثابت (C). تكمن المشكلة أنه عندما يبدأ نمط الإنتاج الرأسمالي بالتطور، تزداد نسبة رأس المال المستثمر في الآلات إلى رأس المال المستثمر في قوة العمل (c/v). وبعبارة أخرى، هناك تراجع نسبي لنسبة رأس المال المتغير إلى رأس المال الثابت، وبالتالي إلى إجمالي رأس المال الداخل في عملية الإنتاج". ويعرّف ماركس هذه العملية بالنمو المتدرج والمتصاعد للـ "التركيب العضوي لرأس المال". إن انخفاض رأس المال المتغير نسبة إلى رأس المال الثابت، يفرض أن جميع القيم الأخرى متساوية، يعني انخفاض معدل الربح أي نسبة القيمة الزائدة إلى إجمالي رأس المال

المستثمر في الإنتاج (رأس المال الثابت والمتغير). هذا باختصار، هو قانون ميل معدل الربح للانخفاض وبالتالي حتمية حدوث الأزمة في النظام الرأسمالي¹.

4. الأزمة عند جون مينارد كينز:

أثارت نظرية الاقتصادي البريطاني "جون مينارد كينز" الكثير من النقاش والجدل إبان أزمة الثلاثينيات، ومازالت حتى الآن محط جدل كبير لأنها تهتم أولاً وقبل كل شيء بموضوع الأزمة وكيفية الخروج منها. يرى كينز أن الادخار يؤدي إلى تقلص الاستهلاك، أي تقلص الطلب على السلع والمنتجات، وفي الوقت ذاته انخفاض عدد العمال المستخدمين أي زيادة نسبة البطالة، فإذا انخفض المجموع الكلي لأجور العمال فذلك يعني أن الدخل النقدي الإجمالي تضاعل بشكل أدى إلى تقلص الطلب على السلع والمنتجات الاستهلاكية،² وهذا ما يدعو إلى تخفيض الإنتاج وارتفاع نسبة البطالة وهكذا يزداد تقلص الطلب وبالتالي تقلص الإنتاج إلى أن ينتقل المجتمع من مرحلة الازدهار إلى مرحلة الركود والأزمة؛ وذلك يعني أن الادخار عوض أن يكون علاجاً نافعا ومفيدا، هو في الواقع نقمة وضررا، ولهذا يجب العمل على الحد منه وتشجيع الاستهلاك عن طريق زيادة النفقات غير المنتجة وتمويل المشاريع المختلفة وفي طليعتها الأشغال العامة وبمعنى آخر يجب الحث على زيادة الاستهلاك لتخفيض الادخار. من جهة ثانية يرى كينز أن النظريات الكلاسيكية هي بمثابة أداة فعالة لتفسير التصرفات الفردية لكل من المنتج والمستهلك ولكنها عاجزة عن تفسير الظواهر الاقتصادية، لقد أخطأت هذه النظريات في تأكيدها على أن مصلحة الأفراد تؤدي حتماً إلى تأمين المصلحة العامة، إذ أنّ مصلحة الفرد تتطلب الادخار بينما تتطلب المصلحة العامة اللجوء إلى الإنفاق والتشجيع على الاستهلاك. ويؤمن أتباع الحرية الاقتصادية بوجود نظام طبيعي يضمن الاستخدام الكامل للثروة، إذ أنّ الأزمة ما هي إلا خلل مؤقت يتم تصحيحه بسرعة عن طريق آليات السوق، ولهذا يجب تجنب أي تدخل، إلا أن التوازن الآلي والامتناع عن التدخل ما هما إلا من وحي الوهم والخيال، إن الرأسمالية تقود مباشرة للأزمة خاصة عندما تلعب دورها وهي بعيدة عن المراقبة. ولتجنب الأزمة يجب على الدولة أن تلجأ إلى التدخل الصريح والفعال وتتنحصر مهمتها في تنظيم تطور الاقتصاد والتدخل في حال وقوع الأزمة لبعث النشاط في آلية الاقتصاد عن طريق الأشغال العامة والسياسة المالية والتشجيع على الاستثمار والاستهلاك، بالإضافة إلى

¹ Vladimiro Giacché - Marx, the Falling Rate of Profit, Financialization, and the current crisis, p3, traduire par:

² - أسامة عبد الله، سلام الشريف. خالد تميم <http://kassioun.org/reports-and-opinions>

² - فليح حسن، خلف العولمة الاقتصادية، مرجع سابق ص409.

ذلك يعتبر العجز في الميزانية العامة وذلك يعني زيادة النفقات عاملا هاما في الانطلاق نحو النشاط الاقتصادي وتأمين الازدهار، أما التضخم فهو من الأمور التي يجب تجنبها قدر المستطاع، علما بأن النتائج التي تتجم عن الانكماش تعتبر وخيمة، إلا أنّ البطالة تعتبر في حال نشوء الأزمة أكثر خطرا من تقلص الأرباح وهنا تجدر الملاحظة بأن كلّ حالة معينة تتطلب حلا معيناً. وعليه في العالم الكينزي، الأزمة هي ظاهرة مألوفة باعتبار هشاشة النظام وبنائهما كالبطالة مما يستدعي تدخل الدولة الذي لا يقتصر فقط على سياستها النقدية التي يمكن أن تكون عاجزة أمام حدة الأزمة، حيث يمكن أن يكون انخفاض الفاعلية الحدية لرأس المال عميقا لدرجة لا يمكن معها لتخفيض محتمل لمعدل الفائدة أن يكون كافيا لموازاته، ليس من السهل إنعاش الفعالية الحدية لرأس المال، وينادي كينز إذا بشكل خاص بأن تحل الدولة محل المنظمين العاجزين في عملهم كمستثمرين. يظهر بالنتيجة أن جعل الاستثمار اشتراكيا هو الوسيلة الوحيدة تقريبا لتوفير الاستخدام الكامل، ندرك جيدا أن كينز لا يقترح الاشتراكية فهو يضيف: " لكن إلى جانب ذلك، لا نرى أي سبب واضح يبرر اشتراكية الدولة تشمل معظم الحياة الاقتصادية للجماعة ليس من مصلحة الدولة أن تأخذ على عاتقها وسائل الإنتاج¹."

5. الأزمة عند جون كنت غالبرت:

كما يعد الاقتصادي الأمريكي المعاصر جون كنت غالبرت " Jone Kent Galebreth " من أشهر الاقتصاديين الذين ناقشوا موضوع الأزمات الاقتصادية، خصوصا أزمة سنوات (1929-1933) أو ما يسمى بأزمة الكساد الكبير حيث أشار إلى وجود خمسة عناصر للأزمة كل واحد منها يتحول ليصبح الآخر: وأول هذه العناصر هو سوء توزيع الدخل، حيث أوضح أن 5% من السكان يملكون حوالي ثلث الدخل القومي في الولايات المتحدة في عام 1928، وهذا تكرر ثانية في السنوات الثلاث الأخيرة إذ يملك 5% بنحو 38% من الدخل القومي الأمريكي، وعليه فان اقتصاد يعتمد على إنفاق فئة صغيرة من الناس لا يمكن ان يتمتع بالاستقرار.

وثانيا : البنية السيئة للمؤسسات، ويسميتها غالبرت (التخزين في طريق العودة) حيث تقوم الشركات التابعة للشركة الأم بتفادي دفع بعض العوائد لشركاتها الأم، مما يدفع الشركات الأم الى إيقاف الاستثمار في كل فروعها.

¹- نسيمه أوكيل ، مرجع سابق، ص58.
²- وليد أحمد صافي، مرجع سابق، ص6.

وثالثًا: البنية السيئة للبنوك، التي يجب أن تتحمل إدارتها ما تصل إليه الأوضاع السيئة التي تخص تلك البنوك قبل إتهام المودعين الذين يسحبون ودائعهم إذ لم يندفع المودعون الى ذلك الا بعد فقدان الثقة في تلك البنوك.

رابعًا: وضع الميزان التجاري الخارجي حيث كانت الولايات المتحدة بعد الحرب العالمية الاولى دولة دائنة تحولت الآن الى دولة مدينة.

خامسًا: التنظير الاقتصادي الذي اعتمده الادارة الأمريكية ومن بعدها الادارات الأوروبية في اعتماد الحرية لاقتصادية إلى أبعد الحدود، وانسحاب الدولة بالكامل من النشاط الاقتصادي وإلغاء الرقابة نهائيًا على سلوك البنوك والمؤسسات المالية.

إن المقصود بالتنظير الاقتصادي هنا هو أفكار مدرسة اقتصاديات العرض التي تدعو الى مزيد من الليبرالية على عكس ما يراه غالبرت في ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ومراقبته واعتمادات الاعانات للفقراء وضرورة مساهمتها في مؤسسات النفع العام.

5. النظريات الحديثة:

إن عددا من الاقتصاديين البارزين، مثل هايمان منسكي وهنري كوفمان، ظلوا لفترة طويلة يؤكدون على الخطر الذي يمكن أن يسببه القطاع المالي للقطاع الحقيقي، خاصة تراكم المديونية وما ينتج عنها من الهشاشة المالية والجنوح التلقائي لعدم الاستقرار في النظام الرأسمالي. ومع عمق التحليل الذي قدمه رائد هذه المدرسة، هايمان منسكي، إلا أنه يعترف أنه أقدر على تشخيص الداء منه على وصف الدواء وتحديد السياسة الاقتصادية التي يمكن أن تجنب الاقتصاد الرأسمالي الجنوح الذاتي لعدم الاستقرار.

فوفقا لنظرية "مينسكي" "Minsky's Theory" (1980) فإن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة.

وتختلف درجة هشاشة القطاع المالي باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، ومن ثم تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل. و تدور نظرية "مينسكي" في تفسير الأزمات المالية في النظام الرأسمالي على أن أي اقتصاد يمر بالمراحل المعروفة للدورة الاقتصادية، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كساد، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى "التمويل المتحوط". وفي إبان مرحلة

النمو، تبدأ التوقعات المتفائلة في الطفو على السطح وتتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض بلا مشكلات تذكر. وتنتقل "عدوى" التفاؤل بدورها بعد ذلك إلى القطاع المالي، ويبدأ المقرضون التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجدداً، ولكن بناءً على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظراً لأرباحهم المتوقعة. وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرة بشكل معنوي في نظام الائتمان. وفي حال حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر مما يؤثر على قابليته للإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضح أموال في الاقتصاد من حلها، وتتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجدداً.¹

ومن التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المباريات "game theory" تحت ما يعرف "بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية " Coordination Games ". إذ تؤكد أدوات التحليل الاقتصادي وجود علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو الحلبة الاقتصادية (المضاربون، المستثمرون،....). فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخرين أن يتخذه. بمعنى آخر، قد يكون قرار شراء أصل ما، بناءً على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع. بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظراً لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ ذات القرار، حينئذ، تبدو الصورة مختلفة. وقد أكدت بعض النماذج الرياضية التي استخدمت لتحليل أزمات العملة مثل نموذج "بول كروجمان Paul Krugman" ذلك السلوك. على سبيل المثال أن نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترة طويلة، ولكن قد يحدث له انهيار سريع لمجرد وجود عوامل قد تسبب أن يتوقع الآخرون انخفاض سعر الصرف، ومن ثم يبدأ السعر في الانخفاض وربما الانهيار فعلياً.²

وقد بدأ هذا الاتجاه في النمو في الفترة الأخيرة، وانضم إليه أمثال بن برنانكي، الرئيس الحالي للاحتياطي الفيدرالي، إلا أنه يرى أن القطاع المالي يمكن أن يؤدي إلى تضخيم الهزات الاقتصادية لا أن يكون هو مصدر هذه الهزات.³ ويقابله فريق آخر يرى أن القطاع المالي قد يكون هو مصدر الخطر على النشاط الاقتصادي.

¹ -Luis MIOTTI, Dominique PLIHON, LIBERALISATION FINANCIERE, SPECULATION ET CRISES BANCAIRES Economie Internationale, N° 85, 1er trimestre 2001, P13.

² -عبد الله شحاتة، مرجع سابق، ص5.

³ -سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سابق، ص19.

أي أنه مع اتفاق الجميع على كون القطاع المالي تابعا للاقتصاد الحقيقي، إلا أن كبرى المدارس الاقتصادية لا ترى في القطاع المالي مصدر خلل جوهري على الاقتصاد الحقيقي، وخالف هذا الاتجاه أفراد من الاقتصاديين، أمثال منسكي وهوفمان.

المطلب الثاني: النماذج المفسرة للأزمات المالية

في هذا المطلب سوف نتعرض للنماذج الثلاث التي وضعت لتفسير الأزمات المالية بدءاً بالنموذج الأول الذي استطاع تفسير أزمة العملة في بلد ينهج نظام سعر صرف ثابت إلى النموذج الثالث الذي جاء في أعقاب الأزمة الآسيوية سنة 1997 بعد أن فشل النموذجيين الأول والثاني في تفسير هذه الأزمة.

1. نموذج الجيل الأول:

نماذج الجيل الأول للأزمات، تركز على الدراسة التي وضعها كروغمان (Krugman 1979) وطورت من قبل فلود وغاربر (Flood and Garber 1984)، أساس نماذج الجيل الأول للأزمات النقدية. ويعتمد هذا النموذج على شرح الأزمات المالية بالاعتماد على المؤشرات الاقتصادية الأساسية (عجز ميزان التجاري، التضخم، سعر الصرف...)، ويهتم هذا النموذج بالدول التي تتبع نظام سعر الصرف الثابت، والتي تلجأ في غالب الأحيان إلى إتباع سياسة نقدية توسعية من أجل تمويل عجز الميزانية، الأمر الذي يعمل على ارتفاع معدل التضخم ومنه الارتفاع في القيمة الحقيقية للعملة المحلية التي تساهم في زيادة العجز في الميزان التجاري، ومن أجل الحفاظ على معدل الصرف الثابت عند مستوى معين سيلجأ البنك المركزي إلى استخدام الاحتياطات من الصرف الأجنبي، ومنه سيقود هذا الوضع إلى خلق ضغوط على سعر الصرف وبالتالي احتمال التعرض إلى هجمات المضاربة¹. تؤثر هجمات المضاربة سلباً على عملة بلد يتبع نظام التثبيت، حيث ترتفع تكلفة الدفاع عن العملة أكثر فأكثر لتضطر الحكومة في نهاية المطاف إلى الاستسلام، أي التخلي على سياسة التثبيت وترك العملة معومة تتحدد بشكل حر، وبذلك نقول إن هجمات المضاربة تؤدي إلى التخفيض الإلزامي لقيمة العملة بسبب الحالة السيئة أو السلبية للمعطيات الاقتصادية الكلية.

¹ - محمد بن بوزيان، سمية زيرار، انتشار عدوى الأزمات، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة، بسكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص 41.

كما تشير هذه النماذج أن نشوب الأزمات المالية لا يرجع إلى ظواهر عشوائية، بل نتيجة السياسات الاقتصادية الكلية المتبعة من طرف الدولة، والتي ينتج عنها فقدان ثقة الأعوان الاقتصاديين (أصحاب الأصول)، الأمر الذي يؤدي إلى حدوث أزمة أكيدة.¹

ويعتمد منطق نماذج الجيل الأول من الأزمات على اشتراط أن المضاربين هم على علم جيد وعقلاني، الهجوم على العملة وإعادة هيكلة محفظة من العملات سيتم إطلاقها في أقرب وقت من قبل الفاعلين في السوق (صناديق التقاعد، وصناديق التحوط، وصناديق الاستثمار، وشركات التأمين، وصناديق التحوط، وغيرها). محاولة منهم تحقيق الربح. أنهم يسعون الى امتلاك العملات الأجنبية بدلا من العملة الوطنية، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة سعر الصرف وتسارع تآكل احتياطي الصرف. عندما يتم استنفاد الاحتياطيات تقريبا، يحدث هجوم المضاربة ويرغب المضاربين شراء الاحتياطيات التي لا تزال متاحة، مما يضطر البنك المركزي الى التخلي عن النظام الصرف.²

بصفة عامة نستطيع القول بأن هجمات المضاربة تبدأ نتيجة للحالة السيئة للمعطيات الأساسية الاقتصادية، وتتمثل هذه الأساسيات في المتغيرات التي تؤثر في حجم القروض المحلية المستقبلية، والتي تعتبر كجزء من الكتلة النقدية وقد تم اعتبارها كمتغير خارجي في هذه الدراسة. وغالبا ما تستعمل الدراسات المتعلقة بهجمات المضاربة المفهوم الضيق لهذه الأساسيات الاقتصادية حيث تقتصر فقط على السياسات النقدية والمالية، وفي حين حاولت دراسات أخرى توسيع هذا المفهوم مستعينة في ذلك على متغيرات اقتصادية كلية مع التركيز على المتغيرات الحقيقية كسعر الصرف الحقيقي والعجز في الميزان التجاري، وفي اطار السياسات الاقتصادية فرضت هذه الدراسات تدخل السلطات النقدية لتحسين هذه المتغيرات وهذا بهدف تجنب هجمات المضاربة بواسطة الاستخدام المتزايد لاحتياطيات الصرف.

فحسب دراسة krugman (1979)³ "حالة عدم التأكد المرتبطة بحجم الاحتياطيات المتوفرة" في الواقع لا يعلم المستثمر بشكل دقيق ما هو حجم الاحتياطيات التي يضعها البنك المركزي من أجل الدفاع والحفاظ على سعر التعادل، حيث يضع في المقابل فرضية التوقعات التامة للمتعاملين، وقد استنتج في الأخير احتمال وجود أزمات متكررة، حيث قام بتقسيم الاحتياطيات الى n سلسلة من r_1, r_2, r_3, \dots وفي كل فترة t يستخدم أو يستنفذ البنك المركزي سلسلة واحدة ومنه تبدأ هجمة مضاربة، ولكن سرعان ما

¹ - Cartapanis André, Gilles Philippe, prévention et gestion des crises financières, colloque international " le préteur en dernier ressort; expérience, analyses, controverse", paris,23-24 septembre 2002, p4.

² -Nada Saliba ,Mondialisation et libéralisation financière : endettement et crises dans les pays émergents d'Asie -Le cas de la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie -Thèse de doctorat Sciences économiques UNIVERSITE SORBONNE NOUVELLE – Paris 3 ,2009,p76.

³ - محمد بن بوزيان، سمية زيرار، مرجع سابق، ص 45.

يتم إيقافها وكبحها بحقن السلسلة الثانية من الاحتياطات وبالتالي سوف يضطر المستثمرون الى تغيير العملات الصعبة مقابل العملات المحلية، وهذا ما يسمح للبنك المركزي من استرجاع العملات الصعبة وإيقاف هجمات المضاربة.

2. نماذج الجيل الثاني:

ظهرت نماذج الجيل الثاني بعد أزمة النظام النقدي الأوروبي (1992-1993) التي شكلت أولى تجارب العولمة المالية في البلدان المتقدمة، والقاسم المشترك لنماذج الجيل الثاني في تفسيرها لأزمات الصرف هو محاولتها التأكيد على حدوث الأزمة رغم عدم تدهور سلوك المتغيرات الاقتصادية الأساسية، بمعنى الأزمات التي تحدثها سلوكيات وتوقعات المضاربين وانتهاج باقي المستثمرين لسياسة سلوك القطيع تماشياً مع السلوك العام للسوق، والتي ليس لها صلة بحالة المتغيرات الاقتصادية الكلية والسياسات التي تتبعها الحكومات، وهو ما يعرف بالأزمات التي تتحقق ذاتياً.¹

فحسب (Obstfeld 1994)² فإن سيناريو الأزمة ليس حتمي و يوضح لعبة النفوذ بين الحكومة والأسواق. الأزمة يمكن أن تتدلع دون التأثير الكبير لتدهور أساسيات الاقتصاد الكلي. نعتبر أن السياسات الاقتصادية ليست محددة سلفاً، ولكن تستجيب لكل الصدمات التي تؤثر على الاقتصاد، بما في ذلك التطورات التي تحدث في سوق الصرف الأجنبي. ولذلك فمع وجود مشهد للتوازنات المتعددة، قد تحدث أزمة ذات التحقق الذاتي. سلوك السلطات النقدية والحكومة لا يزال محورياً في عملية الأزمة، ولكن في مسار منطقي مختلف جداً. يفترض على الحكومة الفصل بين تفضيله لأسعار صرف ثابتة وأهدافها الأساسية على المدى الطويل. دون أدنى شك في قيامها بالالتزام بالتغيير، وبالنظر إلى الاتساق بين الفترات الزمنية اللازمة لها رد الفعل وتكاليف الدفاع عن سعر الصرف على سبيل المثال حيث تكون أسعار الفائدة عالية بشكل غير طبيعي، فإن هجوم المضاربة يأتي نتيجة تنبأ عن تنازل البنك المركزي تحت تأثير الضغوط وتحلل الأزمة نسبة لتنبؤات تتحقق ذاتياً.

توقعات سعر الصرف ستحدد حسب الاتجاه المستقبلي للسياسات الاقتصادية، والتي هي نفسها غير محددة سلفاً بالتالي تستجيب سياسة السلطات وفقاً للتطورات الاقتصادية، بما في ذلك تلك التي تظهر في السوق الصرف. مما يثير اختلالات متعددة ويجعل احتمال اندلاع الأزمة في أقرب وقت واقعي.

¹- نادية العقون، مرجع سابق، ص 121.

² - André Cartapanis ,Gilles Philippe ,op cit,p4.

يرجع سبب حدوث الأزمات المالية حسب هذه النماذج إلى التوقعات الذاتية (auto réalisatrice) للأعوان الاقتصاديين، عموماً تحدث هذه التوقعات لما يؤدي التوقع بارتفاع الأسعار إلى الإفراط في شراء الأصول لغرض المضاربة والذي يتمخض عنه الارتفاع الفعلي للأصول، أو عند التوقع بأن اقتصاد ما سوف يخرج من الكساد، وبالتالي ارتفاع مداخيل الأفراد يولد زيادة في الاستهلاك والاستثمار، وبالتالي زيادة الطلب الذي يؤدي فعلاً إلى خروج الاقتصاد من الانكماش.

"Velasco" (1996) و "Tornell", "Sachs" وللفهم الجيد لأزمة المكسيكي 1994، افترض أن الأزمات تحدث ذاتياً في إطار نقص مصداقية سياسة الصرف، فأثبتوا أن النماذج من الجيل الثاني تظهر توازنات متعددة تحدث ذاتياً، وأن المضاربة ترفع تكلفة الدفاع عن سعر الصرف.

مثال: دولة تعتمد على الارتكاز النقدي كنظام لسعر الصرف، وبالتالي تحاول في هذه الحالة المحافظة على قيمة العملة عن طريق السياسات الاقتصادية الكلية، ولكن إذا رفعت المضاربة تكلفة الحفاظ على الارتكاز النقدي، فتضطر الدولة في وقت لاحق إلى التخلي عنه، وبالتالي تكون توقعات المضاربين قد حدثت ذاتياً. وعليه نلاحظ أن ترك السوق حراً لا يقود بالضرورة إلى التوازن حتى إذا كانت كل السياسات الاقتصادية الكلية سليمة.

كما يلاحظ، حسب النماذج من الجيل الأول، الأزمات المالية يمكن التنبؤ بها أما من الجيل الثاني فتعتبر الأزمات المالية ظواهر عشوائية، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بها، فتدهور أساسيات الاقتصاد الكلي لا تعتبر أهم عنصر في نشوب الأزمات، فبإمكان المضاربين اختيار أي عملة لمهاجمتها، وبمعنى آخر يمكن أن تحدث أزمة مالية بمعزل عن تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي، وفي هذه الحالة تنتهج السياسات الاقتصادية الكلية على حساب الصدمات التي تؤثر على الاقتصاد.

وفي الأخير نستنتج أن المضاربة على ارتفاع أو انخفاض قيمة عملة دولة ما يمكن أن تحدث اضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي. وعلى الرغم من أهمية النماذج من الجيل الثاني في تفسير الأزمات، إلا أنها ظهرت عاجزة على تفسير أزمة جنوب شرق آسيا (1997-1998) مما أدى إلى ظهور نماذج من الجيل الثالث¹.

2. نموذج الجيل الثالث:

¹ - نسيمه حاج موسى، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة (2007-2008) مذكرة الماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية جامعة بومرداس، 2009، ص18.

ظهرت هذه النماذج من الأزمات المالية بعد أزمة جنوب شرق آسيا ولعل حدة الأزمات الأخيرة في الاقتصادات الناشئة قد أثارت اهتماما كبيرا لنموذج الجيل الثالث من الأزمة النقدية التي تحاول تفسير كيف لأزمة العملة أن تتطور الى أزمة مالية حقيقية يرافقها انهيار اقتصادي شامل. بالتالي، وفي إشارة إلى أزمة شرق آسيا، يؤكد صندوق النقد الدولي على " ظهور سلاسة جديدة من الأزمة الاقتصادية" في ظل عولمة الأسواق المالية، يمكن لهذا النموذج للجيل الثالث التعامل معها، أو بتعبير أدق التركيز على التحرير المالي، في حين أن النموذجين الأولين يركزان على سياسات الاقتصاد الكلي والنظر في التخلي عن النظام المالي أو تغييره بسبب السياسة غير المتسقة أو القرار غير المتسق من قبل صانعي السياسة المسؤولين عن تقييم التكاليف والفوائد المترتبة على الحفاظ على نظام سعر الصرف الثابت.

نماذج الجيل الثالث، تعتبر أزمة العملة جزءا لا يتجزأ من الأزمة العامة للاقتصاد، وأن أزمات العملة تسبق الأزمات المالية. تدفقات رأس المال تعمل على زيادة القدرة الإقراضية للبنوك مع وجود نوع من اليقين بأن السلطات النقدية سوف تقوم على انقاذ المؤسسات المالية يفسر ممارسات الإقراض من قبل البنوك المحفوفة بالمخاطر. الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة الهشاشة المالية، وهروب رؤوس الأموال، وانخفاض احتياطات النقد الأجنبي، وأخيرا الأزمة في نموذج الجيل الثالث تشمل عدة عوامل مثل مشاكل الخطر الأخلاقي، والهشاشة المالية كما أخذت الاختلالات في ميزان المدفوعات وآليات العدوى في الاعتبار عند نمذجة هذا الجيل الطراز. وهناك من يؤكد أن الأزمات سببها نقاط الضعف في القطاع المالي.¹ عموما تمتاز هذه النماذج بنقص المعلومات المالية وبهشاشة الجهاز المصرفي.

تفسر الأزمة الآسيوية وفق هذا النموذج كما يلي:²

يرجع سبب السيولة في الاقتصاديات الناشئة إلى الدخول المفرط لرؤوس الأموال، مما أدى إلى ارتفاع حجم القروض المحلية، و لكن نتج عن سوء تقدير مخاطر القروض ارتفاع حجم الديون المشكوك في تحصيلها في ميزانية البنك، مما أدى إلى فرض قيود على الائتمان كنتيجة لانخفاض السيولة في البنوك وكذا تدهور ثروة عدد كبير من المقترضين ، فتحوّلت الأزمة البنكية إلى أزمة سعر الصرف بسبب التوقف الهائل لتدفقات رؤوس الأموال على شكل قروض مصرفية قصيرة الأجل بالعملة الصعبة، فتدهورت احتياطات النقد الأجنبي الذي ساهم بدوره في انخفاض سعر الصرف.

¹ -Nada Saliba, op cit,82.

² - نسيمه حاج موسى، مرجع سابق، ص19.

يعتبر مفكري هذا النموذج أنه لا يمكن الفصل ما بين أزمة سعر الصرف والأزمة البنكية، ومن هنا ظهر مصطلح الأزمة المزدوجة (la crise jumelle) والتي تحدث بالتفاعل ما بين المضاربة على العملة المحلية وسلسلة من الافلاسات البنكية، وبالتالي تجمع ما بين انخفاض ثقة الأعوان الاقتصاديين في نظام سعر الصرف، وسيولة الوسطاء الماليين.

المطلب الثالث: عدوى الأزمات

إن أزمات الصرف لسنوات التسعينات من القرن الماضي وبداية الألفية الثالثة عرفت امتدادا واسعا عرف بعضها بأثر التكيلا كما هو حال الأزمة المكسيكية، وبعدها الأزمة التايلندية و... كان القاسم المشترك لهذه الأزمات تخطيها حاجز الحدود الجغرافية للدولة الواقعة تحت الأزمة، هذا الانتشار نتاج العدوى.

وتكون العدوى عندما تتمكن أزمة الصرف لدولة ما من الامتداد والوصول الى دول أخرى مؤدية الى ولادة الأزمة من جديد في كل من هذه الدول ويمكن تقديم بعض قنوات التي تساعد على انتشار العدوى عبر انحاء العالم فيما يلي:

1- قناة تجارية

يمكن أن تسبب العدوى التجارية من خلال اثنين من الآيات: التجارة الثنائية والمنافسة في أسواق ثالثة. في الحالة الأولى: أزمة في بلد واحد يمكن أن تقلل من الدخل والطلب المقابلة للواردات، مما يؤثر على صادرات البلدان الأخرى من خلال التجارة الثنائية.¹

في الثانية، في حالة نشوء أزمة في بلد ما تجعله يلجأ لتخفيض قيمة عملته (في ظل افتراضات مرونة معينة) يمكن لهذه الخطوة تحسين القدرة التنافسية للصادرات للبلاد في أسواق الخارجية التي تعمل على تحسين وضعية الميزان التجاري في هذا البلد، بافتراض وجود بلد ثاني منافس تجاري للبلد الأول هذا الوضع سيؤدي الى تأزيم وضعية ميزان هذا البلد المنافس بعد فقدانه جزء من حصته التصديرية،

¹ -Kristin Forbes, Capital Flow Volatility and Contagion: A Focus on Asia, conference on Managing Capital Flows held in Mumbai, India on November 18-20, 2012, P8.

يصاحب ذلك انخفاضا في احتياطيات البنك المركزي مما يجعل البلد الثاني عرضة لهجوم مضاربة وبالتالي انتقال الأزمة¹.

2- قناة رأس المال:

تنتشر أزمة الصرف عن طريق المالية بواسطة عدة آليات نذكر منها:

- المستثمرون الذين يمتلكون في محافظهم المالية أصولا لبلد يعاني من الأزمة يلجؤون الى تعويض خسائرهم بواسطة تخفيض قيمة العملة وتخفيض أسعار السندات من خلال بيع سندات المملوكة على دول أخرى الأمر الذي يخلق ضغطا يؤدي الى تخفيض قيمة العملة لهذه الدول. إن ظاهرة العدوى المالية تمت ملاحظتها في الأزمة الآسيوية عندما كان المستثمرون بحاجة إلى السيولة.

- توجد العديد من الدول التي تتميز بوجود جهاز اصدار مشترك، مثل البنوك اليابانية التي كانت تعمل لصالح الدول الآسيوية في سنوات التسعينات، إن العجز أو الفشل لإحدى الدول المدينة ستقود البنوك إلى الحد من توزيع القروض إلى بقية الدول الأخرى من أجل تقليص الخطر، ومنه فإن الانخفاض في صافي المداخل الرأسمالية الناتجة عن تقلص القروض البنكية ستؤدي الى خلق أزمة صرف ضمن مجموعة من الدول التي لها نفس جهاز اصدار.²

3- العدوى السياسية:

إن انتقال الأزمة في هذه الحالة يركز أساسا على معدل الفائدة في ظل تبني نظام سعر صرف ثابت، حيث يفترض وجود اقتصاد "مركز" يتبنى نظام تثبيت عملته مع تواجد اقتصاديات محيطة، هذه الأخيرة تقوم سلطاتها النقدية بتثبيت عملاتها المحلية بالنسبة لعملة الاقتصاد المركز. وبالتالي فإن أي أزمة تمس عملة الاقتصاد المركز قد تؤدي بسلطاته النقدية الى إحداث تغييرات على معدلات الفائدة المحلية كرفعها، وهذا ما يؤدي بطبيعة الحال الى انتهاج بعض أو كل هذه الدول الى تبني نفس السياسة المعتمدة في البلد المركز نتيجة الترابط بين عملاتها وعملة هذا الأخير.

¹ -Mario Dehove Crises Financières: Deux ou Trois Choses que nous savons d'elles que nous apprend L'approche statistique Des Crises Financières ? Document de travail Version préliminaire conseil d'analyse économique Avril 2003 p38.
² - محمد بن بوزيان، سمية زيرار، مرجع سابق، ص37.

مما قد يتسبب في اختلالات اقتصادية، تكون الدافع لهذه الدول الى التخلي عن نظام التثبيت المتبع.

وقد وضع دارزن في دراسته سنة 1999 من خلال تحليله لأزمة النظام النقدي الأوروبي 1992-1993 حيث بين أن مسيري البنوك المركزية يخضعون لضغوطات سياسية للإبقاء على معدلات الصرف ثابتة. وعندما يقرر بعض البلدان التخلي عن نظام الصرف الثابت، فان تكلفة القيام بذلك بالنسبة للدول الأخرى تقل مما يسمح لها بالتخلي عن هذا النظام، وهذا ما يزيد ويقوم بتنشيط هجمات المضاربة على العملة وبالتالي احداث سلسلة من أزمات الصرف.¹

4- الصدمات المشتركة:

يمكن للعدوى الأساسية أن تخلق نتيجة للصدمات الخارجية²، هذه الأخيرة بإمكانها التأثير بطريقة متزامنة على عدة دول.

دراسة ماسو كانت مرجع كيف للتغيرات كبيرة في السياسات الاقتصادية للدول الصناعية التأثير على الاقتصاد الدولي كله. يمكن لهذه الصدمات الخارجية أخذ العديد من الأشكال مثل ارتفاع معدلات الفائدة العالمية، انخفاض العرض العالمي أو سقوط الطلب الاجمالي.

حيث تؤدي التغيرات في العوائد الاجمالية العالم المتقدم يؤثر على البلدان الناشئة بإحداث تغيرات على كميات السلع المتبادلة (الصادرات والواردات) وكذلك بالنسبة لأسعار المنتجات المتبادلة في الاسواق العالمية.

تغيرات معدلات الفائدة في البلدان الصناعية يؤثر بطبيعة الحال على الظروف الاقتصادية في البلدان الناشئة، فانخفاض معدلات الفائدة في البلدان الصناعية سيؤدي لا محالة الى زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصاديات الناشئة حيث تكون مردودية رؤوس الأموال أعلى مما عليه في البلدان المتقدمة.

كما دلت دراسات Leiderman et Reinhart أن دخول رؤوس الأموال إلى بلدان أمريكا اللاتينية في بداية التسعينات مستفيدة من ضعف مستوى معدلات الفائدة العالمية. وبعد ذلك ونتيجة للتغيرات الكبيرة في

¹ - نادية العقون، مرجع سابق، ص82.

² - Elise Marais, Chocs communs, interdépendance et contagion lors de la crise Asiatique, les journées du GRD Economie Monétaire et Financière : Les crises financières internationales, 6 et 7 mai 2004, Orléans, p3.

معدلات الفائدة في البلدان المتقدمة، حدثت تغيرات عنيفة في حجم التدفقات الرأسمالية وكذا وجهاتها حيث بدأت رؤوس الأموال في التدفق العكسي خارج بلدان أمريكا اللاتينية مما ساهم في انتشار الأزمة. معدلات الصرف بين العملات الأساسية هو عامل مؤثر على البلدان الناشئة خاصة إذا كانت هذه الدول تتبنى نظام صرف ثابت مقابل عملة مرجعية فحسب دراسة Corsetti, Pesenti et Roubini الذين اهتموا بدور قيمة سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي في انتشار الأزمة الآسيوية.

فالارتفاع الكبير في قيمة الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني بين سنتي 1995 و1996 كان له الأثر السلبي على تنافسية المنتوجات الآسيوية التي كانت معظم عملاتها مثبتة ومربوطة بالدولار، انخفاض التنافسية كان سبب في زيادة العجز في الحساب الجاري وانخفاض احتياطات الصرف، هذان العاملان اللذان كانا سببان في هشاشة هاته الاقتصاديات وقلل من فرصها في التصدي لهجمات المضاربة.

5- قنوات ناتجة عن سلوك المستثمرين (مشاكل المعلومات والتنسيق غير المتناظر)

سبب آخر للعدوى هي المعلومات الناقصة واختلاف توقعات المستثمرين. ففي غياب المعلومات الجيدة، واختلاف سلوك المستثمرين نفترض أن أزمة مالية في بلد واحد أن تؤدي إلى هجوم مضاربة على عملات البلدان الأخرى حيث الوضع مشابه وبالتالي أن يمكن يؤدي إلى أزمة مماثلة في بلدان أخرى.

هذا النوع من السلوك يمكن أن يعكس السلوك العقلاني وغير العقلاني. إذا فالأزمة تؤدي الى الكشف عن نقاط الضعف في أساسيات الاقتصاد، حينها يفكر المستثمرين في أن بلدان أخرى قد تعاني حالات مماثلة من مثل هذه المشاكل، وتصبح أزمة معدية. يفترض هذا الطرح، أن المستثمرين ليس لديهم معلومات كاملة عن الخصائص الحقيقية لكل بلد أو أن تصرفهم هو تقليد مباشر لتصرفات مستثمرين آخرين وبالتالي اتخاذ قراراتهم استنادا إلى بعض المؤشرات المعروفة والتي قد لا تعكس ضعف البلاد يقودنا إلى آثار المعلومات غير المتماثلة على سلوك المستثمرين.

يقوم المستثمرون في هذا النموذج بخلق عدوى مالية وذلك بإهمالهم أو تغاضيهم عن أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية استجابة لاقتناعهم بما يفعله المستثمرون الآخرون.

إن الأزمة في أحد البلدان قد تدفع الدائنين إلى إعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية الأساسية في البلدان الأخرى، حتى ولو لم يكن هناك أية تغيرات في هذه البلدان، وذلك من أجل تقليل مخاطر استثماراتهم وغالبا ما يكون هذا السلوك من جانب الدائنين ناتجا عن تأثير عوامل نفسية وعن نقص في المعلومات

والشفافية يدفعهم إلى اتباع سلوك القطيع، حيث يميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض، بمعنى، إن عدوى الأزمة تنتقل في هذه الحالة عبر الآلية المعروفة " ببدء الاستيقاظ".¹

اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين وتنبههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمعترضين في البلدان الأخرى، ومن هنا يبدأ الدائنون في اتخاذ ما يلزم من إجراءات وتدابير لحماية أموالهم تؤدي إلى انتشار الأزمة. وعلى النقيض من نموذج الوعي المتزايد فإن البنية الاقتصادية الأساسية لا يتعين أن تكون ضعيفة حتى يصاب المستثمرون بنوع من الذعر، فإذا كان المستثمرون نمطيين ومن الذين يعملون في مجال تجارة التجزئة فإن إمكانية التنبؤ في هذه الحالة تصبح نسبية فاعتناق الدولة لسياسة الاستثمار في تجارة التجزئة يعد مؤشر قوي على مدى إمكانية تعرضها للعدوى. أما إذا اتخذت الدولة خطوات تجاه الحد من الاستثمارات في تجارة التجزئة إلى أن تنشط وتأسس نظم وقواعد المعلومات لديها، وكذا أسواقها المالية، كل هذا من شأنه أن يقلل من احتمال الإصابة بالعدوى، ولكنها في نفس الوقت تقلل من فرص بعض الاستثمارات الجيدة، وأيضاً ليس من الواضح أن مثل حالات الذعر هذه قاصرة على المستثمرين النمطيين، لأن التفاعل مع الإشاعات غير السليمة قد يكون مؤكداً عندما تكون المعلومات غير كاملة أو تكلفة الحصول عليها مرتفعة.

وإذا كان الأمر كذلك فإن هذا النوع من العدوى ليس قاصراً على المستثمرين الصغار، ومن ثم قد يكون من المستحيل التنبؤ به، وبالتالي فإن خفض تكلفة المعلومات يصبح مرة أخرى خطوة وقائية هامة.

¹- عبد الحميد مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم: عدوى الأزمات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2003، ص37.

المبحث الثالث: نماذج لأزمات في البلدان الناشئة

شكل تكرار الأزمات المالية في الدول النامية خلال التسعينات ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، وترجع أسباب ذلك إلى أن أثارها السلبية كانت حادة وخطيرة، هددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية، إضافة إلى انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات المالية لتشمل دولاً أخرى نامية ومتقدمة كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول ولاندماجها في النظام المالي العالمي، وتشير تقارير صندوق النقد الدولي إلى أنه خلال (1980-1999) تعرض أكثر من ثلثي الدول الأعضاء في الصندوق لأزمات مالية واضطرابات مصرفية، كما أن وتيرة تلك الأزمات تكررت وتلاحقت عالمياً، فشملت دول شرق آسيا وروسيا والبرازيل والأرجنتين والمكسيك وبقية دول أمريكا اللاتينية.

المطلب الأول: الأزمة المكسيكية 1994

شهدت المكسيك قبل الأزمة موجة من الإصلاحات سمحت بتحقيق قفزة اقتصادية نوعية مستفيدة من تدفقات رأسمالية كبيرة، سرعان ما أفضت إلى أزمة مالية سنة 1994، أثارت تساؤلات حول مدى قدرة الاقتصاديات الناشئة على التكيف مع الصدمات الناجمة عن تحرير الأسواق المالية. وعلى هذا الأساس سوف نتطرق في هذا المطلب لأهم الإصلاحات قبل الأزمة ثم التعرف على الأسباب التي كانت وراء اندلاعها، بالإضافة إلى خطة إنقاذ المكسيك.

1. اقتصاد المكسيك قبل الأزمة:

في وقت مبكر من تسعينيات القرن الماضي بدا أن الاقتصاد المكسيكي في حالة جيدة، حيث كان ينمو مرة أخرى بعد "العقد الضائع" سنوات وما شهدته المكسيك من اضطرابات اقتصادية قوية بداية بأزمة الديون 1982 ووصولاً إلى انهيار أسعار النفط عام 1986 ما وضع الاقتصاد في حالة كارثية.

فمع نهاية الثمانينات خضع الاقتصاد لعملية إصلاحات شاملة، تمثلت أهم هذه الإصلاحات في: - القضاء على القيود المفروضة على التجارة الخارجية والتفاوض بشأن الاتفاقيات التجارية مع الدول الأخرى، وبالتالي تسهيل وتعزيز عملية الاندماج التجاري للمكسيك في النظام الدولي حيث تم الانضمام إلى GAAT سنة 1986 واتفاق الناقتا¹ بعد ثمان سنوات وذلك بداية من 1994.²

¹ - اتفاقية التجارة الحرة لدول أمريكا الشمالية (الناقتا) هي اتفاقية تجارة حرة تضم كل من كندا والولايات المتحدة والمكسيك. والهدف من الاتفاقية هو إزالة الحواجز التجارية وتنمية المنافسة العادلة وزيادة فرص الاستثمار وتوفير حماية لحقوق الملكية الفكرية ووضع إجراءات لحل المنازعات.

² - Gérald Cad t, Patricia Martin, Les conséquences de la crise économique au Mexique, université du Québec, Préparé pour le Ministère des Relations internationales, Québec, 28 septembre 2009, p5.

- وضع خطط خصخصة شاملة للمؤسسات العمومية والشروع في تنفيذها بوتيرة سريعة بالإضافة إلى إلغاء الدعم الحكومي الذي كانت تقدمه الدولة للشعب.
- تحسين التشريعات والأطر القانونية مما يسمح لها بجذب الاستثمار الأجنبي المباشر.
- إعادة هيكلة الديون الخارجية في عام 1989، وكان هذا مهما في حل القطاع العام مشكلة الديون المتراكمة التي كان الاقتصاد يعاني منها منذ بداية الثمانينات.¹
- منح الاستقلال الذاتي للبنك المركزي في عام 1994، وكان الهدف الرئيسي واضح المعالم، ألا وهو السعي للحصول على استقرار القوة الشرائية للعملة المحلية.
- تثبيت سعر صرف البيسو مقابل الدولار بين ديسمبر 1987 وجانفي 1989، تم تغيير نظام سعر الصرف بعد ذلك تدريجيا إلى نظام تميز بتحريك البيسو في نطاق محدد من 1% في نوفمبر 1991 إلى 9% في أواخر 1993.²
- أدت سياسات الإصلاح الاقتصادي التي طبقت خلال الفترة (1988-1993) إلى تحقيق انخفاض كبير جدا في معدل التضخم من 180% سنة 1988 إلى 7% سنة 1994، كما أن احتياطات الصرف تضاعفت خمس مرات حيث قفزت من 5 إلى 26 مليار دولار بين سنتي 1989 و 1994.
- مخزون الديون الخارجية عرف انخفاضا كبيرا من 400% إلى 200% من الصادرات في الفترة 1986 و 1994.³
- العجز العمومي تناقص من 5.6% إلى 3.4% من الناتج المحلي الخام بين 1989 و 1992، كما أن المكسيك استقبل 20% من رؤوس الأموال الأجنبية بين 1990 و 1994 أي حوالي 102 مليار دولار في هذه الفترة مستفيدا من انخفاض معدلات الفائدة العالمية، هذا ما سمح بزيادة سريعة في الاستهلاك والاستثمار.⁴

¹ -Crisis Management Mexico, 1994-1995, Washington D.C., June 2001, p1.

² - ناجي التوني، مرجع سابق، ص 13.

³ -Javier Santiso, Wall Street face à la crise mexicaine, Une analyse temporelle des marchés émergents, Centre d'études et de recherches internationales, Fondation nationale des sciences politiques, les études du C E R I N° 34 - décembre 1997, p 6.

⁴ - ibid.p,3,5.

2 . اندلاع الأزمة

مع حلول عام 1994، بدأ اقتصاد المكسيك في حالة جيدة ومع ذلك لا تزال هناك نقاط ضعف، فكل العناصر المشكلة لأزمة الصرف تجمعت نهاية عام 1994. فمنذ عام 1989، تدهورت وضعية الميزان التجاري وكان العجز في الحساب الجاري الخارجي 6 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1993، في حين بلغ رصيد متوازن تقريبا في 1987-1988. إضافة إلى التوافر المتزايد لرؤوس الأموال الأجنبية وتزايد الاعتماد عليها، واجهت المكسيك هبوطا حادا في الادخار المحلي الذي تراجع من نسبة 22 ٪ من إجمالي الناتج المحلي عام 1988 إلى 16 ٪ عام 1994 ؛ حيث استخدمت المكسيك هذه الأموال لتمويل استهلاكها المتزايد للمواد المستوردة. فبالرغم من أن عمليات التصدير في المكسيك تزايدت في هذه الفترة، فإن فاتورة الواردات تصاعدت بسرعة أكبر مسببة عجزا في الحساب الجاري بما يقارب 30 مليار دولار، ما يعادل 8 ٪ من إجمالي الناتج المحلي لهذا البلد في 1994، حيث كان هذا الارتفاع في العجز غير مسبوق في تلك الفترة، حتى في أعقاب أزمة الدين في المكسيك سنة 1982، حيث لم يتجاوز 8 مليار دولار.

وقد يرجع هذا العجز في الميزان الجاري إلى النمو السريع للانتماء المصرفي المقدم للقطاع الخاص والاعتماد على عملة أخرى ركيزة لسعر الصرف (في حالة المكسيك كانت العملة التي يركز عليها سعر الصرف هي الدولار الأمريكي) فكانت قيمة العملة المكسيكية تمثل إحدى نقاط الضعف بعد أن عجز عن تقديرها بشكل كبير، وقدرت قيمة البيزو مقابل الدولار مع هوامش التقلبات. وبالتالي، كان سعر الصرف الحقيقي عالي جدا للحفاظ على القدرة التنافسية الدولية للمنتجات المكسيكية.¹

وقد شرح خبراء صندوق النقد الدولي هذا التدهور في ميزان المعاملات الجارية واعتبروه كنتيجة لزيادة الاستثمارات التي تحفز الإنتاج الموجه للتصدير مما أدى إلى زيادة في الإنفاق الاستهلاكي المحلي الذي ساهم أكثر في عجز ميزان المعاملات الجارية الذي أصبح لا يمكن تحمله. ولأن المكسيك قد ناشد رؤوس الأموال الأجنبية للتعامل مع فشل مدخراتها المحلية فقد كانت أغلب هذه الأموال في الأوراق المالية منها 75 ٪ على المدى القصير.²

¹ - آسيا بن يخلف، الأزمات المالية وكيفية التصدي لها وإدارتها مع الإشارة إلى الأزمة المالية العالمية الراهنة (2008-2009) مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسويق، جامعة الجزائر، 2010، ص 77.

² - في فيفري عام 1994، مجلس إدارة صندوق النقد الدولي في نهاية المناقشة التي بذلت على الاقتصاد المكسيكي، شدد على الحاجة إلى مزيد من خفض ميزة عجز الحساب الجاري الخارجي للاقتصاد للتقليل من تعرضها للتحول المفاجئ لرأس المال.

ناهيك عن الظروف الاقتصادية السيئة التي يعيشها المكسيك، فقد عرف هذا الأخير سلسلة من الصدمات السياسية في عام 1994، الصدمة الأولى في بداية هذا العام في شهر جانفي وقبل سبعة أشهر فقط من تاريخ اجراء الانتخابات الرئاسية مما أثار الشكوك حول الاستقرار السياسي في المكسيك ، وتمثلت في التمرد المسلح في الاقليم الجنوبي من تشياباس.

في 23 مارس حدوث صدمة سياسية أشد وطأة عندما اغتيل مرشح الحزب الحاكم للرئاسة، "لويس دونالدو كلوزيو" الذي يعتبر المرشح الأكثر احتمالا في الفوز بالانتخابات؛ هذا الإغتيال السياسي زاد المخاوف حول عدم الاستقرار السياسي وبدأت حالة من الذعر المالي. يضاف إلى ذلك، خطف رجل الأعمال المكسيكي البارز "الفريديو الفيثارة" مما ساهم في حدوث صدمة كبيرة وانخفاض شديد في السوق.¹

على الرغم من هذه الصدمات، ذهبت المكسيك بسلاسة إلى حد ما مباشرة الى الانتخابات الرئاسية في أوائل أوت، والتي أفرزت زيديلو "Ernesto Zedillo" رئيسا لإدارة شؤون البلاد لعهدة بست سنوات. ومع ذلك، في أواخر سبتمبر تواصلت سلسلة الاغتيالات السياسية لتطال شخصية بارزة أخرى؛ هذا وكان الضحية مرة أخرى واحدا من أعلى المسؤولين في الحزب الحاكم، "خوسيه فرانسيسكو رويز ماسيو Ruiz Massieu"، تلتها في منتصف نوفمبر استقالة نائب المدعي العام ماريو رويز ماسيو، وهو شقيق القتيل فرانسيسكو رويز ماسيو، من منصبه بسبب فشل التحقيق في مقتل أخيه.

في ديسمبر تمرد ثاني في ولاية تشياباس يضاف إلى مناخ من عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي. حيث أصبحت وجهات النظر متشائمة بشأن الاقتصاد المكسيكي مما أدى إلى تحويل رؤوس الاموال بشكل كبير الى الخارج من طرف الأجانب.

على الجانب الخارجي، واجهت المكسيك ارتفاعا حادا في أسعار الفائدة العالمية مند عام 1994، وكان هذا التطور نتيجة لاستئناف النمو في البلدان الصناعية، وخاصة تسارع النمو الملحوظ في الولايات المتحدة والدول الصناعية الأخرى. قاد المستثمرين الدوليين إلى التشكيك في جزء من محافظهم المستثمرة في الأسواق الناشئة، بما في ذلك المكسيك.

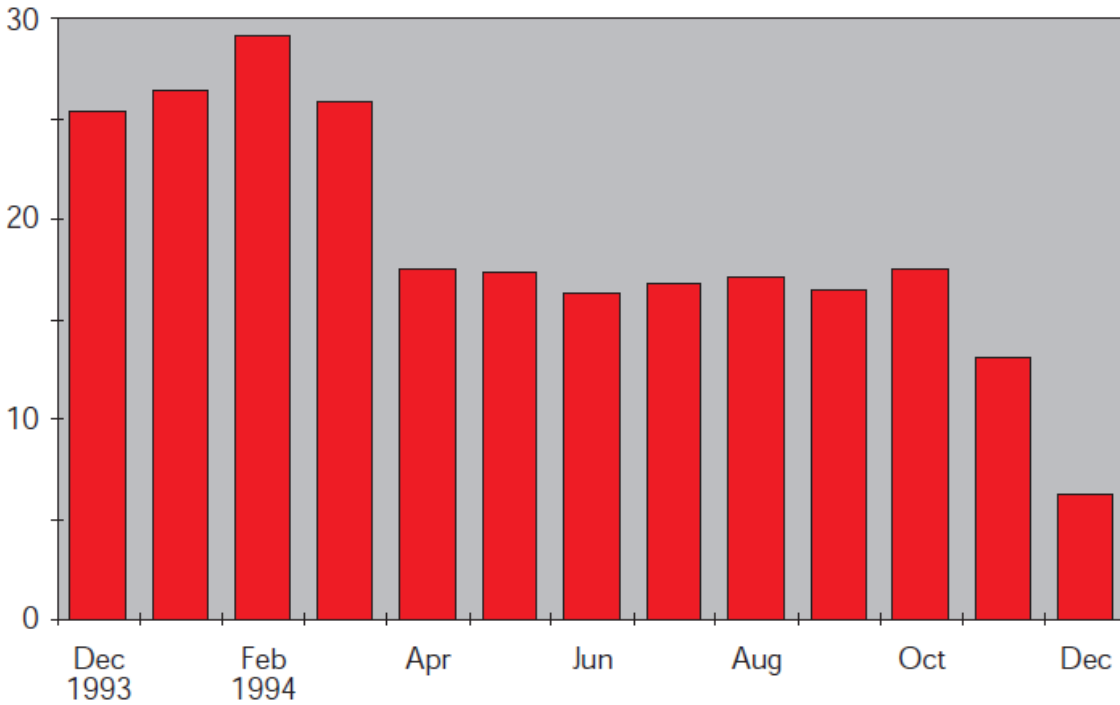
¹ 1994: Mexico Economic Crisis <http://wordeconomiccrisis.blogspot.com/>

وقد ضعفت مواقف المكسيك الخارجية بشكل واضح من خلال هذه الأحداث السلبية وساءت أكثر نتيجة الاستجابة الفاشلة للسلطات المكسيكية؛ فأعقبت سلسلة الاضطرابات السياسية الداخلية ضغوط هبوطية قوية على البيزو التي يجري اتخاذها ليتوافق مع وجود اختلافات صغيرة في سعر الصرف يعلن عنها مسبقاً، وقد حاولت السلطات على استيعاب هذه الضغوط ما أدى إلى استنزاف الاحتياطيات الرسمية، التي انخفضت بشكل كبير من 29 مليار دولار في فيفري 1994 إلى 7 مليار دولار في شهر ديسمبر من نفس السنة¹. (الشكل التالي يوضح ذلك)، وقد عملت كذلك على رفع أسعار الفائدة ويعتبر هذا رد فعل السلطات غير الملائم والذي أضعف الموقف المالي للمكسيك.

الشكل (02) تطور حجم الاحتياطيات الأجنبية بالمكسيك في الفترة بين ديسمبر 1993 و ديسمبر

1994

مليار دولار



Source: Joseph A. Whitt. jr, **The Mexican peso crisis**, federal reserve bank of Atlanta, economic review, January/ February 1996, p3.

ولأن قيمة البيزو المكسيكي كانت على ارتباط وثيق بقيمة الدولار الأمريكي ، حيث كانت تقلبات البيزو تتبع تقلبات قيمة الدولار في حدود مجال ضيق نسبياً، ونظراً للضغوطات التي ما فتئت تزداد حدة لاسيما

¹ - Javier Santiso, op cit, p7.

مع بداية خروج رؤوس الأموال من المكسيك (خاصة لكون معظم رؤوس الأموال التي دخلت المكسيك كانت عبارة عن استثمارات للحواظ المالية والتي كان من السهل التنازل عنها في الأسواق المالية)، وبالرغم من تعهداتها بالحفاظ على قيمة البيزو، قررت الحكومة المكسيكية الجديدة (بعد ثلاث اسابيع من انشائها) يوم 1994/12/20 تخفيض قيمة العملة الوطنية بـ 15% بالنسبة للدولار الأمريكي، ولقد أدى هذا القرار إلى خروج رؤوس الأموال بشكل أكبر وهو الأمر الذي انجر عنه بداية نفاذ احتياطات الصرف ما دفع السلطات النقدية بعد يومين من القرار الأول إلى إقرار تعويم الحر لسعر صرف البيزو.

بين 20 ديسمبر 1994 و 3 جانفي 1995، أي خلال أسبوعين، فقد البيسو حوالي 30% من قيمته، كما ارتفعت أسعار الفائدة لتصل على أذن الخزنة قصيرة المدى بالعملة المحلية إلى معدل سنوي يساوي 45% في الأسبوع الثاني من جانفي 1995.¹

لقد كان برنامج التكيف ضروري لإنقاذ الاقتصاد المكسيكي و التخفيف من آثاره تلك التي كانت قد بدأت تؤثر على دول أخرى. ففي الأسابيع التي تلت اندلاع الأزمة، سجلت أسواق الأسهم في الأرجنتين، والبرازيل، وشيلي، وبيرو انخفاضا بنسبة 20%، في حين كان هناك أيضا تراجع ملحوظا في غيرها من الأسواق الناشئة خاصة في آسيا، على هذا الأساس فقد عمد صندوق النقد الدولي، إلى جانب دول أخرى إلى توفير الدعم المالي للمكسيك بحيث توزعت المساهمات بالشكل التالي:²

- تعهد صندوق النقد الدولي بتقديم قرض قيمته 17.8 مليار دولار على شكل تسهيلات Stand-By
- قدمت الخزينة الأمريكية قرضا بقيمة 20 مليار دولار مقتطعة من صندوق استقرار اسعار الصرف، بحيث كان هذا القرض على شكل انفاق تبادل Swap مقابل ضمانات حول مداخيل بترولية، وإلى جانب هذا فقد طالبت الخزينة من البنك الاحتياطي الفيدرالي قرضا قصير الأجل بقيمة 6 مليار دولار
- أما بنك التسويات الدولية فقد تعهد بتقديم قرض بقيمة 10 مليار دولار.
- كما تعهدت بعض البنوك التجارية بتقديم قرض قيمته 3 مليار دولار.

وبالنظر إلى المبالغ المقدمة إلى المكسيك والسرعة التي تمت بها توفيرها، فيمكن اعتبار أن هذا الدعم المالي طارئ ولم يسبق له مثيل، فعلى سبيل المثال 17.8 مليار دولار التي قدمها صندوق النقد الدولي للمكسيك إنما في الحقيقة تمثل ما قيمته 688% من حصته quote-part في هذه الهيئة المالية ولولا هذا

¹- ناجي التوني، مرجع سابق، ص14.

²- عمار آيت بشير " الأزمات المالية واصلاح النظم النقدي الدولي، دراسة الأزمتين المكسيكية والأسبوية " رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2001، ص 185.

الدعم المالي الذي تقرر إعداده في فيفري 1995 لكان من المنتظر أن يصل المكسيك إلى عدم الاستطاعة على الوفاء بتعهداته، خاصة منها دفع خدمة ديونه قصيرة الأجل في آجالها المحددة. فلقد ساهم هذا الدعم في إعادة الثقة لدى المستثمرين إزاء المكسيك، الأمر الذي سمح للحكومة المكسيكية بالرجوع إلى الأسواق المالية الدولية وهو ما قد يفسر عودة رؤوس الأموال نحو المكسيك ففي سنة 1996 بلغ الحجم الصافي لدخول رؤوس الأموال الخاصة 28.1 مليار دولار.

المطلب الثاني: الأزمة الأرجنتينية 2001

تفجرت الأزمة المالية والاقتصادية الأرجنتينية على نحو عنيف في شهر ديسمبر من عام 2001، وأدت إلى إسقاط الحكومة والرئيس وما ترتب عنه من آثار مدمرة كانت أشد وطأة مما عاناه الأرجنتين في أعقاب الأزمة المكسيكية، ارتأينا أنه من الضروري التعرف على خصائص الاقتصاد قبل الأزمة، وأهم الأسباب المؤدية لها مع شرح تعامل السلطات معها ونتائجها.

1. اقتصاد الأرجنتين قبل الأزمة:

بعد الصعوبات الاقتصادية والمالية الخطيرة التي عاشها الأرجنتين خلال عشرية الثمانينات، بداية بأزمة المديونية الخارجية التي أدت إلى ركود الإنتاج، انهيار الأسواق المالية، انخفاض قيمة العملة مما أدى إلى هروب رؤوس الأموال إلى الخارج بحثاً عن ملاذات أكثر أمناً، كما أن وضع الشركات المملوكة للقطاع العام كان حرجاً حيث كانت في أغلبها تعاني عجزاً مما يزيد من مصاعب الاستدانة الخارجية التي لا مفر منها، وبالتالي توطيد الصعوبات على الحكومة المركزية التي يشلها ضعف إيرادات الضرائب ناهيك عن الارتفاع الرهيب والمتزايد لمعدل التضخم على مدى ثلاث عقود حيث قدر متوسطه السنوي 2.600 ٪ بين عامي 1989 و1990 مع هشاشة كبيرة للنظام البنكي.¹ على الرغم من عدة محاولات للسيطرة على التضخم، لم تتمكن الحكومة المركزية من موازنة ميزانيتها أو التحرر من التمويل التضخمي.

هذا ما أدى بالرئيس كارلوس منعم إلى الشروع في إصلاحات اقتصادية هيكلية شاملة من شأنها إنقاذ الأرجنتين وتدارك سنوات الركود الاقتصادي، حضر منعم إلى منصبه وهو يعد بتوفير البديل؛ وتمتع بدعم شديد من النقابات العمالية ومعظم العمال، لكن روابطه بقطاعات أخرى من أصحاب الشركات الضخمة

¹ -Pedro pou, Les réformes structurelles en Argentine pendant les années 90 ,Finances & Développement / Mars 2000 ,p13.

- الباحثين عن نموذج جديد للتراكم - جعلته يلجأ إلى الرئيس السابق للبنك القومي أثناء حكم الديكتاتورية والاقتصادي المتمرس في هارفارد - دومينجو كافالو - للحصول عليه وتكليفه بوزارة الاقتصاد، تبنى كافالو وجهة النظر التي ترى في الليبرالية الجديدة الخلاص من أزمات الرأسمالية الأرجنتينية.¹ وكانت الإصلاحات في الأرجنتين أسرع وأعمق مما كانت عليه في أي بلد خارج الكتلة الشيوعية السابقة وتمثلت أهم الإصلاحات فيما يلي:

الإصلاحات الضريبية، وتحرير التجارة وتدفقات رأس المال وإجراء إصلاح جذري للقطاع العام، كما ألغت الحكومة حصص التصدير ومعظم الرسوم الجمركية على الواردات، وأنشأت حرية حركة الاستثمار المباشر ورأس المال المحفظي، وكذلك تخفيض هيمنة القطاع العام بشكل كبير مع خصخصة معظم الشركات الكبيرة كما تضمنت إصلاح النظام المالي والنقدي في عملية مستمرة حيث اتخذت خطوتين رئيسيتين؛ قانون قابلية التحويل لعام 1991 وميثاق البنك المركزي 1992. قانون قابلية تحويل سعر الصرف عمل على تثبيت معدل صرف على أساس 1 بيزو مقابل 1 دولار.

وقد شجع تنظيم العمل المصرفي المنافسة بين البنوك وضمان سلامة البنوك فرديا و بشكل جماعي. كما تم رفع القيود المفروضة على إنشاء فروع المصارف الخارجية وافتتاح المصارف المحلية ابتداء من سبتمبر 1991. وتم تطبيق معايير الأموال الخاصة بنسبة أولية تعادل 3%، والتي تم زيادتها تدريجيا إلى 11.5% في جانفي عام 1995، بمستوى أعلى بكثير من 8% الموصى بها من قبل لجنة بازل للرقابة المصرفية للبلدان الصناعية.

أيضا كجزء من إصلاح القطاع المصرفي، تم تخفيض عدد البنوك من 167؛ من بينهم 35 بنك عمومي في عام 1991 إلى 119 بينهم 16 بنك عمومي في أوت 1999، وذلك من خلال عمليات الدمج أو التصفية في أعقاب أزمة التكيلا "Tequila".² بالإضافة إلى 16 من البنوك الصغيرة للدولة في معظم المحافظات، فضلا عن ذلك تمت خصخصة البنك العقاري الوطني.³

كانت " الإصلاحات " عبارة عن تطبيق واسع النطاق للشروط المنصوص عليها في " اتفاقية واشنطن " والتي باشر بها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبالمقابل وافق صندوق النقد الدولي على مساعدة الأرجنتين في التفاوض على دفع ديونها كجزء من خطة برادي لأمريكا اللاتينية.⁴

¹ - كريس هارمان، الثورة على حافة الأزمة العالمية، ترجمة: رقية حجازي، مركز الدراسات الاشتراكية ، مصر، 2004، ص 15.

² - التكيلا هو شراب مكسيكي شديد التأثير، وسميت الأزمة المكسيكية بأزمة التكيلا لشدة قوتها وتأثيرها.

³ Pedro pou ,op cit ,p15.

⁴ - كريس هارمان، مرجع سابق ، ص 16.

كان من المفترض أن تدفع الصفقة الى اعادة بناء الصناعة بإخراج العمال من القطاع العام واغلاق الشركات الخاصة الغير فعالة بينما يتم تشجيع تدفق رأس المال الأجنبي الكفيل بتمتية الصناعة الأرجنتينية وتمكينها من المنافسة العالمية وذلك يتماشى مع إقامة الأرجنتين للسوق الاقليمي المشترك " ميركوسور"¹.

فقد كان لهذه الإصلاحات نتائج جيدة خاصة على المستوى الكلي، حيث استطاع البلد تحقيق متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1991- 1999) بحوالي 4.7%. كما زاد متوسط الصادرات بين عامي 1992 و 1999 بنسبة 8.2 % سنويا في القيمة و 9.4% من حيث الحجم². كما حققت الأرجنتين نجاحا باهرا في ضبط التضخم، مثالا على ذلك ففي سنة 1994 لم تتجاوز الزيادة في الأسعار حد 4.2%.

كما استطاعت استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية حسب ما خطط له، فبين عامي 1992 و 1998، كانت تدفقات رأس المال وفيرة، وصلت إلى 5% من الناتج المحلي الإجمالي في المتوسط³. الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد قفز أكثر من 10 في المئة سنويا في عامي 1991 و 1992، قبل أن يتباطأ إلى معدله الطبيعي 4 في المئة فما فوق في عامي 1993 و 1994.

جذب الأرجنتين الاستثمار الأجنبي بشكل واسع النطاق، الأمر الذي ساعد في تحديث المرافق العامة والموانئ والسكك الحديدية والبنوك و غيرها من القطاعات⁴.

2. أسباب الأزمة :

لقد ارتبطت السياسة الاقتصادية السابقة والتي كان مهندسها . دومينجو كافالو . بتطبيق مبدأ حرية التجارة وخصخصة القطاعات الرئيسية في الاقتصاد الأرجنتيني، ولكن وضع السياسات لا ينطبق بالضرورة على التطبيق على أرض الواقع، فقد كانت سياسة المعادلة بين الدولار والبيسو تسير عكس التيار، لأن نسبة التعاملات التجارية بين بيونس أيرس وواشنطن لا تتجاوز 11% فيما يتعلق بصادرات

¹ - ميركوسور: سوق اقليمي مشترك يضم كل من البرازيل الأرجواي، البارغواي والأرجنتين

² - Pedro pou ,op cit ,p15.

³ -Faouzi TCHIKO, ANALYSE DES CRISES DES PAYS EMERGENTS : PROPOSITION D'UN MODELE EXPLICATIF ,THESE DE DOCTORAT ES SCIENCES ECONOMIQUES,UNIVERSITE TLEMCEM ,2010,P 68.

⁴ -Kurt Schuler, ARGENTINA'S ECONOMIC CRISIS: CAUSES AND CURES ,Joint Economic Committee United States Congress ,Washington ,June 2003 , p7.

الأولى إلى الثانية يضاف إلى ما سبق ارتفاع قيمة الدولار مقارنة بالعملات الأخرى إلى مستويات قصوى، باعتبار مستوى مؤشر 100 لشهر مارس 1973 منطلقا نلاحظ أنه في شهر جويلية 1995 شهد انخفاض معدل الصرف إلى 84.23 مقارنة بشهر الأساس، ليصل إلى الذروة التي بلغت 113.09 شهر فيفري 2002.

كانت المشكلة مع سعر الصرف الثابت أنه يتسبب في زيادة قيمة البيزو الأرجنتيني على نفس معدل سعر الدولار خلال فترة الازدهار الاقتصادي مطع التسعينات. سبب ارتفاع قيمة العملة ارتفاع تكلفة صادرات الأرجنتين لتصبح أكثر تكلفة بالنسبة إلى واردات البلاد، حيث أن عملات أكبر الشركاء التجاريين للأرجنتين وهم البرازيل والاتحاد الأوروبي بلغت أقل بكثير من قيمة البيزو، فتوقف سوق التصدير الأرجنتيني ما أدى إلى الحد من نمو الاقتصاد.

كما أن تخفيض البرازيل لعملتها وهي الشريك الرئيسي للأرجنتين تجاريا بالإضافة إلى قوة الدولار في مواجهة العملات الدولية أديا إلى تناقص القدرة التنافسية لصادرات الأرجنتين، بينما صادراتها الأساسية من البترول والمنتجات الزراعية تعاني من انخفاض الأسعار، مما أدى إلى انكماش وتآكل فائض الميزان التجاري.

أثارت الأحداث الخارجية الركود الأولي، ولكن لم تكن مسؤولة عن تعميق الركود إلى كساد اقتصادي كما ذكر.¹

فقد كانت لقرارات الرئيس كارلوس منعم فيما يتعلق بمجلس العملة أثرها في انزواء وتلاشى سلطة البنك المركزي المتحكم في سياسة سعر الصرف والسياسة النقدية، حيث أن أسعار الفائدة تحدد طبقا لما هو معلن في الولايات المتحدة على أن يضاف إليه هامش لنسبة المخاطرة طبقا لتقدير المقترضين وقد كان للأزمة المكسيكية عام 1994، والآسيوية عام 1997، ثم الروسية بجانب خفض العملة البرازيلية انعكاساتها السلبية في انخفاض تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية أو عودتها إلى الخارج من ناحية أو التوسع في الاقتراض من خلال السندات وبأسعار فائدة مرتفعة كبديل لطبع النقود وتمويل العجز المالي، من ناحية أخرى، إلا أن هذه التطورات أدت إلى ارتفاع وتعميق الركود.

¹ -Kurt Schuler,op cit p8.

كما يشكل تزايد الدين الخارجي، العام والخاص، عاملاً رئيسياً في تدهور الوضع. فالدين العام بقي مستقراً نسبياً في نهاية الثمانينات ومطلع التسعينات، وما ساعد في هذا الاستقرار هو العائدات الكبرى من الرسوم الناتجة عن الخصخصة الواسعة للمؤسسات العامة. لكن ما إن استهلكت أموال الخصخصة حتى استعاد الدين العام وتيرة نموه ليبلغ 110 مليارات دولار في نهاية 1998.¹ أضف إليه أنه مقابل مضاعفة الدين العام بين 1992 و 1998، زاد الدين الخاص عشرة أضعاف، من 3.5 إلى 35 مليار دولار (بحسب التقديرات الرسمية). في نهاية العام 2000، بلغ مجموع دين الأرجنتين (الدولة والمقاطعات والقطاع الخاص) 200 مليار دولار.²

أمام هذا الوضع كان أمام الرئيس دي لا روا " Fernando De la Rúa " خيار واحد فقط: رفع معدلات الضرائب وذلك بالموافقة على ثلاث زيادات ضريبية كبيرة، اعتباراً من جانفي عام 2000، أبريل 2001، وأوت 2001؛ جاءت الزيادات على رأس معدلات الضرائب المرتفعة أصلاً وكان أعلى معدل ضريبية الدخل الشخصي 35 في المئة، مستوى قريب مما هو مطبق في الولايات المتحدة، ولكن كان معدل ضريبة الرواتب الاتحادية التي يدفعها صاحب العمل والموظف معاً 32.9 في المئة، مقابل 15.3 في المئة في الولايات المتحدة؛ وكان المعدل القياسي لضريبة القيمة المضافة 21 في المئة، في مقابل حالة ضرائب المبيعات من 0-11 في المئة في الولايات المتحدة؛ وفرضت الأرجنتين الضرائب على الصادرات (منذ أبريل 2001) وعلى المعاملات المالية، هذا النوع من الضرائب التي لم تكن موجودة في الولايات المتحدة. معدلات الضريبة العالية في الأرجنتين كانت عامل مشجع على التهرب الضريبي: حيث قدر حجم الاقتصاد الموازي 23 في المئة من حجم الاقتصاد وقدرت جميع حالات التهرب من 30 إلى 50 في المئة.³

رفع معدلات الضرائب كان نهج خاطئ، وكانت نتائجه سلبية عكس ما كانت تتوقعه الحكومة؛ حيث أنها قد خفضت الثقة في الاقتصاد المحلي عن طريق تثبيط النمو في القطاع الخاص، الذي أدى إلى تقليص مصدر الإيرادات الضريبية للحكومة وبالتالي قضت على بصيص الانتعاش الاقتصادي الملاحظ في أواخر عام 1999 في مهده.

¹ - خورخي بنشتاين (Jorge BEINSTEIN) عاصفة تهدد الاقتصاد الأرجنتيني، ص2. www.mondiploar.com/july01/articles/beinstein.htm

² - الدولة: 133 مليار دولار. المقاطعات: 21 مليار دولار. القطاع الخاص: 47 مليار دولار.

³ -Kurt Schuler,op cit ,p10.

جعلت الأخطاء الجديدة في السياسة الضريبية والسياسة النقدية الأمور أكثر سوءا في أوائل عام 2001 ما أدى بالاقتصاد للعودة إلى الانكماش في عام 2000، مما خلق انقسامات سياسية داخل التحالف الحاكم في ذلك الوقت، حيث كان توجه الرئيس دي لا روا يقضي بتجنب تخفيض قيمة البيزو، لأنه كان يعرف المخاطر الاقتصادية والسياسية الناتجة عن تبني هذا القرار، فلتحقيق التوازن في الميزانية، قال انه على استعداد لخفض الإنفاق الحكومي وكذلك زيادة معدلات الضرائب، عكس شريكه في الائتلاف الحكومي حزب "فريبازو" " Frepaso " الذي كان أكثر استعدادا لخفض قيمة البيزو، وعارض خفض الانفاق. كما عارض بعض أعضاء الحزب الراديكالي دي لا روا أيضا في خفض الانفاق الحكومي.

في 18 مارس 2001 شهد الأرجنتيين حدثا سياسيا تمثل في استقالة وزراء حزب "فريبازو" " Frepaso"، احتجاجا على التخفيضات المقترحة، لتفتح مرحلة جديدة من مراحل الأزمة الحقيقية الاقتصادية وكذا السياسية في الأرجنتين. أدت الاستقالات الى اضعاف قاعدة الرئيس دي لا روا من الدعم في الكونغرس الأرجنتيني مما أدى الى انتقال أسعار الفائدة في الأرجنتين إلى أعلى المستويات بشكل دائم، مع مزيد من الضغوط خلال الفترة المتبقية من العام المتعلقة بالأنباء السيئة حول السياسة الاقتصادية.

بعد استقالة وزراء حكومة " Frepaso"، عين الرئيس دي لا روا " Domingo Cavallo" دومينغو كافالو وزيرا للاقتصاد، كان كافالو رئيس حزب سياسي صغير، لذلك أحضر الأصوات؛ والأهم من ذلك أنه أحضر الهيبة بسبب دوره كوزير للاقتصاد 1991-1996 عندما ساعد الحكومة في تهيئة الظروف لنمو قوي في السنوات الأولى ثم ساهم في حل الأزمة المالية لعام 1995، ولكن في عودته كوزير للاقتصاد، تبنى كافالو سياسات مختلفة كثيرا عن تلك التي كانت قد وضعت من قبل، وجعلت السياسات الجديدة الاقتصاد أكثر سوءا فقد اضطر الى اللجوء الى صندوق النقد الدولي من أجل القروض موافقا على اقتطاعات أكبر من الميزانية وفرض اقتطاعات من أجور ومعاشات القطاع العام بنسبة 13%¹.

عمل الرئيس دي لا روا وكافالو على تأمين موافقة الكونغرس الأرجنتيني على حزمة من الزيادات الضريبية، اعتبارا من أبريل وأوت 2001.²

كانت إيرادات كل حزمة عكس التوقعات والاهداف المرجوة، لأنها بدلا من زيادة الثقة في الاقتصاد كما كانت تأمل الحكومة، فإنها عملت على افقاد الثقة. حكومة دي لا روا لم تحاول قط تبني خطة منسقة

¹- كريس هارمان، مرجع سابق، ص20.

²-Kurt Schuler ,op cit ,p33.

لخفض معدلات الضرائب، على الرغم من أنها قد خفضت بعض أسعار السلع الفردية ضمن سياق زيادة المعدلات عموماً في أماكن أخرى. معظم الزيادات في الضرائب التي سنّها لا تزال في مكانها.

في السياسة النقدية، بدأت الحكومة تصحح الأخطاء الرئيسية في أبريل وجوان 2001؛ ففي 17 أبريل قدم كافالو مشروع قانون للتبديل الرابط بين سعر صرف البيزو من الدولار وحده إلى 50-50 مزيج من الدولار والبيورو، في الوقت الذي، دعا رئيس البنك المركزي، "بيدرو بو" " Pedro pou " إلى الدولة (استبدال البيزو رسمياً مع الدولار) إذا لزم الأمر لضمان المصدقية للبيزو. وجهة نظره وضعت على خلاف مع الوزير كافالو والرئيس دي لا روا.

في 15 جوان، أعلن كافالو سعر صرف تفضيلي للصادرات بمعدل خاص في خطوة نحو ممارسة التدخل، قبل تحويل النظام.

في ديسمبر عام 2001 بدأت الاضطرابات مع قرار الحكومة تجميد الودائع المصرفية (عرف باسم "corralito" باللغة الإسبانية)، رداً على عمليات السحب الكبيرة في نوفمبر، مما شكّل عاملاً أساسياً في تحول الاقتصاد من الركود إلى الكساد. تبخر الائتمان ذكر الأرجنتينيين كيف حرّمهم ارتفاع معدلات التضخم من القيمة الحقيقية لمخزّناتهم خلال عملية تجميد مماثلة في عام 1989 وفي عملية تجميد 1982 التي صمّمها كافالو نفسه.

خرج الكثير من الناس إلى الشوارع في مظاهرات غاضبة سميت (cacerolazos)، لأن الناس خبطت الأواني والمقالي الخزفية لإصدار الضوضاء.¹

وصفت الكثير من أجهزة الإعلام الدولية عملية التقييد (كوراليتو) كإجراء خاص بالأغنياء أصحاب الأرصدة الكبيرة، لكن الواقع أن الأغنياء قد قاموا بنقل أموالهم منذ أمد طويل إلى الأماكن الآمنة بالخارج. الحقيقة أن الكوراليتو قد أصاب قطاعات البرجوازية الصغيرة والمتوسطة وكذا العمالة المهنية الحرة وأصحاب الشركات الصغيرة وأصحاب المحلات. كانت تلك المجموعات تحتفظ بمعظم دخلها في البنوك وتنتظر بعين الحسرة إلى مدخراتها نتيجة لعدم توافر الفرص التجارية أو عجز الآخرين عن سداد الديون لهم وقد أصبحوا الآن بلا دخل.

¹ -Kurt Schuler ,op cit p12.

في الواقع، أن ما فعله كفالو لم يكن سوى اعلان أن الرأسمالية الأرجنتينية ودولتها لا تأبه بالطبقات المتوسطة أكثر مما تأبه بالعمال. فكانت أكبر حركة انضمام للطبقة المتوسطة مع العمال (بروليتارية). ردت الطبقات المتوسطة عن طريق الخروج الى الشوارع مع العاطلين عن العمل في 19 و 20 ديسمبر والاطاحة بالحكومة.¹

على الرغم من التدابير المتخذة لمنع الأزمة، يبدو بوضوح أن صندوق النقد الدولي لاحظ الصعوبات التي يعاني منها اقتصاد الأرجنتين ورفض الإفراج عن الشريحة الائتمانية 1.26 مليار دولار التي من شأنها أن تسمح للبلد بتلبية استحقاقات سندات 19 ديسمبر 2001. واشترط مقابل منحه الأموال تخفيض الأرجنتين نفقاتها بنسبة 10% في عام 2002. كما قرر بنك تنمية الدولية والبنك الدولي أيضا تعليق دفع مبلغ بقيمة 1.1 مليار دولار المزمع تسليمه في نهاية هذا العام.

انتخب الرئيس الجديد في 23 ديسمبر 2001، وأعلن على الفور صعوبات الأرجنتين بالنسبة لديونها الخاصة. في حين، لم يقرر أي تخفيض لقيمة البيزو. ومحاولة من الحكومة لتمكين الاقتصاد من العمل في أفضل الظروف، تم اعتماد رسميا شكلين من العملات "Patacones" و "Lecops" وهي النقود التي تم اصدارها سابقا من قبل المحافظات الأرجنتينية:

- و Lecops كانت سندات خمس سنوات التي سمحت للمحافظات بدفعها للأجراء.

- تم عرض Patacones في صيف عام 2001 من قبل مقاطعة بوينس آيرس لدفع أجور 180000 من موظفي الخدمة المدنية والمتقاعدين.

وشكلت هاتين العملتين نسبة تصل إلى 40% من النقد المتداول في البلاد. كانت في البداية تسمح باستعادة بعض السيولة في الاقتصاد وعلى وجه الخصوص لتمويل الوظائف الجديدة التي وعدت بها الحكومة لإنهاء الأزمة الاجتماعية.

أجبرت الاحتجاجات الجديدة الحكومة على الاستقالة وعين رئيس جديد "اداردو دوهالدي" من قبل البرلمان في 1 جانفي 2002. شرع تنفيذ خطة الطوارئ وتمثلت تدابيرها الرئيسية فيما يلي:

- استبدال نظام مجلس العملة وتكافؤ البيزو مقابل الدولار بنسبة الصرف المزدوج للمعاملات المتعلقة بالتجارة الخارجية، المعدل المطبق هو 1.4 بيزو للدولار.

¹- كريس هارمان، مرجع سابق، ص 21.

- تم تحويل الديون المتعاقد عليها بالدولار إلى البيزو سواء من طرف الأفراد والشركات الصغيرة والمتوسطة، كان هذا الاجراء حاسم وذو أهمية عظمى في بلد حيث 90 ٪ من القروض مقومة بالدولار.

- تم تخفيف تدابير السحوبات المصرفية. "corralito"

بعد هذه الاجراءات، سمح صندوق النقد الدولي للأرجنتين، في 15 يناير 2002 ، بعدم دفع 933 مليون دولار المستحقة في ذلك التاريخ ومنحها فترة سماح مدتها سنة واحدة.

في 5 فبراير 2002، وضعت الحكومة خطة الطوارئ الجديدة. تم التخلي عن سعر الصرف الرسمي لصالح التمكين من تعويم العملة الأرجنتينية، هذا التعويم يرافقه تدخلات البنك المركزي في حالة ارتفاع الدولار. الخطة تنص أيضا على أن " تعميم استعمال البيزو " على الاقتصاد بأكمله، الذي كان الخبر السار بالنسبة للشركات الأرجنتينية عالية الاستدانة بالدولار.

وقعت الحكومة المركزية اتفاقا جديدا في الربع الأول من عام 2002، مع 24 مقاطعة على توزيع عائدات الضرائب وخفض الإنفاق في هذه المحافظات. مع تخفيض قيمة البيزو، والتي وصلت إلى 50 ٪ مقابل الدولار. تجميد الأجور وارتفاع معدلات البطالة لأكثر من 20٪ أيضا في هذا السياق هناك مخاطر جديدة من انفجار اجتماعي .

في النصف الثاني من عام 2002 في وقت مبكر، ذكر صندوق النقد الدولي أن الأرجنتين يجب عليه تلبية ثلاثة شروط ليكون مؤهلا للحصول على المساعدة من مؤسسات الإقراض المتعددة الأطراف.

ورافق الشرط الأول بطلب لحذف القانون المسمى التخريب الاقتصادي، والذي سمح للمسؤولين بمواصلة إفلاس الشركات وسحب قادة المصارف الدولية رؤوس أموال كبيرة من البلاد. والثاني تخفيض 60٪ في العجز بالنسبة للمحافظات وكذلك الحكومة الاتحادية. في النهاية، طالب صندوق النقد الدولي إيقاف السندات المصدرة من قبل المحافظات لدفع رواتب الموظفين والموردين.

الحكومة لا يمكن أن تقبل الشروط الثلاثة خوفا من زيادة الاحتجاجات الاجتماعية، فأخذت خطة للخروج عن صندوق النقد الدولي. وبالتالي، فإن احتمال وجود اتفاق مع صندوق النقد الدولي بعيد خلال شهر أوت 2002.

أيضا، الأرجنتين ترفض، 14 نوفمبر 2002، دفع مبلغ 805 مليون دولار المستحق للبنك الدولي وإنه يدفع فقط الفوائد المستحقة بموجب هذا الموعد النهائي. وبعد أسبوع، منح صندوق النقد الدولي تأجيل لمدة عام للأرجنتين دفع مبلغ 141 مليون دولار مستحقة.

في جوان 2003 صندوق النقد الدولي يفتح المفاوضات مع الحكومة الجديدة التي تشكلها بعد انتخابات بداية 2003، وافقت الحكومة الأرجنتينية الى الانخفاض الى احتياطياتها لدفع 1.065 مليار دولار صندوق النقد الدولي 726 مليون دولار أمريكي للبنك الدولي. وكان هذا القرار شرطا مسبقا للتوصل إلى اتفاق إعادة جدولة 11 مليار دولار بسبب هذه المؤسسات بحلول شهر يونيو حزيران.

من يوليو عام 2003، تم شراء عملات موازية (Lecors، Patacones، Lecops) من قبل الدولة وفي اتفاق مع صندوق النقد الدولي في 10 سبتمبر 2003. حصلت الأرجنتين إعادة جدولة الديون 21.6 مليار على مدى السنوات الثلاث القادمة.¹

4. بعد الأزمة

الأزمة الاقتصادية الأرجنتينية، وبالتالي، كان فظيما مع الديون الخارجية 129 مليار دولار وهو ما يمثل 129 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي، بانخفاض من 16 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وهو سعر الصرف الرسمي بنسبة 12 ٪ ومعدل التضخم حوالي 40 ٪ بحلول عام 2002.

وقد كشفت هذه الأزمة أن مبادئ إجماع واشنطن قد باءت بالفشل الكبير في السياسة الاقتصادية للحكومات المختلفة.

¹ - Faouzi TCHIKO ,op cit, p75.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل نستخلص أن الأزمة المالية هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم إصدار، أسعار الأسهم والسندات وإجمالي القروض، الودائع المصرفية وسعر الصرف " أو " انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي، وهي تعني حدث مغاير لما هو مخطط له وتتميز الأزمة بالتعقيد والتشابك، كما أنها تحمل عنصر المفاجئة وغياب الحل الجذري وعند تصنيف الأزمة نجد أن هناك عدة معايير للتصنيف ومن أهم التصنيفات تصنيف صندوق النقد الدولي الذي يصنفها الى خمس أنواع؛ أزمة عملة، أزمة مصرفية، أزمة مديونية، أزمة مالة مزدوجة وأزمة أسواق المال.

والفكر الاقتصادي تطرق إلى موضوع الأزمات الاقتصادية من خلال عدة نظريات متعددة حاولت تفسير الأزمة منذ الكلاسيك مرورا بنظرية كارل ماكس والنظرية الكنزوية وأعمال المدرسة النمساوية وصولا الى النظريات الحديثة التي أولت اهتماما كبيرا بالجانب المالي الذي يرون أنه السبب المباشر للأزمات. فوفقا لنظرية "مينسكي" "Minsky's Theory" (1980) فإن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة.

ويلاحظ في السنوات الأخيرة أن قضية الأزمات المالية أصبحت مطروحة بشدة كنتيجة للتغيرات التي نشهدها والمتمثلة في ظاهرة العولمة والتي دفعت إلى إلغاء القيود على حركة عناصر الإنتاج بما فيها عنصر رأس المال، وهو ما يسمى بالعولمة المالية والتي دفعت إلى الوقوع في الكثير من الأزمات خاصة في البلدان الناشئة وقد تجلى ذلك خلال الأزمة المكسيكية لسنة 1994 والأرجنتينية سنة 2001.

الفصل الثالث:

دول جنوب شرق آسيا بين
مزايا العولمة وتكاليف الأزمات
المالية

تمهيد:

إن تحرير أسواق الأسهم عرفت توسعها كبيرا، والذي كانت انطلاقته من بورصة لندن في 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية المعروفة (Big Bang) وتبعتها بقية البورصات العالمية بعد ذلك بتحرير أسهمها، على غرار أسواق السندات حيث زادت قيمة الأسهم المتداولة في البورصات العالمية. ضم العديد من الأسواق الناشئة ابتداء من أوائل التسعينات من القرن الماضي وربطها بالأسواق المالية العالمية، وهي نقطة تحول جوهرية في مسار العولمة المالية سمحت بزيادة تدفق رؤوس الأموال نحو هذه الأسواق. وهذا ما كان له أثر سلبي حيث شهدت هذه الدول ظهور وانتشار موجة من الأزمات المالية التي أرجع سببها إلى العولمة المالية ولعل أزمة المكسيك 1994، الأزمة الروسية 1998 وأزمة البرازيل 1999 والأرجنتين 2001 أهم هذه الأزمات التي تعتبر فاتورة الاندماج المالي ضمن النظام المالي العالمي المعولم.

كما تعتبر أزمة جنوب شرق آسيا إحدى أقوى وأشمل الأزمات التي شهدتها البلدان الناشئة، بعد أن بدأت الأزمة في تايلند استطاعت أن تنتشر وتهدد جميع دول المنطقة، لتأتي بعدها سلسلة من الإصلاحات مكنتها من استعادة توازنها في وقت قصير وجعلها أشد قوة في مواجهة الأزمة العالمية لسنة 2008 التي كانت نتاج لانتشار أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة.

سوف نتعرض لكل هذا في هذا الفصل " دول جنوب شرق آسيا بين مزايا العولمة وتكاليف الأزمات المالية" الذي قسمناه الى ثلاث مباحث رئيسية كما يلي:

المبحث الأول: الإطار العام الاقتصادي لدول جنوب شرق آسيا قبل أزمة 1997

المبحث الثاني: الأزمة المالية الآسيوية 1997

المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها على دول جنوب شرق آسيا وسبل تصديهم لها

المبحث الأول: الإطار العام الاقتصادي لدول جنوب شرق آسيا قبل أزمة 1997

قبل التطرق لأزمة جنوب شرق آسيا التي اندلعت منتصف سنة 1997 نتيجة لهجمات المضاربة المتتالية على العملة التايلندية "الباهت" "Baht" ودخول تايلند في أزمة ما فتأت يتعدى أثرها الحدود الوطنية، فانطلقت لتمس دول المنطقة نتيجة انتقال العدوى وها ما حدث كذلك خلال الأزمة العالمية التي كان الاقتصاد الأمريكي منشأها، ارتأينا أن نتعرض لأهم مقومات اقتصادات جنوب شرق آسيا وأهم الإصلاحات المتبناة في إطار تطبيق آليات العولمة المالية الذي سمح لها الاستفادة من اندماجها في الاقتصاد العالمي.

المطلب الأول: الإطار الاقتصادي العام في تايلاند في الفترة (1990-1996)

ردا على الصعوبات المختلفة التي شهدتها البلاد في حقبة الثمانينات، قررت الحكومة التايلندية بدعم من البنك الدولي إعادة توجيه استراتيجية التنمية الاقتصادية بتبنيها لاستراتيجية التصنيع الموجه للتصدير.

أصبح تايلاند المستفيد من إجراءات التكيف الهيكلي التي طبقت تحت رعاية كلا من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، والتي لم تسع فقط لتحقيق الاستقرار الاقتصادي على المدى القصير بل تبنيها لاستراتيجية أكثر انفتاحا تسمح لها بالاندماج في النظام المالي العالمي وذلك من خلال تطبيقها سياسات جديدة أهمها خفض التعريفات الجمركية لمعدلات دنيا، الحد من دور مؤسسات الدولة، إزالة الرقابة على الأسعار والاستفادة من سهولة الوصول إلى رؤوس الأموال الأجنبية.

تم التخلي عن نموذج التصنيع من خلال إحلال الواردات رغم أنه سمح للبلد بتحقيق معدل نمو قدر ب 8% في عام 1960، 7% في عام 1970 و بين 4% إلى 6% في فترة الثمانينات، لكنه أصيب جراء الركود الاقتصادي والتباطؤ في النمو نتيجة للظروف الدولية غير المواتية، وأساسا وجود نقاط ضعف هيكلية في النظام المالي المحلي فضلا عن ضيق السوق المحلية وكثرة القيود الحمائية، وفقا للبنك الدولي.¹ وحسب هذا الأخير يمثل التحول الاقتصادي ضرورة ملحة تتوضح في الحاجة لفتح الاقتصاد وخصخصة

¹- Olivier CASSARD, SPHÈRE FINANCIÈRE CONTRE ÉCONOMIE RÉELLE Le cas de la crise financière thaïlandaise p29.

الشركات المملوكة للدولة، ولعل من المستغرب نظرا للنقاش حول الديون الخارجية التأكيد على أهمية تدفقات رأس المال الدولية في التنمية.

بين عامي 1991 و 1994، مدفوعا في المقام الأول من قبل الحكومة الليبرالية تكنوقراطية بزعامة "أناند بانيارتشون" "Anand Panyarachun"، وكذلك الحكومة التي تلتها حكومة "تشوان ليبيكي"

"Chuan Leepkai" في وقت لاحق (سبتمبر 1992) وشروعها في سلسلة من التدابير الرامية إلى تأكيد وتسريع عملية التحرير من أجل جذب رأس المال الأجنبي في البلاد لردم الفجوة بين الادخار والاستثمار المتوقع من استمرار استراتيجية النمو، وذلك بالرفع من معدلات الفائدة وتهيئ البيئة الاقتصادية المحلية والاستفادة من الأوضاع الاقتصادية العالمية كالتباطؤ في النشاط الاقتصادي في الدول المتقدمة (انخفاض في أسعار الفائدة العالمية وأرباح الأسهم) العامل الذي دفع المستثمرين الأجانب السعي للحصول على فرص استثمارية أكثر ربحية في أسواق أخرى، وهي الموجودة في جنوب شرق آسيا، لا سيما في تايلاند.¹ (الجدول التالي يوضح صافي التدفقات في الفترة بين 1990 و 1996)

الجدول رقم(02): صافي التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى تايلند في الفترة (1990- 1996)

| السنة | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| صافي تدفق رأس المال (مليار دولار) | 9.7 | 11.3 | 8.1 | 10.5 | 12.2 | 21.9 | 19.5 |

Source : Banque de Thaïlande <https://www.bot.or.th/English/Statistics/Pages/default.aspx>
visiter le 22 septembre 2014 à 11:56

سياسات التحرير:

تعهد بنك تايلاند التحرير المالي بجذب صناديق الاستثمار من أسواق رأس المال العالمية، استغرق الأمر عدة تدابير ساهمت مباشرة في تسهيل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، حافظ بنك تايلاند على ارتفاع أسعار الفائدة المحلية واعتماد سعر صرف ثابت للباهت ضد الدولار الأمريكي. اتخذت قرارات من قبل

¹- ibid ,P30.

عدد قليل من الناس الذين كانوا غير مهئين للتعامل مع تعقيدات التحرير المالي، وقد شجعت الحكومة نمو شركات التمويل باعتبارها وسيلة لتحفيز المنافسة في القطاع المالي التي تهيمن عليها عدد قليل من البنوك التجارية القوية وهكذا تمت زيادة السيطرة من قبل المسؤولين الحكوميين على عدد من الشركات المالية.

في عام 1990، وافقت تايلاند على المادة الثامنة من صندوق النقد الدولي، والتي أزلت كافة عناصر التحكم على معاملات الحسابات الجارية للصرف الأجنبي. وتعزز ذلك في عام 1993، تاريخ إنشاء معهد "بانكوك الدولي للتسهيلات المصرفية"¹ (BIBF) تم إنشاؤه من أجل زيادة تدفق رأس المال لدعم النمو الاقتصادي السريع وتحويل تايلاند إلى مركز مالي إقليمي. تم منح اثنين وأربعون رخصة للبنوك التجارية التايلاندية والأجنبية، لتقديم القروض إلى المتعاملين المحليين بالدولار الأمريكي، والترخيص لإدارة الودائع والقروض من الخارج بالعملة الأجنبية إلى الأسواق المحلية، وتهدف سياسة المعهد إلى تسهيل وصول الشركات التايلاندية القروض بالعملة الأجنبية، عن طريق البنوك الذين يعملون كوسطاء؛ حيث كانت معدلات الفائدة المحلية على الدولار بين 4 و6% أي أقل من معدلات الفائدة على الباهت.²

كانت السياسة الثانية التي أدت إلى الأزمة للحفاظ على ارتفاع سعر الفائدة من أجل الحد من الطلب الكلي والحفاظ على معدل تضخم منخفض نسبياً، على الرغم من تحذيرات بعض الاقتصاديين منذ فترة طويلة أن إجراءات السياسة النقدية المتبعة مع تبني نظام سعر الصرف الثابت وفتح أسواق رأس المال تكون غير فعالة. فقد شجع ارتفاع أسعار الفائدة الشركات التايلاندية على الاقتراض من الخارج بتكاليف أقل من تلك التي يمكن أن تقترض بها من السوق المحلية.

خلال التسعينيات، وسعت الحكومة التايلاندية نطاق الاقتراض الخارجي على المدى القصير عن طريق إزالة الضوابط على هذا الاقتراض، وبالتالي زيادة بشكل كبير للديون الخارجية على المدى القصير ويؤدي إلى خلق نوع من الخلل في البنية المالية. ويجلى ذلك، في المؤسسات المالية التايلاندية بالاقتراض القصير الأجل من أسواق المال العالمية من أجل المساعدة في تمويل الاستثمارات طويلة الأجل.³

¹ - Craig C. Julian, The impact of the Asian economic crisis in Thailand, Managerial Finance, vol. 26, no. 4, University of the Sunshine Coast, 2000. P46.

Published version available from: <http://dx.doi.org/10.1108/03074350010766611>

² - Nada Saliba ,op cit ,p 147.

³ - Sangsubhan, Kanit. Managing Capital Flows: The Case of Thailand. ADBI Discussion Paper 95. Asian Development Bank Institute. Tokyo. 2008 ,p2.

Available: <http://www.adbi.org/discussion-paper/2008/03/10/2502.managing.capital.flows.thailand/>

في نهاية عام 1996، كان قد تم تقدير القروض الخارجية للقطاع الخاص بـ 31.2 مليار دولار أمريكي، أغلبها في الأساس قروض قصيرة الأجل ومعظمها لم تكن مغطاة ضد تقلبات أسعار العملات. وقدرت الخطوة الثالثة في سلسلة من الأخطاء للحفاظ على باهت لسلة من العملات مع الدولار المرجحة بنسبة 80% من المجموع. عندما ارتفع الدولار منتصف التسعينات، أصبحت الصادرات التايوانية أقل قدرة على المنافسة.

وكان من نتيجة هذه التدابير ألغت التنظيمات زيادة سريعة في الاقتراض من الخارج من قبل البنوك في تايلاند بين بعد سنوات قليلة قبل افتتاح حساب رأس المال، وحصّة البنوك التايوانية تمثل 14.7 في المئة من صافي تدفقات رأس المال الأجنبي خاصة في البلاد، ولكن بحلول 1996 وصلت الحصّة لتصل إلى 49 في المئة، أي بزيادة بمقدار ثلاثة أضعاف في أقل من عقد من الزمان. الاقتراض من الخارج بالنسبة القطاع غير المصرفي زادت أيضا من أقل من 2 في المئة الى 22 في المئة خلال نفس الفترة. على النقيض من ذلك، خلال نفس الفترة انخفضت حصة الاستثمار الأجنبي المباشر في تايلاند من 25 في المئة الى 8.5 في المئة.¹

المطلب الثاني: السياسات الاقتصادية الإندونيسية قبل الأزمة

قبل حدوث الأزمة الاقتصادية في 1997-1998، كان اقتصاد اندونيسيا قد واجه بالفعل مشكلة خطيرة في القطاعات المالية، تمثلت في: الملكية المشتركة والإدارة المشتركة للمؤسسات المالية، المبالغة في تقييم الروبية وارتفاع الاقتراض الخارجي.

شرعت الحكومة الإندونيسية في القيام بإصلاح اقتصادي تمثل في حزمة من اجراءات تحرير القطاع المالي في أكتوبر 1988 (ما يسمى Pakto 88).²

كانت القوة الدافعة وراء هذا الإصلاح الاقتصادي في إندونيسيا "التكنوقراط" الذين يمثلون اقتصاديون ذو درجة عالية من التدريب يعملون في وزارة المالية والتخطيط يحضون بدعم من السلطة المركزية التي ترى أنهم قادرين على تنفيذ عدد من الإصلاحات على المستوى الاقتصادي، كما تلقت الإصلاحات تأييدا شعبيا كبيرا لما يمكن تحقيقه من انجازات اقتصادية واجتماعية كالتخفيف من حدة التضخم وتوفير فرص

¹- Chung H. Lee, Financial Liberalization and the Economic Crisis in Asia, p9.

²- Hendri Saparini, Policy Response to Overcome Crisis: A Lesson from Indonesian Case, p3.

العمل وتحقيق النمو الاقتصادي. كما رحبت المجموعات التجارية القوية بهذه الإصلاحات لأنها تسمح لها بالاستفادة من أسواق رأس المال المحررة والضمانات الضمنية على الاقتراض الخارجي، والاستفادة من خصخصة الشركات المملوكة للدولة والمرافق العامة.

كانت الحكومة الاندونيسية تعتقد أن التحرير المالي يسمح بدخول أكبر المؤسسات المالية الأجنبية إلى السوق المحلي من شأنه جلب المزيد من المدخرات الخارجية، التكنولوجيات المتقدمة والخبرات، زيادة المنافسة المحلية وتحسين ثقافة الشركات، وتحسين كفاءة تخصيص الموارد المالية. لكن ما حدث في الواقع كان التوسع السريع الائتمان والاستثمارات في "الصناعات الاستراتيجية"، وعلاوة على ذلك زيادة المنافسة من الداخلين الجدد وضعت المؤسسات المالية القائمة تحت الضغط لتأخذ على المشاريع ذات المخاطر العالية، خاصة أن العديد من متخذي قرارات الائتمان الخاصة بهم لم يكن لديهم الخبرة اللازمة لتقييم مصادر الائتمان الجديدة ومخاطر السوق. وكنيجة لذلك، فإن المشاريع التي تميل إلى أن تكون ممولة من قبل البنوك كانت الاستثمارات في الأراضي والمباني والسلع المادية الأخرى، والتي يمكن استخدامها كضمان.

كان من بين ما تضمنه اصلاح "Pakto 88" تيسير شروط إنشاء البنوك، حيث يتطلب رأس مال البنك 100 مليون روبية فقط، هذه السياسة شجعت نمو عدد من البنوك في إندونيسيا حيث قدرت في عام 1988 ب 111 بنك لتصل إلى 240 مصرف في نهاية عام 1995. الى جانب ذلك، قد تسبب أيضا سياسة الملكية المشتركة والإدارة المشتركة في الصناعة المالية في اندونيسيا. وأظهرت مجموعة من البيانات في عام 1996 أن معظم البنوك الكبيرة في إندونيسيا كانت تابعة لها معظم البنوك والمؤسسات المالية الأخرى. وبعبارة أخرى، ملكية المؤسسات المالية والبنوك خلال الفترة 1997-1998 كانت قبل الأزمة شديدة التركيز. وكانت الملكية المشتركة والإدارة المشتركة في القطاع المصرفي واحدة من العوامل الرئيسية التي زادت المخاطر النظامية وعدم الاستقرار الاقتصادي الوطني.

مع تركيز ملكية البنوك، البنوك الكبيرة تميل لصرف القروض إلى مجموعات محددة منتهكة حد الإقراض القانوني؛ أي زيادة المخاطر النظامية في القطاع المصرفي.

في مثل هذه الحالة، الإشراف الخارجي من قبل بنك اندونيسيا كان غير فعال تماما، كما توجد العديد من الثغرات في التنظيم التي يمكن التلاعب بها لهندستها لتجنب تنظيم الحد القانوني للإقراض.

كان هناك اعتماد متزايد من البنوك القطاع على الإقراض الملكية: في إندونيسيا، حيث نمت القروض للقطاع العقاري بمعدل سنوي قدره 37 في المائة خلال 1992-1995.¹

رغم محاولة اندونيسيا توفير ما يكفي من القواعد والأنظمة الاحترازية كما فعلت، حيث بدأ اعتماد هذه القواعد واللوائح منذ عام 1991 بناء على التوصيات الصادرة عن اللجنة بشأن تنظيم العمل المصرفي والممارسات الإشرافية تحت رعاية بنك التسويات الدولية. غير أنها فشلت في القيام بتعزيز النظم القانونية والمحاسبية والتي هي ضرورية للتنفيذ الفعال لقواعد الحيطة والإشراف عليها. وعلاوة على ذلك، سوء التسيير والفساد الإداري المتجذر والبيروقراطية الحكومية وعدم المساءلة، أدت أيضا إلى التنفيذ الغير الفعال لكل من القواعد والأنظمة الاحترازية التي اعتمدها البلاد منذ عام 1991.² كان أحد العوامل التي ساهمت في الأزمة المصرفية في اندونيسيا الفشل في إقامة سياسة خروج المناسبة لمراقبة سياسة دخول الليبرالية التي تم تقديمها في عام 1988. في الواقع، حتى خلال الأزمة لم يكن هناك سياسة للخروج من شأنه أن يسمح للبنوك المملوكة للدولة لتفلس، وحتى بالنسبة للقطاع الخاص تتم حماية البنوك من الإفلاس إذا كانت مملوكة من قبل مجموعات سياسية متصلة بشكل جيد. هكذا شجعت سياسة عدم الخروج رسمية أو غير رسمية الخطر الأخلاقي من جانب البنوك مما أدى إلى تراكم القروض المتعثرة. وقد ساهم أيضا في تراكم القروض المتعثرة تدخل الحكومة في قرارات الإقراض من البنوك المملوكة للدولة وشركات التمويل، والتي استمرت على الرغم من الإصلاح المالي. **المبالغة في الروبية:**

كان هناك خطر آخر التي كانت موجودة في اقتصاد اندونيسيا قبل الأزمة في 1997-1998 زيادة العجز في الحساب الجاري منذ 1980 حتى قبل الأزمة، تضاعف العجز في الحساب الجاري من 3,1 مليار دولار أمريكي في عام 1994 إلى 7,2 مليار دولار أمريكي في عام 1995. كان زيادة العجز في الحساب الجاري متقلبة جدا وكانت البلاد ذات عجز الحساب الجاري الضخم أكثر عرضة من هجوم المضاربة.

وقد تفاقم الوضع والسلطة النقدية في ذلك الوقت حاول الحفاظ على أسعار العملات بواسطة نظام سعر

¹ - Marcus Miller, Pongsak Luangaram Financial Crisis in East Asia: Bank Runs, Asset Bubbles and Antidotes CSGR Working Paper No. 11/98 Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation (CSGR), University of Warwick, Coventry CV4 7AL, United-Kingdom. July 1998 , p10. URL: <http://www.warwick.ac.uk/fac/soc/CSGR>

² - Chung H. Lee, op cit, p10.

الصرف الثابت حيث قدرت روبية في حدود 2200 - 2300 مقابل الدولار الأمريكي. في الواقع، يجب مواجهة عجز الحساب الجاري المستمر من خلال تطبيق نظام سعر الصرف أكثر مرونة. وبعبارة أخرى، سعر الصرف الثابت تطبقها من قبل والسلطة النقدية قبل الأزمة أسفرت روبية المضخمة أو أقوى من القيمة الحقيقية. في نوفمبر عام 1995، قدرنا أن الروبية كان مبالغ فيها بنسبة 16 في المئة مقابل الدولار الأمريكي.¹

الجدول رقم (03): سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الروبية الإندونيسية في الفترة (1990-1997)

| 1996 | 1995 | 1994 | 1993 | 1992 | 1991 | 1990 |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 2342,296 | 2248,608 | 2160,754 | 2087,104 | 2029,921 | 1950,318 | 1842,813 |

Source : <http://donnees.banquemondiale.org/pays/indonesie> visiter le 15 septembre 2014 à 21:23

الإفراط في الاستدانة الخارجية خاصة من جانب القطاع الخاص:

من العوامل الرئيسية التي شكلت المزيد من الضغوط على عجز الحساب الجاري كانت ضخامة كمية الديون الخارجية، بما في ذلك الديون الخارجية الخاص. وقدّر الدين الخارجي من القطاع الخاص الإندونيسي حوالي 60 مليار دولار أمريكي في عام 1997، أكثر أو حول 50 في المائة أقل من إجمالي الديون الخارجية الإندونيسية. إذا الديون قصيرة الأجل المدرجة في تقدير، مثل: الكمبيالات والأوراق التجارية وغيرها من الديون قصيرة الأجل صكوك بالدولار والروبية المذهب بك عن طريق أطراف خارجية، الخارجية خاصة وينبغي أن يكون حول الدين 75 مليار دولار أمريكي.

وبالتالي، كان إجمالي الديون الخارجية الإندونيسية الحكومية والخاصة في عام 1997 وصلت 135 مليار دولار أمريكي. إجمالي مبلغ الدين كان كبيراً نسبياً بالمقارنة مع الديون نسبة خدمة (DSR) التي كانت أكثر من 40 في المئة. إذا كانت الحكومة لا يكفي نظام معلومات ورصد ديون القطاع الخاص، وتراكم الخاص ان الدين القطاعات زيادة الطلب في السوق من الدولار الأمريكي في وقت واحد. مثل هذا سوف تولد حالة الاضطراب المحتمل لسعر الصرف وتهدد الوطني الاستقرار الاقتصادي.

¹ - Hendri Saparini, op cit, p5.

وعلاوة على ذلك، في ذلك الوقت، كانت تستخدم معظم القروض الأجنبية من القطاع الخاص للاستهلاك والاستثمار في القطاعات غير المتداولة، مثل: المضاربة في العقارات و قطاعات الاستهلاك. فإن الوضع سيكون على العكس من ذلك إذا كان تراكم القروض المستخدمة في القطاعات الإنتاجية التي ولدت النقد الأجنبي.

كان مجموع الديون الخارجية الاندونيسية اعتبارا من مارس 1997 مقدرا ب 135 مليار دولار أمريكي، ثلاثة أضعاف تقريبا الديون في عام 1989، ما يعادل 160 في المئة من الناتج المحلي الإجمالي السنوي للبلاد. وكان أكثر من 60 في المئة من الديون المستحقة على القطاع الخاص مع 90 في المائة من ديونها على المدى القصير. وهكذا، بحلول عام 1997 أصبح اندونيسيا عرضة بشكل كبير لأزمة العملة، وهو بالضبط ما حدث عندما رفض المقرضين الأجانب تجديد الديون قصير الأجل الضخمة في البلاد.

المطلب الثالث: الاقتصاد الكوري قبل الأزمة

كانت فترة التسعينات في سنواتها الأولى أي ما قبل الازمة فترة الازدهار الاقتصادي في كوريا، حيث قدر متوسط معدل النمو في الفترة(1990-1996) حوالي 8.15%.

خلال تلك السنوات، حقق تكتل الشركات (chaebol) نجاحات كبيرة في الأسواق الخارجية، الشركات الكورية توسعت عملياتها في الخارج وبعض التكتلات الصناعية تمكنت من أن تصبح شركات متعددة جنسيات حقيقية، مع ارتفاع الاستثمار المباشر الكوري في الصين وجنوب شرق آسيا وشرق وغرب أوروبا والولايات المتحدة وحتى في أمريكا اللاتينية بسبب العوامل المحلية والإقليمية، كما أن قطاع التصدير لم يعد له نفس القوة كما في السابق مع منافسة متزايدة من الدول المجاورة، وخفض القدرة التنافسية للمنتجات الكورية، وانخفاض أسعار بعض السلع مثل السيارات، أجهزة الكمبيوتر والسفن والملابس، ضف الى ذلك الركود في اليابان وأوروبا، إضافة إلى عوامل أخرى ساهمت في انخفاض الصادرات في التسعينات.¹

باختصار، فإن الاقتصاد الكوري كان على ما يرام نسبيا، فمن المهم أن نلاحظ وجود تفاوت زائد بين الاقتصاديين وصناع السياسة في كوريا و بعض الاطراف الخارجية. وعلى النقيض من ذلك، أثبت هذا

¹ - Francisco García-Blanch, The Financial Crises in East Asia: The Cases of Japan, China, South Korea and Southeast Asia, PART III, The Case of South Korea, Complutense Institute for International Studies, Complutense University of Madrid, Spain, October 1998,p.3.
<http://www.ucm.es/info/icei>

التفاوت العام إلى حد بعيد نتائج عكسية لأنه تجاهل أن بعض أساسيات الاقتصاد الكورية في الواقع غير صحية كما تبدو.

منذ أوائل الثمانينات، بدأ الاقتصاد الكوري عملية الانفتاح التدريجي وتحرير الأسواق المالية، حيث كانت الحكومة الكورية على بينة من آثار التجارب السلبية والسيدة لفتح الأسواق المالية فضلا عن مزاياه لذلك فقد تبنت نهجا حذرا جدا وتدرجيا؛ يرمي الى رفع القيود والتدابير بعناية عندما تم استيفاء شروط معينة¹.

ضوابط رأس المال:

استخدمت ضوابط شاملة على رأس المال لعزل السوق المالية المحلية عن المستوى العالمي حيث يتم رصد التحويلات الداخلة للسوق لعرقلة معاملات الصرف الأجنبي والاستثمارات غير المصرح لها. لم يسمح بتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد إلا في عدد محدود من القطاعات، والتي تسمح بنقل التكنولوجيا. في عام 1991 بدأ تحرير حساب رأس المال يتسارع من خلال تعديل قانون إدارة صرف العملات الأجنبية. أدت عملية التحرير المحدود لحساب رأس المال الى استفادة الشركات الكبيرة من تدفقات رأس المال الأجنبي، ومع ذلك كان أكثر واضعو السياسات يساورهم القلق إزاء تأثير هذه التدفقات على تنافسية الصادرات الكورية من خلال ارتفاع قيمة الوون الكوري، وبالتالي خلق مجال من عدم الاستقرار المالي².

مع بقاء بعض الضوابط قائمة حيث كان محظورا استثمار في سوق الاسهم من قبل غير المقيمين حتى عام 1992 ومن ثم تخضع لصرامة السقف الكمي في وقت الأزمة عام 1997، الملكية الأجنبية في الشركات المدرجة في البورصة اقتصر على 20 في المئة من رأس المال، ومع حصص فردية تقتصر على 5 في المئة الاستثمار من قبل غير المقيمين في البلد³.

في عام 1993، كان للحكومة الكورية مخطط مالي معن يهدف الى تحرير هذا القطاع برفع القيود على إدارة الموجودات والمطلوبات للمؤسسات المالية. ومع ذلك، أهملت الحكومة الحاجة إلى ملائمة

¹ -Nada Saliba ,op cit, P172.

² - Kim Kihwan ,The 1997-98 Korean Financial Crisis: Causes, Policy Response, and Lessons ,The High-Level Seminar on Crisis Prevention in Emerging Markets ,The International Monetary Fund and The Government of Singapore ,Singapore ,July 10-11, 2006,p3.

³ -Marcus Noland, South Korea's Experience with International Capital Flows the, Institute for International Economics Working Paper Series NUMBER WP05 - 4 JUNE 2005,p8.

تنظيم التدابير التحوطية في هذه الخطوة وأدى هذا إلى زيادة في النقد الأجنبي العام على المدى القصير المتمثل في ديون المؤسسات المالية.

كما أن التعامل في سوق السندات بقي محظورا على الأجانب حتى عام 1996 ومن ثم تخضع لقيود كمية، التواجد المحلي و نشاط المؤسسات المالية الأجنبية كانت مقيدة للغاية.

في هذه الفترة، تم تقييد الاستثمارات الكورية الصادرة الى الخارج، حيث كان لا يسمح للسكان المحليين بفتح حسابات مصرفية أجنبية أو شراء الأوراق المالية الأجنبية، ولا كانت الكيانات الأجنبية يسمح لإصدار الأوراق المالية المقومة بالعملة المحلية. وأن الاستثمار المباشر في الخارج يتطلب موافقة رسمية ويخضع للوائح التي لديها تأثير تشجيع وساطة البنوك الكورية الجنوبية.

إصلاحات إضافية 1996

انضمام كوريا إلى منظمة التعاون والتنمية، الذي كان لأسباب سياسية رمزية إلى حد كبير من الرئيس "كيم يونغ سام". ومع ذلك، كانت هناك معارضة داخلية كبيرة لهذه المبادرة.

ابتداء من عام 1995، شرعت الحكومة الكورية الجنوبية في خطة اصلاحات جديدة تتماشى وتطبيق مبادئ الانضمام إلى منظمة التعاون والتنمية (فضلا عن ضغط الحكومة الأمريكية) ومواصلة سلسلة الإصلاح الذي جاء على مراحل، خطة التحرير المالي التي بدأت منذ سنوات وذلك من خلال كسر بعض الحواجز داخل السوق المحلية وتحرير تدفقات رأس المال القصيرة الأجل قبل تدفقات رأس المال الطويل الأجل. كانت خطة اصلاحات جديدة استمرارا لتطبيق اجراءات التحرير على مجموعة متنوعة من الجبهات، على الرغم من أن العديد من أحكامها تعاملت الحكومة معها بتكتم كبير.

ومع ذلك، فإن الحكومة لا تزال تنظم المحافظ بين البنوك التجارية كما لا تزال تمتلك عدد كبير من المؤسسات المالية مثل(بنك كوريا للتنمية) أكبر بنك في البلد، مع وجود سيطرة تامة من قبل المؤسسات المالية المملوكة للدولة على بعض الأسواق مثل قروض الرهن العقاري.

كما بسطت الحكومة سيطرتها على إدخال أدوات جديدة أبطأت الابتكار في سوق الأوراق المالية قبل تقديم الخطة استمرت في القيام بذلك بعد ذلك خطة رغم بداية تنفيذ الخطة.

على الرغم من تراجع القروض السياسية، فإن البنك المركزي لا يزال بمثابة لا مصدر المفضل للإقراض المدعوم للمقترضين. مع بقاء المشاركة الأجنبية في الأسواق المالية الكورية الجنوبية سوف يستمر مقيدا، وسيكون وصول السكان إلى أسواق رأس المال الدولية لا يزال مقيدة. فبموجب هذه الخطة، فإن النظام المالي الكوري الجنوبي ظل من بين أكثر قمع في آسيا حيث أبقى تحفظات على مبادئ منظمة التعاون والتنمية "OECD" ، ومتوسط معدل قبول رموز التحرير المالي في منطقة الخدمات المالية هي 89 في المئة¹، تستخدم كوريا الجنوبية استثناءاتها "chaebol" قد تضغط السماح الوصول إلى رأس المال الأجنبي مباشرة من خلال سوق السندات. وكانت الحكومة مترددة في القيام بذلك، خوفا من أن هذا سيزيد من الميزة النسبية "chaebol" مقارنة بالشركات الأخرى، التي ستكون أقل قدرة على الاستفادة من هذه الفرصة. البنوك يفضل أيضا يفترض بهم مكانة متميزة والوسطاء الماليين . من ناحية أخرى، كان الاقتراض قصير الأجل معتبر في المقام الأول والتمويلات ذات الصلة بالتجارة لا تتطلب ضوابط صارمة، هذه الحوافز الفعلية أدت بالبنوك وشركات الأعمال إلى الاقتراض الأجنبي قصير الأجل لتمويل استثمارات طويلة الأجل. نتيجة لذلك فقد الديون الخارجية قصيرة الأجل في القطاع المصرفي ب 61% من إجمالي الديون الخارجية في عام 1996.

وعلاوة على ذلك، فإن سياسة الحكومة سمحت الزيادة السريعة في عدد المؤسسات المالية العاملة في الأنشطة المقومة بالعملات الأجنبية في وقت قصير، فقد زاد عددهم من 6 إلى 30 في الفترة الممتدة بين 1994 و 1996.²

كانت العديد من هذه البنوك التجارية مملوكة من قبل تكتل شركات، وتصرفوا كقناة تمويل استثمارات "chaebol". كانت البنوك التجارية تعمل على اقتراض الأموال اليابانية قصيرة الأجل والتي تتميز بانخفاض تكلفتها من هونج كونج لتمويل الاستثمار في الغالب كانت مشاريع طويلة الأجل.

هذا ما خلق حالة من عدم التوازن وقد تجلى ذلك في حقيقة أن 80% من الديون الخارجية قصيرة الأجل يمكن انها دخلت 70% من أصول طويلة الأجل في نهاية عام 1997، بلغ إجمالي الديون الخارجية قصيرة

¹- Marcus Noland, op cit,P11.

²- Kim Kihwan ,op cit, p.5

الأجل 63.8 مليار دولار أمريكي في حين الاحتياطات الأجنبية صالحة للاستعمال لم تتعدى 9.1 مليار دولار.¹

كما لوحظ بالفعل، نشأة مشاكل عدم التوافق نتيجة ضعف اجراءات التحوط، وغياب أو ضعف الاطار المنظم لعمل المؤسسات من معايير المحاسبة والإفصاح المالي التي تضمن أفضل الممارسات، رغم توفر بعض القوانين المنظمة الا أنه توجد مشكلة في التطبيق بسبب ضعف الرقابة المالية، خاصة وارتفاع الاعتماد "chaebol" على التمويل من بنك واحد وبالتالي زيادة مخاطر البنك. وعادة لا تمويل المشاريع وفقا لمعدلات العائد، بل على أساس الاعتبارات غير الاقتصادية، والتي قد تشمل علاقات سياسية أو رشوة المسؤولين ذو صلة.

من الواضح ان كوريا تعاني من جرعة عالية من عدم التطابق هيكل رأس المال، ورغم المخاطر المرتبطة بعدم التطابق كانت واضحة قبل فترة طويلة من بداية الأزمة 1997-1998، الا أن الاقتصاد كان يبدو في حالة جيدة. فكوريا لا تزال واحدة من أسرع اقتصادات العالم المتنامية مع متوسط معدل النمو السنوي العام من 7% إلى 9%، ومعدل تضخم معتدل يقدر حوالي 5% سنويا على مدى السنوات الثلاث التي سبقت الأزمة.

في جانفي من عام 1997 تم تأسيس لجنة للإصلاح المالي التي اهتمت بالمتابعة الواسعة لتوصيات تحديث النظام المالي.²

بما يسمح لكوريا الاندماج التام في السوق المالي الدولي وما يوفره من فوائد كتقليص الوقت، فرص أكبر لتنويع محفظة والحد من المخاطر لكلا المقترضين والمقرضين، تعزيز المنافسة ونقل التكنولوجيا في كل من القطاعات المالية وغير المالية والحد من المخاطر النظامية .

المطلب الرابع نبذة تاريخية عن ماليزيا

كانت سياسة الاقتصاد الكلي في ماليزيا خلال العقد الأول بعد الاستقلال استمرارا للتقليد البريطاني من الحصافة المالية حيث أبقى الإنفاق الحكومي عموما ضمن حدود توسع الإيرادات المحلية. ومع ذلك، فإن السياسة الاقتصادية الجديدة (NEP) التي أطلقت في عام 1971 شكلت بداية عهد جديد من فعالية تحقيق أهداف الاقتصاد الكلي وإعادة التوزيع، وشرعت الحكومة في حملة الاستثمار واسعة النطاق التي اشتملت

¹- them.

²- Marcus Noland, op cit, p12.

إنشاء العديد من المؤسسات العامة الجديدة، وتوسيع مجموعة من العمليات أنشئت خلال العقد الماضي، وإطلاق عدد من مشاريع التنمية الريفية وهكذا، في خروج واضح عن عقيدة سياسات الاقتصاد الكلي. على مدار حقبة الثمانينات، والتي وكان الأداء ضعيفا، ما يعكس مرة أخرى عدم قدرة الحكومة الماليزية على توليد الصناعات المحلية القادرة على المنافسة دوليا أو على الأقل من تحسين الكفاءة. وكان جزء كبير من المشكلة هو استمرار استخدام الحكومة الحماية الجمركية لتغذية الصناعات الوليدة لها، واصل صناع القرار في الحكومة الماليزية دفع توسع قطاع التصنيع خلال منتصف الثمانينات، وذلك من خلال تبني سياسة تنموية جديدة سميت سياسة التنمية الوطنية "the National Development Policy" (NDP) (1987-1997) وذلك محاولة اصلاح اقتصادي شامل بعد أن وصل الدين الخارجي إلى 85% من الناتج القومي الإجمالي في نهاية 1986 وصلت نسبة خدمة الدين إلى 20% من إجمالي الصادرات، وانخفض الاستثمار الخاص بنسبة 25% ، تقلصت أسواق الأسهم والعقارات في عام 1987؛ الأمر الذي أدى إلى إفلاس العديد من المؤسسات المالية ودخل الاقتصاد في حالة ركود أدى بالحكومة الماليزية إلى الانتقال من السياسة الاقتصادية الجديدة إلى سياسة التنمية الوطنية، وذلك بوضع استراتيجية للتنمية عمادها تحفيز نشاط القطاع الخاص لاعتباره المحرك الأساسي للنمو وتحريك المالي. والاعتماد على الاستثمار الأجنبي المباشر في خلق فرص العمل وتحفيز النمو الاقتصادي من خلال جذب المزيد من المستثمرين، مما يسمح بقدر أكبر من الملكية الأجنبية للشركات المحلية.

مستفيدة من اتفاق بلازا 1985 الذي شهد تقدير الين الياباني قريبا من قيمة الدولار الأمريكي (الذي كان مربوط بالرينجيت الماليزي)، شهدت ماليزيا الاستثمار الأجنبي المباشر الارتفاع من 325 مليون رينجيت ماليزي في 1986، إلى 6,2 مليار رينجيت ماليزي في عام 1990، والمضي قدما في خطتها الجديدة ل جذب الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية الماليزي (KLSE).¹

ومن المفيد أن نلاحظ أن النمو الاقتصادي في ماليزيا كان أقوى عندما كانت الحكومة تروج (NDP) من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر. اتجاه الناتج المحلي الإجمالي كان النمو في ماليزيا يتفق مع نمو الصناعات التحويلية القطاع، وهو قطاع تهيمن عليه الشركات الأجنبية المنتجة للإلكترونيات والملابس الموجهة للتصدير. أكثر من 50 في المئة من نمو الناتج المحلي الإجمالي في الفترة من 1987 إلى 1997 جاء مباشرة من التصنيع، مع استحواذ الشركات الأجنبية على أكثر من 75 في المئة من الصادرات المصنعة.

¹- Daniel Charette ,Malaysian the Global Economy Crisis, Recovery,and the Road Ahead .New England Journal of Public Policy,p11.

تدفقات رأس المال وعلامات الضعف

بشكل عام سياسة النظام المالي المالىزى المتعلقة بتدفقات رأس المال غير الاستثمار الأجنبي المباشر (أي التدفقات الدولية لرأس المال المالى أو المحفظي) ظلت الليبرالية طوال فترة ما بعد الحرب، بالمقارنة مع معظم الدول النامية الأخرى ومع ذلك، كانت هناك قيود على المدى القصير ملزمة بتدفقات رؤوس الأموال، تحديد حصة الأجانب في شركات الوساطة المحلية والإقراض المصرفي لغير المقيمين. في أوائل التسعينات، تم إزالة هذه القيود وأعلنت مجموعة واسعة النطاق من الحوافز لجذب الأموال الأجنبية. ويهدف برنامج تحرير السوق المالي تعزيز ماليزيا كمركز مالي دولي كبير من خلال جذب المزيد من رأس المال الأجنبي، حيث سمحت الحكومة للمستثمرين والمؤسسات الأجنبية بالحصول على حقوق المساهمين في الشركات الماليزية وخفضت أيضا معدل الضريبة على أرباحها إلى 10 في المئة.¹ وكان لهذه التدابير تأثير جذب كميات ضخمة من استثمارات المحفظة في ماليزيا في منتصف التسعينات. سوق الأسهم الماليزية حتى ذلك الحين اكتسبت سمعة باعتبارها نوعا من كازينو مع تداولات نشطة يغذيه التفاوض.²

بدأ سعر الصرف الحقيقي يرتفع، مما يؤثر على القدرة التنافسية لقطاع السلع القابلة للتداول، وفي محاولة لوقف ارتفاع قيمة رينجت، فرض بنك ماليزيا "BNM" ضوابط على رأس المال على المدى القصير مرة أخرى التدفقات في عام 1994، وأبقتهم في المركز حتى منتصف عام 1995. منعت البنوك من إجراء مبادلات والمعاملات الآجلة التي لا صلة لها بالتجارة أو الاستثمار أو المخزون. أيضا تعيين البنك المركزي BNM سقف على صافي مطلوبات البنوك المحلية الخارجية؛ طرحت و متطلبات الاحتياطي امتد على جميع الودائع من الخارج، بما في ذلك حسابات طراز "Vostro" من البنوك الأجنبية لدى البنوك الماليزية. ومنعت السكان من بيع قصير الأجل الأدوات المالية للأجانب في يناير وفبراير عام 1994.

على الرغم من هذه القيود تتبع الزيادة في تدفقات رأس المال القصيرة الأجل، فإنها سرعان ما استعاد الزخم فقدت عندما تم رفع الضوابط في منتصف عام 1995. بحلول عام 1996، على المدى القصير شكلت التدفقات مرة أخرى أكثر من نصف إجمالي تدفقات.³

لم يدعم حرص ماليزيا على جعل نفسها مركزا ماليا رئيسيا في جنوب شرق آسيا عن طريق نظام قواعد الحيلة مدروسة الضروري لإدارة أكثر تقلبا بكثير وأكبر تدفقات الاستثمار محفظة أن مثل هذا المركز

¹ - Prema-chandra Athukorala Malaysian Economy in Three Crises Working Papers in Trade and Development No. 2010/12 October 2010 the Australian national university, p6. <http://rspas.anu.edu.au/economics/publications.php>

² Chung H. Lee, op cit,p6.

³ - Menon, Jayant. 2008. Macroeconomic Management Amid Ethnic Diversity: Fifty Years of Malaysian Experience. ADBI Discussion Paper 102. Tokyo: Asian Development Bank Institute,p8. Available:<http://www.adbi.org/discussionpaper/2008/04/02/2517.macroeconomic.management.malaysia/>

أحدثت. وكان أيضا سوء استعداد للتعامل مع أزمات العملة والمالية التي وقعت مع تحول مفاجئ في تدفقات رأس المال، ومع استجابات السياسات غير الحكيمة للأزمات انها حولتها إلى أزمة الاقتصاد الحقيقي.

كان لبعض المزالق الخطيرة على جبهة السياسة الداخلية وكان اثنان من مصادر الضعف الأساسية أهمية خاصة في حالة الماليزية: ضعف الحوكمة والقطاع المالي أو الهشاشة المالية، حيث لم يرافق التوسع في سوق الأسهم من المبادرات لمعالجة نقاط الضعف الكامنة وراء حوكمة الشركات. واصلت معظم الشركات المدرجة في ماليزيا إلى أن رقابة مشددة من قبل حفنة من العائلات القوية، هذه العائلات غالبا ما تحتفظ بحصص الأغلبية حتى في الشركات العامة.

وعلاوة على ذلك، في كثير من الحالات كانت متشابكة بشكل وثيق بمصالح رؤساء الشركات والسياسيين. التلاعب في حصة المعاملات بين شركات لزيادة الأرباح في الشركات المملوكة للقطاع الخاص (على حساب الشركات المدرجة) كان شائع في عالم الشركات الماليزية. جعلت هذه الممارسات السيئة تداول الأسهم عرضة للذعر المالي لأن لا صلة (أقلية) المساهمين كان كل ما يدعو للقلق بشأن الكيفية التي سيعامل خلال تراجع السوق.

النمو السريع في الإقراض المصرفي التي ترعاها الحكومة ساهمت دائما إلى إضعاف استقلالية سياسة بنك نيجارا ماليزيا (البنك المركزي الماليزي) وأشار مرارا إلى خطر تراكم الائتمان السريع مع تركيز كبير في القروض العقارية والتجارية حصة في النظام المصرفي. ومع ذلك، في سياق طفرة الائتمان التي كان الدعم الحكومي على أعلى مستوى سياسي، وكان البنك المركزي الماليزي فقط درجة محدودة من الحرية لاتخاذ إجراء وقائي ضد أزمة وشيكة.

المطلب الخامس: الاقتصاد الفلبيني قبل الأزمة

كانت بدايات تنفيذ سياسات العولمة عام 1979 عندما أصبحت الفلبين الدولة الثانية في العالم بعد تركيا التي دخلت في تنفيذ برنامج التكيف الهيكلي (SAP) بعد الاتفاق الحاصل مع البنك الدولي.¹

وموازة مع الشروع في سياسات التحرير في عام 1980 تم تخفيض الرسوم الجمركية بشكل أكبر وأسرع مما كان عليه في معظم البلدان في المنطقة (باستثناء سنغافورة)، كما بدأ الرفع في أسعار الفائدة على فئات مختلفة من المدخرات والودائع لأجل. كما أن البنك المركزي الفلبيني شرع سنة 1990، في عملية تفكيك تدابير السيطرة المختلفة التي كانت قد فرضت خلال الأزمة الاقتصادية في 1984-1985 وغيرها من التدابير التي كانت سائدة على مدى أربعة عقود سابقة.

¹ Third World Resurgence No. 253, September 2011, p 34. <http://www.twm.my/title2/resurgence/2011/253/cover11.htm>

تم إزالة الحواجز والقيود على الاستثمار الأجنبي كليا وسمح بالملكية الأجنبية بنسبة 100% في أغلب القطاعات منذ عام 1991. باختصار أصبحت الفلبين تخضع لآليات العولمة المالية بقوة وبسرعة وفي جميع القطاعات ومن بين الاقتصادات الأكثر انفتاحا رسميا في شرق آسيا (أي من حيث السياسات لا النتائج)، لم يؤدي هذا بالطبع إلى تنمية حقيقية.

كانت تجربة الفلبين مع تدفقات رأس المال القصيرة الأجل متأخرة نسبيا. في الواقع كان عنصر رأس المال المحفظي لا يكاد يذكر قبل سنة 1990. بعد ذلك ارتفع بداية من سنة 1993¹. حيث قدرت التدفقات الوافدة في عام 1990 بحوالي 156 مليون دولار لترتفع إلى 6.9 مليار دولار أمريكي في عام 1996. وبصرف النظر عن التدفقات الوافدة من الاستثمارات المباشرة، سعت البلاد أيضا الاستفادة من سهولة وصول المؤسسات المالية إلى الأسواق العالمية للحصول على موارد النقد الأجنبي على المدى القصير وعلى المدى البعيد على حد سواء. واستخدمت القروض الأجنبية مستفيدة من فروق أسعار الفائدة وسعر الصرف المستقر للإقراض للمقترضين المحليين بالعملة المحلية؛ لذلك طرحت المؤسسات على المدى البعيد سندات في الأسواق الدولية. و تظهر البيانات ارتفاع القروض وخاصة من قبل البنوك، خاصة بعد سنة 1995؛ حيث بلغت إجمالي المطلوبات 4.7 مليار دولار أمريكي في عام 1993 (المدى القصير والطويل) سواء بالنسبة للبنوك أو المؤسسات غير المصرفية. وارتفعت إلى 17.8 مليار بحلول عام 1997 (جوان).²

وعلاوة على كل هذا، فشلت التحرير في الفلبين لتحقيق النتيجة المتوقعة نظريا من رفع معدل نمو الاقتصاد كما تم تنفيذ ذلك من دون تصحيح التشوهات الهيكلية الأساسية في الاقتصاد. الفلبين مع تاريخها الطويل من انتهاجها سياسة إحلال الواردات التي خلقت نخبة رجال الأعمال الذين لهم مصالح تتعارض مع زيادة المنافسة في السوق وتحرير التجارة. ونتيجة لذلك فعلى الرغم من مختلف تدابير التحرير المالي ظل هيكل السوق في القطاع المالي نفسه دون تغيير فالبنوك التجارية لا تزال تملكها أو تسيطر عليها الشركات المملوكة للعائلات الكبيرة التي تعتمد على القروض المصرفية على المدى القصير وتمويل الاستثمارات طويلة الأجل. نخبة رجال الأعمال وراء هذه الشركات المملوكة للعائلة كبيرة

¹ FLORIAN A. ALBURO, THE ASIAN FINANCIAL CRISIS AND PHILIPPINE , RESPONSES: LONG-RUN CONSIDERATIONSTHE DEVELOPING ECONOMIES, December 1999 ,p441.

²- ibid ,p 442.

سخرت نتائج برامج الإصلاح الأخرى للتحرير المالي لخدمة مصالحها الخاصة. في الواقع التحرير المالي عزز سلطة احتكارية من النخبة مع الوصول إلى التمويل المصرفي.

ويرى بعض الاقتصاديين أن النظام المالي الفلبيني تمكن من تجاوز الأزمة المالية الآسيوية في 1997-1998 سالما نسبيا مقارنة بدول جنوب شرق آسيا الأخرى هو نتاج عاملين أساسيين هما: شروع البنك المركزي الفلبيني على مدى ثلاث سنوات السابقة للأزمة في تنفيذ تدابير مختلفة لتعزيز إطار التحوطية والرقابة التنظيمية على البنوك وعلى مواءمة المعايير المصرفية المحلية مع الدولية لتحقيق "أفضل الممارسات" وحث أيضا البنوك على تحقيق درجة عالية من الرسمنة. ثانيا، بالمقارنة مع جيرانها من ذوي الخبرة استقطاب الفلبين لتدفقات رأس المال جاء وقت متأخر نسبيا وبكميات صغيرة نسبيا؛ في الواقع في عام 1996 صافي الاستثمار الأجنبي لم يتجاوز حاجز 3.5 مليار دولار أمريكي، وفي عام 1997 انخفض إلى مستوى 762 مليون دولار.¹

و يرجع صغر حجم تدفقات رأس المال بدوره إلى عاملين؛ الأول يتمثل في وقف الاستدانة الخارجية والتي تم تطبيقه منذ عام 1984، ولم يرفع إلا في سنة 1991، أدى إلى تأخير الوصول إلى أسواق الديون الخارجية من قبل القطاعين العام والخاص. الثاني؛ الأداء الاقتصادي الضعيف نسبيا في الفلبين جعلها مكانا أقل جاذبية للاستثمارات الأجنبية.

¹ -Chung H. Lee, op citp,12 .

المبحث الثاني: الأزمة المالية الآسيوية 1997

سنتطرق من خلال هذا المبحث الى أزمة الدول الآسيوية والذي يعتبر تايلند منشأها بعد فشل السلطات النقدية في التصدي لهجمات المضاربة على العملة المحلية، وإعلانها تبني نظام صرف معوم يسمح بتحريك سعر الصرف بحرية تامة بعد أن ثبت منذ 1987، هذه الأزمة استطاعت الانتشار لتشمل عدة دول أهمها الفلبين، إندونيسيا، ماليزيا وكوريا الجنوبية.

سنتعرف على الشراسة الأولى التي أدت إلى اندلاع الأزمة وانتشارها، ثم سنشخص أهم الأسباب المشتركة الكامنة وراءها، وأهم خطط الإنقاذ المتبناة في اطار محاولات الخروج من الأزمة والتخفيف من آثارها وإعادة الانتعاش.

المطلب الأول: بداية الأزمة

مع حلول شهر فيفري هاجم المضاربون العملة التايلندية "باهت"، لتتواصل هجمات مضاربة أكثر شدة في ماي 1997، ومن أجل الدفاع عن العملة استخدم البنك المركزي التايلاندي الاحتياطات الأجنبية الرسمية للتصدي لهجمات المضاربة، ونتيجة لذلك شهدت الاحتياطات الأجنبية الرسمية انخفاضا كبيرا من 39 مليار دولار في جانفي 1997 إلى 32.4 مليار دولار في جوان من نفس السنة بالإضافة إلى ذلك، باع بنك تايلاند 23.4 مليار دولار من الاحتياطات في السوق الآجل.¹

بدأ الانهيار الاقتصادي الآسيوي يوم 5 فيفري 1997 في تايلاند، كان هذا هو التاريخ الذي أعلنت "Somprasong" الشركة العقارية التايلندية، فشلها في دفع فائدة دين والمقدرة ب 3.1 مليون دولار أمريكي المستحقة على قرض سندات اليورو مقدر ب 80 مليار دولار، والدخول فعليا في أزمة سداد.² كانت شركة "Somprasong" الضحية الأولى من إفراط المضاربة في سوق العقارات في بانكوك. وكانت سوق الأسهم التايلاندية قد انخفضت فعليا بنسبة 45% منذ أعلى مستوى لها في أوائل عام 1996، ويعود ذلك الى تزايد مخاوف المستثمرين من أن العديد من شركات الملكية قد تتعرض للإفلاس.

¹- Craig C. Julian, The impact of the Asian economic crisis in Thailand, Managerial Finance, vol. 26, no. 4, University of the Sunshine Coast 2000, p47.

Published version available from: <http://dx.doi.org/10.1108/03074350010766611>

²- Charles W.L.Hill, The Asian Financial Crisis.p4. <http://www.wright.edu/~tdung/asiancrisis-hill.htm>

في أعقاب افلاس "Somprasong"، اتضح أن الإفلاس لم يكن يهدد فقط العديد من مطوري العقارات بل تعدى ذلك إلى قطاعات أخرى؛ فالعديد من المؤسسات المالية بما في ذلك أكبر مؤسسة مالية في البلاد تتأرجح على حافة الإفلاس.

في 2 جوان 1997، رضخت الحكومة التايلاندية للأمر الواقع وأعلنت أنها ستسمح بتعويم سعر صرف عملتها الباهت مقابل الدولار. مما جعل العملة المحلية الباهت تفقد فوراً 18% من قيمتها، لذلك انفجرت مشكلة الديون التايلاندية؛ فالانخفاض في قيمة البات مقابل الدولار ضاعفت الطلب على العملة المحلية لخدمة الديون المقومة بالدولار لتسديد التزامات المؤسسات والشركات المالية التايلاندية. مما ضاعف من حالات الإفلاس للمؤسسات المالية الذي أدى بطبيعة الحال إلى الانخفاض المدمر في سوق الأسهم التايلاندية؛ حيث أن مؤشر سوق الأسهم التايلاندي انخفض في نهاية المطاف من 787 نقطة في جانفي 1997 إلى أدنى من 337 نقطة في ديسمبر من ذلك العام.¹

حالات الإفلاس ساهمت في مضاعفة مخاوف المستثمرين والمؤسسات الأجنبية التي لجأت إلى إعادة تقييم مخاطر الاستثمارات في المنطقة. فخلال أسبوع بدأت أحجار الدومينو بالسقوط؛ حيث سحب أيضاً المضاربون أموالهم من الفلبين، مما أدى إلى ضغوط لخفض قيمة العملة المحلية، وكان رد الفعل الأولي للسلطات الفلبينية يهدف للمحافظة على استقرار البيزو؛ فقد لجأ البنك المركزي الفلبيني إلى استخدام 2 مليار دولار أمريكي في محاولة فاشلة للحفاظ على سعر الصرف، مع تبنيه لسياسة رفع أسعار الفائدة للتخفيف من الاستهلاك البيزو.²

في ظل عدم فعالية الإجراءات المستخدمة من طرف السلطات النقدية، سمح الفلبين لعملته بالتعويم بحرية انطلاقاً من يوم الحادي عشر من جويلية، ستة أيام بعد ذلك الفلبين تتأشد صندوق النقد الدولي للتدخل من أجل المساعدة، هذا الأخير عمل على تأمين مساعدات عاجلة بقيمة 1.1 مليار دولار. في الرابع عشر من جويلية، السلطات الماليزية تتبنى قرار تعويم العملة المحلية رينجت مما اضطر بسنغافورة المجاورة للسماح لعملتها بالتراجع.³

عندما أصبحت الضغوط على الروبية الاندونيسية قوية جداً، تم إقرار تعويم العملة بحرية ابتداءً من الرابع عشر أوت 1997، سرعان ما بدأ الانخفاض يزداد شدة؛ فحلول الفاتح جانفي عام 1998، كانت القيمة الاسمية للروبية تقدر 30 في المئة فقط مما كانت عليه في جوان 1997.

¹ - ibid, p6.

² - Philip Arnold, P. Tuano, The Effects of the Asian Financial Crisis on the Philippines Labour Markets EADN Regional Project on the Social Impact of the Asian Financial Crisis EADN RP1-7 January 2002, p3.

³ - Michael R. King, Who triggered the Asian financial crisis?. Review of International Political Economy 8:3 Autumn 2001: P441.

في السنوات التي سبقت اندلاع الأزمة العديد من الشركات الاندونيسية الخاصة حصلت على قروض خارجية قصيرة الأجل وغير محمية بالدولار، ومع كبر حجم القطاع الخاص تحول الدين إلى أن يكون قبلة موقوتة تنتظر الانفجار. مع الانخفاض في الروبية تفاقم الوضع المالي لجل الشركات الاندونيسية ذات الاستدانة الخارجية التي هرعت لشراء الدولار، مما يضع المزيد من الضغوط على الروبية وبالتالي عجز هذه المؤسسات على تسوية التزاماتها المقومة بالدولار، ضف إلى ذلك رفض الدائنين الأجانب منح قروض جديدة للشركات الاندونيسية. كان من المؤكد أن الشركات الاندونيسية (بما في ذلك البنوك) ستعاني خسائر فادحة. ولأن الحكومة الإندونيسية لم تتمكن من التعامل مع هذه الأزمة قررت طلب المساعدة المالية من صندوق النقد الدولي (IMF) في أكتوبر 1997.¹

مع تبني اندونيسيا خيار تعويم العملة المحلية يوم 14 أوت، وكرد فعل من قبل المضاربين الذين قاموا بهجمة مضاربة ضد هونغ كونغ التي تصدت بنجاح لهذا الهجوم في 15 أوت من خلال رفع أسعار الفائدة، مما تسبب في انخفاض سوق الأسهم.

كرد فعل للسلطات الكورية الجنوبية رفعت أسعار الفائدة، كما سمح للعملة المحلية الوون في الانخفاض ضمن مجال محدد، ولكن التصنيف الائتماني الأكبر بنوكها انخفض بشكل واضح. في 20 أوت أعلن صندوق النقد الدولي خطة إنقاذ لتايلاند، التي هدأت مخاوف المستثمرين وتخفيف الضغط على باقي اقتصادات المنطقة.

قرار إندونيسيا لاستدعاء صندوق النقد الدولي في 8 أكتوبر أدى إلى تجديد الضغط على عملات شرق آسيا، مما نتج عنه تخفيض قيمة عملة تايوان في السابع عشر أكتوبر.

يوم 22 أكتوبر، أمت كوريا الجنوبية المضطربة شركة لصناعة السيارات، كيا موتورز، هذا الأمر أدى لخفض التصنيف الائتماني للديون الخارجية لكوريا حسب وكالة التصنيف الائتماني ستاندرد وبورز، مما زاد من المخاوف بشأن قدرة المؤسسات الكورية على سداد ديونها، خاصة الشركات الكبرى عالية الاستدانة من الخارج، فمنذ أوائل عام 1997 عرفت كوريا الجنوبية سلسلة من حالات الإفلاس لتكتل الشركات الكبيرة التي قد اقترضت بكثافة في السنوات السابقة لتمويل مشاريعها الاستثمارية.²

¹- Asian Financial Crisis in Indonesia <http://www.indonesia-investments.com/culture/economy/asian-financial-crisis/item246>

²- Krishna Gidwani, Korea and the Asian Financial Crisis, p 5. http://web.stanford.edu/class/e297c/trade_environment/global/hkorea.html Visiter le 6 octobre 2014, 12:21:47

بحلول منتصف 1997، كانت ثمانية من أكبر ثلاثين تكتل شركات مفلسة؛ حيث بدأت سلسلة حالات الإفلاس مع "Hanbo Steel" في جانفي، ثم "Sammi Steel" سامي الصلب في مارس ومجموعة "Jinro Group" في أفريل. وفي جويلية فشلت مجموعة كيا "Kia Group" ثامن أكبر "chaebol" لدفع ما قيمته 370 مليون دولار من الخصوم وضعت تحت الحماية المالية من قبل الحكومة. وأدت هذه السلسلة من إفلاس الشركات والمصاعب المالية في عام 1997 إلى صعوبات مالية خطيرة بالنسبة للبنوك التي اقتضت بكثافة من الخارج لتمويل المشاريع الاستثمارية لتكتل الشركات الفاشلة، ما أدى ببعض هذه المؤسسات المالية إلى الإفلاس الفعلي بحلول ربيع عام 1997.

رغم كل هذا إلا أن العملة الكورية استطاعت الصمود على خلاف باقي عملات المنطقة، تغيرت الأمور في أكتوبر لعدة أسباب أهمها؛ أن التقدير الفعلي الحقيقي للوون كان مرتفعا جدا في ظل الانخفاضات الكبيرة في عملات الدول الأخرى؛ فقد أنخفض الباهت التايلاندي نسبة إلى الدولار الأمريكي بنسبة 55٪، والروبية الإندونيسية بنسبة 54٪، والرينجيت الماليزية بنسبة 34٪ والبيزو الفلبيني بنسبة 33٪، في حين لم يتجاوز الانخفاض في قيمة الوون الكوري نسبة 14٪؛ مما يعني أن قيمة الوون كانت مرتفعة بنسبة 37٪، 36٪، 20٪ و 15٪ بالنسبة للعملات تايلاندي واندونيسيا وماليزيا والفلبين على التوالي، هذا التقدير النسبي يقلل بشكل كبير من القدرة التنافسية للصادرات الكورية. إضافة إلى سماح كل سنغافورة وتايوان (الذي تنافس مباشرة مع كوريا في مجموعة واسعة من منتجات التصدير) بخفض قيمة عملاتهما. مما وضع كوريا في وضع غير موات من حيث تنافسية صادراتها في الأسواق العالمية.

في أفريل 1998 وبعد توقيع اندونيسيا الاتفاقية الثالثة مع صندوق النقد الدولي، كانت المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية لا تزال تظهر علامات مقلقة. لكن هذه المرة كان صندوق النقد الدولي أكثر مرونة في مطالبه على خلاف اتفاقياته السابقة (على سبيل المثال، تم منح إعانات غذائية كبيرة للأسر ذات الدخل المنخفض وسمح لعجز الموازنة بالاتساع)، لكنه دعا أيضا لخصخصة الشركات المملوكة للدولة والعمل على سرعة إعادة هيكلة البنوك، وتبني قانون الإفلاس الجديد ومحكمة جديدة للتعامل مع حالات الإفلاس. وأصر أيضا على مراقبة وثيقة لتنفيذ بنود الاتفاقية، على عكس ذلك فقد أظهرت المستندات أن الحكومة الاندونيسية لم تلتزم تماما بأجندة الإصلاح. في هذه الأثناء كانت القوى الاجتماعية الرئيسية خاصة النقابات العمالية توجه انتقادات وتدعو للمظاهرات ضد حكومة سوهارتو الذي أعيد انتخابه وكلف بتشكيل حكومة جديدة مارس 1998.

قررت الحكومة خفض الدعم على الوقود في أوائل شهر ماي، مما أدى إلى اندلاع أعمال شغب واسعة النطاق في ميدان جاكرتا وسولو. على الرغم من أن صندوق النقد الدولي قد أعطى سوهارتو الوقت حتى أكتوبر للحد من هذه الإعانات تدريجياً، وصلت أجواء التوتر إلى ذروته عندما تم قتل أربعة طلاب إندونيسيين خلال احتجاج في جامعة محلية في جاكرتا. ويشتهر في أن وحدة من الجيش من القوات الخاصة كانت وراء عمليات إطلاق النار. وقد عرفت جاكرتا في اليومين التاليين أسوأ أعمال شغب أكثر من أي وقت مضى خلفت أكثر من ألف شخص فقدوا حياتهم ودمرت آلاف المباني.

في 14 ماي 1998 استقال سوهارتو من الرئاسة عندما رفض جميع السياسيين الانضمام إلى الحكومة الجديدة لأن الأزمة المالية نمت بشكل كامل سواء على الصعيد الاقتصادي والاجتماعي والسياسي.

المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية الآسيوية

لا بد من التعرف على أهم العوامل المشتركة التي سمحت بتدويل الأزمة، ألا وهي الأسباب الكامنة التي كانت منذ مدة تترصد هذه الاقتصادات بداية بعجزها المستدام الذي تعانیه حساباتها الجارية، إلى نموذج سعر الصرف الثابت المستخدم والذي يتعارض واجراءات التحرير المالي الذي يتطلب نظام صرف مرن مقرون بضوابط تشريعية وتنظيمية فعالة تحكم الحياة الاقتصادية.

1- عجز الحساب الجاري المستدام:

إن البلد الذي لديه عجز كبير في الحساب الجاري ونظام سعر صرف ثابت يكون من الناحية الاقتصادية عرضة للمشاكل حيث أن المستثمرين الأجانب يهاجمون العملات المغالى في تحديد قيمتها، كانت الدول الخمسة محل الدراسة تعاني من عجز في حسابها الجاري، هذا العجز كان مستداماً، فمنذ سنة 1990 كانت نسبة العجز في الحساب الجاري الى الناتج المحلي الخام كبيرة جداً¹ فقد تجاوزت 5% في تايلند على مدى سبع سنوات (1990 الى 1996) وبلغ العجز ذروته سنة 1990 مقدراً بـ 8,3% بالنسبة للناتج المحلي الخام، أما في سنة 1997 فقد انخفض العجز إلى 2,1%.

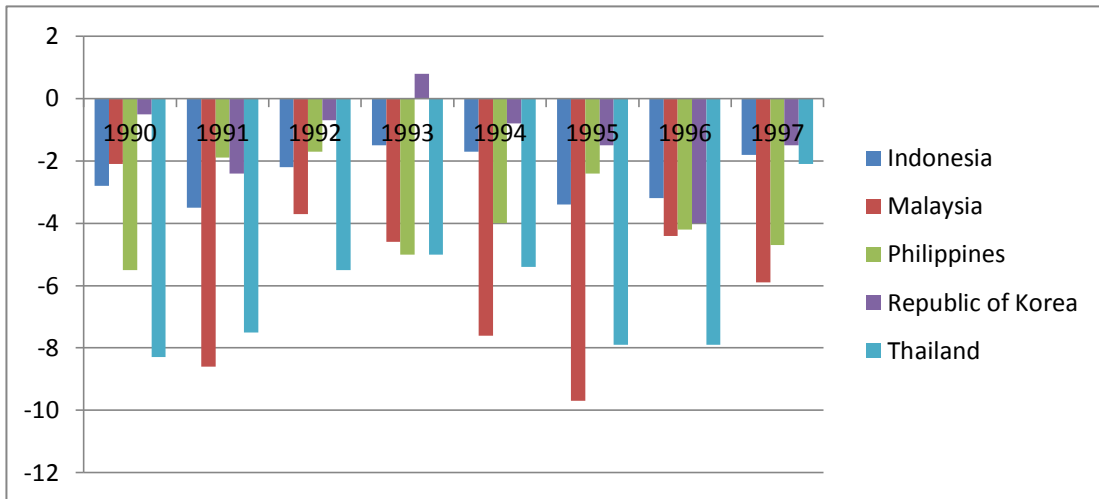
¹- أنور هاقان قوشان، أزمة جنوب شرق آسيا: عبر لبلدان منظمة المؤتمر الإسلامي، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، 2001، ص79.

نفس الحالة بالنسبة لماليزيا التي كانت تعاني عجزا حادا تجاوز 9,7 % سنة 1995 وهي أكبر نسبة عجز شهدتها هذه الدول خلال هاته الفترة. فكلا من تايلند وماليزيا، كانت نسبة العجز فيهما كبيرة جدا مقارنة بالدول الثلاث الأخرى التي كان العجز أقل نسبيا، فالفلبين كانت تعاني عجزا وصل 5,5 % سنة 1990 و 5 % سنة 1993 و 4,7 % سنة 1997 وهي ثاني أكبر نسبة عجز في تلك السنة بعد ماليزيا، هذا العجز كان أكبر مما عليه في اندونيسيا التي كانت أكبر نسبة عجز خلال هاته الفترة هي 3,5 % سنة 1991. كذلك بالنسبة لجمهورية كوريا التي كانت نسبة العجز في الحساب الجاري صغيرة وعرف أقصى قيمة له سنة 1996 عند 4 % من الناتج المحلي الخام، وقد كانت كوريا البلد الوحيد الذي سجل فائض خلال الفترة بنسبة 0,8 % سنة 1993.

الشكل رقم (03): نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الخام لدول جنوب شرق آسيا في

(1997-1990)

الفترة



Source: UNESCAP website (unescap.org) on 28-Sep-2014 at 12:21:23 GMT

2- التماذي في تحديد سعر الصرف الحقيقي مع ربط العملات المحلية بالدولار:

كان العامل الهيكلي المساهم في اندلاع الأزمة يتمثل في أن أسعار صرف معظم هذه العملات قد كانت مرتبطة مع الدولار أو بسلة عملات يهيمن عليها الدولار، لم تسمح نظم الصرف المربوطة بضبط الاستجابة لتغير الظروف الاقتصادية بما فيه الكفاية، حيث سمحت الحكومات لأسعار صرف عملاتها لتتقلب فقط ضمن نطاقات ضيقة.

كانت ميزة هذا النظام بالنسبة للبلدان المعنية أنه أبقى أسعار الصرف في البلدان ثابتا نسبيا فيما يتعلق بالدولار وسمح للتجار بعقد صفقات استيراد وتصدير مع مختلف المتعاملين الأجانب وخاصة الأمريكيين بالدولار مع مخاطر سعر صرف شبه معدومة، كما وفر بيئة مالية مستقرة تشجع الحصول على قروض أو استثمارات من المصادر الأجنبية لرأس المال، السلطات النقدية التايلاندية على سبيل المثال، قد اتبعت سياسة "الباهت المستقر" التي حافظت على السعر الرسمي لعملتهم في حوالي 25 باهت مقابل الدولار الواحد منذ عام 1987. ¹ رغم إيجابيات هذا الربط بين أسعار الصرف الرسمية والدولار، ومع ذلك كان هناك عيب واحد رئيسي هو أنه كلما تغيرت قيمة الدولار بالنسبة للعملة الأجنبية الأخرى مثل الين الياباني والمارك الألماني التي لم تكن مرتبطة بالدولار الأمريكي، تتأثر أسعار صرف عملات كل من تايلند وماليزيا وكوريا والفلبين واندونيسيا بالتغيرات الحاصلة في أسعار صرف الدولار مقابل العملات الدولية الأخرى.

ويلخص الجدول التالي تحركات العملات المحلية لدول جنوب شرق آسيا الخمسة محل الدراسة مقابل الدولار الأمريكي في الفترة (1990-1996)، الجدول يبين أن كلا من الينجيت الماليزي والباهت التايلندي مربوطة بشكل وثيق جدا بالدولار الأمريكي، ² حيث قدر الباهت التايلندي خلال هذه الفترة بـ 25,58546 سنة 1990 و 24,91518 سنة 1995 كأعلى قيمة له، أما الينجيت الماليزي فقد قدر ما بين 2,750067 سنة 1991 و 2,504404 سنة 1995 كأعلى قيمة للينجيت مقابل الدولار، وأن الروبية الاندونيسية كانت على ربط منخفض أمام الدولار الأمريكي وعرفت قيمها انخفاضا متواصل منذ 1990 حيث قدر الدولار الامريكي بـ 1842,813 روبية و 2342,296 روبية سنة 1996 كأدنى تقدير لها وقد انخفض سنة 1996 بحوالي 27% مقابل قيمتها سنة 1990. بعد التسوية لتحركات الأسعار النسبية داخل كل بلد، وأظهر فقط البيزو الفلبيني تقديرا حقيقيا كبيرا مقابل الدولار الأمريكي في الفترة 1990-1996.

الجدول رقم (04): سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات المحلية لدول جنوب شرق آسيا في الفترة (1996 - 1990)

¹ Michael R. King. Op cit ,p443.

² Wing Thye Woo .Patrick D. Carleton .Brian P. Rosario The Unorthodox Origins of the Asian Currency Crisis: Evidence from Logit Estimation Department of Economics University of California March 2000 ,p9. www.econ.ucdavis.edu/~Woo-Carleton-Rosario.Asia

| 1996 | 1995 | 1994 | 1993 | 1992 | 1991 | 1990 | |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----|
| 2342,296 | 2248,608 | 2160,754 | 2087,104 | 2029,921 | 1950,318 | 1842,813 | IDN |
| 804,4533 | 771,2733 | 803,4458 | 802,6708 | 780,6508 | 733,3533 | 707,7642 | KOR |
| 2,515943 | 2,504404 | 2,624257 | 2,574095 | 2,547383 | 2,750067 | 2,704875 | MYS |
| 26,2161 | 25,71447 | 26,41717 | 27,11984 | 25,51249 | 27,47863 | 24,3105 | PHL |
| 25,34268 | 24,91518 | 25,14995 | 25,31961 | 25,40013 | 25,5168 | 25,58546 | THA |

Source : <http://donnees.banquemondiale.org/pays> visiter le 15 septembre 2014 à

21:23

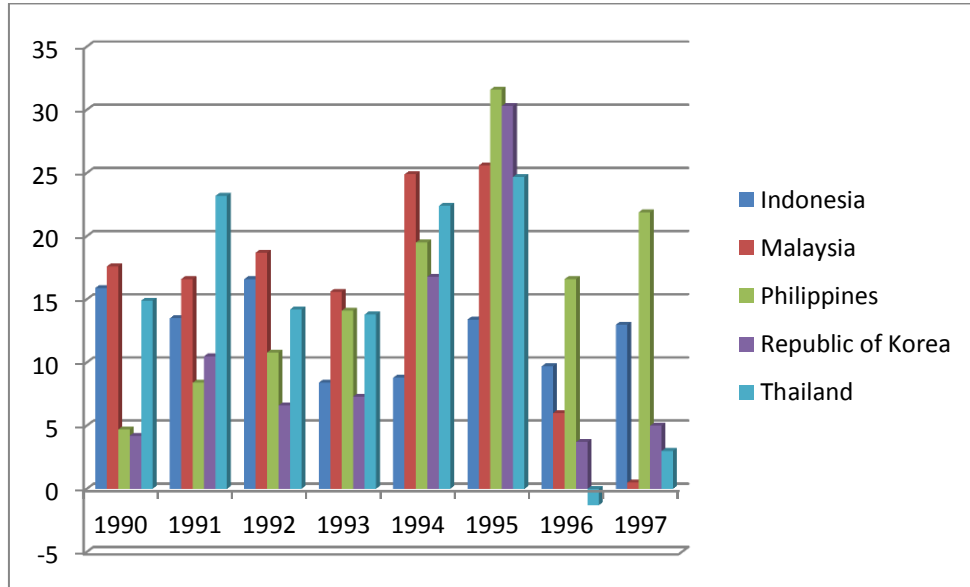
من المهم جدا معرفة حركة العملات، لأن دول جنوب شرق آسيا تتنافس ضد بعضها البعض في أسواق التصدير الى الخارج، والتغير في قدرتها التنافسية التصديرية يمكن قياسه بشكل أفضل من حركات عملاتها ضد بعضها البعض.

3- تراجع معدلات نمو الصادرات:

في منتصف التسعينات، بدأت سلسلة من الصدمات الخارجية تؤثر على البيئة الاقتصادية الداخلية للدول محل الدراسة؛ حيث انخفضت قيمة الرمينبي (اليوان) الصيني والين الياباني وتعافى الاقتصاد الأمريكي من الركود الذي عرفه أوائل عشرية التسعينات، حينها بدأ البنك الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة تحت رئاسة "ألان غرينسبان" في رفع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة لتجنب التضخم مما أدى إلى تقوية الدولار الأمريكي هذا ما جعل الولايات المتحدة أكثر جبهة استثمارية جاذبية بالنسبة إلى جنوب شرق آسيا التي كانت قد جذبت تدفقات الأموال الساخنة من خلال ارتفاع أسعار الفائدة قصيرة الأجل، كما أن ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي كان له أثر سلبي آخر على هذه البلدان التي كان تربط عملاتها مع الدولار الأمريكي فتسبب في ارتفاع تكلفة الصادرات الخاصة بها لتصبح أقل قدرة على المنافسة في الأسواق العالمية ضف إلى ذلك انخفاض حاد في أسعار أشباه الموصلات في الأسواق الدولية كانت عوامل رئيسية في تراجع الطلب على صادرات دول جنوب شرق آسيا.

وقد فسر بعض الاقتصاديين تزايد صادرات الصين باعتبارها عاملا مساهما في نمو الصادرات بتباطؤ دول "الاسيان"، حيث أن الصين بدأت تتنافس بشكل فعال مع المصدرين الآسيويين ولا سيما في هذه الفترة بعد تنفيذ عدد من الإصلاحات الموجهة نحو التصدير.¹

الشكل رقم (04): معدلات نمو الصادرات السلعية لدول جنوب شرق آسيا في الفترة (1990-1997)



Source: UNESCAP website (unescap.org) on 28-Sep-2014 at 12:21:23 GMT

من خلال الشكل يمكن أن نلاحظ أن كل من البلدان محل الدراسة كانت تحقق معدلات نمو متزايدة للصادرات السلعية منذ سنة 1990 والى غاية 1995 خاصة الفلبين التي شهدت طفرة تصديرية كبيرة فبعد أن قدر معدل النمو سنة 1990 بـ 4.7% تزايد هذا النمو بوتيرة سريعة جدا حيث قدر معدل النمو بحوالي 31.6% سنة 1995 وهو أعلى معدل نمو للصادرات السلعية في جميع بلدان الدراسة خلال هذه الفترة.

بعد عام 1995 الذي يمثل ذروة معدلات نمو الصادرات السلعية بالنسبة للدول الخمسة حيث وصلت هذه المعدلات الى قيم قياسية بداية بالفلبين عند 31.6%، تليها جمهورية كوريا الجنوبية بمعدل 30.3% ثم ماليزيا بـ 25.6% وبعدها تايلند بمعدل 24.7% فإندونيسيا بحوالي 13.4%، هذه الأخيرة التي عرف معدل نمو صادراتها تذبذبا ملحوظا حيث قدر سنة 1990 بـ 15.9% ليعرف تناقصا في السنة الموالية حيث قدر

¹ - 1997 Asian financial crisis, Wikipedia, the free encyclopedia, p3. http://en.wikipedia.org/wiki/1997_asian_financial_crisis#Dynamics

ب 13.5% ليرتفع مجددا سنة 1992 ويسجل أعلى نسبة له خلال الفترة ب 16.6% ليعرف انخفاض في السنتين التاليتين ليعود للارتفاع سنة 1995.

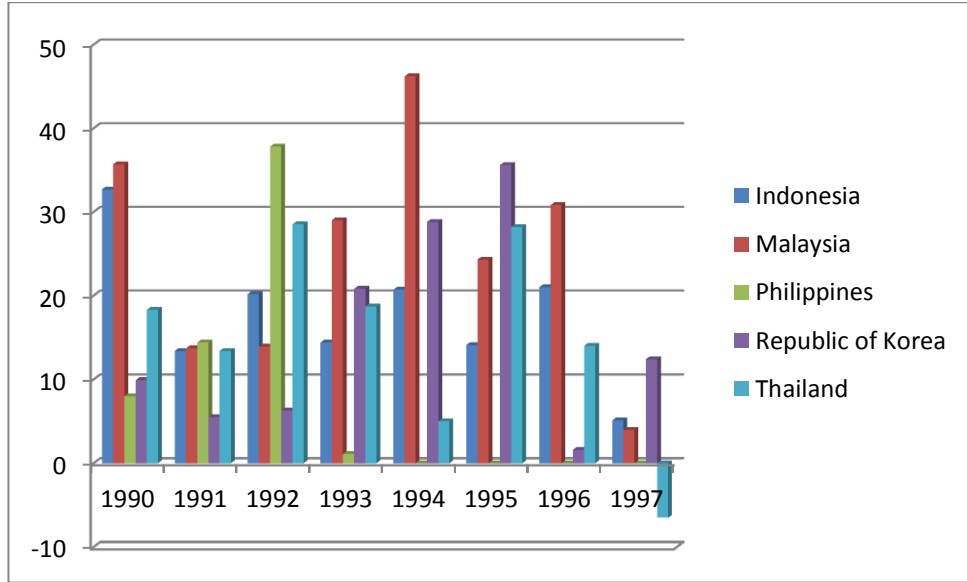
بعد سنة 1995 التي تعد سنة رواج تصديري بامتياز بالنسبة لجميع الدول محل الدراسة، ونتيجة للظروف والعوامل الخارجية المذكورة آنفا تراجع معدلات نمو الصادرات السلعية بشكل لافت خاصة في تايلند التي سجلت معدلا سالب قدر بحوالي -1.3%، تراجع معدلات نمو الصادرات السلعية بداية من منتصف التسعينات كان له وقع شديد على الميزان الجاري الذي كان يعاني عجزا مستداما أصلا وبالتالي زيادة الضغط على البيئة الاقتصادية الكلية لهذه البلدان.

عرفت سنة 1997 انتعاشا نسبيا مقارنة بسابقتها فارتفعت معدلات النمو لجميع البلدان باستثناء ماليزيا التي واصل معدل نمو صادراتها في الانحدار ليصل الى أدنى مستوى منذ 1990 مقدرا بنسبة 0.5%.

هذا الانتعاش رغم كونه مهما إلا أنه لم يكن بوسعه التقليل من حجم المخاطر التي كانت تهدد اقتصاديات بلدان جنوب شرق آسيا.

ما قيل عن معدلات نمو الصادرات السلعية هو نفسه بالنسبة للصادرات الخدماتية فبعد أن كانت تعرف نموا سريعا بداية من سنة 1990 لتصل إلى معدلات مرتفعة جدا حيث وصلت الى 46.2% سنة 1994 في ماليزيا، لكن بداية من سنة 1996 بدأت معدلات النمو تتراجع خاصة في كوريا التي وصلت الى أدنى مستوى قدر ب 1.6% ثم ما فتأ هذا الانخفاض ينتشر الى باقي الدول خاصة في تايلند التي عرفت معدلا سالبا -6.5% كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم(05): معدلات نمو الصادرات الخدماتية لدول جنوب شرق آسيا في الفترة (1997-1990)



Source: UNESCAP website (unescap.org) on 28-Sep-2014 at 12:21:23 GMT

4- سوء تنظيم الاقتصاد والخطر الأخلاقي

يحدث الخطر الأخلاقي عندما يكون أحد أطراف الصفقة ليس مسؤولاً عن عواقب أفعاله بشكل كامل، إنها المشكلة التي ظهرت بشدة خلال أزمة المدخرات والقروض في الثمانينيات في الولايات المتحدة وهذا ما كان واضح خلال الأزمة المالية الآسيوية.

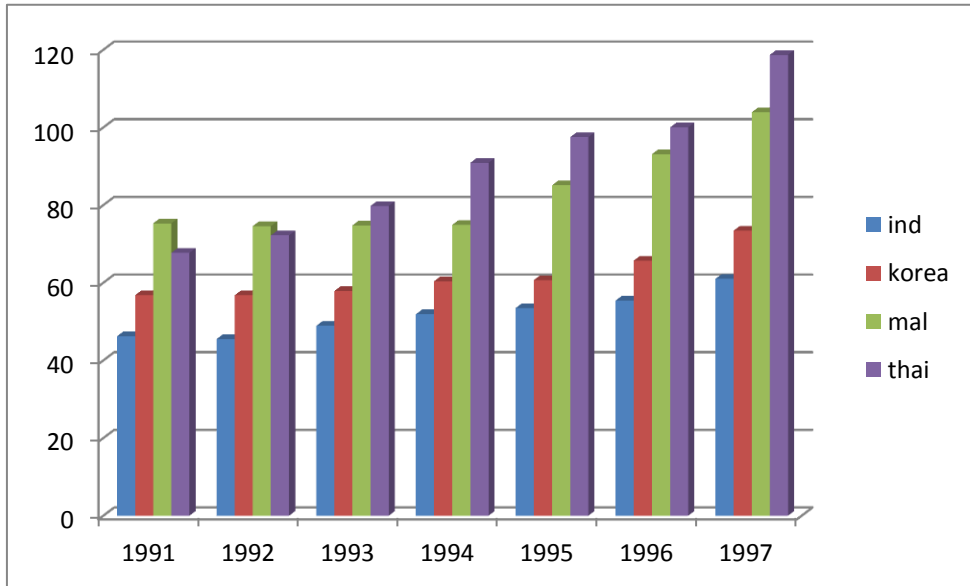
تعتبر الضمانات الحكومية على الودائع المصرفية هي الممارسة المعتادة في جميع أنحاء العالم، وعادة ما تأتي هذه الضمانات مع شروط. لكن في دول جنوب شرق آسيا كان تصنيف القروض والممارسات المصرفية تتميز بالتراخي حيث لم تولي البنوك المملوكة للدولة الاهتمام اللازم بالجدارة الائتمانية للمقترضين، وكانت متطلبات رأس المال في كثير من الأحيان غير كافية بالنسبة إلى المخاطرة في مشاريع للبنك. لكن الدائنين المحليين والدوليين لم يهتموا بقرارات الإقراض من البنوك لأسباب ضمنية وصريحة أحياناً، أي أن هذه القرارات تخضع ل ضمانات حكومية بالإنقاذ إذا ساءت الأمور ويعتقد أنها

سوف تكون محمية من الخطر، هذا الانطباع عززته صلات سياسية قوية لأصحاب معظم هذه المؤسسات.¹

¹ -Paul Krugman , what happened to Asia? January 1998,p 4. <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.htm>

وكانت نتيجة هذا الهيكل المصرفي الهش الإفراط في تمويل الاستثمار المحلي، حيث أن البنوك المحلية اقترضت بشكل مفرط من الخارج وأقرضت بشكل مفرط محليا لتمويل المشاريع الاستثمارية المحفوفة بالمخاطر مستفيدة من انخفاض أسعار الفائدة في الخارج واقراضها داخليا دون الأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة في المشاريع التي تمويلها، وتشير تقديرات بنك التسويات الدولية أن الاقتراض من البنوك الدولية من خلال البنوك في الخمس دول الأكثر تضررا من الأزمة كان يعمل بمعدل سنوي قدره حوالي 43 مليار دولار خلال الفترة التي سبقت الأزمة، حيث كانت حوالي 40% من إجمالي القروض مقومة بالين والباقي أساسا بالدولار، فيما تمثلت ثلثي هذه القروض في قروض قصيرة الاجل (كان استحقاقها أقل من سنة واحدة) البنوك في آسيا أعارت هذه الأموال للمقترضين المحليين في كثير من الأحيان لتمويل الأعمال التجارية المحلية أساسا، ناهيك عن ارتفاع الإقراض المصرفي الدولي إلى غير البنوك في آسيا بشكل حاد، فخلال عامي 1995 و عام 1996 قدر التدفق إلى إندونيسيا وكوريا وماليزيا والفلبين وتايلاند بمعدل سنوي قدره 15 دولارا مليار. بالإضافة إلى ارتفاع معدلات الاقتراض الممنوحة من قبل البنوك الى القطاع الخاص بشكل كبير والشكل التالي يوضح ذلك.

الشكل رقم(06): القروض الممنوحة من قبل البنوك الى القطاع الخاص في دول جنوب شرق آسيا)
نسبة للنتاج المحلي)



Source: Irina Bunda, *Un modèle de crises jumelles inspiré de la crise asiatique*, *Revue économique*—vol. 56, N° 4, juillet 2005, p 935.

من خلال الشكل نلاحظ أن نسبة القروض البنكية للقطاع الخاص بالنسبة للنتائج المحلي وصلت الى معدلات قصوى خاصة في كل من تايلند وماليزيا وقدرت ب 118.7% و 103.9% سنة 1997 كما انها كانت متزايدة بشكل دائم منذ سنة 1991.

كما أن النظام المصرفي في كثير من الأحيان قام بتوجيه الأموال نحو المشاريع التي كانت هامشية جداً؛ إذ لم تكن مربحة تماماً مما جعل هذه القروض تخلق مخاطر الإفراط في تضخم أسعار الأصول واستمرار مغالاة الأصول في جزء من عملية دائرية، والذي قاد إلى انتشار الإقراض المحفوف بالمخاطر وكذا ارتفاع أسعار الأصول الخطرة، مما يجعل الوضع المالي للوسطاء يبدو أسلم مما كان عليه.

في نهاية المطاف دخل المقترضون في موجة من التخلف عن السداد في قطاع الشركات حيث كانت ربحية المشاريع الاستثمارية منخفضة وبدأت أسعار الأصول في الانخفاض. جعل هبوط أسعار الأصول يظهر إفسار الوسطاء الماليين بشكل واضح وإجبارهم على وقف العمليات مما أدى إلى مزيد من الانكماش في الأصول. أصبح من المشكوك فيه بشكل متزايد ما إذا كانت الحكومات أن تقف فعلاً وراء الودائع والقروض التي بقيت. بدأ المستثمرون الأجانب في سحب أموالهم من البنوك التي تسببت زيادة مشاكل اقطاع البنكي. حيث وجدت البنوك التي كانت تعتمد بشكل كبير على الاقتراض الخارجي نفسها مع مخزون كبير من الديون الخارجية قصيرة الأجل التي لم يكن من السهل سدادها.¹

إن غياب الإطار التنظيمي الكافي للشركات وخاصة البنوك في جنوب شرق آسيا، سمح بانتشار العلاقات غير السليمة والفاسدة بشكل كبير؛ ففي كوريا على سبيل المثال كان من المألوف أن شركة واحدة من تكتل الشركات " chaebol " سيكون البنك، والإقراض لشركة أخرى من نفس " chaebol ". مع سهولة الوصول إلى الأموال، فليس من المستغرب أن بعض المؤسسات [البنوك] قدمت استثمارات في مشاريع مشكوك فيها في ظل نظام غير منظم أساساً لا يمكن تصنيف القروض وبالتالي تزايد ممارسات تتصف بالتراخي مع غياب متطلبات الإفصاح والشفافية ونتيجة لذلك كانت تخضع لمشكلة الخطر الأخلاقي الشديدة، كان هناك الكثير من الإقراض مبني عن اتصالات لمدراء البنك والمديرين والشركات التابعة لها إضافة إلى إفراط ملكية الحكومة أو المشاركة في المؤسسات .

¹- Krishna Gidwani ,Korea and the Asian Financial Crisis .p3.
http://web.stanford.edu/class/e297c/trade_environment/global/hkorea.html

تم زيادة تعرض النظام المصرفي للأزمة ليس فقط من استحواذ الشركات الكبيرة " chaebol " على الإقراض، ولكن أيضا من خلال الإقراض الموجه سياسيا (حث المصارف لتخصيص بعض نسبة القروض الهامشية إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم)، كل هذه العوامل التي تزيد من هشاشة البيئة المالية ضف إلى ذلك القانون الذي مرر في كوريا سنة 1993 والذي أثار جدلا في ذلك الوقت والذي ينص أن؛ جميع المعاملات المالية تتم مع أطراف باستخدام أسمائهم الحقيقية بدلا من أسماء مستعارة وقد أطلق على هذه الممارسات "رأسمالية المحسوبية " والتي هي تقليد آسيوي، هذا ما سمح للشركات المملوكة للعائلات أن تبسط نفوذ كبير على اقتصادات المنطقة، ورغم كون هذه القيم حققت النجاح في جنوب شرق آسيا في الماضي ففي نهاية المطاف كانت عامل أساسي في تقاوم الأزمة الحالية.

كانت إندونيسيا البلد الذي ذهب أبعد حيث كان للعملات الأجنبية نصيب من القروض المحلية إذ تم تقدير حوالي ثلث الميزانيات العمومية للبنوك المحلية من العملات الأجنبية مما يتوجب التصرف بمستوى أعلى من المثل الأخلاقية، أي توفير التأمين ضد المخاطر (لأن المقرضين يعرفون أنه لا يمكن إنقاذها إذا ثبت أن قرارات الإقراض غير صحيحة.)

النظام المصرفي الوطني في هذا البلد سمح ب : "الإقراض الذاتي" للمديرين أو الموظفين بالبنوك ولمن كانت له صلات مصلحة بهؤلاء الناس، فالبنوك لن ترفض إقراض فروع الشركات المملوكة من قبل عائلة سوهارتو الحاكم. هذا المبدأ القرض الذاتي الذي يعزز رأسمالية المحسوبية أدى إلى تصفية موارد هذه المصارف، ودعا إلى التشكيك في ملاءتها. في نفس الوقت الرقابة الحكومية في هذه الممارسات الفاسدة بالكاد كانت موجودة، وبالتالي فإن المشاكل المتأصلة في المؤسسات لم يتم كشفها، وبالتالي بقيت دون تغيير.¹

5- ارتفاع الاعتماد على الاقتراض الخارجي وخاصة القروض قصيرة الأجل

أصبح تراكم الدين قصير الأجل أمرا ممكنا في بلدان جنوب شرق آسيا وذلك نتيجة تبنيها سياسات تحرير حساب رأس المال، ونتيجة لذلك بلغت نسبة القروض قصيرة الأجل إلى الاحتياطي من العملات الأجنبية في إندونيسيا وكوريا وتايلند أكثر من 100% في سنة 1997؛ وهذا ما سمح بتضرر هاته الدول بشكل أكبر مقارنة بالفلبين وماليزيا التي لم تصل تلك النسبة إلى 100% وكان تأثيرها بالأزمة أقل.²

¹ Amanda McRae, Institutions and Economic Crisis: An Analysis of Policymaking in the Asian Financial Crisis of 1997 ,p16.

² - أنور هاقان قوشان، مرجع سابق، ص81.

قبل حدوث الأزمة كانت توجد أوجه التشابه الواضحة بين اقتصاديات إندونيسيا وكوريا وتايلند؛ ففي هذه البلدان الثلاثة كان القطاع المالي يفتقر الى درجة ملائمة من التقنين والاشراف، وكانت هناك مستويات متفاوتة من الضمان الحكومي التقليدي وكانت الدولة تلعب دورا كبيرا في منح الائتمان وهي عوامل أدت إلى سوء توزيع الائتمان وتضخيم أسعار الأصول. وكان الائتمان في تلك الدول مقترنا بوجود ديون ضخمة بالعملة الأجنبية وغير مغطاة على كاهل الشركات والمصارف. وبالفعل فإن ضخامة الديون الخاصة بالعملة الأجنبية قصيرة الأجل وغير المغطاة كانت عاملا رئيسيا وحاسما في حدوث الازمة. وكان سعر الصرف الحقيقي المغالى في تقديره هو السبب الرئيس في نشأة تلك الديون ونتيجة لذلك الإقراض الغير مغطى خاصة في ظل غياب درجة ملائمة من التقنين والاشراف الماليين، حيث أصبحت المصارف والشركات في تلك الدول سريعة التأثر بالتقلبات الفجائية في سعر صرف العملة المحلية.

ولما كانت أسعار الفائدة المحلية أعلى من معدلات الفائدة الأجنبية، بدأت الشركات تقترض بكثافة من المصارف الأجنبية بهدف تمويل توسعها؛ فأصبحت تتسم بحساسية أكبر تجاه التقلبات المفاجئة في أسعار الفائدة خاصة بالزيادة. وقد ازداد ذلك التأثر بسبب مخاطر الصرف التي تواجهها شركات بلدان جنوب شرق آسيا، وقد أدى غياب أسواق مالية متطورة الى زيادة الاقتراض المفرط للقطاع الخاص من الخارج خاصة من الأسواق المالية الدولية وكان ذلك بمثابة الشرارة الأولى للأزمة. فالمشكلة في بلدان جنوب شرق آسيا لم تكن مجرد عجز الحساب الجاري، ولكن النموذج الذي أخذوا به لتغطية هذا العجز والذي تمثل في الاستدانة من الخارج.

ساهمت اجراءات تحرير تدفقات رأس المال في ازدهار الإقراض، الأمر الذي أدى بالبنوك المحلية في عدد من هذه الاقتصادات في السعي لتمويل نشاطاتها عن طريق الاقتراض من مصادر أجنبية.

وانطلقت البنوك من احتمال تحقيق أرباح كبيرة، خاصة وأنها يمكن أن تستفيد من أسعار الصرف الثابتة من أجل تقليل تكلفة هذا الاقتراض. وقد أدى الاقتراض المفرط من مصادر أجنبية في كوريا على وجه الخصوص إلى صعوبات كبيرة تراكمت في القطاع المالي نتيجة للضعف في الهيكل المالي للاقتصاد الكوري. فالشركات الكبيرة تكتلات (chaebol) أصبحت تعتمد اعتمادا كبيرا على الدين في مقابل الأسهم المالية، مع أن الكثير من ديون الشركات موردة مباشرة من قبل أو يضمنها المؤسسات المالية الكورية. في تايلند، قام BIBF (بانكوك الدولي مرفق الاقتراض) بمنح حوافز ضريبية لجذب القروض قصيرة

الأجل، ما شجع البنوك والمؤسسات المالية على الاقتراض. وكذلك الحكومة التي اقترضت كذلك من الخارج لدعم أسعار الصرف المربوطة بواسطة تعقيم تدفقات رأس المال، وبالتالي الحفاظ على تكاليف الاقتراض المحلية عالية.¹

طبيعة الاقتراض القصير المدى (أي القروض لمدة أقل من سنة من) يعني أن هناك حاجة دائما لحسابات البنوك أن تكون سائلة. في تايلاند، الذي كان أضعف موقف النور الآسيوية في هذا الصدد، شكلت تدفقات رأس المال القصيرة الأجل أغلبية جميع رؤوس الأموال الداخلة وتراوح بين 7% و 10% من الناتج المحلي الإجمالي في كل عام 1994 حتى 1996.

كما تشير بيانات بنك التسويات الدولية أنه في جوان عام 1997، أن 66% من القروض كانت غير مسددة في تايلاند على المدى القصير و68% من القروض المستحقة على كوريا الجنوبية كانت على المدى القصير، وأيضا 59% من القروض المستحقة على البنوك الاندونيسية على المدى القصير و 56% من القروض المستحقة على ماليزيا كانت على المدى القصير. والجدول التالي يوضح التزامات كل دولة تجاه البنوك الأجنبية.

الجدول رقم (05): التزامات كل دولة تجاه البنوك الأجنبية: جوان 1997 (مليار دولار)

| إجمالي البنوك | الأوروبية الأخرى ² | الولايات المتحدة | المملكة المتحدة | الألمانية | الفرنسية | اليابانية | |
|---------------|-------------------------------|------------------|-----------------|-----------|----------|-----------|----------------|
| 69.4 | 4.3 | 4.0 | 2.8 | 7.6 | 5.1 | 37.7 | تايلاند |
| 103.4 | 9.3 | 10.0 | 6.1 | 10.8 | 10.1 | 23.7 | كوريا الجنوبية |
| 14.1 | 2.0 | 2.8 | 1.1 | 2.0 | 1.7 | 2.1 | الفلبين |
| 28.8 | 2.1 | 2.4 | 2.0 | 5.7 | 2.9 | 10.5 | ماليزيا |
| 58.7 | 7.8 | 4.6 | 4.3 | 5.6 | 4.8 | 23.2 | اندونيسيا |

¹ Uri Dadush, Dipak Dasgupta, and Dilip Ratha, The Role of Short-Term Debt in Recent Crises, finance & development, A quarterly magazine of the IMF, December 2000, Volume 37, Number 4, p3.

² - النمسا، بلجيكا، الدنمارك، فنلندا، إيرلندا، إيطاليا، لوكسمبورغ، هولندا والنرويج واسبانيا والسويد.

| | | | | | | | |
|-------|------|------|------|-------|------|-------|-------|
| 791.0 | 94.2 | 43.2 | 81.7 | 112.2 | 65.3 | 271.3 | مجموع |
|-------|------|------|------|-------|------|-------|-------|

Source: Eshan Karunatileka, The Asian Economic Crisis ,The international financial institutions (IFIs), & IMF, RESEARCH PAPER 99/14 ,11 FEBRUARY 1999 ,P15.

URL: <http://hcl1.hclibrary.parliament.uk>

المطلب الثالث: تدخل صندوق النقد والسياسات الحكومية المنتهجة للحد من الأزمة

رغم قوة الأزمة المالية التي اندلعت في آسيا منتصف عام 1997 ما فتأت اقتصادات المنطقة تتعافى بسرعة، إن هذا الانتعاش لم يحدث من تلقاء نفسه ولكن جاء عن نتيجة التنفيذ الصارم لسياسات اقتصادية طارئة من قبل البلدان المتضررة ودعم مالي واسع النطاق من المجتمع الدولي، خاصة في ظل البرامج المدعمة بـموارد الصندوق في إندونيسيا، وكوريا، وتايلاند. كما أن الانتعاش الاقتصادي واضح أيضا في ماليزيا والفلبين.

1. خطة إنقاذ تايلاند:

بعد ظهور الأزمة الآسيوية لأول مرة في تايلاند في عام 1997 في إطار سلسلة من هجمات المضاربة الخطيرة وعلى نحو متزايد على العملة المحلية "باهت" ما أدى إلى فقدان الثقة في الأسواق والاقتصاد ككل.¹ هذا ما أدى بتايلاند إلى اللجوء لصندوق النقد الدولي، الذي وافق مجلسه التنفيذي في 20 أوت 1997 على تقديم الدعم المالي لتايلاند يصل إلى 2.9 مليار من حقوق السحب الخاصة، أي حوالي 4 مليار دولار أمريكي، على مدى فترة 34 شهرا. جاءت مجموعة كاملة من المساعدات الثنائية والمتعددة الأطراف إلى تايلاند بلغت 17.2 مليار دولار أمريكي. استقادت تايلاند من مبلغ 14.1 مليار دولار من هذا المبلغ قبل أن تعلن في سبتمبر 1999 أنها لا تخطط للاستفادة من الأرصدة المتبقية، في ظل تحسن الوضع الاقتصادي.

¹- Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF ,IMF Staff ,June 2000 ,p3. <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/062300.htm>

وشملت الحزمة بالإضافة الى تعهدات صندوق النقد الدولي أيضا التعهدات الثنائية والمتعددة الأطراف التالية¹:

- قروض تصل الى 1.5 مليار دولار من البنك الدولي.
- قروض تصل إلى 1.2 مليار دولار من البنك الآسيوي للتنمية.
- ائتمان ب 4 مليارات دولار من بنك التصدير والاستيراد في اليابان.
- اعتمادات ب 1 مليار دولار من كل من أستراليا وهونغ كونغ وماليزيا وسنغافورة، والصين.
- اعتمادات ب 0.5 مليار دولار من اندونيسيا وبروناي، وكوريا (لكن كوريا تراجعت في وقت لاحق).

وفقا لصندوق النقد الدولي، فإن أموال القروض الممنوحة من صندوق النقد الدولي والمقرضين الثنائية سوف تستخدم فقط للمساعدة في تمويل الفجوة في ميزان المدفوعات في تايلاند وإعادة بناء الاحتياطات الرسمية لبنك تايلاند المركزي.

في المراحل الأولى من البرنامج المقترح للخروج من الأزمة، لجأت السلطات التايلاندية إلى تكييف السياسة النقدية عن طريق تبني نظام صرف مرن يسمح للعملة المحلية الباهت بالتعويم.

أما فيما يخص السياسة المالية فقد تم سن تخفيضات في الميزانية لتحرير موارد للمساعدة في تمويل إعادة هيكلة ودعم التحسن في موقف الحساب الجاري.

كما ركز البرنامج على تعزيز وإعادة هيكلة المؤسسات المالية المتعثرة، واتضح ذلك من خلال إغلاق 56 من شركات التمويل المفلسة. والعمل على تعزيز دور القطاع الخاص في الاقتصاد التايلاندي والسعي لجذب رأس المال الأجنبي من خلال تدابير الإصلاح الأخرى.²

¹- Dick K. Nanto, THE 1997-98 ASIAN FINANCIAL CRISIS, CRS Report, February 6, 1998, p 9. <http://fas.org/man/crs/crs-asia2.htm>

² - Narisa Laplamwanit ,A Good Look at the Thai Financial Crisis in 1997-98, p5 . http://www.columbia.edu/cu/thai/html/financia197_98.html

وضع صندوق النقد الدولي أيضا شروطا معينة على تايلاند تضمنت التزام البلد الحفاظ على احتياطيّات النقد الأجنبي عند 23 مليار دولار في عام 1997 و 25 مليار دولار في عام 1998، وخفض العجز في الحساب الجاري إلى حوالي 5% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1997 وإلى 3% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1998، وتظهر الميزانية فائض يساوي 1% من ناتجها المحلي الإجمالي في 1998.¹

سرعة انتشار الأزمة الآسيوية في أواخر 1997 والانخفاض الكبير في باهت، والانكماش الاقتصادي الحاد، ناهيك عن التطورات الاقتصادية الإقليمية السلبية أدت إلى إجراء التقريحات على برنامج التايلاندي. وأجريت التعديلات من خلال سلسلة من الاستعراضات التي أجريت في البرنامج من قبل صندوق النقد الدولي بالتشاور الوثيق مع السلطات التايلاندية. في سياق الركود الذي لم يكن متوقعا شدة فإنها تهدف إلى استعادة النمو الاقتصادي، وضمان استمرار إعادة هيكلة الاقتصاد التايلاندي.

ركزت السياسة النقدية على دعم استقرار سعر الصرف وتعزيز الانتعاش الاقتصادي؛ كما بدأ باهت يعود تدريجيا إلى الثبات، خفضت السلطات التايلاندية أسعار الفائدة. بحلول منتصف عام 1998 بدأت أسعار الفائدة في سوق المال الاقتراب من مستويات ما قبل الأزمة، ومن ثم معدلات الإقراض بدأت في الانخفاض أيضا. بحلول سبتمبر عام 1999 وصلت أسعار سوق المال أدنى مستوياتها في أكثر من عقد.

تحولت السياسة المالية في مواجهة التباطؤ الاقتصادي. في حين أن الهدف الأول هو تحقيق فائض ميزانية الحكومة يساوي 1 في المئة من الناتج المحلي الإجمالي في 1997-1998، بدأت فيفري 1998 بدأ البرنامج يستهدف العجز المالي. الذي قدر في 1998-1999 تحت 5 في المئة (بالإضافة إلى تكاليف الفائدة من إصلاح القطاع المالي والبالغة إلى ما يقرب من 2 في المئة من الناتج المحلي الإجمالي، بلغ العجز نحو 6.5 في المئة). ركزت الكثير من برامج زيادة الإنفاق على تعزيز برامج شبكة الأمان الاجتماعي لضمان حماية التايلانديين المتضررين من الأزمة.

ظلت إعادة هيكلة القطاع المالي في منطقة السياسات الرئيسية في جميع أنحاء البرنامج التايلاندي. في المراحل المبكرة ركز البرنامج على تصفية الشركات المالية وتدخل الحكومة في أضعف البنوك وإعادة رسملة النظام المصرفي. في عام 1998 تسارعت جهود الإصلاح مع التركيز على خصخصة البنوك

¹. Dick K. Nanto ,op ci,t p10.

تدخلت والتخلص من الأصول من شركات التمويل وإعادة هيكلة ديون الشركات. قامت السلطات بخطوات كبيرة من خلال تعزيز الإطار المؤسسي بما في ذلك من خلال إصلاح قانون الإفلاس وإجراءات الرهن والقيود المفروضة على الاستثمارات الأجنبية. ومع ذلك لا تزال القروض المتعثرة على مستوى عال التي تدعم ضرورة الإسراع في إيجاد حل لديون الشركات وإعادة هيكلة البنوك.

2. خطة إنقاذ كوريا:

أعلن صندوق النقد الدولي حزمة الدعم لكوريا الجنوبية في سيول يوم 3 ديسمبر 1997 وتمت الموافقة عليها رسميا من قبل الهيئة التنفيذية للصندوق في اليوم التالي.

حزمة مساعدات مالية أكبر من أي وقت مضى بالنسبة إلى بلد واحد: 57 مليار دولار. وكانت مقسمة حسب المانحين كما يلي- صندوق النقد الدولي - تقديم ائتمان قدر ب 15.5 مليار من حقوق السحب الخاصة (حوالي 21 مليار دولار)، على مدى ثلاث سنوات.¹

- البنك الدولي قروض وصلت حد 10 مليارات دولار.
- بنك التنمية الآسيوية تعهدت ب 4 مليار دولار.
- الولايات المتحدة 5 مليار دولار من صندوقها لتحقيق الاستقرار للصرافة.
- اليابان مبلغ بقيمة 10 مليارات دولار.
- 1مليار دولار كل من المملكة المتحدة وألمانيا وفرنسا وأستراليا وكندا، وإيطاليا.
- دعم إضافي من بلجيكا وهولندا وسويسرا. (الأموال تبقى مرهونة وفقا لترتيبات صندوق النقد الدولي). في مقابل قبول القروض الطارئة صندوق النقد الدولي، وافقت كوريا لعدة شروط والإصلاحات من أجل تعزيز اقتصادها على الجانب الاقتصادي الكلي وتضمنت الشروط:
- الحد من العجز في الحساب الجاري إلى ما لا يزيد عن 1% من الناتج المحلي الإجمالي لعام 1998 و 1999 (حوالي 5 مليار دولار)،

¹-Dick K. Nanto, op cit, p11.

- وضع حد أقصى معدل التضخم السنوي بنسبة 5% في عام 1998 و 1999 مما يسمح باستقلال البنك المركزي، مع تبني سياسة سعر الصرف مرنة.¹
- بناء الاحتياطات الدولية إلى أكثر من شهرين من الواردات بحلول نهاية عام 1998.
- الاعتراف بأن النمو الاقتصادي (من حيث الناتج المحلي الإجمالي) لعام 1998 من المرجح أن ينخفض من 6% إلى حوالي 3%.
- من أجل إعادة هيكلة شاملة وتعزيز النظام المالي الكوري لجعله أكثر سلامة وشفافية وفعالية تبنى صندوق النقد الدولي استراتيجية تتألف من ثلاثة عناصر رئيسية هي؛ وضع سياسة واضحة وثابتة للخروج من السوق مع توفير رقابة فعالة على السوق وزيادة المنافسة، وشملت التدابير:
 - تتطلب أن جميع البنوك التي تفشل في تلبية إعادة هيكلة لجنة بازل لمعايير رأس المال وإعادة رسملة لتشمل عمليات الاندماج والاستحواذ من قبل المؤسسات الأجنبية.
- استبدال ضمان الحكومة للودائع المصرفية بنهاية عام 2000 مع نظام التأمين على الودائع العادية، تطوير معايير الإفصاح والمحاسبة لتشمل عمليات تدقيق البيانات المالية للمؤسسات المالية الكبيرة والإفصاح نصف السنوي للقروض المتعثرة، كفاية رأس المال، وهياكل الملكية والانتماءات.
- طلب سن تشريع لجعل بنك كوريا مستقل مع استقرار الأسعار وإقامة وكالة لتعزيز الإشراف على القطاع المالي.
- السماح للشركات المصرفية والأوراق المالية الأجنبية لإنشاء شركات تابعة في كوريا بحلول منتصف 1998.
- من حيث السياسات الهيكلية، تتطلب حزمة صندوق النقد الدولي الحكومة الكورية باتخاذ عدة تدابير وشملت ما يلي:
- وضع جدول زمني يتماشى مع التزامات منظمة التجارة العالمية لإلغاء الدعم ذو الصلة بالتجارة، وتقييد

¹ - Francisco García-Blanch, The Financial Crises in East Asia: The Cases of Japan, China, South Korea and Southeast Asia, PART III, The Case of South Korea, Complutense Institute for International Studies, Complutense University of Madrid, Spain, October 1998,p4. <http://www.ucm.es/info/icei>

تراخيص الاستيراد، وبرنامج تنويع الواردات لكوريا.

• زيادة إلى 50% (من 26%) السقف للاستثمار الأجنبي في الشركات الكورية المدرجة ومما يزيد عن 55% بحلول نهاية عام 1998.

• بحلول نهاية فيفري 1998 اتخاذ خطوات لتحرير حساب رأس المال المعاملات الأخرى، بما في ذلك القيود المفروضة على وصول الأجانب إلى أدوات سوق المال المحلية وأسواق سندات الشركات وتخفيف القيود على عمليات الدمج والاستحواذ وإعادة هيكلة الشركات.

وتمثلت أهداف استراتيجية حل الأزمات في كوريا، أولاً وقبل كل شيء استعادة الثقة والاستقرار في الأسواق المالية وثانياً لوضع الأساس لاستئناف انتعاش مستدام في الاقتصاد الحقيقي. هكذا تضمن البرنامج مزيجاً من سياسات الاقتصاد الكلي والإصلاحات الهيكلية بعيدة المدى.

بالإضافة إلى ذلك، توصلت كوريا اتفاق مع البنوك الأجنبية في أوائل عام 1998 لتمديد استحقاق المطالبات على المدى القصير على بنوكها لتجنب الإفلاس.

في بداية البرنامج ركزت سياسات الاقتصاد الكلي في كوريا على رفع سعر الفائدة مؤقتة تهدف إلى استقرار الوون وتجنب دوامة انخفاض التضخم. وساعدت هذه الخطوة استعادة الاستقرار المالي في أوائل عام 1998، وبمجرد استقرار الوون وسياسات الاقتصاد الكلي تراجعت بسرعة لتوفير التحفيز للاقتصاد. اعتمدت السلطات أيضاً الموقف المالي التوسعي في منذ بداية البرنامج لتخفيف أثر الركود.

اعترفت الحكومة أن التنفيذ السلس للسياسات التكيف يتطلب توافق جماعي لكل الفاعلين الاقتصاديين. كما عززت السلطات شبكة الأمان الاجتماعي من خلال توسيع نظام التأمين ضد البطالة وتوفير الدعم المباشر من خلال برامج الأشغال العامة، وحماية سبل العيش مؤقتة، والبرامج الاجتماعية الأخرى. ركز برنامج الإصلاح الهيكلي على تحرير حساب رأس المال، وإعادة هيكلة القطاع المالي وقطاع الشركات وتعزيز مرونة سوق العمل وتحسين الإبلاغ عن البيانات. إعادة هيكلة سعت كوريا لإعادة الاستقرار إلى النظام المالي بسرعة من خلال دعم السيولة وضمن أجندة محددة زمنياً، وإغلاق المؤسسات المفلسة. تهدف جهود إعادة الهيكلة أيضاً في حل مشكلة القروض المتعثرة، إعادة رسملة

البنوك وتعزيز الإطار المؤسسي من خلال جلب قواعد الحيطة والإشراف وفقا لأفضل الممارسات الدولية. تتركز جهود إعادة هيكلة الشركات في البداية على تحسين سياسات الحكم والمنافسة. وفي وقت لاحق تحول التركيز إلى إعادة الهيكلة المالية والتشغيلية وذلك بهدف الحد من مستويات الديون وتعزيز هيكل رأس المال. يجري إحراز تقدم في حالات الإعسار خارج الاتفاقات تجريب المحكمة لعدد من الشركات وأيضا في تحت إشراف المحكمة في إطار خطط تحسين هيكل رأس المال مراجعتها من قبل البنوك..

3. خطة إنقاذ اندونيسيا:

كان لتعويم الباهت التايلندي في جويلية 1997 تأثيرا كبيرا على المنطقة حيث ساهم في تكثيف الضغوط على الروبية الاندونيسية. وساهمت نفاط الضعف الهيكلية في القطاع المالي في اندونيسيا ومخزون كبير من الدين الخارجي القطاع الخاص على المدى القصير إلى الشكوك حول قدرة الحكومة على الدفاع عن ربط عملتها بالدولار. بعد فترة وجيزة من توسيع نطاق التدخل تم تعويم الروبية، وبحلول أوائل أكتوبر فقد انخفضت بنسبة 30 في المئة.

في 5 نوفمبر 1997، دخلت السلطات في ترتيبات الاستعداد لمدة ثلاث سنوات مع صندوق النقد الدولي بقيمة حوالي 10.140 مليار دولار ما يمثل 7338 مليون حقوق السحب الخاصة، مع اتفاق على مزيد من المساعدات تقدر ب 2.2 مليار من حقوق السحب الخاصة (حوالي 3.040 مليار دولار) متاحة على الفور بعد 15 مارس 1998، على أن أهداف معينة قد استوفيت، وقد تم تعزيز هذه المساعدات بحوالي 1.4 مليار دولار أمريكي في جويلية 1998.

بالإضافة الى التزامات من قبل المؤسسات المتعددة الأطراف الأخرى (8 مليار دولار):¹

- المساعدة التقنية والقروض من البنك الدولي 4.5 مليار دولار.
- المساعدة التقنية وقروض من بنك التنمية الآسيوي تبلغ 3.5 مليار دولار.
- 5 مليار دولار من احتياطات للطوارئ في إندونيسيا.

والجهات المانحة الثنائية (حوالي 17 مليار دولار - ما يسمى ب "خط الدفاع الثاني"). والمتمثلة في عدد من البلدان الأخرى أو السلطات النقدية الني تعهدت لتوفير الخط الثاني للتمويل التكميلي "في حال أن

¹ - Dick K. Nanto, op cit, p10.

الظروف الخارجية المعاكسة غير متوقعة تخلق الحاجة إلى موارد إضافية لاستكمال احتياطات اندونيسيا والموارد المتاحة من قبل صندوق النقد الدولي. " وتشمل هذه:

• اليابان 5.0 مليار دولار،

• سنغافورة 5.0 مليار دولار، مع وعد بمبلغ 5 مليارات دولار لإندونيسيا من النقد الأجنبي، إذا لزم الأمر، لشراء روبية.

• الولايات المتحدة الأمريكية 3.0 مليار دولار.

• 1.0 مليار دولار من كل من استراليا وماليزيا والصين، وهونج كونج.

كجزء من حزمة الدعم، كان مطلوباً من اندونيسيا لإعادة هيكلة بعض البنوك وتفكيك احتكار شبه الحكومي على جميع السلع (باستثناء الأرز)، وقطع الدعم عن الوقود، وزيادة أسعار الكهرباء وزيادة شفافية السياسات العامة وعمليات صنع الميزانية، و تسريع الخصخصة وإصلاح مؤسسات الدولة.

على الرغم من بداية الاستقرار النسبي للروبية، بدأ معنويات السوق لتعكر مرة أخرى في ديسمبر 1997 و جانفي 1998، بعد أن أغلقت اندونيسيا ستة عشر بنك معسر في نوفمبر. كان هناك تقصير في تنفيذ البرنامج إلى جانب الاضطرابات الاجتماعية والسياسية الخطيرة، والتي بلغت ذروتها وأدت إلى سقوط الرئيس سوهارتو في ماي 1998.

بحلول نهاية جويلية 1998، كانت الروبية انخفضت بنحو 65 في المئة مقارنة مع نهاية عام 1997. فقدان الثقة أثارت عدم الاستقرار المالي، وانهار الانتاج، مع تأثير شديد على الفقراء. في أوت 1998، تعزيز أجندة الإصلاح في ترتيب موسع جديد مع صندوق النقد الدولي، ومن بين ما تضمنه؛ محاولة تخفيف التضخم، إصلاح القطاع المصرفي يرافقه إعادة هيكلة الشركات، و تفعيل نظام الإفلاس ورفع القيود والخصخصة، وتحسين الحوكمة كان أيضا في صلب البرنامج.

أدت هذه السياسة إلى نتائج هامة؛ بما في ذلك القضاء الفعلي على التضخم، استقرار الروبية وانتعاش في احتياطات النقد الأجنبي، تخفيض أسعار الفائدة بشكل كبير واستقرت أسعار الأرز، وقد انعكس تحسن معنويات السوق في تعافي سوق الأسهم وتراجع في علاوات المخاطر. ومع ذلك، فإن تطبيق هذا

البرنامج لم يصل إلى الأهداف المرجوة نتيجة تأخيرات في تنفيذ تدابير إعادة هيكلة البنوك و الشركات. استمرار الضعف في حوكمة المؤسسات الرئيسية الذي تجلى في فضيحة "بنك بالي"، بالإضافة إلى عوامل أخرى أدت إلى تعليق برنامج صندوق النقد الدولي في سبتمبر 1999.

على خلفية هذه الإنجازات الهشة وغير المكتملة، قررت الحكومة المنتخبة حديثا التفاوض على ترتيب جديد لمدة ثلاث سنوات موسع لنحو 5 مليارات دولار مع صندوق النقد الدولي، الذي وافق عليه المجلس التنفيذي للصندوق في فبراير شباط 2000. والسعي إلى تحسين الإطار الاقتصادي الكلي لاستعادة معدل النمو السنوي في حدود من 5 إلى 6 في المائة بحلول عام 2002، مع هدف الوصول إلى معدل تضخم سنوي أقل من 5 في المئة. تم تأسيس لجنة سياسة القطاع المالي لتوفير القيادة والتوجيه في مجال الخدمات المصرفية وإعادة هيكلة الشركات. الهدف الرئيسي في جهود إعادة هيكلة البنوك الوصول إلى نسبة كفاية رأس المال عند 8 في المئة بحلول نهاية عام 2001، كشرط مسبق لاستبدال نظام ضمان شامل مع التأمين على الودائع على التمويل الذاتي. وتشمل الأهداف الأخرى: تعزيز الجهود لإعادة هيكلة بنوك الدولة وضمان أفضل إدارة والإشراف على النظام المصرفي، وتعميق أسواق السندات والأسهم وتعزيز جهود استرداد الموجودات. وقد وضعت الحكومة استراتيجية جديدة لإعطاء زخم جديد لإعادة هيكلة الشركات وتدابير مكافحة الفساد في القضاء.

4. خطط إنقاذ ماليزيا والفلبين:

العدوى المالية التي أثرت على الدول الآسيوية منذ منتصف عام 1997 بلغت أيضا ماليزيا والفلبين، لكن كانت تجاربهم في احتواء الأزمة مختلفة إلى حد ما مقارنة بخطط البلدان الأخرى. كانت ظروف الاقتصاد الكلي في ماليزيا أقوى بكثير في البداية من تلك الموجودة في البلدان التي تمر بأزمات أخرى، وخاصة في مجالات الديون الخارجية، التضخم والادخار، كانت البلاد تملك أيضا فائضا ماليا كبيرا. كان نظامها المصرفي وقطاع الشركات أكثر صحة من البلدان المتضررة الأخرى.

خطة الانقاذ الفلبينية:

بالإضافة إلى البلدان الثلاثة المذكورة أعلاه استفاد الفلبين من برنامج تمديد تسهيل الصندوق الممدد في جويلية 1997، وكان المبلغ الإجمالي المتاح للفلبين هو 1037 مليون دولار أي أقل بكثير من المبالغ المقدمة للبلدان الآسيوية الأخرى. وجاء هذا التمديد ردا على آثار الاضطراب في سوق رأس المال الإقليمي وتعويم الباهت في 2 جويلية.¹

إن الفلبين شرعت في برنامج ناجح يدعمه صندوق النقد الدولي للتكيف الاقتصاد الكلي والإصلاحات الهيكلية في أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات، الذي يبدو أنه قد مكنها من تجاوز الأزمة بتكلفة أقل نسبيا من حيث فقدان الانتاج والبطالة والتفكك الاجتماعي. وكانت إدارة الأزمة بعد منتصف عام 1997 سليمة، حيث عملت الفلبين على تكيف سياساتها بما في ذلك من خلال تعويم البيزو، وتشديد السياسة النقدية وتعزيز النظام المصرفي. انها خففت في نهاية المطاف السياسات المالية والنقدية بعد عودة الاستقرار في منتصف عام 1998.

خطة الانقاذ الماليزية:

في مواجهة هذه التطورات وعلى عكس العديد من البلدان المتضررة الأخرى، قررت الحكومة الماليزية عدم اللجوء إلى صندوق النقد الدولي. وقررت تشكيل المجلس الوطني الاقتصادي؛ وهي مجموعة تعمل بالطاقة العالية برئاسة رئيس الوزراء وهيئة استشارية لمجلس الوزراء للمساعدة في استقرار الاقتصاد. الإجراءات المتخذة من قبل المجلس الاستشاري الاقتصادي الوطني تعمل على تخفيف الضغط على رينجيت وفرض ضوابط رأس المال الانتقائية، وقد استطاع تثبيت رينجيت مقابل الدولار الأمريكي بنسبة 3.8 رينجيت للدولار الواحد في 1 سبتمبر عام 1998 بعد حوالي عام من الأزمة.

على صعيد آخر، حاول المجلس الاستشاري الاقتصادي الوطني تحقيق الاستقرار في النظام المصرفي وإعادة هيكلة مناخ الأعمال المتضرر، فقام بإنشاء مؤسستين؛ داناهارتا(الشركة الوطنية لإدارة الأصول) للتخفيف من القروض المتعثرة في النظام المصرفي، والأصول و Danamodal(صندوق رأس المال الوطني) للمساعدة في إعادة رسملة البنوك. كما أنشئت لجنة إعادة هيكلة الشركات (CDRC) أيضا. ويبدو أن الحكومة قد حققت بعض النجاح كما رأينا في انتعاش الاقتصاد الماليزي ابتداء من عام 1999.

¹- David Richardson, Asian Financial Crisis Economics, Commerce and Industrial Relations Group, 29 June 1998, p8.
<http://www.aph.gov.au/about-parliament/parliamentary-departments/parliamentary-library/publications-archive/cib/cib9798>

الناتج المحلي الإجمالي الذي شهد نموا سلبيا ب 7.4 في المئة في عام 1998 عرف نموا إيجابيا بنسبة 6.1 في المئة في 1999، واستمر في النمو بعد ذلك.¹

كما فرضت ماليزيا ضوابط رأس المال في سبتمبر 1998 على تدفقات رأس المال المحفوظة. لكن تم استبداله في فيفري 1999 وتسارع التعافي في ماليزيا، جنبا إلى جنب مع التقدم في إعادة الهيكلة المالية والشركات عموما والإدارة السليمة للاقتصاد الكلي في ماليزيا ساعد في تدعيم الثقة. بعد عودة الانتعاش ركزت السلطات في ماليزيا والفلبين على تنفيذ إصلاحات هيكلية لمعالجة نقاط الضعف وتوفير أساس للنمو المستدام على المدى المتوسط. لا يزال هناك الكثير الذي يتعين القيام به لتعزيز قدرة البلدين على الصمود أمام التطورات الخارجية السلبية والحفاظ على الانتعاش الاقتصادي والمالي الحالي، ويبقى تحديا للسلطات المعنية أجندة الإصلاح الهيكلية واسع.

المطلب الرابع: عودة الانتعاش والنمو

كان الانتعاش الاقتصادي لمعظم بلدان الأزمة أسرع مما كان متوقعا من قبل العديد من المراقبين. تم تجنب السيناريوهات المتشائمة وضعت خلال ذروة المشاكل وكانت إدارة الاقتصاد الكلي السليمة حاسمة للمساعدة في تعزيز المواقف الخارجية واستقرار الأسواق المالية وتسهيل العودة المبكرة إلى النمو في حين أن برنامج الإصلاح الهيكلي في جميع البلدان التي لم تنته بعد الأزمة الآسيوية لا تزال كبيرة، وقد ساهمت جهود الحكومات لمعالجة هذه القضايا الصعبة إلى انتعاش قوي.²

• نمو الناتج الحقيقي القوي يحدث الآن في معظم بلدان الأزمة، الناتجة عن الاستهلاك الخاص والتصدير وبعض الاستثمارات الخاصة الجديدة. في كوريا، بدأ التحسن الاقتصادي في الربع الأخير من عام 1998، بعد أقل من سنة واحدة على أهلك أيام الأزمة، وصل معدل النمو إلى مستوى قياسي 10,73% في كوريا سنة 1999 بعدما كان سالبا سنة 1998 ب- 5,71%، كذلك الشأن في تايلند بعد انهيار النمو الذي قدر ب -10.50% سنة 1998 عاد الاقتصاد إلى الطريق الصحيح وسجل نمو 4.44%، ماليزيا كذلك نما اقتصادها بشكل لافت وقدر معدله ب6.14% مقارنة مع السنة السابقة التي سجل نمو ب -7.40%، لم يكن تأثير النمو في الفلبين شديدا كباقي دول الجوار وقدر ب-0.58 سنة 1998 وارتفع إلى 3.08% سنة 1999. عكس إندونيسيا التي كانت أكثر بلد متضرر وعرفت نموا سلبيا ب -13.13% سنة 1998، لكنها تأخرت على العودة إلى الطريق الصحيح ولم يتجاوز معدل نموها سنة 1999 نسبة 0.79% لتعرف الاستقرار بداية من سنة 2000 أين قدر معدل النمو فيها ب4.92%؛ حيث الاضطرابات السياسية وضعف تنفيذ السياسات أعاققت الانتعاش.

¹ - Lee Poh Ping , Tham Siew Yean, Malaysia Ten Years After The Asian Financial Crisis ,p5.

² - Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF ,IMF Staff ,op cit ,p8.

• أبقى على السياسات النقدية التيسيرية في المنطقة من أجل دعم النمو الاقتصادي. في كثير من الحالات، وأسعار الفائدة في أسواق المال الحقيقية والاسمية هي أقل من مستويات ما قبل الأزمة. بدأت أسعار الفائدة في الانخفاض في كوريا وتايلاند في أوائل عام 1998 وفي اندونيسيا في منتصف عام 1999، كما تراجعت الضغوط على العملات. ومع ذلك، نمو ائتمان القطاع الخاص في المنطقة لا يزال متواضعا نسبيا، ويرجع ذلك جزئيا للمؤسسات المالية التي عززت قدرات تقييم المخاطر واعتمدت نهج أكثر حذرا تجاه القروض الجديدة.

• ضبط أوضاع المالية العامة يحدث تدريجيا بما يتماشى و معدلات النمو، يجري القضاء على العجز في الميزانية على الرغم من تكاليف إصلاحات القطاع المالي، وسياسات الحد من التمويل المحلي وتجنب الإفراط في الدين العام. في حين تبذل جهود لتوسيع الإنفاق الاجتماعي، كما حدثت تخفيضات في مشاريع البنية التحتية الغير فعالة وغيرها من الإنفاق غير المنتج، بما في ذلك الاعتمادات العسكرية. ويجري اتخاذ خطوات لإصلاح النظم الضريبية، وخاصة من خلال إزالة الإعفاءات الضريبية إلى توسيع قاعدة الإيرادات وتجديد الإدارة الضريبية لزيادة كفاءة التحصيل والحد من الفساد.

أعيد بناء الاحتياطات الدولية الرسمية، مما يجعل البلدان أقل عرضة للصدمات الخارجية. احتياطات كوريا، التي كانت قد سقطت بشكل خطير في ديسمبر عام 1997، ارتفع إلى 85 مليار دولار بحلول نهاية أبريل عام 2000، وعادت البلاد إلى أسواق رأس المال الدولية. في تايلاند، الاحتياطات الدولية وصلت سنة 2000 أكثر من ضعف رصيد الدين الخارجي على المدى القصير، في تناقض حاد مع الوضع في عام 1997.¹

• شهدت معظم أسواق الأسهم الإقليمية مكاسب منذ الأزمة، على الرغم من أنها حتى نهاية سنة 2000 بقيت أقل بكثير من مستويات ما قبل الأزمة من حيث القيمة الدولارية.

¹ - ibid ,p9.

المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها على دول جنوب شرق آسيا وسبل تصديهم لها

إن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والتي كانت بدايتها من الولايات المتحدة قبل عام من ذلك والتي أطلق عليها اسم أزمة الرهن العقاري، هذه الأخيرة مست قطاع الرهن العقاري واستطاعت أن تنتشر لتشمل جل قطاعات الاقتصاد الأمريكي وبدأت الانهيارات تنتشر لتشمل دول أخرى في كل قارات العالم وذلك نتيجة الترابط المالي والتجاري والتكنولوجي في ظل الاندماج في اطار نظام اقتصادي دولي معولم لا يعترف بالحدود الجغرافية والسياسية، هذا ما خلق جدلا عاما حول هذا النظام الذي خلق أزمة كانت نتائجها وخيمة هددت استقرار العالم ككل وذكرت الجميع بالانهيار الكبير لسنة 1929.

اختار الباحث التطرق إلى بداية الأزمة في الولايات المتحدة، انتقالها وتأثيرها على اقتصادات جنوب شرق آسيا، بالإضافة إلى أهم مقومات تصدي هذه الدول في وجه الإعصار المالي الذي لم تسلم منه أي دولة.

المطلب الأول: بداية الأزمة

رغم أن الأزمة المالية العالمية لم تظهر بشكل واضح حتى سنة 2008، إلا أنها بدأت تتكون داخل الاقتصاد الأمريكي منذ عام 2000، حيث انخفضت أسعار الفائدة بشكل كبير لتصل إلى أقل من 1 %، كما تزامن ذلك مع انفجار فقاعة شركات الانترنت، ثم أخذت قيمة العقارات تأخذ منحى تصاعدي وارتفعت معها أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بشكل مستمر سواء في الولايات المتحدة أو في غيرها من دول العالم مقابل انخفاض الأسهم في القطاعات الاقتصادية الأخرى بما فيها قطاعات التكنولوجيا والاتصالات الحديثة، الأمر الذي أدى إلى إقبال الأمريكيين أفرادا وشركات على شراء المساكن والعقارات بهدف الاستثمار طويل الأجل، وزادت وفقا لذلك عمليات الإقراض من قبل البنوك وازداد التوسع والتساهل في منح القروض العقارية للأفراد من ذوى الدخل المنخفضة وغير القادرين على السداد، والمسماة بالقروض " الرديئة " وذلك دون التحقق من قدرتهم على السداد.¹

مع بداية عام 2006 حدثت حالة من التشبع التمويلي العقاري ارتفعت أسعار الفائدة لتصل إلى 25.5%، أصبح الأفراد المستفيدين من القروض متدنية الجودة غير قادرين على سداد الأقساط المستحقة عليهم وازداد الأمر سوءا بانتهاء فترة الفائدة المثبتة المنخفضة للقروض، وازدادت معدلات حجز البنوك لعقارات من لم يستطيعوا السداد لتصل إلى حوالي 93%، وفقد أكثر من مليوني أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات وأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية طيلة حياتهم وما زاد للطين بلة؛ هو قيام البنوك وشركات التمويل العقاري بالاتفاق مع مشتري العقارات على التأمين على سداد القروض في شركات التأمين مقابل أقساط وعندما عجز المشترون عن دفع الأقساط كانت شركة التأمين مطالبة بالسداد، وعند تفاقم المشكلة عجزت هذه الشركات عن توفير السيولة اللازمة لدفع التعويضات فدخلت دائرة التعثر والإفلاس.

¹ - الجوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية وجورها، ص7.

اتجاه البنوك المقدمة لهذه القروض لخصم الديون العقارية (تم ذلك من خلال تجميع القروض العقارية المتشابهة في سلة واحدة وإعادة بيعها للمؤسسات والشركات المالية والعقارية الأخرى، لتقوم الأخيرة بتجميع أقساط القروض من المدينين) وذلك في محاولة للحد من المخاطر المترتبة عليها. قام المقترضون أصحاب المنازل بإعادة رهن العقارات بعد تقويمها بمبالغ أكثر من قيمتها الأصلية والحصول على قروض من مؤسسات أخرى التي بدورها باعت هذه القروض إلى شركات الخصم (التوريق) التي أصدرت بموجبها سندات وطرحتها في أسواق المال والبورصات للتداول، كما تم إصدار أدوات مالية (مشتقات) للمضاربة على فروق أسعار هذه السندات وتم طرحها في الأسواق هي الأخرى ويتم تداولها منفصلة عن السندات.

وهذا ما أدى إلى امتداد آثار الأزمة لعدد كبير من البنوك والشركات في الولايات المتحدة فانتسعت رقعة البنوك التي تعاني من عجز في السيولة النقدية، الأمر الذي أدى في مرحلة تالية إلى ظهور حالات الإفلاس التي شهدها الاقتصاد الأمريكي والعالمي حيث بلغ عد المؤسسات الأمريكية التي أفلست أو قريبة من الإفلاس بحوالي 120 مؤسسة مالية منها إفلاس مؤسستي "ليمان برذرز"، "AIG American International Group"، ووصلت "ميرل لينش" أكبر مؤسسة تأمين أمريكية حافة الإفلاس لولا تدخل الخزانة الأمريكية والاحتياطي الأمريكي الفيدرالي لإنقاذها. وبدأت الأزمة تكبر وتنتشر لتشمل معظم الشركات المالية والعقارية العالمية، وهنا بدأ الحديث عن أزمة مالية عالمية مصدرها الاقتصاد الأمريكي، ولكنها تجاوزت حدود الولايات المتحدة الأمريكية لتطول آثارها الاقتصاد في معظم دول العالم.

المطلب الثاني: تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على بلدان جنوب شرق آسيا وسبل تصديهم لها

تم انتقال أثر الأزمة المالية العالمية من الولايات المتحدة إلى باقي دول العالم عن طريق عدة قنوات، واختلف الضرر الناتج عنها باختلاف البلدان وبنينها الاقتصادية، ولعل أهم التأثيرات على دول جنوب شرق آسيا كانت عن طرق القناة التجارية التي أدت إلى انخفاض معدلات النمو لأنها تعتمد بدرجة كبيرة على التصنيع الموجه للتصدير.

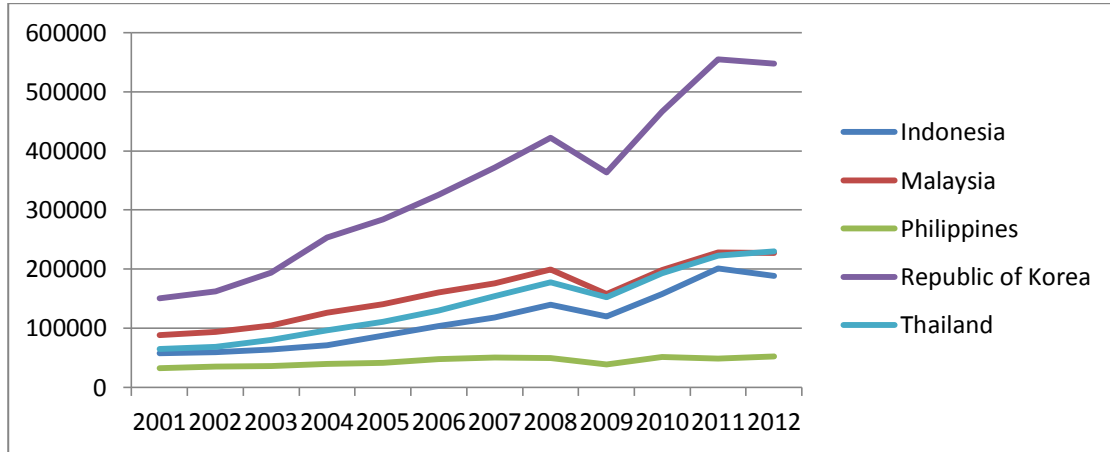
1. تراجع الصادرات

في منتصف 2008 انتقال العدوى عن طريق القنوات التجارية مما ساهم في تذبذب الانتاج والضعف الاقتصادي، خاصة في تلك البلدان ذات الصلات القوية بالأسواق العالمية. ومع ذلك فإن تأثير الأزمة اختلف بين الاقتصادات باختلاف درجة الاعتماد على الطلب الخارجي. دول جنوب شرق آسيا والتي

تعتمد بشكل كبير على التصدير، شهدت تباطؤًا ملحوظًا في الطلب على صادراتها الذي كان له آثار جانبية هامة على بقية قطاعات الاقتصاد. معظم البلدان في المنطقة تظهر الآن انخفاضًا مزدوج الرقم في الصادرات نتيجة الانخفاض الحاد في الطلب في الاقتصادات المتقدمة خاصة الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي واليابان أو ما يسمى "أسواق G3"¹، حيث عرفت كل من كوريا واندونيسيا و تايلاند وماليزيا والفلبين انخفاضات كبيرة، كانت في كثير من الحالات أكبر من تلك الانخفاضات التي ظهرت أثناء انفجار فقاعة تكنولوجيا المعلومات في الفترة (2000-2001). على سبيل المثال انخفضت حصة الصادرات التايلاندية إلى أسواق G3 من متوسط قدره 48.4% من إجمالي الصادرات خلال الفترة (1995-2007) إلى 35.9% في عام 2008 و 33.2% في عام 2009.

الشكل رقم (07): الصادرات السلعية لدول جنوب شرق آسيا في الفترة (2001-2012)

مليون دولار



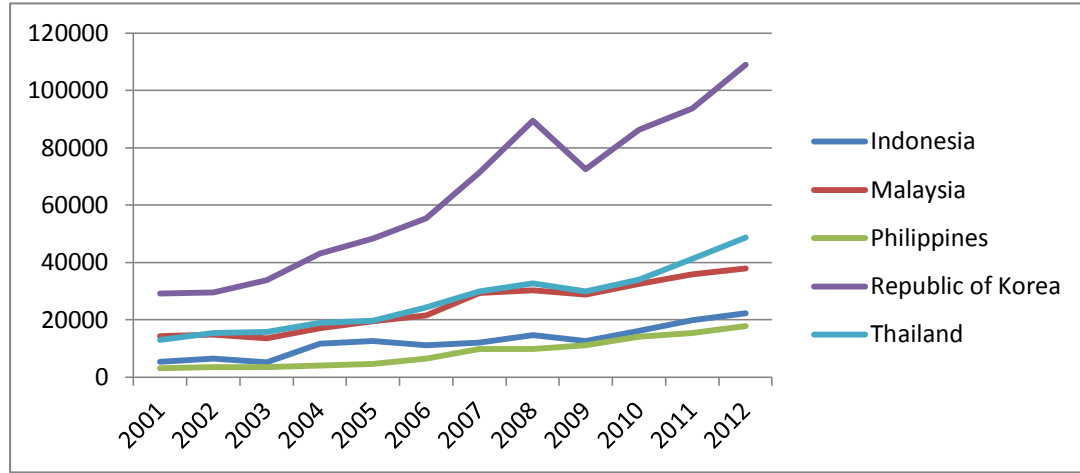
Source: UNESCAP website (unescap.org) on 28-Sep-2014 at 12:21:23 GMT

من خلال الشكل نلاحظ انخفاض صادرات كل بلدان الدراسة حيث سجلت الفلبين معدل نمو صادرات سلبي منذ 2008 قدر بـ 2,8% في المئة ليزداد هذا الانخفاض ليصل -21,7% سنة 2009، وقدر الانخفاض سنة 2009 بـ 21,1% في ماليزيا، و-14,3% في إندونيسيا، و-13,9% و-14,3% في كل من كوريا وتايلاند على التوالي.

¹-Pongpattananon, N. Tansuwanarat, K. IMPACT OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS ON THAILAND'S REAL ECONOMY: LINKAGES BETWEEN FINANCIAL AND TRADE SECTOR This paper is prepared for the SEACEN workshop in 2010 on Propagation of Real Shocks in the SEACEN Economies ,p348.

الشكل رقم(08): الصادرات الخدمائية لدول جنوب شرق آسيا في الفترة (2001-2012)

مليون دولار



Source: UNESCAP website (unescap.org) on 28-Sep-2014 at 12:21:23 GMT

من خلال الشكل نلاحظ انخفاض صادرات الخدمات كل بلدان الدراسة عدا الفلبين حيث سجلت معدل نمو ايجابي قدر ب 13,3 سنة 2009، وقدّر الانخفاض سنة 2009 ب -5,1 في ماليزيا و-14,3 في إندونيسيا و-19 و-8,6 في كل من كوريا وتايلند على التوالي.

2. تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي

نتيجة لتراجع الطلب العالمي وانخفاض معدلات التبادل التجاري بالنسبة لدول جنوب شرق آسيا التي تعتمد على التصدير كمحرك أساسي للاقتصاد فقد كان له الأثر البالغ على تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الخام حيث شكلت الصادرات التايلاندية من السلع والخدمات لنحو 60% من الناتج المحلي الإجمالي التايلاندية.¹

ناهيك عن تباطؤ الطلب المحلي أيضا في عدد من البلدان، بما في ذلك كوريا مع تدهور سريع لاستثمار رأس المال الخاص في كوريا وتايلاند، من ناحية أخرى يظهر الطلب المحلي في اندونيسيا قادرا نسبيا على الصمود بقوة.

نتيجة لذلك، انخفض نمو الناتج المحلي الإجمالي بشكل حاد في جميع أنحاء المنطقة (الجدول التالي). كل الكبرى للاقتصادات في المنطقة - باستثناء إندونيسيا والفلبين.

¹-ibid, p350.

الجدول رقم (06): معدل نمو الناتج المحلي الخام الحقيقي (القيمة) لدول جنوب شرق آسيا على أساس فصلي

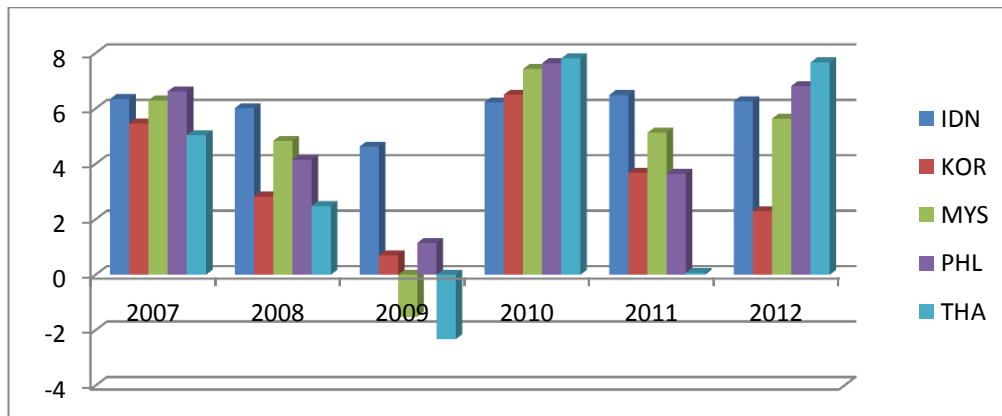
| 09/Q1 | Q4 | Q3 | Q2 | 08/Q1 | |
|-------|------|-----|-----|-------|-------------|
| 4.4 | 5.2 | 6.4 | 6.4 | 6.2 | Indonesia |
| -4.3 | -3.4 | 3.8 | 4.8 | 5.8 | Korea |
| -6.2 | 0.1 | 4.7 | 6.7 | 7.4 | Malaysia |
| -7.1 | -4.2 | 3.9 | 5.3 | 6.0 | Thailand |
| 0.4 | 2.9 | 4.6 | 4.2 | 3.9 | Philippines |

Source: CEIC

وكانت إندونيسيا الاقتصاد الكبير الوحيد في منطقة شرق آسيا التي لم تشهد تباطؤ النمو في الأول نصف 2008 يعزى هذا الإنجاز الملحوظ لأداء النمو المرتفع في القطاع الثالث؛ ولا سيما الاتصالات، والتمويل، والبناء، والتجارة، والفنادق والمطاعم و الكهرباء والغاز والمياه¹.

فبداية من الربع الثاني من عام 2008 تراجع معدل النمو في كل من كوريا وماليزيا وتايلند ليواصل الانهيار بداية من الربع الرابع لسنة 2008 ويسجل قيم سلبية في كل من كوريا وتايلند قدرت ب -3.4% و - 4.2% على التوالي، كما عرفت ماليزيا في نفس الفترة معدل قريب من الصفر قدر ب 0.1%، كما شهد الربع الرابع من سنة 2008 بداية تراجع نسبي لمعدل النمو في كل من اندونيسيا والفلبين و قدرت ب 5.2% في الأولى و 2.9% في الثانية ، فاندونيسيا استطاعت الصمود نتيجة لارتفاع الطلب الداخلي الذي بقي مستقرا، أما الفلبين فلم تعرف صادراتها سواء بالنسبة للسلع أو الخدمات انخفاضات كبيرة لصغر حجم صادراتها.

الشكل رقم (09): معدل نمو الناتج المحلي الخام الحقيقي (القيمة) لدول جنوب شرق آسيا على أساس سنوي في الفترة (2007-2012)



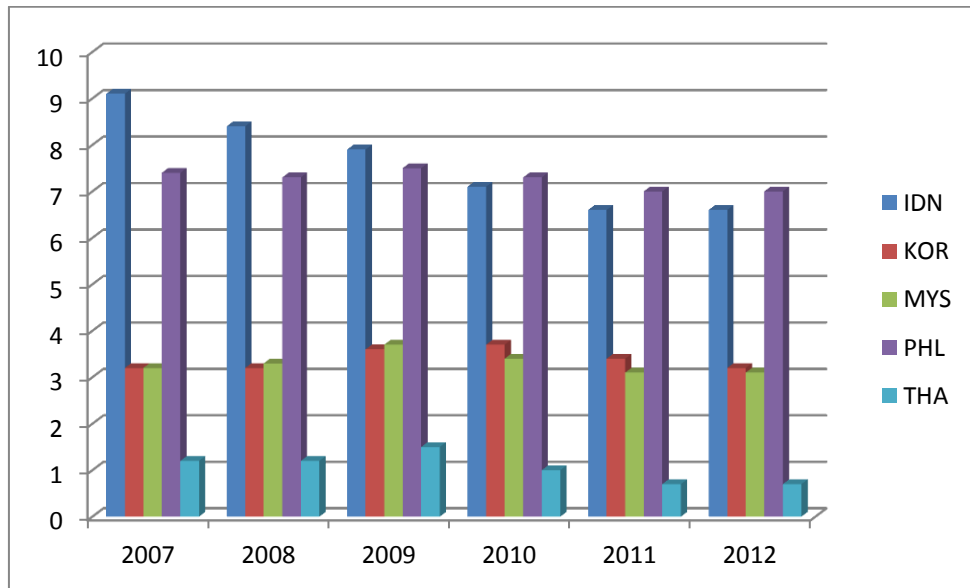
Source : <http://donnees.banquemondiale.org/pays> visiter le 15 septembre 2014 à 21:23

¹ - Komara Djaja Impact of the Global Financial and Economic Crisis on Indonesia A Rapid Assessment ILO Regional Office for Asia and the Pacific, Bangkok ,p3.

3. ارتفاع معدلات البطالة :

التباطؤ الاقتصادي يؤدي حتما إلى نتائج اجتماعية غير مرغوب فيها كالبطالة. فمع النمو المستمر للقوى العاملة وتراجع قطاعات التصدير تضاعلت فرص العمل مما أدى إلى ارتفاع معدل البطالة في الفلبين إلى 7.5 في المئة في 2009 أي ما يعادل 2.7 مليون شخص عاطل عن العمل، بعد أن قدرت في 7.3 في المئة في عام 2008 و 7.4 سنة 2007. بالنسبة لماليزيا فقد عرف معدل البطالة تزايد مستمر فبعد أن قدر سنة 2007 ب 3.2 في المئة و حوالي 3.3 في المئة سنة 2008، ارتفع ليصل حدود 3.7 في المئة سنة 2009، أما بالنسبة لكوريا فبعد أن عرف ثبات سنتي 2007 و 2008 عند حد 3.2 في المئة، فقد ارتفع المعدل إلى حوالي 3.6 في المئة سنة 2009، أما تايلند والتي كانت ذات معدلات بطالة دنيا عند حدود 1.2 في المئة سنتي 2007 و 2008، ارتفع المعدل سنة 2009 بنسبة 0.3 في المئة. أما إندونيسيا فقد كانت تعرف معدلات بطالة عالية جدا حتى قبل انتقال الأزمة وصلت حد 9.1 في المئة سنة 2007 لكن رغم الأزمة فقد كانت تنمو بمعدل سالب وقدرت ب 8.4 و 7.9 سنتي 2008 و 2009 على التوالي.

الشكل رقم (10): معدل البطالة السنوي لدول جنوب شرق آسيا في الفترة (2007- 2012)

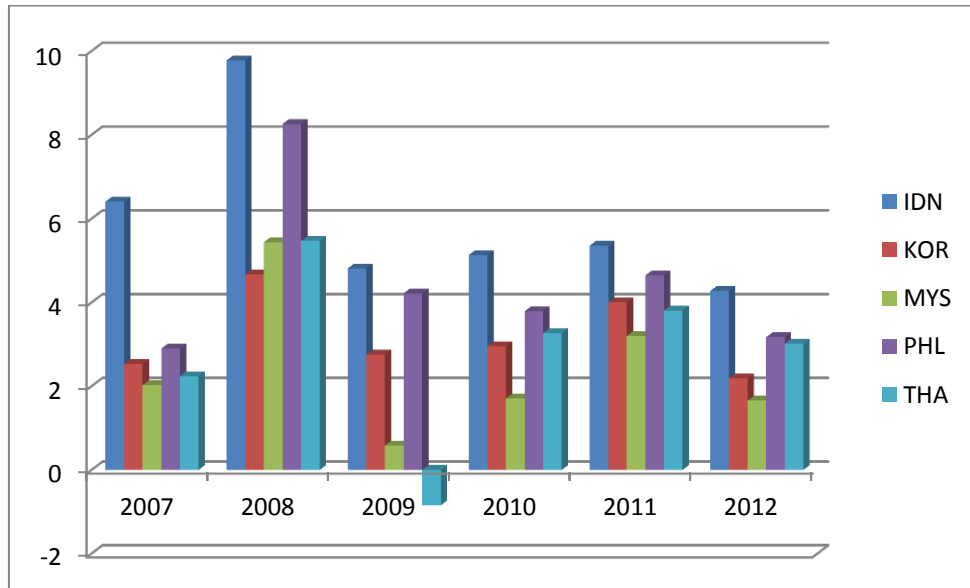


Source : <http://donnees.banquemondiale.org/pays> visiter le 15 septembre 2014 à 21:23

4. ارتفاع معدلات التضخم:

ساهمت الأزمة المالية في ارتفاع أسعار السلع في الأسواق العالمية وبالتالي ارتفاع معدلات التضخم في البلدان حيث وصل التضخم الى مستوى قياسي في إندونيسيا حيث قدر ب 9.88 سنة 2008 وارتفع في الفلبين بأكثر من 5 درجات مئوية بعد أن قدر سنة 2007 ب 2.9% ارتفع الى 8.26% سنة 2008. ووصل حد 5.47% في تايلند و5.44% في ماليزيا وبقي معتدلا نوعا ما في كوريا عند حدود 4.67% بعد أن قدر ب 2.53% سنة 2007. لكن وبتبني هذه الدول لسياسات نقدية صارمة مع انخفاض اسعار السلع خاصة الاولية في الاسواق العالمية انخفضت معدلات التضخم بشكل واضح سنة 2009 حيث قدرت ب4.81% و2.76% في كل من اندونيسيا وكوريا على التوالي واقترب من حدود الصفر في كل من تايلند وماليزيا حيث قدر ب0.85% و0.58% على التوالي، أما الفلبين فقد عرفت انكماش وتراجع مستوى العام للأسعار مقارنة مع سنة 2008 وقدر معدل التضخم ب-4.21%.

الشكل رقم (11): معدل التضخم السنوي في دول جنوب شرق آسيا في الفترة (2007 - 2012)



Source : <http://donnees.banquemondiale.org/pays> visiter le 15 septembre 2014 à 21:23

المطلب الثالث: نقاط القوة المساهمة في تقليل أثر الأزمة

استطاعت دول جنوب شرق آسيا التصدي وتجنب الاثر الكبير للأزمة المالية العالمي وساعدها في ذلك عدة نقاط قوة كانت نتاج الاصلاحات الهيكلية للبنية الاقتصادية في أعقاب أزمة 1997 وتوضح هذه النقاط فيما يلي:

1. سلامة النظم المصرفية:

من بين نقاط القوة التي ساعدت الدول الخمسة على الصمود في وجه الأزمة المالية العالمية على الرغم من شدتها هي سلامة أنظمتها المصرفية، مع توفر السيولة المالية للعمليات المحلية. حيث يتوضح ذلك من خلال مختلف المؤشرات العامة لسلامة الأنظمة المصرفية في المنطقة، سواء من حيث الربحية، قواعد رأس المال ونسب القروض المتعثرة (NPL) ، مع كفاءة تشغيلية سليمة. فمعظم البلدان محل الدراسة لم تتجاوز فيها نسب مخاطر رأس المال حد 10٪، هذه المستويات لا تمثل تهديدا كبيرا للتوازن في النظم المصرفية.¹

هذا ليس من قبيل الصدفة، ويعكس إلى حد كبير التحسينات في إدارة المخاطر منذ الأزمة الآسيوية في 1997-1998. فمن الواضح أن الدروس المستفادة من تلك الأزمة خدمت آسيا جيدا في تجاوز أسوأ الظروف.

الجدول (07): القروض المصرفية المتعثرة إلى إجمالي القروض للفترة 2003-2008 (نسبة مئوية)

| آخر الشهر | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | |
|------------|------|------|------|------|------|-----------|
| 3.5 نوفمبر | 4.1 | 6.1 | 7.6 | 4.5 | 6.8 | اندونيسيا |
| 1.1 ديسمبر | 0.7 | 0.8 | 1.2 | 1.9 | 2.6 | كوريا |
| 5.1 سبتمبر | 6.5 | 8.5 | 9.6 | 11.7 | 13.9 | ماليزيا |
| 5.2 يونيو | 5.8 | 7.5 | 10.3 | 14.4 | 16.1 | الفلبين |
| 6.5 ديسمبر | 7.9 | 8.4 | 9.1 | 11.9 | 13.5 | تايلاند |

Source: Masahiro Kawai "The Impact of the Global Financial Crisis on Asia and Asia's Responses" Crisis Developments and Long-Term Global Responses: Insights from Asia and Europe AEEF Conference, Kiel 7 July 2009 ,p9.

2. ارتفاع مستويات احتياطات النقد الأجنبي:

وصلت مستويات احتياطات النقد الأجنبي الى مستويات قصوى، فقد وصل إجمالي الاحتياطات الدولية للدول الخمسة سنة 2008 حوالي 483.744 مليار دولار، حيث قدرت حسب الدول كما يلي كوريا الجنوبية

¹ - Masahiro Kawai ,op cit ,p8.

201.144 مليار دولار، ماليزيا 91.148 مليار دولار، تايلند 108.660 مليار دولار، اندونيسيا 49.596 مليار دولار، الفلبين 33.192 مليار دولار.

كانت كافية إلى حد كبير لمنع أزمات العملة في المنطقة. في نفس الوقت، تم الحفاظ على الالتزامات الخارجية قصيرة الأجل في المنطقة المنخفضة مع ارتفاع احتياطي النقد الأجنبي. ونتيجة لذلك، فإن نسبة الديون الخارجية قصيرة الأجل لاحتياطيات النقد الأجنبي أقل بكثير مما كان عليه الحال قبل الآسيوية الأزمة المالية. في الواقع، كانت العديد من الدول الآسيوية مؤخرا موضع انتقاد بسبب وجود الاحتياطيات الأجنبية الكبيرة بشكل مفرط.

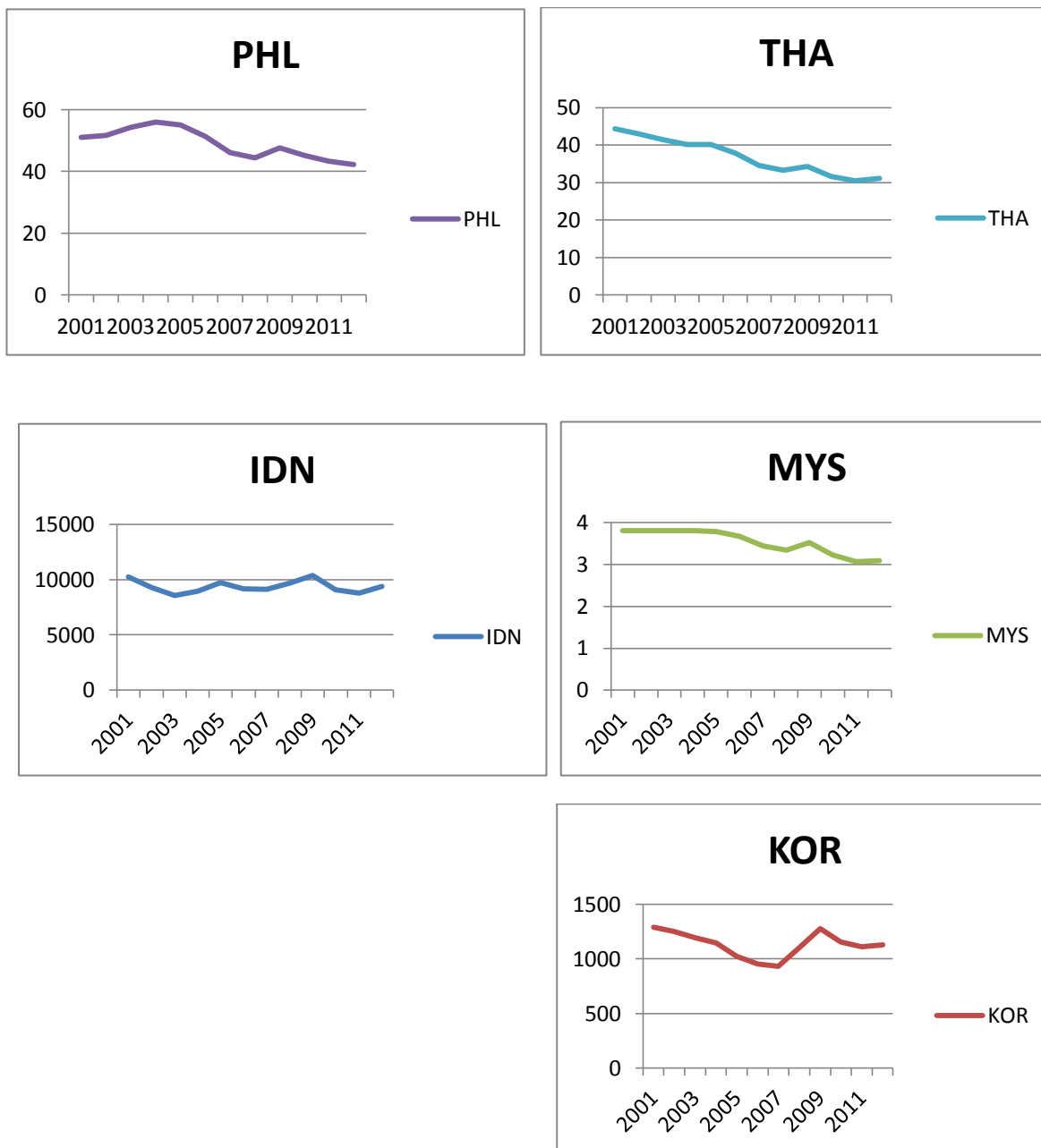
بتبني نظام سعر صرف أكثر مرونة مما كان عليه في وقت الأزمة المالية الآسيوية يزيد من امتصاص الصدمات، ويقلل أيضا الطلب على احتياطيات النقد الأجنبي.

3. استقرار أسعار الصرف خلال الأزمة المالية 2008:

على عكس ما حدث وخلال ذروة الأزمة المالية الآسيوية¹، وعملات جميع اقتصادات الناشئة في جنوب شرق آسيا عانت انخفاضات كبيرة للغاية مقابل الدولار الأمريكي. هذه المرة، تراجع عملات آسيا الناشئة كان أكثر اعتدالا لا سيما فيما يتعلق بالدولار الأمريكي. كما هو مبين في الأشكال التالية مما يدل على التحركات في أسعار الصرف الاسمية فعالة لمجموعات خمس الأسواق الناشئة والعملات في كانت آسيا الناشئة أقل تقلبا خلال هذه الأزمة من عملات الاقتصادات الناشئة في أما أمريكا اللاتينية أو وسط وشرق أوروبا. ويبين الشكل رقم (12) تغيرات أسعار الصرف للعملات المحلية مقابل الدولار الأمريكي، حيث شهدت العملة الكورية أكبر انخفاض (26%) في سعر الصرف الحقيقي الفعال ما بين جويلية 2007 وجوان 2009؛ وكانت عملة الفلبين أيضا تخضع لتخفيضات غير تافهة في الصرف الفعلي الحقيقي، لكن لم يمنعها من التصدي بثبات لآثار الأزمة المالية العالمية.

¹ - Morris Goldstein and Daniel Xie "The Impact of the Financial Crisis on Emerging Asia" Peterson Institute for International Economics Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference October 18-20, 2009

الشكل رقم (12): أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات المحلية في الفترة (2000-2012)



Source : <http://donnees.banquemondiale.org/pays> visiter le 15 septembre 2014 à 21:23

خلاصة:

في إطار التطبيق لمبادئ العولمة المالية التي اقتضت التحرير المالي سواء على كلا المستويين الداخلي والخارجي، والذي كانت لدول المتقدمة السبابة إلى هذا الإجراء ثم تبعتها الاقتصاديات الناشئة، اتبعت كل دولة إجراءات تتماشى وظروفها الداخلية، وقد نتج عن عملية التحرير المالي تقارب في أداء الشركات في مختلف هذه الدول مع ازدياد حدة المنافسة فيما بينها، الأمر الذي ولد فكرة "الاندماج" فيما بين الأسواق محاولة منها في تقوية قدرتها التنافسية والاستحواذ على مكانة أكبر في الأسواق المالية الدولية.

لقد استفادت الاقتصاديات الآسيوية من اندماجها بالأسواق الناضجة، حيث ساهم ذلك في زيادة التدفقات المالية نحوها وتطوير بنيتها الاقتصادية وتحقيق معدلات نمو عالية جدا، لكن لم يكن هذا دائما فسرعان ما تحولت هذه النعمة إلى أعنف أزمة مالية عرفها القرن العشرين وهذا في صيف عام 1997 وعليه كانت اقتصاديات جنوب شرق آسيا ضحية أزمة مالية عنيفة، هذه الاقتصاديات التي كانت في العقود الثلاثة الأخيرة من القرن العشرين مضرب المثل في النمو نظرا لإنجازاتها الباهرة، ويعود نجاحها ذلك إلى ظروفها الداخلية المواتية كوفرة الموارد الطبيعية خاصة عنصر العمل الرخيص والسياسات الاقتصادية الكلية المتبعة بالإضافة إلى الظروف العالمية ضعف معدلات الفائدة العالمية، ثبات سعر الصرف. فقد استعرضنا بداية الأزمة في تايلند وانتشارها الى باقي الدول المجاورة ثم قمنا بالتعرف على أهم أسباب المشكلة المؤدية للأزمة، ومن ثم خطط الإنقاذ المتبعة، وأهم الإصلاحات الهيكلية والتي سمحت لها بتجاوز الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بأقل الأضرار.

خاتمة

خاتمة

بناء على أهداف الموضوع ومحاولة الإجابة على الإشكالية التي كانت على النحو التالي:

ما مدى تأثير آليات العولمة المالية على الاقتصاديات الناشئة في ظل الأزمات المالية؟
ومن خلال دراستنا وما استعرضناه في هذا البحث الذي جاء في ثلاثة فصول، الذي خصصنا الفصل الأول منه للعولمة المالية، حيث قمنا بمعالجة ظاهرة العولمة المالية من حيث مفهومها، أسسها وعوامل ظهورها وتناميها، مراحلها الأساسية، ثم إفرازاتها من حيث سلبياتها وإيجابياتها.

في حين جاء الفصل الثاني لتسليط الضوء على موضوع الأزمات المالية التي أصبحت المرادف لتطبيق آليات العولمة المالية، وقد قمنا بالتعرف على مفهوم الأزمة المالية، أهم تقسيماتها المختلفة باختلاف المعايير المتبناة لذلك، مع التطرق إلى أهم النظريات والنماذج التي حاولت إيجاد تحليل وتفسير للأزمة منذ القدم.

كما ارتأينا التطرق في المبحث الأخير من هذا الفصل لنموذجين للأزمة المالية في البلدان الناشئة وهي الأزمة المكسيكية سنة 1994 والتي تعرف بأثر التكيلا والأزمة الأرجنتينية سنة 2001.

أما الفصل الثالث فقد وضحنا فيه سياسات التحرير المتبناة في جنوب شرق آسيا والنتائج المنبثقة عنها، ثم قمنا بسرد لأهم أحداث الأزمة وكيفية انتقالها، من ثم توقفنا على أهم الخطط المتبناة للتصدي لها والتي سمحت بعودة الانتعاش.

أما المبحث الثالث فقد خصص لدراسة الأزمة المالية العالمية وكيفية تأثيره على جنوب شرق آسيا كما وضحنا أهم المقومات التي سمحت بالتصدي والتخفيف من حدة هذه الأزمة في جنوب شرق آسيا.

نتائج الدراسة:

يمكن حصر أهم نتائج هذه الدراسة فيما يلي:

* العولمة المالية أدت إلى الانفتاح المالي وتزايد تدفق رؤوس الأموال عبر الدول بحثا عن فرص استثمار أكثر ربحية.

* تعد التدفقات الرأسمالية الأجنبية المباشرة عاملا اقتصاديا يحتل دور رئيسي في التنمية ونقل التكنولوجيا

* إتباع الدول جنوب شرق آسيا الناشئة لنظام سعر الصرف الثابت أدى إلى مشاكل في النظام المالي بسبب المضاربة على العملة، ففي حالة توقع تخفيض العملة فإن المستثمرين يسحبون أموالهم لتحويلها إلى عملات أجنبية.

* هناك عدة دول لم تكن مستعدة للتحرير المالي مع سوء الإدارة ذلك ما أدى إلى نتائج معاكسة

منها: الإفراط في خوض المجازفات من قبل البنوك، تراكم الديون، ظهور آثار العدوى.

* هشاشة الأنظمة المالية لدول جنوب شرق آسيا قبل أزمة أدت إلى تراكم مخزون الدين الخارجي، الذي استثمر في مشاريع منخفضة العائد، ضف إلى ذلك انتشار الفساد واستغلال النفوذ وعدم التزام البنوك

والمؤسسات المالية بالقواعد التنظيمية الحذرة بل وقيامها ببعض الممارسات غير السليمة بالإضافة إلى ضعف الرقابة والإشراف للسلطات، ساهم بشكل كبير في ظهور مشكلة القروض المتعثرة والتي كانت أهم أسباب توسع واشتداد الأزمة.

* عجز الحساب الجاري المستدام لا يمكن علاجه عن طريق الاستدانة الخارجية لأن ذلك يؤدي إلى تراكم الدين الخارجي العام، وبالتالي الدخول في أزمة سداد.

* أدت سياسات الإصلاح وكذا المساعدات الثنائية والمتعددة الأطراف المقدمة تحت رعاية صندوق النقد الدولي في تسريع عودة النمو والقضاء على آثار الأزمة المالية لسنة 1997 في فترة وجيزة.

* استطاعة تكيف وتصدي دول جنوب شرق آسيا للأزمة المالية العالمية كان نتيجة سياسات التحفيز التي جاءت كرد فعل مباشر للأزمة، وأكثر من ذلك التصحيحات الهيكلية التي باشرتها عقب أزمته سنة 1997.

* من خلال ما توصلنا إليه من مقارنة الأزمته محل الدراسة نستنتج أنه من الضروري أن يكون التحرير المالي بطريقة تدريجية مصحوبا بسياسات ملائمة للحد من تقلب دخول وخروج الأموال الساخنة التي تستخدم للمضاربة، والسعي لاستقطاب رأس المال المباشر الذي هو عماد تحقيق التنمية للدول التي تعاني عجزا في المدخرات المحلية. كما أن تحقيق الاستقرار المالي ومنه الاقتصادي يعد ضرورة ومسؤولية جماعية بالنسبة لجميع الفاعلين في المجال الاقتصادي من بنوك ومؤسسات مالية وجميع الوسطاء الماليين الذين يتحملون على عاتقهم الإدارة السليمة للمخاطر، وعلى السلطات المالية والنقدية التي يتوجب عليها وضع إطار ونظام سوق يتسم بالانضباط، من خلال سن تشريعات وقوانين منظمة والحرس على تفعيل أساليب الحوكمة والافصاح والشفافية مع مراقبة تطبيقها.

اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: تعتبر الاستجابة لمتطلبات التحرير المالي وعولمة أسواق رأس المال سببا أساسيا في انفجار أزمة جنوب شرق آسيا.

نؤكد صحة هذه الفرضية، هذا ما وضحناه خلال الفصل الثالث؛ حيث أن تحرير بلدان جنوب شرق آسيا ماليا ساهم في تدفق رأس المال المضارب والذي كان سببا مباشرا في انهيار الباهت عملة تايلند في جويلية 1997، ثم ساهم بشكل مباشر في انهيار عملات كل دول المنطقة رغم محاولة السلطات النقدية الدفاع عن عملاتها عن طريق الاحتياطات الأجنبية.

الفرضية الثانية: تنتشر عدوى الأزمات بسبب تشابه الهيكل الاقتصادي لهذه الدول.

نفى صحة الفرضية، تنتشر عدوى الأزمات عبر قنوات الانتقال في ظل ترابط أسواق رأس المال. وهذا ما رأيناه في الفصل الثاني؛ حيث أن أزمة ما في بلد يمكن أن تنتقل عدواها عن طريق عدة قنوات سواء تجارية أو

مالية أو عن طريق التغيير في سلوك المستثمرين في ظل تباين المعلومات، أو عن طريق الصدمات المشتركة كانهخفاض أسعار البترول.

الفرضية الثالثة: حجم التدفقات المالية الوافدة في شكل قروض له تأثير كبير على ازدياد شدة الأزمة.

نؤكد صحة الفرضية، ان التراكم في حجم الدين الناتجة عن القروض الخارجية سواء للقطاع الخاص الذي استثمره في مشاريع منخفضة العائد، أو عن طريق القطاع العام الذي اقترض لمعالجة خلل مستدام في ميزانه الجاري، أو للبنوك العمومية التي توجه استثماراتها سياسيا وليسا اقتصاديا في ظل ممارسات الفساد واستغلال النفوذ من قبل السياسيين والموالون لهم في نظام "رأسمالية المحسوبية".

الفرضية الرابعة: كان تأثر اقتصاديات جنوب شرق آسيا كبيرا جراء صدمة الأزمة المالية العالمية

الأخيرة سنة 2008 في ظل اندماجها في النظام المالي العالمي المعولم.

ننفي صحة الفرضية، حيث عرضنا في المبحث الأخير من الفصل الثالث كيفية تصدي دول جنوب شرق آسيا للأزمة المالية العالمية والتي كان تأثيرها خفيف الوطأة بعد انتقال الأزمة إليها عن طريق القناة التجارية، وهذا بفضل الاصلاحات الهيكلية والأطر التنظيمية التي طبقتها بعد أزمتها سنة 1997.

التوصيات:

بناء على النتائج المتوصل إليها من خلال دراستنا ارتأينا تقديم بعض التوصيات كما يلي:

- * ضرورة التحرير المالي التدريجي للسوق المحلي، وذلك من خلال فتح السوق محليا قبل تحريره خارجيا وذلك ليتسنى للمؤسسات والبنوك من كسب خبرات تمكنها من التعامل باحترافية عند التحرير التام للسوق.
- * ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، فقد أوضحت التجارب السابقة أن غياب الدولة كان عاملا أساسيا في ظهور الأزمات، فلا يمكن للدولة أن تقوم بدور المتفرج لا الفاعل.
- * على الدول النامية والناشئة تحديث المنظومة التشريعية المتحكمة في تسيير الحياة الاقتصادية بسن قوانين للحكومة وإرساء الشفافية، وضرورة السهر على تطبيقها وتفعيلها.
- * ضرورة تحلي الفاعلين في المجال الاقتصادي بالشفافية والمسؤولية والأخلاقية أثناء قيامه بأعمالهم لإعادة أخلقة الحياة الاقتصادية وتفادي الأزمات.

آفاق البحث:

- تبين لنا من خلال هذه الدراسة بأن هناك جوانب هامة جديرة بالدراسة والبحث لم نستطع الالمام بها: ونقترحها لتكون إشكاليات بحوث ودراسات نأمل أن تتال حقا من الدراسة والتحليل في المستقبل وهي:
- * دور صندوق النقد الدولي في الخروج من الأزمات - دراسة مقارنة بين أزمات البلدان الناشئة -

* تأثير أزمة الديون السيادية اليونانية على الاتحاد الأوروبي (منطقة اليورو).

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

الكتب:

1. عبد العزيز حسن أمين، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة مصر، 2007
2. باتلر إيمو ، المدرسة النمساوية في الاقتصاد: مقدمة موجزة، ترجمة محمد فتحي خضر، كلمات عربية للترجمة والنشر القاهرة، 2013.
3. شدا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي، الأردن، ط2008، 1.
4. الشرقاوي عبد الحميد مصطفى، العولمة المالية وإمكانيات التحكم: عدوى الأزمات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2003.
5. جويدان الجمل جمال، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002
6. حسب الله محمد أميرة ، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية ، دراسة مقارنة (تركيا، كوريا الجنوبية، مصر) ، الدار الجماعية مصر 2005
7. حنفي عبد الغفار، بورصات الأوراق المالية: أسهم سندات ، وثائق الاستثمار ، الخيارات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية 2002.
8. العبادي هاشم فوزي دباس، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الورق للطبع والنشر الاردن، 2008، ط1.
9. عبد السلام رضا، محددات الاستثمار الاجنبي المباشر في عصر العولمة ، المكتبة العصرية، مصر 2007.
10. سعداوي يوسف، تسيير مخاطر الاستثمار الأجنبي المباشر مع الاشارة لحالة بعض الدول العربية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية ، العدد الثالث، جوان 2008.
11. عبد العال حماد طارق ، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
12. عبد العال حماد طارق، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية ، الدار الجامعية ، مصر، 2009.
13. المهدي عادل، التمويل الدولي، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1993.
14. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
15. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الاقتصادية (منظمتها -شركاتها -تداعياتها)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

16. هيثم صاحب عجم، التمويل الدولي، دار الكندي، الأردن، 2002.
17. تقي الحسيني عريقات، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، 1999 .
18. حسين عوض الله زينب، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 1999 .
19. التميمي أرشد فؤاد ، عزمي سلام أسامة ، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن ، الطبعة 1، 2004 .
20. حسن خلف فليح، التمويل الدولي، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.
21. حسن خلف فليح، العولمة الاقتصادية، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، اربد عمان، ط1، 2010.
22. أحمد الخضيرى محسن، العولمة : مقدمة في فكر واقتصاد وإدارة عصر اللادولة، مجموعة النيل العربية، الإسكندرية.
23. صادق مدحت، النقود الدولية وعمليات الصرف الاجنبي، دار غريب القاهرة، مصر الطبعة (2) 1997 .
24. فؤاد مرسي، الرأسمالية تجدد نفسها، سلسلة عالم المعرفة (147)، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب ، الكويت مارس 1990.
25. إبراهيم هندي منير ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 1999.
26. عبد المقصود مبروك نزيه، الاثار الاقتصادية للاستثمارات الاجنبية ، دار الفكر الجامعي الإسكندرية ، مصر 2007 الطبعة 1.
27. بيتر مارتن هانس، شومان هارولد : فح العولمة، الاعتداء على الديموقراطية والرفاهية ترجمة د.عدنان عباس علي، مراجعة د. رمزي زكي، عالم المعرفة، الكويت، 1998.

الرسائل والأطروحات:

1. أوكيل نسيمه، الأزمات المالية وامكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها- مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا - أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2008.
2. العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية : الوقاية والعلاج -دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة- أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة باتنة، 2013.
3. أيت بشير عمار " الأزمات المالية واصلاح النظم النقدي الدولي ، دراسة الأزميتين المكسيكية والأسبوية " مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2001.

4. بن يخلف آسيا، الأزمات المالية وكيفية التصدي لها وإدارتها مع الإشارة إلى الأزمة المالية العالمية الراهنة (2008-2009) مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010.
5. حاج موسى نسيم، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الاسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة (2007-2008) مذكرة الماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية جامعة بومرداس، 2009.
6. فضيل فارس، أهمية الاستثمار المباشر الأجنبي في الدول العربية، مع دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر و المملكة العربية السعودية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، مارس 2004.

الدوريات والمجلات والملتقيات:

1. مفتاح صالح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، جوان 2002.
2. مفتاح صالح، محاضرات في المالية الدولية، مكتبة بيروت، الجزائر، 2005_2006
3. أسماء دردور، نسرين بن زواي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، 20 و 21 أكتوبر، 2009.
4. ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، المؤتمر الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، جامعة بسكرة، 21 و 22 نوفمبر 2006.
5. عبد المنعم السيد علي، مستقبل النظام الرأسمالي واستقراره في ظل الأزمات المالية العالمية والعولمة المالية، المؤتمر العلمي العاشر للاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، بيروت، لبنان، ديسمبر 2009.
6. أنور هاقان قوشان، أزمة جنوب شرق آسيا: عبر لبلدان منظمة المؤتمر الإسلامي، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، 2001.
7. عطويوي قارة علي سميرة، العولمة وتأثيرها على الجهاز المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 25، جوان 2006.
8. أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية، مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، المؤتمر العلمي الرابع حول إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا، 15 و 16 مارس 2005. على الموقع: [http:// www.philadelphia.edu.jo](http://www.philadelphia.edu.jo)

9. المعموري محمد ثجيل، فارس جميل حسين الصوفي، مدى تأثير معايير القيمة العادلة على تداعيات الأزمة المالي، المؤتمر العلمي الثالث لجامعة الإسراء، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول العربية، 2009.
10. زايري بلقاسم، مهدي ميلود، الأزمة المالية الدولية نظرية للأزمة أم أزمة نظرية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20 و 21 أكتوبر 2009.
11. العقيرب كمال، بلحمدي سيد علي، اهم الازمات المالية الناتجة عن نشاط الاسواق المالية التقليدية وخيار الاسواق المالية الاسلامية كبديل الملتقى الدولي الثاني حول الازمة المالية الراهنة، والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، 5-6 ماي 2009.
12. زغدار أحمد، ناصر المهدي، الأزمة المالية الآسيوية والأزمة العقارية الأمريكية: الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين، الملتقى الدولي الثاني حول الازمة المالية الراهنة، والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، 5-6 ماي 2009.
13. حرفوش سهام، صحراوي ايمان، دور الاساليب الحديثة لغدارة المخاطر الائتمانية للبنوك في التخفيف من حدة الازمة المالية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20 و 21 أكتوبر 2009.
14. نرمين السعدني، قراءات حول الأزمة النقدية العالمية، مجلة السياسة الدولية، العدد 13، 1999، ص 261 .
15. التوني ناجي، الأزمات المالية، " مجلة جسر التنمية "، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 29، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ماي 2004.
16. حريري عبد الغني، دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20 و 21 أكتوبر 2009.
17. راضية بوزيان، الازمة المالية واثرها على اقتصاديات العربي: الاسباب والتداعيات ..التأثيرات وأفاق التغيير على الاقتصاد العالمي والجزائري، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20 و 21 أكتوبر 2009.
18. أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، المؤتمر الدولي اتجاهات اقتصادية عالمية الرابع بعنوان: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية - جامعة الكويت.

19. ثريا الخزرجي ،الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية ، التحديات وسبل المواجهة ، المؤتمر العلمي الثالث لجامعة الإسراء، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول العربية 2009.

20. وليد أحمد صافي الأزمة المالية العالمية 2008 طبيعتها ، أسبابها ، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، الملتقى الدولي الثاني حول الازمة المالية الراهنة، والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، 5-6 ماي 2009.

21. سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية (المشروع رقم 2-13)، 2012.

22. محمد بن بوزيان، سمية زيرار، انتشار عدوى الأزمات، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة، يسكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010.

المنشورات الإلكترونية:

1. الطوخي عبد النبي إسماعيل ، التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائمة. على الرابط www.kantakji.com/media/1110/104.doc

2. احمد ابو الفتوح الناقه، الازمة المالية العالمية. على الرابط <http://economy-eg.alafdal.net/t43-topic>

3. خورخي بنشتاين (Jorge BEINSTEIN) عاصفة تهدد الاقتصاد الأرجنتيني. www.mondiploar.com/july01/articles/beinstein.htm

4. عبد الله شحاتة، الأزمة المالية: المفهوم والاسباب. www.pidegget.org/arabic/azma.doc

5. فلاح شفيق، النشاط الربوي والازمات المالية، موسوعة الاقتصاد والتمويل الاسلامي. <http://www.efpedia.com/arab/>

6. كريس هارمان، الثورة على حافة الأزمة العالمية، ترجمة: رقية حجازي، مركز الدراسات الاشتراكية ، مصر، 2004. www.e-socialists.net

باللغة الأجنبية:

Thèses:

1. CASSARD Olivier, SPHÈRE FINANCIÈRE CONTRE ÉCONOMIE RÉELLE Le cas de la crise financière thaïlandaise. Etudes du développement no 14 Mémoire de diplôme d'études supérieures

(DES), présenté en juin 2000 INSTITUT UNIVERSITAIRE D'ÉTUDES DU DÉVELOPPEMENT GENÈVE.

2. Saliba Nada, Mondialisation et libéralisation financière : endettement et crises dans les pays émergents d'Asie- Le cas de la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie- Thèse de doctorat Sciences économiques UNIVERSITE SORBONNE NOUVELLE – Paris 3, 2009.

3. TCHIKO Faouzi, ANALYSE DES CRISES DES PAYS EMERGENTS : PROPOSITION D'UN MODELE EXPLICATIF, THESE DE DOCTORAT ES SCIENCE ECONOMIQUES, UNIVERSITE TLEMCEN, 2010.

Livres:

1. GUILLOCHON BERNARD; économie internationale ;2 édition ,donod ,1998.

2. JURA MICHEL, technique financière internationale, 2 édition, dunod, 2003.

3. plihon Dominique, les enjeux de la globalisation financière, mondialisation au-delà des mythes, Edition Casbah, Alger, 1997.

Colloques:

1. André Cartapanis et Philippe Gilles, prévention et gestion des crises financières, colloque international " le préteur en dernier ressort; expérience, analyses, controverse", paris, 23-24 septembre 2002.

2. Cadet Gérald, Patricia Martin, Les conséquences de la crise économique au Mexique, université du Québec, Préparé pour le Ministère des Relations internationales, Québec, 28 septembre 2009

3. Dehove Mario Crises Financières: Deux ou Trois Choses que nous savons d'elles que nous apprend L'approche statistique Des Crises Financières ? Document de travail Version préliminaire conseil d'analyse économique Avril 2003

4. Djaja Komara Impact of the Global Financial and Economic Crisis on Indonesia A Rapid Assessment ILO Regional Office for Asia and the Pacific, Bangkok.

5. Forbes Kristin, Capital Flow Volatility and Contagion: A Focus on Asia, conference on Managing Capital Flows held in Mumbai, India on November 18-20, 2012.

6. Kihwan Kim, The 1997-98 Korean Financial Crisis: Causes, Policy Response, and Lessons ,The High-Level Seminar on Crisis Prevention in Emerging Markets, The International Monetary Fund and The Government of Singapore, Singapore, July 10-11, 2006

7. Marais Elise, Chocs communs, interdépendance et contagion lors de la crise Asiatique, les journées du GRD Economie Monétaire et Financière : Les crises financières internationales, 6 et 7 mai 2004, Orléans.

REVUES ET PERIODIQUES:

1. A. ALBURO FLORIAN, THE ASIAN FINANCIAL CRISIS AND PHILIPPINE ,RESPONSES: LONG-RUN CONSIDERATIONSTHE DEVELOPING ECONOMIES ,December 1999.

2. Arnold Philip, P. Tũaño ,The Effects of the Asian Financial Crisis on the Philippines Labour Markets EADN Regional Project on the Social Impact of the Asian Financial Crisis EADN RP1-7 January 2002

3. Charette Daniel, Malaysian the Global Economy Crisis, Recovery, and the Road Ahead. New England Journal of Public Policy. Volume 21 | Issue 1 Article 6 10-1-2006.
4. C. Julian Craig, The impact of the Asian economic crisis in Thailand, Managerial Finance, vol. 26, no. 4, University of the Sunshine Coast, 2000. Published version available from: <http://dx.doi.org/10.1108/03074350010766611>
5. MIOTTI Luis et PLIHON Dominique LIBERALISATION FINANCIERE, SPECULATION ET CRISES BANCAIRES Economie Internationale, N° 85, 1er trimestre 2001.
6. pou Pedro, Les réformes structurelles en Argentine pendant les années 90, Finances & Développement / Mars 2000.
7. R. King Michael, Who triggered the Asian financial crisis?. Review of International Political Economy 8:3 Autumn 2001.
8. Schuler Kurt, ARGENTINA'S ECONOMIC CRISIS: CAUSES AND CURES, Joint Economic Committee United States Congress, Washington , June 2003.
9. Woo Wing Thye .Patrick D. Carleton .Brian P. Rosario The Unorthodox Origins of the Asian Currency Crisis: Evidence from Logit Estimation Department of Economics University of California March 2000. www.econ.ucdavis.edu/.../Woo-Carleton-Rosario.Asia

RAPORTS:

1. AMOUSSOUGA GERO Fulbert, Jude C. EGGOH, Libéralisation financière et pouvoir de marché des banques béninoises, Rapport Conseil d'Analyse économique, Présidence de la république du Bénin Cotonou, 2010.
2. Arestis Philip FINANCIAL LIBERALISATION AND THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCE AND GROWTH, CEPP WORKING PAPER NO. 05/05, University of Cambridge, June 2005.
3. Athukorala Prema-chandra Malaysian Economy in Three Crises Working Papers in Trade and Development No. 2010/12 October 2010 the Australian national university. <http://rspas.anu.edu.au/economics/publications.php>
4. BOYER Robert. DEHOVE Mario. PLIHON Dominique, 'les crises financières', Ed La Documentation française, Paris, 2004.
<http://WWW.EUROPESOLIDERE.EU.ORG> VISITER LE 25.11.2013 A 14:07
5. Dadush Uri, Dasgupta Dipak, and Ratha Dilip ,The Role of Short-Term Debt in Recent Crises, finance & development, A quarterly magazine of the IMF, December 2000, Volume 37, Number 4.
6. Dick K. Nanto, THE 1997-98 ASIAN FINANCIAL CRISIS, CRS Report, February 6, 1998. <http://fas.org/man/crs/crs-asia2.htm>
7. García-Blanch Francisco, The Financial Crises in East Asia: The Cases of Japan, China, South Korea and Southeast Asia, PART III, The Case of South Korea, Complutense Institute for International Studies, ICEI Working Papers, No. 11, Complutense University of Madrid, Spain, October 1998. <http://www.ucm.es/info/icei>
8. Goldstein Morris and Xie Daniel "The Impact of the Financial Crisis on Emerging Asia" Peterson Institute for International Economics Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference October 18-20, 2009.

9. IMF Staff, Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF, June 2000, <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/062300.htm>
10. Jayant Menon, Macroeconomic Management Amid Ethnic Diversity: Fifty Years of Malaysian Experience. ADBI Discussion Paper 102. Tokyo: Asian Development Bank Institute. 2008. Available:<http://www.adbi.org/discussionpaper/2008/04/02/2517.macroeconomic.management.malaysia>
11. Kanit Sangsubhan,. Managing Capital Flows: The Case of Thailand. ADBI Discussion Paper 95. Asian Development Bank Institute. Tokyo. 2008. Available: <http://www.adbi.org/discussionpaper/2008/03/10/2502.managing.capital.flows.thailand/>
12. L. Schmukler Sergio Benefits and Risks of Financial Globalization: Challenges for Developing Countries Development Research Group World Bank June 2004.
13. McRae Amanda, Institutions and Economic Crisis: An Analysis of Policymaking in the Asian Financial Crisis of 1997.
14. Miller Marcus, Pongsak Luangaram Financial Crisis in East Asia: Bank Runs, Asset Bubbles and Antidotes CSGR Working Paper No. 11/98 Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation (CSGR), University of Warwick, Coventry CV4 7AL, United-Kingdom. July 1998. URL: <http://www.warwick.ac.uk/fac/soc/CSGR>
15. Noland Marcus, South Korea's Experience with International Capital Flows the, Institute for International Economics
16. Pongpattananon, N. Tansuwanarat, K. IMPACT OF THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS ON THAILAND'S REAL ECONOMY: LINKAGES BETWEEN FINANCIAL AND TRADE SECTOR This paper is prepared for the SEACEN workshop in 2010 on Propagation of Real Shocks in the SEACEN Economies Working Paper Series NUMBER WP 05 - 4 JUNE 2005.
17. Santiso Javier, Wall Street face à la crise mexicaine, Une analyse temporelle des marchés émergents, Centre d'études et de recherches internationales, Fondation nationale des sciences politiques, les études du CERIN° 34 - décembre 1997.

Sites web:

1. Gidwani Krishna, Korea and the Asian Financial Crisis. http://web.stanford.edu/class/e297c/trade_environment/global/hkorea.html Visiter le 6 octobre 2014, 12:21:47.
2. H. Lee Chung, Financial Liberalization and the Economic Crisis in Asia. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.196.5730&rep=rep1&type=pdf> Visiter le 15 septembre 2014, 11:23.
3. Laplamwanit Narisa, A Good Look at the Thai Financial Crisis in 1997-98. http://www.columbia.edu/cu/thai/html/financial97_98.html Visiter le 2 août 2014, 01:25.
4. Paul Krugman WHAT HAPPENED TO ASIA? January 1998. <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.htm> investments.com/culture/economy/asian-financial-crisis/item246 Visiter le 3 juillet 2014, 09:07.
5. Ping Lee Poh , Tham Siew Yean, Malaysia Ten Years After The Asian Financial Crisis.

http://www.networkideas.org/ideasact/feb09/Beijing_Conference_09/Hendri_Saparini.pdf

Visiter le 13 juin 2014, 15:04.

6. Richardson David, Asian Financial Crisis Economics, Commerce and Industrial Relations Group, 29 June 1998 <http://www.aph.gov.au/about-parliament/parliamentary-departments/parliamentary-library/publications-archive/cib/cib9798>. Visiter le 13 octobre 2014, 14:55.

7. Saparini Hendri, Policy Response to Overcome Crisis: A Lesson from Indonesian Case. http://www.networkideas.org/ideasact/feb09/Beijing_Conference_09/Hendri_Saparini.pdf

Visiter le 26 décembre 2014, 21:33

8. Vladimiro Giacché - Marx, the Falling Rate of Profit, Financialization, and the current crisis. <http://kassioun.org/reports-and-opinions> Visiter le 19 mars 2015, 23:17.

9. W.L.Hill Charles, The Asian Financial Crisis. http://www.wright.edu/~tdung/asiancrisis_hill.htm
Visiter le 6 octobre 2014, 12:21:47

10. Asian Financial Crisis in Indonesia <http://www.indonesia-37>. Visiter le 03 janvier 2015, 17:36.

11. Crisis Management Mexico, 1994-1995, Washington D.C., June 2001.
<http://textlab.io/doc/9459808/crisis-management-mexico--1994--1995> Visiter le 23 octobre 2014, 15:47.

12. Third World Resurgence No. 253, September 2011.
<http://www.twn.my/title2/resurgence/2011/253/cover11.htm> Visiter le 19 janvier 2015, 22:08.

13. 1994: Mexico Economic Crisis <http://wordeconomiccrisis.blogspot.com/> Visiter le 6 octobre 2014, 12:21:47

14. 1997 Asian financial crisis, Wikipedia, the free encyclopedia.
http://en.wikipedia.org/wiki/1997_asian_financial_crisis#Dynamics Visiter le 27 avril 2014, 23:05.