



أسباب الأزمات المالية والنماذج المفسرة لها

- أزمات المديونية .
- أزمات سعر الصرف .
- أزمات المصارف .



أهم الأزمات الحديثة

- جنوب شرق آسيا منتصف 1997-1998 .
- أزمات أوروبا 1992-1993 ERM .
- أمريكا اللاتينية 1994-95 Tequila .

الأزمات مكلفة

- ضياع الإنتاج .
- ضياع المداخل الحكومية .
- الإنفاق على إنقاذ النظام المالي المتدهور .
- عدوى انتقال الأزمات إلى دول أخرى .

الأزمات المالية ليست حديثة العهد

- أزمات ما بين الحربين .
- أزمة الفرنك والجنيه في الستينات .
- انهيار نظام بريتون وودن ببداية السبعينات .
- أزمة المديونية في الثمانينات . وأزمة الكسيك 94-95
- أزمة Barings سنة 1890 .
- أزمة الدولار 96-1894 .

■ نتيجة هذه الأزمات تطورت المؤسسات والممارسات المالية مثل

■ وظائف البنوك المركزية Lender of last Resort

■ ودائع التأمين

■ التشريعات التحوطية



الترتيبات المالية العالمية (صندوق النقد الدولي)

- تقليدياً نفس العوامل لعبت دوراً في العديد من الأزمات لكن التطورات الحديثة في الاختراعات المالية والترابط المتزايد أدخلت عوامل جديدة في مسببات الأزمات .
- الأزمات الحديثة تتميز بظاهرة الارتباط والانتقال والعدوى .

تحليل الأزمات

- استخلاص الدروس حول أسبابها .
- خصائصها الاقتصادية الكلية .
- ومؤشرات الإنذار المبكر حول هشاشة النظام المالي .
- الاهتمام خاصة بالأسواق الناشئة ذات الانفتاح للتدفقات المالية المعتمدة .

أنواع الأزمات

- أزمة المديونية: الإعلان عن عدم المقدرة عن خدمة الدين والدخول في مفاوضات إعادة الجدولة .
- أزمة أسعار الصرف: الهجوم المضاربي على العملة يؤدي إلى انهيار قيمة العملة أو تدخل السلطات للدفاع عنها عبر استنزاف الاحتياطي أو رفع أسعار الفائدة .

تابع: أنواع الأزمات

- الأزمة المصرفية : تفاقم أزمة المصارف سحب الإيداعات) تؤدي إلى توقيف عملية تحويل الخصوم أو إلى تدخل الحكومة لمنع حدوث ذلك عبر مساعدة المصارف على نطاق واسع .
- سوق الأوراق المالية : انهيار مفاجئ وسريع لأسعار الأسهم .

- الأزمات الشاملة تؤدي إلى تعطيل كل الأسواق المالية ولها آثار سلبية واسعة على الاقتصاد .
- الأزمات الشاملة قد تحوي أزمة صرف لكن أزمة الصرف لوحدها ليست شاملة لأنها لا تعطل نظام المدفوعات بالكامل .

كل الأزمات لها تقريباً نفس الأسباب

- تراكم الاختلالات الاقتصادية .
- احتلال أسعار الأصول في إطار وجود تشوه النظام المالي وصلابة الأنظمة والبنى الهيكلية .
- تفجر الأزمة نتيجة فقدان مفاجئ الثقة ناجم عن تطورات مفاجئة في تغير الأسعار أو تذبذب في الإقراض disruption أو في التدفقات الخارجية والتي تزيد من هشاشة النظام المالي وضعفه .

- انهيار السعار وإخفاق النظام المالي مثل انهيار أسعار العقارات وإفلاس قطاعات في الاقتصاد ليس حتماً يؤدي إلى أزمة شاملة (انفجار فقاعات أو شبه أزمة مالية) وهذا يعتمد على حجم التعديل وعلى مصداقية السياسات المطبقة لتصحيح الوضع .
- بعض الأزمات تحتوي على عوامل أزمات مصرفية ، وصرف ومديونية (أزمة شرق آسيا) أو أزمة سعر صرف بحجة (أزمة ERM) .

- لكن قد تبدأ الأزمة بشكل محدد (أزمة مصارف) لتتحول إلى أزمة سعر صرف أو أزمة مديونية مقل ما هو حال الدول النامية وقد يحدث أن تتحول أزمة مديونية إلى أزمة مصارف أو أزمة صرف (جنوب شرق آسيا) وتتحول إلى أزمة مصارف ومديونية .
- هذا قد لا يغير سببية ما بين الأزمات لكن هشاشة النظام المالي قد تكون موجودة من قبل لكن تزيد أحداث معينة من تفاقمها لتحوّلها إلى أزمة .

تحديد والتعرف على الأزمات

- نحتاج لمعيار للتعرف على الأزمة وذلك لقياس بعدها وحساب تكلفتها وتحديد آثارها على الاقتصاد .
- معايير قياس وتزمين أزمة المالية أمر معقد وغير متفق عليه .
- تحديد الأزمة المصرفية (فترة حدوثها وشدتها واتساع رقعتها) أمر أصعب من تحديد الأزمات الأخرى وذلك لطبيعة الأزمة المصرفية وعدم توفر البيانات .

- بالرغم من توفر بيانات حول الودائع والتي يمكن قياس شدة استنزافها لكن أغلب الأزمات المصرفية لم تنشأ من جانب الخصوم خاصة في الدول المتقدمة مصاعب النظام المصرفي لم تكن متصلة بسحب الودائع .
- في الدول النامية سحب الودائع كان أكثر شيوعاً مثل حالات الأرجنتين – الفلبين – تركيا – تايلندا – الأوروغواي – فنزويلا .

الأزمة قد تنشأ من جانب المصاعب في الأصول

- سحب الودائع هو نتيجة الأزمة وليس سببها .
- تنشأ أزمة المصارف من تدهور نوعية الأصول لدى المصارف .
- انطلاقاً من هذا فإن معايير جودة الأصول قد تستخدم للتعرف على الأزمات المصرفية مثل:
 - نسبة القروض السيئة NPL
 - التذبذب الكبير في أسعار الأصول (العقار والأسهم) .
 - مؤشرات إفلاس الشركات .

- صعوبة الحصول على هذه البيانات في الدول النامية وفي حالة توفرها فإن عدم الاكتراث بها واعتبارها كمؤشر إنذار مبكر يكون من أسباب تفاقم الأزمات
- في حالة صعوبة الحصول على هذه البيانات فإن الباحثين يعتمدون على العديد من الأحداث لتحديد الأزمات :
- غلق المؤسسات المصرفية ، سحب الودائع ، تدخل الحكومة .



دراسة (1998) WEO

- بالاستثناء على بيانات (1995) Japrio و Klingebiel تم تحديد رقعة إشعاع انتشار الأزمات المصرفية ما بين 1975 و 1997
- 158 أزمة صرف
- 54 أزمة مصارف

- الأزمات المصرفية كانت أكثر انتشاراً في النصف الثاني (97-1987) من فترة الدراسة قد تكون ناجمة عن حملة التحرير المالي في نهاية الثمانينات .
- الأسواق الناشئة أكثر عرضة للأزمات المصرفية بمعدل ضعفين عن الدول الصناعية .
- تزامن حدوث الأزمات المصرفية وأزمة المصارف :
 - الأزمة المصرفية تسبق أزمة الصرف في الكثير من الحالات
 - في 13 حالة سبقت أزمة المصارف أزمة الصرف بسنة واحدة وفي 10 حالات بسنتين .

الأزمات المالية مكلفة

- التكلفة الجبائية وشبة الجبائية والدخل الضائع والمبالغ المخصصة للنظام .
 - التكلفة المالية قد تصل إلى 40% من الناتج المحلي الإجمالي .
 - الديون المعدومة قد تصل إلى 30% من إجمالي القروض .
 - تكلفة إنقاذ النظام المصرفي مرتفعة في الدول الناشئة أكثر من الدول الصناعية
- بالإضافة إلى تكلفة الأزمات تؤدي إلى سوء استخدام الموارد وبالتالي إلى ضياع الإنتاج .

- كيفية تقييم الإنتاج الضائع (الفرق ما بين معدل النمو الاتجاهي والحالي خلال فترة الأزمة)
-
- 40% من أزمات الصرف و 20% من أزمات المصارف لم تشهد ضياع الإنتاج .
- عودة النمو إلى مساره الطبيعي بعد سنة ونصف في حالة الأزمات سعر الصرف وبلغت الخسارة حوالي 45% من النمو مقارنة بالنمو الاتجاهي (جدول ١٥)

الأزمات المصرفية كانت أكثر طولاً وأكبر خسارة

- التعافي يستغرق 3 سنوات .
- الخسارة في النمو تصل إلى 11.5% مقارنة بالنمو الاتجاهي .
- خسارة الأزمات المصرفية في ظل أزمة صرف كانت أكبر وتصل إلى 14.5% من النمو الضائع .
- زمن التعافي في الدول الناشئة أقل من الدول الصناعية .

أسباب الأزمات المصرفية

- العوامل التي تعكس الاختلال المالي وتجعل الاقتصاد هشاً ومعرضاً للصدمات والهزات يمكن تصنيفها إلى:
- سياسات مكرّوية غير متسقة وغير قابلة للاستدامة .
- بنية مالية ضعيفة .
- الوضع المالي العالمي .
- اختلال سعر الصرف .
- عدم الاستقرار السياسي .
- تذبذب الاقتصاد وشعور السوق بعدم الاستقرار .

- هذه العوامل المهيأة اللازمة ويجب فصلها عن الأسباب . الأحداث المفجرة اللازمة والتي تتمثل في الأحداث التي تؤدي بالأعوان الاقتصاديون إلى إعادة حساباتهم وتوقعاتهم .

عدم الاستقرار الاقتصادي الكلي

- عامل مهم في العديد من الأزمات المالية .
- السياسات التوسعية النقدية والمالية تؤدي إلى "طفرة إقراض" وتراكم المديونية وتضخم الاستثمار في الأصول الحقيقية والتي تدفع أسعار الأسهم والعقارات إلى مستويات غير مستدامة .
- السياسات التصحيحية الموجهة لمحاربة التضخم وتصحيح الاحتلال تؤدي إلى تباطؤ النشاط ، صعوبات في خدمة المديونية ، وانخفاض قيمة التأمين "Collateral" وارتفاع نسب الديون المعدومة إلى مستويات تهدد مزودة المصارف .

■ عدم الاستقرار الاقتصادي لمالي وظفريات الإقراض تلعب دوراً حاسماً في إنشاء هشاشة النظام المالي في العديد من الدول مثل أمريكا اللاتينية والدول الصناعية .

■ الشروط المالية الدولية أيضاً تلعب دوراً حاسماً في الأزمات المصرفية مثل أسعار الفائدة العالمية ، وحدود التبادل مثل انهيار أسعار الصادرات .

- ارتفاع مستويات الاندماج المالي وعولمة الاستثمار والانفتاح وبالتالي انخفاض أسعار الفائدة زاد من تدفق رؤوس الأموال نحو الدول الناشئة .
- ارتفاع مفاجئ في أسعار الفائدة في الدول الصناعية يمكن أن يعكس تدفق معاكس لرؤوس الأموال ويرفع من التكاليف للبنوك المحلية وللتحويل من الخارج ويزيد من تعقيدات moral hazan و adverse selection
- الاعتماد على رأس المال قصير الأجل في تمويل ميزان المدفوعات من العوامل الأساسية التي سرعت في اندلاع الأزمات (خاصة الصرف) .

- الاستثمار الأجنبي المباشر على عكس تدفقات المديونية أقل تأثراً بالتقلبات وأكثر مواجهة (Resilience) للتوقعات ويستخدم لتمويل التنمية على عكس الإقراض قصير الأجل الذي يستخدم لتمويل الاستهلاك .
- تغيير تركيبة آجال (maturity) الاستثمار وتركيبه المحافظ وترتيبات أسعار الفائدة أثرت على هشاشة البلدان .

- في فترات التضخم المرتفعة (70) تحولت التدفقات إلى الآجال القصيرة وأسعار الفائدة المتغيرة وبالتالي أزمات الثمانينات زادت حدتها وذلك لأنها كانت مرتبطة بهذه الأسعار .
- في الثمانينات تم تحويل تدفقات المديونية إلى تدفقات ملكية (استثمار وسندات) وهذه جعلت سحب المال أكثر صعوبة وبالتالي المستثمرين يواجهون خطر الصرف بالإضافة إلى انهيار أسعار الأصول .

- عدم الموازنة بين استخدام العملات currency mismatches في الموازنة للشركات والمؤسسات في الدول ذات أسعار الصرف غير المرنة .
- التجربة تدل على أنه البلدان ذات (1) المديونية قصيرة الأجل المرتفعة (2) أسعار فائدة متغيرة على المديونية (3) مديونية مسعرة بعملات خارجية (4) أو مديونية خارجية تمت عبر المؤسسات المالية فإنها تكون أكثر هشاشة وأكثر عرضة للأزمات المالية .

تشوهات النظام المالي

- تنشأ هذه التشوهات في فترات التحرير المالي السريع والاختراع المالي في الدول ذات التنظيم والتأخير المالي الضعيف أو عندما تتدخل الحكومة مباشرة في تحديد الأسعار والكميات وتوزيع الإقراض .
- التأخير السيئ في الدول ذات النظام لامالي الليبرالي يشجع على “Moral Hazano” ويشجع المؤسسات ذات رأس المال المنخفض على اتخاذ قرارات ذات مخاطرة مرتفعة .

- تدهور حالة المحافظة المالية الناجمة عن القروض المعطاة بالمحسوبة والواسطة والمشجعة من طرف السياسيين .
- سوء قوانين الإفصاح ومعايير المحاسبة تزيد من التستر على مشاتك النظام المصرفي إخفاق الحكومات في أخذ التدابير الحثيئة لتصحيح الأوضاع .
- ارتفاع درجة الأخطاء في تقييم المخاطر في بيئة تنافسية ناجمة عن تحرير الأسواق أو تخصيص (خصخصة) البنوك .



التأطير الجيد للمصارف والقوانين التحوطية والإشراف الجيد

- القوانين التحوطية الفعالة والإشراف على البنوك عملية مهمة لتأمين استقرار الاقتصاد لأن المصارف تلعب دوراً هاماً في نظام المدفوعات وتجنيد الادخارات وضحها في الاقتصاد .
- هدف التشريعات التحوطية هو ضمان أن البنوك تشتغل بشكل تحوطي حذر ولديها رأسمال كاف لتغطية المخاطر التي تواجهها .
- النظام المصرفي الهش يهدد استقرار النظام المالي برمته ولهذا فإن تقويته أدى إلى اهتمام صانعي القرار على المستوى والمحلي والدولي خاصة IMF, WB, BIS, Basel . لجنة بازل حددت 25 مبدأ (المبادئ الأساسية) لضمان الرقابة والسلوك التحوطي .

- 1- الشروط الأولية للرقابة الفعالة .
- 2- الإجازة والهياكل .
- 3- التشريعات التحوطية ومتطلباتها .
- 4- متطلبات المعلومات
- 5- صلاحيات الرقابة
- 6- العمل المصرفي عبر الحدود
- 7- طرق الرقابة على المصارف

مؤشرات الهشاشة

- ارتفاع تكلفة انقاذ النظام المصرفي يتطلب البحث في إيجاد مؤشرات إنذار مبكر لتفادي الأزمات .
- لحد الآن نجاح محدود .
- القليل من النماذج المقترحة استطاعت التنبؤ ببعض الأزمات بشكل متسق .
- من المستبعد إيجاد مؤشرات تستطيع التعرف على الأزمات المستقبلية بشكل مسبق مع درجة كبيرة من اليقين لأنه إذا وجدت هذه المؤشرات فإن الأسواق ستأخذها بعين الاعتبار لتنسيق الأحداث أو أن أخذني القرار سيغير مسار الأحداث .

- المؤشرات "تفقد قدرتها على التنبؤ".
- بالرغم من هذا فإن من المفيد البحث في المؤشرات التي تظهر ارتباطا مع الهشاشة للازمات (العرض).
- المؤشرات تستخدم لتحديد الحالات التي تواجه فيها الاقتصاد مخاطر اندلاع أزمات نتيجة الأوضاع الدولية أو انتقال العدوى من أسواق أخرى أو أوضاع أخرى تؤثر على عمل الأسواق وتوقعات الأعوان.
- منهج بناء مؤشرات الإنذار المبكر يعتمد على تحديد مجموعة من المتغيرات التي يكون سلوكها إبان الأزمة يختلف جذريا عن ذلك في الأوقات العادية.

- الصعوبة تكمن في إيجاد المتغيرات التي تستخدم في تتبع الأحداث . تلك المتغيرات التي تحذر بحدوث أزمة بمعدل نجاح مرتفع بالإضافة إلى عدم إنتاج اتسارات خاطئة كثيرة .
- يوجه العديد من المتغيرات الممكنة والاختيار يعتمد على ماهية مسببات الأزمة ومحدداتها .

- مثال اعتبار أن ضعف القطاع المالي هو مسبب الأزمة فإننا نختار المؤشرات التي تعكس ذلك :
- نمو الإقراض للقطاع الخاص .
- الانفتاح المالي .
- مديونية المصارف قصيرة الأجل بالعملات الأجنبية .
- بنية أسعار الفائدة المحلية .
- معدل تغير أسعار الأسهم .
- معدل الديون المعدومة .

- توفر البيانات ذات التواتر العالي يسمح بتحديد أزمات الصرف بشكل جيد (معدل تغير سعر العملة الشهري) ومستويات المخزون وأسعار الفائدة .
- تحديد الأزمات المصرفية أمر صعب لعدم توفر بيانات مفصلة تسمح ببناء معايير تحديد الأزمات (غير موجودة) .
- صعوبة التفرقة ما بين مصاعب النظام المالي Distren وأزمة المصارف (المبنية على أحداث معينة) .

- اختيار المؤشرات والذي يتأثر بكيفية قياس أزمة المصارف كان في أغلبه مبنيا على أن ضعف المصارف ناجم عن توقعات لفترة طويلة حول وضع الاقتصاد لهذه التوقعات تؤدي إلى دفع الطلب على القروض وبالتالي توقع من نسب الرفع المالي .
- وهذه التوقعات تليها أخبار سيئة عن وضع الاقتصاد والتي تؤثر على نشاط المصرف .
- الأخبار السيئة تؤدي إلى رفع مخاطرة الإقراض والناجمة عن تدهور أسعار الصادرات أو ارتفاع أسعار الفائدة أو تدهور العملة .

- الانكماش الاقتصادي الناجم عن الأخبار السيئة يؤدي إلى تراجع الطلب على القروض وارتفاع نسب الديون المعدومة (ارتفاع درجة الإفلاس) وتدهور قيم الضمان Collateral والذي يدفع إلى تراجع مداخيل المصارف .
- ونتيجة هذه الأوضاع وخاصة في الدول الناشئة ذات الاعتماد على تدفقات رأس المال ، فإن سوء الرقابة المصرفية والتشريعات التحوطية في ظل انفتاح الأسواق المالية والتحرير تزيد من هشاشة النظام المصرفي بالإضافة إلى الشروط الاقتصادية الكلية والتي تؤثر على المدنيين ومقدرتهم على خدمة ديونهم .

مؤشرات تحديد الهشاشة

■ العوامل الاقتصادية الكلية

- (1) معدل لنمو الاقتصاد
- (2) أسعار الأسهم
- (3) التضخم
- (4) أسعار الفائدة الحقيقية
- (5) سعر الصرف الحقيقي
- (6) حدود التبادل
- (7) تدفقات رأس المال



مؤشرات النظام المصرفي

(1) معدل لنمو الاقراض المحلي

(2) أسعار القروض للودائع

(3) تغيرات مضاعف النقود

(4) التحرير المالي



أسباب الأزمات المصرفية المتشابهة مع أسباب أزمات الصرف

- (1) أوضاع نقدية مرنة .
- (2) تضخم وغليان الاقتصاد .
- (3) انفجار فقاعات أسعار الأصول .



محددات الأزمات المصرفية Event Study Analysis

■ قبل حدوث الأزمة ينمو الإقراض المحلي بسرعة وتتعاظم الضغوط على النظام المصرفي بعد تحريره (ارتفاع نسبة أشباه النقود على النقود $\frac{QM}{MO}$)

$$M2 = QM + M \quad \text{أو} \quad \frac{M2}{M} = \frac{QM}{M}$$

- التحرير المالي قد يعكس أيضا بارتفاع الودائع وارتفاع معدلات أسعار الفائدة والتي تكون قيمتها القصوى بمحاذاة تاريخ الأزمة .
- ارتفاع وتيرة تدفق راس المال قصير الأجل قبل حدوث الأزمة .
- تراجع أسواق الأوراق المالية سنة قبل حدوث الأزمة .
- تراجع معدلات النمو في القطاعات الحقيقية (معدل لنمو الإنتاج) .
- تراجع الأسواق المالية تزامن مع تصريحات حادة في أسعار الأصول الحقيقية خاصة في قطاع العقارات .

■ في المتوسط هذا السلوك يدل على اقتراب وتوفر شروط حدوث أزمة مصرفية :

- تسارع معدلات التضخم
- توسع الاختلال في ميزان المدفوعات
- نمو إقراض قوي
- تدفق كبير لرأس المال قصير الأجل
- تحرير الأسواق المالية



في ظل هذا النمط من السلوك تحدث صدمة

- تدهور حدود التبادل
- انخفاض النشاط الحقيقي
- تراجع تدفق رأس المال
- انخفاض مفاجئ في أسعار الأصول
- ارتفاع أسعار الفائدة العالمية



الثغرات في نظام الرقابة والتحوط من أهم خصائص الآزمات المصرفية

- عدم توفر البيانات حول هذه الثغرات تجعل التحليل صعباً لتقييم أثرها على مقدرة النظام المالي لمواجهة هذه الصعوبات .
- من الدلائل المتوفرة فإن الدول التي شهدت أزمات مصرفية يكون فيها نظام التحوط والرقابة :
 - خاضع لتدخل حكومي مفرط .
 - تحرير النظام قبل توظيف رقابة عقلانية .



التنبؤ بالأزمات: مؤشرات الإنذار المبكر والهشاشة المالية

- الفرق في سلوك المؤشرات ما بين فترة الأزمة والفترات العادية يمكن أن تؤثر على احتمال حدوث أزمة مالية .
- صعوبة استخدام الفرق في السلوك لمؤشر إنذار مبكر يعود إلى :

- عدم مغزوية الفرق في السلوك .
- الانذار المبكر يتطلب تحديد الأزمة قبل حدوثها بوقت كاف .
- توفر البيانات يأتي متأخرا جدا مما يجعل فائدتها قليلة كمؤشر إنذار مبكر .
- آخذا في الاعتبار المتطلبات 1-3 تبقى العدد القليل من المؤشرات التي يمكن اعتبارها مؤشرات إنذار مبكر .



من المؤشرات التي يمكن اعتبارها إنذاراً مبكراً إذا

- التنبؤ بالعديد من الأزمات بدقة (الإشارات الصحية) .
- قلة الأخطاء في التنبؤ (الإشارات الخاطئة) .
- توفير الإشارة بوقت كاف (آجال التنبؤ) .

- حالة أزمات الصرف (ارتفاع مستويات المتغيرات فوق مستواها في الفترات العادية)
- تحسن سعر الصرف الحقيقي الفعلي .
- نمو الإقراض .
- مؤشر M2 على الاحتياطي .
- في هذه الحالات يكون البلد عرضة للأزمات في وجه الصدمات .



مؤشر الهشاشة

Macroeconomic Vulnerability Index

- متوسط متقل للفروق حول متوسط ثلاثة سنوات للمتغيرات الماكروية التالية:
- سعر الصرف الحقيقي
- معدل تغير الشهر للإقراض المحلي
- M2 على الاحتياطي من العملة
- الأثقال مقلوب الانحراف المعياري للمتغيرات المكونة للمؤشر .