



أزمات أسعار الصرف

الأزمة المالية:

- إن الأزمة المالية التي انفجرت في النصف الثاني من سنة ١٩٩٧ في شرق آسيا تعد الأخيرة في سلسلة من الأزمات المالية التي هزت العديد من الدول الصناعية والناشئة
- قدرت بـ ١٥٨ أزمة صرف من ١٩٧٥ إلى ١٩٩٧ .
- إن الاندماج المالي غير من طبيعة هذه الأزمات خاصة في مجال الآثار الانتشارية Spillover effects والعدوى Contagion التي أصبحت آثارها تزداد مع هذا التطور .



■ لكن يبقى الكثير من التشابهات مع الأزمات المعروفة والسابقة تقسم الأزمات المالية إلى:

- أزمات الصرف
- الأزمة المصرفية
- أزمة الديون الخارجية.

تعريف أزمة الصرف

■ تلخص في انهيار أسعار الصرف (انخفاض شديد) أو نضوب احتياطي الصرف

منهجية تحليل الأزمات

- يتلخص في دراسة سلوك المتغيرات الأساسية في فترات ما قبل وأثناء وبعد الأزمات للتعرف على الأسباب الاقتصادية والتنظيمية التي أدت إلى انفجار الأزمات المالية
- تقييم تكاليف الأزمة خاصة في مجال ضياع الإنتاج والنمو .
- تقسم فترة الدراسة إلى فترة أزمة وفترة عادية ومن ثم يتم دراسة سلوك هذا المتغيرين خلال الفترتين بمقارنة المتوسطات واختبارها معنويًا إحصائيًا .
- تستعمل بعض الدراسات النماذج الاحصائية القياسية لدراسة سلوك هذه المتغيرات
- تسمح هذه الدراسات لتصنيف هذه الأزمات حسب العديد من الميزات التي تساعد على صياغة سياسات ناجمة لتقادي هذه الأزمات في المستقبل .

دينامكية الازمات

- حدوث أزمة معينة (صرف مثلاً) قد تتطور لتصبح أزمة مصرفية أو أزمة مديونية
- في الدول النامية عادة ما تسبق أزمة البنوك أزمة الصرف وأزمة المديونية مثل ما حدث في تركيا وفنزويلا في منتصف التسعينات . كما سبقت أزمة البنوك أزمة المديونية في كولومبيا والمكسيك والبيرو والأوروغواي والناجمة عن سحب التمويل الخارجي ١٩٩٢ .
- في دول جنوب شرق آسيا فإن البداية كانت أزمة صرف تحول إلى أزمة بنكية وأزمة مديونية .
- لكن في العموم هذا الترابط لا يعني وجود سببية مع هذه الأزمات .



معايير تحديد أزمات الصرف

■ المعايير الإحصائية

- Kamisky and Reinhart (1999)

$$I = (\Delta e/e) - (\sigma_e / \sigma_R) * (\Delta R/R)$$

$$I = \bar{I} + 3\sigma(I) \quad \text{■ الأزمة إذا كان:}$$

- إذا كانت نسبة التخفيض الشهرية أكبر من ٢٥% و ١٠% أو أكبر من نسبة التخفيض في الشهر السابق.

- الأحداث التي تسببت أو تتبع الأزمة:

■ غلق سوق الصرف

■ تغيير نظام الصرف



قياس الأزمة وتحديد مدتها

- قياس الأزمة وتحديد مدتها تعوقه عدة مشاكل .
- التعرف على مسلسلات الضغوط على سعر الصرف وتحديد مدتها قد يتم باستعمال بعض المعايير الاحصائية .
- أزمة الصرف تعرف ببساطة على أنها تدهور (تخفيض) شديد للعملة فهذا المعيار يستثنى حالات خضعت فيها العملة لضغوط شديدة لكن السلطات نجحت في الدفاع عن العملة عن طريق التدخل في سوق الصرف أو بواسطة أسعار الفائدة .



تابع: قياس الأزمة وتحديد مدتها

■ بالمقابل يمكن بناء مؤشر للضغوطات المضاربية مثل تغير العملة، تغير الاحتياطي، وأسعار الفائدة. فمثلاً يمكن استعمال متوسط متقل لسعر الصرف، الاحتياطي، وسعر الفائدة لدولة معيارية لدراسة مسلسلات أزمة الصرف. ومنه يتم التعرف على الأزمات بواسطة القيم المتطرفة لمؤشر الضغوطات المضاربية.

■ مثل هذا المؤشر سيدرج مسلسلات الأزمات التي تدهور فيها سعر الصرف بشدة وكذلك المسلسلات التي كان فيها تدخل السلطات قويا للحيلولة دون انهيار سعر الصرف

■ ويتم تحديد مسلسل الأزمة عندما يفوق المؤشر $(1,5 \times \text{الانحراف المعياري} + \text{متوسط المؤشر})$ القيمة المعيارية.



تحديد الازمات

- واستناداً لهذه المعايير تم تحديد ما بين يناير ١٩٧٥ نوفمبر و١٩٩٧ ما يعادل ١٥٨ مسلسلاً يمثل أزمات صرف
- عدد الأزمات في النصف الأول من الفترة (١٩٧٥-١٩٨٦) احتوى على عدد أزمات أكبر من النصف الثاني (١٩٨٧-١٩٩٧)
- بالإضافة أن الدول المتقدمة شهدت أزمات أقل من الدول الناشئة.



اختيار المتغيرات

- بعد تحديد فترة الأزمات، يتعين على الباحث اختيار بعض المتغيرات التي يتوقع سلوكها أن يتغير خلال الأزمة عن الفترات الأخرى.
- يتم اختيار هذه المتغيرات استناداً إلى النماذج النظرية لسلوك أسعار الصرف، وميزان المدفوعات
- وكذلك أدبيات حول المؤشرات المبكرة والدراسات السابقة حول الأزمات المالية.

نماذج تفسير الازمة

- الأدبيات الأولى حول أزمات الصرف والمعروفة بنماذج الجيل الأول ركزت على دور الأساسيات الاقتصادية في تسبب الأزمات .
- هذه النماذج فسرت الأزمة على أساس أنها نتاج عدم تناسق في السياسات المحلية مثل دوام تمويل النقدي للعجز أو الإبقاء على سعر الصرف المثبت .
- هذه الاختلالات يمكن أن تدوم ما دام البنك المركزي قادر على توفير العملة الأجنبية لتمويل ميزان المدفوعات .
- لكن عندما تنخفض الاحتياطيات لمستوى حرج فإن الضغوطات تتصاعد وتؤدي إلى ارتفاع الهجوم التضاربي على العملة كمقدمة لحدوث أزمة صرف .

تابع: نماذج تفسير الازمة

- هذه النماذج استنتجت أن تدهور الأساسيات تشكل مؤشراً قديماً لحدوث الأزمة وكذلك عن طريق تطورات مثل تسارع العجزات في الميزانية، معدلات مرتفعة نمو للكتلة النقدية، تضخم متسارع، عجز مرتفع في ميزان المدفوعات، انخفاض متسارع في مستوى الاحتياطي، ارتفاع أسعار الفائدة.
- دور الاختلالات الماكروية في تسبب أزمات الصرف في نماذج الجيل الأول كانت واضحة في العديد من الحالات.



تابع: نماذج تفسير الازمة

- السياسات النقدية المالية التوسعية ولدت رواج اقتصادي، تراكم الديون الخارجية، وارتفاع معدلات الاستثمار في الأصول الثابتة. فالسياسات التضيقية التي تليها والتي رسمت لمراقبة التضخم وتسهيل التعديل الخارجي، والتعديل المرافق لأسعار الأصول أدت إلى تباطؤ الاقتصاد وارتفاع مشاكل خدمة الديون، وارتفاع مستويات القروض غير الجيدة.
- العوامل الماكرواوية خاصة سياسات الرواج الناجمة عن توسع الأقرض وجدت لها قوة في إحداث هشاشة في النظام المالي.

نماذج الجيل الأول

- إن العيب الأساسي لنماذج الجيل الأول هو تقديمها وصفات سياسات محاربة الأزمة بطريقة ميكانيكية مثل التمويل النقدي كل العجز في الميزانية وتدخل البنك المركزي في تخفيض الضغوط على سعر الصرف عن طريق بيع الاحتياطي من العملة .
- نماذج الجيل الثاني تقر وجود تنافر بين الأهداف الاقتصادية للحكومة وكذلك الضغوطات في الأهداف الحكومية والتي تولد ميولات متناقضة ما بين إنهاء نظام تثبيت سعر الصرف وكذلك الدفاع عنه في نفس الوقت .

نماذج الجيل الثاني

- وبعد التأكد هذا، فإذا كانت تكاليف الدفاع عن نظام سعر الصرف المثبت ترتفع عندما يتوقع المتعاملون التخلي عن هذا النظام فإن سوق الصرف سيكون خاضعا لتوقعات ذاتية الحصول "Self-fulfilling expectations"
- فإذا كان المستثمرون يتوقعون أن الحكومة سوف تتخلى عن نظام التثبيت إذا كانت الهجمات التضاربية قوية فإنهم سوف يجبرون الحكومة على التخلي وذلك بالتصرف وفق هذه التوقعات وذلك بالرغم من جودة الأساسيات ووجود جزء كبير من المستثمرين الذين يؤمنون بعدم ضرورة سحب الأموال في بداية الأمر ولكن سوف يتبعون بالتالي بعض المستثمرين الذين يتوقعون إنهيار نظام التثبيت.
- هذا السلوك والمعروف Herd Behavior سيؤدي إلى تعاظم احتمال انهيار نظام الصرف وبالتالي حدوث أزمة الصرف.



آثار العدوى

- أزمات الصرف يمكن أن تتولد عن طريق آثار العدوى Contagion بحيث أن حدوث أزمة في بلد معين تؤدي إلى حدوث أزمات في بلدان أخرى.
- هذه العدوى يمكن أن تنتقل عن طريق
- ميزان المدفوعات والارتباطات المالية
- أو بكل بساطة عن تشابه الأساسيات الماكروية.

العوامل الخارجية

- مجموعة أخرى من الدراسات ركزت في تفسير الأزمات المالية على العوامل الخارجية مثل التحول الكبير والمفاجيء في حدود التبادل وأسعار الفائدة الدولية والتي أثرت على الكثير من الدول في نفس الوقت والتي تعرف بالآثار "Monsoonal effect" الموسونية.
- انخفاض غير متوقع لأسعار الصادرات يؤثر على خدمة ديون المؤسسات وبالتالي ينعكس على أداء البنوك. بالإضافة تقلبات أسعار الفائدة في الدول الصناعية أصبحت ذات أهمية قصوى في أسواق الدول الناشئة مما يعكس اندماج الأسواق المالية وعولمة الاستثمار.



تابع: العوامل الخارجية

- انخفاض أسعار الفائدة في الدول الصناعية أدى إلى تدفق الأموال نحو الأسواق الناشئة فإن ارتفاعها المفاجيء قد يؤدي إلى تدفق عكس لهذه الأموال.
- هذا الارتفاع يؤدي إلى رفع تكاليف البنوك والمؤسسات للحصول على التمويل ويزيد من مشاكل الاختيار العكسي والمخاطر الأخلاقية وهشاشة النظام المالي.



دراسة تسلسل الاحداث

- من مزايا هذه الطريقة السهولة تفاديا لمشاكل التوصيف والاختبارات المعروفة في النماذج الهيكلية
- من عيوبها أنها أحادية البعد حيث لا تأخذ بعين الاعتبار القوى التي تؤثر على المتغيرات قبل وأثناء وبعد الأزمة. بعض الدراسات أرادت تفادي هذا القصور
- حاولت دراسة الأزمات باستعمال نماذج Logit وprobit والتي تتطلب بيانات ودرجات حرية كبيرة نظرا لطول مدة نافذة الأزمة (٥ سنوات أو ٤٨ شهرا) بالإضافة إلى قصر السلاسل الزمنية المتوفرة.



تابع: دراسة تسلسل الاحداث

- بالإضافة إلى ندرة الأزمات (أقل من ٢% من مشاهدات العينة) فإن استعمال هذه النماذج قد يؤدي إلى سوء توصيف النماذج. نماذج دراسة الأحداث عبر الأشكال البيانية Graphical Event Study تعاني أيضاً من تنوع البلدان واختلاف التجارب وبالتالي فإن الاستنتاجات المبنية على المتوسطات قد تكون عديمة الجدوى. ويمكن تفادي هذه الظاهرة جزئياً وذلك بتنميط البيانات.



الاقتصاد الكلي قبل الأزمة

- الأحداث المؤدية إلى أزمةٍ صرف تلخص في التوسع الاقتصادي Overheating مصحوبا بسياسة نقدية توسعية نمو قوى للاقتراض المحلي، عملة قوية Overvalued
- وفي بعض الأحيان وجود تضخم مرتفع، ضعف مالي وارتفاع مديونية المصارف غير مدعومة باحتياطي صرف وانخفاض أسعار الأصول
- بالإضافة في بعض الحالات ارتفاع أسعار الفائدة على السوق الدولية وتدهور حدود التبادل والتي تؤدي إلى إضعاف الاقتصاد والتمهيد للدخول في أزمة



المنهجية المستعملة في تحليل الأزمات

- إن المنهجية المستعملة في تحليل الأزمات تسمى بتحليل ودراسة الأحداث "Event study" حيث يتم تقسيم العينة إلى فترتين نافذة أزمة Crisis window ومراحل ارتخاء Tranquil periods
- ويتم فصل مشاهدات المتغير إلى هاتين الفترتين .
- ويتم حساب متوسط كل متغير لكل فترة ويتم رسمها في شكل بنياني متعامد .
- ويتم اختيار ٤٨ شهر ممرکز حول تاريخ الأزمة لتحديد نافذة الأزمة والمحددة بالبيانات الشهرية .
- وفي حالة البيانات السنوية يتم اختيار نافذة طولها ٥ سنوات ممرکزة حول تاريخ الأزمة .



تابع: المنهجية المستعملة في تحليل الأزمات

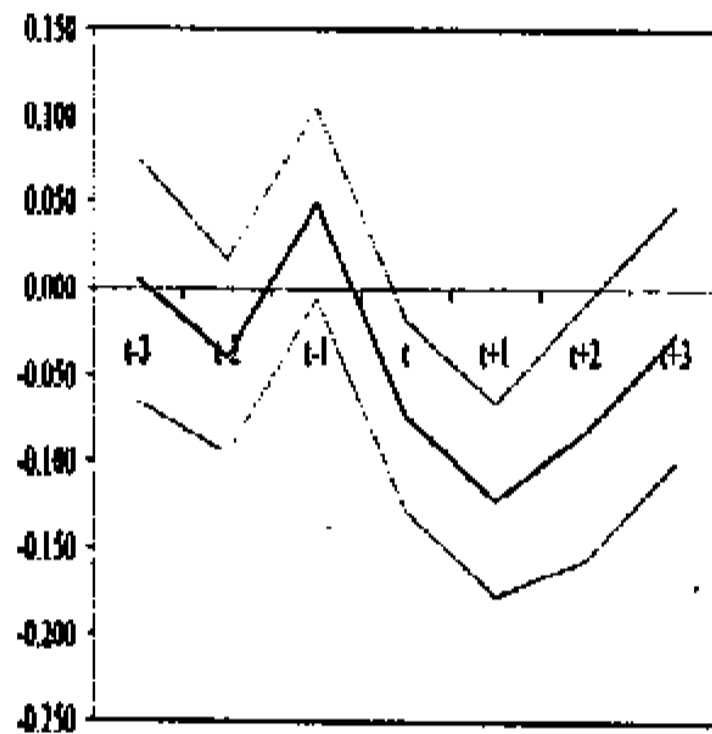
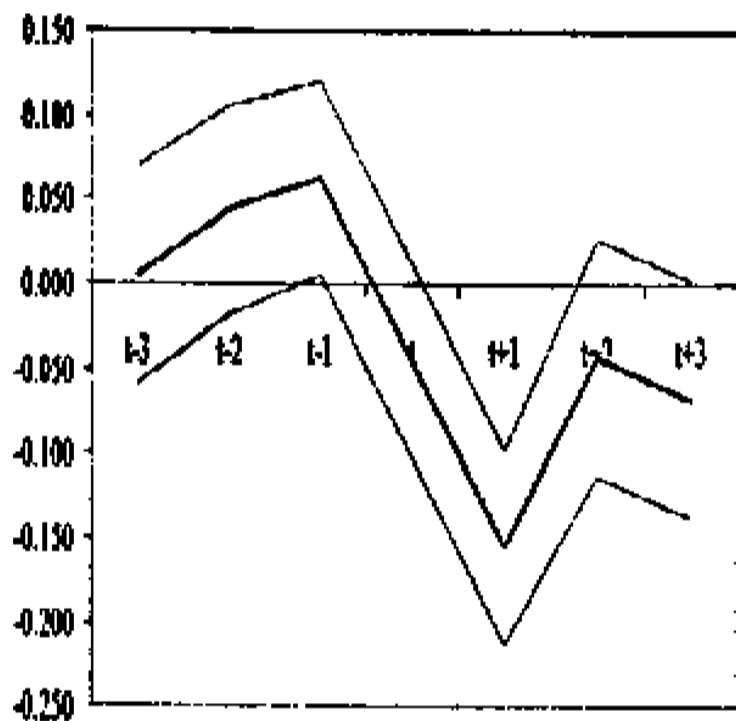
- أما العيب الثالث فيتمثل في أنه قد لا تختلف بلدان العينة،
- لكن حالات الأزمة قد تختلف جذرياً خاصة فيما يتعلق بسلوك بعض المتغيرات وعلاقتها بنوع الأزمة (شديدة، متوسطة، طويلة، قصيرة).
- ولحل هذه المشكلة يتم تقسيم الأزمات إلى عدة أنواع والتي يمكن عرض جزء منها:

أنواع الازمات:

- أزمات الدول الصناعية
- أزمات الدول الناشئة



Real Appreciation





تابع: أنواع الازمات

- أزمات تميزت أساساً بانتهاء العملة
- أزمات تميزت أساساً بنضوب الاحتياطي
- أزمات شديدة
- أزمات متوسطة
- أزمات مرتبطة بأزمة بنكية
- أزمات ذات معافات سريعة
- أزمات ذات معافات بطيئة
- ويتم مراقبة ومقارنة كل المتغيرات حسب التقسيم أعلاه وذلك لمحاولة اكتشاف بعض السلوكات الأساسية التي تميزت خلال هذه الازمات .

سوابق الأزمات

- قبل انفجار الأزمة فإن القيمة الحقيقية للعملة تكون أعلى من قيمتها خلال الفترة العادية. تصل هذه النسبة إلى ٢٥% بالنسبة للدول الناشئة.
- لكن دراسة معنوية الاختبار ما بين فترات الأزمة والفترات العادية تشير إلى عدم اختلافها في العديد من الحالات خاصة تلك المتعلقة مع أزمة البنوك وحالات أزمات احتياطي الصرف.
- تحسن سعر الصرف قبل الأزمة صاحبه تدهور في أداء الصادرات لكل مع درجة معنوية إلا في الأشهر الأربعة الأولى من بداية نافذة الأزمة. وعدم معنويتها في حالة الدول الصناعية.
- الميزان التجاري لم يعطي دلالات اختلاف في المراحل التي تسبق الأزمة ما عدا في بعض الحالات.



تابع: سوابق الأزمات

- حدود التبادل عموماً تدهورت في المراحل التي تسبق الأزمة ولكن اختلفت معنوياً عن الفترات العادية إلا في الأشهر القليلة قبل الأزمة.
- لكن بالنسبة للدول الناشئة وفي حالات أزمات الصرف المقترنة بأزمات البنوك تدهور حدود التبادل كان شديداً وانطلق ستة تقريباً قبل الأزمة.
- التضخم كان معنوياً مرتفعاً عن مراحل ما قبل الأزمة مقارنة بالفترات العادية.
- في الأسواق الناشئة كان ١٥-١٠% أعلى من الفترات العادية.

علامات الضغوطات التضخمية

- خلال المراحل الأولى للأزمة كانت علامات الضغوطات التضخمية واضحة، حيث أن معدل نمو الكتلة النقدية أكبر من النمو في المراحل العادية.
- نفس الشيء بالنسبة لنمو الاقتراض المحلي.
- هذا السلوك كان مختلفاً حسب طبيعة الأزمة، حيث أن هذا النمو لم يتعدى ذلك في المراحل العادية بالنسبة للأزمات الحادة ولا الأزمات ذات التعافي السريع.
- بالمقابل كان النمو سريعاً بالنسبة لأزمات احتياطي الصرف وأزمات ذات التعافي البطيء.

أسعار الفائدة

■ سلوك أسعار الفائدة لعب دوراً معنوياً في تسريع الأزمة أو منعها عن طريق تأثيرها المباشر عبر كمؤشر (Signal) لحث السلطات على الدفاع عن نظام التثبيت ودليل لفحوى السياسة النقدية .

■ أسعار الفائدة الحقيقية في المراحل الأولى للأزمة كانت أقل من مستوي المراحل العادية، لكن في الفترات المتقدمة من الأزمة أصبحت أسعار الفائدة أعلى .

أسعار الأصول الحقيقية والمالية

■ سبقت معظم الأزمات انخفاض أسعار الأصول الحقيقية والمالية (العقار والأسهم) ونفس الشيء بالنسبة لمعدلات تغير أسعار الأصول،

■ هذا الاختلاف لم يكن معنوياً في كل الفترات ولا في كل أنواع الأزمات .

الاحتياطي من العملة الأجنبية

- سلوك الاحتياطي من العملة الأجنبية لم يعطي أي شكل نمطي عندما يعبر عنه بأشهر الواردات
- القيمة الدولية للاحتياطيات المطلقة انخفضت مع تقدم الأزمة.

انعكاس تدفق رؤوس الأموال

- العديد من الأزمة ارتبطت بانعكاس تدفق رؤوس الأموال ونضوبها وتزايد الضغوطات على سوق الصرف الناجم عن الطلب المتزايد للعملة الأجنبية.
- فنسبة الكتلة النقدية (M2) للاحتياطيات الأجنبية ارتفعت خلال الفترة ما قبل الأزمة.
- هذا السلوك أكثر وضوحاً في حالات أزمات الاحتياطي، والأزمات الشديدة، وأزمات ذات المعانات البطيئة وكذلك أزمات انهيار أسعار الصرف.

الانتعاش الاقتصادي

- العديد من الدراسات أشار أنه من أسباب الأزمات الانتعاش الاقتصادي دون وجود تنظيم محكم ودون احتياطات لازم.
- فباستعمال مؤشر تغير M2 إلى M1 كدليل للتغير في الوساطة المالية وبالتالي يعكس التحريك المالي فإن سلوك هذا المؤشر كان معنوياً أعلى عن الفترات العادية في المراحل الأولى من الأزمة ثم بدأ بالانخفاض، لكن هذا السلوك لم يكن نمطياً في كل الأزمات.



معدل النشاط الحقيقي

- كان معدل النشاط الحقيقي عبر مراحل الأزمات كلها أقل من معدلات النمو في المراحل الهادئة.
- هذا السلوك أكثر وضوحاً في الأزمات المقرونة بالأزمات المصرفية وأزمات انهيار الصرف والأزمات ذات التعافي البطيء.
- في الأزمات الأخرى كان تحسن النمو واضحاً في المراحل اللاحقة اللازمة.



أسعار الفائدة العالمية

- الكثير من الدراسات أشارت أن أسعار الفائدة العالمية كانت بشكل ضمني مسببة لبعض الأزمات خاصة مع ارتفاع التكامل في الأسواق المالية وحساسية تدفقات رؤوس الأموال لتغيرات هذه المعدلات.
- أسعار الفائدة العالمية ارتفعت معنوياً وكانت فوق مستوى الفترات العادية.



التنافر ما بين أهداف السياسة الاقتصادية

- نماذج الجيل الثاني عادة ما تركز على التنافر ما بين أهداف السياسة الاقتصادية في التحسن في أزمات الصرف
- حيث أن ارتفاع إشعار الفائدة للدفاع عن نظام التحسين قد يؤدي إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة مما يؤدي إلى عدم قبول هذا التنافر.
- ففي حالة أزمة ERM سنة ١٩٩٢ وجد أن معدلات البطالة في الدول الصناعية كانت أكثر من مستواها في الفترات الهادئة.

الموازنة

- العديد من الدراسات وجدت أن العجز الشديد في الموازنة والميزان الجاري لعبت دورا معنويا في هذه الأزمات،
- دراسات أخرى وجدت أن تذبذب رأس المال قصير المدى خاصة في حالات الاتجاهات العكسية.

ما بعد الأزمات

- ما بعد الأزمة مباشرة تنخفض أسعار الفائدة إلى مستويات أقل من متوسطها في الفترات العادية وتحسن إلى بعد ٢٤ شهر بعد الأزمة وهذا بالرغم من حدوث تضخم ١٢ شهر بعد الأزمة.

تابع: ما بعد الأزمات

- نفس النمط يحصل لأسعار الصرف الحقيقي لكن بمستويات معنوية مختلفة، ويستثنى منها أزمات احتياطي الصرف والأزمات ذات التعافي البطيء .
- ارتفاع معدل التضخم بعد الأزمة كان سائداً في كل فترات الأزمات .
- ارتفع معدل نمو الصادرات بعد الأزمة ووصل إلى المستويات العادية بعد ١٢ شهر من تاريخ الأزمة .
- نفس السلوك بالنسبة للميزان التجاري والميزان الجاري ولكن بقيم مختلفة .
- تحسن الموازين الخارجية ساعد على تحسن الاحتياطي الأجنبي: فخلال سنة وصلت هذه الاحتياطيات إلى مستواها العادي .



تابع: ما بعد الأزمات

- تقلص نمو المجاميع النقدية الحقيقية بشكل حاد نسبياً بالرغم من تخفيض معدلات الفائدة الحقيقية لمستويات أقل من الفترات العادية.
- نفس التراجع حدث لنمو الأقرض المحلي ويجدر مقارنة سلوك هذه المجاميع مع الأزمات ذات التعافي السريع والتعافي البطيء حيث أنه في الأولى تحفّضت أسعار الفائدة الحقيقية أقل ومنه انكماش المجاميع النقدية كان أقل والتضخم أيضاً كان أقل.
- انخفاض الكتلة النقدية وتحسن مستوى الاحتياطي أدى إلى تحسن نسبة الكتلة النقدية إلى الاحتياطي إلى مستواها العادي.

تابع: ما بعد الأزمات

- انخفاض هذا المؤشر ارتفع مستوى الثقة في الاقتصاد وعادة العملة لاستقرارها لكن مع فارق في سرعة الرجوع إلى المستويات العادية ما بين مختلف أنماط الأزمات
- ملاحظة العودة السريعة في حالة الأزمات ذات التعافي السريع.
- انخفاض معدل نمو الناتج الصناعي بعد الأزمة لكن بدرجات متفاوتة حسب طبيعة الأزمة.
- مما أدى إلى نمو أسعار الأصول إلى ارتفاع بطيء.



تكلفة الأزمات

- إن الأزمات المالية يمكن أن تكون مكلفة جداً في المجال الجبائي وشبه الجبائي الناجم عن إعادة هيكلة القطاع المالي
- وعموماً بآثارها على النشاط الاقتصادي وعدم مقدرة الأسواق المالية على السير الفعال.
- إن الأزمات المالية يمكن أن تؤدي إلى سوء استغلال الموارد المالية وسوء تخصيصها وبالتالي إلى فقدان الإنتاج.
- ولتقييم هذه الخسائر فإننا سنقارن (مثل معدلات النمو) مستويات بعض المتغيرات بعد الأزمة مع مستويات الاتجاه العام قبل الأزمة.

تابع: تكلفة الأزمات

- ولم يكن هنالك فرق معنوي في زمن التعافي ومعدل الخسائر ما بين أزمات انهيار أسعار الصرف وأزمات الاحتياطي (سنة و٧% في المتوسط).
- أزمات أسعار الصرف المرتبطة بالأزمات المصرفية (ما بين سنتين) كانت أكثر مدة وأكثر تكلفة حيث دامت ٢,٥ سنة لمعدلات النمو لتعود لمستواها الاتجاهي و٩% خسارة متراكمة في معدلات النمو.
- ويقدر التكاليف بالفرق ما بين المستوى الحالي ومستوى الاتجاه العام منذ انطلاق الأزمة إلى زمن التعافي.



تابع: تكلفة الأزمات

- معدلات النمو للناجح وصلت إلى مستوياتها العادية بعد ١,٥ سنة وكانت الخسارة ٤,٥% بالنسبة للنمو الاتجاهي.
- يجدر بالإشارة أن ٤٠% من الأزمات لم يسجل بها خسارة في النمو.
- زمن التعافي في الدول الناشئة كان أقل من الدول الصناعية لكن نسبة الخسائر كانت أعلى في الدول الناشئة.

الخاتمة

- لا توجد أزمة تشبه الأخرى وبالتالي فإنه من الصعب أن يشمل أي نموذج كل خصائص الأزمات .
- لكن بالرغم من ذلك بعض الخصائص المشتركة يمكن استنتاجها من مقارنة المتغيرات الاقتصادية والمالية .
- قبل حدوث الأزمة يكون الاقتصاد في حالة غليان **Overheating** ارتفاع معدلات التضخم، وارتفاع قيمة العملة مما يؤثر على قطاع التصدير وميزان المدفوعات .
- السياسة النقدية توسيعية والاقتراض المحلي ينمو بشكل كبير. مما يهدد أهداف أسعار الصرف في الأنظمة المثبتة أو محدودة المرونة .



تابع: الخاتمة

- ارتفاع الهشاشة المالية مع ارتفاع خصوم (مطويات) القطاع المصرفي غير المغطاة بالاحتياطي وانخفاض أسعار الأصول (الأسهم والعقارات) .
- تدهور حدود التبادل وارتفاع أسعار الفائدة العالمية تشمل هذه الهشاشة إلى أزمة .
- أزمات الدول الناشئة أعمق من أزمات الدول الصناعية، لكن معافاتها كانت أسرع .
- الأزمات ذات المعافاة السريعة كانت مرتبطة بتحسن سريع في قطاع الصادرات .



تابع: الخاتمة

- أزمات الصرف يمكن أن تكون مكلفة، لكن ليست كلها كذلك. أزمات الصرف المقترنة بانتهاء أسعار الصرف أكثر تكلفة من أزمات الصرف التي تنهار فيها احتياطي الصرف.
- أكثر الأزمات تكلفة وطولاً هي أزمات الصرف المقترنة بالأزمة المصرفية