

الخاتمة العامة

شهد الاقتصاد العالمي عدة أزمات مالية سايرت مختلف مراحل تطور النظام النقدي والمالي الدوليين. لكن عدد تلك الأزمات قد زاد منذ بداية ثمانينات القرن العشرين، وتوسع نطاقها وتفاقت آثارها السلبية متزامنة العولمة المالية وتكامل الأسواق المالية الدولية. و قد تطلب ذلك تقوية توجه البحث لإيجاد وابتكار آليات للوقاية من هذه الأزمات أو على الأقل التخفيف من حدة الآثار السلبية المترتبة عنها.

تتمثل أهم العوامل المتسببة في نشوب الأزمات المالية في رفع كل الضوابط عن الأسواق المالية، وزيادة تعقد تقنيات المضاربة والهندسة المالية. ومن العوامل التي كان لها دور أيضا في نشوبها نذكر عدم الاتساق بين النظم التجارية والمالية والنقدية الدولية، فضلا عن عدم إصلاح الهيكل المالي العالمي.

تدل الأزمات المالية المتعاقبة في العقود الثلاثة الأخيرة، والمتسمة بطابع عالمي، على مدى صحة التوصيات التي وجهها العديد من الاقتصاديين وصانعي السياسات من أجل تحسين الحوكمة النقدية والمالية الدولية. هكذا، حاول الباحثون الاقتصاديون وواضعو السياسات في كل دولة إيجاد الحلول سواء في مجال تجنب الأزمات والوقاية منها أو في كيفية علاجها وإدارتها.

هدف بحثنا الأساسي هو تقديم مساهمة في إطار بناء نظام إنذار مبكر بالأزمات المالية بأنواعها الثلاث (أزمات الصرف، الأزمات المصرفية والأزمات المزدوجة). تتمثل مساهمتنا في محاولة تطوير نموذج قياسي لأجل تقدير أهم مؤشرات الإنذار المبكر لعينة تتكون من ستة دول متقدمة (الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، المملكة المتحدة، ألمانيا، فرنسا وإيطاليا)، خلال الفترة الممتدة من 1980 إلى 2009، وذلك باستعمال منهجية نماذج البيانات المدمجة (*Panel Data Models*). ولكن قبل ذلك، توجب علينا القيام بحوصلة حول الوضع الفني في هذا المجال من الناحيتين النظرية والتطبيقية. هكذا تضمن عملنا ثلاثة فصول. خصصنا الفصل الأول لشرح الأسس النظرية لتفسير الأزمات المالية؛ و خصصنا الفصل الثاني لتلخيص أهم مناهج التنبؤ المسبق بقدمها، والمؤشرات المستعملة في بناء أنظمة الإنذار المبكر. أما الفصل الثالث والأخير، فخصصناه لتطوير نموذج قياسي للإنذار المبكر بالأزمات المالية. نلخص فيما يلي أهم النتائج التي توصلنا إليها.

قدمنا في الفصل الأول حوصلة نظرية للنماذج المفسرة للأزمات المالية. صنفت هذه النماذج في ثلاثة أجيال أساسية. تمكنت نماذج الجيل الأول من تقديم تفسير جيد لأزمات المديونية خلال ثمانينات القرن الماضي. لكنها لم تستطع تفسير الأزمة المكسيكية التي حدثت في السنة، 1994 استنادا إلى منطق ضعف الأساسيات الاقتصادية الكلية. يؤخذ على نماذج الجيل الأول كونها ركزت على المظاهر والإفرازات المالية للأزمات فحسب، وأهملت الإفرازات الحقيقية على الاقتصاد، إذ لا تكون الأزمات مستقلة تماما عن التحركات الحاصلة في الميزان التجاري أو في الحساب الجاري. ما يؤخذ، كذلك، عليها هو أنها لم

تفرق بين المضاربين المقيمين والمضاربين غير المقيمين، ولم تهتم كثيرا بحركية رؤوس الأموال التي لعبت دورا جوهريا في الأزمات المالية في البلدان الناشئة.

أنتج مفهوم التوازنات المتعددة والأزمات الذاتية النشوب، في الجيل الثاني لتفسير الأزمات، الذي طوره Obstfeld، إسهامات جديدة ومعتبرة فيما يتعلق بنظريات أزمات الصرف. فسر Obstfeld ظهور التوازنات المتعددة بالتوقعات الذاتية النشوب للمتعاملين في السوق. رغم ذلك، يعاب على نماذج الجيل الثاني كونها غير كافية لإدراك وتفسير العلاقة بين هذه التوقعات وكيفية التنسيق بينها، بالإضافة إلى عدم تحديد التاريخ الدقيق لبداية نشوب هذه المضاربات.

أثبتت نماذج الأزمات من الجيلين الأول والثاني محدوديتها في تفسير الأزمة الآسيوية للسنة 1997، إذ ركزت على دور الاختلالات الاقتصادية الكلية في نشوب الأزمات المالية فحسب. فعلا، لم تكن الدول الآسيوية التي تضررت من الأزمة تشتكي من أي مشاكل أو اختلالات؛ بل كانت وضعية أساسياتها الاقتصادية جيدة، أي لا وجود لأي تعارض بين نظام الصرف الثابت والسياسات الاقتصادية بشكل يقود إلى حدوث خسائر متتالية في احتياطات الصرف وفقا لمنطق الجيل الأول. بالإضافة إلى ذلك، لم يكن هناك تعارض بين الدفاع عن استقرار سعر الصرف من قبل السلطات النقدية ومضاربات المستثمرين في السوق وفقا لمنطق نماذج الجيل الثاني. أدى هذا إلى بروز عوامل جديدة ممثلة للصدمات التي تمس الأساسيات الاقتصادية كهشاشة النظام المصرفي والمالي أو تدهور ميزانيات الهيئات غير المالية، التي مثلت في مجملها أساس نماذج الجيل الثالث لتفسير الأزمات.

صنفت نماذج الجيل الثالث في ثلاث مجموعات رئيسية على أساس المداخل المتبعة: مدخل الأساسيات الاقتصادية الذي يستند إلى ظاهرتي الإنتقاء المعاكس والتصرف غير الأخلاقي، والمقترن بضمانات الحكومة الضمنية؛ مدخل الهلع المالي الذاتي النشوب، والذي تتولد عنه اختلالات مصرفية ومالية دولية حادة؛ و مدخل آثار الهيكلية المالية التي تظهر في ميزانيات المؤسسات المدينة.

يركز مدخل الأساسيات الاقتصادية على نمذجة سلوك النظام المصرفي في اتجاه وحيد يتمثل في سعيه إلى تعظيم أرباحه بغض النظر عن المخاطر المتعلقة بهذا التعظيم، باعتبار أنه لا يتحمل أية خسائر في حالة حدوث اضطرابات اقتصادية في ظل الضمانات الضمنية المقدمة من طرف الحكومة. ولكنه أهمل، في ذات الوقت، الخسارة في رأس المال التي يمكن أن تتحملها المصارف في حالة نشوب أزمة، والتي تظهر بتغيير خطوط الإقراض لهذه المصارف، فتنقل هذه الآثار السلبية لتمس المؤسسات والعائلات على حد سواء، مما يؤدي إلى تقلص الاستثمار والاستهلاك. هذا من جهة. من جهة أخرى، أهملت نماذج هذا المدخل الآثار التشاؤمية لانخفاض مديونية القطاع العام الخارجية، والتزامات القطاع الخاص بالعملية

الصعبة، وخاصة المصارف المحلية التي لديها وضعيات صرف قصيرة الأجل بأحجام كبيرة، وتمنح قروضا طويلة الأجل بالعملة المحلية. تتعمم الاختلالات الحادة التي تلي الأزمات، في الغالب، من خلال ظاهرة انتشار العدوى، وتؤدي إلى حدوث خسائر كبيرة في رأس المال سواء في القطاع الخاص أو القطاع العام. هكذا، ترتفع المديونية العامة والخاصة وتتفاقم الأزمة بحدوث تقلص في الإنتاج. أخيرا و ليس آخرا، يؤخذ على هذا المدخل كونه لم يفسر مسار انتشار الأزمة من بلد لآخر، في ظل غياب صدمات خارجية مشتركة.

من خلال مدخل الهلع المصرفي يمكن، من جهة، إظهار مسار حدوث الإفلاس المعمم للأعوان الاقتصاديين والذي يتولد نتيجة ظاهرة العدوى المالية؛ ومن جهة أخرى، تفسير مسار انتقال الأزمة من الدائرة المالية إلى الدائرة الحقيقية للاقتصاد. وعلى عكس مدخل الأساسيات الاقتصادية الذي يركز على الآثار الحقيقية للأزمة فحسب، يركز مدخل الهلع المصرفي، كذلك، على الخاصية الذاتية في نشوب الأزمات، وهو ما يتوافق ونماذج الجيل الثاني، بحيث تنشأ الاضطرابات المالية (أزمة السيولة المصرفية) بمجرد حدوث تغيرات بسيطة في توقعات الأعوان الاقتصاديين في السوق. ينتقل الاقتصاد من حالة التوازن إلى حالة الهلع المصرفي بحيث تتحقق توازنات متعددة تبعا لتوقعات السوق ورد فعل الحكومة (السلطات النقدية). مع ذلك، تبقى الدراسات الميدانية غير قادرة على توضيح تحقق التوازن المتعدد.

يعتبر مطورو مدخل آثار الميزانية أن النماذج المطورة وفق المدخلين السابقين لم تكن كافية لتفسير الأزمة الآسيوية للسنة 1997، ولم تقدم صورة كاملة لأسباب وكيفية حدوثها، بالرغم من أنها فسرت عدة جوانب مهمة فيها. أكدت نماذج هذا المدخل أن المداخل السابقة أهملت دور هيكلية ميزانيات المؤسسات في نشوب وتفاقم الأزمة المالي؛ كما أهملت دور هروب رأس المال الأجنبي في تدهور قيمة العملة المحلية. هكذا وعلى عكس المدخلين السابقين حاول مطورو مدخل آثار الميزانية تفسير نشوب الأزمات المالية بالتركيز على القطاع غير المالي دون إهمال دور النظام المصرفي في حدوث الأزمة.

خصص الفصل الثاني لعرض الدراسات التطبيقية المتعلقة بنظم الإنذار المبكر للأزمات المالية. عرضنا في المبحث الأول أهم الطرق المستعملة في بناء أنظمة الإنذار المبكر، وعرضنا في المبحث الثاني حوصلة حول أهم الدراسات الميدانية لاكتشاف الأزمات المالية المبكر. نظرا لشدة الأزمات المالية وخطورة النتائج المترتبة عنها، قام عدد من الباحثين، على اختلاف أفكارهم، ببناء نماذج قياسية لبلد واحد أو لعينة من البلدان الصناعية أو الناشئة، ولفترة زمنية معينة. تهدف هذه الدراسات إلى حصر أهم محددات الأزمات المالية بشكل يمكن من استعمالها كمؤشرات مرجعية في التنبؤ بهذه الأحداث.

يلاحظ على هذه النماذج أنها لا تقدم سوى تفسيراً بعدياً للأزمات المالية، وليس لها القدرة على التنبؤ بفعالية كافية بالأزمات اللاحقة. تقتصر فائدة هذه النماذج، باستثناء نماذج صندوق النقد الدولي ونماذج بعض المصارف الدولية، على الدوائر الأكاديمية، ولا تتحقق قيمتها العملية إلا عند الأزمة القادمة. يتطلب هذا إجراء دراسة خاصة لكل أزمة على حدى والإحاطة بمتغيراتها وأسبابها، لخصر أهم المؤشرات التي تسمح بالتنبؤ بالأزمات المالية قبل وقوعها، واستخلاص أنجع السبل والإجراءات اللازمة لتسييرها وإدارتها.

أثبتت البحوث التي أجريت من قبل عدد من المؤسسات النقدية والمالية الدولية، والباحثين الأكاديميين، أن بعض النماذج كانت مفيدة في التنبؤ بالأزمات، رغم أن فعالية هذه النماذج تظل أمراً نسبياً. يعني هذا أن النماذج قد تفيد في تحديد البلدان الحساسة لنشوب اضطرابات اقتصادية ومالية بها، خلال فترة زمنية معينة، أكثر مما تفيد في التنبؤ بتوقيت الأزمات. يعد هذا في حد ذاته مساهمة قيمة لنظم الإنذار المبكر لأنه يساعد على تركيز الاهتمام على البلدان التي تحتاج إلى تعديلات في سياساتها قبل تطور الأزمة.

خصص الفصل الثالث، الذي يمثل الجانب التطبيقي للأطروحة، لتطوير نموذج إنذار خاص بدول العينة، مع محاولة إدراج بعدين إضافيين مقارنة بالدراسات الميدانية السابقة. يتمثل البعد الأول في توسيع نطاق الأزمات المدروسة لتشمل ثلاثة أصناف من الأزمات هي: أزمات الصرف، الأزمات المصرفية والأزمات المزدوجة، بخلاف الدراسات الميدانية السابقة التي ركز معظمها على صنف واحد من الأزمات. و يتمثل البعد الثاني في إحداث صدمات على مؤشرات الإنذار المبكر المستخلصة من النماذج المقدره بواسطة دوال الاستجابة الفورية (*IRFs*) لاختبار صلابتها في التنبؤ.

أثبتت نتائج الدراسة أنه توجد دلالة اقتصادية وإحصائية قوية، في حالة دول العينة، بين عدد من مؤشرات الإنذار المبكر والمتغيرات المعروفة للأزمات بأنواعها الثلاث (أزمات الصرف، الأزمات المصرفية والأزمات المزدوجة). تتمثل هذه المؤشرات أساساً في: مؤشر الإنتاج الصناعي، مؤشر التضخم، مؤشر الاختلالات النقدية، مؤشر الاختلالات الخارجية الجارية، مؤشر السيولة المصرفية، مؤشر الملاءة المصرفية، مؤشر نسبة الودائع المصرفية إلى الكتلة النقدية بمفهومها الواسع ومؤشر وضعية النظام المصرفي القصيرة الأجل.

انطلاقاً من النتائج القياسية المحصل عليها في الدراسة التطبيقية، استنتجنا أن هذه المؤشرات تعكس ثلاث اختلالات أساسية.

أولاً: الاختلالات الاقتصادية الكلية، و تشمل، أساسا، الارتفاع في معدلات التضخم وانخفاض مؤشرات الإنتاج الصناعي. تؤدي معدلات التضخم المرتفعة إلى حدوث اختلالات في قيم الأساسيات الاقتصادية نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية وتقلص الطلب المحلي، مما يولد آثارا سلبية على القطاع الاقتصادي والمالي ككل؛ كما يعكس انخفاض مؤشر الإنتاج الصناعي حالة الركود الاقتصادي في البلد ويزيد من احتمال نشوب الأزمة.

ثانياً: اختلالات مؤشرات تدفق رأس المال وتتمثل، أساسا، في مؤشر الاختلالات النقدية ومؤشر الاختلالات الخارجية الجارية. يمكن تفسير هذه الاختلالات بهروب رأس المال الأجنبي وزيادة الطلب على تحويل العملة الوطنية إلى عملة أجنبية، مما يؤدي إلى تدهور قيمة هذا المؤشر ويزيد من احتمال نشوب أزمة ثقة، لدى المستثمرين المحليين، يمكن أن تتحول إلى أزمة سيولة حقيقية في النظام المصرفي من شأنها أن تؤدي إلى إفلاس جزء منه، فتتولد أزمة مصرفية. يمكن تفسير الاختلالات الخارجية الجارية بارتفاع عجز الحساب الجاري الذي يشكل مؤشرا عن إمكانية نشوب أزمة صرف، خاصة إذا مول هذا العجز بتدفقات مالية قصيرة الأجل.

ثالثاً: الاختلالات التي تمس المؤشرات المصرفية وتتمثل، أساسا، في مؤشر السيولة المصرفية، مؤشر الملاءة المصرفية، مؤشر نسبة الودائع المصرفية إلى الكتلة النقدية بمفهومها الواسع ومؤشر وضعية النظام المصرفي القصيرة الأجل. يعكس ارتفاع مؤشر السيولة المصرفية وجود ضغوط على الجهاز المصرفي، نتيجة نقص في السيولة، إما بسبب تقلص الودائع أو تزايد حجم القروض الممنوحة. يعكس مؤشر الملاءة المصرفية عدم الاستقرار المالي في النظام المالي لهذه الدول، وضعفا في مواجهة المخاطر بأنواعها، و هو ما يزيد من احتمال نشوب الأزمة. يفسر مؤشر نسبة إجمالي الودائع المصرفية إلى الكتلة النقدية بمفهومها الواسع بانخفاض نسبة الودائع إلى عرض النقود بمفهومه الواسع، والذي يعكس ضعفا في الثقة بين المتعاملين والنظام المصرفي أو يعكس مشاكل السيولة لدى المصارف. يفسر مؤشر الوضعية القصيرة للنظام المصرفي بقدرة الأصول المقيمة بالعملة الصعبة لدى الجهاز المصرفي المحلي على تغطية الالتزامات الخارجية بالعملة الصعبة. هذا ويمكن تفسير معظم الأزمات التي حدثت عن طريق توسع المصارف بالإقراض بالعملة الأجنبية لمؤسسات تفتقر إلى مصادر ثابتة من الإيرادات بالعملة الأجنبية، مما يجعل هذه المصارف عرضة للمخاطر.

بالإضافة إلى المؤشرات السابقة، يمكن تفسير الأزمات التي حدثت في بلدان العينة، أو في البلدان الأخرى، بعدد من العوامل الاقتصادية والمالية، وحتى السياسية، التي كان لها دور جوهري في نشوب الأزمات وانتقال عدوها إلى اقتصاديات أخرى. تتمثل أهم تلك العوامل في التحرير المالي المفرط،

استفحال ظاهرة المضاربة، ضعف الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية وغياب الشفافية والإفصاح عن المعلومات. ومن الأسباب التي أدت كذلك إلى نشوب الأزمات المالية، إضافة إلى العوامل السابقة، تعاضم الاستهلاك عن طريق الاقتراض لشراء العديد من السلع بالتقسيط، وبشكل يفوق قدرات الأشخاص على السداد.

وعليه، يكون التنبؤ بالأزمات المالية أمرا يصعب التوصل إليه فعليا. فالأزمات التي تحدث بسبب تراجع وضعف في المؤشرات الاقتصادية الأساسية، قد يكون من الممكن التنبؤ بها، ولكن يقل احتمال توقع نماذج الإنذار المبكر للأزمات التي تحدث بسبب نقص الرقابة والإشراف، وانعدام الشفافية في المصارف والأسواق المالية، وكذلك تلك التي تنتج عن عوامل وأحداث يصعب تكميمها، أو الناتجة عن الخطر المعنوي أو من تأثير العدوى وسلوك المستثمرين. إذن، لا يكفي الفهم الجيد للأسباب التي أدت إلى نشوب الأزمات الماضية، ولكن المطلوب أيضا هو الإحاطة والإدراك الجيد للأحداث التي يمكن أن تعجل بنشوب الأزمات المالية.

تعتبر ظاهرة العدوى المالية من أهم الظواهر الحديثة التي تمثل تحديا كبيرا عند تصميم نظام الإنذار المبكر بالأزمات المالية في أي دولة، حيث أنه من الممكن أن تكون المؤشرات الاقتصادية للدولة سليمة ولكنها سرعان ما تتأثر بالعدوى المالية من دولة لأخرى، وهو ما يجعل دراسة أوضاع الاقتصاديات المجاورة أحيانا ضروريا عند تصميم نظام للإنذار المبكر.

تصدر نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية في بعض الأحيان إشارات خاطئة، بحيث تتنبأ بأزمات لا تحدث وتفتتها أزمات وقعت بالفعل، إلا أنها، مع ذلك، توفر معلومات مفيدة. لذلك يجب النظر إلى نظم الإنذار المبكر على أنها أداة من بين أدوات تحليل المخاطر الداخلية والخارجية؛ كما يجب أن يكون استخدامها جزءا من تحليل أوسع نطاق.

تظل فعالية نظم الإنذار المبكر، باختلاف مناهجها، أمرا نسبيا. فعلا، رغم التطور الحاصل في طرق ووسائل بناء هذه النظم، ورغم الكم المتزايد من المتغيرات الاقتصادية الكلية والجزئية الذي يدرج بشكل دوري في هذه النظم لتحسين نجاعتها وقدرتها على رصد الأزمات، إلا أنها تحيد في كثير الأحيان عن تتبع واكتشاف عدد من الأزمات التي حدثت سابقا.

هذا و لا يخلو بحثنا من بعض النقائص تتعلق بالجانب القياسي، يمكن تلخيصها في نقطتين أساسيتين. تتمثل النقطة الأولى في اقتصار العينة على ستة دول متقدمة فقط، بالإضافة إلى الاعتماد على بيانات سنوية، وليس شهرية أو فصلية، مما يضعف حجم العينة ودرجة تمثيلها. يعود هذا النقص إلى عدم توفر

هذه البيانات لكثير من المؤشرات الأساسية التي يجب دراستها قبل تصميم نظام الإنذار المبكر. كما أن هناك عددا من البيانات والمعلومات الهامة، التي يجب أن يتضمنها نظام الإنذار المبكر للأزمات المالية والاقتصادية، يصعب الحصول عليها نظرا إما لعدم توفرها، أو لسريتها، أو لعدم القدرة على تكميمها. تتمثل النقطة الثانية في خلو نموذج الإنذار المبكر من بعض المؤشرات الكيفية كالاختلالات السياسية أو القانونية المنظمة لحركة رؤوس الأموال؛ كما يخلو من المتغيرات الاقتصادية الجزئية الخاصة بالقطاع المالي وغير المالي كتلك التي تعكس حجم مخاطر الصرف والسيولة وهيكله المديونية لدى المؤسسات.

رغم هذه النقائص التي نعي أهميتها النسبية، يظل هذا البحث محاولة علمية جادة تشكل مرحلة هامة يمكن، على أساسها، فتح آفاق جديدة للبحث. وفي هذا المجال، نذكر على سبيل المثال: دراسة علاقة الأزمات المالية وإصلاح النظام المالي والنقدي الدولي؛ دراسة عدوى انتقال الأزمات المالية؛ دراسة دور تحرير رأس المال في انتشار الأزمات المالية.