

الأزمات المالية : مفهومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة

الدكتور هيل عجمي جميل
كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
جامعة آل البيت-الأردن

الملخص

تعرضت بعض البلدان المتقدمة والنامية للعديد من الأزمات المالية في العقود الماضية وقد تراوحت هذه الأزمات ما بين أزمة نقدية وأزمة مصرفية وحدثت بصورة منفردة أو تراكمت سوية في بعض البلدان، فقد تراكمت الأزمة النقدية والأزمة المصرفية في الأزمة المكسيكية (١٩٩٤-١٩٩٥) والأزمة الآسيوية (١٩٩٧)، وغالباً ما ينظر للدول ذات المستويات العالية من الديون الأجنبية قصيرة الأجل والديون التي تخضع لأسعار فائدة متغيرة وعالية وعدم ملائمة نظام الصرف الأجنبي فيها وتوسعها السريع في عمليات التحرير المالي قبل اكتمال الأسس الموضوعية وتوسعها المفرط في الائتمان المصرفي وانتشار الفساد الإداري والدول المستقبلية لكميات كبيرة من رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة قصيرة الأجل والدول التي يزداد التدخل الحكومي في أعمال المصارف والتي تتعرض لعجز في موازينها المالية وموازينها الجارية بأنها الدول المرشحة أكثر من غيرها لأزمة نقدية وأزمة مصرفية، وبالفعل فإن البلدان التي تم تحليل مؤشراتها الاقتصادية والمالية وبالأخص أندونيسيا وتايلاند وكوريا تبين أنها أكثر تضرراً بالمظاهر السلبية وغير المواتية لهذه المؤشرات التي ساهمت بصورة فعلية في إحداث أزمة مالية بدأت فيها منذ عام ١٩٩٧ وخفت مظاهرها في أواخر عام ١٩٩٨. ولذلك فإن تحسين المؤشرات المذكورة وإصلاحها يمكن أن يساعد العديد من البلدان المعنية في تجنب التعرض لأزمة نقدية أو أزمة مصرفية.

وينترتب على الأزمات المالية تكاليف باهظة تتعلق بانخفاض معدل النمو الاقتصادي وهبوط الطلب الوطني وارتفاع معدلات التضخم وانخفاض حجم الصادرات والاحتياجات الدولية وزيادة الديون المشكوك فيها ونقص التمويل وتكاليف تصحيح مالي مرتفعة وصلت في بعض البلدان كالأرجنتين إلى ٤٠% من الناتج المحلي الإجمالي في بداية الثمانينيات.

المقدمة :

تعرضت البلدان المتقدمة والنامية إلى أزمات نقدية ومصرفية عديدة اختلفت في حدتها ومداهها بحسب الظروف المؤسسية والهيكلية التي واجهت هذه البلدان، وتتضمن الأزمة النقدية انخفاضاً حاداً في القيمة الاسمية للعملة الوطنية وهبوطاً في الاحتياطيات الدولية واحتمال تخلي البلد عن نظم الصرف غير الملائمة لأوضاعه الاقتصادية والمالية. أما الأزمة المصرفية فتشير إلى حدوث تسرب كبير للودائع عبر الجهاز المصرفي وينبع ذلك أساساً من الانخفاض المتواصل في نوعية موجودات البنوك وارتفاع في حجم الديون المتعثرة والنقْل في أسعار الأصول وفشل المنشآت الصناعية والتجارية في تسديد ديونها للقطاع المصرفي، وقد تسارعت الأزمات المالية الحالية أكثر من السابق في ظل عولمة الأسواق المالية وحدوث تدفق مفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية من بلدان الأزمة إضافة إلى عوامل الاختلال على صعيد الاقتصاد الكلي والتشوهات في القطاع المالي وضعفه وعدم ملائمة نظم الصرف الأجنبي.

١ - هدف البحث :

يهدف هذا البحث إلى تحديد مفهوم الأزمة المالية المتمثلة بالأزمة النقدية والأزمة المصرفية التي تعرض لها العديد من البلدان خلال فترة الثمانينيات والتسعينيات، وتحليل أهم المؤشرات التي تصلح لأن تكون مؤشرات للتنبؤ بحدوث الأزمات المالية في بلدان عديدة، مع التركيز على تحليل المؤشرات الدالة على الأزمة المالية في بلدان آسيوية مختارة تعرضت فعلاً لأزمة مالية (أندونيسيا، تايلند وكوريا) كما يهدف البحث التعرف على حجم التكاليف المترتبة على الأزمات المالية في بلدان متقدمة ونامية.

٢ - أهمية البحث :

تتبع أهمية الدراسة التعرف على العوامل المسببة للأزمة المالية في بلدان عديدة وتحليل سلوك بعض المؤشرات التي سبقت الأزمة بفترة زمنية معينة كمحاولة للتنبؤ بالأزمة المالية قبل وقوعها، وبيان فيما إذا كانت البلدان التي تواجه ظروفاً متشابهة يحتمل أن تصاب بالأزمات المالية أكثر من غيرها، مما يقع على عاتق هذه البلدان تحليل هذه المؤشرات وتقييمها لاتخاذ الإجراءات الاحترازية لمنع تعرضها للأزمة المالية قبل وقوعها.

٣ - أسلوب وهيكِل الدراسة :

تعتمد هذه الدراسة على الأسلوب الوصفي التحليلي، حيث اعتمدت على تحليل المؤشرات الاقتصادية والمالية لتحديد الأزمات المالية والتكاليف المترتبة عليها في بلدان عديدة، وفي الغالب فإن الوقائع التاريخية للأزمات المالية قد ساهمت في هذا التحليل للتوصل إلى أهم الأسباب المؤدية للأزمات المالية في بلدان نامية مع التركيز على ثلاثة بلدان آسيوية تعرضت حديثاً للأزمة المالية وثلاثة بلدان عربية للتنبؤ باحتمال تعرضها لمشاكل مالية مستقبلاً، وتتضمن هذه الدراسة أربعة أقسام رئيسية، تناول القسم الأول الجانب النظري للأزمة النقدية والمصرفية، في حين استعرض القسم الثاني مؤشرات الأزمة المالية وناقش القسم الثالث مؤشرات التنبؤ بالأزمات المالية في بلدان آسيوية مختارة، واستعرض القسم الرابع حجم التكاليف المترتبة على

الأزمات المالية، وتضمن القسم الخامس أهم الاستنتاجات والتوصيات المستنبطة من تحليل الأزمة ومؤشراتها واختتمت الدراسة بخلاصة لأهم ما جاء في محتوياتها .

أولاً : الجانب النظري :

الأزمة بصورة عامة تشير إلى موقف تتضارب فيه العوامل ويؤدي فيه التغيير في الأسباب إلى تغير مفاجئ وحاد في النتائج، وبمعنى آخر فإن الأزمة هي نتاج مجموعة من العوامل المتتابعة والمتراكمة تغذي كل منها الآخر إلى أن تصل إلى حالة الانفجار^(١).

وتعرضت البلدان المتقدمة والنامية إلى أزمات نقدية (Accurency Crises) وأزمات مصرفية (Banking Crises) متكررة امتدت منذ الفترة بعد الحرب العالمية الثانية وإلى الآن، واختلفت هذه الأزمات في مداها وحجمها باختلاف هذه الدول، وهناك معايير لتحديد مفهوم الأزمات :

١- الأزمة النقدية :

يعرف جوي (Choi) الأزمة النقدية بأنها تتضمن هبوطاً شديداً في قيمة العملة الوطنية يسبقه أو يصاحبه انخفاض حاد في الاحتياطيات الأجنبية لدى السلطات النقدية، ويمكن تلمس هذه الأزمة من خلال اتجاه الأفراد والشركات والمؤسسات نحو تحويل الموجودات المالية والنقدية بالعملة الوطنية إلى العملة الأجنبية لتجنب الهبوط المتوقع في قيمة العملة الوطنية الذي قد يحدث نتيجة لظهور اختلال على صعيد الاقتصاد الكلي، وتصبح السلطات النقدية في هذه الحالة غير قادرة في الدفاع عن السعر الثابت للعملة الوطنية مما يجبرها على التخلي عنه لصالح تبني نظم صرف مرنة وخاصة عندما تسود مستويات سعر صرف لا تتسجم مع واقع الاقتصاد الكلي .

ويشير كذلك (كيمينكسي وآخرون^(٢)) إلى أن هناك أسلوبين لتوضيح الأزمة النقدية، الأول : هو الأسلوب التقليدي . ويشير هذا الأسلوب إلى أن التوسع في الائتمان المحلي المصحوب بزيادة في الطلب على النقود في ظل أسعار الصرف الثابتة يؤدي إلى حصول مضاربات حادة على العملة الوطنية وانخفاض حاد في حجم الاحتياطيات الأجنبية وعندئذ ستضطر السلطات النقدية للتخلي عن سعر الصرف الثابت للعملة الوطنية لعدم إمكانيتها الدفاع عنه عند مستوى ثابت، وفي الوقت نفسه فإن الحفاظ على سعر الصرف الثابت بحد ذاته يصبح أمراً مكلفاً، لأن قيام السلطات النقدية برفع أسعار الفائدة الوطنية من أجل دعم العملة الوطنية عند مستوى معين يجعل كلفة الحفاظ على أسعار الصرف الثابتة مرتفعة بالنسبة للحكومة وذلك فيما يتعلق بارتفاع خدمة الدين العام التي تتحملها في حالة رفع أسعار الفائدة الوطنية .

ويفترض الأسلوب التقليدي أن الفترة السابقة للأزمة النقدية تتسم بانخفاض تدريجي ومستمر في الاحتياطيات الأجنبية وبمعدل نمو سريع في الائتمان المحلي ويتوسع في إصدار النقود لتمويل القطاع العام، وأشار شاس وآخرون^(٣) إلى أن البلدان التي تعرضت لأعنف هجوم من قبل المضاربين هي البلدان ذاتها التي كانت تعاني من ضعف في القطاع المصرفي والذي تم قياسه من خلال معدل النمو في الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص خلال الفترة المحصورة بين ١٩٩٠ وحتى عام ١٩٩٤، وكذلك البلدان التي يسودها معدل صرف مقيم بأكثر مما يجب والذي يقاس بالانخفاض في قيم العملات الوطنية للفترة ١٩٨٦-١٩٨٩ إلى الفترة ١٩٩٠-١٩٩٤، وحدد كل من فرانكل وروز أن الأزمة النقدية تشير إلى الهبوط في معدل الصرف

الاسمي للعملة الوطنية بما لا يقل عن ٢٥% وزيادة في معدلات التضخم بما لا يقل عن ١٠% سنوياً^(٥).

أما الأسلوب الحديث لتحديد الأزمة النقدية فإنه يعطي دوراً للتوقعات المتشائمة في تفسير الأزمة، ومعنى ذلك أن الأزمة النقدية ربما تقع حتى دون حدوث تغيير في الظروف الاقتصادية، فالإقتصاد الوطني قد يكون متوازياً في ظل سعر صرف ثابت ولكن التوقعات المتشائمة ربما تقود فيما بعد إلى تغيير في السياسات الاقتصادية، ومن ثمَّ يجعل التخلي عن نظام الصرف أمراً محتماً وتقود العلاقة المتبادلة بين القطاعات إلى انتشار العمليات ذات الطبيعة المتأزمة إلى بقية قطاعات الإقتصاد القومي^(٥)، وربما تنتشر الأزمات بين الدول من خلال أثر العدوى وتكون بداية لأزمة مدفوعات دولية، ويبدو أن أثر العدوى أدت دوراً في أزمة المكسيك لعام ١٩٩٤-١٩٩٥ فالدلائل تشير إلى وجود ارتباط بين تحركات أسعار الأسهم والسندات وقيم العملات الوطنية بين أسواق الدول الناشئة في أعقاب الأزمة المذكورة، كما أن تطورات الأزمة في بلدان جنوب شرق آسيا تشير إلى دور العدوى في انتشار الأزمة المالية نتيجة للروابط التجارية الوثيقة والتشابه في سمات الإقتصاد الكلي^(٦).

٢- **أما الأزمة المصرفية:** فيمكن تعريفها بأنها ارتفاع مفاجئ وكبير في سحبيات الودائع من البنوك التجارية، وينبع ذلك أساساً من الانخفاض المتواصل في نوعية الموجودات المصرفية، فعندما تكون الودائع غير مضمونة فإن انخفاض نوعية محفظة القروض وتزايد القروض الرديئة منها يمكن أن يؤدي إلى الأزمة المصرفية، وفي هذه الحالة يتوجه العملاء إلى سحب ودائعهم قبل أن يتعرض المصرف للأزمة، ولكن سحب الودائع لا يمكن أن يحدث في حالة وجود مؤسسات متخصصة لضمان الودائع، وقد لوحظ أيضاً في السنوات الأخيرة أن تسرب الودائع من المصارف كان له الأثر الأكبر في حدوث الأزمة المصرفية في الثمانينيات والتسعينيات في الأرجنتين والفلبين وتركيا والأوروغواي وتايلندا وفنزويلا، ولعل هروب الودائع من المصارف في كوريا وأندونيسيا نتيجة للمشاكل المتمثلة بتدهور نوعية الموجودات المصرفية وتدهور الثقة في الجهاز المصرفي سبب مهم في تحديد الأزمة المصرفية فيها^(٧).

فقد تزايدت القروض الرديئة في تايلند واندونيسيا في منتصف عام ١٩٩٦، وسجل الإقراض المقدم لقطاع العقارات معدلاً مرتفعاً في تايلند وماليزيا الذي تزايد فيها حجم الإقراض الاستهلاكي والاستثماري في سوق الأوراق المالية، وهذه العوامل ساهمت في تعرض البنوك التجارية في هذه البلدان إلى أزمة مصرفية^(٨).

واستعرض ديمروكي وآخرون الأزمة النقدية والمصرفية في مجموعة من البلدان اشتملت على أكثر من ٥٠ دولة خلال الفترة (١٩٧٥-١٩٩٧) تبين حدوث (١٥٨) أزمة سعر صرف و (٥٤٩) أزمة مصرفية خلال تلك الفترة، ولوحظ أن الفترة الممتدة بين عام ١٩٧٥-١٩٨٦ واجهت فيها الدول أزمات سعر صرف أكثر من الفترة الممتدة بين ١٩٨٧-١٩٩٧، حيث كان عدد أزمات سعر الصرف كبيراً في منتصف السبعينيات وعلى العكس من ذلك فإن الأزمات المصرفية قد تركزت في النصف الثاني من الفترة الممتدة بين ١٩٨٧-١٩٩٧، وقد جاءت الأزمات المصرفية في الثمانينيات انعكاساً لإجراءات تحرير القطاع المالي الذي تبنته العديد من الدول خلال الفترة المذكورة، ومن خلال مقارنة أسواق الدول الصناعية مع أسواق الدول الناشئة تبين

أن أسواق الدول الصناعية واجهت أزمات نقدية وأزمات مصرفية أقل من الأسواق الناشئة، حيث كانت أزمات العملة في الأسواق الناشئة ضعف الأزمات التي ظهرت في أسواق الدول الصناعية، في حين كانت الأزمات المصرفية في هذه الدول في النصف الثاني من الفترة الواقعة بين (١٩٨٧-١٩٩٧)، وفي أسواق الدول الناشئة لا يوجد تركيز واضح لأزمات العملة لفترة معينة بذاتها، في حين أن الأزمات المصرفية في الأسواق الناشئة أكثر من ضعفي الأزمات في أسواق الدول الصناعية، وتركزت معظم أزمات العملة في الدول الصناعية بصورة رئيسية في النصف الأول من الفترة المحصورة بين (١٩٧٥-١٩٨٦)، في حين تركزت الأزمات المصرفية في الأسواق الناشئة في بداية الثمانينيات والتسعينيات^(١).

وربما تتزامن أزمة العملة والأزمة المصرفية معاً كما هو الحال في الأزمة الآسيوية ١٩٩٧ والأزمة المكسيكية ١٩٩٤-١٩٩٥، في حين أن أزمة نظام النقد الأوروبي ١٩٩٢-١٩٩٣ قد انحصرت بأزمة نقدية، ولكن الأزمة المصرفية في الغالب يسبقها أزمة نقدية خاصة في البلدان النامية كما هو الحال في تركيا وفنزويلا في أواسط التسعينيات، كما يسبق الأزمات المصرفية أزمات دين كما هو الحال في الأرجنتين وتشيلي خلال الفترة ١٩٨١-١٩٨٢، والشيء ذاته حدث في المكسيك وكولومبيا وبيرو والأوروغواي عندما توقف التمويل الخارجي في ١٩٨٢، مما أدى إلى حدوث أزمات مصرفية في هذه البلدان، أما أزمات العملة التي أصابت بلدان آسيوية عديدة في عام ١٩٩٧ فقد انتشرت إلى أزمات دين وأزمات مصرفية وهذا واضح في حالة أندونيسيا وكوريا وتايلندا، وقد ظهر للعيان الضعف في قطاع المشاريع والقطاع المصرفي بعد التعرض لأزمة العملة؛ مما أدى إلى تفاقم مشاكل الديون والمشاكل المصرفية في هذه البلدان^(١).

ثانياً : مؤشرات الأزمة :

إنّ الأزمات المالية يمكن أن تحدث لأسباب عديدة فهي لا ترتبط بالاختلال في سوق الأسهم والسندات والاختلال في موازين الحسابات الجارية فحسب وإنما تشترك عوامل أخرى في تعميق الأزمة، وهذا يتطلب مراقبة لمجموعة كبيرة من المؤشرات المالية والنقدية ومؤشرات ميزان الحساب الجاري والمؤشرات الحقيقية .

١- الاهتمام بمؤشرات الأزمة :

لقد كان هناك اهتمام كبير للتعرف على المتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تصلح كإشارات تحذير للأزمات المالية، ويمكن بناء نظام إنذار مبكر من خلال التعرف على مجموعة من المتغيرات والتي يكون سلوكها قبل حدوث الأزمة مختلفاً عن السلوك الذي تسلكه خلال الفترات العادية، وعن طريق مراقبة هذه المتغيرات فإنه من الممكن تتبع مسار أنماط سلوكها في الفترة التي تسبق حدوث الأزمة المالية.

وهناك عدد من المتغيرات التي يمكن استخدامها كمؤشرات للتعرف على الأزمة لكن اختيار هذه المتغيرات يعتمد على فهم أسباب الأزمة، فعلى سبيل المثال إذا اعتبرنا أن الأزمة النقدية تحدث فقط نتيجة لمشاكل مالية فسوف يكون هناك أولوية لمتغيرات مثل العجز الحكومي أو القروض المقدمة للقطاع العام من قبل الجهاز المصرفي وإذا قيل: إنَّ ضعف القطاع المالي هو السبب في الأزمة النقدية فبالإمكان استخدام متغيرات وثيقة الصلة بها مثل نمو القروض للقطاع الخاص والتحرير المالي وحجم القروض الأجنبية قصيرة الأجل للجهاز المصرفي وهيكل معدل الفائدة

الوطني والتغيرات في أسعار الأسهم ونوعية الموجودات المصرفية والقروض الرديئة . والشئ نفسه إذا اعتبرنا القطاع الخارجي مسؤولاً عن الأزمة النقدية، فإن المتغيرات المستخدمة كمؤشرات للأزمة هي معدل الصرف الحقيقي والتوازن في ميزان الحساب الجاري ومعدل التبادل التجاري والتباين بين معدلات الفائدة المحلية والأجنبية وهيكل تدفق الأموال الأجنبية نحو الداخل ومؤشرات القطاع الحقيقي مثل معدل نمو الإنتاج ومعدل البطالة؛ بالإضافة إلى التطورات السياسية^(١١).

لكن الافتقار إلى البيانات الكاملة لحدوث مشاكل مصرفية يجعل عملية بناء جهاز إنذار مبكر لحدوث الأزمة المصرفية أمراً صعباً في بعض الأحيان والمتغيرات الهيكلية قد لا تقدم دلائل قوية فيما يتعلق بمسألة توقيت حدوث الأزمة وحجمها، ولذلك يصبح التكهن بعملية حدوث أزمة مصرفية أصعب من التكهن في حدوث أزمة نقدية لاعتمادها على أحداث معينة مثل إغلاق الحكومة للمؤسسات المالية الضعيفة وإجراء تغيير في إدارات البنوك وفي مجالس الإدارة العامة^(١٢).

٢ مؤشرات الإنذار المبكر للأزمة المالية :

إنّ المتغيرات التي تصلح لأن تكون مؤشرات إنذار مبكر لحدوث أزمة نقدية تتمثل في الغالب بمتغيرات الاقتصاد الكلي وبصورة أكثر تحديداً إذا كانت هذه المتغيرات أعلى من معدلاتها في الأحوال العادية في أحد البلدان فمن المحتمل أن يكون سريع التأثير بأزمة نقدية، فارتفاع سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية نسبة إلى معدلها في السنتين السابقتين وزيادة عرض النقد بالمعنى الواسع نسبة إلى الاحتياطي الأخرى وذلك قبل (١٣) شهراً من حدوث الأزمة هما إشارتا تحذير لحدوث أزمة نقدية في البلدان الصناعية وأسواق البلدان النامية الناشئة، كما أن انخفاض أسعار الأوراق المالية في البلدان الصناعية وانخفاض معدلات الفائدة الحقيقية التي تعكس سياسات نقدية متساهلة والتدهور في شرط التبادل التجاري قبل (٨) أشهر من حدوث الأزمة النقدية تعطي إشارة تحذير قوية لاحتمال حدوث الأزمة النقدية في أسواق البلدان الناشئة (جدول رقم ١) .

وأزمة العملة غالباً ما تكون مسبقة بزيادة أسعار الموجودات، فمعظم الأقطار الآسيوية التي تأثرت بالأزمة المالية عام ١٩٩٧ ارتفعت فيها أسعار العقارات والأسهم بحدة في بداية التسعينيات ومن ثم بعد ذلك اتجهت هذه الأسعار للهبوط بصورة حادة ابتداءً من أواسط التسعينيات، ودلت التجربة العملية أن أسعار الأسهم بدأت بالانخفاض قبل ٦-١٢ شهراً من حدوث الأزمة في آسيا وأصبحت أسعار الأسهم سالبة خلال الـ ٦ أشهر قبل حدوث الأزمة وانخفضت إلى ٢٥ نقطة بعد حدوث الأزمة مباشرة مقارنة بالفترة العادية قبل حدوث الأزمة المذكورة^(١٣).

أما الأزمة المصرفية التي يتعرض لها الجهاز المصرفي فمؤشراتها كثيرة، وهي مؤشرات ترتبط بصورة مباشرة بسلامة النظام المصرفي، ويتمثل المؤشر الرئيسي بمخاطر رأس المال الذي يزيد من تعرض المصارف للتعثر المصرفي وذلك عندما تهبط قيمة أصول الجهاز المصرفي ويتوقف مقدار رأس المال الواجب الاحتفاظ به على مدى المخاطر التي تواجه أصول

البنك، فهناك أصول مثل القروض غير المضمونة معرضة للمخاطر بدرجة أكبر من الأصول النقدية والاحتياطيات والموجودات شبه السائلة، ومن الطبيعي أن يحتفظ البنك برأس مال أكبر عندما يقدم قروضاً إلى صناعات معرضة لتقلبات كبيرة في الربحية والنتائج، ويمكن أن يكون التآكل السريع في رأس مال البنوك لمواجهة خسائر القروض والخسائر الرأس مالية المترتبة علامة على أزمة النظام المصرفي، وخسائر القروض ذاتها تعدّ مظهراً من مظاهر الأزمة المصرفية وحتى عندما تواصل البنوك تحقيق الأرباح فإن الزيادة السريعة في الديون المشكوك في سدادها تمثل أحد المؤشرات الدالة على الأزمة التي تواجه البنوك.

كما أن عدم توافق هيكل استحقاق أصول وخصوم البنوك يعدّ من المؤشرات المهمة للأزمة المصرفية، فالاعتماد المتزايد على التمويل قصير الأجل للأصول طويلة الأجل يجعل البنوك أكثر عرضة للمشاكل المتمثلة في ضعف قدرتها للوفاء بطلبات العملاء، وفي بعض الأحوال يسبق الأزمات المصرفية زيادة غير قابلة للاستمرار في الاستثمار الممول بتدفق رأس المال الأجنبي الخاص عبر النظام المصرفي ونمو واسع وسريع في الائتمان المصرفي الممنوح لبعض القطاعات كقطاع العقارات والأوراق المالية، فقطاع العقارات التجارية في آسيا تعرض لارتفاع كبير في الأسعار وزيادة في القروض المصرفية الممنوحة له، ومع انهيار أسعار العقارات بدأت المحافظ المصرفية المستحقة الدفع في الارتفاع وتعرض النظام المصرفي للضعف^(١٤)، وقد أدت هذه الظاهرة إلى تدهور الموجودات والقروض في أمريكا في الثمانينيات وفي إنجلترا خلال الفترة ١٩٧٣-١٩٧٥ وفي أوائل التسعينيات^(١٥).

وطبقاً للتصنيف المعياري يمكن أن تحدث الأزمات المصرفية في حالة وصول الديون الرديئة إلى ١٠% من الموجودات الكلية وبلوغ كلفة عمليات إصلاح الأزمة ٢% من الناتج المحلي^(١٦).

كما يسبق الأزمة المصرفية تدفق ضخم لرؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل ويبدأ بفترة سنة قبل حدوث الأزمة، وغالباً ما ينظر للدول ذات المستويات العالية من الديون قصيرة الأجل والديون التي تخضع لأسعار فائدة متغيرة على أنها معرضة أكثر من غيرها للصدمات الخارجية والداخلية، فكل الأزمات المالية في تشيلي عام ١٩٨١ وفي تركيا عام ١٩٩٤ وفي تايلند والمكسيك عام ١٩٩٤-١٩٩٥ تعود إلى الاعتماد المفرط على الديون قصيرة الأجل لتمويل العجوزات في موازين الحسابات الجارية^(١٧). والخطورة في هذا التمويل هو توقفه المفاجئ نحو الداخل مما يعرض البلدان المستقبلية له إلى نقص في التمويل. وتدهور في أسعار الأسهم وتقلبات كبيرة في الأسعار وإلى ظواهر إفلاس باهظة التكاليف للعديد من المشاريع والمؤسسات، ويكون التوقف في تدفق رؤوس الأموال للداخل أو التراجع فيه مرتبطاً بأزمة نقدية وفي الغالب بأزمة مصرفية، وهذا واضح للعيان في بلدان أمريكا اللاتينية ١٩٩٤-١٩٩٥ والبلدان الآسيوية عام ١٩٩٧ التي كانت أكثر المناطق عرضة لتراجع التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال الأجنبية^(١٨).

كما يسبق الأزمة المصرفية قصور في الإطار المؤسسي والتنظيمي للقطاع المالي، وبالتجربة وجد أن البلدان التي تعرضت للأزمة المصرفية يكون النظام المالي والنقدي فيها إما تابعاً لتأثير حكومي بصورة مفرطة أو نظاماً حراً، فمثلاً قبل حدوث الأزمة في سيريلانكا في بداية التسعينيات كانت المصارف المملوكة للحكومة تمثل ٧٠% من النظام المصرفي وأن حجم

الديون غير المسددة وصلت إلى ٣٥% من إجمالي محفظة القروض، وفي كوستاريكا وقبل حدوث الأزمة المصرفية فيها في منتصف الثمانينيات كان ٣٠% من القروض المقدمة من قبل المصارف العامة غير مسددة، وبالمقابل فإن الأزمة المصرفية في كولومبيا في أواسط الثمانينيات والأزمة الأسبانية في بداية الثمانينيات بالإضافة إلى الأزمة التايلندية (١٩٨٣-١٩٨٧) والأزمة الماليزية (١٩٨٥-١٩٨٨) يمكن أن تعود إلى الحرية في النظام المالي قبل اتخاذ الإصلاحات على الصعيد المالي^(١٩). وقد وجد أن فرص التعرض للمخاطر أصبحت متزايدة بصورة جوهرية في الدول التي أخذت بالتحريم المالي خلال السنوات الماضية^(٢٠).

وتدل المقارنة بين التجارب في العقدين الماضيين أن المؤشرات التي تدل على الأزمات في البلدان ليست متساوية الأهمية، ويختلف نمط هذه المؤشرات التي تعتمد بشدة على تصدير المنتجات الأولية من تلك البلدان المعتمدة على تصدير المنتجات الصناعية، فبداية الأزمة المصرفية في المجموعة الأولى يسبقها تدهور في معدل التبادل التجاري وهبوط في عائد الصادرات الوطنية و انخفاض حجم الاحتياطيات الأجنبية، وفي مثل هذه البلدان يكون معدل التبادل التجاري أكثر أهمية في تقدير احتمال حدوث أزمة في النظام المصرفي من مؤشرات التقلبات في التضخم والطلب المحلي. ورغم أهمية تحديد المؤشرات الاقتصادية للتنبؤ بالأزمات لكن هناك استحالة للتكهن بها بصورة دقيقة، فقد تكون المؤشرات الجزئية غير متاحة أو البيانات غير واقعية وغير جديرة بالثقة أو لأن رجال البنوك والمقترضين يرغبون في تقديم صورة إيجابية عن أوضاع البنوك والمشاريع، ومن هنا يتطلب تحليل البيانات الكلية للاقتصاد الوطني بصورة ثابتة للحكم على مدى تعرض البلد لأزمة نقدية أو مصرفية إضافة إلى ذلك فإن مؤشرات التنبؤ بالأزمة ربما تكون غير متوافرة بالنسبة للأزمات الناجمة عن أثر العدوى لأن مثل هذه الأزمات تنشأ عن ردود فعل يصعب التكهن بها^(٢١).

(جدول رقم ١)

مؤشرات الإنذار المبكر لأزمات العملة للفترة ١٩٧٥-١٩٩٧

الأشهر السابقة للأزمة

المؤشر	مجموعة البلدان	١٣ شهراً	٨ أشهر	٣ أشهر
ارتفاع سعر الصرف الحقيقي	الصناعية الأسواق الناشئة	+	+	+
التوسع في الائتمان المحلي	الصناعية الأسواق الناشئة	×	+	+
عرض النقد بالمعنى الواسع / للاحتياطيات الدولية	الصناعية الأسواق الناشئة	+	+	+
انخفاض أسعار الأوراق المالية	الصناعية الأسواق الناشئة	×	×	×
انخفاض أسعار الفائدة الوطني الحقيقي	الصناعية الأسواق الناشئة	×	+	×
زيادة أسعار الفائدة الحقيقي الدولي	الصناعية الأسواق الناشئة	×	×	+

المصدر : IMF, World Economic, Outlook, May, 1998, P.95.

+ = تدل على تأثير الدول بالمؤشر مقابل الأشهر المحصورة بين ١٣ شهراً و ٨ أشهر و ٣ أشهر .

× = عدم تأثر الدول بالمؤشر مقابل الأشهر المذكورة .

ثالثاً : تحليل مؤشرات التنبؤ بالأزمة المالية في بلدان آسيوية مختارة

في هذا القسم سيتم استخراج وتحليل بعض المؤشرات المالية والاقتصادية الدالة على الأزمة في بلدان آسيوية تعرضت فعلاً للأزمة للتأكد فيما إذا كان بالإمكان التنبؤ بحدوث الأزمة المالية اعتماداً على تحليل هذه المؤشرات أم لا، وقد اعتمدنا في استخراج هذه المؤشرات على الإحصاءات المالية الصادرة عن صندوق النقد الدولي .

ولقد قمنا بتحليل مؤشرات الاقتصاد الكلي في كل من أندونيسيا وتايلند وكوريا التي تعرضت فعلاً لأزمة مالية في منتصف عام ١٩٩٧، وذلك لمعرفة مسار سلوك هذه المؤشرات قبل حدوث الأزمة المالية فيها وبعدها، وتضمنت هذه المؤشرات (١٦) مؤشراً. اشتملت على التغير في سعر الصرف، العجز في الحساب الجاري إلى الناتج المحلي، الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي، الاحتياطيات الأجنبية إلى عرض النقد بالمعنى الواسع، أسعار المستهلك، الدين الأجنبي/الناتج المحلي، العجز في الموازنة/الناتج المحلي، عرض النقد بالمعنى الواسع/الناتج المحلي، الودائع/مطلوبات البنوك التجارية، معدل النمو في الناتج الحقيقي، معدل النمو في الطلب الوطني، نسبة الدين الأجنبي قصير الأجل/الاحتياطيات الدولية، نسبة الدين الأجنبي قصير الأجل/الدين الإجمالي سعر الفائدة النقدي، معدل العائد على السندات الحكومية وقيمة الاحتياطيات الأجنبية، واتضح من تحليل هذه المؤشرات ما يلي :

١- عانت البلدان الثلاثة من انخفاض كبير في أسعار صرف عملاتها الوطنية وهبوط في احتياطياتها الأجنبية كمؤشرين للدلالة على اندلاع أزمة نقدية فيها، إذا هبطت أسعار صرف عملات هذه البلدان بصورة حادة وبلغ معدل الهبوط ٩٥% في أندونيسيا / ١٠١% في كوريا

و ٨٤,٥% في تايلند وذلك في عام ١٩٩٧، والهبوط الكبير في سعر الصرف يعدُّ مؤشراً لحدوث الأزمة النقدية والمصرفية لأنه يعرض الجهاز المصرفي إلى مخاطر الصرف الأجنبي ويترك أثراً ضاراً على العملاء .

٢- إنَّ الارتفاع في سعر العملة الوطنية قبل ٣١ شهراً يمكن أن يكون مؤشراً لأزمة نقدية، ويشير الجدول رقم (٢) إلى أن أسعار الصرف الحقيقية لعملات البلدان الثلاثة كانت مقبلة بأكثر مما يجب خلال الفترة التي سبقت الأزمة ١٩٩٠-١٩٩٦، وهذه العملات هي بالأصل مقبلة بالدولار الأمريكي الذي ارتفع سعره إزاء الين الياباني في عام ١٩٩٧، مما أدى إلى ارتفاع أسعار عملات البلدان الآسيوية الثلاثة إزاء العملات الأخرى ومنها الين الياباني، والارتفاع في أسعار صرف عملات هذه البلدان قبل الأزمة قد أثر بصورة سلبية في القدرة التنافسية للصادرات الوطنية وفي الميزان التجاري والاحتياطيات الأجنبية لديها .

٣- أما معدل التضخم فكان معتدلاً قبل الأزمة لمحاولة السلطات النقدية الحفاظ على الاستقرار في مستويات الأسعار المحلية، فقبل الأزمة المالية كانت معدلات التضخم منخفضة في هذه البلدان، لكن عند حلول الأزمة ارتفعت معدلات التضخم في البلدان الثلاثة نتيجة لانخفاض أسعار صرف عملاتها الوطنية وأصبح هذا الأمر أكثر وضوحاً في عام ١٩٩٨، ونستطيع القول: إنَّ معدل التضخم لن يبدي أثراً محسوساً للتعرف على الأزمة المالية قبل حدوثها وذلك لاستقرار مستويات الأسعار في البلدان المذكورة .

٤- إنَّ الأزمة المالية في البلدان المذكورة قد سبقها تدفق ضخّم لرؤوس الأموال قصيرة الأجل في هذه البلدان، وبدأ قبل أكثر من أربع سنوات من حدوث الأزمة، أي ما بين عام ١٩٩٢-١٩٩٦، ومع ثبات سعر الصرف وانخفاض سعر الفائدة بالخارج مقارنة مع الداخل ومع فتح الأسواق النقدية والمالية أمام الأجانب وقابلية التحويل في البلدان الآسيوية، فإن ذلك شجع على تدفقات هائلة لرؤوس الأموال الأجنبية الخاصة وبالذات عبر ما يسمى بصناديق الاستثمار التي تهدف إلى اغتنام فرص الربح السريع في هذه البلدان عبر عمليات المضاربة في أسواقها المالية والخروج السريع منها، مما سبب نزفاً هائلاً في الموارد نحو الخارج أثناء الأزمة، وهذه الصناديق هي بمنزلة ديناصورات تتحرك بوحشية بين الأسواق وهي تتعامل بأصول مالية تتجاوز حجم الاحتياطيات الدولية التي تملكها البنوك المركزية في مختلف العالم وأدت دوراً شريراً في انهيار العملات والأسواق المالية^(٣٣) .

ويمكن القول: إنَّ أزمة العملة في البلدان الثلاثة المذكورة حدثت مع التدفق المفاجئ لرأس المال نحو الخارج بعد أن كان هذا التدفق إلى الداخل ضخماً قبل الأزمة، وتجربة المكسيك في أزمتها عام ١٩٩٤ لها خط مائل مع البلدان الآسيوية في أزمتها عام ١٩٩٧ حيث بدأ رأس المال يتدفق إليها بصورة كبيرة خلال السنين الأربع قبل الأزمة .

٥- أما معدل النمو في الناتج فقد بدأ بالهبوط في بعض هذه البلدان بفترة سنة قبل الأزمة (تايلند وكوريا) وخلال الأزمة بدأ الإنتاج المذكور يهبط بحدة وتعرض لهبوط أكبر بعد سنة من الأزمة - أي في عام ١٩٩٨، حيث بلغ -٣,٣% في أندونيسيا و -٨% في كوريا و -٥,٨% في تايلند في العام المذكور .

٦- كما سبق الأزمة هبوط في معدل نمو الطلب الوطني الذي بدأ بفترة سنة قبل الأزمة - أي في عام ١٩٩٦ وواصل هبوطه خلال الأزمة (١٩٩٧) ووصل إلى أدنى مستوياته بعد سنة من مضي الأزمة - أي في عام ١٩٩٨، حيث بلغ الهبوط في معدل النمو في البلدان الثلاثة المذكورة - ١٩% خلال عام ١٩٩٨ مقابل ٩+ % كمتوسط للفترة ١٩٩٠-١٩٩٥ (جدول رقم ٢).

٧- أما السياسة النقدية في هذه البلدان فكانت توسعية قبل الأزمة وهذا واضح من ارتفاع مطلوبات الجهاز المصرفي والزيادة في عرض النقد بالمعنى الواسع منسوبا للنتائج المحلي قبل الأزمة وبعدها، إذ تجاوز عرض النقد (M_2) الناتج المحلي في بعض البلدان الآسيوية (تايلند عام ١٩٩٨)، ويعزى ذلك جزئياً إلى عدم مواكبة أسواق الأوراق المالية تطور الاقتصاد الوطني، مما يعني أن تمويل التراكم السريع لرؤوس الأموال قد تم من خلال لجوء الشركات إلى الاستدانة وخصوصاً من البنوك وغيرها من أجهزة الوساطة المالية.

٨- لقد سبق أزمة النظام المصرفي في البلدان المذكورة نمو سريع للانتمان المصرفي طيلة الفترة ١٩٩٠-١٩٩٦ وما بعدها، ويمكن قياس ذلك من خلال مؤشرين، الأول: الانتمان الممنوح للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي ونسبة الدين إلى أسهم رأس المال، ولقد توسع انتمان القطاع الخاص في معظم بلدان شرق آسيا بمعدل سريع خلال فترة الثمانينيات والتسعينيات وبحلول عام ١٩٩٥ أصبحت نسبة انتمان القطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي مساوية للنسبة المسجلة في الولايات المتحدة إن لم تزد عليها، فضلاً عن ذلك فقد كانت نسبة الدين إلى أسهم رأس المال شديدة الارتفاع في البلدان الآسيوية، وارتفعت هذه النسبة من قرابة ٩٠% في الستينيات إلى ما يقرب ٣٥٠% في منتصف الثمانينيات قبل أن تنخفض إلى نحو ٣٠٠% في النصف الأول من التسعينيات، غير أن نسبة الدين إلى أسهم رأس المال وصلت قبل الأزمة المالية إلى ٤٠٠% وبالمقابل بلغت هذه النسبة في اليابان قرابة ٢٠٠% وأكثر بقليل عن ١٥٠% في أمريكا في فترة التسعينيات، وتشير هذه النسبة المرتفعة في بلدان شرق آسيا إلى تعرض القطاع المصرفي وقطاع الشركات إلى مخاطر الصدمات وربما تقادم الضعف نتيجة للطبيعة قصيرة الأجل التي تتميز بها الديون وأثر ذلك في ضعف القدرة على التسديد وزيادة أعباء القروض المصرفية^(٢٣).

ومن الناحية التاريخية، فإن الأزمات المالية التي عصفت ببعض بلدان العالم خلال الخمسين سنة الماضية يلحظ وجود عامل مشترك فيها، وهو تسارع نمو الانتمان المصرفي دون ضوابط وكانت البنوك المحلية في تايلند وكوريا وأندونيسيا قد مولت جزءاً مهماً من حاجة المشاريع عبر عمليات الاقتراض من الخارج بعملات أجنبية^(٢٤).

٩- لوحظ أن السنتين السابقتين على اندلاع الأزمة الآسيوية (١٩٩٥-١٩٩٦) تسارعت الديون قصيرة الأجل التي تقل مدتها عن سنة وارتفاع أسعار الفائدة وعدم وجود فترة سماح، فقد وصلت الديون قصيرة الأجل منسوبة إلى الاحتياطيات الدولية إلى ٢٦٤% في كوريا و ١٦٠% في أندونيسيا و ١٣٣% في تايلند عام ١٩٩٧، وفي أندونيسيا وصل الدين قصير الأجل إلى الدين الإجمالي ٢٥% وفي تايلند ٥٠% وفي كوريا ٤١% وذلك قبل عام من الأزمة المالية فيها أي في عام ١٩٩٦ (جدول رقم ٢)، وفي كوريا كان ما بين ٢٠-٣٠% من الديون قصيرة الأجل في أواسط ديسمبر ١٩٩٧ هي للبنوك الأجنبية التي كان يجب أن

تدفع خلال السنة^(٢٧) وخلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٦ بلغت القروض قصيرة الأجل ١٥% في كوريا و ١١% في تايلند و ٨% في أندونيسيا وذلك من إجمالي القروض قصيرة الأجل الممنوحة لجميع البلدان النامية^(٢٥)، وتدل هذه المؤشرات على وجود علاقة وثيقة بين درجة الاعتماد على الديون الأجنبية قصيرة الأجل وحرية دخولها وخروجها وبين الضغط على سعر العملة الوطنية، فارتفاع الديون بهذه الصورة يؤدي إلى ارتفاع خدمة الديون وارتفاع نسبة ما يستقطع من الصادرات الوطنية لخدمة الأقساط ومدفوعات الفائدة واستنزافاً أكبر للاحتياطيات الأجنبية^(٢٦) كما أن ارتفاع الديون قصيرة الأجل بالنسبة للاحتياطيات الدولية يزيد من مخاطر الدول المقترضة لها، والمعروف أن المستويات العالية من الالتزامات قصيرة الأجل التي يدخل فيها النظام المالي تتضمن أيضاً مخاطر التهافت على السحب من البنوك وحدثت أزمات في النظام المالي برمته، لذلك تزداد مخاطر التعرض للآزمات المالية عندما تكون النسبة بين الديون قصيرة الأجل والاحتياطيات مبالغاً فيها^(٢٧).

١٠. كما أن العجز في الحساب الجاري منسوباً للنتائج المحلي يعدُّ مؤشراً تحذيرياً لوقوع الأزمة المالية، وبالفعل تعرضت كل من أندونيسيا وتايلند وكوريا إلى عجز في موازين الحسابات الجارية خلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٥ وهي فترة سبقت الأزمة التي تعرضت لها هذه البلدان وتزايدت هذه العجزات بصورة أكبر قبل سنة من حدوث الأزمة أي في عام ١٩٩٦ نتيجة للتدهور في معدل التبادل التجاري والأداء الضعيف للميزان التجاري، حيث بدأت أسعار الصادرات بالانخفاض منذ عام ١٩٩٦ (كوريا) ووصل العجز في ميزان المدفوعات الكوري على سبيل المثال ٨,٥ مليار دولار عام ١٩٩٥ و ٢٣ مليار دولار عام ١٩٩٦ - أي بنسبة ٤,٧% من الناتج المحلي الإجمالي للعام المذكور، واعتمدت هذه البلدان في الغالب على القروض الأجنبية قصيرة الأجل لتمويل العجزات الكبيرة في موازينها الجارية^(٢٨)، ثم اتجهت العجزات الجارية في هذه البلدان للتناقص خلال الأزمة نتيجة لاتباعها سياسات نقدية ومالية انكماشية لتصحيح الاختلال الهيكلي فيها وتحولت العجزات المذكورة إلى فائض في عام ١٩٩٨ شملت البلدان الثلاثة المذكورة.

١١. يرى بعضهم أن الزيادة في أسعار الفائدة الوطنية في هذه البلدان ربما زاد من احتمال تعرضها للأزمة المصرفية، وكانت أسعار الفائدة الوطنية في البلدان المذكورة أعلى من أسعار الفائدة على الدولار والهدف من ذلك هو توجه السلطات النقدية للمحافظة على أسعار الصرف الثابتة، ولكن ربما ينجم عن ذلك تكاليف تمويل مرتفعة بالنسبة للحكومة كجهة مدينة للجهاز المصرفي، وقد ترتب على الأزمة المالية في هذه البلدان زيادة كبيرة في أسعار الفائدة الوطنية وصل إلى ٢٧% في أندونيسيا و ١٤% في تايلند عام ١٩٩٧ (جدول رقم ٢)، والزيادة في أسعار الفائدة بهذه الصورة قد نجم عن عوامل مختلفة مثل ارتفاع معدل التضخم وزيادة أسعار الفائدة الدولية والتحرير المالي أو رفع أسعار الفائدة بهدف تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف مقابل هجوم المضاربين^(٢٩).

١٢- إن هبوط الودائع المصرفية كنسبة من إجمالي المطلوبات يعدُّ مؤشراً للأزمة المصرفية، فالسحب المفاجئ للودائع يحمل معه آثار مشابهة للآثار غير المواتية لتدفق رؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل التي سرعان ما يتم سحبها من البلد عند حدوث أي طارئ غير مناسب، وهذا مؤشر واضح على حدوث الأزمة المصرفية في بلدان أخرى من أمريكا

اللاتينية وأقطار أوروبا الشرقية في مستهل التسعينيات والبلدان الآسيوية الثلاثة في عام ١٩٩٧، فعندما يرتفع سعر الفائدة الحقيقي الأجنبي قياساً بسعر الفائدة الوطني فإن ذلك يجبر المستثمرين الأجانب على سحب ودائعهم بسرعة كبيرة ويتعرض الجهاز المصرفي إلى نقص في الموارد ويصبح عندئذ غير سائل، وقد رأى بعضهم أن المشاكل المصرفية ربما تتفاقم في ظل سعر الصرف الثابت من خلال هجوم المضاربين على العملة الوطنية، فإذا سادت التوقعات بحدوث انخفاض في قيمة العملة الوطنية فإن العملاء الوطنيين والأجانب سوف يلجأون إلى سحب وداائعهم وتحويلها إلى ودائع بالعملة الأجنبية، ولكن هذه السحوبات لا تكون كبيرة بهذه الصورة في حالة وجود مؤسسات لضمان الودائع وكذلك إذا ساد الاعتقاد لدى المودعين بأن الحكومة تحمي البنوك من التعرض للفشل المصرفي^(٣٠).

(جدول رقم ٢)

مؤشرات الإنذار المبكر للالتزامات المالية لبلدان آسيوية مختارة للفترة ١٩٩٨-١٩٩٠ (%)

٩٩٨	٩٩٧	٩٩٦	٩٩٥-٩٩٠	
٧٢,٥+	٩٥,١+	٣,٢+	٤,٢+	١- التغيير في سعر الصرف اندونيسيا
٢٩-	١٠٠,٧+	٨,٩+	٢,٢+	كوريا
٢٢,٣-	٨٤,٥+	١,٦+	٠,٥٣-	تايلاند
٣,٢+	٣,٦-	٤,٣-	٢,٥-	٢- العجز في الحساب اندونيسيا
١٠,٨+	٣-	٤,٦-	٠,٩٣-	الجاري / الناتج المحلي: كوريا
١١,٣+	٣-	٨,٧-	٦,٧-	تايلاند
٥٩,١	٥٧,٨	٥٤,٢	٤٩,٧	٣- الائتمان المحلي إلى اندونيسيا
٧٨,١	٦٩,٤	٦١	٥٦,٧	الناتج المحلي كوريا
١٣٣,٩	١٣٣,٥	٩٩	٨٠,٤	تايلاند
٣١,٥	٢٧	٢١,٥	٢٣,٣	٤- الاحتياطات الدولية إلى اندونيسيا
٢٥	١٤,٣	١٥,٧	١٤,٦	عرض النقد (M2) كوريا
٢٢,٧	٢٩,٢	٢٦,٥	٢٥,٧	تايلاند
٦١,١	٦,٥	٧,٩	٨,٧	٥- أسعار المستهلك (١): اندونيسيا
٧,٥	٤,٤	٤,٩	٦,٥	كوريا
٨	٥,٦	٥,٩	٥	تايلاند
١٦٢,٧	٦٤,٥	٤٨,٥	(٩٩٥)٥٣,٣	٦- الدين الأجنبي / الناتج اندونيسيا
٥١,٥	٣٤,٩	٣٢,٥	(٩٩٥)٢٦,٤	المحلي (٢): كوريا
٧٢,٥	٥٩,٦	٤٩,٩	(٩٩٥)٤٩,١	تايلاند

تتمة الجدول

٨,٥-	١,٣+	١,٤+	٠,٣٦+	٧- العجز في الموازنة إلى اندونيسيا
٣,٨-	٠,٣+	٠,٣+	٠,٣-	الناتج المحلي (١) كوريا

الأزمات المالية : مفهومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة

٣,٥-	٢,٧٠-	٢,٨+	٣,٢+	تايلاند
٦٩,٥	٥٥,٤	٥٢,١	٤٤,٨	٨- M2 الناتج المحلي : اندونيسيا
٥٧,٥	٤٤,٩	٤٢,٦	٣٩,٨	كوريا
١٠٣,٤	٩٢,٨	٧٩,٤	٧٥,٣	تايلاند
٧٦,٤	٦٧,٥	٧٣,١	٦٥,٨	٩- الودائع إلى المطوبات الإجمالية: اندونيسيا
٥٩,٦	٤٨,٩	٥٣,٧	٥٤,٣	كوريا
٦٥,٧	٥٦,٦	٦٣,١	٧٤,٧	تايلاند
١٥,٣-	٤,٦	٨	٨	١٠- معدل النمو في الناتج الحقيقي (١): اندونيسيا
٥,٨-	٥	٦,٨	٧,٨	كوريا
٨-	٥,٤-	٥,٥	٩	تايلاند
٢٥,٤-	٦,٨	٨,٦	٩,٣	١١- معدل النمو في الطلب الوطني الحقيقي (١): اندونيسيا
١٨,٧-	٥,٨-	٧,٨	٨,٤	كوريا
٢١,٩-	٧,٦-	٦,٢	١٠,١	تايلاند
-	٢٦,٦	٢٥	١٨,٩	١٢- نسبة الدين الأجنبي قصير الأجل إلى الدين الإجمالي: اندونيسيا
	٣٧,٥	٤٩,٩	٤٦,٢	كوريا
	٣٧	٤١,٥	٣٩,١	تايلاند
-	١٦٠ (٣)	١٦٧	١٦٣,٦	١٣- نسبة الدين الأجنبي قصير الأجل للاحتياطيات الدولية: اندونيسيا
	٢٦٤	٢٧٧	١٧٤	كوريا
	١٣٣	٩٩,٦	٨٥,٣	تايلاند
٦٢,٧٩	٢٧,٨٢	١٣,٩٦	١٢,٠٦	١٤- أسعار الفائدة النقدي: اندونيسيا
١٣,٠٢	١٤,٥	٩,٢٣	٩,٢٨	كوريا
١٥	١٣,٢	١٢,٤	١٣,٧٥	تايلاند
٤,٠٨٢	٥,٠٧	٥,٣٠	٥,٠٦	امريكا
٥,٣٧	٥,٤٨	٥,٤٧	٤,٢٩	اليابان
-	-	-	-	١٥- معدل العائد على السندات الحكومية: اندونيسيا
١٠,٥٧	١٠,٧٥	١٠,٥٧	١٠,٥٧	كوريا
١٢,٨	١١,٧	١٠,٩	١٣,٩	تايلاند
٥,٠١٤	٦,١٠	٥,٩٩	٦,٢٢	امريكا
١,١٠	١,٦٩	٢,٢٣	٤,٧٩	اليابان
٢٢,٧	١٦,٦	١٨,٢	١٠,٧	١٦- الاحتياطيات الأجنبية (مليار دولار): اندونيسيا
٥٢	٢٠,٤	٣٤	٢٠,٦	كوريا
٢٨,٨	٢٦,١	٣٧,٧	٢٣,٥	تايلاند

المصدر: تم استخراجها من قبل الباحث استناداً إلى البيانات الواردة في:

IMF, International Financial Statistics 1998-1999 (صفحات متفرقة) and the World Bank, Global Development Finance, 1999,284,308,532.

١- مأخوذة من : IMF, Annual Report, 1999, P.35

٢- مأخوذة من : IMF, Annual Report , 1998, P.28-30

٣- مأخوذة من : Changkyu Choi, 1999, p.84

رابعاً : تكاليف الأزمات المصرفية :

يترتب على الأزمات المالية تكاليف تصحيح باهظة للقطاعات المالية وغير المالية، فقد تجاوزت خسائر الاحتياطي والتكلفة المقدرة لإصلاح القطاع المالي في البلدان الآسيوية نظائرها في أمريكا اللاتينية في التسعينيات، فالتوقف المفاجئ لرؤوس الأموال إلى هذه البلدان يمكن أن يحدث تدهوراً في الناتج وأن يلحق الضرر بالقطاعات المالية، والأزمات المصرفية لها آثار سيئة في النشاط الاقتصادي أطول أمداً من الأزمات النقدية، ويتجلى التأثير في مجموعة من المؤشرات تشمل الناتج والواردات والودائع المصرفية، فقد بلغ الهبوط في معدل النمو في الناتج المحلي الحقيقي في أندونيسيا وكوريا وماليزيا وتايلند -٨,٥% لعام ١٩٩٨ مقابل معدل نمو إيجابي في هذه البلدان وصل إلى ٨,٧% كمتوسط للفترة ١٩٩٠-١٩٩٦، كما بلغ معدل الهبوط في الواردات -٣١,٨% لعام ١٩٩٨ مقابل معدل نمو إيجابي مقداره ١٦,٣% كمتوسط للفترة ١٩٩٠-١٩٩٦، كما تعرضت هذه البلدان لعجز في الموازنة العامة وصل في عام ١٩٩٨ إلى ٢,٩% من الناتج الإجمالي مقابل فائض مقداره ١,٨% من الناتج المحلي الإجمالي كمتوسط للفترة ١٩٩٤-١٩٩٦^(٣١).

كما عانت ثلاثة أقطار هي أندونيسيا وكوريا وتايلند هبوطاً في الطلب الإجمالي الحقيقي وصل إلى -٢٠,٣% في عام ١٩٩٨ مقابل طلب إيجابي بلغ ٦,٨% كمتوسط للفترة ١٩٩٠-١٩٩٥^(٣٢). ودلت الأزمة الآسيوية على تزايد التكاليف المترتبة عنها والناجمة عن هبوط الودائع لدى الجهاز المصرفي وتدهور في أسعار الأصول، وثبت كذلك بأن أسعار الأصول تستغرق ضعف الوقت لكي تنتعش بعد أزمة القطاع المصرفي، وفي هذا الصدد توجد اختلافات بين القطاعات في سرعة الانتعاش الاقتصادي، فمثلاً في أعقاب انخفاض سعر العملات الوطنية التي تنسم بها معظم الأزمات النقدية تنتعش الصادرات بسرعة وتسبق باقي المؤشرات الاقتصادية مستفيدة من الميزة التنافسية التي يوفرها الانخفاض المذكور، ولكن في أعقاب الأزمات المصرفية تستمر الصادرات في الانخفاض لمدة عامين تقريباً، وهذا راجع إلى الآثار الجانبية غير المواتية التي تحدثها الأزمة المصرفية في قطاع الأعمال والقطاع المصرفي معاً، والأزمة المصرفية هي في الغالب انكماشية وإن هبوط النشاط الاقتصادي الناجم عنها هو في الغالب طويل الأمد ويشير بعضهم إلى أنه خلال ثلاثة أعوام بعد حدوث الأزمة المصرفية لا يعود الاقتصاد الوطني إلى معدلات النمو السائدة قبل الأزمة، والسبب في ذلك يعود إلى انهيار أسعار الأصول الذي يصاحب الأزمات المالية ويؤدي إلى مظاهر سلبية مهمة على الثروة وهبوط في الإنفاق الاستهلاكي والائتمان المصرفي الذي يفضي إلى انكماش شديد في الاستثمار. وكان ينظر إلى خفض قيمة العملة باعتباره محفزاً للتوسع في البلدان الصناعية، ولكن الأزمات النقدية الأخيرة في آسيا أثبتت أن الانخفاض في قيم العملات هذه قد رافقتها خسائر مذهلة في الناتج والمرتبطة بمشكلة تراجع تدفق رؤوس الأموال، ففي أندونيسيا وكوريا وتايلند والمكسيك نجم عن هجوم المضاربين على العملات الوطنية انهيار في الناتج في العام التالي للتوقف المفاجئ لرؤوس الأموال الداخل^(٣٣).

وتصل تكاليف تصحيح الأزمات المصرفية في بعض الحالات إلى أكثر من ٤٠% من الناتج الإجمالي كما في تشيلي والأرجنتين في بداية الثمانينيات و ٥% من الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا عام ١٩٨٨ و ٣-٤% في الفلبين عام ١٩٨٧ و ٢% في أندونيسيا عام ١٩٩٤ و ١٢-١٥% في المكسيك للفترة ١٩٩٤-١٩٩٥ و ١٥% في تايلند للفترة ١٩٨٣-١٩٨٧ و ٣١% في

الأورغواي للفترة ١٩٨١-١٩٨٤، وتشير البيانات الرسمية إلى أن حجم الديون المتعثرة للمصارف في البلدان التي تعرضت للأزمات المالية وصلت إلى مبالغ ضخمة وهي تمثل تكاليف الفشل المالي الذي أصاب عدداً كبيراً من المصارف الوطنية. ففي أعقاب الأزمة النقدية في المكسيك بلغت الديون المتعثرة ١١% من إجمالي القروض خلال الفترة ١٩٩٤-١٩٩٥ و ٣٠% في الأرجنتين عام ١٩٨٥ و ٢٥% في سريلانكا للفترة ١٩٨٩-١٩٩٣ و ١٥% في تايلند للفترة ١٩٨٣-١٩٨٧. وقد تزايدت الديون المتعثرة هذه في أعقاب الركود الاقتصادي الذي تعرضت له العديد من هذه البلدان (جدول رقم ٣).

وكذلك تعرضت بلدان أفريقية لمشكلات مصرفية خلال الفترة ١٩٨٨-١٩٩٦ لأكثر من ٢٠ بلداً اضطرت خمسة منها إلى إنفاق ١٠% من ناتجها لإدارة الأضرار الناجمة عن المخاطر النظامية في أسواقها المالية، وفي بلغاريا تكبد الجهاز المصرفي فيها خسائر مالية وصلت إلى مليار دولار نتيجة لفشل السلطات الوطنية في إصلاح الأنظمة المالية فيها، وتزايدت الديون المتعثرة في هنغاريا في أعقاب الركود الاقتصادي فيها، وأنفقت البلدان المذكورة مبالغ ضخمة لدعم مصارفها الوطنية، ومن بين ٤٧ مصرفاً في فنزويلا تم تقديم دعم إلى ٥٠% منها عبر مؤسسة ضمان الودائع الوطنية والعمل على إغلاق ١٦ مصرفاً وتأميم بعضها^(٣٤).

وبصورة عامة تعدّ تكاليف التصحيح مرتفعة في الأسواق الناشئة مقارنة بأسواق الدول الصناعية، و عدا إسبانيا تصل تكاليف إعادة تصحيح الأزمة المصرفية في الأقطار الصناعية إلى ١٠% من الناتج المحلي الإجمالي، وهي أقل من تكاليف التصحيح في الأسواق الناشئة البالغة ١٢%، في حين تصل تكاليف تصحيح الأزمة النقدية في البلدان الصناعية ٣% من الناتج مقابل ٤,٨% في الأسواق الناشئة، وبالإضافة إلى التكاليف المالية وشبه المالية فإن الأزمة النقدية والأزمة المصرفية ربما تؤدي إلى سوء في تخصيص الموارد وخسارة في الإنتاج^(٣٥).

وتصل خسائر الإنتاج الإجمالية لكل أزمة نقدية ٤,٣% ويعاود الإنتاج سيره الطبيعي بعد مرور سنة ونصف، ولكن الخسائر هذه تزيد في حالة الأزمات النقدية الشديدة بحيث تصل مدة إصلاح النمو في الناتج لكل أزمة ما يزيد عن سنتين وتكاليف التصحيح تصل إلى ٨,٢٥% من الناتج المحلي الإجمالي، أما الأزمة المصرفية فهي أكثر تكلفة من الأزمة النقدية، وبالمتوسط يعاود الإنتاج إلى اتجاهه الطبيعي بعد ثلاث سنوات من الأزمة المصرفية وتصل متوسط الخسارة الإجمالية في الإنتاج ١١,٦% من الناتج المحلي الإجمالي، ولكن عندما تحدث الأزمة النقدية والأزمة المصرفية خلال السنة نفسها فإن الخسارة الإجمالية تكون كبيرة وتصل إلى ١٤,٤% من الناتج المحلي الإجمالي، وبعد ثلاث سنوات من الأزميتين يعاود الإنتاج سيره الطبيعي، وبالتجربة وجد أن متوسط إصلاح الأزمة المصرفية هو أقصر في الأسواق الناشئة من أسواق الأقطار الصناعية، ولكن الخسارة الإجمالية في الإنتاج هو أكبر في أسواق البلدان الصناعية (١٧,٦% من الناتج المحلي) من الأسواق الناشئة البالغة (١٣,٦% من الناتج المحلي)، واختلاف مدة الإصلاح وحجم الخسائر في الناتج المحلي الإجمالي بين الطرفين ناجم جزئياً عن التغير الكبير في معدل نمو الناتج في الأسواق الناشئة مقارنة بالبلدان الصناعية (جدول رقم ٤). غير أن الأزمات المالية ربما تؤدي في بعض الأحيان إلى خسارة في الإنتاج، وذلك عندما ينجم عن الأزمات تصحيح في سعر الصرف غير الملائم، ولوحظ أن ٤٠% من الأزمات النقدية و ٢٠% من الأزمات المصرفية لا يترتب عليها خسائر مهمة في الإنتاج^(٣٦).

جدول رقم (٣)

تكاليف الأزمات المالية المتمثلة بخسارة الإنتاج في القطاع الصناعية والأسواق الناشئة

عدد الأزمات	متوسط الوقت اللازم للإصلاح بالسنوات	الخسارة الإجمالية للإنتاج لكل أزمة كنسبة من الناتج المحلي	
١٥٨	١,٦	٤,٣	أزمات العملة:
٤٢	١,٩	٣,١	الصناعية
١١٦	١,٥	٤,٨	الأسواق الناشئة
٥٤	٣,١	١١,٦	الأزمة المصرفية:
١٢	٤,١	١٠,٢	الصناعية
٤٢	٢,٨	١٢,١	الأسواق الناشئة
٣٢	٣,٢	١٤,٤	أزمة العملة والأزمة
٦	٥,٨	١٧,٦	المصرفية:
٢٦	٢,٦	١٣,٦	الصناعية
			الأسواق الناشئة

المصدر : IMF, World Economic, Outlook, May 1998, p.79

الاستنتاجات والتوصيات :

يشير التحليل السابق إلى جملة من الاستنتاجات التالية :

١- إنَّ الارتفاع في أسعار الصرف الحقيقية، العجز في الحساب الجاري، التوسع في الائتمان المحلي، الزيادة في عرض النقد بالمعنى الواسع، ارتفاع المديونية الأجنبية وارتفاع حصة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل نحو الداخل وهبوط معدل النمو الاقتصادي والتقلب في أسعار الفائدة الدولية هي في الغالب مؤشرات تدل على تعرض بلدان عديدة ومنها (أندونيسيا وتايلند وكوريا) إلى أزمة مالية، ومعنى ذلك أن هناك إمكانية للاعتماد على سلوك مؤشرات الاقتصاد الكلي للتنبؤ بوقوع الأزمات المالية قبل حدوثها مما يستدعي الاستمرار في تحليل هذه المؤشرات من قبل واضعي السياسة الاقتصادية كمحاولة لتجنب الاختلال في المتغيرات المؤدية للأزمات المالية.

٢- إنَّ التدفق الضخم لرؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل ترتب عليه عواقب خطيرة على البلدان الآسيوية عينة الدراسة لأن هذا التدفق غادر البلدان المذكورة بمجرد حصول ظروف غير مواتية فيها، وهو ما أدى إلى أزمة سيولة لدى الجهاز المصرفي وإلى نقص في التمويل وأحياناً إلى انقطاعه.

٣- إنَّ التوسع في الائتمان المصرفي للقطاع العام والخاص في البلدان الآسيوية المذكورة زاد من الديون المشكوك فيها وأدى إلى تعرض المصارف لأزمة تنزيد حدثتها مع تزايد منح التسهيلات الائتمانية إلى قطاعات غير منتجة ومنطوية إلى المضاربة.

٤- تزايد عوامل نشوء الأزمة المالية في البلدان الآسيوية بعد فترة من تبنيتها التحرير المالي، لأن التحرير المالي السابق لأوانه يؤدي إلى الإفراط في الائتمان المصرفي وإلى سوء في تخصيص الموارد الاقتصادية.

أما أهم التوصيات التي جاءت بها الدراسة فنتلخص بما يلي:

- ١- ضرورة الاستمرار في تحليل مؤشرات الاقتصاد الكلي السابقة الذكر لغرض استخدامها كمؤشرات تحذيرية حول احتمال وقوع البلد في أزمة مالية، وذلك من خلال معرفة سلوكها، والتغير في سلوك المؤشرات المذكورة خاصة إذا كان غير إيجابي يعطي مؤشراً عن مخاطر التعرض لأزمة مالية محتملة، وإذا نجح هذا التنبؤ فإنه يساعد القائمين على السياسة الاقتصادية اتخاذ الإجراءات الكفيلة لمنع الوقوع في أزمة مالية قد تكون تكاليفها باهظة على الإنتاج والاستخدام والنمو الاقتصادي .
- ٢- تبني سياسات مناسبة لتحليل المخاطر المرتبطة بالتدفق الحر لرؤوس الأموال الأجنبية خاصة قصيرة الأجل، ويحتاج الأمر إلى فرض قيود مؤقتة على أنواع من التدفقات لمنع وقوع أزمة نقدية ويمكن فرض ضريبة على حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل.
- ٣- أن تكون المديونية الخارجية مرتبطة بطاقة البلد على الإيفاء بها وأن لا تتجاوز قدرة الناتج المحلي والصادرات الوطنية لتسديد أعبائها، وفي هذا المجال يجب عدم الاعتماد على الديون الأجنبية قصيرة الأجل لتمويل أصول طويلة الأجل لمخاطرها العالية ولأن فترة السداد قصيرة والإمكانية على تسديدها محدودة.
- ٤- عدم الإفراط في الائتمان المصرفي دون ضوابط وأن يتجه الائتمان المذكور نحو قطاعات منتجة وغير منطوية على المضاربة في الأسواق المالية أو في أسواق العقارات، لأن هبوط أسعار الأصول والمنتجات سيؤدي إلى عجز العملاء عن تسديد ديونهم للمصارف التجارية، ومن ثمَّ زيادة الديون المشكوك فيها واحتمال تعرض المصارف لأزمة سيولة.
- ٥- تعطي مؤشرات الأزمة المالية انطباعاً عن زيادة دور الحكومات للقيام بالإصلاحات لغرض تحسين الاختلال في ميزان الحساب الجاري وفي الميزانية العامة كشرط مهم لتخفيض الديون الأجنبية والعمل على زيادة الاحتياطيات الدولية لدعم القيمة الخارجية للعملة الوطنية وزيادة الثقة بها لأن هجوم المضاربين يصبح أكثر وضوحاً عندما تصبح هذه الاحتياطيات في مستويات متدنية، ويمكن زيادة هذه الاحتياطيات من خلال المحافظة على معدل نمو اقتصادي ملائم يساهم في تخفيض الواردات بجانب تحفيز الصادرات وتحسين القدرة التنافسية لها وتسريع إصلاح القطاع العام .

المراجع

- ١- د. محسن أحمد الخضيرى، إدارة الأزمات، مكتبة مدبولي، دون تاريخ، مصر، ص ٤٢.
 - ٢- Craciela Kamins Key and Others, Leading indicators of Currency Crises, IMF, Staff Papers, (March, 1998), P.4.
 - ٣- Sachs D., Jeffrey. Aaron Tornell and Adres Velasco, Financial Crises in Emerging Market: The Lessons from 1995, Brookings Papers on Economic Activities: 1, Brooking institution, p.147.
 - ٤- Frankela, Jeffrey and Andrew K. Ros, Currency crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment, Journal of International Economics, Vol. 41, (November, 1996). P.351.
 - ٥- أ.إ. بلجوك، تعريب علي القزويني، الأزمات الاقتصادية المعاصرة، الجزائر، سطيف، ١٩٨٥، ص ١٨٦.
 - ٦- Taimur Baigan Iian Goldfajin, Financial market Contagion in the Asian Crisis, IMF Staff Papers, Vol. 46, No.2. (June, 1999), p.171.
 - ٧- المصدر نفسه، ص ٧٦.
 - ٨- صندوق النقد الدولي، الأزمة الآسيوية وأداء النمو في المنطقة على المدى الطويل، أفاق الاقتصاد العالمي، ١٩٩٨، ص ١٠٤.
 - ٩- IMF, World Economic, May 1998, p. 77.
 - ١٠- المصدر نفسه، ص ٧٥.
 - ١١- IMF, World Economic, may 1999, p.83.
 - ١٢- دونالدج ماثيسون وآخرون، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، التمويل والتنمية، ديسمبر ١٩٩٨، ص ٣٨.
 - ١٣- IMF, World Economic, 1998, p.92.
 - ١٤- غيلرفوا وثيرفار تينيز، ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش الاقتصادي في آسيا، التمويل والتنمية، يونيو ١٩٩٨، ص ٧.
 - ١٥- دانيال هاردي، هل يمكن التنبؤ بأزمة النظام المصرفي، التمويل والتنمية، ديسمبر ١٩٩٨، ص ٣٤.
 - ١٦- Alsi Demirgoc, Kunt Emrica Detragiache, Determinants of Banking Crise, Staff Papers, Vol 45. No.1, (March, 1998), P.86.
- تتضمن الصدمات الخارجية التي تواجه القطاع المصرفي المحلي زيادة الأسعار الدولية وهبوط الطلب على الصادرات (في كوريا مثلاً)، وتدهور معدل التبادل التجاري (في ماليزيا والفلبين)، أما الصدمات الداخلية فتشتمل على ضعف القواعد التحوطية (في ماليزيا وتايلند) والمضاربة على الأسهم (في ماليزيا) وأسعار الصرف (في تايلند) والاقتراض طبقاً

- لمعايير غير تجارية، واستهدف تحقيق مصالح العملاء ذوي الصلة بالقائمين على إدارة البنك أو المسؤولين في (اندونيسيا، والفلبين وتايلند) راجع في ذلك : (صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، ١٩٩٨، ص ١١٤) .
- ١٧- Alsı Demırgoc, Kunt, Op. Cit, p. 68.
- ١٨- جلوبلير مو أز كالفو وكارمن م. راينهارت، ما الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش الاقتصادي في آسيا، التمويل والتنمية، يونيو ١٩٩٨، ص ١٣.
- ١٩- IMF, World Economic, 1998, p.94.
- ٢٠- A. Demırgoc, Kunt and E. Detragıche, Op. CIT, p.86.
- ٢١- دانيال هاردي، مصدر سبق ذكره، ص ٣٤.
- ٢٢- رمزي زكي، ندوة الأزمات الاقتصادية الراهنة في العالم، أيلول ١٩٩٨، منشورات مؤسسة عبد الحميد شومان، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، ص ٤٢.
- ٢٣- صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، الأزمة الآسيوية وأداء النمو في المنطقة على المدى الطويل، ١٩٩٨، ص ١١١-١١٢.
- ٢٤- محمد دبدوب، ندوة الأزمات الاقتصادية الراهنة في العالم، أيلول ١٩٩٨، منشورات مؤسسة عبد الحميد شومان، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، ص ١١٨.
- ٢٥- Charles W.L. Hill, The Asian Financial Crıse, 1998 (WWW).
- ٢٦- يوري دادوشي وآخرون، دور الديون قصيرة الأجل في الأزمة الأخيرة، التمويل والتنمية، المجلد ٤٤٣٧، ديسمبر ٢٠٠٠ ص ٥٤.
- ٢٧- رمزي زكي، مصدر سبق ذكره، ص ٤٢.
- ٢٨- المصدر نفسه، ص ٥٧.
- ٢٩- Changkyu Choi, Speculative Attack Theory Crisis in Korea, Economic Papers, The Bank of Korea, Vol2. N.1. (March,1999)
- ٣٠- A.D Kunt and E Detragıche, Op. CIT, P.85.
- ١٣- المصدر نفسه، ص ٨٧.
- ٢٣- المعدلات مستخرجة من الجدول الوارد في:
Bank for International Settlement 68, Annual Report, March 1999, p.38, 41-42.
- ٣٣- IMF, Annual Report 1999, p.35.
- ٤٣- جوليرمو أ. كالفو وكارمن م. راينهارت، مصدر سبق ذكره، ص ١٣-١٤.
- ٥٣- اتحاد المصارف العربية، الأردن، حزيران ص ٦٨، نقلاً عن :
The Economist, April 1997

٣٦ - IMF, World Economic 1998, p. 78-97, and Table N3.