

طبيعة الأزمات المالية التي ضربت الاقتصاديات الناشئة وإمكانية التنبؤ

نسيمة أوكيل

ملخص :

نظرا لخطورة الأزمات المالية الحالية التي أفرزتها العولمة، و كذا تركزها في البلدان النامية خاصة تلك التي توصف بالناشئة، أصبحت قضية مواجهتها و التنبؤ بها مطروحة بشدة و الدليل على ذلك الجهود البحثية التي يقوم بها الكثير من الاقتصاديين من جهة، و بعض المؤسسات المالية الدولية من جهة أخرى، و قد اختلفت فعالية تلك الجهود خاصة و أنها لم تنجح في التنبؤ بكثير من الأزمات المالية، و هناك اتجاه آخر يرى أن من شأن التعاون الإقليمي أن يؤدي دورا معتبرا في التخفيف من وطأة الأزمات المالية و تقديم المساعدة حين وقوعها، أحسن من اللجوء إلى المنظمات الدولية كصندوق النقد الدولي الذي فشل في التصدي للأزمة الآسيوية سنة 1997.

مقدمة :

أمام ظاهرة تكرار الأزمات المالية بات من الضروري البحث في كيفية إدارتها في حالة وقوعها أو التنبؤ بها قبل وقوعها إذا أمكن ذلك، و هذا راجع إلى خطورة تلك الأزمات و تهديدها بانهيار الكثير من الاقتصاديات في حالة وقوعها، و بالنظر إلى طبيعة الأزمات المالية التي ضربت الاقتصاديات الناشئة نرى أنها تختلف عن الأزمات السابقة، بل و كأنها نوع جديد من الأزمات، إلا أنه مهما كانت طبيعة الأزمة تبقى أزمة يقتضي الأمر البحث فيها فيما إذا كان بإمكان إيجاد نظام إنذار

مبكر ينبغينا بوقوع الأزمة ومدى فعاليته وكفاءته، و البحث أيضا على وسائل بديلة لمواجهةها، وهذا ما سوف نوضحه في هذه الورقة.

أولا: طبيعة الأزمات المالية في الدول الناشئة

حين البحث عن أنجح السياسات لمحاولة تفادي حدوث الأزمات في المستقبل وإدارتها بفعالية أكثر حين تحدث، من الطبيعي أن يكون التركيز عن نوع الأزمات التي يتوقع حدوثها في المستقبل، و يبدو أن هناك فوارق مهمة بين أزمات التسعينيات و مشاكل المدفوعات التقليدية التي واجهت البلاد النامية في الماضي، و تترتب على هذه الفوارق و الاختلافات نتائج مهمة بالنسبة لدور المؤسسات التي تتصدى لمواجهة هذه الأزمات، وعلى الأخص صندوق النقد الدولي، ومن ثم فيكون من المناسب البدء بمقدمة عن طبيعة وأهم خصائص هذه الأزمات الجديدة وكذلك أسباب تركزها في البلاد النامية.

1- الأزمات التقليدية :

كان مما يسبب أزمات العملة هو انتهاج السياسات المالية والنقدية التوسعية والتي لا تخلو من تهور وتؤدي إلى زيادة كبيرة في الطلب و سعر صرف أعلى من القيمة الواقعية للعملة و عجز غير قابل للاستمرار في الحساب الجاري لميزان المدفوعات ثم انخفاض في الاحتياطي النقدي إلى درجة من الخطر تؤدي إلى نشوب الأزمة، و منع الأزمات في هذه الحالات كان يعني إعادة التوازن المالي و النقدي قبل أن يفلت زمام هذه التجاوزات.

كانت إدارة الأزمات تعني بالنسبة للصندوق النقد الدولي تقديم العون المالي المؤقت حتى لا يؤدي التضيق الاقتصادي على المستوى الكلي إلى ركود اقتصادي في البلاد أو يزيد من حدته، كانت المساعدة مرتبطة بإعادة الانضباط المالي و النقدي و إلى الحد الذي كان الهدف فيه هو تحقيق الاستقرار الاقتصادي على المستوى الكلي و استقرار سعر الصرف، لم يكن هناك ما يدعو إلى الانشغال بتفاصيل الأنظمة المالية في البلاد، و يمكن القول، أن تركيز الصندوق في

الخمسين سنة الأولى من عمره كان على السياسات المالية والنقدية للبلاد، ولم يبد سوى اهتمام جانبي بالترتيبات المؤسسية الداخلية للبلاد.

2-الأزمات الجديدة :

لقد كان لكل من الأزمات الكبرى في التسعينيات - المكسيك 1994 شرق آسيا 1997، روسيا في عام 1998 والبرازيل عام 1999- صفاتها الخاصة التي تميزها عن غيرها، ولكنها جميعا اشتركت في ظاهرة واحدة مهمة، لقد كانت جميعا أزمات ثقة مصدرها حساب رأس المال وعليه فهي تختلف تماما عن مشاكل المدفوعات القديمة في البلاد النامية والتي عادة ترتبط بالحساب الجاري لميزان المدفوعات كما أشرنا في النقطة الأولى، لقد زادت إمكانية تعرض البلاد النامية لمثل هذه الأزمات في التسعينيات لأن عددا كبيرا منها قام بتحرير القيود على حركة رؤوس الأموال بهدف تحقيق تكامل أوثق مع أسواق رؤوس الأموال العالمية وتحسين إمكانية الحصول على التدفقات الرأسمالية الدولية.

لاشك أن مدى النفاذ إلى هذه الأسواق قد تحسن كثيرا ولكن ذلك كان على حساب زيادة في مخاطر التقلب وعدم الاستقرار وظاهرة التقلب هذه هي ظاهرة معروفة في الأسواق المالية بما في ذلك سوق رأس المال الدولي، من الممكن أن تزيد التدفقات الوافدة عن الحد الذي يمكن تبريره وفقا للأساسيات الاقتصادية في بلد ما في حالة وجود توقعات حسنة يغلب عليها التفاؤل كما كان الأمر في شرق آسيا قبل الأزمة، ولكن من الممكن أيضا أن تزيد التدفقات إلى الخارج عن حد متناسب يمكن تبريره وذلك عندما تتغير التوقعات في الاتجاه المعاكس وتنهار ثقة المستثمرين.

و فيما يلي الإشارة إلى الخصائص المهمة لهذا النوع من الأزمات:¹

- لعل أقرب ما يوضح طبيعة هذه الأزمات هي نظريات أو نماذج أزمات العملة والتي توفرت عنها أدبيات غزيرة في السنين الأخيرة، الجيل الأول من هذه النماذج يفسر الأزمات على أنها النتيجة المتوقعة لإتباع سياسات ينقصها التوافق والانسجام، على سبيل المثال محاولة تثبيت سعر صرف ثابت مع ممارسة سياسة نقدية مفرطة في التوسع، و يركز الجيل الثاني من هذه النماذج بصفة أشد على التغيرات في توقعات المستثمرين (أو اتجاهات السوق) والتي تؤدي إلى إشعال فتيل الأزمة في الحالات التي تكون فيها البلاد قد أصبحت معرضة للأزمة بسبب ضعف في جانب من الجوانب، كأن تكون مثلاً مثقلة بحجم مفرط من الديون قصيرة الأجل.

- لقد أزالَت الحركة العالمية لانتقال رؤوس الأموال الفواصل بين الأنظمة المالية المحلية و الدولية، هذا يعني أنه أصبح من الصعب تصور إصلاح ميزان المدفوعات الدولي بدون إصلاح النظام المالي المحلي.

- فرض إدارة هذا النوع الجديد من الأزمات مشاكل خاصة، إن فقدان الثقة بغض النظر عن سببه يمكن أن يؤدي إلى هزات كبيرة و ذلك لما يمكن أن ينتج عنه من تحول كميات كبيرة من رأس المال إلى الاتجاه المعاكس، التدفقات الصافية التي تعتمد عليها البلاد لتمويل عجز الحساب الجاري يمكن أن تتوقف تماماً حيث يتوقف الإقراض الجديد.

1. محمد الفنيش، "البلاد النامية والأزمات المالية العالمية"، حول استراتيجيات منع الأزمات و إدارتها، سلسلة محاضرات العلماء الزائرين رقم 17، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب البنك الإسلامي للتنمية، السعودية جدة، الطبعة الأولى 1421 هـ- 2000م، ص ص 15-20.

- لماذا تركزت الأزمات في البلاد النامية ؟

لقد تركزت أغلب الأزمات المالية، خاصة في التسعينيات في بلاد الأسواق الناشئة، و من المهم إدراك أن المخاطر التي تواجه البلاد النامية التي تحاول الانفتاح على أسواق رأس المال العالمية هي أعظم بكثير من تلك التي يمكن أن تواجه البلاد الصناعية، هنالك عدة خصائص و صفات تتعلق بالبلاد النامية تجعلها أكثر عرضة لمثل هذه الأزمات، و لعل من أهمها ما يلي¹ :

- قلة المعلومات المتوفرة للمستثمرين عن الأحوال في هذه البلدان، قد تدفع بعضهم إلى مجرد الاكتفاء بتقليد سلوك من يعتقدون بأنهم أكثر دراية و معرفة بالأحوال منهم.

- القابلية الشديدة للعدوى و انتقال آثار الأزمات من بلد إلى آخر و ذلك بسبب عدم توفر المعلومات الكافية للتمييز بين الأوضاع الحقيقية لمختلف البلاد، ففقدان الثقة في بلد ما يمكن أن يؤدي إلى فقدانها في بلاد أخرى على الرغم من اختلاف الظروف و قلة المبررات، و قد زادت السرعة التي يمكن أن يتحرك بها رأس المال في أسواق اليوم من خطورة هذه الظاهرة.

- صغر حجم أسواق البلاد النامية مقارنة بحجم التدفقات الرأسمالية الدولية يجعلها أكثر عرضة للتقلبات حيث أن تغيرات صغيرة نسبيا في التدفقات الرأسمالية - بالمعايير الدولية - يمكن أن تؤدي إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأصول.

- ضعف القطاع المالي، و بالأخص البنوك، يؤدي إلى الإقبال على أنواع من الوساطة المالية غير الرشيدة و تراكم الديون قصيرة الأجل.

- وجود ضمانات حكومية ضمنية في البلاد النامية يشجع الإقراض غير الرشيد لهذه البلاد مما يجعلها أكثر تعرضا للأزمات، كما أن وجود

1. نفس المرجع السابق، ص ص 21-23.

ضمانات (في صورة ضمنية) يعني بأن البنوك لن يسمح لها بأن تفشل، لن يشجع البنوك على انتهاج سلوك تهوري فحسب، ولكنه أيضا يشجع الدائنين على تجاهل الأوضاع المالية الفعلية للبنوك.

- نوعية أنظمة أسعار الصرف التي تبنتها كثير من البلدان النامية من فئة الرابطة الهشة "Soft peg"، تساهم في المشكلة عن طريق خلق انطباع عن استقرار أسعار الصرف و ثباتها مما يشجع المقترضين على تجاهل المخاطر المرتبطة بتغيرات سعر الصرف و الإقبال على تجميع التزامات كبيرة بالعملات الأجنبية، يبدو أن أنظمة أسعار الصرف الأكثر مرونة تشجع على إدراك أوضح لهذه المخاطر.

- عدم الاستقرار السياسي في البلاد النامية تترتب عليه آثار أشد على تصورات المستثمرين و توقعاتهم مما هو الحال في البلاد الصناعية لأنه غالبا ما يثير شكوكا حول استقرار السياسات الاقتصادية و قد يؤدي إلى تدهور الإدارة الاقتصادية، و من الملاحظ أن الأزمات في كل من المكسيك و كوريا واندونيسيا سبقتها ظروف سادها الشك و القلق و عدم الاستقرار السياسي .

ثانيا: التنبؤ بالأزمات المالية ونظام الإنذار المبكر

ظهرت تحديات جديدة أمام صانعي السياسات نتيجة لاندماج الأسواق المالية في مختلف أنحاء العالم خلال العقد الماضي، فمع ارتفاع كفاءة الاتصالات العالمية تزايدت سرعة تحويل النقود من عمله معينة أو إليها، أو دخولها إلى بلد أو خروجها منه، مما جعل الفترة المتاحة أمام صانعي السياسات لإصدار رد فعل إزاء الأزمات الناشئة أقصر بكثير مما كانت عليه من قبل.

و للأسف فإن الأسواق المالية معروفة بضعف قدرتها على رصد نشوء الأزمات، فلم يراود الأسواق شك يذكر عن قرب وقوع أزمة المكسيك عام 1994 و أزمة تايلاند عام 1997، و لم تزد توقعات انخفاض قيمة العملة لدى المتاجرين فيها خلال الشهور السابقة مباشرة على انهيار العملة في المكسيك أو تايلاند، كذلك فإن فروق أسعار الفائدة

(الفروق بين أسعار الفائدة المحلية وأسعارها في الخارج) لم تتسع بشكل ملموس قبل أزمة المكسيك، و بدلا من أن تكون فروق أسعار الفائدة على سندات بريدي و السندات الأوروبية الدولية بمثابة إنذار مبكر لتراجع الثقة فيبدو أنها لم تتسع إلا بعد أن بدأت الضغوط على العملة بالفعل¹.

و نتيجة لذلك، شرع الباحثون في دراسة القوى التي تسهم في وقوع الأزمات المالية بنظرة جديدة، وذلك في محاولة لوضع نظم للإنذار المبكر يكون من شأنها إصدار إشارة عندما تظهر بوادر اضطرابات في أسواق العملة.

1- تعريف نظام الإنذار المبكر :

يمكن تعريف نظام الإنذار المبكر، بأنه تلك الأداة القادرة على توقع حدوث الأزمات من خلال تقييم ملف المخاطر الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية و البيئية و الضغوط السكانية و غيره لبلد ما، حيث أنه يشمل أسس نظرية ومجموعة من الإجراءات العلمية المتسلسلة والمتناسقة، التي يتم من خلالها تحديد المخاطر الإجمالية في مجال ما لبلد ما لتوفير المعلومات المناسبة لمتخذي السياسات والقرارات، والتي تفيد مسبقا في توقع حدوث الأزمة في البلد المعني، و يشير صندوق النقد الدولي إلى أن الإطار المنهجي العلمي التجريبي للنظام يعتمد على توليفة من المتغيرات و المؤشرات القيادية الممثلة لحالة التغير (التي تظهر تغيرا غير طبيعي في سلوكها في حالة الأزمات)، بينما تركز دقة نتائجه على نوعية ودرجة تردد البيانات حول حالة المخاطرة².

و يركز تعريف نظام الإنذار المبكر على تعريف واضح للأزمة و مصدرها، بمعنى أن الخطوة الأولى هي التعرف على الأزمات حيث يجب على الباحثين تحديد الوضع الذي يمكن أن يوصف بأنه أزمة كاملة

1. أندرو بيرغ، كاثرين باتيللو، " تحدي التنبيه بأزمات اقتصادية "، صندوق النقد الدولي، واشنطن، 2000، ص 1.

2. علاء الدين عوض الطراونة، تطوير نظام إنذار مبكر لتوقع الأزمات الاقتصادية في الأردن، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، المملكة الأردنية الهاشمية، أوت 2004، ص 14.

للمعلة أو أزمة كاملة للبنوك على سبيل المثال أو لكيليها، وتعرف أزمة المعلة بأنها حالة يحدث فيها انخفاض كبير في قيمة المعلة وتستطيع السلطات أن تقوم بدفاع ناجح عن طريق القيام من بين تدابير أخرى برفع سعر الفائدة أو التدخل في سوق العملات الأجنبية أو القيام بالأمرين معاً، وهكذا فلتعريف أزمة المعلة يستخدم الباحثون مؤشرات، وهي مؤشرات قد تختلف من باحث لآخر، تزن التغيرات في سعر الصرف وفي الاحتياطيات من العملات الأجنبية، في أسعار الفائدة قصيرة المدى إذ كانت متاحة، إلا أن التعريف الناتج عن ذلك قد لا يشمل كل أوضاع الأزمة، لأنه كما حدث في عدة حالات، قد يقوم بلد ما استجابة لضغوط سوق العملات الأجنبية بفرض قيود على حركة رؤوس الأموال، والضغط التي يواجهها النظام المصرفي يصعب تحديدها كمياً، بدرجة أكبر من تلك الموجودة في أسواق المعلة.

وعادة ما تظهر نقاط الضعف في النظام المصرفي لأن نوعية الأصول تندهور، والمعلومات عن الأصول التي لا تحقق إيرادات ليست دائماً محل ثقة أو متاحة في الوقت المناسب، وحتى التقديرات غير المباشرة لنوعية الأصول تتطلب معلومات عن التكاليف، والمخاطر التي يتعرض لها الوسطاء الماليون في مختلف القطاعات و معلومات عن حركة أسعار العقارات، و الأصول الأخرى و كلها معلومات يصعب الحصول عليها في كثير من البلدان النامية والبلدان التي تمر بمرحلة انتقال، ونظراً لأن المعلومات المطلوبة لإجراء تقييم غير متاحة عادة فإن تحديد توقيت الأزمات المصرفية يعتمد على أحداث مثل غلق البنوك ومساندة الحكومة للمؤسسات المالية أو الاستيلاء عليها¹.

1. محسن عبد العزيز الوكيل، " كيف تتجنب الوقوع في أزمة مصرفية "، مجلة الإقتصادي، يناير 22 2007، العدد 1986.
http://ik. Ahram. Org. Eg/ ik/ ahram/ 2007/22/ BARI 1. HTM ، تاريخ الإطلاع: 07/01/31

2- سبب الاهتمام بنظام الإنذار المبكر* :

يرجع سبب الاهتمام بنظام الإنذار المبكر وهذا من خلال محاولة إيجاد مؤشرات تنسم بالقدرة التنبؤية لها قبل وقوعها، إلى تكرار تلك الأزمات وفي فترات متقاربة من ناحية و من ناحية أخرى إلى الخسائر والتكلفة العالية لتلك الأزمات المتمثلة في الخسائر من الناتج المحلي الإجمالي، و قد قدر البنك الدولي الخسائر الناجمة من تلك الأزمات بحوالي 15% من الناتج المحلي الإجمالي تفاوتت من دولة لأخرى و تجاوزت 25% في بعض الحالات¹.

و يبين الجدول الآتي خسائر بعض هذه الدول :

الجدول رقم (1) : خسائر الأزمات المالية في بعض الدول

الدولة	الفترة	الخسائر كنسبة مئوية من الناتج المحلي
الو.م.أ	1991-1984	3
فنزويلا	1995-1994، 1983-1980	18
الأرجنتين	1985، 1982-1980	55-13
المكسيك	1995-1994	15-12
البرازيل	1996-1994	10-4

المصدر: I.M.F, World economic Survey, 1998, p 78

و لقد ظهرت كتابات عديدة ودراسات مختلفة سواء من البنك الدولي أو صندوق النقد الدولي أو بنك التسويات أو الباحثين الاقتصاديين المهتمين لدراسة هذه الظاهرة ومعرفة أسبابها وكيفية وضع نظم للتنبؤ بها قبل حدوثها بوقت مبكر حتى يمكن اتخاذ الإجراءات أو السياسات المضادة

* هناك نظام الإنذار المبكر لكل نوع من أنواع الأزمات المالية.

1. عبد النبي اسماعيل الطوخي، "التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القاندة"، مصر، ص 1.

www. Kantakji. Ory/ Figh/ Files/Manage/104. Doc.

لمنع أو تجنب حدوثها أو تقليل الخسائر منها إلى أدنى مستوى إن لم يكن من الممكن تفادي وقوعها.

3- أهمية نظام الإنذار المبكر :

تتبع أهمية نظم الإنذار المبكر من قيمتها بأنها تقدم أداة دائمة ومستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مالية، و تقوم بتعريفهم باحتمالات الحدوث في وقت مبكر قبل وقوع الحدث لاتخاذ ما يلزم من سياسات و إجراءات وقائية أو مانعة من وقوع الأزمات، و تساعد نظم الإنذار المبكر عموما فيما يلي ¹ :

- التقييم المستمر لنظم المؤسسات المصرفية في شكل إطار أو هيكل رسمي للتقييم سواء عند الفحص أو بين فترات الفحص.
- التعرف على المؤسسات أو المواقع داخل المؤسسات التي تكون فيها مشاكل أو يحتمل وقوعها في مشاكل.
- المساعدة في تحديد أولويات الفحص والتخصيص الأمثل للموارد الإشرافية والتخطيط المسبق للفحص.
- توجيه الاهتمام و التوقيت السليم من قبل المشرفين على البنوك.

4- آليات عمل نظام الإنذار المبكر ² :

رغم أن الباحثين يدرسون الكثير من المتغيرات الاقتصادية و المالية التي يدرسها معظم المحللين الماليين، فإن موطن القوة لدى الباحثين يكمن في معالجتهم المعلومات بطريقة منهجية تصل بقدراتهم إلى الحد الأقصى من حيث التنبؤ بأزمات العملة أو لميزان المدفوعات استنادا إلى التجارب التاريخية لعدد كبير من البلدان.

1. نفس المرجع السابق ، ص 6.

2. إندرو بيرغ، كاثارين باتيللو، مرجع سبق ذكره، 2000، ص ص 2-6.

و في الغالب، يمكن لنظام الإنذار المبكر أن يترجم هذه المعلومات إلى مقياس مركب لمدى الحساسية للتطورات المحيطة، وحيث أنه يعتمد على منهجية واضحة التحديد، فإن احتمال تأثره بالتصورات المسبقة عن الأداء الاقتصادي المتوقع لبلدان معينة يكون أقل، ويمكن أيضا أن يعمل نظام الإنذار المبكر كأداة مفيدة لترتيب درجات الحساسية النسبية لمجموعة من البلدان، وهو أمر تزداد صعوبة تقديره على أساس كل بلد على حدى.

ما هي العلامات التي ينبغي ملاحظتها، وهل يمكن وضع نموذج اقتصادي للتنبؤ بدقة باقتراب اقتصاد أحد البلدان من نقطة الخطر ؟

يتبين من الجهود البحثية التي شارك فيها عدد من المؤسسات مثل صندوق النقد الدولي، وبنك الاحتياطي الفيدرالي الولايات المتحدة الأمريكية وبنك التسويات الدولية وغيرها، أن بعض النماذج مفيدة في التنبؤ بالأزمات، وإن كانت هناك حاجة لبذل مزيد من الجهود كي يتسنى فهم أسبابها بصورة أفضل.

و عليه هناك طريقتين منهجيتين متبعتين للتنبؤ¹ :

- منهجية المؤشرات القائدة: (التعرف على المتغيرات التي تتغير قبل الأزمة بشكل واضح) واحتساب مؤشر مركب لهذه المؤشرات.
- منهجية النماذج الاحتمالية: محاولة التعرف على المتغيرات التي تؤثر في احتمال وجود أزمة.

في الحقيقة هذه النماذج مازالت قيد التطوير والبحث وهذا بسبب :

- نقص في البيانات يعيق القدرة على التنبؤ بالأزمات (خاصة المصرفية).
- هناك العديد من العوامل المؤسسية غير القابلة للتكمية تؤثر في احتمال نشوب الأزمات المالية والمصرفية.

1. أحمد طلفاح، الأزمات المالية و أزمات سعر الصرف و أثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط ، أبريل 2005، ص 23.

5- المؤشرات التقليدية على إمكانية التعرض للأزمات :

يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على إمكانية تعرض الدولة لأزمات وصدمات أو هزات في سوق الأوراق المالية أو تعرضها لأزمة العملة في صنفين¹:

- التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية : التي تهز ثقة المستثمرين.
- الخصائص الهيكلية للسوق أو خصائص التركيب التي تجعله عرضة لأن يفقد المستثمرون الثقة فيه.

6- مدى كفاءة نظام الإنذار المبكر

استخدم الاقتصاديون معايير مختلفة في وضع عدد من النماذج التي تهدف إلى مساعدة صانعي القرار في التنبؤ بالأزمات المستقبلية، ولكن هذه النماذج حققت معدلات نجاح متباينة حتى الآن كما سلفت الإشارة إليه.

و يختبر الاقتصاديون النماذج بأسلوبين²:

- على أساس البيانات والفترة الزمنية التي صممت لأجلها (و هو ما يسمى بالأداء داخل العينة).
- على أساس البيانات أو الفترة الزمنية التي لم تصمم لأجلها بالتحديد (و هو ما يسمى بالأداء خارج العينة).

و من الواضح أن النموذج المفيد هو الذي يقدم إشارات غنية بالمعلومات خارج العينة، أي خارج الفترة الزمنية التي تم تقدير النموذج نفسه لها.

1. عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2003، ص 38.
2. أندرو بيرغ، كاثرين باتيللو، مرجع سبق ذكره، 2000، ص 6-7.

و قد أظهرت الاختبارات التي أجريت على أربعة نماذج تجريبية أنشئت في معظمها قبل الأزمة الآسيوية أن أفضل النماذج هو الذي تمكن من التنبؤ بنصف الأزمات " داخل العينة " وثلاثها " خارج العينة "، وكانت الإنذارات الكاذبة أمرا شائعا، ففي أكثر من نصف المرات التي تنبأت فيها جميع النماذج بوقوع أزمة لم تقع أية أزمة.

و رغم أن التنبؤ بتوقيت وقوع الأزمة أمر يبدو في غاية الصعوبة، فقد كان أداء بعض النماذج أفضل في التنبؤ بالحدة النسبية للأزمات في بلدان مختلفة، ويعني هذا أن النماذج قد تفيد في تحديد البلدان الحساسة خلال فترة من الاضطرابات المالية الدولية أكثر مما تفيد في التنبؤ بتوقيت أزمات العملة ويعد هذا في حد ذاته إسهاما قيما من جانب نظام الإنذار المبكر لأنه يساعد على تركيز الاهتمام على البلدان التي تحتاج إلى تعديلات في سياساتها قبل تطور الأزمة.

ثالثا: التعاون الإقليمي مطلب لتحقيق الاستقرار المالي و مواجهة الأزمات المالية

إن وضع إستراتيجية شاملة لمواجهة الأزمات المالية تستدعي أن يتم توجيهها على أربع مستويات : إجراءات على المستوى الوطني للتقليل من احتمال حدوث أزمات في المستقبل و إجراءات على المستوى الإقليمي للحد من انتشار الضرر في المنطقة المجاورة، وإجراءات دولية للتعاون الفعال في مجال منع الأزمات وإدارتها حين تحدث، وأخيرا تقوية الرقابة والقواعد الاحترازية الدولية بهدف دعم الاستقرار العالمي.

في الحقيقة وأثناء المناقشات الدائرة يوجه اهتمام وتشجيع كاف للدور الذي يمكن أن تقوم به الترتيبات والآليات الإقليمية في مجالي منع الأزمات المالية وإدارتها، ولا شك أن مثل هذه الترتيبات يمكن أن تؤدي دور الوسيط المهم بين المؤسسات الوطنية والمؤسسات الدولية، وما من شك أيضا في أن غيبة المؤسسات الإقليمية (باستثناء الحالة الأوروبية) ضمن شبكة المؤسسات والآليات والأدوات الموجودة لمواجهة الأزمات المالية يمثل فجوة مهمة في النظام المالي الدولي القائم.

1- البلدان النامية والتعاون الإقليمي¹

بناء على ما تم تقديمه فإنه على الأقل وحتى يتم التعامل مع ظواهر عدم استقرار النظام المالي العالمي ومخاطره عن طريق إجراءات دولية فعالة فإن المهمة الأولى لمنع الأزمات وتفايدها ستقع على كاهل حكومات البلاد النامية على المستويين الوطني والإقليمي ويبدو أن مجال رسم السياسة الوطنية وحرية اتخاذ القرار قد أصبح أكثر ضيقا في السنين الأخيرة بالنسبة لهذه البلدان ويمكن إرجاع هذا الأمر إلى ثلاث أسباب رئيسية :

- زيادة الضغوط على الحكومات بسبب تحرير الأسواق وزيادة تكاملها وارتباطها، وهذا يتضح بصورة خاصة في الأسواق المالية، وكنتيجة لتزايد مقدرة رأس المال على الخروج، أصبحت السياسات الحكومية رهينة للأسواق المالية، ونوعية الانضباط الذي تفرضه هذه الأسواق على الحكومات لا يشجع على الدوام على النمو السريع والتنمية.
- سياسات البلاد النامية هي أيضا عرضة للضغوط من جانب البلاد الصناعية الكبرى، وكذلك المؤسسات الدولية.
- إن عضوية بعض البلدان النامية في تجمعات دولية معينة مثل NAFTA تفرض عليها التزامات دولية معينة، ويترتب على ذلك أن بعض آليات السياسة وبعض الخيارات لا تبقى مفتوحة أمامها بسبب هذه العضوية.

ولكن ومع ذلك، يبقى هناك مجال للسياسات المحلية لتنظيم التدفقات الرأسمالية والرقابة عليها أوسع بكثير مما استعمله كثير من هذه البلدان النامية حتى الآن. ليس هناك اتفاقية دولية تفرض على هذه البلاد فتح أسواقها المالية، وهناك في الحقيقة تنوع واختلاف في الدرجة التي تم بها استعمال هذه الحرية من طرف البلدان النامية في المجال المالي.

1. محمد الفنيش، مرجع سبق ذكره، 2000، ص ص 75-76.

2- مبررات التعاون الإقليمي :

هناك الكثير مما يمكن عمله على المستوى الإقليمي، وخاصة من جانب الحكومات المتقاربة في وجهات النظر والتي هي على استعداد لإنشاء آليات دفاع إقليمية ضد عدم الاستقرار العالمي وانتشار عدوى الاضطرابات المالية، ولاشك أن التجربة الأوروبية للتعاون النقدي والمالي يمكن أن تقدم دروسا مفيدة في هذا المجال.

فالترتيبات الإقليمية لمواجهة الأزمات المالية هي أمر مهم لأنها تعكس مدى حاجة كل إقليم للمحافظة على مصالحه الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، وكذلك حماية ودعم المصداقية في الأسواق ويمكن المجموعة من ممارسة الضغوط المناسبة على أعضائها لانتهاج سياسات اقتصادية سليمة تخدم الإقليم، وفي الظروف الحاضرة التي تسود العالم بالذات، هناك كثير من الأسباب والمبررات التي تجعل التعاون الإقليمي أمرا في غاية الأهمية لعل من أهمها ما يلي¹:

- زيادة سرعة وقوة التكامل الإقليمي في مجالات التجارة والاستثمار في كل القارات في حقبة التسعينيات، أدى ذلك إلى تعميق التداخل والاعتماد المتبادل في المجالات الاقتصادية والمالية داخل كل إقليم، وأدى هذا الوضع إلى تقوية الآثار التي يمكن أن تنجم عن الأزمات المالية، ويبدو أنه ليس هناك إدراك كاف بعد لإبعاد هذه العملية ومدى تأثيرها على قوة وسرعة انتشار عدوى الأزمات.

- أغلب المقترحات لإصلاح النظام المالي الدولي تدعو إلى دعم وتقوية عدد قليل من المؤسسات الدولية، ولكن يمكن التأكيد على أن في إمكان مؤسسات إقليمية وشبه إقليمية قوية أن تلعب دورا مهما، من حيث زيادة استقرار النظام المالي العالمي، وكذلك من حيث تحقيق توازن أفضل للقوى على المستوى الدولي.

1. نفس المرجع السابق، ص ص 78-83.

- حين نأخذ في الاعتبار الحقائق الإقليمية إلى جانب الحقائق والوقائع العالمية، يبدو أنه من المنطقي أن تعتمد البلاد النامية على الترتيبات الإقليمية كخط دفاع أول لمواجهة الأزمات المالية، بدلا من ذلك فإنها الآن تجد نفسها مضطرة إلى اللجوء إلى الدفاعات الدولية أولا، ببساطة لأن دفاعاتها الإقليمية وترتيبات الدعم المتبادل بينها إما أنها شديدة الضعف أو لم تخرج بعد إلى حيز الوجود.

- أغلب البلدان النامية ليس لديها الإمكانيات أو القدرة بمفردها لمواجهة الصدمات التي تسببها الأزمات المالية، والتي أصبح يتزايد معدل تكرارها، وعليه يمكن أن يكون الطريق الوحيد المفتوح أمام مثل هذه البلاد لمواجهة هذا الوضع هو اللجوء إلى إيجاد الآليات الإقليمية التي يكون لها فيها دور ونفوذ، ولكنها في نفس الوقت، ومقابل ذلك، تفرض عليها الالتزام باتخاذ إجراءات التصحيح الضرورية بقوة وحزم لمصلحتها ومصلحة الإقليم ككل، ومن المرجح أن تكون البلاد النامية أكثر قبولا واطمئنانا لتحليل وشرطية المؤسسة الإقليمية مقارنة بالمؤسسة الدولية.

- أغلب المؤسسات المالية الإقليمية القائمة هي صغيرة الحجم، وبالتالي فإن تأثيرها محدود ولكن لا شك بأن دعمها وتقويتها سيكون له مردود طيب في الأمد الطويل.

بالإضافة إلى ذلك يمكن أن تلعب المؤسسات الإقليمية دورا مركزيا في عمليات الرقابة بالنسبة للسياسات الاقتصادية الكلية وتأثيرها على الجيران، وكذلك الأمر في مجال المتابعة والإشراف على الأنظمة المالية والمصرفية المحلية، وفي الحقيقة فإن مثل هذه الرقابة التي مصدرها الشركاء والجيران يمكن أن تكون أكثر قبولا للبلاد من رقابة وتوجيه مصدرهما مؤسسة دولية واحدة قوية.

3- صيغ التعاون الإقليمي :

إن نوع الترتيبات والآليات الإقليمية التي يمكن أن تقام لتؤدي دورا في مجال منع الأزمات المالية وإدارتها سوف لن يكون واحد في كل الأحوال والأقاليم، إن ذلك سيتوقف تحديدا على خصائص وحاجات وظروف واستعدادات البلدان في كل إقليم، من الواضح أن إقامة ترتيبات إقليمية ذات طابع شمولي (مع المقدرة المؤسسية المطلوبة) يتطلب أن تشمل هذه الترتيبات الوظائف والقدرات الآتية¹:

- مقدرة للرقابة والإنذار المبكر مقرونة بقدره مؤسسية تمكن المجموعة من مزاولة الضغط على الأعضاء للتحفيز على القيام بالتغيرات الأساسية في السياسات وتصحيح اتجاهاتها بسرعة وفعالية وحزم.
- القدرة على تفادي حدوث و تكرار عمليات التخفيض التنافسي للعملات في البلاد المجاورة، ومنع البلدان التي تبني سياسات إفقار الجار كوسيلة للخروج من أزمة يتوقع أن تشمل الإقليم كله.
- مقدرة كافية للتدخل في أسواق العملات والأسواق المالية وذلك للتمكن من استرجاع الثقة ومنع احتمال تدهور قيمة العملات وانهيار الأسواق.
- المقدرة على تقديم سيولة كافية (في فترة ما بعد تحقيق الاستقرار المالي) و تمويل طويل الأجل يصاحب التمويل الذي تقدمه المؤسسات الإنمائية الدولية والإقليمية، وذلك لمنع اضطراب الأنظمة المالية وعرقلة النمو الاقتصادي والاستقرار الاجتماعي أثناء المراحل الحرجة لعمليات إعادة الاستقرار والتصحيح.
- المقدرة الجماعية للتحفيز على القيام بالتغيرات الهيكلية الأساسية الأطول أجلا في الأسواق والمؤسسات المالية، وكذلك تنمية مقدرة أكبر للرقابة الذاتية والسلوك الاحترازي من جانب مؤسسات القطاع الخاص، و كذلك السلطات الوطنية التي تتولى عملية الرقابة المالية والتشريع.

1. نفس المرجع السابق، ص ص 82-83.

مثل هذه الترتيبات يمكن وإلى حد كبير أن تقوم بدور مكمل لدور المؤسسات العالمية القادمة، ويمكن أيضا إلحاقها بالهيكل المؤسسية التي تم إنشاؤها في الصناديق وبنوك التنمية الإقليمية على سبيل المثال يمكن إنشاء أو توسيع شبكات إقليمية أو تسهيلات إقراضية قبل حدوث الأزمات أو أثناءها لتقوم بدورها كترتيبات بناءة لمواجهة الطوارئ، كما أن عدم وجود مقرض دولي أخير فعال يفتح المجال أمام إمكان إيجاد أشكال أخرى من التعاون الإقليمي، كاقترح إنشاء صندوق نقد آسيوي، وهو اقتراح من الجدير أن تبحث إمكانات تنفيذه في أقاليم أخرى.

و في الأمد الطويل، و مع إزدياد التكامل الإقليمي في مجالي التجارة والاستثمار في البلاد النامية، يمكن النظر في صيغ أكثر تقدما من التكامل النقدي عن طريق إنشاء كتل العملات الموحدة (على الرغم من أن هذا سوف لن يكون أمرا عمليا في كل الأحوال).

إن وجود مناطق عملة إقليمية يزود البلاد بترتيبات مؤسسية لها طابع رسمي لتجميع احتياطاتها من النقد الأجنبي وكذلك ربط أنظمتها المصرفية وأسواق رأس المال فيها وربما الدخول في اتحادات نقدية، كما أنها تمكن البلاد التي تساند بعضها من أن تكون في موقف أقوى للصمود في وجه هجمات المضاربين، وتوجد عدة محاولات في هذا المضمار أهمها قرار الاتحاد الأوروبي بإنشاء العملة الأوروبية الموحدة، و اتحاد شرق الكاريبي، و كذلك محاولات أخرى في غرب وجنوب إفريقيا للسير في نفس الاتجاه.

4- محاولات آسيوية في التعاون¹ :

كان من النتائج المفيدة للأزمة الآسيوية هو إحياء فكرة التعاون الإقليمي الآسيوي في المجالات المالية والنقدية وكذلك في مجال التجارة والشعور بالحاجة الملحة لهذا التعاون الذي لم يحالفه التوفيق في الماضي.

1. نفس المرجع السابق، ص ص 85-89.

لقد كان أول من اقترح فكرة المجموعة الاقتصادية لشرق آسيا، هو رئيس وزراء ماليزيا " مهاتير محمد " منذ حقبة مضت، و لكن شيئاً من ذلك لم يحدث، و السبب الرئيسي لذلك هو معارضة الولايات المتحدة الأمريكية التي لا تريد أن يقوم تجمع في المنطقة بدونها، و تخشى "رسم خط وسط المحيط الهادي يهدد بفصل شرق آسيا عن شمال أمريكا" و بدلاً من ذلك فقد مارست ضغوطها و بنجاح للاعتماد على : ملتقى آسيا – الباسفيك للتعاون الاقتصادي (Asia Pacific Economic Cooperation Forum : APEC) و التي هي عضو بارز فيه.

إن إعداد وتطبيق الإجراءات والتدابير الإقليمية لمنع تفاقم وانتشار آثار وعدوى الأزمات المالية لم يحدث إلا في أوروبا، إلا إذا اعتبرنا التدخل الكبير للولايات المتحدة الأمريكية إلى جانب صندوق النقد الدولي أثناء أزمة المكسيك في 1995، إجراء إقليمي وهو إجراء لا يخلو – بالطبع – من جوانبه و دوافعه الإقليمية.

لقد حاولت اليابان أن تلعب دوراً مماثلاً في المراحل الأولى من الأزمة الآسيوية، لقد اقترحت في أوت 1997 إنشاء صندوق نقد آسيوي لمواجهة أزمة جنوب شرق آسيا، وقد تمكنت من تأمين تعهدات بمقدار مائة بليون دولار أغلبها من اليابان، بالإضافة إلى الصين وهونج كونج و تايوان و سنغافورة، وقد عملت الخزانة الأمريكية – وإلى جانبها صندوق النقد الدولي – على إفشال المشروع ونجحت في ذلك.

لقد كانت الحجة الرئيسية هي أن صندوق النقد الدولي هو الجهة الوحيدة التي يجب أن تتولى تنسيق جهود الإنقاذ، وأنه حتى في حالة إيجاد ترتيبات آسيوية فيجب أن تكون تحت مظلة "APEC" و أن ترتبط ببرامج صندوق النقد الدولي.

رغم الظروف السائدة تجرى الآن محاولات للتأكد من جديد على أهمية التعاون الآسيوي، هناك عدد من الترتيبات الإقليمية الجديدة التي هي الآن في مرحلة الإنشاء في شرق آسيا من طرف اليابان و الصين

وكوريا الجنوبية والأعضاء العشر لرابطة شعوب جنوب شرق آسيا
Association of South East Asian Nations ASEAN

وقد أصبحت هذه المجموعة الجديدة - وهي تضم نفس عضوية
الماليزي - تعرف باسم [ASEAN + 3] لقد عقدت المجموعة اجتماعات
قمة لمدة ثلاث سنوات متتالية وكونت لجنة عليا لتوجيه أعمالها، كما أن
وزراء مالية البلدان الأعضاء فيها يجتمعون دوريا، لقد أصبحت هذه
المجموعة أكثر التجمعات الإقليمية نشاطا خارج أوروبا - ولكنها مع ذلك
- ما زالت في بداياتها وليس لها ثقل يقارب ثقل مجموعة الدول
الصناعية السبع أو النافتا (NAFTA).

و قد بدأت بعض صيغ التعاون في المجال النقدي و المالي في
الظهور، فقد أعلنت مجموعة (ASEAN + 3) عن نظام إقليمي لتبادل
العملات ليساعدها على مواجهة أية أزمات مالية آسيوية في المستقبل،
وهذا الترتيب يشبه الترتيب الذي أقامته الدول الصناعية العشر في أوائل
الستينيات عندما واجهت أول الاضطرابات النقدية في فترة ما بعد
الحرب العالمية الثانية، كما أن هناك محاولات أخرى لإقامة هياكل مالية
فرعية داخل الإقليم، فقد أنشأت مجموعة ASEAN آلية للوقاية لمحاولة
التنبؤ بأزمات المستقبل وتفاديها، عن طريق استعمال مؤشرات متقدمة
للإنذار المبكر، كما أن بلاد شمال شرق آسيا تراقب بصورة جماعية
تحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل في المنطقة.

ويدور كثير من النقاش حول تكوين سلال مشتركة للعملات
وترتيبات للتدخل المشترك في الأسواق المالية، حتى تحل محل كل من
أنظمة ربط العملات المحلية بالدولار والتي واجهت كثيرا من الانتقاد في
الماضي، وما تبعها من أنظمة التقويم الحر للعملات التي فرضتها
ظروف الأزمة.

كما أن هناك اقتراحا (من طرف الفلبين وهونج كونج) بإنشاء عملة آسيوية موحدة على غرار " اليورو "، ومن الواضح أن هذه فكرة تحتاج إلى سنوات لتظهر إلى حيز الوجود، ولكن مجرد اقتراحها لم يكن أمر متوقعا منذ فترة قصيرة من الزمن.

و من الممكن القول أن كل هذه الظواهر هي بدايات للتحرك اتجاه ظهور صندوق نقد آسيوي، وبعد مرور فترة ليست بالطويلة، منذ أن تمت محاولات إحباط الفكرة، هذه الفكرة التي تؤكد على أن الآسيويين يجب أن يتحركوا في اتجاه الإمساك بمقاييد أمورهم بأنفسهم، وأنهم يملكون الموارد المالية الكبيرة التي تمكنهم من مواجهة المصاعب المالية الخارجية لأعضاء المجموعة الأكثر ضعفا، و لعله من المفيد إثارة سؤالين بالنسبة لهذا التحرك الآسيوي في مجال النقد والتجارة (وسنكتفي بالإشارة إلى المجال النقدي والمالي فقط).

أولا : ما هي الدوافع الأساسية وراءه ؟

ثانيا : ما هي آثاره وانعكاساته الممكنة مستقبلا على بقية العالم ؟

يبدو أن أهم الأسباب والدوافع هي : الأزمة المالية لشرق آسيا، والتأثير الإيجابي الذي تقدمه تجربة الاتحاد الأوروبي وخاصة (اليورو) وكذلك فشل كل من WTO و APEC في تحقيق تقدم فعلي في مجال تحرير التجارة، هناك شعور عام بعدم الارتياح لسلوك البلاد الصناعية الكبرى وكذلك المؤسسات المالية الدولية والطريقة التي تم بها التعامل مع الأزمة الآسيوية من قبل هذه الأطراف، هذه الظروف تدعو الآسيويين إلى التفكير الجدي في محاولة تفادي الاعتماد الكامل على الغرب ومؤسساته، وتفادي تكرار التجربة الأليمة التي بدأت في صيف 1997.

لا شك أن التكامل الاقتصادي سيققق لشرق آسيا كثيرا من الفوائد بما في ذلك المزيد من الاستقلال، خاصة أثناء الأزمات، ولكن ذلك ليس أمرا سالبا من وجهة نظر العالم الخارجي، من الواضح أن لشرق آسيا من القوة ما يرشحها لأن تلعب دورا في هذا العالم أكثر أهمية من دورها

الحاضر، الحجم الإجمالي لاقتصاد المنطقة وحجم تجارتها الخارجية يقارب الحجم في كل من الكتلتين الرئيسيتين في العالم: الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي، كما أن إجمالي الاحتياطي النقدي فيها هو أكبر بكثير من الاحتياطي النقدي لكل من الكتلتين، وعليه فليس هناك مبرر يمنع أن تكون لها مؤسساتها الخاصة، وأن يكون لها رأي أساسي في القضايا المصيرية التي تهمها، خاصة وأن تمثيلها الحالي في المؤسسات الدولية لا يتناسب على الإطلاق مع إمكانياتها وحجمها الاقتصادي.

إن نجاح التكامل الاقتصادي الآسيوي سيخلق منافسا مهما وسيقدم حافزا قويا للنمو الاقتصادي والتجارة والاستثمار في العالم، ويمكن أن يغير الوضع الحاضر فتصبح آسيا شريكا ثالثا وفعالا - إلى جانب الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا - في إدارة الاقتصاد العالمي.

الخاتمة

هناك عدة اعتبارات ترشح الترتيبات الإقليمية لأن تكون سندا مهما وأن تقوم بدور فعال في نظام مالي عالمي أكثر توازنا، الإنذار المبكر والحركة السريعة لمنع الأزمات من الحدوث يمكن أن تكون أقل صعوبة على المستوى الإقليمي، كما أن الجيران الأقربين هم في العادة أقدر على فهم الظروف التي تحيط بهم، كما أن دعوتهم لبقية الجيران لاتخاذ الإجراءات الوقائية يمكن أن تكون أكثر شرعية وقبولا، ثم إن العدوى وانتقال آثار الأزمات هي ظواهر إقليمية وقد يغني استعمال التسهيلات المالية الإقليمية - ربما بالإضافة إلى التسهيلات الدولية - عن الحاجة إلى اللجوء إلى ترتيبات أخرى مؤقتة ليست مضمونة في كل الأحوال، لقد قدم البنك الآسيوي للتنمية وبنوك التنمية الإقليمية الأخرى كالبنك الإسلامي الكثير في مجال التمويل المالي العالمي للتنمية ويمكن لصناديق نقد إقليمية أن تقدم الكثير في مجالها.

المراجع :

1. محمد الفنيش، " البلاد النامية والأزمات المالية العالمية "، حول استراتيجيات منع الأزمات وإداراتها، سلسلة محاضرات العلماء الزائرين رقم 17، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب البنك الإسلامي للتنمية، السعودية جدة، الطبعة الأولى 1421هـ- 2000م.
2. أندرو بيرغ، كاثرين باتيللو، " تحدي التنبؤ بأزمات الاقتصادية "، صندوق النقد الدولي، واشنطن، 2000.
3. علاء الدين عوض الطراونة، تطوير نظام إنذار مبكر لتوقع الأزمات الاقتصادية في الأردن، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، المملكة الأردنية الهاشمية، أوت 2004.
4. محسن عبد العزيز الوكيل، " كيف تتجنب الوقوع في أزمة مصرفية "، مجلة الإقتصادي، بتاريخ 22 جانفي 2007، العدد 1986.
http : // ik. Ahram. Org. Eg/ ik/ ahram/ 2007/22/ BARI 1.
HTM، تاريخ الإطلاع : 2007/01/31.
5. عبد النبي اسماعيل الطوخي، " التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة "، مصر، www. Kantakji. Ory/ Figh/ Files/Manage/104. Doc.
6. أحمد طلفاح، الأزمات المالية و أزمات سعر الصرف و أثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، أبريل 2005.
7. عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي العولمة المالية وإمكانيات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2003، ص 38.

هما
كر
على
فهم
ءات
آثار
مية
، إلى
سيوي
مجال
أير في