

## تحدي التنبؤ بالأزمات الاقتصادية



أندرو بيرغ  
كاثرين باتيلو

تحدي التنبؤ  
بالأزمات الاقتصادية



أندرو بيرغ  
كاثرين باتيللو

صندوق النقد الدولي  
واشنطن العاصمة

© صندوق النقد الدولي ٢٠٠٠

رئيس تحرير السلسلة  
جيريمي كليفت

تصميم الغلاف  
سناء العروسي وشعبة البيانات بالصندوق

ISBN 1-55775-984-7  
ISSN 1020-5098

صدر في يوليو ٢٠٠٠

للحصول على مطبوعات صندوق النقد الدولي،

يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

International Monetary Fund, Publication Services  
700 19th Street, N.W., Washington, D.C., 20431, U.S.A.  
Tel: (202) 623-7430      Telefax: (202) 623-7201  
E-mail: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)  
Internet: <http://www.imf.org>

## تمهيد

تهدف سلسلة "قضايا اقتصادية" إلى إطلاع الجمهور العريض من القراء غير المتخصصين على جانب من البحوث الاقتصادية التي يصدرها صندوق النقد الدولي حول أهم قضايا الساعة. ويتم استخلاص المادة العلمية التي تحتويها هذه السلسلة من أوراق العمل الصادرة عن الصندوق بصفة أساسية، وهي دراسات متخصصة يقوم بإعدادها خبراء الصندوق والعلماء الزائرون، وكذلك من الدراسات البحثية المختلفة المتعلقة بالسياسات.

ويعتمد هذا العدد من سلسلة "قضايا اقتصادية" على المادة التي تحتويها في الأصل الدراسة العرضية رقم ١٨٦ الصادرة عن صندوق النقد الدولي بعنوان *Anticipating Balance of Payments Crises: The Role of Early Warning Systems* التي أعدها Andrew Berg و Eduardo Borensztein و Gian Maria Milesi-Ferretti و Catherine Pattillo، ودراسة *What Caused the Asian Crises: An Early Warning System Approach* التي أعدها Andrew Berg و Catherine Pattillo ونشرتها المجلة الدورية *Economic Notes*. وقد قام بإعداد هذا الكتيب جيريمي كليفت من إدارة العلاقات الخارجية بالصندوق. ويمكن للقراء شراء نسخة من الدراسة العرضية (١٨ دولارا أمريكيا؛ و ١٥ دولارا أمريكيا للأكاديميين) من خدمات النشر والمطبوعات بصندوق النقد الدولي.

## التنبؤ بالأزمات الاقتصادية: نظام للإنذار 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 عملة 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.

وللأسف فإن الأسواق المالية معروفة بضعف قدرتها على رصد نشوء الأزمات. فلم يراود الأسواق شك يذكر عن قرب وقوع أزمة المكسيك عام ١٩٩٤ وأزمة تايلند عام ١٩٩٧. ولم تزد توقعات انخفاض قيمة العملة لدى المتاجرين فيها خلال الشهور السابقة مباشرة على انهيار العملة في المكسيك أو تايلند. كذلك فإن فروق أسعار الفائدة (الفروق بين أسعار الفائدة المحلية وأسعارها في الخارج) لم تتسع بشكل ملموس قبل أزمة المكسيك. وبدلاً من أن تكون فروق أسعار الفائدة على سندات بريدي والسندات الأوروبية الدولية بمثابة إنذار مبكر لتراجع الثقة، فيبدو أنها لم تتسع إلا بعد أن بدأت الضغوط على العملة بالفعل.

ونتيجة 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.

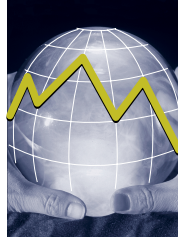
ورغم أن الباحثين يدرسون الكثير من المتغيرات الاقتصادية والمالية التي يدرسها معظم المحللين الماليين، فإن موطن القوة لدى الباحثين يكمن في معالجة المعلومات بطريقة منهجية تصل بقدراتهم إلى الحد الأقصى من حيث التنبؤ بأزمات العملة أو ميزان المدفوعات استناداً إلى التجارب التاريخية لعدد كبير من البلدان.

وفي 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 حدة.

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 بالولايات المتحدة 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.



## البحث عن أعراض مشتركة

يتضح بالنظر إلى أكبر الأزمات الدولية التي وقعت في العقدين الماضيين أن نمط الأزمات قد شهد تطورا بمرور الوقت.

فأزمة الدين في الثمانينات، التي بدأت بتعليق المكسيك مدفوعاتها في أغسطس ١٩٨٢ واستمرت قرابة عشر سنوات، كانت تعكس مزيجا من الصدمات الخارجية واختلالات الاقتصاد الكلي المحلية والتي تراكمت خلال فترة تميزت بدخول تدفقات رأسمالية كبيرة إلى البلاد في السنوات السابقة على الأزمة.

ورأى معظم المحللين أن الأزمة قد نشأت بمساهمة مجموعة من العوامل الخارجية - من بينها تدهور معدلات التبادل التجاري والارتفاع الحاد في أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي وتباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي - التي اقترنت باختلالات محلية مثل عجوزات المالية العامة والمبالغة في تقييم العملة. وقد تفاقمتم المشكلات من جراء سوء إدارة التدفقات الرأسمالية الوافدة، وخاصة عن طريق تقديم ضمانات ضمنية أو صريحة لأسعار الصرف إلى المقترضين من القطاع الخاص أو الحكومي.

وعلى النقيض من ذلك، أوجت أزمة المكسيك في الفترة ١٩٩٤/١٩٩٥ بتفسيرات مختلفة وأشارت إلى عوامل اقتصادية جذرية مختلفة. ففي هذه المرة، أشار كثير من المراقبين إلى التنبؤات المحققة لذاتها التي صدرت عن الأطراف المشاركة في السوق باعتبارها مسؤولة إلى حد كبير عن انهيار "البيزو". بيد أن التحليلات أفرت في نفس الوقت بأن الحساسية الكامنة في الاقتصاد يسرت حدوث هجمات المضاربة على العملة. فقد تراكمت ديون ضخمة قصيرة الأجل مقومة بالدولار الأمريكي في المكسيك نتيجة للعجوزات الضخمة في الحساب الجاري (التي نشأت بسبب المبالغة في تقييم العملة بعد عملية شاقّة استهدفت تثبيت معدل التضخم) فضلا عن سياسة إدارة الدين التي بدأ تنفيذها قبيل نشوء الأزمة. وبالإضافة إلى ذلك فقد أدى النمو السريع في القطاع المالي المحلي إلى تكوين محافظ من القروض ضعيفة النوعية والتعرض الشديد لانخفاض سعر الصرف.

أما الأزمة التي ألمت بالمنطقة الآسيوية في الفترة ١٩٩٧-١٩٩٩ فقد وضعت الأسواق المالية في بؤرة الاهتمام. فقبل تفجر الأزمة، كانت المصادر التقليدية للاختلالات الأساسية شبه غائبة. إذ كان مركز المالية العامة على درجة كبيرة من القوة، وكان التضخم يتراوح بين الاعتدال والانخفاض على مدار عدة سنوات. وباستثناء تايلند، لم تسجل أسعار الصرف الحقيقية أي ارتفاع ملحوظ في السنوات السابقة على الأزمة، كما أن التباطؤ في نمو الصادرات لدى بعض اقتصادات المنطقة منذ عام ١٩٩٦ قد جاء في أعقاب عدة سنوات من التوسع بالغ القوة. وفي المقابل، تدهورت محافظ القروض لدى المؤسسات المالية تدهورا ملموسا، وأصبح قطاع الشركات مثقلا بالديون وضعيفا من الناحية المالية - إثر سنوات من القرارات غير الموفقة في مجالي الإقراض والاستثمار.

وبدا ضعف القطاع المالي وقطاع الشركات وكأنه القاسم المشترك الوحيد بين البلدان التي تأثرت بالأزمة في آسيا. ولكن الوضع ازداد سوءا بعد انتشار الأزمة من بلد إلى آخر مع قيام المستثمرين بسحب أموالهم على نحو مفاجئ. ويبدو أن "عدوى" الأزمة الآسيوية ترجع بالدرجة الأولى إلى انتشار آثار هذه الأزمة التي نشأت في الأسواق المالية، فضلا عن سلوك القطيع الذي اتبعه المستثمرون في تلك الآونة - ليس فقط من حيث الانضمام إلى التيار الجارف في التحول عن إحدى العملات، وإنما أيضا من حيث النزعة إلى تحويل الأصول إلى خارج منطقة بأكملها. ومن الواضح أنه يتعذر إعداد نموذج اقتصادي مشترك لكل هذه الأنماط من الأزمات.

ولكن من الممكن تحديد عدد من الأعراض المشتركة. فعلى سبيل المثال، قد تنخفض الاحتياطيات الدولية إلى مستوى خطير، أو يصبح مستوى التزامات

الدين الخارجي مفرطاً في الارتفاع بالنسبة للاقتصاد ككل. وبدلاً من ذلك، قد تتبع حركات أسعار الأصول نمطاً مشتركاً عند توقع نشوء أزمات العملة. وإلى جانب ذلك، ينبغي متابعة العديد من البيانات الأساسية، مثل بيانات ميزان المدفوعات الخارجي للبلد المعني ووضع اقتصاده الكلي المحلي. ولكن هناك عيوباً تشوب هذا المنهج. فمثلاً، قد يتباين في بعض الأحيان مستوى حساسية الاقتصاد المستدل عليه من مستوى الاحتياطيات الدولية، وذلك حسب مدى إيجابية أو سلبية الشعور السائد بين المستثمرين تجاه الاقتصادات الناشئة، أو مدى قوة أو ضعف ميلهم للتأثر بالعدوى، أو حسب انتقال الأزمة من بلد إلى آخر.

فقد يحل أجل استحقاق مدفوعات ديون ضخمة على أحد البلدان خلال سنة معينة لأسباب تصادفية محضة، ولكن هذا لا ينبغي اعتباره مؤشراً ذي دلالة على حساسية هذا البلد للتقلبات الخارجية إذا كان يتمتع بعوامل اقتصادية جذرية قوية وكان المزاج السائد في الأسواق المالية مواتياً. وفي المقابل، قد يستمر مستوى الاحتياطيات الدولية المرتفع نسبياً لفترة قصيرة فحسب، نظراً لضخامة العجوزات القائمة وسلبية الشعور السائد بين المستثمرين.

ويمكن رصد مجموعة أخرى من الأعراض المهمة في الأسواق المالية الدولية، حيث قد يشير تغير الأسعار إلى زيادة المخاطرة. فإذا كان من المتوقع تخفيض قيمة العملة المحلية، مثلاً، نجد أن فوارق أسعار الفائدة تزداد بين الأصول المقومة بهذه العملة والأصول المقومة بعملات أجنبية. كذلك إذا كان من المتوقع مواجهة مصاعب اقتصادية في أحد البلدان، فإن المستثمرين يبادرون بالانسحاب من المعاملات التي تنطوي على أدوات دين سيادي وربما من البورصات المحلية، الأمر الذي ينعكس في صورة اتساع في فروق أسعار الفائدة على أدوات مثل سندات "بريدي" وتراجع أسعار الأسهم.

بيد أن هذه الأسعار المختلفة للأصول قد تصدر إشارات تبدو متناقضة نظراً لتأثرها بأنواع مختلفة من المخاطر.

وتتضح من ذلك إمكانية وضع نظام للإنذار المبكر يقوم برصد المتغيرات المختلفة، وإن كان ينبغي معاملة النتائج بشيء من الحذر مع مراعاة إمكانية تفسيرها بطرق مختلفة. وقد اتسع نطاق العوامل الاقتصادية الجذرية (*fundamentals*) ذات الصلة مع التغيرات التي شهدتها الأسواق المالية الدولية. وجدير بالذكر على وجه الخصوص أنه ينبغي توجيه اهتمام أكبر للعلامات الدالة على وجود ضغوط في القطاع المصرفي والنظر فيها إلى جانب العوامل الاقتصادية الجذرية الأكثر تقليدية، مثل تلك المرتبطة بالمركز الخارجي للاقتصاد - بما في ذلك مستوى سعر الصرف الحقيقي أو ميزان



الحساب الجاري - والعوامل التي تصف وضع الاقتصاد الكلي المحلي، مثل أرصدة المالية العامة ونمو الائتمان.

كما ينبغي أن يأخذ نظام الإنذار المبكر في الحسبان مؤشرات الحساسية - أي المؤشرات الدالة على احتمال النجاح في الدفاع عن العملة إذا ما تعرضت للهجوم، حيث لا يرجح أن تتعرض العملات الأقل حساسية لهجمات مضاربة خطيرة. وعلى سبيل التحديد، تعتبر التغطية التي يوفرها مستوى الاحتياطيات الدولية قياساً إلى الخصوم الممكنة قصيرة الأجل المحلية والخارجية بمثابة مقياس من مقياس حساسية العملة المحلية لهجمات المضاربة. ويمكن استكمال هذه المتغيرات ببيانات أخرى، مثل بيانات المركز الأجل للبنك المركزي وغيره من المؤسسات الرسمية أو الخاصة، وخطوط الائتمان المتاحة أو غير ذلك من وسائل التمويل الطارئ، وإن كان الحصول على مثل هذه البيانات قد يكون أكثر صعوبة.

وتؤدي هاتان المجموعتان من المتغيرات - العوامل الاقتصادية الجذرية ومؤشرات الحساسية - دوراً تكاملياً في الأساس. فالبلدان التي تتسم بضعف العوامل الاقتصادية الجذرية مع توفر مستوى جيد من السيولة لا تظل متمتعة بمركز قوي لمدة طويلة، بينما البلدان ضعيفة السيولة نسبياً ولكن عواملها الاقتصادية الجذرية قوية يكون احتمال تعرضها للهجمات أقل - وإن لم تكن محصنة تماماً من هجمات المستثمرين "غير الملمين بمجريات الأمور" - كما يكون احتمال نجاحها في التصدي للهجمات أقوى.

وفي النهاية، قد يكون للمؤشرات الدالة على الشعور السائد في السوق دور أيضاً في نظام الإنذار المبكر، مثل المؤشرات التي يمكن اشتقاقها من أسعار الأصول أو من التطورات التي تشهدها البلدان الأخرى والتي قد تنشئ خطر العدوى. ويعد الشعور السائد في السوق قوة مؤثرة ولكنه صعب القياس، وربما تكون المؤشرات ذات الصلة غير مفيدة نسبياً لأنها تميل إلى التأخر الشديد في إصدار الإشارات خلال فترة تكوين الأزمة. ولكن من الواضح أنه ينبغي للمحللين مراقبة أية علامات تشير إلى الشعور السائد في السوق. وعلى ذلك، فإن إدخال هذا العنصر في نظام الإنذار المبكر هو أمر يستحق النظر.

ولوضع نظام ناجح للإنذار المبكر، ينبغي أن تكون أهم المؤشرات الدالة على اقتراب وقوع الأزمة متشابهة بدرجة معقولة عبر مختلف الفترات والبلدان. وكثير من العوامل التي تشير لتجارب السابقة إلى احتمال إسهامها في التنبؤ بالأزمات ليست سهلة القياس ولا تصل إلى مستوى هذا المعيار. وربما تكون أوضح الأمثلة في هذا الخصوص هي تلك التي تنطوي على بيانات بشأن النظم الصحية والمالية، مثل معدلات القروض عديمة الأداء وكفاية رأس المال.

وبالمثل، فقد يساء قياس المتغيرات لأسباب متنوعة. فعلى سبيل المثال، لا تتوفر في معظم البلدان معلومات دقيقة وشاملة عن الدين الخارجي قصير الأجل المستحق على القطاع الخاص. ويعني وجود هذه المشكلات المتعلقة بالقياس أو توفر المعلومات أنه يصعب تضمين هذه المعلومات في نظم الإنذار المبكر التي تستند في المعايير إلى الفترات التاريخية.



## ما مدى كفاءة نظم الإنذار المبكر؟

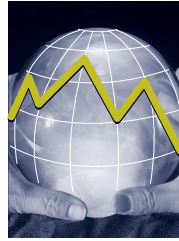
استخدم الاقتصاديون معايير مختلفة في وضع عدد من النماذج التي تهدف إلى مساعدة صانعي القرار في التنبؤ بالأزمات المستقبلية، ولكن هذه النماذج حققت معدلات نجاح متباينة حتى الآن كما سلفت الإشارة. ويختبر الاقتصاديون النماذج بأسلوبين: على أساس البيانات والفترة الزمنية التي صممت لأجلها (وهو ما يسمى بالأداء داخل العينة (in-sample performance) على أساس البيانات أو الفترة الزمنية التي لم تصمم لأجلها بالتحديد (وهو ما يسمى بالأداء خارج العينة (out-of-sample performance). ومن الواضح أن النموذج المفيد هو الذي يقدم إشارات غنية بالمعلومات خارج العينة، أي خارج الفترة الزمنية التي تم تقدير النموذج نفسه لها.

وقد 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" وثلثها "خارج العينة". وكانت الإنذارات الكاذبة أمراً شائعاً؛ ففي أكثر من نصف المرات التي تنبأت فيها جميع هذه النماذج بقرب وقوع أزمة، لم تقع أية أزمة.

ورغم 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 إسهما قيميا من جانب نظام الإنذار المبكر لأنه يساعد على تركيز الاهتمام على البلدان التي تحتاج إلى تعديلات في سياساتها قبل تطور الأزمة.

كذلك سلطت النماذج الضوء على المتغيرات ذات الأهمية القصوى في تحديد الأزمات. وتوضح كافة المناهج المستخدمة أن احتمال وقوع أزمة عملة يزداد مع المبالغة في تقييم سعر الصرف مقارنة بالاتجاه العام، وعندما يزداد نمو الائتمان المحلي ونسبة المعروض النقدي بمفهوم أوسع (M2) إلى الاحتياطات. وتعمل العجوزات الكبيرة في الحساب الجاري وخسائر الاحتياطات على زيادة احتمال وقوع أزمة في النماذج الثلاثة التي تتضمن هذين المتغيرين. وقد تبين أيضا أن النسب المرتفعة للدين قصير الأجل إلى الاحتياطات تؤدي إلى زيادة احتمال وقوع الأزمة. كذلك تشير بعض الأدلة إلى أهمية متغيرات أخرى مثل نمو الصادرات وحجم عجز ميزانية الحكومة ونصيب الاستثمار الأجنبي المباشر من الدين الخارجي. ومن المثير للدهشة أن نمو الناتج لم يكن ضمن المؤشرات الرئيسية الدالة على قرب وقوع الأزمات. أما الأدلة على أهمية أسعار الفائدة فكانت متباينة. فقد تبين أن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية المحلية ينطوي على إشارات مفيدة للأزمات الوشيكة، وهو أمر لا يحققه الفارق بين أسعار الفائدة الحقيقية الأجنبية والمحلية. ولكن نموها واحدا فقط يخلص إلى أن ارتفاع أسعار الفائدة الأجنبية يؤدي بالفعل إلى زيادة احتمال انهيار العملة.



## آسيا: دراسة حالة

فاجأت الأزمات التي هزت عددا من بلدان آسيا عام ١٩٩٧ جميع المراقبين تقريبا. فعلى مدى سنوات طويلة كان ينظر إلى اقتصادات كوريا وتايلند وإندونيسيا وماليزيا باعتبارها "معجزات"، حيث كانت معدلات النمو السنوي المتوسط تتراوح بين ٦,٩٪ في إندونيسيا و ٨,٤٪ في كوريا منذ عام ١٩٧٠. وقد اختلفت آراء المحللين اختلافا كبيرا حول أسباب نجاح هذه الاقتصادات: هل كان مرده إلى سمة خاصة تتصف بها "الرأسمالية الآسيوية"، أم يرجع في الأساس إلى تنفيذ سياسات اقتصادية سليمة، وتطبيق الانفتاح الاقتصادي، وتحقيق معدلات استثمار مرتفعة؟

وبحلول عام ١٩٩٦، بدت في الأفق بضع سحب داكنة. وبدأت مخاوف خبراء صندوق النقد الدولي تتزايد بشأن مجموعة من المؤشرات الدالة على وصول النشاط الاقتصادي إلى مستويات محمومة في تايلند، وبصفة خاصة تزايد عجز الحساب الجاري وحالات الإعسار المصرفي و"بوابر فقاعات" أسعار الأصول. وفي غضون ذلك كانت ربحية الشركات تتراجع باطراد في كوريا، فأعلنت ست من أكبر ٣٠ شركة إفلاسها في يونيو ١٩٩٧. ومع ذلك، فلم يتوقع إلا بضعة مراقبين قبل عام ١٩٩٧ أن أزمة كبيرة سوف تندلع في المنطقة، على الأقل خارج تايلند. وقد ظلت فروق أسعار الفائدة على الدولار تتراجع ومراتب الجدارة الائتمانية تتحسن بصورة عامة حتى بداية عام ١٩٩٧ على الأقل في البلدان التي تضررت فيما بعد من الأزمة.

وفي يوليو عام ١٩٩٧، اضطرت تايلند إلى خفض قيمة عملتها. وفي غضون الأشهر القليلة التالية، تعرضت عدة بلدان آسيوية أخرى لضغوط حادة بلغت ذروتها بانهييار "الون" الكوري و"الروبية" الإندونيسية في أواخر عام ١٩٩٧. وسجل النمو معدلا سالبا بشدة في عام ١٩٩٨ في معظم بلدان المنطقة، حيث هبط إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بمعدل ١٥,٢٪ في إندونيسيا و ٨٪ في تايلند و ٧,٥٪ في ماليزيا و ٧٪ في كوريا.

ويمكن تلخيص الأسباب الممكنة للأزمات التي شهدتها البلدان الآسيوية فيما يلي:

- ترجع أصول هذه الأزمات إلى أوجه قصور جوهرية في البلدان المتأثرة بها. وقد أسهم بدور في هذا الخصوص، ولا سيما في تايلند، وجود المشكلات التقليدية في مجال الاقتصاد الكلي، مثل عجز الحساب الجاري الذي بلغ مستوى لا يمكن استمراره وسعر الصرف الذي أصبح مبالغ في قيمته. ولكن الأهم من ذلك هو مواطن الضعف في بلدان الأزمة التي نجمت عن التفاعل بين المؤسسات المالية المحلية الضعيفة والتدفقات الرأسمالية الضخمة.
- ورغم أن البلدان المتأثرة بالأزمة كانت تعاني بالفعل من بعض المشكلات الهيكلية والاقتصادية الكلية، فقد كانت هذه الأزمات في معظمها عبارة عن حالات نعر مالي يمكن اجتنابها - أي نوبات واعية من "التدافع الجماعي لسحب الودائع المصرفية" في اقتصادات كانت تتمتع بالسلامة المالية لولا هذه التطورات. وكانت البلدان الأكثر تضررا هي البلدان التي بلغت فيها نسبة الدين الخارجي قصير الأجل إلى إجمالي الناتج المحلي مستوى مرتفعا. وكان ذلك يعني ضمنا أنه إذا اقتنع الدائنون الأجانب أن غيرهم من الدائنين لن يحددوا الديون المستحقة لهم فلن تكون هناك احتياطات كافية لتغطية الالتزامات التي يحل أجل استحقاقها. وهكذا أصبح الذعر من العواقب المحتملة سببا مفضيا إليها.

هل كان يمكن التنبؤ بمثل هذه الأزمة باستخدام نموذج للإنذار المبكر؟

في حين وضع بعض الاقتصاديين نماذج مستخدمين فيها ما يصل إلى ٢٠ مؤشرا، فقد قرر خبراء صندوق النقد الدولي في هذه الحالة استخدام نموذج اقتصادي كلي بسيط يشتمل على خمسة متغيرات لإجراء تحليل لاحق على الحدث. وكان بين المؤشرات المنتقاة درجة المبالغة في تقييم سعر الصرف الحقيقي وحجم عجز الحساب الجاري كنسبة من إجمالي الناتج المحلي ومعدل نمو الصادرات ومعدل نمو الاحتياطي ونسبة الدين الخارجي قصير الأجل إلى الاحتياطيات.

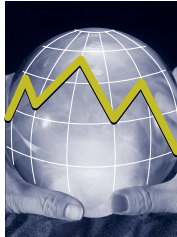
وتتفق المتغيرات الأربعة الأولى مع نماذج سابقة كانت تركز على تزايد أوجه عدم الاتساق بين الأهداف الداخلية والخارجية بما يؤدي إلى انهيار سعر الصرف. وقد شاعت في الأساس فكرة المتغير الخامس بعد تفجر الأزمة الآسيوية باعتباره مقياسا للحساسية إزاء التحولات المفاجئة في التدفقات الرأسمالية.

وقد كان أداء النموذج القائم على هذه المتغيرات أداء طيبا إلى حد كبير، حيث أدى إلى نتائج صحيحة من حيث إصدار إشارات تحذير قوية نسبيا في حالات كوريا وتايلند وإندونيسيا وماليزيا، ولكن ليس في حالة الفلبين. وبالطبع فإن الأزمات لا تتشابه جميعا، حتى في حالة آسيا عام ١٩٩٧.

• فمن الواضح تماما أن أزمة تايلند تفجرت لأسباب تتعلق بالعوامل الاقتصادية الجذرية. وكانت أهم المتغيرات هي نسبة عجز الحساب الجاري إلى إجمالي الناتج المحلي ومعدل تراجع الاحتياطيات. وباستثناء نسبة الدين الخارجي قصير الأجل، أبدى النموذج أن احتمال وقوع الأزمة كبير نسبيا، وظل هذا الاحتمال يتزايد حتى وقعت بالفعل حسبما يمكن أن يتنبأ أي نموذج بسيط من الجيل الأول.

• كذلك وقعت أزمة ماليزيا لأسباب تتعلق بالعوامل الاقتصادية الجذرية. وكانت المتغيرات الرئيسية هي نسبة الحساب الجاري إلى إجمالي الناتج المحلي وخسائر الاحتياطيات ودرجة المبالغة في تقييم سعر الصرف.

• أما أزمة كوريا وإندونيسيا، وهما أزماتان أقرب شبيها بأزمات الجيل الثاني، فقد أمكن التنبؤ بهما باستخدام هذا النموذج، مع استخدام نسبة الدين الخارجي قصير الأجل إلى الاحتياطيات باعتبارها المتغير الرئيسي. واستنادا إلى ذلك، كانت احتمالات الأزمة كبيرة وثابتة إلى حد ما خلال معظم عام ١٩٩٦ وأوائل عام ١٩٩٧، بما يتماشى مع الفكرة القائلة بأن هذه البلدان تقع في "منطقة حساسة"، ثم جاءت أزمة تايلند وما تلاها من أحداث لترجح كفة ميزان الأزمات لصالح تايلند في أواخر عام ١٩٩٧.



## النتائج الختامية

تعد البحوث التجريبية المعنية بنظم الإنذار المبكر ظاهرة جديدة نسبياً، على الأقل فيما يتعلق بالنماذج التي يعتبر التنبؤ بالأزمات هدفاً صريحاً لها، كما أن الأسباب التي تستتبع نشوء الأزمة معقدة نسبياً تتضافر فيها عوامل متعددة اقتصادية وسياسية ونفسية..

ولذلك يتباين أداء نظم الإنذار المبكر حتى الآن. وتنطوي التنبؤات الصادرة عن أفضل النماذج على معلومات أساسية عن المخاطر المنذرة بوقوع الأزمات، وإن كانت تصدر في أغلب الأحيان إشارات إنذار كاذبة. ويمكن التعويل على أداء النماذج عندما تتناول الفترة التاريخية التي صممت لأجلها وتم تقييمها على أساسها ("داخل العينة") أكثر مما يمكن التعويل عليها إذا تعاملت مع فترات لاحقة ("خارج العينة"). ويرجع ذلك إلى ظهور عوامل جديدة لم تؤخذ في الاعتبار من قبل أو لم تعط وزناً كافياً في النموذج السابق.

هل هذا يعني أنه مقدر للاقتصاديين الفشل في سعيهم للتوصل إلى نظام إنذار مبكر ناجح تستخدمه الحكومات والأسواق المالية لتفادي الأزمات؟ رغم أن النماذج الاقتصادية التي استخدمت في التنبؤ بالأزمات لا تخلو من عيوب، فإنها أخذت في التحسن بفضل الدراسة والتقصي المستمرين، بل وتعتبر حتى في صورتها الحالية أدوات مفيدة في رصد الإشارات المبكرة التي تدل على وجود ضائقة ما.

ورغم موجة الأبحاث التي أجريت مؤخراً في مجال التنبؤ بأزمات العملة، فمن الواضح أنه يتعين بذل مزيد من الجهود لفهم أسبابها بشكل أفضل وتحقيق نجاح أكبر في التنبؤ بوقوعها.

ويعتبر دور العدوى من السمات المهمة لأزمات العملة التي تستحق مزيداً من الدراسة، وهي تعني انتشار الأزمات كالباء متنقلة من بلد إلى آخر. غير أنه يصعب تضمين العدوى في النماذج رغم دورها الذي لا شك فيه، على الأقل في تحديد توقيت الأزمة.

ومن بين القضايا الأخرى التي ينبغي دراستها بعمق أكبر العناصر المؤسسية مثل قوة الأطر التنظيمية وسلامة ممارسة الصلاحيات في قطاع الشركات ودرجة انفتاح الحساب الجاري والمتغيرات المسؤولة عن التطورات السياسية.

وتشمل نظم الإنذار المبكر معلومات أساسية مفيدة ويمكن أن تنتج تقديرات لاحتمال نشوء الأزمة وترتيب مختلف البلدان من حيث حساسيتها لها. وفي الغالب لا يمكن التعويل على نظم الإنذار المبكر إلا جزئياً في هذه المرحلة من تطورها، ولكنها تظل نقطة بداية مفيدة للمحللين وصانعي القرار.

---

وفي الختام نقول إن نظم الإنذار المبكر يجب استخدامها وليس استغلالها. ويعني هذا أن الاستخدام الأساسي لهذه النظم يجب أن يقتصر على كونها مجرد أداة واحدة من بين كثير من أدوات تحليل المخاطر الخارجية. ويجب أن يكون أي استخدام لنظم الإنذار المبكر في إطار تحليل أوسع نطاقاً يأخذ في الاعتبار كافة العوامل المعقدة ذات الأهمية التي لا بد من تجاهل بعضها في أي نموذج إحصائي مقارنة بين البلدان.

---

## سلسلة قضايا اقتصادية

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zulu Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbas, 10g`lu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.



- 
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*. Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.
  18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade*. Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
  19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.
  20. *Job Creation: Why Some Countries Do Better*. Pietro Garibaldi and Paolo Mauro. 2000.
  21. *Improving Governance and Fighting Corruption in the Baltic and CIS Countries: The Role of the IMF*. Thomas Wolf and Emine Gürgen. 2000.
  22. *The Challenge of Predicting Economic Crises*. Andrew Berg and Catherine Pattillo. 2000.



**أندرو بيرغ** يعمل نائب الوزير المساعد لشؤون أمريكا اللاتينية وشرق آسيا بوزارة الخزانة الأمريكية. وفي فترة إعداده للبحث المنشور في هذا الكتيب كان يعمل في إدارة البحوث بصندوق النقد الدولي. وقد حصل على درجة الدكتوراه في الاقتصاد من معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا، وكان اقتصاديا رئيسا وقائدا لفرقة العمل المعنية بالمكسيك في الخزانة الأمريكية خلال أزمة البيزو المكسيكي.



**كاثرين باتيلو**، اقتصادية في قسم دراسات البلدان النامية التابعة لإدارة البحوث بصندوق النقد الدولي. حصلت على درجة الماجستير من جامعة ييل والبكالوريوس من جامعة هارفارد. وقد كانت زميلة في الاقتصاد لدى كلية سانت أنتوني، أكسفورد، كما عملت مع الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية في كل من كينيا وتنزانيا وأوغندا.