

أزمة الصرف المكسيكية لسنة 1994، مقارنة بنظرية تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة	
أستاذ محاضر أ – جامعة بومرداس	مجيد شعباني
أستاذ مساعد أ – جامعة بومرداس	سفيان أبودراز
الملخص	
<p>سوف نحاول من خلال هذا المقال تحليل أزمة الصرف المكسيكية لسنة 1994، باعتبارها أول أزمة مالية تعصف باقتصاد صاعد من دول أمريكا اللاتينية. في الأدبيات الاقتصادية تعكس هذه الأزمة الآثار الجانبية للعولمة المالية وهذا بسبب نظام الصرف المتبع فيها، نظام الانزلاق المعلن مسبقاً، من أجل مواجهة التضخم الجامح. ومن أجل إثبات دور السياسة النقدية وسياسة الصرف المتبعة في المكسيك في إشعال فتيل الأزمة، سوف نلجأ إلى نظرية تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة كأداة توقع تستعمل في الأسواق. تلعب هذه النظرية دوراً رئيسياً في تحليل أزمات الصرف وتسمح كذلك بالتنبؤ باحتمالات حدوث الأزمات.</p> <p>الكلمات المفتاحية: نظام الصرف، أزمة الصرف، أزمة مالية، نظرية تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة.</p>	
Synthèse	
<p>Nous allons essayer dans les lignes de notre contribution d'analyser la crise de change qu'a sévit le Mexique en 1994, comme étant la première crise financière touchant une économie émergente. Dans la littérature économique cette crise reflète les effets secondaires de la mondialisation financière et donc elle porte en elle la cause principale à savoir le régime de change adopté par le Mexique, crawling peg, pour faire face à l'hyperinflation. Pour démontrer que cette crise est due au politique monétaire et politique de change entretenue par le Mexique, nous utilisons la théorie de la parité des taux d'intérêts non couverte (PTINC) comme outil d'anticipation des marchés. La PTINC joue un rôle crucial dans l'analyse des crises de change, elle nous permet aussi de prévoir les probabilités de telles crises à l'avenir.</p>	
Mots clés: Régime de change, crise de change, crise financière, PTINC	
E-mail : mcha2016@gmail.com	E-mail : abouderaz@yahoo.fr

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

لم تكن حكومات دول أمريكا اللاتينية وسلطاتها النقدية بصفة خاصة، موفقة في اختيار سياساتها الاقتصادية لمكافحة عدم الاستقرار النقدي الطويل الذي نتج عن إستراتيجيات تنموية خاطئة في الأساس. ومع صمود معدلات التضخم فيها في مستويات مرتفعة جداً، حاولت هذه الدول اللجوء إلى سياسات صرف لم تكن هي الأخرى صحيحة بحكم مؤشرات الاقتصاد الكلي الضعيفة بصفة عامة والتضخم الجامح فيها. لذلك كان اللجوء إلى إجراءات أورتودكسية لمواجهة التضخم الجامح من خلال آلية سعر الصرف، ولكنها لم توفق مرة أخرى في اختيار النظام المناسب لسعر الصرف حتى تحقق الاستقرار النقدي الداخلي.

إن اختيار نظام الصرف الوسيط مع تغير أو انزلاق طفيف في سعر الصرف، وهو ينطبق على حالة الشيلي ولأوروغواي والأرجنتين 1978-1982، لا يتماشى مع وجود بيئة نقدية غير مستقرة بسبب التضخم الجامح الذي يلغي كل الفوائد الممكن الحصول عليها من جراء تخفيض سعر الصرف الاسمي. وبالتالي يصبح من الصعب المحافظة على استقرار سعر الصرف في ظل غياب سوق صرف قوي وضعف أدوات التحكم في الكتلة النقدية مع انهيار الأرصدة الكلية المختلفة وضعف الميزان التجاري والميزان الجاري وعجز موازني كبير ودائم، هذا على المستوى المحلي، أضف إلى كل ذلك ظرف اقتصادي دولي غير مستقر تلعب فيه السياسات النقدية لمجموعة الثلاثة، الولايات المتحدة ومنطقة اليورو واليابان، دوراً رئيسياً ومباشراً في فشل الحفاظ على استقرار أسعار الصرف في دول أمريكا اللاتينية.

سوف نحاول في هذه الورقة البحثية التأكيد على حدوث أزمة صرف في المكسيك كأول اقتصاد صاعد يتأثر بالنتائج السلبية للتحرير المالي الذي

تقرضه العولمة المالية، لتجد المكسيك نفسها في دوامة أزمة مالية سنة 1994، ولنتمكن من توضيح كيفية تكون الأزمة سنعتمد على نظرية تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة.

الإشكالية:

تتمثل إشكالية بحثنا فيما يلي: هل كان من الممكن أن ينتبأ السوق ويتفادى الأزمة المكسيكية لسنة 1994، بفضل استعمال نظرية تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة وبالتالي كان من الممكن تفادي أزمة الصرف في المكسيك؟

الأهداف:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى التأكيد على نقطتين مهمتين، ألا وهما:

1. الأزمة المكسيكية لسنة 1994، هي أزمة صرف بالدرجة الأولى قبل أن تتحول إلى أزمة مالية.
2. من أجل التأكيد على النقطة الأولى، يمكننا اللجوء إلى نظرية تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة باعتبار أن معدلات الفائدة من أهم محددات سعر الصرف. ولذلك يمكن أن تستعمل هذه النظرية كأداة تنبؤ باقتراب حدوث أزمة صرف في الاقتصاديات الصاعدة.

الأهمية:

تكمن أهمية ورقتنا البحثية في تسليط الضوء على أهم جزء من التاريخ النقدي غير المستقر في دول أمريكا اللاتينية بسبب التضخم الجامح الذي عصف بهذه القارة، وقد اعتمدنا المكسيك كعينة دراسة بحكم أنها أول اقتصاد صاعد يعصف بالآثار الجانبية للعولمة المالية. لذلك سنتركز أهمية البحث في توضيح مدى صعوبة تطبيق نظام انزلاق سعر الصرف في ظل التحرير

المالي، لأن الأسواق عقلانية ويمكنها توقع التوجهات المستقبلية للسياسة النقدية وسياسة الصرف بفضل نظرية تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة.

الدراسات السابقة:

لقد كانت هناك عدة دراسات وأبحاث في القضايا النقدية والأزمات المالية في ظل العولمة المالية التي تخص مختلف دول العالم، كأزمة جنوب شرق آسيا جويلية 1997. وتعتبر دول أمريكا اللاتينية من أهم الدول التي عرفت إصلاحات اقتصادية ونقدية ومالية كبيرة حتى تخرج من دائرة التضخم الجامح وتواكب متطلبات العولمة المالية، لذلك استقطبت عديد الدراسات. ومن بين هذه الدراسات نجد أطروحة الدكتوراه من جامعة باريس 1 بانتيون - السوربون بتاريخ 20 نوفمبر 2007، للباحثة Thuy Van PHAM بعنوان *Ancrage nominal du taux de change et couts de la désinflation : une estimation économétrique*، لقد اهتمت الباحثة في أطروحتها بدراسة استراتيجيات مكافحة التضخم في دول أمريكا اللاتينية من خلال آلية سعر الصرف ثم مقارنتها بتجربة دول أوروبا الوسطى والشرقية من خلال دراسة قياسية، ولكنها لم تشير إلى أهمية نظرية تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة في التنبؤ بأزمات الصرف. وهناك رسالة ماجستير من جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير في 2004، للباحث أبودراز سفيان بعنوان: العولمة المالية (الأسباب، الآثار والعلاج) مع دراسة حالة بعض دول أمريكا اللاتينية. لقد اهتمت الدراسة بتتبع تاريخ العولمة المالية من أجل وضعها في إطارها الزمني الدقيق، وفهم متطلباتها ونتائجها على اقتصاديات العالم اعتمدت على دول أمريكا اللاتينية كعينة للدراسة بسبب مختلف الإصلاحات الاقتصادية التي اعتمدها، وأهم الأزمات المالية التي عرقتها في سنوات التسعينيات. وفي المقابل لم تستعين

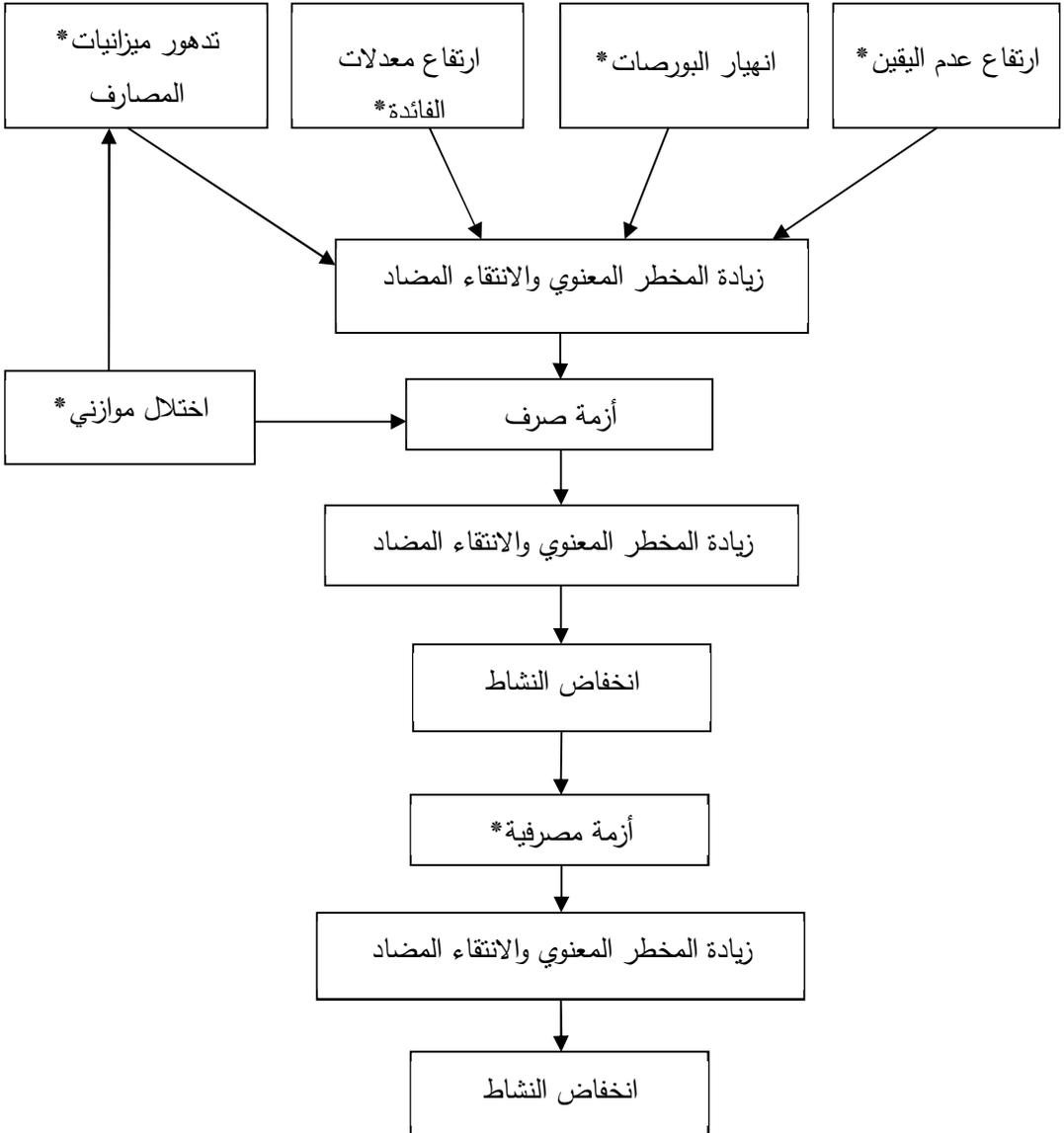
الدراسة بنظرية تعادل معدلات الفائدة لتفسير آلية حدوث الأزمات المالية في دول المنطقة.

المبحث الثاني: أزمة صرف كنتيجة لتضخم جامح وتثبيت لسعر الصرف

حتى نتمكن من تفسير دور السياسة النقدية وسياسة الصرف في خلق أزمة صرف في المكسيك سنة 1994، سنحاول تفسير أعراض أزمة الصرف بسبب العوامل المؤدية لحدوثها، كانهخفاض سعر الصرف وارتفاع معدلات الفائدة. ولذلك إذا افترضنا بلداً ما يعتمد نظام صرف بسيط، كالنظام المعتمد في إطار الإصلاحات الأورتودوكسية، ومع افتراض أن الفاعلين في الأسواق المالية يتوقعون تصحيحاً لأسعار الصرف في المستقبل القريب، سواءً تخفيض في سعر الصرف أو الانتقال نحو نظام الصرف العائم مصحوباً بعملية تخفيض، سيؤدي إلى هروب رؤوس الأموال نحو الخارج مما يدفع البنك المركزي إلى التدخل من أجل الحفاظ على سعر الصرف من خلال تخفيض احتياطاته من العملة الصعبة ليحافظ على معدل التخفيض المعلن عنه مسبقاً في سعر الصرف. ولهذا إذا كانت العملة الوطنية مقيمة بأكثر من قيمتها، فإنه يتوقع أن يحدث انخفاضاً فيها وحتى إذا لم تتدخل السلطات لتخفيضها فإن الفاعلين الماليين يتوقعون أن الحكومة ستتجه نحو التخفيض.

إن هذا النوع من المغالاة يحدث في الدول التي تثبت سعر صرفها الاسمي وتمتلك معدلات تضخم أكبر من الدول التي تثبت إليها عملاتها، حالة الشيلي ولأوروغواي والأرجنتين في سنوات 1978-1982، كذلك إذا توقعت الأسواق المالية أنه ستكون هناك عملية تخفيض مستقبلية للعملة، سيتطلب ذلك من السلطات النقدية، حتى تحافظ على استقرار معدل تخفيض سعر الصرف، أن تعمل على زيادة كبيرة في معدلات الفائدة الداخلية. ولدينا الشكل التالي الذي يوضح مراحل حدوث أزمة مالية وأزمة صرف في المكسيك

الشكل (1): العوامل المؤدية لحدوث أزمة مالية في المكسيك



ملاحظة: * تدل على العوامل المؤدية إلى أزمة مالية.

Source: Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, 8^e édition, Pearson Education, France, 2007, p 240.

من خلال هذا الشكل، والذي يوضح بصفة عامة أهم العوامل المؤدية إلى حدوث أزمات مالية في الاقتصاديات الصاعدة، نجد أن عامل ارتفاع معدل الفائدة من أهم الأسباب المؤدية إلى حدوث أزمة صرف ومنه إلى أزمة مالية في هذه الدول وهذا يتماشى مع أنظمة الصرف الثابتة المتبعة فيها. ولكن يجب التنبيه هنا بأن العوامل الأربعة، بالإضافة إلى عامل الاختلال الموازي، ليس بالضرورة أن تكون مجتمعة حتى تؤدي إلى حدوث أزمة مالية، فمثلاً مع انفتاح الأسواق المالية في بداية عقد الـ 90، ارتفع حجم القروض الممنوحة من المصارف، وبسبب ضعف المراقبة المصرفية والتنظيمية في المكسيك تعرضت هذه المصارف إلى فقدان جزء كبير من قروضها مما أدى إلى انهيار عوائدها وتقلص النشاط الاقتصادي. كذلك في حالة الأرجنتين، يعتبر انهيار ميزانية المصارف من أهم أسباب الأزمة المصرفية، ولكن يرجع السبب الرئيسي إلى الاختلال الموازي الحكومي وهذا ما أدى إلى تدهور ميزانية المصارف بعد أن تعرضت الأرجنتين سنة 1998، إلى انكماش اقتصادي.

المبحث الثالث: الأزمة المالية المكسيكية لسنة 1994

في الحقيقة لم تكن الأزمة المالية المكسيكية لسنة 1994، متعلقة بمشاكل مالية أو موازنية بقدر ما كانت متعلقة بمشاكل الصرف، فقد كانت لسياسة الصرف وطرق تسييره دوراً استثنائياً وكبيراً في تقلب الأسواق وزيادة هاجس الخوف لدى المتعاملين في الأسواق. وخاصة إذا علمنا أن بعض الدول الأوروبية كانت قد عانت من أزمات صرف سنة 1992، مما أدى إلى تخوف المتعاملين مع الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي المكسيكي اتجاه سعر الصرف.

اعتمدت المكسيك سنة 1989، نظام انزلاق سعر الصرف بعدما ثبتت سعر صرفها بالدولار سنة 1987، لتنتقل نحو نظام وسيط آخر سنة 1991، وهو نظام انزلاق سعر الصرف مع مجال تقلب حيث يعمل البنك المركزي على إعلان المستويات القصوى السنوية في رفع البيزو المكسيكي مقابل الدولار¹. وبسبب ارتفاع معدلات التضخم في المكسيك مقارنة بالولايات المتحدة، أدى ذلك إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للبيزو مما زاد من العجز الجاري. ولتقليل هذا العجز، قامت المكسيك بزيادة معدلات الفائدة لتحافظ على قوة البيزو ولكن في المقابل أصبحت الأسواق تميل نحو الاعتقاد بأن هذه الزيادة في البيزو قد وصلت إلى حدودها القصوى وبالتالي كانت التوقعات تميل نحو لجوء السلطات النقدية المكسيكية إلى عملية التخفيض، وما زاد تدعيماً لهذه التوقعات هو ارتفاع معدلات الفائدة الاسمية لتصل تقريباً لأكثر، بقليل، من 6% سنوياً في الولايات المتحدة مع ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية بسبب انخفاض معدل التضخم فيها، وهو نفس الوضع الذي حدث في كل من اليابان وبريطانيا وفرنسا².

وقد أفضت توقعات تخفيض البيزو إضافة إلى مشاكل سياسية أخرى إلى نزيف رؤوس الأموال الأجنبية مما أدى إلى انخفاض احتياطيات الصرف المكسيكية وتعرض المصارف المكسيكية إلى خسائر معتبرة، ليتدخل البنك المركزي من أجل إنقاذ المصارف. خلق هذا التدخل نوعاً من الخطر المعنوي لدى البنوك باعتمادها على البنك المركزي في تمويلها كمقرض للملاذ الأخير في حال تعرضها للإفلاس. زادت هذه الأحداث من العجز الجاري ليصل إلى

معدل 8% من الناتج في ديسمبر 1994، الوضع الذي دفع بالسلطات إلى تخفيض البيزو¹.

ولذلك إذا اعتمدنا المعطيات التالية الخاصة بالمكسيك، مع الأخذ بعين الاعتبار الزيادات الكبيرة في معدلات الفائدة لتثبيت سعر الصرف، نلاحظ فشل هذه الزيادات في الحد من نزيف الاحتياطات الأجنبية وهي الوضعية التي عاشتها الشيلي ودول أخرى في سنوات 1980.

سعر الصرف: 1 بيزو = 0.3 دولار أمريكي (أوت 1994)²
3.3333 بيزو = 1 دولار أمريكي (أوت 1994)

معدل الفائدة الاسمي في المكسيك يحسب كما يلي، وهذا بسبب ارتفاع معدل الفائدة الاسمي فوق 10% سنوياً³:

$$r = \frac{1+i}{1+\pi} - 1 \quad (1)$$

مع، r : معدل الفائدة الحقيقي.

i : معدل الفائدة الاسمي.

π : معدل التضخم، غيرنا p الأصلي في المعادلة بـ π .

وبعد توحيد المقامات نحصل على:

$$r = \frac{i-\pi}{1+\pi} \quad (2)$$

ومن المعادلة (2) يمكننا استخلاص طريقة لحساب معدل الفائدة الاسمي، لنحصل على ما يلي:

$$i = r + \pi + r\pi \quad (3)$$

ومنه إذا كان¹:

معدل الفائدة الحقيقي في المكسيك = 9.98% (سنة 1994)

معدل التضخم السنوي في المكسيك = 7% (سنة 1994)

ومع تطبيق المعادلة (3) نحصل على معدل الفائدة الاسمي كما يلي:

$$i = 0.0998 + 0.07 + 0.0998(0.07)$$

$$i = 0.176786$$

$$i = 17.6786\% \approx 17.68\%$$

وإذا علمنا أن معدل الفائدة الاسمي والتضخم في الولايات المتحدة سنة 1994، كانا كما يلي²:

معدل الفائدة الحقيقي = 4.93%

معدل التضخم السنوي = 2.6%

منه يمكننا حساب معدل الفائدة الاسمي بالطريقة التالية، نستعمل هذه المعادلة في حالة وجود معدل فائدة اسمي ومعدل تضخم أقل من 10%³:

$$r = i - \pi \quad (4)$$

ومنه:

$$i = r + \pi \quad (5)$$

بتطبيق المعادلة (5) نحصل على معدل فائدة اسمي في الولايات المتحدة لسنة 1994، كما يلي:

$$i = 0.0493 + 0.026$$

$$i = 0.0753$$

$$i = 7.53\%$$

وتطبيق المعادلة (6) التالية¹:

$$(1 + i_t) = \left[\frac{E_{t+1}^e}{E_t} \right] (1 + i_t^*) \quad (6)$$

إضافة إلى المعطيات التالية، نحصل على ما يلي:

$$1 \text{ بيزو} = 0.3 \text{ دولار أمريكي (أوت 1994)}$$

$$3.3333 \text{ بيزو} = 1 \text{ دولار أمريكي (أوت 1994)}$$

وبسبب المشاكل الاقتصادية في المكسيك، قامت السلطة النقدية بعملية تخفيض للبيزو في ديسمبر 1994، بمعدل 15%²، ومنه:

$$1.15 \text{ بيزو} = 0.3 \text{ دولار أمريكي (ديسمبر 1994)}$$

$$1 \text{ بيزو} = 0.2608 \text{ دولار أمريكي (ديسمبر 1994)}$$

$$(1 + i_t^*) \left[\frac{E_{t+1}^e}{E_t} \right] = (1.1768) \left[\frac{0.2608}{0.3} \right]$$

$$(1 + i_t^*) \left[\frac{E_{t+1}^e}{E_t} \right] = 1.0229$$

ومنه يصبح العائد المتوقع بالدولار عندما يقرر المستثمرين امتلاك أوراق مالية مكسيكية بسبب إجراء رفع معدل الفائدة المتخذ من طرف المصرف المركزي، فقط بـ:

$$100 (1 - 1.0229) = 2.29 \% \text{ سنوياً.}$$

وليس 17.68% سنوياً المعلن عنه سابقاً من طرف البنك المركزي

خاتمة:

من خلال هذا التحليل يمكننا التأكيد على أسباب الأزمة المكسيكية، حالة مشابهة في الاقتصاديات الصاعدة لدول أمريكا اللاتينية، كمايلي:

- قبل حدوث الأزمة المالية المكسيكية وأتساعها، كانت هناك أزمة صرف حادة بسبب انهيار سعر الصرف ونظام الصرف ككل، وبالتالي يمكننا التأكيد على أن المكسيك قد تعرضت إلى أزمة صرف في ديسمبر 1994.

- نجد كل الأعراض الخاصة بأزمة الصرف الشيلية لسنة 1981، في أزمة الصرف المكسيكية وهي ارتفاع معدلات الفائدة وتخفيض سعر الصرف ونظام الانزلاق المعلن مسبقاً لسعر الصرف مع انهيار المؤشرات الأخرى كالعجز الجاري ونجد كذلك ارتفاع معدلات الفائدة الأمريكية واليابانية والأوروبية. ولذلك إذا استطعنا توقع توجهات هذه المؤشرات مستقبلاً في ظل الأنظمة الوسطية لأسعار الصرف، ربما يمكننا تقادي وقوع أزمات الصرف في الاقتصاديات الصاعدة وهذا مع تتبع مستويات معدلات الفائدة والسياسات النقدية في دول مجموعة الثلاثة.

- كان أمام المستثمرين طريقتين ليتأكدوا من إقبال المكسيك على أزمة صرف مستقبلية وأزمة مالية أشمل، وهما:

1. ارتفاع معدل الفائدة مع تدهور ميزانيات المصارف بسبب نزيف رؤوس الأموال الأجنبية بالإضافة إلى انهيار بورصة القيم مع عجز جاري حاد، أدى ذلك إلى تغذية الخطر المعنوي وبالتالي حدوث أزمة صرف، الشكل (1) يشرح هذه المراحل.

2. كان بمقدور المستثمرين استعمال نظرية تعادل معدلات الفائدة ليتأكدوا من أن معدل الفائدة المكسيكي لن يحقق عائداً كبيراً مستقبلاً وهذا عكس العوائد بالدولار والين والعملات الأوروبية الأخرى، بسبب التخفيضات المستقبلية لليزو، أو بمعنى آخر ارتفاع الدولار مقابل البيزو.

الهوامش:

1-Paul Krugman et Maurice Obstfeld, Economie internationale, 8^e édition, Pearson Education, France, 2009, p 677.

2-Olivier Blanchard et Daniel Cohen, Macroéconomie, 5^e édition, Pearson Education, France, 2009, p 371.

3- Paul Krugman et Maurice Obstfeld, op.cit, p 677

4 Gregory Mankiw, Macroéconomie, 4^e édition, De Boeck Université, Bruxelles, 2009, p 447.

5 Dwight H. Perkins et autres, Economie du développement, 3^e édition, De Boeck Université, Bruxelles, 2008, p 567.

6 Université de Sherbrooke, perspective monde, Québec canada, novembre 2010, statistiques, http://perspective.usherbrook.ca/bilan/servlet/BMTendance_stat_pays?langue=Fr&code_pays=MEX&code_Theme=2&code_stat=FR.INR.RINR, 12 mai 2011, p 1.

7 Université de Sherbrooke, op.cit, p 1.

8 Dwight H. Perkins et autres, op.cit, p 567.

9 Olivier Blanchard et Daniel Cohen, op.cit, p368.

10 Paul Krugman et Maurice Obstfeld, op.cit, p 677