

جامعة الجزائر 3  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

الموضوع:

الأزمة المالية والاقتصادية العالمية  
دراسة تحليلية للأسباب والتداعيات والحلول  
( 2007 - 2010 )

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير  
فرع: نقود ومالية.

تحت إشراف الدكتور:

مسعود مجيطة

من إعداد الطالبة:

بهية بوكروح

لجنة المناقشة

- د. بن حمود سكيينة.....رئيسا  
د. مجيطة مسعود.....مقرا  
د. حشماوي محمد.....عضوا  
د. صديقي مليكة.....عضوا  
د. بن يوسف فريد.....عضوا

السنة الجامعية: 2011/2010

## شكر وعرافان

يشرفني أن أتقدم بخالص التحية والتقدير والعرافان إلى  
الدكتور مسعود مجيطة لإشرافه على هذا البحث وإفادتي بتوجيهاته  
القيمة.

كما لا يفوتني أن أعرب عن وافر الشكر والامتنان إلى  
الدكتور أحمين شفير.

وأوجه بجزيل الشكر إلى كل من قدم لي يد المساعدة لإنجاز  
هذا البحث وأخص بالذكر زميلاتي: سارة بركة، زكية شعلال، أنيسة  
لحويج.

إهداء

إلى والدي الكريمين  
إلى أخوي: رستم و وليد  
إلى أم نهال  
وإلى الصغيرين فارس ونسرين

الأزمة المالية والاقتصادية العالمية  
دراسة تحليلية للأسباب والتداعيات والحلول.  
( 2010-2007 )

**ملخص:**

لا تعد الأزمات المالية والاقتصادية ظاهرة جديدة في الاقتصاد العالمي، بل وجدت وتعاقبت عبر مختلف الأنظمة الاقتصادية، وازداد تواترها وحجمها في العقود الأخيرة إلى أن بلغت ذروتها في الأزمة الراهنة.

إن الأزمة الراهنة التي بدأت كانهيار الفقاعة العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية انتشرت بسرعة إلى بلدان أخرى، وأدت إلى حدوث صدمة حادة في العديد من المؤسسات المالية والقطاع الحقيقي للاقتصادات العالمية. والواقع أنها أزمة مالية واقتصادية عالمية حادة صعبة التشخيص، ذلك أن مسبباتها أكثر تعقيدا من الشروحات البسيطة التي ترجعها إلى استثمار الأفراد والمؤسسات المالية في قطاع الرهون العقارية عالية المخاطر. ولم تكن الأزمة لتنفجر بهذا الحجم لولا تداخل العديد من الأسباب من اختلالات اقتصادية كلية وضعف التنظيم وممارسات مالية عالية المخاطر والابتكارات المالية، حيث قدمت الأدوات المالية الجديدة - لا سيما التوريق المالي والزيادة في استعمال مشتقات القروض - دعما كبيرا لفائض السيولة العالمية مما عمق الاختلالات العالمية وخلق حالة عدم استقرار في الأسواق، خاصة وأن هذه الأدوات المالية لا تمت بصلة للأنشطة الإنتاجية في القطاع الحقيقي للاقتصاد.

وقد واجهت أغلب الاقتصادات الصناعية والأسواق الناشئة والدول النامية أسوأ الأوضاع الاقتصادية منذ أزمة الكساد الكبير، مما تسبب في انخفاض الإنتاج العالمي والتجارة العالمية وارتفاع معدلات البطالة. وبغية مواجهة الأزمة تبنى صناع السياسات مجموعة من الإصلاحات التنظيمية والإجراءات، حيث أعلنت الدول مجموعة من الحوافز الاقتصادية وبرامج للإنقاذ المالي. وقد هدفت هذه التدخلات بداية إلى احتواء العدوى واستعادة الثقة في النظام، وفي مرحلة ثانية تم التعامل مع آثار الركود العالمي وخروج رؤوس الأموال من الأسواق الناشئة وغيرها من الدول التي تأثرت بالأزمة، وفي الأخير تم إحداث تغييرات في النظام المالي للحد من المخاطر والحيلولة دون وقوع أزمات في المستقبل.

وقد أدت ردود أفعال السياسات المتنوعة إلى تحقيق تقدم في استقرار الأسواق المالية واحتواء انخفاض الإنتاج وتحسن التجارة العالمية، وبذلك تم تجاوز المرحلة الحرجة من الأزمة رغم وجود العديد من التحديات، حيث لا يزال الاقتصاد هشاً والنظام المالي العالمي في مرحلة عدم يقين وسيرورة الإصلاح والإنعاش غير تامة.

**The Global Economic and Financial Crisis:  
An analytical study of the causes, consequences and solutions  
( 2007-2010 )**

**Abstract**

Financial crises, varying in frequency and size, have marked the economic history during the past decades culminating in the present one.

The current crisis which had began by the US's Housing market, spreading quickly to other countries, had sent shock waves to a wide range of financial institutions and non financial sectors of the economy.

This global financial crisis is complex and multiform, hence its understanding and diagnosis are no easy a task, given the interplay of factors such as decisions of individuals as well as of financial institutions to invest in subprime mortgages.

The crisis could not have erupted without the interaction of global imbalance, weak regulation and financial innovations, leading to boosting liquidity by the dint of the growth of financial instruments, particularly techniques of securities which increase the use of credit derivatives alongside with the greed of many agents looking after high returns.

One characteristic of such financial instruments is that they are completely detached from productive activities in the real sector of the economy.

Almost all industrialized countries, emerging markets and developing economies have faced the worst economic conditions since the great depression, and many economies around the world have been seriously affected by this crisis and underwent global recession leading to global output contraction, high rates of unemployment and plummeting trade.

In order to cope with the abovementioned crisis, policy makers adopt a set of regulations and reforms. For instance, nearly all economies have announced economic stimulus and financial sector rescue packages aimed at restoring confidence in the system and coping with effect of the global recession and flight of capital from countries in emerging market and elsewhere. In addition to that they make changes in the financial system to reduce risk and prevent future crises.

These wide ranging policy responses have made progress in stabilizing financial market and containing the downturn in output. However, the most critical phase of the global crisis has passed. The international trade has started recovering and financial crisis unveiling signs in favor of investing and lending. Also, confidence has been improved but considerable challenges remain. The global financial system is still in a period of uncertainty and the process of recovery remains incomplete.

The financial crisis has proved the degree of interconnection and the interdependence of worldwide economies. It, also, exposed fundamental weaknesses in the financial systems. Hence, such a situations needs reform to build a resilient system that serves the needs of economies, supports strong and stable economic growth, and prevents the recurrence of economic and human costs of such crises.

## La crise financière et économique mondiale Etude des causes et effets (2007 /2010)

### Résumé :

Dans le domaine de l'économie, les crises financières et économiques ne sont pas un phénomène nouveau. Elles ont toujours été récurrentes en fonction des systèmes économiques existants. Ces dernières décennies ont connu des crises qui ont atteint leur apogée avec la crise actuelle.

La dernière crise qui est apparue dans le domaine crédit immobilier aux Etats-Unis s'est très vite propagée et a touché l'ensemble des pays engendrant un choc qui a ébranlé la grande majorité des institutions financières mondiales. La crise fut aigue, difficile à cerner au vu de ses causes complexes et profondes. La crise a pu prendre cette ampleur conséquemment à la multitude des causes qui ont été à son origine, en particulier les déséquilibres à l'échelle macroéconomique, les dysfonctionnements organisationnels ainsi que les pratiques financières à haut risque et les innovations financières, ce qui a entraîné un manque de stabilité au niveau des marchés mondiaux.

Afin de faire face à cette crise les décideurs ont adopté un ensemble de mécanismes organisationnels, de stimulants économiques et des plans de sauvetage financiers visant à atténuer les effets néfastes de cette dernière, ce qui a permis, dans un premier temps, d'endiguer la crise, de rendre la crédibilité au système financier mondial et, dans un second temps, d'en gérer les conséquences. Enfin des changements ont été introduits au système financier afin de prévenir les risques potentiels et de limiter les probabilités de futures crises.

Ces dispositions ont permis de stabiliser les marchés financiers à l'échelle mondiale, de mieux contrôler la production et d'améliorer les échanges commerciaux internationaux, ce qui a permis de dépasser l'étape critique de la crise mais sans perdre de vue que les menaces restent toujours présentes de la fragilité actuelle de l'économie mondiale et du système financier mondial dont la réforme demeure encore inachevée.

## خطة الدراسة:

- قائمة الأشكال .

- قائمة الجداول .

- مقدمة.....أ-خ

### الفصل الأول: الأزمات المالية: المفهوم والخصائص

تمهيد.....2

\* المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأزمات.....3

المطلب الأول: الأزمات الاقتصادية.....3

1- تعريف الأزمة.....3

2- الأزمة الاقتصادية.....4

3- الدورة الاقتصادية.....6

المطلب الثاني: الأزمات المالية.....8

1- تعريف الأزمة المالية.....8

2- أنواع الأزمات المالية.....9

المطلب الثالث: أسباب ومؤشرات الأزمات المالية.....15

1- أسباب الأزمات المالية.....14

2- مؤشرات قرب وقوع الأزمات المالية.....17

\* المبحث الثاني: الخلفية التاريخية والنظرية المفسرة للأزمات المالية.....18

المطلب الأول: الأزمات المالية في مختلف الأنظمة النقدية.....18

1- تعاقب الأزمات المالية في مختلف الأنظمة النقدية.....18

2- أزمة 1873.....23

3- أزمة 1929.....24

26.....	المطلب الثاني: الأزمات الحديثة
27.....	1- أزمة أكتوبر 1987
28.....	2- الأزمة المكسيكية
30.....	3- أزمة اليابان
30.....	4- الأزمة في دول جنوب شرق آسيا
32.....	5- أزمة بنوك الادخار والإقراض في الولايات المتحدة الأمريكية
33.....	المطلب الثالث: الإطار النظري للأزمات المالية
33.....	1- الجدل حول الأزمات
35.....	2- نظريات الأزمات المالية
40.....	* المبحث الثالث: خصائص البيئة المالية الدولية
40.....	المطلب الأول: أسس النظام النقدي الدولي
40.....	1- نظام بريتون وودز
44.....	2- النظام النقدي المعاصر
45.....	المطلب الثاني: العولمة المالية والأزمات المالية
45.....	1- ماهية العولمة
47.....	2- أبعاد وتجليات العولمة المالية
50.....	3- سلبيات العولمة المالية
51.....	4- العولمة المالية والهشاشة المالية
53.....	المطلب الثالث: عدوى الأزمات المالية
53.....	1- ماهية وأنواع العدوى المالية
55.....	2- النماذج المفسرة للعدوى المالية
57.....	خلاصة
	<b>الفصل الثاني: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة: الجذور والعدوى</b>
59.....	تمهيد

60.....	* المبحث الأول: خصائص الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة.
60.....	المطلب الأول: الأزمة العالمية الراهنة والأزمات السابقة.
60.....	1- أزمة 1873.....
61.....	2- أزمة الكساد الكبير.....
63.....	3- الأزمة الآسيوية.....
65.....	4- اختلاف الأزمة العالمية الراهنة.....
67.....	المطلب الثاني: سوق الرهن العقاري الأمريكي.
67.....	1- نشأة سوق الرهن العقاري الأمريكي.....
69.....	2- تطور أسواق الرهن العقاري.....
71.....	3- قروض الرهن العقاري عالية المخاطر subprime.....
73.....	المطلب الثالث: مختلف الطروحات المفسرة للأزمة الراهنة.
73.....	1- فائض السيولة.....
76.....	2- العجز الأمريكي وتركز الثروات.....
78.....	3- ارتفاع المديونية.....
81.....	* المبحث الثاني: الاختلالات المالية المفسرة للأزمة.
81.....	المطلب الأول: تغير النموذج البنكي، الإفراط في المخاطر والبحث عن المردودية.
81.....	1- البحث عن المردودية والتوسع النقدي.....
82.....	2- نظام بنكي ذو حدود غير واضحة المعالم.....
83.....	3- تغير النموذج البنكي.....
84.....	4- عمليات مالية عالية المخاطر.....
85.....	5- وكالات التصنيف الائتماني.....
86.....	6- الرافعة المالية.....
88.....	المطلب الثاني: الابتكارات المالية.
88.....	1- هيكلية وتعقد المنتجات المالية.....
89.....	2- المشتقات المالية.....

91.....	3- التوريق
<b>94.....</b>	<b>المطلب الثالث: اختلالات أخرى مفسرة للأزمة</b>
95.....	1- المستثمرون
96.....	2- هيكل ومستوى الأجرور في الصناعة المالية
96.....	3- عدم تناظرية المعلومات
97.....	4- أسواق بالتراضي
<b>99.....</b>	<b>* المبحث الثالث: من أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر إلى أزمة اقتصادية</b>
<b>99.....</b>	<b>المطلب الأول: أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر</b>
99.....	1- تنبؤات وتحذيرات بعض الاقتصاديين
101.....	2- جذور الفقاعة العقارية
103.....	3- انفجار الفقاعة العقارية وانهايار أسواق الرهن العقاري عالية المخاطر
<b>106.....</b>	<b>المطلب الثاني: طرق انتقال العدوى</b>
106.....	1- الإطار التحليلي للعدوى
110.....	2- قناة التوريق
111.....	3- القنوات التجارية والمالية
<b>114.....</b>	<b>المطلب الثالث: مراحل الأزمة المالية والاقتصادية العالمية</b>
114.....	1- عولمة الصعوبات المالية
116.....	2- تخفيض معدلات الفائدة المركزية وتوفير السيولة للبنوك
117.....	3- خسارة ليمان براذرز وعودة الضغوط
117.....	4- أزمة اقتصادية
119.....	5- أزمة نظامية
<b>121.....</b>	<b>خلاصة</b>
<b>الفصل الثالث: تداعيات الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وسبل مواجهتها.</b>	
<b>123.....</b>	<b>تمهيد</b>

- \* المبحث الأول: تداعيات الأزمة العالمية الراهنة على اقتصاديات الدول**.....124
- المطلب الأول: تداعيات الأزمة على الدول المتقدمة**.....124
- 1- الولايات المتحدة الأمريكية.....124
- 2- الاتحاد الأوروبي.....126
- 3- اقتصاديات آسيا.....128
- المطلب الثاني: تداعيات الأزمة على الاقتصاديات الناشئة**.....130
- 1- أوروبا الناشئة.....130
- 2- دول آسيا الناشئة وأمريكا اللاتينية.....131
- المطلب الثالث: تداعيات الأزمة على الاقتصاديات العربية**.....134
- 1- اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي.....134
- 2- الاقتصاد المصري.....137
- 3- الاقتصاد الجزائري.....138
- \* المبحث الثاني: سبل مواجهة الأزمة العالمية الراهنة**.....143
- المطلب الأول: جهود الدول في معالجة الأزمة**.....143
- 1- آليات مواجهة الأزمة.....143
- 2- الولايات المتحدة الأمريكية.....144
- 3- دول أوروبا.....147
- 4- دول آسيا.....149
- 5- الدول العربية.....150
- 6- أمريكا اللاتينية.....151
- المطلب الثاني: التنسيق الدولي لمواجهة تحديات الأزمة**.....151
- 1- اجتماع الدول الصناعية.....151
- 2- اجتماع قادة الآسيان.....152
- 3- القمة الأوروبية الآسيوية.....152
- 4- قمة العشرين (واشنطن).....153

155.....	5- قمة العشرين (لندن).....
156.....	6- قمة العشرين (بيتسبرغ).....
157.....	7- قمة العشرين (كندا).....
158.....	8- تدخل صندوق النقد الدولي.....
159.....	9- تدخل البنك الدولي.....
<b>160.....</b>	<b>* المبحث الثالث: التعافي والإصلاح.....</b>
<b>160.....</b>	<b>المطلب الأول: بوادر تعافي الاقتصاد العالمي.....</b>
160.....	1- مؤشرات التعافي.....
161.....	2- الاقتصاديات المتقدمة.....
162.....	3- الاقتصاديات الناشئة.....
164.....	4- التحديات التي تواجه التعافي.....
<b>166.....</b>	<b>المطلب الثاني: طرق الحفاظ على التعافي.....</b>
166.....	1- ضبط أوضاع المالية العامة.....
167.....	2- الاستراتيجيات التي يتوجب على البنك المركزي إتباعها.....
168.....	3- إصلاحات أخرى.....
<b>168.....</b>	<b>المطلب الثالث: الدروس المستخلصة من الأزمة.....</b>
169.....	1- إصلاح وتنظيم وعمل الأسواق المالية.....
171.....	2- دور الدولة في الاقتصاد.....
172.....	3- الدروس المستخلصة في إطار معايير بازل الدولية.....
174.....	4- إصلاح الحوكمة العالمية.....
<b>175.....</b>	<b>خلاصة.....</b>
<b>177.....</b>	<b>* خاتمة.....</b>
<b>183.....</b>	<b>* المراجع.....</b>

## قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
7	الدورة الاقتصادية.	1
13	الأزمات البنكية تتسبب في إحداث أزمات الصرف (نموذج فيلاسكو Velasco).	2
14	أزمات الصرف تتسبب في إحداث أزمات بنكية (نموذج ستوكر 1994 Stoker).	3
19	تواتر الأزمات (1880-1997).	4
22	تواتر الأزمات - التوزيع حسب الأسواق -	5
70	مقياس معدل ملكية العقار في أمريكا.	6
75	معدل التضخم العالمي وتطاييره.	7
105	الولايات المتحدة الأمريكية: نسبة القروض المندرجة في عملية الحجوزات حسب نوع القروض.	8
106	الولايات المتحدة الأمريكية: معدل العجز عن السداد حسب الأنواع الرئيسية للقروض.	9
109	مراحل الأزمة.	10
119	معدل نمو مبادلات السلع.	11

## قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
84	النسبة المئوية للتطور السنوي لقروض الرهن العقاري عالية المخاطر المورقة (2001-2006).	1
113	تعرض الدول المباشر لتراجع واردات الولايات المتحدة الأمريكية.	2

# مقدمة

## مقدمة

تشكل الأزمات محور اهتمام مختلف العلوم والمعارف الإنسانية، سواء كانت اجتماعية، سياسية واقتصادية. وقد دعت الحاجة الملحة لدراسة الأزمات ومعرفة أسبابها بغية التحكم في عناصرها والسيطرة عليها، والاستفادة منها بوصفها تجربة يمكن توظيف نتائجها للتنبؤ بالأزمات المستقبلية.

وعلى غرار الأزمات التي عرفتتها المجتمعات البشرية في ميادين عديدة، شهد التاريخ الاقتصادي العديد من الأزمات الاقتصادية والمالية هددت استقرار الدول، وبذلك فهي لا تعد ظاهرة جديدة بل وجدت في التشكيلات ما قبل الرأسمالية وتعاقبت منذ القدم، مما جعلها تتخذ أشكالاً مختلفة بحكم طبيعتها والظروف التي ارتبطت بها والحقبة الزمنية التي نشأت فيها، سواء كانت أزمات النظام القديم أم أزمات فيض الإنتاج وغير ذلك. وتجدر الإشارة أن تاريخ الرأسمالية رافقته الأزمات المالية وهذا ما يؤكد الاقتصادى Charles.P.Kindlerderger لا توجد رأسمالية بدون أزمات مالية.

ولما كانت الأزمات عبارة عن اختلالات ذات طبيعة متشعبة وآثار اقتصادية واجتماعية مدمرة، فقد شكلت موضوع تحاليل العديد من المدارس الاقتصادية، مما يبرر تعدد مواقف وآراء الخبراء المفسرة لها. وقد دفعت الاضطرابات الاقتصادية والمالية التي عرفتتها النظم الاقتصادية إلى اتخاذ عدة تدابير من أجل الحد من تفاقمها والتخفيف من آثارها، حفاظاً على استقرار الاقتصاديات.

وقد شكلت الأوضاع العالمية المعقدة التي باتت رهينة التقلبات المفاجئة والتحولت السريعة مصدر الأزمات الاقتصادية والمالية، إذ لم يعد بإمكان المجتمعات الحديثة بما فيها الدول الأكثر استقراراً أن تبقى بمنأى عن الأزمات في ظل تعدد أنماط العيش وتداخل المصالح.

وقد شهد الوضع الاقتصادي العالمي في العقود الأخيرة، تحولات شديدة الأهمية أدت إلى إعادة صياغة الكثير من النظم المالية والاقتصادية لتلائم هذه التحولات، فقد عرف عقدا السبعينيات والثمانينيات من القرن العشرين ظهور مشكلات مالية ومصرفية نتيجة اتساع دائرة التعامل في الأصول المالية المهيكلة، وانتشار التحرير المالي على نحو غير مسبوق، فضلاً عن دخول مجموعة من الفاعلين أسواق المال في ظل سيادة العولمة المالية، مما أدى إلى ارتفاع حجم الأموال والمدخرات التي تتسم بالمخاطرة والمضاربة في أسواق المال سعياً وراء الربح غير القائم على الإنتاج، أي التكاثر المالي المنفصل عن التراكم الإنتاجي.

وقد أسهمت هذه التحولات والتغيرات الحاصلة على صعيد البيئة المالية الدولية في ظهور مسلسل الأزمات المالية التي أصبحت تحدث بصفة متكررة وبوتيرة متسارعة، ذلك أن الفصل بين كل أزمة وسابقتها يضيق باستمرار، فضلاً عن اتساع نطاق الأزمات وقوة تأثيرها بدءاً من انهيار بريتون وودز، مروراً بانهايار بورصة

نيويورك، وأزمة المكسيك والأزمة الآسيوية وصولاً إلى أزمة الرهن العقاري التي تطورت إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية.

وقد أثارت الأزمة المالية الراهنة (2007 . 2010) اهتمام الخبراء الاقتصاديين نظراً للخطورة التي باتت تشكلها على النظام الاقتصادي العالمي واتساع دائرتها وعواقبها الاقتصادية والاجتماعية، والتي أدت إلى نشوء الكثير من المخاوف حول سلامة وانهيار النظم المالية العالمية. وقد أصبح الحديث عنها مثار جدل بين الأكاديميين ورجال المال والأعمال وحديث المواطن العادي في بلاد كثيرة، خاصة وأنها أزمة متشعبة طالت عدة بلدان.

إن انفجار فقاعة سوق العقار في اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، سرعان ما تحول إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، حيث اعتبرها البعض أخطر أزمة يتعرض لها النظام الاقتصادي العالمي بعد الكساد الكبير في 1929، خاصة وأنها تفجرت في الاقتصاد الأمريكي معقل العولمة وآليات السوق، وانتقلت عدواها إلى الأسواق المالية العالمية وشملت الاقتصاد الحقيقي برمته.

وقد عرفت أسواق النقد والمال والمؤسسات المالية والاقتصادية اضطرابات حادة انعكست على جميع الاقتصاديات العالمية بدرجات متفاوتة، وهذا بفعل التشابك الاقتصادي والمالي. وتجدر الإشارة أن هذه الاختلالات والاضطرابات جاءت بعد فترة رواج اقتصادي عالمي في ظل ارتفاع مستوى السيولة عالمياً، وارتفاع القروض وازدياد التفاؤل المتعلق بالعوائد المستقبلية، وبالأخص في الولايات المتحدة الأمريكية في قطاع الرهن العقاري.

وقد نتج عن هذه الأزمة العديد من ردود الأفعال والتفسيرات المتباينة، وظهرت دراسات حاولت تشخيص الأزمة. وبالرغم من تباين التفسيرات حول الأسباب إلا أنه تم الاتفاق على مدى خطورتها وشموليتها، حيث مست مختلف الأسواق والدول والأعوان الاقتصاديين. وتأتي صعوبة تشخيص أزمة تتسم بالتعقيد من تباين تفسيرات وآراء الخبراء حول الأسباب والحلول، فضلاً عن أنها حدث لا زالت تداعياته تعصف بالاقتصاد العالمي.

وقد اتخذت الدول تدابير استثنائية ترمي إلى وضع خطط الإنقاذ المالي والإنعاش الاقتصادي للحد من تداعيات الأزمة.

ومن هنا تأتي ضرورة طرح السؤال المركزي التالي، لمحاولة تشخيص طبيعة الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة، والسعي إلى فهم الأسباب والحلول الرامية لتجاوز هذه الأزمة.

ما هو أصل ومنشأ الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، ولماذا بلغت هذه الدرجة من الانتشار وأصبحت صعبة الاحتواء، وما هي أبرز التداعيات التي أسفرت عنها، وكيف واجه المجتمع الدولي هذه الأزمة البالغة التعقيد؟

ولنتفكك هذا السؤال ارتأينا طرح الأسئلة الفرعية التالية:

ما هو الإطار المفاهيمي والنظري المفسر للأزمات؟

ما هي مختلف التغيرات الحاصلة في البيئة المالية الدولية؟ وكيف ساهمت في ارتفاع وتيرة الأزمات المالية؟

ما هي الخلفية الحقيقية للأزمة الراهنة وكيف أدى عجز قطاع واحد إلى إحداث أزمة مالية بهذا الحجم؟ وكيف تحولت إلى أزمة اقتصادية عالمية؟

ماهي أهم أبعاد وتداعيات الأزمة المالية على اقتصاديات العالم؟

ما هي أبرز التدابير والإجراءات المتخذة للحد من عدواها؟

سعيًا إلى حصر الإشكالية سابقة الذكر، ارتأينا صياغة الفرضيات التالية:

- إن التغيرات الناتجة عن السياسات الليبرالية المتشددة هي العنصر الرئيسي المساهم في زيادة وتيرة الأزمات المالية.

- الاختلالات الاقتصادية الكلية والمالية أدت إلى تفجر أزمة مالية واقتصادية عالمية بهذا الحجم.

- القنوات المالية والتجارية أسهمت في انتشار العدوى.

- إن احتواء الأزمة المالية والاقتصادية العالمية مرهون بالتدابير المنتهجة من طرف الدول.

### أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في طبيعة موضوع الأزمات نظرا لما تمثله من أهمية بالغة بالنسبة للنظم الاقتصادية. وتشكل الأزمة المالية والاقتصادية العالمية التي لا تزال تداعياتها تعصف باقتصاديات الدول رغم ظهور بوادر التعافي اهتماما خاصا في دراستنا. من هنا تأتي أهمية دراسة موضوع الأزمة الراهنة، وذلك بالتركيز على أبعادها وتداعياتها وسبل معالجتها وإصلاح النظم المالية، من خلال محاولة فهم طبيعة الأزمات المالية والنظريات المفسرة لها، وتسلية الضوء على الاختلالات المتسببة في نشوء الأزمات بشكل متكرر في العقود الأخيرة.

## أهداف الدراسة:

- تهدف هذه الدراسة إلى فهم وتشخيص أبعاد وتداعيات الأزمة وذلك بالتركيز على ما يلي:
- البحث عن أسباب وخصائص الأزمات المالية والاقتصادية بصفة عامة وفحص وتشخيص الأزمة الراهنة بصفة خاصة، والكشف عن أبرز الاتجاهات المفسرة لها.
  - التعرف على الأزمات المالية والاقتصادية.
  - تقديم إطار تحليلي لأسباب وخصوصية الأزمة الراهنة.
  - تحديد أبرز الإجراءات المتخذة لمواجهة تداعيات هذه الأزمة.
  - الكشف عن أهم الاقتراحات المقدمة لتوخي وقوع الأزمات مستقبلا.
  - إبراز أهمية التغيرات التي تمخضت عن هذه الأزمة.

إن الأسباب الذاتية والموضوعية لاختيار موضوع الدراسة، نابعة من إدراكنا ووعينا بأهمية الإشكالية التي أثارته الأزمة المالية والاقتصادية الراهنة على الاقتصاد العالمي، خاصة وأنها شكلت اهتمام الإعلام العالمي في ظل مخاوف من انهيار الاقتصاد العالمي وسط أجواء عدم اليقين في الأسواق المالية العالمية وتردد المستثمرين والخوف من انتقال العدوى ووقوع كساد عالمي.

## الدراسات السابقة:

لقد أثارت الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة اهتمام الدوائر الأكاديمية والباحثين الذين تناولوها من مختلف جوانبها. ونظرا لكثرة الدراسات التي أولت عناية خاصة لموضوع الأزمات، فقد وقع اختيارنا على عرض دراستين أنجزتا بكلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر، نظرا للعلاقة التي تربط بين هاتين الدراستين والدراسة الحالية.

الدراسة الأولى: انعكاسات الأزمات المالية على استقرار النظام النقدي الدولي - دراسة حالة الأزمة المالية العالمية 2007 - أعدها الطالب بن ساعد عبد الرحمن، تتمحور إشكالية هذه الدراسة حول معرفة تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة على استقرار النظام النقدي الدولي الحالي.

تضم الدراسة ثلاثة فصول رئيسية، درس في الأول النظام النقدي الدولي من خلال تعريفه والتعرف على أهم مراحل تطوره بدءا من نظام الذهب مرورا بنظام بريتون وودز وصولا إلى النظام النقدي الدولي الحالي. وحاول في الثاني الإحاطة بالجانب النظري والمفاهيمي للأزمة، واستعرض أهم الأزمات التي عصفت بالاقتصاديات في القرن العشرين.

أما الفصل الثالث فخصه للأزمة المالية العالمية الراهنة، وكيف تطورت أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية عالمية، والتعرض إلى أبرز تداعياتها على الاقتصاد العالمي.

وأهم ما خلصت إليه الدراسة، هو نظام النقد الدولي الذي أنشئ كي يكون مصدرا للاضطرابات وعدم الاستقرار الاقتصادي الدولي، نظرا لعدم قدرته على استيعاب المتغيرات الدولية، وأن الأزمة قد انتشرت عالميا نتيجة للارتباط بين الأنشطة والمؤسسات المالية العالمية وحساسية النشاط المالي لثقة المستثمرين، كما كشفت الأزمة مدى هشاشة نظام النقد الدولي الذي أصبح مصدرا للاضطرابات في أسواق النقد الدولية، وضعف الدور الذي يلعبه صندوق النقد الدولي في مجال التنبؤات بالأزمات المالية ومعالجتها، مما أدى إلى بروز اتجاهات للتفكير في إعادة بناء نظام نقدي دولي يتلاءم مع الظروف والتحولت التي عرفها الاقتصاد العالمي.

الدراسة الثانية: أعدها الطالب آيت بشير عمار بعنوان الأزمات المالية وإصلاح النظام النقدي الدولي - مع دراسة الأزميتين المكسيكية والآسيوية - تدور إشكالياتها حول الكيفية التي يمكن عن طريقها جعل نظام النقد الدولي أداة لمعالجة الأزمات المالية بجانب السياسات الاقتصادية الداخلية المضادة لهذه الأزمات.

استهل دراسته بتقديم ماهية الأزمات المالية وطرق التنبؤ بها والوقاية منها، وعلاقتها بالأزمات الاقتصادية، كما تمحور التحليل حول دراسة نظام النقد الدولي، وتعرض لمختلف الجوانب الإيجابية والسلبية لظاهرة العولمة المالية، واستعرض الأزمات التي عصفت بالبلدان الناشئة، تطرق في الختام لأهم الاقتراحات الرامية لإصلاح نظام النقد الدولي.

وقد خلص الطالب إلى مجموعة من النقاط أبرزها أن العولمة المالية أدت إلى تدويل خطر النظام في ظل تراجع قدرة السلطات النقدية الوطنية على تسيير ومواجهة الأزمات المالية. وأنه يتوجب إصلاح النظام المالي النقدي الدولي الذي تبلور خلال العولمة المالية وإنشاء مقرض الملاذ الأخير العالمي والذي يهدف إلى توفير السيولة في حالة ظهور الأزمات المالية وفرض رسم على التحركات الدولية لرؤوس الأموال وذلك قصد كبح التحركات ذات الأهداف المضاربية فضلا عن إشراك القطاع الخاص في حل الأزمات المالية لتفادي تطور ظاهرة الخطر الخلفي وتفعيل دور المقرض الملاذ الأخير.

أما بخصوص أوجه التشابه والاختلاف بين هاتين الدراستين والدراسة الحالية، فيمكن أن نسجل تقاربا في الجانب النظري الذي شكل أرضية لتحديد المفاهيم واستعراض الجانب التاريخي، أما التباين فيمكن في المنهج الذي تناول مختلف الجوانب المتعلقة بالأزمة الراهنة من أسباب وتداعيات وحلول.

## المنهج المستخدم:

يمثل المنهج العلمي الوسيلة الناجعة التي يسلكها الباحث للإجابة عن الإشكالية والتحقق من الفرضيات والكشف عن الحقائق واستخلاص النتائج. وتستند عملية اختيار المنهج إلى نوع الدراسة وطبيعة الموضوع المعالج.

في مثل هذه الدراسة التي تعتمد على تحليل وتفسير ظاهرة الأزمات المالية، قمنا بجمع المادة والمعطيات المتعلقة بموضوع الدراسة معتمدين في ذلك على الكتب، الدوريات، المجالات، المؤتمرات والندوات، وأهم الدراسات الأكاديمية الدولية الحديثة، والاستعانة إلى تحاليل الخبراء الاقتصاديين.

وقد اعتمدنا المنهج والأدوات المناسبة التي تمكنا من الإجابة على الإشكالية المطروحة في الدراسة، وقد أدت مجموعة من العوامل المتعلقة بالدراسة من حيث المجال، الموضوع، الإشكالية، الفرضيات والأهداف إلى انتهاج المنهج الوصفي الذي يهدف إلى وصف الظواهر أو الوقائع من خلال جمع الحقائق والمعلومات والملاحظات الخاصة بها. وقد استخدمنا هذا المنهج لوصف ظاهرة الأزمة ودراسة الإطار المفاهيمي والنظري الذي تعرضنا من خلاله لماهية الأزمات، ومختلف أنواعها.

أما المنهج التاريخي فقد وظفناه لجمع المعلومات والأحداث والحقائق واستقراء أهم المراحل التاريخية للأزمات المالية، وفهم التطورات التي حصلت على صعيد النظام النقدي الدولي. واستخدمنا المنهج التحليلي لتحليل الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة بمختلف أبعادها ومظاهرها وطبيعتها.

وقد تطلبت معالجة الموضوع وضع خطة تتضمن ثلاثة فصول ومقدمة وخاتمة. شكلت المقدمة المدخل لمنهجي والأساس الذي استندت إليه الدراسة حددنا فيه الإشكالية والخطوات الإجرائية المتبعة في إنجاز الدراسة. طرح الفصل الأول الخلفية النظرية للبحث عن مختلف المفاهيم والمصطلحات والنظريات، والتي تمت معالجتها من خلال ثلاثة مباحث، عرضنا في الأول الإطار المفاهيمي للأزمات المالية والاقتصادية الذي يشكل الأداة الرئيسية للولوج إلى صلب المشكلة البحثية وأشرنا إلى مختلف الأسباب المؤدية لاندلاع الأزمات المالية. وخصص المبحث الثاني لدراسة أهم الأزمات المالية في مختلف الأنظمة النقدية بالتركيز على الأزمات الحديثة نظرا لتكرارها وتواترها في العقود الأخيرة، كما أشرنا لمختلف النظريات المفسرة لذلك، ودرسنا مختلف التحولات الحاصلة في البيئة المالية الدولية خلال العقود الأخيرة.

وقد ركز الفصل الثاني على دراسة وتحليل الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة قصد تفسير هذه الظاهرة وعرض مختلف الشروح المقدمة من طرف الخبراء واستعراض أهم الأسباب التي عملت على تفاقم وتأزم الأوضاع.

ركز المبحث الأول على خصائص الأزمة الراهنة، ومقارنتها بأهم الأزمات العالمية التي عرفت بالاقتصاديات، وقدمنا وصفا عاما لسوق الرهن العقاري الأمريكي، ودرسنا أهم الأسباب المفسرة للأزمة من خلال

عرض تحاليل أبرز الخبراء المفسرة للأزمة. وسلطنا الضوء في المبحث الثاني على مختلف الاختلالات المالية المفسرة للأزمة.

ونظرا لكونها أزمة تطويرية طالت مختلف الفاعلين والأسواق والدول حاولنا أن نحلل أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ومختلف المراحل التي عرفتها الأزمة، وتعرضنا لأهم آليات انتقال وتوسع العدوى. أما الفصل الثالث والأخير فانطلق من الأزمة الراهنة بوصفها أزمة عالمية عميقة هددت استقرار العديد من اقتصاديات دول العالم، معالجا تداعيات الأزمة على مختلف دول العالم وسبل مواجهتها. وقد خصص المبحث الأول لعرض أبرز انعكاسات الأزمة والتي اختلفت من دولة لأخرى تبعا لدرجة اندماجها في الاقتصاد العالمي، ودرس المبحث الثاني أبرز الحلول التي انتهجتها الدول لبعث الثقة في الأسواق المالية و إنعاش اقتصادياتها، أما المبحث الثالث والأخير فأبرزنا فيه بؤادر التعافي والانتعاش الاقتصادي.

# الفصل الأول

الأزمات المالية:

المفهوم والخصائص

**تمهيد:**

تعتبر الأزمات المالية من أخطر المشكلات التي تعصف بالاقتصاديات العالمية، فكل أزمة تحمل في طياتها أسبابا ومظاهر متعددة، تختلف باختلاف السياسات التي تحدث فيها، محدثة اختلالات تهدد استقرار اقتصاديات الدول.

وقد عرفت الساحة الاقتصادية الدولية في العقود الأخيرة تغيرات ومستجدات كثيرة طالت البلدان المتقدمة والناشئة والنامية على حد سواء، وبشكل خاص في المجال المالي مع تنامي حركة العولمة، وتعمق تياراتها نتيجة تداخل الأسواق الوطنية والدولية، واندماج الاقتصاديات، وانفجار العديد من المشكلات المالية، التي أدت إلى حدوث اختلالات عميقة في أسواق المال الدولية. ولم تقتصر سلبيات هذه الاضطرابات على البلد الذي تحدث فيه الأزمة، بل تنتقل هذه الصدمات إلى بلدان أخرى.

نحاول في هذا الفصل معالجة مختلف الجوانب النظرية للأزمات المالية، ونستهلها بالمبحث الأول الذي يتناول المفاهيم ذات الصلة بالأزمات المالية والاقتصادية، ويعالج المبحث الثاني أهم الأزمات عبر مختلف الأنظمة النقدية بدءا بقطعة الذهب إلى النظام النقدي المعاصر والنظريات المفسرة لها، أما المبحث الثالث فاستعرضنا فيه خصائص البيئة المالية الدولية التي تبلورت في ظلها الأزمات المالية، وأبرز الاتجاهات المفسرة للعدوى المالية.

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأزمات.

تشكل المفاهيم الأساسية إحدى الأدوات المساعدة للولوج إلى صلب المشكلة البحثية. من هنا ارتأينا التطرق لمختلف المفاهيم ذات الصلة بالموضوع المقترح للدراسة، ندرس من خلاله الإطار المفاهيمي للأزمات المالية والاقتصادية، مع الإشارة إلى أسباب ومؤشرات الأزمات المالية.

### المطلب الأول: الأزمات الاقتصادية.

يستخدم مصطلح الأزمة في عدة مجالات سياسية، اجتماعية واقتصادية، ربما هذا ما يدفعنا للتساؤل، متى يقال عن موقف أو وضع ما أنه في أزمة؟ ومن أجل التعرف على المعاني التي تستعمل فيها هذه المفردة، سيتم التعرف على أبرز الميادين التي توظف فيها كلمة أزمة، وشرح معناها بالتفصيل في المجال الاقتصادي.

#### 1 - تعريف الأزمة:

ترجع الأصول التاريخية لكلمة أزمة إلى الطب الإغريقي القديم حيث كانت تستخدم للإشارة إلى نقطة تحول هامة أو لحظات اتخاذ قرار مصيري في حياة المريض تؤدي إما لشفائه أو وفاته. استخدم هذا المصطلح بكثرة في القرن السادس عشر في المعاجم الطبية، وتم اقتباسه في القرن السابع عشر للدلالة على ارتفاع درجة التوتر في العلاقات بين الدولة والكنيسة. وبحلول القرن التاسع عشر تواتر استخدامه للدلالة على ظهور مشكلات خطيرة أو لحظات تحوّل فاصلة في تطور العلاقات السياسية والاقتصادية والاجتماعية ثم استعار كارل ماركس المصطلح في كتاباته عن الحتمية التاريخية للإشارة إلى أزمات الإفراط في الإنتاج. وقد تداول هذا المصطلح مختلف فروع العلوم الإنسانية كعلم الاجتماع وعلم النفس والعلوم السياسية والإعلامية وغيرها.<sup>1</sup>

جاء في لسان العرب تأزم عليهم العام والدهور يأزم أزما وأزوما: اشتد قحطه. وهي في قاموس ويبستر نقطة تحول يحدث عندها تغير إلى الأفضل أو الأسوأ، وفي لحظة حاسمة أو وقت عصيب.

ويقصد بالأزمة من الناحية الاجتماعية توقف الحوادث المنتظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن وتكوين عادات جديدة أكثر ملاءمة. ويقصد بها أيضا الخلل الناتج عن المرحلة الحرجة التي تواجه المنظومة الاجتماعية، أو الناتج عن توقف بعض الوظائف الحيوية لهذه المنظومة أو كله، يرافقها تطور سريع في الأحداث، يسفر عنه عدم استقرار

<sup>1</sup> - عباس رشدي العمري، إدارة الأزمات في عالم متغير، مركز الأهرام للترجمة والنشر، القاهرة، الطبعة الأولى، 1993، ص ص 17-18.

النظام الأساسي لهذه المنظومة، ويدفع سلطة اتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع لنجدها، وإعادة توازن النظام.<sup>2</sup>

تعتبر الأزمة في المفهوم السياسي عن الموقف الذي يؤدي إلى استخدام القوة العسكرية في المواجهة أو التوصل إلى حل بين الأطراف، وهي عبارة عن تداعي سلسلة من التفاعلات يترتب عليها نشوء موقف ينطوي على تهديد مباشر للقيم والمصالح الجوهرية للدولة.<sup>3</sup>

## 2- الأزمة الاقتصادية:

تعد الأزمة الاقتصادية من أكثر المصطلحات تداولاً في المجال الاقتصادي تنطوي بحكم طبيعتها على جوانب متشابكة ومعقدة، فتشير إلى اضطراب في الحالة الاقتصادية العادية أي في التوازن الاقتصادي.<sup>4</sup> وتعرف الأدبيات الماركسية الأزمة بوصفها فترات اضطراب عنيفة واختلالات اقتصادية حادة تقطع سير عملية الإنتاج الرأسمالي الموسع التي تظهر الفرق الشاسع بين مستوى الإنتاج ومستوى الطلب المحقق. وقد وصف أنغلز فريديريك الحالة التي تحدثها الأزمة الاقتصادية مشيراً إلى توقف التجارة، وازدحام الأسواق، وتراكم البضائع بكميات هائلة واختفاء النقد السائل وعمليات الإقراض، وإلى توقف المصانع وانخفاض مستويات المعيشة، فنتتالي الإفلاسات وعمليات البيع القسري. ويستمر هذا الانسداد لعدة سنوات، فتراجع القوى المنتجة والمنتجات إجمالاً، حتى الوقت الذي تمتص فيه السوق فائض البضائع المتراكمة ويستعيد فيه الإنتاج والتبادل مسيرتهما بالتدريج.<sup>5</sup>

وتشير الأزمة في نظر كينز إلى الاختلال في التوازن الاقتصادي الكامن في عمليات البيع والشراء التي تتم على المدى البعيد أو القصير وبصفة أخص الأسواق الآجلة، حيث لا يتحكم المتعاملون الاقتصاديون في معطيات السوق كالأسعار، والتي تؤثر على نفسية المتعاملين الاقتصاديين وعلى حساباتهم وتخميناتهم، مما يؤثر على حركة الاستثمارات وهذا ما يؤكد حالة الاختلال في التوازن الاقتصادي. ولحد من هذا التدهور الاقتصادي، يجب الحد قدر الإمكان من العناصر التي تشجع التخمينات مثل التوقعات الإحصائية المثلى التي تقام على أساس المعطيات المتوفرة، أي يجب ترك العملية الاقتصادية تتحرك بعفوية أكثر، وهذا من أجل السماح لحركة الاستثمار أن تتم دون توقف أو انقطاع، وألا تتسع الهوة بين العرض والطلب إذا كانت مستويات الأسعار وأسعار الفائدة لا تسمح للعلاقة بين الادخار والاستثمار أن تعمل بصفة عادية دون انقطاع.<sup>6</sup>

<sup>2</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 18.

<sup>3</sup> - محمد الصيرفي، إدارة الأزمات، مؤسسة حورس الدولية والتوزيع، الإسكندرية، 2007، ص 14.

<sup>4</sup> - أحمد زكي بدوي، معجم مصطلحات العلوم الاجتماعية، انجليزي- فرنسي - عربي، مكتبة لبنان، بيروت، 1982، ص 91.

<sup>5</sup> - مصطفى العبد الله، الأزمات والدورات الاقتصادية، تاريخ الاطلاع: 2009-08-10.

[http://www.arab-ency.com/index.php?module=pnencyclopedia&func=display\\_term&id=635](http://www.arab-ency.com/index.php?module=pnencyclopedia&func=display_term&id=635)

<sup>6</sup> - محمد لخضر بن حسين، الأزمات الاقتصادية- فعلها ووظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة والبلدان النامية- ترجمة أمين شفير، المعهد الوطني للثقافة

العمالية وبحوث العمل، الجزائر، 1995، ص 11.

وعلى الرغم من الاختلافات الهامة في تناول المنهجي لتعريف الأزمة، حيث أولى التناول الماركسي أهمية كبيرة لمجال الإنتاج المادي الذي يخضع لانقطاعات في تسلسل العملية الاقتصادية تحت تأثير الأزمة فتحدث اختلالات في التبادل، التوزيع والاستهلاك. أما كينز فركز على الأدوات الاقتصادية كالادخار، الاستثمار وأسعار الفائدة، إلا أنهما يشيران إلى وجود اختلالات وانقطاعات بين فترات هامة من العمليات الاقتصادية عندما تمسها الأزمة.

والأزمة الاقتصادية هي بتعبير آخر فقدان التوازن بين العرض والطلب على السلع والخدمات يؤدي إلى تدهور الوضعية الاقتصادية، ومن المظاهر الأكثر حدة هو انهيار الإنتاج أو انخفاض كبير في معدلات نموها.<sup>7</sup>

ويحيل مصطلح الأزمة كذلك إلى لحظة تراجع الظروف الاقتصادية، فترة الانتقال من مرحلة التوسع أو الازدهار المدعم إلى مرحلة الكساد أو تقلص طويل نسبياً تؤدي إلى بروز شروط الرجوع من جديد للازدهار الاقتصادي، أي الرجوع العكسي للوضعية الاقتصادية.

وتشير الأزمة أيضاً إلى تعاقب الظروف التوسعية والظروف الانكماشية مما دفع كليمان جوجلار Clement Juglar القول بأن السبب الوحيد للكساد هو الازدهار، وهذا بالفعل ما وقع في نهاية القرن التاسع عشر والنصف الأول من بداية القرن العشرين.<sup>8</sup>

والواقع أنه لا يمكن تحديد الأزمات وملاحظتها في حد ذاتها دون الإحالة للتقلبات الاقتصادية المندرجة في إطارها، فهذه الأخيرة تمثل إحدى معالم النظام الاقتصادي الذي يعتمد على قوانين السوق والمنافسة، كما تتعكس على عناصر النشاط الاقتصادي، وتحدث خلافاً في إحدى أو جميع عناصر هذا النشاط.

ومن أجل التحديد الدقيق للتعريف السابقة يجب أن نفرق بين أهم المصطلحات التالية:

**الركود Recession**: يشير المصطلح إلى تراجع النشاط الاقتصادي، علماً أن الفترات قصيرة التراجع لا تعتبر ركوداً.

وفي هذا المجال يعرف المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية NEBR\* الركود بأنه فترة تراجع كبير في النشاط الاقتصادي، يستغرق فترة أطول، ويتجلى ذلك عادة في الإنتاج، التشغيل، الدخل الحقيقي ومؤشرات أخرى. يبدأ الركود عندما يصل الاقتصاد إلى ذروة النشاط وينتهي عندما يصل إلى النقطة الدنيا في ذروته.

**الكساد Depression**: يعبر الكساد عن أقصى درجات الركود، حيث تتجاوز نسبة التراجع في الناتج المحلي الإجمالي 10%.<sup>9</sup>

<sup>7</sup> - Frederic Teulon, Croissance, crises et développement, Presse universitaire de France, Paris, 6 Edition, 2001, p35.

\* عضو المكتب الوطني للأبحاث الاقتصادية NEBR في الولايات المتحدة الأمريكية.

<sup>8</sup> - Bernard Rosier, Les théories des crises économique, Edition la découverte, Paris, 2000, pp 14- 15.

<sup>9</sup> - Stijn Claessens ,M. Ayhan Kose, Back to basics, What is a recession, Finance and Development, International Monetary Fund, Volume 46, N 1, March 2009, P 52.

وتشير التقلبات إلى مجموع حركات ارتفاع أو انخفاض النشاط الاقتصادي، وتعتبر عن حركات التوسع أو ركود النشاط. أما تحديد هذه الحركات فيتم من خلال الاستعانة ببعض المؤشرات مثل مستوى الإنتاج، البطالة، العمل والأسعار.<sup>10</sup> كما يمكن أن يكون لهذه التقلبات الطابع الدوري، هذا ما يدفعنا لدراسة الدورة الاقتصادية.

### 3- الدورة الاقتصادية :

تتمثل الدورة الاقتصادية Cycle économique وفق رأي بورنس A.F.Burness وميشال W.C.Michell في مرحلة توسعية متزامنة مع مختلف قطاعات النشاط، فهي فترة متبوعة بمرحلة تقلص مماثلة، ومن ثم ازدهار يسفر على مرحلة توسعية للدورة التابعة، هذا المقطع متكرر وغير دوري.<sup>11</sup>

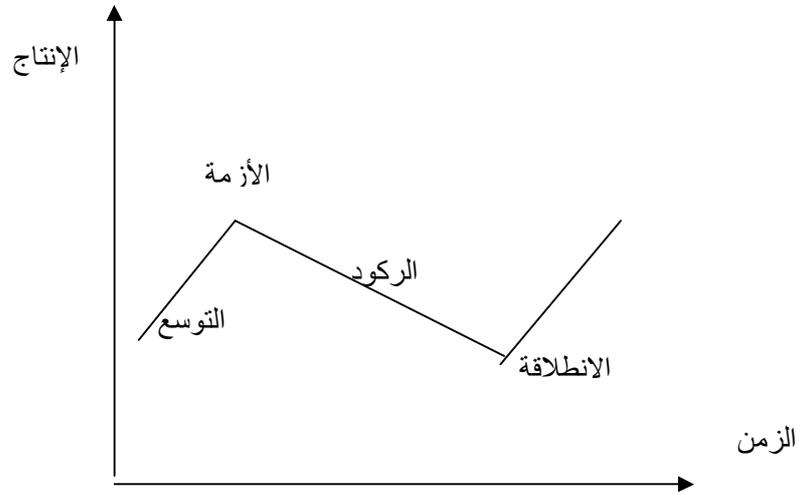
وبالرغم من وجود اختلاف بين مصطلحي الدورة الاقتصادية والأزمة، إلا أن مفهوم الدورة الاقتصادية يستعمل أحيانا للدلالة على الأزمة، فتدل الأزمة على الاختلال أو الاضطراب في لحظة أو فترة زمنية أو مكان ما، في حين تتسم الدورة بانتظام حصولها في فترات متعاقبة، وقد تكون تعبيرا عن وضع مرغوب فيه (الانتعاش، الرواج) أو غير مرغوب فيها (الكساد، الركود، الانهيار)، إلا أنه يمكن تفسير هذا الانطلاق بالطابع الدوري والمتكرر للاضطرابات والأزمات المالية.<sup>12</sup> وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

<sup>10</sup> - Alain Beitone et autres, Dictionnaires des sciences économique, Arman colin, 2 Edition, Paris, 2007, p 236.

<sup>11</sup> - Alain Beitone et autres, Ibid, p 125.

<sup>12</sup> - عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، بحوث اقتصادية عربية ، العدد 46، ربيع 2009، ص 8.

## شكل 1: الدورة الاقتصادية



المصدر: Alain Beitone, op-cit, p 125.

يبين هذا الشكل الدورة الاقتصادية الرأسمالية في الأوضاع الاقتصادية للقرنين التاسع عشر والعشرين حيث كانت الأزمات تحدث بصفة قوية وعنيفة تعيد النظر في عملية الإنتاج الموسع للأعمال. لكن شكل الأزمة الاقتصادية التي حدثت في السبعينيات والثمانينات من القرن العشرين يغلب عليه الطابع الانكماشى.<sup>13</sup>

ويمكن القول أن الدورة الاقتصادية بشكل عام تعرف أربعة مراحل:

**مرحلة التوسع Phase d expansion:** تأخذ طابع ارتفاع الإنتاج بالحجم.

**الأزمة الاقتصادية:** توافق عودة انخفاض مستوى الإنتاج.

**مرحلة الكساد Phase de dépression:** تعرف تقلص الإنتاج، مصحوبة بحركة انكماش اقتصادي.

**مرحلة الانطلاقة Phase de reprise:** تتطابق مع الحد الأدنى للدورة والرجوع إلى ارتفاع الإنتاج.

ويمكن التمييز بين عدة أنواع من الدورات الاقتصادية تبعا لمدتها الزمنية:

**دورة جوغلار Cycle juglar:** أو دورة الأعمال، هي دورة اقتصادية مدتها حوالي 10 سنوات، و توصف بأنها دورة رئيسية cycle majeur، حيث لاحظ جوغلار الرجوع الدوري للأزمات خلال فترة من 8 إلى 11 سنة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية (1819-1905)، فرنسا و إنجلترا (1826-1836، 1847-1857، 1837) وهذا انطلاقا من الميزانيات البنكية، فقد أعطى أهمية كبيرة للقروض الممنوحة من طرف البنوك، لكنه أعطى دورا مركزيا للاستثمارات.<sup>14</sup>

شكلت هذه الدورة الاقتصادية الإيقاع الرئيسي للظرف السائد في البلدان المصنعة في القرن التاسع عشر.

<sup>13</sup> - محمد لخضر بن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>14</sup> - Alain Beitone et autres, op-cit, p125.

دورة كيتشن Cycle kitchin: تم معاينة هذه الدورة من طرف الأمريكي كيتشن j kitchin وغالبا ما يطلق عليها دورة صغرى cycle mineur، فهي تعبر عن دورة اقتصادية قصيرة الأجل (30 شهر تقريبا)، غالبا ما ترتبط بعمليات ارتفاع أو تصفية المخزونات.

دورة كوندراتياف Cycle kondratief: درس كوندراتياف التحركات الجيلية للأسعار والكميات الحقيقية في فرنسا، بريطانيا، الولايات المتحدة، وتدرس الموجات لفترة 50 سنة، وتتضمن الدورة مرحلتين:<sup>15</sup>  
 مرحلة أ: عبارة عن مرحلة تصاعدية تجمع الشروط الملائمة للنمو، كازدياد الاستثمار، تنوع الأنشطة، ارتفاع القوة الشرائية الزراعية، ظهور بلدان جدد في الاقتصاد العالمي، ولكن تتميز بظهور قوى تعمل في الاتجاه المعاكس كارتفاع الأسعار، منافسة دولية، ارتفاع رأس المال غير المنتج، الانقلاب الاجتماعي والحروب.  
 مرحلة ب: مرحلة كساد تترافق بانخفاض الأسعار ومعدلات الفائدة والنشاط الاقتصادي الزراعي بشكل خاص.

## المطلب الثاني: الأزمات المالية.

شكلت الأزمات المالية في العقود الأخيرة موضوع تحاليل العديد من الاقتصاديين نظرا لآثارها السلبية على الاقتصاديات وحاولوا من خلالها التعرف على مختلف أنواعها وطبيعتها.

### 1- تعريف الأزمة المالية:

تعبر الأزمة عن تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك الاعتمادات البنكية، ومعدل الصرف.<sup>16</sup>  
 و يعرفها فريديريك مينشكن Mishkin Frédéric (1996) بأنها اختلال غير خطي في الأسواق المالية بحيث تتفاقم فيها مشكلات الاختيار المعاكس والمخاطر المعنوية، فتصبح الأسواق غير كفؤة، بمعنى تدني قدرتها على أداء أدوارها كقناة لتمويل المستثمرين وهو ما قد يؤدي إلى حدوث انكماش حاد في النشاط الاقتصادي.  
 والمقصود بمشكلات الاختيار المعاكس، هي المشكلات الناتجة عن تقديم المؤسسات المالية قروض إلى عملاء ذوي جدارة ائتمانية منخفضة مما قد يؤدي إلى عدم قدرتهم على السداد.<sup>17</sup> أما المخاطر المعنوية فهي تعبر عن الحالة التي يتوفر فيها مقترض ما احتمالية تحويل ديونه إلى عون اقتصادي آخر، وهذا ما يحفز على الاستثمار في المشاريع عالية المخاطر.

<sup>15</sup> - Alain Beitone et autres , Ibid, p126.

<sup>16</sup> - إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد المصري نظرة عامة، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009، ص 5.

<sup>17</sup> - زيدان محمد و حبار عبد الرزاق، دور البنوك المركزية في معالجة الأزمة المالية الراهنة مع إشارة خاصة لدول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مؤتمر الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الجزائر، ديسمبر 2009، ص 2.

الأزمة المالية هي بتعبير آخر، حالة اضطراب/توتر مالي يفضي إلى تعرض المتعاملين في الأسواق المالية لمشكلات سيولة وعدم ملاءة، مما يستدعي تدخل السلطات لاحتواء تلك الأوضاع.<sup>18</sup>

## 2-أنواع الأزمات المالية:

تقسم الأزمات المالية عادة إلى ثلاثة أصناف ألا وهي: أزمة أسعار الصرف، أزمة أسواق المال والأزمة المصرفية، وهناك من يضيف أزمة الديون والأزمة النظامية.

### 2-1 الأزمة البنكية:

تعتبر الأزمة البنكية بشكل عام عن تدهور وضعية البنوك، التي تعتبر ضحية فقدان الثقة المرتبطة بالسيولة أو ملاءة غير كافية.

وتعرف على أنها الضائقة المالية التي من شأنها أن تؤدي إلى تآكل معظم أو كل رأسمال النظام البنكي.

ومن أجل الفهم الدقيق لهذه الأزمة نميز بين مصطلحي الأزمة البنكية systematic banking crisis الذي هو عبارة عن امتداد أزمة سيولة الناتجة عن الزيادة الكبيرة والمفاجئة في طلب سحب الودائع لدى بنك ما إلى بنوك أخرى، ومصطلح أزمة ندرة القروض credit crunch الحالة التي ترفض فيها البنوك منح القروض رغم توفرها على الودائع خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب.<sup>19</sup> والحقيقة أن ما يميز هذه الأزمة هو صعوبة تحديد فترة حدوثها، شدتها واتساع رقعتها، رغم توفر البيانات والمعطيات حول الودائع وشدة استنزافها خاصة في الدول المتقدمة (في العقود الأخيرة) حيث مصاعب النظام البنكي لم تكن متصلة بالودائع، وهكذا فإن معظم هذه الأزمات البنكية لم تنشأ من جانب الخصوم، بل كان سحب الودائع نتيجة الأزمة. على غرار الدول النامية التي عرفت شيوعا لعمليات سحب الودائع كالفلبين، الأرجنتين، تركيا، تايلندا والأوروغواي . كما قد تنتج عن مواجهة أصول المصارف لبعض المصاعب كأن تتدهور نوعية الأصول أو عدم سهولة الحصول على هذه المعلومات في الدول النامية أو اعتبارها كمؤشر إنذار مبكر.<sup>20</sup>

ولتحديد مفهوم الأزمة تستخدم بعض المعايير كتجاوز نسبة القروض غير الكفوة NPL-non performing loans إلى مجموع القروض نسبة 10%، و تجاوز عملية الإصلاح 2% من الناتج المحلي الاجمالي، أو

<sup>18</sup> - جودة عبد الخالق، الأزمة المالية العالمية، أزمة نظام لا أزمة سياسات، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، القاهرة، العدد 175، يناير 2009، القاهرة، ص117.

<sup>19</sup> - حازم السيد حلمي عطوة مجاهد، نداعيات الأزمة المالية الحالية عالميا وأثرها على الوطن العربي والمصري، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية ، مرجع سبق ذكره، ص 8.

<sup>20</sup> - بلقاسم العباس، أسباب الأزمة المالية والنماذج المفسرة لها، المعهد العربي للتخطيط، ص ص 16-17، تاريخ الاطلاع: 10-08-2009،

. <http://www.arab-api.org/course32/pdf/p5629-2.pdf>

إذا ترتب عن هذه الحالة تأمين بعض البنوك، أو التسييل الكبير للودائع من قبل المودعين مما يستدعي تدخل السلطات من خلال تجميد الودائع أو إغلاق البنوك أو تعميم تأمين القروض.<sup>21</sup>

أما بخصوص الكشف عن هذه الأزمات، فيتم باستعمال المعطيات المالية البنكية ( خصوصا أحجام الأصول غير الكفوءة) عند توفر المعطيات من مختلف المصادر (الصحافة، الدراسات)، آراء الخبراء، مؤشرات الذعر ( تجميد الودائع، غلق البنوك) أو وجود مخططات إنقاذ حكومية ذات حجم واسع.<sup>22</sup>

## 2-2 أزمة أسعار الصرف:

قبل التطرق لماهية هذه الأزمة يمكن أن نعرف سعر الصرف الذي يعبر عن الوحدات النقدية التي تبدل به وحدة من العملة المحلية إلى عملة أجنبية، فهو بمثابة أداة ربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات.

تعرض عملة ما لأزمة الصرف لما تتعرض قيمتها المعبرة بدلالة عملة مرجعية خلال سنة إلى انخفاض يتجاوز الحدود المعقولة تقدر هذه العتبة على العموم بـ 25% على العموم.<sup>23</sup>

ويمكن التمييز بين سعر الصرف الثابت والعائم، فالأول يخص تثبيت سعر صرف العملة إلى عملة واحدة، أو سلة من العملات عادة انطلاقا من عملات التجاريين الأساسيين، أو ضمن هوامش محددة، سواء تعلق التثبيت بعملة واحدة أو بسلة من العملات حيث يتم تحديد مجال التقلب المسموح به.<sup>24</sup> وفي هذه الحالة عادة ما تنتهي الأزمة بتخفيض العملة والعملات المتضررة التي كانت ضحية المضاربة على الانخفاض.

أما سعر الصرف العائم، الذي يمتاز بالمرونة والقابلية للتعديل، فيمكن أن تعتبر السلطات النقدية الوطنية و الدولية أن التدهور جد كبير، مما يدفعها إلى اتخاذ إجراءات موجهة لإعادة الثقة، واستقرار سعر الصرف كخلق صندوق الإصدار أو توجيهات السياسة الكلية.<sup>25</sup>

ومن أهم النماذج المفسرة لأسباب نشوء أزمات سعر الصرف، ما طرحته مدرسة الجيل الأول التي تنص على عدم الاتساق بين أساسيات الاقتصاد الكلي وسعر الصرف، حيث تنشأ أزمات الصرف نتيجة ارتفاع في عجز الميزانية الذي يتم تمويله من قبل خلق النقود، وما يترتب عنه ارتفاع القيمة الحقيقية لسعر الصرف وتدهور في ميزان المدفوعات الذي لا يمكن أن يستمر بدون تخفيض شديد في قيمة العملة، وبالتالي يمكن التنبؤ بها.<sup>26</sup>

<sup>21</sup> - أحمد طلفاح، الأزمات المالية، المعهد العربي للتخطيط، ص 6، تاريخ الاطلاع: 10-08-2009، <http://www.arab-api.org/course23/pdf/c23-3-2.pdf>

<sup>22</sup> - Robert Boyer et autres, Les crises financières, Conseil d'analyse économique, La documentation française, Paris, 2004, p 15.

<sup>23</sup> - Robert Boyer et autres, Ibid, p15

<sup>24</sup> - قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2006، ص ص 115-116.

<sup>25</sup> - Alain Beitone et autres, Op.cit, p114

<sup>26</sup> - أحمد طلفاح، مرجع سبق ذكره، ص ص 3-4.

أما مدرسة الجيل الثاني فتري أن أزمات الصرف ليست متوقعة بالكامل حيث يمكن أن تنشب نتيجة الإشاعات، ذلك أن المستثمرين لا يملكون معلومات كافية عن الاقتصاد وبالتالي يصبحون أكثر تأثراً بالشائعات وبالأزمات التي تقع في أقطار أخرى، كما تعمل الصدمات الخارجية على تسريع نشوب الأزمات كارتفاع أسعار الفائدة العالمية.

### 2-3 أزمة أسواق المال (حالة الفقاعات):

يحدث هذا النوع من الأزمات نتيجة لانهايار أسعار الأصول التي تصل لأدنى مستوياتها، حيث يرافق ذلك حالات من الذعر يمتد أثرها نحو أسعار الأصول الأخرى سواء كانت تنتمي لنفس القطاع أو قطاعات أخرى، وهي ناتجة عن ظاهرة الفقاعة.<sup>27</sup>

تعتبر حالة انهيار الفقاعات المالية وفقاً لنموذج واستن وبلانشارد (Waston&Blanchard 1982) عن قيام المضاربين بشراء أصل مالي بسعر يفوق قيمته الحقيقية بهدف تحقيق مكاسب رأسمالية في وقت لاحق كما يتوقعون، وأي انحراف في سعر الأصل المالي الأولي يقاس بحجم الفقاعة التي يمكن أن تستمر في النمو محققة مكاسب رأسمالية للمضاربين أو أن تتعرض للانهايار.

أما مصطلح الذعر المالي financial panic أو الاضطراب المالي فهو عبارة عن حالة من عدم الاستقرار في الأسواق المالية، يحدث عندما يسحب المقرضون ذات الأجل القصير فجأة قروضهم من مقترض غير قادر على السداد، وقد تترتب عنه خسائر اقتصادية يمكن أن تصل إلى حد توقف المشروعات الاستثمارية وتصفية المقترضين وتسابق المستثمرين إلى استرداد أموالهم. وهذا ما يحدث في الحالات التالية:<sup>28</sup>

تجاوز حجم القروض قصيرة الأجل حجم الأصول طويلة الأجل.

محدودية حجم المؤسسات المالية الخاصة، ومن ثم عدم مقدرتها على الوفاء باحتياجات المستثمرين من القروض قصيرة الأجل.

عدم وجود مقرض صاحب قدرات تمويلية وقت الأزمات (مقرض الملاذ الأخير).

ولا يمكن اعتبار انفجار الفقاعة متوقعا أو بعيدا عن الرؤية المستقبلية للمتعاملين في السوق لأنها في حقيقة الأمر على وعي بوجود الفقاعة. ذلك أن المضاربة على الأصول وارتفاع أسعارها يؤدي إلى نمو الفقاعة. ولكي تحدث هذه العملية لا بد من ضخ كمية من القوة الشرائية في السوق تكون كافية لرفع أسعار الأصول،

<sup>27</sup> - فريد كورنيل، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس، 2009، ص 4.

<sup>28</sup> - شذا جمال خطيب، الأزمة المالية والنقدية في دول جنوب شرق آسيا، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، الإمارات العربية المتحدة، العدد 51، 2001، ص 23.

وتستمر العملية إلى أن يدرك المتعاملون في السوق أنه لا يمكن تبرير الأسعار السائدة، فتبدأ عملية التصحيح التي تتحول إلى انفجار.<sup>29</sup>

## 2-4- أزمة المديونية:

تحدث الأزمة عند تعثر سداد المقرض أو توقف القطاع العام عن سداد التزاماته تؤدي إلى انخفاض تدفقات رؤوس الأموال الداخلة، وهذا راجعا لمجموعة من الأسباب تشمل الملاءة المالية، أو تساهل إدارة البنوك في منح القروض دون ضمانات كافية من المقرض،<sup>30</sup> أو عندما يعتقد المقرضون أنه يمكن مواجهة حالة التوقف عن السداد، وبالتالي يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة. كما يمكن أن ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام).<sup>31</sup>

## 2-5 الأزمة النظامية:

الأزمة النظامية systemic crisis هي الأزمة التي لا تقتصر على قطاع أو مظهر واحد بل تمتد إلى النظام ككل، فهي أزمة عضوية أو أزمة بنيوية تتصف بمجموعة من الخصائص أهمها:  
لا يمكن اعتبار حدث محدد كمفجر للأزمة، فهي تتولد في الأسواق المالية أو يتم تضخيمها بواسطة الأسواق المالية، وبصورة أكثر دقة تتولد المخاطر النظامية في عملية التمويل الخارجي والتي تخص الاحتياجات التمويلية للمشروع التي يتم توفيرها بواسطة مستثمرين خارج المشروع فضلا عن هذا فهي تتطوي على عنصر العدوى.

وتعرف تكلفة مالية عالية جدا متمثلة في انخفاض الإنتاج وتراجع الكفاءة الاقتصادية، ولا يمكن اعتبار انهيار سوق الأسهم التي لا تؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي بأزمة نظامية، حيث أن هذه الأخيرة تتعدى آثارها على المتعاملين في البورصة، وتمس حتى الأفراد العاديين، كما أن أضرارها لا تقتصر على المتعاملين والشركات والمشروعات التي أشهرت إفلاسها بل تمتد الأضرار إلى خارج دائرة المتعاملين مع المشروعات المعنية.<sup>32</sup>

<sup>29</sup>- عمرو محي الدين، أزمة النمر الآسيوية-الجزور والآليات والدروس المستفادة-، دار الشروق، القاهرة، الطبعة الأولى، 2000، ص93.

<sup>30</sup>-ثريا الخزرجي، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة، المؤتمر العلمي الثالث، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، التحديات والآفاق المستقبلية، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الاسراء الخاصة وبالاشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 2009/04/29-28، ص 7.

<sup>31</sup>- كريستيان ملدر، عين العاصفة، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 39، العدد 4، ديسمبر 2002، ص6.

<sup>32</sup>- عمرو محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص ص 91،90.

## 2-6 الأزمات المزدوجة:

يقال عن أزمة مالية أنها أزمة مزدوجة twin crisis عند حدوث أزميتين: بنكية وأزمة الصرف في آن واحد.<sup>33</sup> وتتجلى هذه الأزمات عن طريق الجمع ما بين المضاربة القوية ضد عملة وطنية وموجة من الخسائر البنكية ، أما النماذج المفسرة لها فهي متعددة:<sup>34</sup>

يرى فيق و رينهارت Reinhart et Végh (1996) أن لأزمة الصرف والأزمة البنكية نفس الأسباب، وقد كان برنامج التعديل الهيكلي بالنسبة للبلدان الناشئة هو السبب المشترك للأزمة، فنجاح هذا الأخير يؤدي إلى ازدهار مفرط، ويولد ضغوطات على العجز التجاري، وارتفاع المديونية الخارجية، مما يؤدي إلى انطلاق الهجوم المضاري ضد عملة، وبهذا تكون الأزمة البنكية الناتج غير المباشر، فتشهد حركة هروب رؤوس الأموال وبنهار سوق الصرف.

أما فيلاسكو Velasco (1987) فيرى أن الأزمة البنكية هي المتسببة في إحداث أزمة صرف عن طريق وساطة الإصدار النقدي المحلي المفرط، والتي تنتج عن اللجوء للمساعدة الاستثنائية التي يقدمها البنك المركزي للنظام البنكي بهدف تحقيق استقراره، مثلما يوضحه الشكل التالي.

**شكل 2:** الأزمات البنكية تتسبب في إحداث أزمات صرف ( نموذج Velasco فيلاسكو 1987)



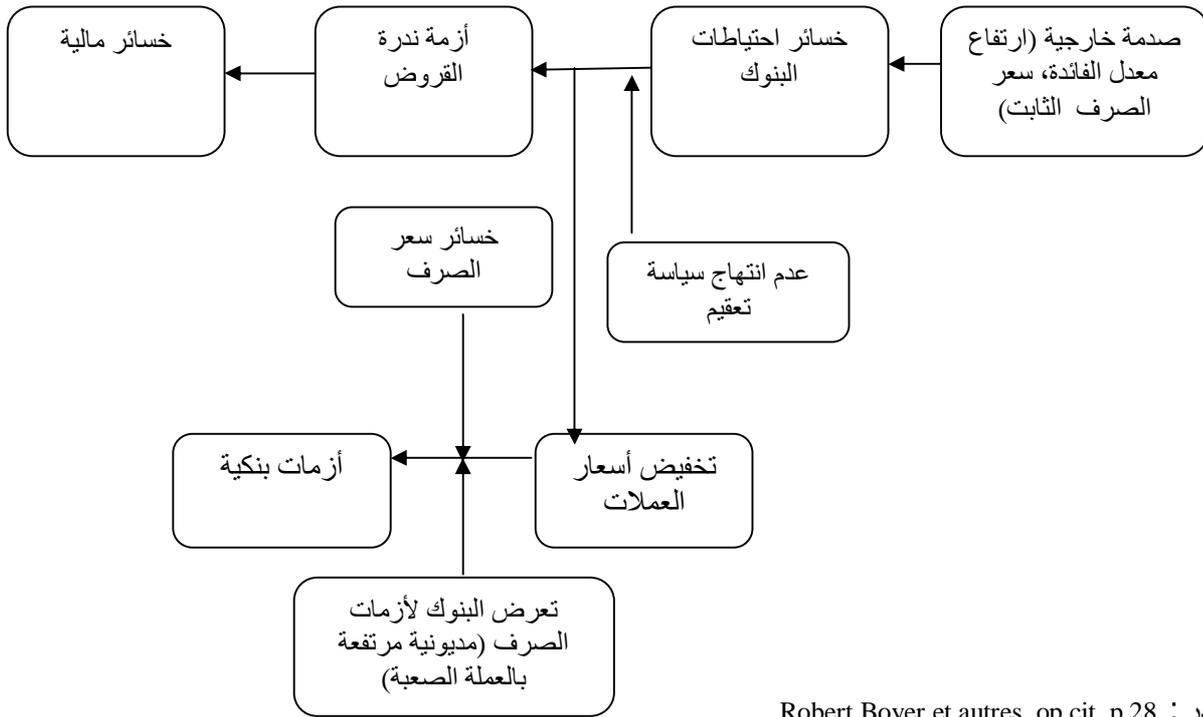
المصدر: Robert Boyer et autres, op.cit, p 28.

وعلى عكس فلاسكو يعتبر ستوكر Stoker 1994 أن أزمة الصرف هي التي تؤدي إلى إحداث أزمة بنكية، فلا تستطيع البنوك مقاومة خسائر الصرف الناتجة عن التخفيض التي تضاف إلى الضغوط الناتجة عن خسائر احتياطات الصرف غير المعقمة perte de réserve non stérilisé للبنك المركزي التي تتسبب في انكماش القروض البنكية، ويمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

<sup>33</sup> Franklin Allen , Douglas Gale, Understanding financial crises, Oxford university press, New york, 2007 , p 9 -

<sup>34</sup> Robert Boyer et autres, op.cit, -, p26

## شكل 3: أزمات الصرف تتسبب في إحداث أزمات بنكية ( نموذج Stoker ستوكر 1994 )



المصدر : Robert Boyer et autres, op.cit, p 28

هذه التعريفات تدفعنا إلى القول إن الأزمة المالية مصطلح واسع يضم أزمات العملة، البنكية، وسوق المال، إلى جانب أزمات الديون والأزمات النظامية، وتعبّر عن الاضطرابات والاختلالات المالية. ويمكن القول إن اختلاف خصائص أنواع الأزمات المالية، لا يمنع أن تتطور أزمة معينة إلى أخرى، فتبدأ الأزمة بشكل كأزمة سعر الصرف لتتحول إلى أزمة مديونية أو أزمة بنكية، أو أن تتحول أزمة مديونية إلى أزمة بنكية أو أزمة سعر الصرف.

وبخصوص العلاقة بين الأزمات الاقتصادية والمالية، فنتسم بالتعقيد خاصة وأن الأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي يتعايشان دون وجود حاجز بين المجالين، فيمكن أن يؤدي التراجع الاقتصادي إلى حدوث أزمة مالية، والعكس صحيح.<sup>35</sup>

أما مفهوم الأزمة المالية فيقوم على محتوى أقل غموضاً عن الأزمة الاقتصادية، حيث أن العلاقة بين الأزميتين معقدة. إن الأزمة المالية تحدث أو يمكن أن تحدث أحياناً في الفترة التي لا توجد فيها أزمة بالمعنى التقني، وبمعنى آخر فهي لا تسجل دائماً الانتقال من مرحلة الازدهار إلى مرحلة الكساد، فتظهر أحياناً خلال فترة الكساد أو حتى خلال مرحلة الازدهار دون أن تسبب كساد.<sup>36</sup>

<sup>35</sup> - Laurens Lafont, Anton Molina, Marché boursiers, profiter de la crise... ou comment jouer la prochaine reprise, Gualino éditeur, Paris, 2003, p 36

<sup>36</sup> - Jacques Gravereau, Jacques Trauman, Crises financières, Economica, Paris, 2001, pp 35-36.

وعليه، فليس كل الأزمات المالية متبوعة بأزمة اقتصادية، وما هو مؤكد أن الأزمة المالية لها بصفة عامة آثار سلبية على النشاط الحقيقي.

### المطلب الثالث: أسباب ومؤشرات الأزمات المالية.

تشكل أسباب الأزمات المالية ومؤشوراتها إحدى العناصر الأساسية في فهم ودراسة الأزمات المالية ومن ثم الحد منها مستقبلا، ولذلك ارتأينا ذكر أهم العناصر المكونة لها فيما يلي.

#### 1- أسباب الأزمات المالية:

تعددت الاتجاهات والآراء المفسرة لأسباب الأزمات، فهناك من يربطها إلى أخطاء السياسات الاقتصادية الكلية، خاصة فيما يتعلق بتوافق المتغيرات والأساسيات الكلية Economic fundamentals، وهناك من يرجعها إلى نشاط المضاربين الكبار في الأسواق المالية، بل ثمة من يرجعها إلى وجود مؤامرة من جانب الدول المتقدمة مستهدفة الدول حديثة التصنيع للتخلص من منافستها، أو سلب الدول النفطية الثروات التي تراكت لديها، والموظفة أساسا في المراكز المالية في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية.<sup>37</sup> إلا أن هذه المبررات غير كافية لتفسير تفجر الأزمات، بل هي تنتج من تضافر العديد من العوامل:

#### 1- 1 عدم استقرار الاقتصاد الكلي: يمكن التمييز بين أهم العناصر الأربعة التالية:<sup>38</sup>

**التقلبات في شروط التبادل التجاري:** يعتبر هذا العنصر أحد أهم المصادر الخارجية للأزمات، حيث تنخفض شروط التجارة، ويواجه عملاء البنوك العاملين بالنشاطات المرتبطة بالتصدير والاستيراد مشكلة عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون، ووفقا لبيانات البنك الدولي فإن حوالي 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، عرفت انخفاضا في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة.

**تقلبات أسعار الصرف الحقيقية:** يعد أبرز الاضطرابات التي أدت إلى حدوث الأزمات المالية، مثلما تؤكد العديد من الدراسات التي أظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا اللاتينية عرفت اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية الذي كان إحدى آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية.

**التقلبات في معدل التضخم:** يعد عنصرا أساسيا في مقدرة القطاع البنكي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح القروض وتوفير السيولة.

<sup>37</sup> - جودة عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص ص 117-118.

<sup>38</sup> - ناجي التوني، الأزمات المالية، جسر التنمية، العدد 29، ماي 2004، تاريخ الاطلاع: 10-08-2009. .  
[http://www.arab-api.org/devbrdg/delivery/develop\\_bridge29.pdf](http://www.arab-api.org/devbrdg/delivery/develop_bridge29.pdf)

## 1-2 اضطرابات القطاع المالي:

تشير دراسة أعدها ميشكن 1994، أن انهيار الأوراق المالية بصورة متكررة يعد إحدى الدلالات الظاهرة والقوية التي تسبق حدوث الأزمات المالية.<sup>39</sup>

وفضلا عن ذلك يمكن أن نذكر أهم العناصر المميزة للاضطرابات المالية فيما يلي:

**الارتفاع في معدلات الفائدة:** إن زيادة الطلب على القروض أو انخفاض عرض النقد يسبب ارتفاع معدلات الفائدة السوقية، والتي من شأنها التأثير على عمليات الإقراض والاستثمار مما يتسبب في حدوث الأزمات المالية.

**ارتفاع عدم اليقين:** إن الارتفاع الكبير في عدم اليقين في الأسواق المالية يؤدي إلى حدوث اضطرابات مالية، حيث أن وقوع صدمة سوق الأسهم تجعل من الصعوبة على المقترضين تجنب مخاطر القرض الرديء، ويصبح المقترضون أقل رغبة في الاقتراض، مما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار والنشاطات الاقتصادية الأخرى.

**المشاكل في قطاع البنوك:** إن تعرض البنوك للذعر البنكي سيؤدي إلى انكماش حاد في النشاطات الاقتصادية وإلى حدوث الأزمة المالية.<sup>40</sup>

**التوسع في الاقتراض المفرط وتقديم القروض وبالأخص لزيائن ذوي جدارة ائتمانية ضعيفة.** وما يزيد من حدة الأزمات في الأوضاع المالية للحكومات هو إفراط تراكم رأس المال النقدي مقارنة برأس المال المنتج، وهي ظاهرة مصحوبة بحركات رأس المال النقدي دوليا.<sup>41</sup>

وفي الواقع إن التوسع في عمليات الإقراض يؤدي إلى ظهور مشكلة عدم تلاؤم خصوم البنوك خاصة فيما يتعلق بعدم احتفاظها بقدر كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها.

**تحرير مالي غير وقائي:** إن التحرير المالي غير الحذر وغير الوقائي للسوق المالي بعد فترة كبيرة من التقييد قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية، وهذا ما حدث في العديد من الدول الناشئة، وعلى سبيل المثال فإن القيام بتحرير أسعار الفائدة قد يفقد البنوك الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة.<sup>42</sup>

وهكذا يمكن القول إن هناك العديد من الاختلالات المالية التي تجعل الاقتصاد هشاً ومعرضاً للصدمات والهزات من سياسات كلية غير متنسقة، إلى بنية مالية ضعيفة، الوضع المالي العالمي، كأسعار الفائدة العالمية أو اختلالات أسعار الصرف حتى عدم الاستقرار السياسي وتذبذب الاقتصاد وعدم استقرار الأسواق.

39 - ناجي التوني، نفس المرجع السابق، ص 5.

40 - صلاح الدين محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمة المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، المؤتمر العلمي الثالث، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، التحديات والآفاق المستقبلية، مرجع سبق ذكره، ص 7.

41 - فؤاد مرسي، الرأسمالية تجدد نفسها، عالم المعرفة، الكويت، العدد 147، مارس 1990، ص 207

42 - ناجي التوني، مرجع سبق ذكره، ص 6.

## 2- مؤشرات قرب وقوع الأزمات المالية:

تتوفر العديد من المتغيرات والمؤشرات الدالة على قرب وقوع الأزمات منها ما هو مرتبط بالسياسات الاقتصادية، ومنها ما هو مرتبط بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية.

### 2-1 المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية:

انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات.

الارتفاع في معدلات البطالة وارتفاع معدلات الفائدة على الودائع والقروض المحلية.

ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.

ارتفاع معدل التضخم، ومعدلات الأسعار والأرباح، وانخفاض معدلات النمو الاقتصادي .

ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض.<sup>43</sup>

تراجع التدفقات النقدية الواردة، تزايد التدفقات النقدية العكسية، وتزايد عجز الموازين الخارجية.

### 2-2 المؤشرات المتعلقة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية:

سيطرة الأصول المالية عالية المخاطر على أسواق القرض.

تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المكلف بالإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك.

غياب الشفافية والإفصاح اللتان يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية، عند عرض القوائم المالية

للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعد على تقييم أصول هذه

المؤسسات، وبالتالي أسواق المال وقطاعات البنوك بصورتها الحقيقية.

ارتفاع حجم الديون قصيرة الأجل، وسهولة دخولها وخروجها من الدولة، مما يؤثر سلباً على ملاءة المؤسسات

المالية، ويساهم في عرقلة قطاع البنوك عن أداء وظائفها التمويلية.<sup>44</sup>

سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم مما يسهل عليها عملية التحكم فيه، والرقابة على دخول السوق

والخروج منه، فضلاً عن انخفاض الاكتتاب فيه.

<sup>43</sup> عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2003، ص 39.

<sup>44</sup> - إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص ص 21-22.

## المبحث الثاني: الخلفية التاريخية والنظرية المفسرة للأزمات المالية.

لا تعتبر الأزمات المالية ظاهرة جديدة في الاقتصاد العالمي، بل وجدت وتعاقبت حسب مختلف الأنظمة الاقتصادية ومنذ عدة عقود. ولا يمكن تحليل الأزمات الجديدة دون الإشارة إلى الأزمات السابقة، أو الإحالة بإيجاز للأزمات الاقتصادية التي تساهم في تيسير فهم الموضوع محل الدراسة، أو دون دراسة أبرز النظريات المبورة في هذا الإطار.

وعليه، سنركز دراستنا على تشخيص أبرز الأزمات المالية الحديثة التي تعصف بالاقتصاديات العالمية، وسنحاول إبراز الاختلافات الموجودة بينها وبين تلك التي سبقتها والتطرق لأهم المدارس المفسرة والمحللة لها.

### المطلب الأول: الأزمات المالية في مختلف الأنظمة النقدية.

لا تعد الرأسمالية بكل التغيرات والتحويلات التي طرأت عليها من رأسمالية تجارية، صناعية ومالية، أو المرحلة الحالية ما بعد الصناعة (مرحلة أرقى من تطوير قوى الإنتاج إلى العلم والتكنولوجيا التي وضعتها بالتالي في خدمة مشروعاتها في التجارة، الصناعة والمال) النظام الوحيد الذي عرف أزمات اقتصادية، بل وجدت في التشكيلات ما قبل الرأسمالية.

#### 1- تعاقب الأزمات المالية في مختلف الأنظمة النقدية:

عرف التاريخ الاقتصادي العديد من الأزمات المتعاقبة، من أزمات النظام القديم إلى الأزمات المزدوجة، وبعدها أزمات فائض الإنتاج الصناعي.

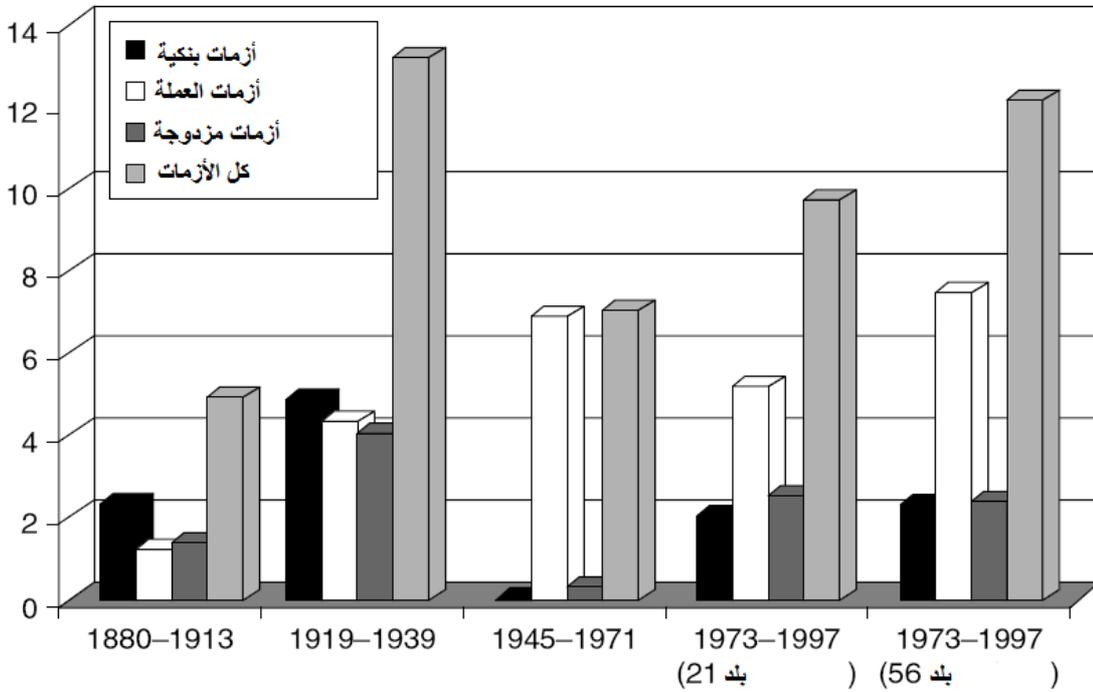
ويقصد بالنوع الأول الأزمات المعيشية الموجودة في الحقل الزراعي، وتعود جذورها إلى نقص الإنتاج الزراعي، فينتج عنها انخفاض القوة الشرائية للفلاحين، فينعكس على طلب المنتجات الحرفية والصناعية، فتتخفص القوة الشرائية للفئات الشعبية، وتتأثر القوة العاملة فتظهر البطالة.

أما النوع الثاني فيعرف بالأزمات المزدوجة أو أزمات الصناعية الفلاحية (agro-industrielles) فتجمع ما بين أزمات النظام القديم وتلك ذات الطابع المعاصر كالانهيار البورصي والمضاربة. وأخيرا أزمات فائض الإنتاج وخلافا لأزمات النظام القديم فتشير للأزمات التي ظهرت في القرن التاسع عشر، وتتميز بفائض العرض نسبة للطلب.<sup>45</sup> ويمكن اعتبار الأزمة مؤشرا لمجموع التناقضات الاقتصادية والاجتماعية الموجودة داخل نظام ما.

وهذا ما سنحاول دراسته، من خلال الإشارة إلى أهم الأزمات المالية بدءا من نهاية القرن التاسع عشر، عبر مختلف الأنظمة السائدة وذلك وفق الشكل التالي:

Alain Beitone et autres, Op.cit , p115- 45

شكل 4: تواتر الأزمات ( 1880 - 1997 )



المصدر: Franklin Allen , Douglas Gale, op.cit.p 10

يبين الشكل تعاقب الأزمات خلال أربع مراحل وفق دراسة قام بها Bordo et al. (2000-2001) للمقارنة بين الأزمات التي حدثت في نهاية القرن العشرين مع سابقتها، وخلال أنظمة نقدية مختلفة، فحددوا الأربعة مراحل التالية:<sup>46</sup>

1880-1913 قاعدة الذهب Gold standard era

1919-1939 فترة ما بين الحربين The interwar years

1945-1971 فترة بريتون وودز Bretton woods period

1973-1997 الفترة الحديثة Recent period

وقد بينت هذه الدراسة أثر الأزمات المختلفة على النمو وثروات الاقتصاد، وهي مختلفة تبعاً لاختلاف المراحل وأنواع الأزمات. يعتبر أثر الأزمات المالية في الفترة الحديثة أكثر حدة، فقد أدت إلى فقدان حوالي 16% من الناتج المحلي الإجمالي، أما فترة ما بين الحربين فكانت الأكثر تكلفة.<sup>47</sup>

<sup>46</sup> Franklin Allen ,Douglas Gale, op.cit ,p 10 -  
<sup>47</sup> Robert Boyer et autres, op.cit , p 30 -

**1-1 قاعدة الذهب:**

تميزت هذه القاعدة بثبات واستقرار أسعار الصرف مع إمكانية التغير في الحدود الضيقة، وارتباط العملة ( بشكل مباشر أو غير مباشر) بوزن محدد من الذهب، وهذا يعني أن عملات الدول المطبقة لقاعدة الذهب مرتبطة برياط واحد هو الذهب (لهذا يتحدد سعر الصرف عند التوازن، طبقا لنسبة كمية من الذهب الموجودة في عملة كل دولة إلى كمية الذهب الموجودة في بقية عملات الدول الأخرى)<sup>48</sup>. وهذا ما جعل أزمات العملة أقل حدوثا.

فضلا عن ذلك فهو نظام يفرض نظاما داخليا في إصدار النقود، وهو ميكانيزم منظم ذاتيا في العلاقات الاقتصادية الدولية، فعلى سبيل المثال إذا عرف بلد ما عجزا لميزان مدفوعاته فتتدهور قيمة عملته في أسواق الصرف، وأخذا بعين الاعتبار لميكانيزمات النظام فخرج الذهب يؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار والرجوع الأوتوماتيكي لتوازن ميزان المدفوعات.<sup>49</sup> وهو ما يفسر انخفاض أزمات العملة والأزمات المزدوجة، بينما الأزمات البنكية كانت مرتفعة نسبيا بالنسبة للأزمات الأخرى، وهذا راجع لموجات الاقتراض السائدة آنذاك في ظل العولمة والبعد الدولي لانتقال رؤوس الأموال.

**1-2 فترة ما بين الحربين:**

خلال فترة ما بين الحربين، طرأت مشكلات كبيرة على العلاقات الاقتصادية بين الدول الكبرى ذات العملات القوية (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني البريطاني، والفرنك الفرنسي، والمارك الألماني). فقد شهدت هذه الأخيرة ما يمكن وصفه بحرب العملات، حيث قامت كل واحدة منها بتغيير سعر صرف عملتها إزاء الأخرى، فضلا عن سيادة التكتلات النقدية المغلقة والتي تتمثل في مناطق نقدية تتعامل كل منها بعملة الدولة القائدة للمنطقة: منطقة الدولار في أمريكا اللاتينية، ومنطقة الإسترليني والفرنك مع المستعمرات السابقة لدولتي بريطانيا وفرنسا مع دائرة ضيقة للمارك، وهو ما يفسر ارتفاع أزمات العملة.

أما فيما يتعلق بالأزمات البنكية فقد كانت أكثر انتشارا وهذا لتزامنها مع الكساد الكبير لـ 1929.

وبهذا نتجت عن الحروب النقدية والتجارية العديد من الخسائر الاقتصادية والمالية الكبيرة، أسهمت في تعميق حالة الفوضى والفشل التي رافقت الترتيبات الدولية لعالم ما بعد الحرب العالمية الأولى ومهدت لنشوب الحرب العالمية الثانية.

**1-3 مرحلة بريتون وودز:**

اختلفت مرحلة بريتون وودز عن المراحل الأخرى نظرا للتنظيم المالي السائد آنذاك، فصانعي السياسات في أغلب البلدان كانوا جد محددين لمنع تكرار الكساد وفرضهم لتنظيمات شديدة ووضع البنوك تحت الرقابة لمنعهم من اتخاذ المخاطر، ونتيجة لذلك كان شبه انعدام الأزمات البنكية، حيث عرفت البرازيل

<sup>48</sup>- رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، دراسة في أثر نظام النقد الدولي على التكون التاريخي للتخلف بدول العالم الثالث، عالم المعرفة، الكويت، عدد

118، ص ص 51-52.

<sup>49</sup> - 229 p, cit . Op, Alain Beitone et autres.

فقط أزمة عام 1962. أما أزمات العملة فأغلبها تحدث عندما يكون مواقف السياسات الاقتصادية الكلية غير متسقة مع معدلات الصرف الثابتة.<sup>50</sup>

مع ذلك، فإن القضاء على الأزمات كان مكلفاً، لأن التنظيم الواسع والتدخل الحكومي في النظام المالي، عطل عمل وظيفته الأساسية لتخصيص الاستثمارات، مما نتج عنه عدم كفاءة النظام، وتمت الدعوة إلى إلغاء القيود التنظيمية وعودة قوى السوق والنتيجة هي رجوع الأزمات.

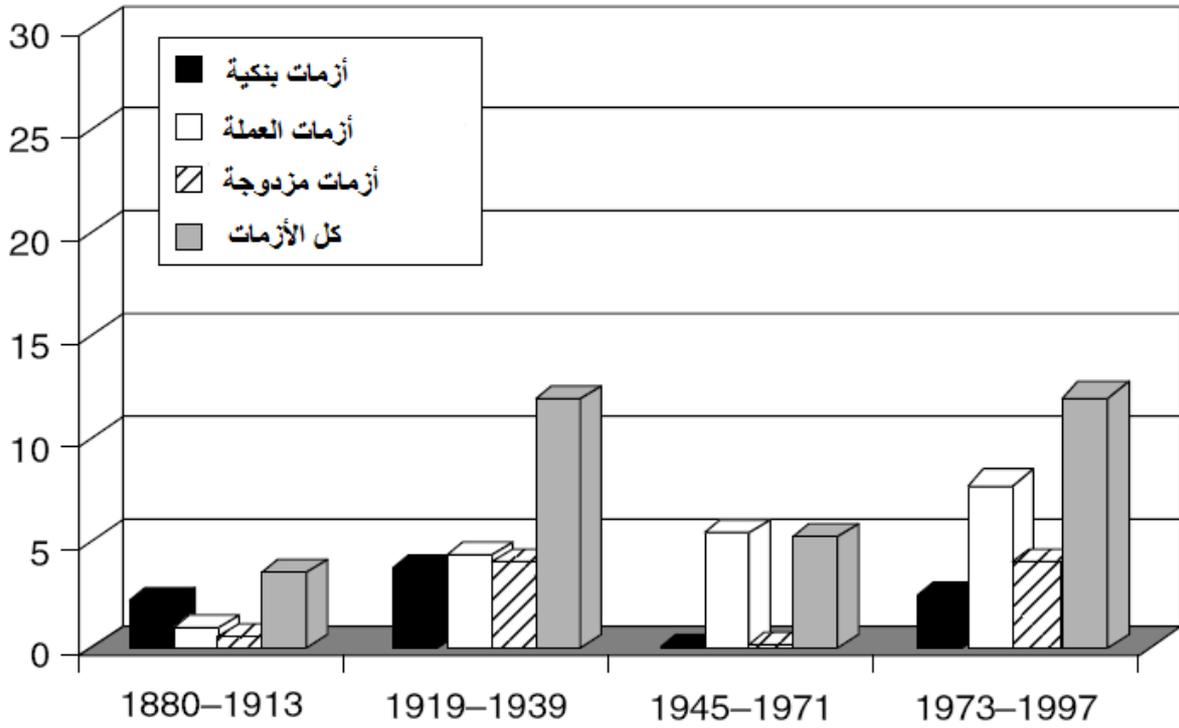
#### 1-4 الفترة الحديثة:

تعد الفترة الأخيرة من أسوأ الفترات في ظل تراخي الرقابة على رأس المال وعولمة أسواق رأس المال، فانتشرت الأزمات المزدوجة وأزمات الصرف أكثر من أي مرحلة ماعدا فترة ما بين الحربين، خاصة باتخاذ عينة 56 بلدا كأساس للمقارنة بدل 21 بلدا، وفيما يخص البلدان المضافة أغلبها بلدان ناشئة وهذا ما يوضح أن هذه الأخيرة أكثر عرضة وبالأخص لأزمات العملة. ويعود السبب إلى حدوث تطور وابتكار في أدوات ووسائل التمويل ووجود أنظمة مدفوعات إلكترونية متطورة ساهمت في تجاوز البنوك التجارية لبعض المؤشرات الرقابية مثل السيولة، والتي تعكس المركز المالي للبنوك التجارية.

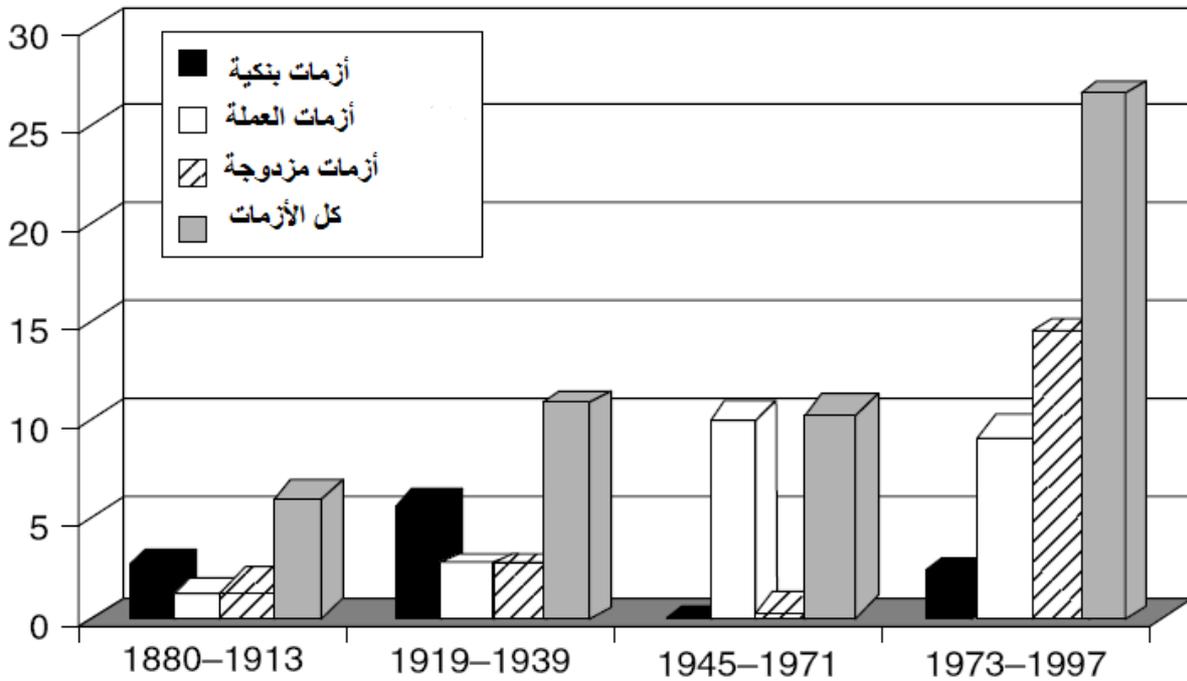
وهذا ما يمكن توضيحه من خلال الشكلين المواليين، حيث تم فصل البلدان محل الدراسة في البيان السابق إلى دول متقدمة، والأسواق الناشئة، وما يمكن ملاحظته هو أن البلدان الصناعية عانت من الأزمات في فترة ما بين الحربين، وجاء دور البلدان الناشئة في السنوات الأخيرة.

<sup>50</sup> - Franklin Allen ,Douglas Gale, op.cit, p 10.

شكل 5: تواتر الأزمات - التوزيع حسب الأسواق - الدول المتطورة.



الأسواق الناشئة.



المصدر: Franklin Allen , Douglas Gale, op.cit.p 14

وقد أكدت هذه الدراسة على عمق وتنوع الأزمات المالية، ورجوعها القوي في العقود الأخيرة، حيث لاحظنا أوجه تشابه واختلاف هامة بين مختلف المراحل، فبالنسبة للمراحل الثلاث الأولى تمت دراسة 21 بلدا، بينما المرحلة الأخيرة توسعت البلدان محل الدراسة إلى 56 بلدا، متضمنة نفس العينة الأولى. وتعد فترة ما بين الحربين أسوأ مرحلة إذ عرفت أكبر عدد من الأزمات وأكثرها كانت أزمات بنكية، أما الفترة التي عرفت أقل الأزمات هي فترة قاعدة الذهب، فكانت كل من الأزمات البنكية، العملة و الأزمات مزدوجة أقل حدة مقارنة بالفترات اللاحقة.

ونظرا لأهمية وتواتر الأزمات، لبعدها وعمقها فقد كانت محل دراسة من طرف العديد من الباحثين، فأحصت دراسة كامينسكي ورينهارت Kaminsky et Reinhart 18 أزمة مزدوجة خلال فترة 1980-1995 قبل حدوث الأزمة الآسيوية على مجموع 73 أزمة من عينة 20 بلدا، وعلى الفترة السابقة لـ 1970-1979 فهي لا تقدر سوى أزمة واحدة من مجموع 29 أزمة.<sup>51</sup> وفيما يلي سنشير لأزمتي 1873 و 1929، باعتبارهما من أبرز وأعرق الأزمات ذات البعد العالمي.

## 2- أزمة 1873:

كثيرا ما تم وصف هذه الأزمة بأزمة الربع الأخير من القرن التاسع عشر دامت من 1873 إلى 1896، اعتبرت أول أزمة مالية ذات طابع دولي، يعود أصلها إلى معاهدة فرانكفورت traité de francfort في عام 1871 التي وضعت نهاية الحرب بين فرنسا وبروسيا، وفرضت على فرنسا دفع تعويض 5 ملايين فرنك، هذه الكتلة التي حققت في الاقتصاد الألماني ولم يستطع النظام امتصاصها، وتم خلق العديد من المؤسسات والبنوك في ألمانيا، وهذا ما تمخض عنه مضاربة تقوم على العقار والبورصة وانتهى بأزمة في ألمانيا وأتریشيا.<sup>52</sup> في 9 ماي 1873، عرفت بورصتا فيينا والنمسا فترة الكساد الكبير للاقتصاد العالمي بسبب المضاربات الضخمة التي لم تقابلها سوى ضمانات متدنية، بالإضافة إلى أنها لم تكن مغطاة بإنتاج اقتصادي حقيقي مما سبب انهيارا كليا انتشر إلى العديد من الدول.

وبهذا نتجت هذه الأزمة عن توسع النشاط المالي والبنكي في النمسا وألمانيا، مما ترتب عنها خسائر مذهلة في النمسا حيث ارتفعت عمليات الإقراض، وكذلك في فيينا حيث أصبحت العمليات قائمة على أساس مضاربي. ولم يقتصر الإشكال على هذا الإطار، بل عملت سهولة الحصول على القروض على جلب اهتمام المضاربيين والمقاولين العقاريين القادمين من الولايات المتحدة الأمريكية، وانتهت هذه الاختلالات بانطلاق الأزمة وانفجار الفقاعة العقارية الممولة لآجال قصيرة وتحولت إلى أزمة مالية عالمية.

<sup>51</sup> Robert Boyer et autres , op.cit, p 27-

<sup>52</sup> Jacques Gravereau, Jacques Trauman, op-cit, p 18. -

وإلى جانب ذلك فإن الانهيار البورصي في فيينا أدى إلى حذر المستثمرين في السكك الحديدية وفي الولايات المتحدة الأمريكية، كما أدى فائض الإنتاج الزراعي إلى صعوبات كبيرة في ألمانيا منذ 1878، وروسيا، الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا.<sup>53</sup>

وبهذا اتخذت أزمة 1873 بعدا عالميا، فأثرت على ألمانيا، الولايات المتحدة الأمريكية، وعدد من البلدان الناشئة كالأرجنتين. والحقيقة أن هذه الأزمة أنهت موجة الإقراض التي ظهرت في سنوات 1850 و 1860 لتمويل السكة الحديدية في أمريكا اللاتينية.<sup>54</sup>

### 3- أزمة 1929 :

شهدت فترة ما بعد الحرب العالمية الأولى نوعا من الاستقرار النسبي (خاصة خلال فترة 1924-1928) في العلاقات النقدية والمالية الدولية، بفضل الإصلاحات والتعديلات التي أدخلت على الأنظمة النقدية التي كانت سائدة قبل الحرب، لكن هذا الاستقرار قد اختفى مع انفجار أزمة 1929 التي شملت مجالات الإنتاج، التجارة ومختلف العلاقات النقدية والمالية. ورمز له الانهيار البورصي لول ستريت، تعد من أعمق انهيارات البورصات على مر التاريخ في فترة ولاية الرئيس الأمريكي هربرت هوفر، حيث اختفت مبالغ تقدر بالمليارات من بورصة نيويورك في يوم وليلة، وتسبب في نشوء أزمة اقتصادية عالمية عانى منها العالم في فترة الثلاثينات وأدت إلى موجة كساد طويلة.<sup>55</sup>

#### 3-1 خصوصية الأزمة:

سبقت الأزمة فترة ازدهار في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث عرفت السوق الأمريكية انتعاشا كبيرا، وغمرت البنوك والشركات الأمريكية بالأموال، مع توظيفات واستثمارات هامة في سوق الأوراق المالية، وتقديم الجهاز المصرفي تسهيلات إقراض لأصحاب الدخل المنخفضة، وكانت النتيجة ارتفاع أسعار الأسهم فتضاعفت أربع مرات خلال خمس سنوات، وبلغت قيمة مؤشر داوجونز في الأسهم الرئيسية ببورصة نيويورك في سبتمبر 1929 إلى 381.7 نقطة صعودا من 66.75 نقطة فقط في ديسمبر 1920.<sup>56</sup> والنتيجة كانت يوم الاثنين الأسود 29 أكتوبر 1929 اليوم الذي شهد بيع 76 مليون سهم، فانهارت أسعار الأسهم رغم تحذيرات العديد من خبراء الاقتصاد والمحللين الماليين من قرب حدوث هذا الانهيار نتيجة لما وصفوه بـ فقاعة المكاسب في وول ستريت ونظرا للمبالغ الكبيرة في أسعار بعض الأسهم، ورغم هذه التحذيرات إلا أن الكثير سعى إلى الربح الكبير والسريع، وكانت النتيجة الوقوع في الأزمة.

<sup>53</sup> - Alain Beitone et autres, Op.cit, p 239.

<sup>54</sup> - Franklin Allen , Douglas Gale , op.cit, p 9.

<sup>55</sup> - صلاح الدين حسن السبسي، الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية ( الأسباب-التداعيات-سبل المواجهة ) في ظل منظمة التجارة العالمية وتحرير الخدمات المالية، دار الفكر العربي، القاهرة، 2008، ص 270.

<sup>56</sup> - إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره ، ص ص 31-31.

## 3-2 انعكاسات الأزمة:

إن البطالة مست مختلف أصناف المجتمع، وفقا لكيترز فإن الأسواق المالية أجبرت الأفراد على الادخار بدل الاستهلاك، وهذا بهدف إعادة تعويض الخسائر، وكان عدم التأكد والشك المسيطرين على مجموع الأفراد من شأنه أن يشرح مسايرة المستهلكين للوضع، حيث أن شراء السيارات و الأجهزة الكهرومنزلية قد توقف رغم الانتشار الواسع الذي عرفه خلال سنوات 1920، الأمر الذي أدى إلى انخفاض النشاط الاقتصادي، ووفق هذه الشروط ارتفعت البطالة وتقلص الاستهلاك. كما انتشرت هذه الأزمة في العالم بأسره، إن ما عزز هذا الانتقال هو النظام النقدي السائد آنذاك.<sup>57</sup>

كما عرفت سنوات 1930-1933 موجات من الخسائر البنكية، فاختمت أكثر من 9000 بنك، تمثل 15% من ودائع النظام البنكي، حيث فسرت هذه الخسائر بظاهرة الدومينو *phénomène de dominos*.<sup>58</sup> إن عمق وحدة الأزمة كان استثنائيا، تسبب في زعزعة الاستقرار النسبي للنظام الرأسمالي بكامله، تمخض عنه خسائر البنوك، ضياع مدخرات المودعين، وانهيار أسعار الأوراق المالية، فضلا عن ظهور تقلبات حادة في أسعار صرف العملات، حيث انخفضت قيم العملات الرئيسية الدولية بحوالي (50%-80%) مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول، وتدهور القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازن المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية، وتم إيقاف قابلية إبدال النقود الورقية بالذهب في إنجلترا بتاريخ 21 سبتمبر 1931، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فكان إلغاء العمل بالنظام الذهبي عام 1933 تزايد الإقبال على إبدال النقود الورقية بالذهب، و انخفاض السيولة لدى البنوك بالإضافة إلى انخفاض الاحتياطات الذهبية.<sup>59</sup>

تتمثل خصوصية سنوات 1930 بالأزمة المالية التي اتبعت بانكماش، الذي بدوره تقادم خلال عدة سنوات، وأدى إلى الكساد الكبير الذي امتد تقريبا عقدا، وإلى انخفاض حاد في الإنتاج العالمي.

## 3-3 تفسير الأزمة:

فسر الاقتصاديون الليبراليون على رأسهم ليونيل روبينسن Lionel Robinson التي اعتبرها أزمة ذات طبيعة ظرفية، في حين أرجعها الاقتصادي جون غالبريث John Galbraith إلى تراجع الوضعية الاقتصادية عام 1929 ، مستندا في تحليله إلى الفارق الذي حدث بين 1919-1929، حيث دعمت إنتاجية العمل الصناعي المرتفعة نفقات الطبقات الميسورة، نمت المضاربة البورصية وشجعت مستوى عال من الاستثمار بينما سجل الاستهلاك الشعبي ارتفاعا طفيفا، فحفز الاستثمار الإنتاجي عن طريق المضاربة، وهكذا تجاوز الإنتاج الصناعي الطلب على السلع الاستهلاكية والطلب على سلع التجهيز، كما أرجعها إلى بنية الاقتصاد

<sup>57</sup> - Laurens Lafont, Anton Molina, op-cit, p 37.

<sup>58</sup> - Jacques Gravereau, Jacques Trauman, op.cit, p 154.

<sup>59</sup> - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة،

2005، ص ص 102-103.

الأمريكي غير السليمة، والتوزيع غير العادل للعوائد فيحصل 5% من المجتمع على حوالي ثلث الدخل الإجمالي، الذي جعل الاقتصاد متوقف على نفقات الكماليات والاستثمار.<sup>60</sup>

لقد أرجع كينز الكساد الكبير لعام 1929 لانهايار سوق الأسهم، وخص بالتحليل أن عملية الاستثمار غير مستقرة أصلاً، يسودها سلوك حيواني animal spirit، حيث أن المستثمرين عادة ما يتبعون سلوك بعضهم بحثاً عن المال بدون معرفة ما يجري حقا وكأنهم قطع من الماشية أي غير عقلانيين، ويؤدي هذا النوع من القرارات أو التصرفات إلى زيادة الطلب على الأصول، وبالتالي إلى ارتفاع أسعارها باتجاه قد لا يكون له علاقة بأساسيات السوق، وهو ما صار يعرف بالفقاعة. وتنفجر الفقاعة التي تحدث عند انخفاض الأسعار.<sup>61</sup>

### المطلب الثاني: الأزمات الحديثة.

تعصف الأزمات المالية منذ العقدين الأخيرين للقرن العشرين وتقريبا دون انقطاع بالاقتصاد العالمي، فقد كانت متواترة وعميقة خاصة في الاقتصاديات التي اندمجت حديثا في الحركة المالية الدولية، أما الاقتصاديات التي لها خبرة طويلة بالنسبة للوساطة المالية فكانت أقل تعرضا لها، لكن هذا الواقع تغير مع بداية القرن الحادي والعشرين. فقد فتحت الأزمة المالية المكسيكية نهاية 1994 وبداية 1995 دورة جديدة، تلتها بعد ذلك بعامين في جويلية 1997 الأزمة التايلاندية التي انتشرت لجزء كبير من آسيا. أما في شهر أوت 1998 فجاء دور روسيا التي زعزت البرازيل نهاية 1998 وبداية 1999، أما تركيا فدخلت في الأزمة نهاية 2000، الأرجنتين 2001 والبرازيل من جديد في 2002. ومع ذلك لم تكن البلدان الصناعية في منأى عنها، ففي الولايات المتحدة على سبيل المثال تعرضت بنوك الإقراض والادخار للعديد من الاضطرابات والخسائر، وتعرض إدارة رأس المال طويل الأجل LTCM long term capital market عام 1998 إلى الإفلاس، الأمر الذي عرض التوازنات المالية للأسواق الأمريكية إلى خطر.<sup>62</sup>

سميت أزمات التسعينيات للبلدان الناشئة بالأزمات الجديدة، وإن اختلفت من أزمة لأخرى إلا أنها اعتبرت أزمات مصدرها حساب رأس المال خاصة بعد قيامها بتحرير القيود على رؤوس الأموال بغية تحقيق تكامل أوثق مع أسواق رؤوس الأموال العالمية، وتحسين إمكانية الحصول على التدفقات الرأسمالية الدولية. نتعرض فيما يلي لبعض الأزمات في البلدان المتطورة والبلدان الناشئة بصفة خاصة.

<sup>60</sup> - Bernard Rosier, op.cit, pp 50-51

<sup>61</sup> - وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، المعهد العربي للتخطيط، ص 5، تاريخ الاطلاع 15-12-2009

<http://www.arab-api.org/jodep/products/delivery/wps0903.pdf>

<sup>62</sup> - Robert Boyer et autres, op.cit, p 9

**1- أزمة أكتوبر 1987:**

تعد أزمة أكتوبر أو أزمة الاثنين الأسود من أحد أبرز الأزمات التي عصفت بالاقتصاد العالمي، والتي اكتسبت الصفة الدولية في ظل تحرر عمليات انتقال رؤوس الأموال بين الأسواق المالية الدولية.

**1-1 أسبابها:**

إن دراسة أسباب ونتائج أزمة أكتوبر 1987 تقتضي التطرق لأهم التطورات الاقتصادية خلال فترة 1981-1987 المتمثلة في انخفاض مختلف أشكال أسعار الفائدة بسبب الزيادة الكبيرة في عرض النقود لدرجة تجاوزها لمعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، فضلا عن تراجع معدلات التضخم، كما لجأت الولايات المتحدة الأمريكية لتخفيض أسعار الفائدة بهدف دفع قيمة الدولار نحو الانخفاض لزيادة إمكانية منافسة الصادرات الأمريكية في الأسواق الدولية، وبالتالي التوصل لتخفيض العجز في الحساب الجاري، ولتحقيق غرض آخر يتمثل في الرفع من الاستثمارات في الاقتصاد الأمريكي قصد إخراجه من حالة الكساد التي كان يعاني منها منذ عدة سنوات. ولم يقتصر تخفيض سعر الفائدة على الولايات المتحدة الأمريكية، بل اتبعت عدة دول نفس الاتجاه كاليابان لمواجهة الإجراءات الأمريكية، فانقلب الوضع في نفس السنة (1987) باتجاه أسعار الفائدة في الأسواق الدولية للارتفاع إثر قيام الولايات المتحدة برفع أسعار فائدتها، فانخفضت أسعار الأوراق المالية وانتشر القلق وسط الأسواق المالية.<sup>63</sup>

وقد عرفت بورصة وول ستريت يوم 19 أكتوبر 1987 انخفاضات متتالية في أسعار تداولاتها المالية، مما دفع بالمستثمرين إلى التخلص منها عن طريق بيعها، حيث انخفض مؤشر داوجونز بمقدار 508 نقطة في يوم واحد، ولم تقتصر الخسائر على هذه الأخيرة، بل تأثرت باقي البورصات العالمية، حيث عرفت بورصة نيويورك انخفاضا قدره 800 بليون دولار أي بمقدار 22%، لندن 22%، و طوكيو 17%، فرانكفورت 15%، وأمستردام 12%.<sup>64</sup>

يمكن تلخيص أهم أسباب الأزمة إلى ارتفاع عجز الميزان التجاري الأمريكي، إذ توقع المستثمرون أن تلجأ السلطات إلى معالجة هذا الأخير عن طريق تخفيض قيمة الدولار بهدف الرفع من الصادرات والحد من الواردات، مما سبب تخفيض القيمة الحقيقية للواردات لدى المستثمرين الأجانب، ودفعهم للتخلص من أصولهم المالية المحررة بالدولار، الأمر الذي ساهم في زيادة عرض الأصول المالية (خاصة الأسهم) في السوق فضلا عن التخلي عن حيازة الأسهم واستبدالها بالسندات (السندات الحكومية طويلة الأجل الصادرة عن السلطات الأمريكية)، ولجوء العديد من المستثمرين إلى الأسواق النقدية لامتلاك أصول مالية قصيرة الأجل (الأكثر سيولة)، وارتفاع حجم المديونية الخارجية الأمريكية، مما أدى إلى تراجع الثقة في الدولار، والأصول المالية المحررة بالدولار (نقل الضمانات الحقيقية لأصول المصدرة بالدولار).<sup>65</sup>

<sup>63</sup> - مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص ص 190-191 .

<sup>64</sup> - فريد كورنيل، مرجع سبق ذكره، ص 5.

<sup>65</sup> - مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص ص 200-201.

## 1-2 الانعكاسات والحلول:

من أهم انعكاسات الأزمة هو انهيار أسعار الأسهم في بورصة وول ستريت وإفلاس البنوك بسبب عدم قدرة العملاء المقترضين تسديد ديونهم، وارتفاع عدد العاطلين عن العمل خصوصا العاملون في البنوك والمؤسسات المالية، وتأثرت البلدان والبنوك المركزية بانخفاض قيمة الدولار خاصة البلدان النفطية. ونظرا للاضطرابات التي خلفتها الأزمة تدخلت السلطات النقدية في كل الدول التي شملتها الأزمة، وقامت الحكومات بوضع قيود وضوابط جديدة لتنظيم عمليات البورصات، والحد من اشتداد المضاربات. وتدخلت بشكل مباشر في عمليات البيع والشراء كمتعامل مالي، كما طالبت الدول الأوروبية واليابان الولايات المتحدة الأمريكية اتخاذ إجراءات عاجلة بهدف معالجة أوضاعها المالية، خاصة إيقاف انخفاض قيمة الدولار. واستخدمت سياسة أسعار الفائدة ( تخفيض أسعار الفائدة ) لإيقاف تدهور أسعار الأوراق المالية، وبالفعل ساهمت هذه الإجراءات في إعادة الاستقرار تدريجيا إلى الأوضاع المضطربة.<sup>66</sup>

## 2- الأزمة المكسيكية:

بعد أزمة المديونية التي عرفها المكسيك في عقد الثمانينيات من القرن العشرين وركود النشاط الاقتصادي، وارتفاع معدلات التضخم منذ منتصف السبعينيات إلى منتصف الثمانينيات، أدرجت عدة إصلاحات ذات طابع ليبرالي. وقد نجحت في تحقيق الاستقرار واستأنف النمو الاقتصادي الذي بلغ 3.1% سنويا بين عامي 1989 و1994 كما نجحت المفاوضات المكسيكية بشأن ديونها الخارجية.<sup>67</sup> تمثلت أبرز الإصلاحات فيما يلي: تحرير المبادلات، إلغاء رقابة الصرف، تحديث السوق المالي، رفع القيود على الاستثمارات الخارجية وإلغاء القيود التنظيمية. كما انضمت في 1 جانفي 1994 إلى ALENA ACCORD DE LIBRE -ECHANGE NORD- AMERICAIN (اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية التي منحت المكسيك أسواق حرة من التعريفات الجمركية)، ورغم هذه الإصلاحات تدهور الميزان التجاري منذ ذلك التاريخ 1989، حيث ارتبطت العملة المكسيكية بالدولار مع هامش التقلبات، فأصبح سعر الصرف الحقيقي مرتفعا للمحافظة على المنافسة الدولية للمنتجات المكسيكية، وهكذا عرف ميزان المبادلات الجارية عجزا، وبلغ الرصيد السلبي 9% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1994، وبناء على عدم كفاية الادخار الداخلي، لجأت المكسيك إلى رؤوس الأموال الدولية لتمويل عجزها الخارجي، علما أن رؤوس الأموال (عادة ما اتخذت على شكل شراء الأوراق المالية) كانت قصيرة الأجل بنسبة أكبر من 75%، كما كان ارتباط البيزو بالدولار بمثابة ضمان للمستثمرين، فقد استقبل البلد في ذلك الوقت أكثر من 20% من رؤوس الأموال الموجهة للبلدان الناشئة. وكانت النتيجة حدوث الأزمة المالية وبالأخص أزمة سعر الصرف عام 1994، التي حدثت بتضافر العيد من الاضطرابات والتقلبات في سعر الصرف، كما عرف السداسي الثاني من 1994 تراجع المستثمرين

<sup>66</sup> - مروان عطون، نفس المرجع السابق، ص ص 206-207.

<sup>67</sup> - ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 32..

الأجانب بسبب الرؤى المستقبلية لعدم الاستقرار السياسي المرتبطة بالانتخابات المقبلة، وهكذا انخفضت تدفقات رؤوس الأموال الصافية، فعوض البنك المكسيكي هذا الانخفاض عن طريق رفع القروض الداخلية والحفاظ على ربط عملته مع إدراج تخفيض طفيف للعملة، وتراجعت احتياطات الصرف من 28 مليار دولار في فيفري إلى 10 مليار بداية شهر ديسمبر من سنة 1994.

وبعد تغيير الحكومة في ديسمبر 1994، وزيادة الإشاعات حول تخفيض العملة، أصبحت التوقعات المستقبلية غير مناسبة، وارتفعت المعدلات الأمريكية خلال نفس السنة، وأدى هذا إلى خروج رؤوس الأموال وانخفاض احتياطات الصرف إلى مستوى 6 مليار دولار.<sup>68</sup> وقد عجزت المكسيك عن تسديد ديونها الخارجية مع حدوث ارتفاع سريع في معدلات التوسع النقدي الذي ساهم في المضاربة على العملة المكسيكية التي انهارت بشدة، وأنفقت الحكومة المكسيكية 50 بليون دولار من احتياطات الصرف الأجنبي دعماً للبيزو.

إن هذه العناصر مجتمعة أسهمت في ظهور الأزمة المالية المكسيكية خلال عامي 1994-1995 أهمها هشاشة القطاع المصرفي، ضعف الرقابة على منح القروض وانتشار الأموال الساخنة (انتشار القروض الأجنبية قصيرة الأجل) وتفاقت الأزمة بانخفاض عملة البيزو في 31 يناير 1995 بحوالي 40% من قيمتها في منتصف ديسمبر 1994، كما أثرت الأزمة المكسيكية على أمريكا اللاتينية وخاصة الأرجنتين، جنوب شرق آسيا وأوروبا الشرقية.

وللخروج من الأزمة تدخلت الخزينة الأمريكية في ذلك الوقت وخصصت قروضا مباشرة للحكومة المكسيكية، فأعيد بناء الاحتياطات المكسيكية من الصرف الأجنبي إلى المستوى الذي مكن الحكومة من تدعيم البيزو لدرجة معينة، كما ساعدت القروض في إعادة تمويل ديونها، وقد بلغت مساعدة صندوق النقد الدولي 18 مليار دولار، وقدر مخطط الإنقاذ 52 مليار دولار (20 مليار من الخزينة الأمريكية)، واتبعت بمقاييس انكماشية داخلية من طرف صندوق النقد الدولي.<sup>69</sup>

### 3- أزمة اليابان:

عرف الاقتصاد الياباني أزمة امتدت من 1993 إلى 2000، يعود سببها إلى الفقاعة التي شهدتها الاقتصاد الياباني، حيث عرف نمو سريعا خلال فترة 1950-1973 تسببت في فقاعة خلال سنوات 1980، فارتفعت أسعار العقارات وانتشرت المضاربات في قطاع العقارات، وارتفعت معدلات الاقتراض للاستثمار في هذا القطاع بضمانات عالية المخاطر، فضلا عن انعدام الشفافية في القطاع المصرفي، فتراجع التقييم

<sup>68</sup> - Jean-Marie le Page, Crises financière internationale- risque systémique- , Edition de Boegk Université , - Bruxelles,2003, p p 49-50.  
<sup>69</sup> - Jean-Marie le page, Ibid, p 51 -

الائتماني للمؤسسات المالية<sup>70</sup>. أما ارتفاع أسعار الأصول خلال سنوات الثمانينيات، فيمكن توضيحها من خلال مؤشر نيكاي 225 الذي بلغ 10.000 عام 1985، و38.916 عام 1989. وبعد إتباع سياسة نقدية انكماشية لمحاربة التضخم، ارتفعت معدلات الفائدة في 1990 وانفجرت الفقاعة وانخفض مؤشر نيكاي إلى 20.222 عام 1990.<sup>71</sup>

وقد أدى ذلك إلى حدوث أزمة مالية وإفلاس 14 بنك من بين أكبر 21 بنك في اليابان عام 1995، بلغت الأزمة أوجها، وورث القطاع المصرفي 70 تريليون من القروض المعدومة، وبغرض مواجهة الأزمة لجأت اليابان للاقتراض الخارجي بهدف دعم مؤسساتها المالية، حيث قدر حجم مديونيتها في 1994 بـ 1612 مليار دولار كقروض أجنبية. ولمدة سبع سنوات كاملة ظل البنك المركزي في محاولة للسيطرة على الأزمة، واستطاعت بعدها إرساء قواعد آمنة للبنوك تسيير عليها منذ 2001.

#### 4- الأزمة في دول جنوب شرق آسيا:

أطلق صندوق النقد الدولي اسم المعجزة الآسيوية<sup>72</sup> على دول جنوب شرق آسيا سنة 1993 بعد النمو الكبير الذي عرفته، بفضل ازدهار القطاع الإنتاجي والسياسة المتبعة المتمثلة في استيراد المواد الخام وتوجيهها نحو القطاع الإنتاجي ذي الوفرة في عنصر اليد العاملة، كما حققت نموا في الاقتصاد العيني والنقدي وبلغت مشاركة هذه الدول نسبة معتبرة في التجارة الدولية، حيث تجاوزت قيمة صادراتها إلى إجمالي الصادرات العالمية 6.1% سنة 1995، بينما بلغ إجمالي الواردات 6.6% سنة 1995.<sup>72</sup>

وتوسعت عمليات الاقتصاد النقدي وتجاوزت عمليات الاقتصاد العيني من زيادة الطلب على العملة الوطنية، وارتفاع معدل منح القروض لرجال الأعمال بالعملة المحلية وزادت التدفقات النقدية المالية، وعمليات الإقراض المحلي دون ضوابط و ضمانات حقيقية مما أدى إلى تزايد حجم الديون المشكوك في تحصيلها أو الديون المعدومة، وعرض شركات التمويل لأزمات مالية<sup>73</sup>. كما عرف ميزان مدفوعات هذه البلدان عجزا، حيث ارتفع عجز الميزان التجاري خلال فترة 1990-1996.

ونظرا لعدم كفاية الادخار، لجأت هذه البلدان إلى رؤوس الأموال الخارجية، وبلغت رؤوس الأموال المستثمرة سنة 1995 وفق صندوق النقد الدولي 74 مليار دولار (في الخمس بلدان الأكثر تضررا من الأزمة فيما بعد :تايلندا، أندونيسيا، ماليزيا، فلبين، كوريا)، حيث مولت أغلب القروض البنكية، واعتبرت هذه المديونية قصيرة الأجل بالعملة الصعبة ( 60% بالدولار، 40% من الين)، الخطر الأول الذي أثقل نمو هذه الاقتصاديات.

70- ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 34.

71- Franklin Allen, Douglas Gale, op.cit, p 15.

72- ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 37.

73- شذا جمال الخطيب، الأزمة المالية والنقدية في جنوب شرق آسيا، مرجع سبق ذكره، ص 36.

يمكن الحديث عن الآثار العكسية للحركات الدولية لرؤوس الأموال، فعوض تمويلها للعجز الجاري، طغى عليها طابع المضاربة وأصبحت السبب في تدهور الأرصدة الجارية، وهكذا ساعدت كل هذه العوامل في نشوء الأزمة، من زيادة الاقتراض الداخلي، الإفراط في الاستثمار العقاري وانفجار المديونية الداخلية قصيرة الأجل وبالعملة الصعبة، فضلا عن المشاكل الهيكلية لهذه البلدان من ضعف في الضبط التحذيري régulation prudentielle (ما عدا سنغافورة، هونج كونج، تايوان)، التقييم السيئ لمردودية المشاريع، وتمويل العجز الجاري عن طريق رؤوس الأموال قصيرة الأجل وغير المستقرة.<sup>74</sup>

وقد اتسمت سياسة الإقراض البنكي بارتفاع نسبة قروض المجاملة، الإفراط في تقديم القروض التي تتعامل في العقارات والأسهم و ارتفاع المضاربات خاصة في سوق الإسكان الفاخر فارتفعت نسبة الديون المشكوك فيها، وهكذا اختل وضعف الجهاز البنكي والنظام المالي في معظم دول جنوب شرق آسيا.

والنتيجة كانت ظهور الأزمة الآسيوية في شهر يوليو 1997 في تايلندا، حيث تمت المضاربة في العاصمة بانكوك على خفض سعر البات التايلاندي عن طريق عرض كميات كبيرة للبيع، فأدى إلى تشكيل ضغوط في اتجاه خفض قيمة العملة التايلاندية، وتم التخفيض الرسمي لقيمة العملة من قبل السلطات بعد تآكل الاحتياطي النقدي الأجنبي لديها، وانخفضت أسعار الأسهم، فشعر المتعاملون والمضاربون على العملات بضعف الأسواق المالية التايلاندية وتدهور القطاع المالي، خاصة أنها كانت تعرف بعض الصعوبات، انكشاف القروض الممنوحة بالدولار الأمريكي حيث أنها مضمونة بأصول محلية.<sup>75</sup>

انهارت أسواق صرف العملات وأسواق المال، وانتشرت عداها، حيث قدرت انهيارات أسعار صرف العملات في كل من إندونيسيا، تايلندا، ماليزيا، الفلبين، كوريا الجنوبية، تايوان، سنغافورة وهونج كونج بالنسب التالية على التوالي: 83.2%، 40.1%، 39.8%، 36.2%، 35%، 19.2%، 15.4%، 0.1%، خلال الفترة الممتدة من منتصف عام 1997 حتى بداية يوليو 1998، فتبعه تدهور حاد في مؤشرات أسعار الأسهم مقدره بالعملات المحلية في العديد من البورصات كماليزيا وتايلندا ب 57.2% و 55.5% على التوالي.<sup>76</sup>

وبغرض احتواء الأزمة وتخفيف آثارها وتقليل نطاقها تضافرت الجهود المحلية فأقيمت هيئات متعددة ولجان متخصصة لإعادة هيكلة القطاع المالي من خلال إعادة تنظيم الوحدات العاملة في هذا القطاع، وتم توفير رؤوس الأموال اللازمة لإعادة تمويل المصارف، أو تصفية أصولها من خلال إدارة هذه الأرصدة قائمة هيئات حكومية تقوم بشراء الأصول وإعادة هيكلتها وبيعها، وساهمت الجهود الدولية المتمثلة في صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات الدولية كالبنك الدولي والبنك التنموي الآسيوي في حل المشكلة، إلا أن قروض صندوق النقد الدولي رافقتها مقاييس تقييدية أدت إلى انخفاض الناتج المحلي الاجمالي في سنة

Jean-Marie Le Page, op.cit, p 53 - 74

75 . عبد المجيد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص ص 280-281 .

76 - شذا جمال الخطيب، الأزمة المالية النقدية في دول جنوب شرق آسيا، مرجع سبق ذكره، ص 18 .

1998 في كل من اندونيسيا-13.2% ، ماليزيا -7.5% ، -10 تايلندا% ، -0.5% الفلبين، لكن انتعش النمو في المنطقة سنة 1999 مع العودة القوية للصادرات.<sup>77</sup>

## 5 - أزمة بنوك الادخار والإقراض في الولايات المتحدة الأمريكية:

تعود أزمة بنوك الادخار والإقراض la crise des saving and loans إلى الثمانينيات من القرن العشرين، نتيجة التوسع في الإقراض العقاري والدخول في منافسة مع البنوك التجارية لجذب أكبر عدد من العملاء المقترضين فضلا عن دور عملية تحرير القيود والقواعد المنظمة لأداء البنوك، وهناك من شبه هذه الأزمة بأزمة القروض العقارية التي بدأت في منتصف عام 2007، حيث ارتفعت أسعار الفائدة المدينة وتعثر السداد من جانب أصحاب القروض العقارية وكذلك من جانب هذه البنوك الادخارية إزاء البنوك التجارية الدائنة لها.<sup>78</sup>

فعلى غرار الأزمات والكوارث، لن تنشأ الأزمة المالية من سبب بل نتيجة تفاعل سلسلة من الميكانيزمات، فقد عرفت المؤسسات الماليتان المتخصصةتان في جمع المدخرات والقروض العقارية العديد من المشكلات، فشهدت نوعا من الهشاشة في أصولها الأقل تنوعا، والمستثمرة في عقار منطقة واحدة أي جد حساسة لتراجع الأسواق، فهيكل ميزانيتها غير متوازن، حيث تستثمر الأصول في قروض عقارية طويلة الأجل وبمعدلات ثابتة، والخصوم في ودائع قصيرة الأجل، فضلا عن ارتفاع معدلات الفائدة في بداية الثمانينات ورفع القيود التنظيمية وانهيار أسعار العقار والانكماش الاقتصادي.

ويعود ارتفاع أسعار الفائدة للسياسة النقدية الانكماشية، وهي سياسة اتبعت بدءا من أكتوبر 1979 لمكافحة التضخم النقدي الذي بلغ معدله حوالي 10% من 1974 إلى 1979 بعد الصدمة البترولية الثانية، فارتفعت أسعار الفائدة عام 1980 من 15% في الثلاثي الأول إلى 10% في الثالث وأعدت الارتفاع 16% في الثلاثي الرابع، وهكذا أصبحت الكتلة النقدية غير مستقرة، أما رفع القيود التنظيمية فقد ساهم في أن يصبح المحيط المالي أكثر تنافسية. وانعكست معدلات الفائدة المرتفعة على عوائد الأفراد المقترضين فأصبحوا عديمي الملاحة، وهكذا أصبحت العوائد الصافية لبنوك الادخار والإقراض سالبة عام 1981 و1982، حيث أنه من بين 3993 مؤسسة موجودة عام 1980، عرفت 118 مؤسسة خسائر بين 1980-1982 الممثلة لرأس مال 43 مليار دولار، ورغم تراجع معدلات الفائدة من 1983 إلى 1985 و تسجيل المؤسسات لمردودية إيجابية، إلا أن العديد منها عرف شبه خسارة، ولكن هذا لم يمنع المسيرين من مباشرة استثمارات عالية المخاطر لانقاد مؤسساتهم بعدما كانت خسائر الثمانينيات جد واسعة. و تقاوم الوضع تزامنا مع ما حدث في الولايات المتحدة عام 1986، ومع الإصلاحات الجبائية والتي كانت حتى ذلك الحين محفزة، التي تضمنت تخفيضات المعدلات الضريبية فتراجعت الأوضاع وانهارت أسعار العقار، فضلا عن التوزيع الواسع

<sup>77</sup> - Jean-Marie Le Page, op.cit, p55

<sup>78</sup> - نزيرة الأفندي، الأزمات المالية.. رؤية مقارنة، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، القاهرة، العدد 175، جانفي 2009، ص 158.

للقروض في بداية الثمانينات الذي عزز تكوين وانفجار الفقاعة المضاربة، وواجهت تلك المؤسسات مشكلة العجز عن السداد.<sup>79</sup>

أدى تغاضي السلطات العمومية الأمريكية التي لم تعترف بخطورة الأزمة في بداية الثمانينات، إلى تأزم الوضع، لكن وخطورة الوضع تم التصويت على خطة إنقاذ بلغت 115 دولار في 1989، وفق دراسة قام بها الكونغرس الأمريكي، بلغت تكلفتها 215 مليار دولار سنة 1990 حوالي 4% من الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي.

### المطلب الثالث: الإطار النظري للأزمات المالية.

تعتبر التفسيرات النظرية للأزمات عن طرق التفكير حول الأزمات، الأسباب والحلول التي تسمح للمسؤولين والاقتصاديين المعرفة المفصلة والدقيقة للميكانيزمات الخفية للعمليات الاقتصادية، تأويلاتها وتفسيراتها العلمية وتمكنهم من تقديم الاقتراحات اللازمة بهدف تجنب والحد من آثارها السلبية على الاقتصاديات.

ووفق مقولة Joseph Schumpeter : من المؤكد أن أية إجابة تقدم على أساس سبب واحد تعتبر خاطئة.<sup>80</sup>

ولعل هذا ما يعلل اختلاف المدارس والاقتصاديين في تفسير الأزمات، وأدى إلى ظهور جدل حول الأزمات في النظرية الاقتصادية، وهذا ما سنحاول التطرق إليه بإيجاز قبل دراسة أبرز النظريات المفسرة للأزمات المالية.

#### 1- الجدل حول الأزمات:

اختلفت المدارس الاقتصادية في تفسير الأزمات، فحسب قانون المنافذ لجون باتيست ساي، لا يمكن أن يقع الاقتصا الرأسمالي في أزمة، وإذا سجلت بعض الأسواق اختلالات عابرة، لا يمكن أن تكون إلا وضعا مؤقتا، بما أن اقتصاد السوق قادر على تنظيم نفسه ذاتيا، ووافق كل من الفكر الليبرالي والنيولبرالي على قانون ساي للأسواق وفعالية الأسواق التنافسية لكن العديد من الاقتصاديين نفوا هذا التصور، فيرى سيسموندي أن الأزمة تظهر بطريقة دورية لأن الإنتاج يميل إلى تجاوز الطلب، ويرفض مالتوس بشدة قانون ساي، كذلك الاقتصاديان كينز وماركس، حيث يرى هذا الأخير الميل الملازم للرأسمالية على إعادة إحداث مواقف الأزمات.<sup>81</sup>

ويضم الاتجاه الليبرالي المتبني لحكم السوق كلا من الكلاسيك والنيوكلاسيك، والتيار الليبرالي المعاصر، تقريبا نفس الرؤية، فقد وصف الاقتصاديون الكلاسيك المسيطرون على الفكر الاقتصادي خلال

<sup>79</sup> Jacques Gravereau, Jacques Trauman, op-cit, p 249 -

<sup>80</sup> Jacques Gravereau, Jacques Trauman, Ibid, p54 -

<sup>81</sup> Eric Bosserelle, Dynamique économique. Croissance, crises, cycles, Gualino, Paris, 2004. op.cit, p180 -

النصف الأول من القرن التاسع عشر الأزمات الأولى الصناعية الملاحظة، كحوادث ذات طبيعة ظرفية،<sup>82</sup> فالكلاسيك المتفائلون أو المدرسة الكلاسيكية التي تعود إلى آدم سميث (ثروة الأمم 1776)، وجون ستيوارت ميل 1848 principe d'économie politique، يصطفون وراء قانون المنافذ loi des débouchés المنتجات تبادل بالمنتجات والعرض يخلق طلبه،<sup>83</sup> حيث يرى آدم سميث أن النظام الرأسمالي هو النظام الأمثل لكسب الثروة، لأنه يعتمد عقلية المشروع الخاص المنسجم وتلقائية النظام الطبيعي للحياة ويدعو إلى عدم تدخل الدولة في الاقتصاد، كما تحدث عن وجود قدرة غيبية أطلق عليها اليد الخفية، ترسم السلوك العقلاني للأفراد في تتبع مصالحهم الخاصة وبالتالي تقود إلى تحقيق مصالحهم العامة للمجتمع، ودعا إلى ترك جهاز الثمن وآلية السوق في تنظيم الحياة الاقتصادية في الداخل والخارج.

وفيما يخص النظرية النيوكلاسيكية، فإن الأزمة لا يمكن أن تكون سوى حادث ظرفي، ووفق النيوكلاسيك لا يتم الحديث بآتم معنى الكلمة عن نظرية الأزمات، بل تعبر عن صدمات مضطربة، وعلى سبيل المثال يفسرون التراجع الطويل الأمد للظروف الاقتصادية لنهاية السبعينات نتيجة اضطرابات أسبابها خارجية كاختلال سوق المواد الأولية خاصة الصدمة البترولية 1973-1979، واختلال السوق النقدي العالمي (نهاية نظام بريتون وودز) ، أما انتشارها فيتم وفق عوامل داخلية.<sup>84</sup>

وخلافا للرؤية السابقة، يمكن أن نميز اتجاها آخر مقرا لوجود الأزمات وأنها ملازمة للنظام الرأسمالي سواء بحكم التناقضات التي يحملها أو الاختلالات التي يعرفها من حين لآخر نتيجة التحولات التكنولوجية، أو عدم توافق العرض والطلب نتيجة سوء توزيع المداخيل. وقد توصل أصحاب هذا الاتجاه إلى حقيقة وجود دورات منتظمة لسير هذا النظام الاقتصادي، على رأسهم جوغلار، كندراتياف.

يعتبر جوغلار كليمان أول من وصف الأزمة أنها مدة من الدورات الاقتصادية المتعاقبة، حيث تم اعتبارها دورات الأعمال، دورات كلاسيكية، حيث اعتبر ظهور الأزمات كمكونة عادية من حركة الاقتصاديات الرأسمالية .

أما مالتوس وسيسموندي فينتقدان قانون المنافذ، وعلى عكس ريكاردو الذي لا يرى من الأزمة سوى حدثا ظرفيا فيعتبران الأزمة ظاهرة مرتبطة بطبيعة النظام الاقتصادي ، فبالنسبة لهما العرض لا يخلق الطلب أوتوماتيكيا، بل يجب أن يقابله طلب فعال ( مفهوم اتخذ من بعد من طرف كينز) . وبالتالي يؤكد مالتوس أن الطلب الحقيقي عند أسعار معينة في السوق لا يتطابق وحجم الإنتاج، أي أننا أمام طلب أقل من الإنتاج، هذا يعني وجود فائض نسبي للإنتاج، أما سيسموندي فهو يؤكد وجود الأزمات الاقتصادية إلا أنه يرجع أسبابها لسوء الاستهلاك الذي يسود نظام الإنتاج الرأسمالي.<sup>85</sup>

Bernard Rosier, op.cit, p25. - 82

Jacques Gravereau, Jacques Trauman, op-cit, p 54- 83

Bernard Rosier, op.cit, p66- 84

- محمد لخضر بن حسين، مرجع سبق ذكره، ص ص 99-98 85

ويرى ماركس إمكانية حدوث الأزمة في الاقتصاد الرأسمالي، وأن الاستهلاك والإنتاج عمليتان منفصلتان، وأن السلع لا تنتج من أجل استهلاكها من طرف المنتجين بل بغرض بيعها، وهذا ما يتطلب إدخال النقود، وتصبح الاختلالات ممكنة،<sup>86</sup> وأرجع سبب حدوث الأزمة أو السبب الرئيسي لانعدام التوازن في العملية الرأسمالية في مجموعها إلى انخفاض القوة الشرائية للمستهلكين، والتوزيع غير العادل للدخل.<sup>87</sup> ونجد فكرة التوزيع السيئ للدخول مرة أخرى في تفسير الاقتصاديين، فتعرض غالبريت لفكرة توزيع الدخل لصالح الأغنياء كإحدى التفسيرات المقدمة لأزمة 1929، حيث أن نفقات الكماليات، والاستثمار أكثر تطايرا من تقلبات استهلاك الفئات البسيطة، وكل ما يلحق بالفئات الغنية، يمكن أن يؤدي إلى سقوط معتبر في النفقات وعوائد الاقتصاد ككل.

## 2- نظريات الأزمات المالية:

إن تحليل الأزمات المالية أدى إلى ظهور مدرستين وهما مدرسة التوقعات العقلانية وتعتبر الأزمات خارجية غير متوقعة ومختلفة، ومدرسة عدم الاستقرار المالي التي تركز في تحليلها على النفسية الجماعية للأعوان الاقتصاديين.

### 2-1 مدرسة التوقعات العقلانية: l'école des anticipations rationnelles

تعود مدرسة التوقعات العقلانية للعديد من الاقتصاديين في سنوات 1970 من بينهم ج.ف.موتس J.F.Muths ، ر.لوكا R.Lucas و ت.سارجنت Th.Sargent ، تقوم على فكرة تجنيد الأعوان لكل المعلومات المتاحة بغية اتخاذ القرارات وهذا بناء على الدروس المستخلصة من النظرية النيوكلاسيكية، وهكذا لن يقع الأعوان ضحية الوهم النقدي illusion monétaire ، فهم يتوقعون نتائج السياسة الاقتصادية، ورغم أن الأعوان عقلانيون ولا يمكنهم ارتكاب أخطاء نظامية erreurs systémique إلا أن النظرية لا تؤكد عدم وقوعهم في أخطاء تنبؤية.<sup>88</sup>

والنتيجة أنه وحدها السياسة غير المستقرة بدرجة قصوى هي القادرة على خلط التوقعات ولمدة محددة بإمكانها أن تنتج بعض الآثار.

تدافع هذه المدرسة عن الأطروحة التي تنص على عقلانية وتجانس الأعوان الاقتصاديين، فيعتقد أصحابها أن الأسواق تشتغل جيدا تبعا لطبيعتها نظرا لأن الأعوان المتدخلين عقلانيين. ويقصد بالعقلانية وفق الكلاسيك، أن الأعوان الاقتصاديين يتخذون قراراتهم ويقومون بعمليات التحكيم تبعا لتفضيلات منطقية، وأنهم

<sup>86</sup> - Bernard Rosier, op.cit, p 27

<sup>87</sup> - محمد لخضر بن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 103.

<sup>88</sup> - Alain Beitone et autres, op-cit, p17.

يتوفرون على معلومات كاملة دون أي تكلفة، حيث يتم الحكم على تصرف ما بأنه عقلاني إذا كان مطابقا لتوقعات الأعوان الاقتصاديين.

ووفق هذا الفكر هناك احتمالية وقوع فقاعات عقلانية، وبما أن الأعوان المتدخلين عقلانيين فتعتبر الأزمات حوادث ناتجة عن صدمات خارجية، كالزلازل والحروب.<sup>89</sup>

وحسب هذه النظرية، إذا تعرض النظام البنكي لصدمة مؤثرة على نوعية أصول البنوك، وتسببت في هلع مالي وأقبل المودعون على سحب ودائعهم، وفي هذه الحالة لن يتأخر المودعون العقلانيون عن القدوم إلى البنك قصد تحويل ودائعهم إلى سيولة قبل نفاذ الأصول، خاصة وأنه في ظل سيادة قاعدة أول من يقدم إلى البنك هو أول من يسترجع وديعته من البنك، وهذا ما قد يعطي تفسيراً عقلانياً للأزمات البنكية. ووفق هذه الرؤية، حتى الهيئات المالية التي تتميز بالملاءة قد تشهد إقبال المودعين الراغبين في استرجاع ودائعهم، وهذا ما يفسر تصرفات البنوك والوسطاء الماليين وفي هذه الحالة يتم التعديل عن طريق الكميات وليس عن طريق الأسعار، أي إذا اعتبرت البنوك أنه ثمة هناك ارتفاعاً عاماً للمخاطرة في عمليات الإقراض دون أن يتسنى لها التمييز بين المقترضين، فتلجأ إلى تخصيص كمي لحصص القروض بدلاً من رفع أسعار الفائدة.<sup>90</sup>

أما في الأسواق المالية، فيلجأ أصحاب الأصول إلى التنازل عن أصولهم بمجرد ظهور شكوك حول مستوى السيولة في السوق المالي، مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على السيولة وانخفاض أسعار الأصول المالية. وهكذا يحاول كل عقلاني إتباع نفس الاتجاه، أي بيع الأصول المملوكة قبل كل الأعوان الآخرين وذلك بغية تجنب أي احتمال تكبد خسارة في رأس المال أي انخفاض أسعار الأصول.

وإلى جانب هذه العناصر، فإن الدراسة تركز على عدم تناظر المعلومات لدى الفاعلين على مستوى السوق المالية، والتي تؤدي إلى تباين توقعاتهم وبالتالي سلوكياتهم وتوقعاتهم للأسعار. وكما ذكرنا سابقاً نفترض هذه النظرية وجود فقاعة عقلانية *bulle rationnelle*، وأن التوقعات ذاتية الوقوع *auto-réalisatrice* هي التي تقدم شرحاً لتصرف الفقاعة المضاربة التي تظهر في الأسواق خلال الأشهر السابقة للانهايار.<sup>91</sup>

## 2-2 مدرسة عدم الاستقرار المالي: école de l'instabilité financière

تعارض هذه المدرسة مع مدرسة التوقعات العقلانية ولا تعتبر أن أسباب تطور الأزمات خارجية (وبالتالي غير متوقعة) بل داخلية، وتجد الظواهر البسيكولوجية، ظاهرة الحشد *phénomène de foule*، العادات والأوهام مكانة مركزية في التحليل، فالملاحظة اليومية للأسواق تقودنا إلى اعتبار أن المتدخلين الأفراد

<sup>89</sup> - Jacques Gravereau, Jacques Ttrauman, o p.cit, p6

<sup>90</sup> - Lacoue Labarthe, Les crises financières et leur propagation internationale, Finance internationale, l'état actuelle de la

théorie, 1992, Edition Economica, Paris, p409. نقلا عن آيت بشير عمار الأزمات المالية وإصلاح نظام النقد الدولي مع دراسة حالة الأزميتين

المكسيكية والآسيوية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001/2000، ص 54.

<sup>91</sup> - Henri Bourguinat, Patrick , Théorie économique et crises des marchés financiers, Economica , Paris, 1989, p 179 - Artus

يتصرفون بطريقة غالبا ما تفسر تطبيقهم لميكانيزمات بسلوكية أكثر منها منطقية، وبالتالي الظواهر التي تنتشر الأزمات يمكن أن تلاحظ وتدرس وتكون محل تنظير .

هذا ما قام به الاقتصادي هيمان منسكي Hyman Minsky الذي ينتمي إلى نفس تيار إيرفين فيشر Irving Fisher ، الذي يولي أهمية كبيرة لهيكل المديونية وخاصة رافعة المديونية التي يتموقع في فترات المضاربة. بالنسبة لمينسكي مثل ما يرى بالنسبة لمدرسة التوقعات العقلانية، أن الأزمة المالية تبدأ بظاهرة خارجية حرب، اختراع جديد يحول النظام الاقتصادي (سيارة، سكة حديدية )، تغيير مهم في السياسة النقدية، أزمة سياسية، ولكن الطبيعة الخارجية لهذه العناصر، لا تمنع من استشراف ما سيحدث فيما بعد، حيث أن كل الأزمات تندرج في هذا السياق انطلاقا من هذه النقطة، وتقريبا بنفس الطريقة.

والحقيقة أن العامل الخارجي الذي يتسبب في تفجر الأزمات ويخلق فرصا للربح في قطاع جديد للاقتصاد من المحتمل أنها لم تكن موجودة حتى ذلك الحين، وهذا ما يسبب التوسع الاقتصادي، يغذى هذا الأخير عن طريق توسع القروض من طرف النظام البنكي، لأن البنوك تستجيب إيجابيا لهذا الطلب الجديد، كما تتوقع فرصا جديدة للربح، وتخلق السيولة الموجهة في الأسواق طلبا جديدا، فترتفع الأسعار وتخلق فرصا أخرى للربح وتجلب مستثمرين جدد، فتنشأ الحلقة الوهمية الطلب يخلق العرض، والعرض يخلق طلبا جديدا. فتدخل الأسواق في مرحلة الازدهار التي بدورها تجلب مضاربين يتسببون في الإفراط في الأنشطة التي تتخذ أشكالا متعددة كالمضاربة والاقتراض المفرط، فينتج سلوك القطيع effet moutonnier.<sup>92</sup>

ويعبر سلوك القطيع عن سلوك المستثمر غير المحدد تبعا لما يعتقد عن السوق أو الاقتصاد، بل تبعا لاعتقاد الآخرين ونتيجة سلوك معين من جانبهم أو نتيجة لتفسيره الخاص والفردي لحدث معين، فإذا انخفضت أسعار الأسهم لشركة معينة في السوق وقام المستثمر بتفسير هذا الحدث بأنه ينطوي على قرار من المستثمرين الآخرين بالخروج من السوق، فسوف يتخذ نفس قرار الخروج عن طريق بيعه للأصول.<sup>93</sup>

تركز هذه المدرسة على عدم عقلانية المتعاملين وسلوك القطيع لديهم، وانطلاقا مما سبق، عند ازدياد التوسع المضاربي وارتفاع الأسعار وسرعة دوران النقود، يقرر بعض المضاربين الحذرين في لحظة معينة البيع، يحدث اضطراب في الأسواق، ويحدث الانهيار، تنهار الأسعار ويقع الذعر، فيستمر الهلع إلى أن يحدث ما يلي:

- تنهار الأسعار إلى درجة عودة المشترين.

- تصبح المبادلات مستحيلة، على سبيل المثال تغلق البورصة.

- يتدخل مقرض من الدرجة الأخيرة لطمأنة الأسواق.<sup>94</sup>

<sup>92</sup> - Jacques Gravereau, Jacques Trauman, op.cit, p 8-9

<sup>93</sup> - عمرو محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص 88

<sup>94</sup> - Jacques Gravereau, Jacques Trauman, op.cit, p 9-10

بعد أن تعرضنا لأبرز الرؤى المفسرة لمدرسة عدم الاستقرار المالي التي تعتبر الأزمة داخلية، يمكننا التطرق بشيء من التفصيل لنظرية هيمن مينسكي.

وقد طور مينسكي نظرية للأزمة المالية، مدمجا البعد البيكولوجي للأعوان في النماذج الاقتصادية، مهتما بالابتكارات المالية وانعكاساتها، فبالنسبة له، الأزمة المالية عبارة عن إفراط وتخمين الأعوان الاقتصاديين التي تدفعهم لابتكار منتجات مالية جديدة دون توقف، فتكون البنوك هي الضحية الرئيسي لانفجار الأزمة ولا تخرج منها إلا عن طريق تدخل الدولة، علما أن مينسكي مثله مثل كينز لا يؤمن بالقوى التي تنظم ذاتها في الأسواق. ويعتبر الأزمات المالية مرتبطة بعدم استقرار النظام الرأسمالي.

وبشكل عام، في حالة فترة مطولة للنمو الاقتصادي، تفقد كلا من البنوك، المؤسسات والمستهلكين الإحساس بالخطر، فيندفعون لتحصيل أرباح عالية، عن طريق إصدارهم لتمويلات أكثر خطورة، ويتم تدعيم هذا الميل عن طريق الحدس الجماعي *instinct grégaire* والمنافسة الشديدة بين البنوك.<sup>95</sup>

وعند بلوغ هذه المرحلة، تبدأ الأسواق المالية في الاحتدام دون أن يظهر جليا الطابع الانفجاري للحالة ، وفي هذا المجال يميز مينسكي بين ثلاثة أنواع من المقترضين:

النوع الأول: المقترضون الذين لديهم القدرة على تسديد الفوائد ورأس المال.

النوع الثاني: المدينون المضاربون الذين يدفعون بانتظام فوائدهم ولكن لا يستطيعون التخلص من ديونهم، يطلبون دون باستمرار تمديد قروضهم.

النوع ثالث من المقترضين *Ponzi*: هو ويظهر في فترة التوسع، يتمثل في المؤسسات والأفراد حالتهم المادية سيئة، ليس فقط لعجزهم عن تسديد المال بل حتى لتسوية الفوائد، وأملهم الوحيد أن تكتسب السلع المشتراة عن طريق القرض قيمة. وإذا حدث عكس توقعاتهم ولم يستطيعوا دفع قروضهم، يمكن أن يسبب هذا الانهيار كأثر ثانوي أزمة لكل القطاع المالي، وهذا ما يطلق عليه لحظة مينسكي *moment minsky* ففي هذه الحالة تصبح مؤسسات القرض حذرة في منحها للقروض، تبدأ كل المؤسسات المالية -ليس فقط الضعيفة بل تلك التي تكون في وضعية جيدة- في مواجهة الصعوبات، ونظرا لعدم تكمنها من الحصول على القروض، تتخلص من بعض الاستثمارات ذات المرء ودية الجيدة، فتتأثر الأسعار وتشهد ضغوطا نحو الانخفاض ، وتصبح البنوك مهددة بالخسائر.<sup>96</sup>

تستدعي هذه الحالة وفق مينسكي تدخل الدولة سواء تحت رعاية البنك المركزي، أو السلطات الرقابية أو وزارة المالية للخروج من الأزمة.

<sup>95</sup> - Gerald Braunberger, Traduction, Rachel Bouyssou, La crise financière expliqué par Hyman Minsky, Problèmes économiques, La documentation française, N 2935, Novembre 2007, p47

<sup>96</sup> - Gerald Braunberger, Ibid, p 48

## المبحث الثالث: خصائص البيئة المالية الدولية.

عصفت الأزمات المالية في العقود الأخيرة مختلف الاقتصاديات العالمية، حدث هذا في ظل ظروف دولية مغايرة وتحولات هامة على صعيد البيئة المالية الدولية، وخاصة غداة الحرب العالمية الثانية بعد تأسيس نظام النقد الدولي الذي بدوره عرف تغييرات هامة، فضلا عن تنامي موجة العولمة المالية وعلاقتها بالهشاشة المالية، وانتشار الأزمات المالية التي شملت مختلف الاقتصاديات. ومن أجل التعرف على مختلف خصائص الساحة المالية الدولية، سنتطرق في هذا المبحث إلى دراسة أسس النظام النقدي الدولي، العولمة المالية، وأخيرا عدوى الأزمات المالية.

### المطلب الأول: أسس النظام النقدي الدولي.

بعد الوضوح والاستقرار اللذان سادا العلاقات الاقتصادية بدءا من نهاية القرن التاسع عشر إلى بداية القرن العشرين، في ظل الرأسمالية الصناعية والأخذ بحريات التجارة في أوضاع الاقتصاد العالمي، وسيادة قاعدة الذهب وثبات أسعار الصرف، تغيرت الأوضاع وتم التخلي عن قاعدة الذهب مع قيام الحرب والإسراف في إصدار النقود الورقية بغرض مواجهة احتياجات الحرب، وجدت الدول المحاربة نفسها مضطرة للتخلي عن قاعدة الذهب.

### 1- نظام بريتون وودز:

#### 1-1 التخلي عن قاعدة الذهب:

بعد أن حكمت قاعدة الذهب فترة طويلة العلاقات النقدية الدولية والتي وفرت أساسا مرنا وقويا للتبادل الدولي بين الدول الكبرى، وحققت توسعا كبيرا للتجارة والاستثمارات المالية في إطار النظام الرأسمالي العالمي خلال الفترة الممتدة من 1870 إلى 1914، تم التخلي عنها مع بداية الحرب العالمية الأولى. ومع انتهاء الحرب العالمية الأولى وانتصار بريطانيا، فضل وينستون تشرشل Winston Churchill الرجوع إلى قاعدة الذهب عام 1925، باتخاذ سعر الجنيه الإسترليني بالنسبة للذهب وفقا للسعر السائد في فترة ما قبل الحرب، دون الأخذ بعين الاعتبار الاختلالات التي عرفها الاقتصاد البريطاني خلال الحرب، بينما كان كينز من معارضي هذا القرار الذي كان من شأنه تدمير قدرة الاقتصاد البريطاني على المنافسة، في وقت الذي عملت فيه بريطانيا على تخفيض عملتها، وبالفعل اضطرت إلى التخلي عن قاعدة الذهب عام 1930 في وقت شهد فيه الاقتصاد العالمي أكبر أزمة اقتصادية.<sup>97</sup> أما فترة ما بين الحربين فكانت فترة انتقالية مضطربة لم تسمح بإرساء نظام اقتصادي دولي مستقر، وتم الأخذ بتقلبات أسعار الصرف والدخول في حروب تنافسية لتخفيض أسعار العملات واكتساب الأسواق الجديدة

<sup>97</sup> - حازم الببلاوي، النظام الاقتصادي الدولي المعاصر، عالم المعرفة، الكويت، ماي 2000، ص7.

التي انتهت بفرض القيود على التجارة الدولية والأخذ بالرقابة على الصرف، فكل هذه العوامل مجتمعة عملت على إنشاء نظام بريتون وودز .

### 1-2 نشأة النظام:

غداة الحرب العالمية الثانية، وبعد سقوط الجنيه الاسترليني الذي كان يلعب دور العملة الدولية، عرف ميزان مدفوعات دول القارة الأوروبية حالة عجز مستمرة مع وجود شح كبير في الذهب والاحتياطات النقدية الدولية، عكس الولايات المتحدة الأمريكية التي كانت في قمة الازدهار بعد خروجها أكبر دولة دائنة لدول الحلفاء بسبب وجود رصيد موافق في تجارتها الخارجية ومن استثماراتها في الدول الأخرى.<sup>98</sup>

وهكذا حلت الولايات المتحدة الأمريكية محل بريطانيا في قيادة المركز العالمي، أما دول أوروبا فعانت من مشكلة إعادة التعمير وبناء قدرتها الاقتصادية، فاتخذت الولايات المتحدة الأمريكية مبادرة في 05 جوان 1947 لمبادرة معاونة أوروبا اقتصاديا، وإن كانت إحدى الأسباب الرئيسية وراء هذه الخطة الخوف من الخطر الشيوعي، إلا أن انتعاش الولايات المتحدة بعد الأزمة العالمية لـ 1929 والطاقت الإنتاجية التي أضيفت لها لأغراض الحرب استدعتها للقيام بمثل هذه الخطوة، خاصة وأن الأسواق العالمية كانت شبه مغلقة، حيث أن قدرة أوروبا شبه منعدمة للاستيراد من الولايات المتحدة، وعلى ضوء هذه المبادرة اجتمعت ستة عشرة دولة أوروبية في باريس، وكونت ما عرف بالمنظمة الأوروبية للتعاون الاقتصادي Organization of European Economic Co-operation (OEEC) للنظر في دفع النمو الاقتصادي وطلب المساعدة من الحكومة الأمريكية، وفعلا بلغ حجم تمويل المشروع خلال الفترة 1948-1951 حوالي ثلاثة عشر بليوناً من الدولارات ( ما يقارب 90 بليون دولار بالأسعار الحالية). وفعلا حقق مشروع مارشال نجاحاً بارزاً، حيث استعيدت القدرة الإنتاجية لأوروبا وضبطت مخاطر التضخم وإحياء التجارة الحرة بين الدول الأوروبية.<sup>99</sup>

وبهدف توفير الأطر النقدية والمالية الملائمة، انعقد مؤتمر دولي في البلدة الأمريكية بريتون وودز، من ولاية نيوهامشير، حيث تجمع 730 شخصاً يمثلون وفود 44 دولة حليفة في شهر جويلية 1944، وبعد اختتام المفاوضات التي دامت ثلاثة أسابيع تم التوقيع في 22 جويلية من نفس السنة على اتفاقيتين: أولهما اتفاقية صندوق النقد الدولي وثانيهما اتفاقية البنك الدولي.<sup>100</sup>

تقوم مهمة صندوق النقد الدولي على وضع موارده في متناول الدول الأعضاء التي تعرف صعوبات في ميزان المدفوعات، وتنسيق عمليات الأعوان المنخرطين في عملية الديون، وأنشئ البنك الدولي لتمويل الجهود الرامية إلى إعادة بناء الاقتصاديات المهتمة أثناء الحرب.

<sup>98</sup> -رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص ص 130-131

<sup>99</sup> - حازم البيلاوي، النظام الاقتصادي الدولي المعاصر، مرجع سبق ذكره، ص ص 18-19.

<sup>100</sup> - محمد عبد الشفيق عيسى، النظام المالي العالمي.. إرث الماضي وضرورات الإصلاح، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، القاهرة، العدد 175، جانفي 2009، ص 131 .

ويعتبر 27 ديسمبر 1945 التاريخ الذي دخلتا هاتين الأخيرتين حيز التنفيذ، ذلك باكتمال نصاب الدول التي قامت بالتصديق.

لكن الوظيفة الموكلة للصندوق والبنك الدولي بعد انهيار نظام بريتون وودز تغيرت، وتم تعديل الاتفاقيات الأصلية عدة مرات، ووظف لخدمة الواقع الجديد للرأسمالية العالمية.

### 1-3 سمات النظام :

يعتبر ظهور اتفاقية بريتون وودز اللحظة التي تحددت فيها معالم النظام النقدي الدولي الذي سار عليه الاقتصاد الرأسمالي العالمي خلال فترة 1945-1971 المتميز بأهم السمتين التاليتين:

تتمثل السمة الأولى بأنه نظام يمثل المجتمع الغربي أي تجمع الاقتصاد الرأسمالي العالمي لمناقشة قواعد السلوك النقدي، يعكس الدور المسيطر والمهيمن للولايات المتحدة الأمريكية على الاقتصاد الدولي، أي صدارتها القيادية داخل التحالف الغربي، وبهذا حلت محل بريطانيا في مركز القيادة العالمي وفرضت سيطرتها على المجال النقدي والمالي، وهيمنتها على الاقتصاد الدولي، فقدم للدولار الأمريكي في ظل معاهدة بريتون وودز امتيازاً كبيراً كموجودات أساسية للاحتياط الدولي قابلاً للتبادل عملياً مع الذهب.

وقد مثل بريطانيا الاقتصادي كينز وفق فكرة مفادها تأسيس ما يمثل بنكاً مركزي عالمياً بمثابة سلطة نقدية دولية فوق الدول أطلق عليه اتحاد المقاصة الدولي international clearing union، مهمته هي تسوية المدفوعات الدولية، عملة حسابية دولية بانكور، فضلاً عن تقديمه التمويل اللازم للدول، فتم رفض الاقتراح بحجة تطلعه لإقامة سلطة نقدية ومالية (فوق السلطات) وأنها تهيش للدور المرتقب آنذاك للعملة الأمريكية دولار.<sup>101</sup>

وقد عكست الوثيقة الصادرة عن المؤتمر في جويلية 1944 تحت عنوان بيان الخبراء المشترك المؤرخة لظهور صندوق النقد الدولي، قوة وهيمنة الاقتصاد الأمريكي على النظام المقترح، حيث أخذت بما تقدم به الوفد الأمريكي من مقترحات بإنشاء صندوق النقد الدولي وإرساء معالم العلاقات النقدية الدولية.

أما السمة الثانية فتخص الخاصيتين اللتان حكمتا الاحتياطات النقدية الدولية في فترة نظام بريتون وودز، وهما نظام سعر الصرف الثابت القابل للتعديل وقاعدة الصرف بالذهب، حيث اعتبر الدولار معياراً دولياً للقيمة. ويقصد بثبات أسعار الصرف ثبات قيم العملات للدول الأعضاء وفي مواجهة الذهب طبقاً لنصوص اتفاقية صندوق النقد الدولي وهذا بسبب المشكلات التي طرأت على العلاقات الاقتصادية بين الحربين العالميتين (1919-1939) على الدول صاحبة العملات القوية كالدولار الأمريكي، والجنه البريطاني، وحالات الفوضى السائدة عقب التخلي عن قاعدة الذهب في العلاقات النقدية بين الدول.

وتم تطبيق قاعدة قابلية العملات للتحويل convertibility منذ بداية مطلع عام 1946 حتى 15 أوت 1971 التي تعبر عن حق السلطات الأجنبية في تحويل ما تملكه السلطات الرسمية من الدولارات إلى موجودات

<sup>101</sup> - محمد عبد الشفيق عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 131.

احتياطية رئيسية كالذهب وحقوق السحب الخاصة.<sup>102</sup> وهكذا قبلت الدول الأعضاء بالصندوق تحويل عملاتها - بحكم الالتزام الرسمي الصادر عن الحكومة الأمريكية- إلى الدولار الأمريكي الذي أصبح قابلاً للتحويل مباشرة إلى الذهب، وفق سعر تعادل يمثل 35 دولار للأونصة الواحدة (الأوقية) من الذهب في ذلك الوقت، وأصبحت حيازة الدولار بمثابة حيازة الذهب، مادام بإمكانها مبادلة احتياطياتها الدلارية بالذهب الخالص من خزائن الاحتياطي الفدرالي -لبنك المركزي الأمريكي-الكائن بمدينة نيويورك.<sup>103</sup>

#### 1-4 انهيار النظام:

بعد أن ضمنت الولايات المتحدة سيطرتها على النظام النقدي وتحولت إلى الدائن الأول للعالم الرأسمالي وأصبح الدولار العملة الرئيسية للاحتياطيات النقدية، واجه ميزان مدفوعاتها عجزاً منذ الخمسينيات، حيث ظهرت السوق الأوروبية للدولار نتيجة تجارة الولايات مع أوروبا التي جددت طاقاتها الصناعية، أدى هذا إلى عجز مستمر في العمليات الرأسمالية لميزان مدفوعات الولايات المتحدة، دون أن تخشى مطالبة دائنيها حائزي دولاراتها بتحويلها إلى ذهب، حيث تراكمت الدولارات خارج الولايات المتحدة منذ الخمسينيات في البنوك الأوروبية التي استخدمتها لتمويل التجارة، ثم اشتركت البنوك الأمريكية في الستينيات في هذه العملية ومنحت قروضا لعملائها في لندن التي أخذت منذ 1957 في التعامل بانتظام في الودائع الدلارية.<sup>104</sup> وقد ساهم التراكم التدريجي لكميات هائلة من الدولارات في خلق السيولة التجارية للأوردولار، ووصلت مستوى سيولته لدرجة لا يمكن السيطرة عليها، ونتيجة لعدة متغيرات أصبحت الولايات المتحدة في مطلع السبعينيات غير قادرة على الوفاء بالتزامها بتحويل الدولارات الورقية المملوكة للدول الأخرى إلى ذهب، أي أصبح الدولار غير مغطى بالذهب.

في 15 أوت 1971 تم توقيف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب بقرار من الرئيس الأمريكي ريتشارد نيكسون، فانهارت آخر دورات قاعدة الذهب في التاريخ الاقتصادي الحديث، وانهار الأساس الذي قام عليه النظام الأصلي لبريتون وودز، وقبلت الدول الأعضاء الدولار كعملة احتياطية غير مغطاة بالذهب، وصارت حيازة الدولارات غير مضمونة العواقب كأصول للاحتياطيات النقدية للدول في خزائن بنوكها المركزية.<sup>105</sup> والواقع أن الأوضاع تغيرت بعد اجتماع الدول العشر بمقر معهد سميثونيان بواشنطن يومي 17 و 18 ديسمبر 1971، وأقرت ما سمي اتفاق سيسموثيان بخفض سعر الدولار مقابل الذهب إلى 38 دولار للأوقية الواحدة بدلا من 35 دولار.

<sup>102</sup> - عبد المنعم سيد علي، عبد الرحمن الحبيب، العرب.. والأزمة الاقتصادية العالمية، نظام النقد الدولي والتجارة الخارجية للبلاد العربية، المؤسسة الجامعية للنشر والتوزيع، بيروت، 1986، ص 38.

<sup>103</sup> - محمد عبد الشفيق عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 133.

<sup>104</sup> - مجيد ضياء الموسوي، العولمة واقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2005، ص 105.

<sup>105</sup> - محمد عبد الشفيق عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 133.

وقد أقرت هذه الاتفاقية إعفاء الولايات المتحدة من التزامها بتحويل الدولار إلى ذهب، وسمحت لأسعار الصرف الأخرى أن تتقلب في حدود 2.25% ارتفاعاً أو انخفاضاً بعد أن كانت محصورة في 1% حسب اتفاقية بريتون وودز، لكن لم يتوقف سعر الذهب عن الارتفاع، حيث ارتفع من 42 دولار للأوقية في ديسمبر 1971 إلى 122 دولار عام 1973.<sup>106</sup> وعليه، أخذ مبدأ سعر الصرف المرن يحل تدريجياً محل سعر الصرف الثابت وأعطت الدول الأعضاء لنفسها حرية تعويم العملات.

## 2- النظام النقدي المعاصر:

سمحت اتفاقية سيسموثيان بتقنين واقع جديد هو تعويم العملات خلافاً لما نصت عليه اتفاقية الصندوق بتثبيت أسعار العملة والقبول المشروط بتحريكها ضمن هامش ضيق، وهكذا أخذ مبدأ سعر الصرف المرن يحل تدريجياً محل سعر الصرف الثابت وأعطت الدول الأعضاء لنفسها حرية تعويم العملات، وهذا بعد استمرار زيادة الحاجة إلى السيولة الدولية ومن ثم إلى الدولار، وعدم نمو الذهب بنفس معدل نمو الدولار، وجدت الولايات المتحدة نفسها وقد تراكت عليها الديون قصيرة الأجل في الوقت الذي لم تتم فيه احتياطاتها من الذهب مع احتمالات المضاربة على الذهب، مع الانتهاء بقرار منع تحويل الدولار إلى ذهب. ومنذ عام 1973، عرف النظام النقدي الدولي تطبيق معدلات الصرف الأجنبي العائمة مع حرية تصرف رسمية للتدخل في إدارة ذلك التعويم (التعويم المدار) المتعارض مع سعر الصرف المربوط المؤسس في مؤتمر بريتون وودز.<sup>107</sup>

بدأت من جديد عمليات المضاربة الشديدة على العملات وخفضت الولايات المتحدة الدولار من جديد في فيفري 1973، وتبلور في التعديل الثاني لاتفاقية صندوق النقد الدولي (الذي تم الاتفاق عليه في جاميكا نهاية 1976)، التعديل الذي ترك للدول حرية اختيار نظام الصرف.<sup>108</sup> ومع التعديل الثاني لم يعد يسمح لأي عملة سعر تعادل رسمي بالذهب، وأصبح يسمح بتذبذب قيم العملات، وأصبح نافداً في عام 1978، يعني تقنين مبدأ تعويم العملات بشكل نهائي. ويعد تعديل اتفاقية صندوق النقد الدولي عام 1978، أصبح للدول الأعضاء حرية اختيار سعر الصرف فإما أن يكون سعر الصرف ذو تعويم حر أو تعويم مدار تتدخل السلطات النقدية حسب مؤشرات يضعها صندوق وتحت رقابته، أو سعر صرف ثابت نتيجة سعر التعادل في إطار حقوق السحب الخاصة أو أي موجود آخر ولكن ليس في إطار الذهب.<sup>109</sup>

<sup>106</sup> -رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص 216

<sup>107</sup> - محمد قريشي صالح، المالية الدولية، مؤسسة الوراق، عمان، 2007، ص 53.

<sup>108</sup> - حازم البيلوي، النظام الاقتصادي الدولي المعاصر، مرجع سبق ذكره، ص 82

<sup>109</sup> - عبد المنعم السيد علي، عبد الرحمن الحبيب، مرجع سبق ذكره، ص 38.

إلا أن الدولار لم يفقد مكانته المهيمنة في النظام النقدي الدولي وظل عملة الاحتياط الرئيسية لمعظم دول العالم كما يزال وسيلة الدفع ووسيط الحساب في قسم مسيطر من المعاملات الدولية، كما هو الحال بالنسبة للسلع الإستراتيجية لا سيما النفط حتى الآن، رغم بروز منافس له العملة الأوروبية الموحدة اليورو في أول جانفي 1991 .

ونظر الغياب أية قواعد معرفة جيدا منذ منتصف عقد السبعينيات من القرن العشرين، أصبح الوصف الأكثر ملاءمة للوضع هو مجموعة من الترتيبات النقدية الدولية.

أما صندوق النقد الدولي فقد قدم له دور مركزي في الإشراف على الأوضاع النقدية والمالية الدولية، وأعطى للصندوق صلاحية الإشراف على تصميم وتنفيذ حزم انقاذ مالية للدول النامية التي تعاني من عبء الاستدانة، وهذا ما تم العمل به بالفعل في كافة الأزمات المالية التي مرت بها الدول النامية وغيرها من مطلع الثمانينات.

وأخيرا يمكن القول إن نهاية نظام بريتون وودز لم يؤد إلى لا وجود نظام نقدي دولي non système monétaire international، بل هناك نظام نقدي دولي، ولكنه غير منظم بشكل آلي في إطار اتفاق دولي.<sup>110</sup> ولم يؤد تعويم العملات إلى استقرارها، على العكس شاهدنا تكرر أزمات الصرف والأزمات المالية كما لم يسمح هذا التعويم بتحقيق توازن آلي لميزان المدفوعات، فنلاحظ العكس استمرار الاختلالات التراكمية، وارتفاع المخاطر النظامية وهذا في ظل تنوع أنظمة الصرف المتبعة في مختلف الدول.

### المطلب الثاني: العولمة المالية والأزمات المالية.

حدثت تحولات مهمة على صعيد البيئة المالية الدولية خلال العقود الثلاثة الماضية، أفرزت ما يسمى بالعولمة المالية. فما هي تلك التحولات وما يقصد بالعولمة المالية؟ وللاجابة على ذلك ارتأينا التعرف أولا على ماهية العولمة.

#### 1- ماهية العولمة:

تعد العولمة ذات طابع مالي، صناعي وتجاري في الأساس، لكنها اتخذت بعدا اجتماعيا، سياسيا، ثقافيا، بل وأضحت موضوع جدل كبير حول إيجابياتها وسلبياتها المتباينة.

ولا تعد العولمة ظاهرة جديدة في تاريخ الاقتصاد الرأسمالي، فعلى سبيل المثال خلال فترة 1875-1914 شهد الجانب المالي للرأسمالية حقبة عولمة ذات أهمية من حيث حجمها النسبي، حيث بلغ صافي خروج رؤوس الأموال من إنجلترا بمفردها (القوة الاقتصادية الكبرى آنذاك) 5% من إجمالي الإنتاج الوطني،<sup>111</sup> لكن ما يميز نهاية القرن العشرين بصفة خاصة هو نهاية الحرب الباردة وظهور المجتمع ما بعد الصناعي، حيث

<sup>110</sup> - Alain Beitone et autres , op.cit, 230.

<sup>111</sup> - مسعود مجبونة، العولمة الاقتصادية وانعكاساتها على البلدان النامية، علوم الاقتصادية وعلوم التسيير والتجارة، الجزائر، العدد 18، 2008، ص9

أصبح الاقتصاد العالمي الجديد مرتبطا بالعمولة والابتكارات، كما تظهر المرحلة الحالية من العمولة بعض أوجه التشابه بالفترة السابقة بقرن مضى التي تتميز بحرية انتقال الأفراد، تحسين تسهيلات النقل، اتصالات أسرع، زيادة حجم التجارة، وتدفق رؤوس الأموال على نطاق واسع، هذه الخصائص المتوفرة حاليا بأشكال مختلفة وبدرجات متفاوتة.<sup>112</sup>

والحقيقة أن تعاريف العمولة الاقتصادية متعددة بتعدد دلالاتها ومعانيها المبطنة، فهناك من يرى أنها عبارة عن تعميق مبدأ الاعتماد المتبادل بين الفاعلين في الاقتصاد العالمي حيث تزداد وتتكون أشكال جديدة لعمليات التبادل التجاري الدولي والعلاقات الاقتصادية الدولية على الصعيد الاقتصادي العالمي، كما ترتفع نسبة المشاركين في التبادل الدولي والعلاقات الاقتصادية الدولية لهؤلاء من حيث المستوى، الحجم والوزن في مجالات متعددة أهمها السلع والخدمات، عناصر الإنتاج بحيث تنمو عملية التبادل التجاري الدولي لتشكل نسبة هامة من النشاط الاقتصادي الكلي.<sup>113</sup>

أما البعض فوصفها على أنها تجليات ظاهرة اقتصادية تتمثل في تحرير الأسواق، الخصخصة وانسحاب الدولة من النشاط الاقتصادي ومن بعض وظائفها مثل الرعاية الاجتماعية، وتغيير نمط التكنولوجيا، وتوزيع الإنتاج عبر القارات من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر والتكامل بين الأسواق الرأسمالية.<sup>114</sup> أما صندوق النقد الدولي فقد عرفها بزيادة الاعتماد الاقتصادي بين الدول مع تنوع وتكامل المعاملات التي تتم عبر الحدود، كما تعبر عن العمليات، الأحداث، القرارات والأنشطة التي تجري في أحد أجزاء العالم تؤدي إلى نتائج مهمة للأفراد والمجتمعات في بقية أجزاء العالم.<sup>115</sup>

والشيء المؤكد هو أن العمولة بشقيها عولمة الإنتاج والعمولة المالية، أدت إلى تكامل الاقتصاديات والمجتمعات واندماج الأسواق. فعولمة الإنتاج تتحقق من خلال اتجاهين يخص الأول عولمة التجارة الدولية التي عرفت نموا كبيرا خلال عقد السبعينيات حيث بلغ نموها ضعفي نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي، وتقف الشركات متعددة الجنسيات وراء تزايد معدل هذا النمو، وتساهم في زيادة الناتج العالمي، أما العنصر الثاني المتمثل في الاستثمار الأجنبي المباشر فشهد بدوره ارتفاعا بمعدل أسرع من معدل نمو التجارة العالمية فبلغ نموه خلال عقد التسعينيات حوالي 12% بفضل تزايد دور الشركات متعددة الجنسيات.

ونركز في هذه الدراسة على عولمة الأنشطة المالية، الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي، والتي أدت إلى ارتباط الأسواق المالية المحلية بالأسواق العالمية وإلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، كما اعتبرت عملية التحرير المالي المتصلة بالسياسات الليبرالية والمتعلقة بتحرير أسواق صرف العملات، قطاع التأمين والمصارف، تحرير حركة رؤوس الأموال وتحرير البورصات، من أهم ما يميز التطورات الاقتصادية.

112 - Youssef Cassis , Capitals of Capital, A history of international financial centers, 1780-2005, translated by -

Jacqueline Collier, Cambridge university press, New york, 2006, p242 .

113 - عبد المجيد عبد المطلب - العولمة الاقتصادية منظماتها، شركاتها- تداعياتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 17.

114 - شذا جمال خطيب، العولمة ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طباطبا، عابدين، مصر، 2002، ص 14.

115 - عبد المجيد عبد المطلب، العولمة الاقتصادية منظماتها - شركاتها - تداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص 18.

## 2- أبعاد وتجليات العولمة المالية:

خلال العقود الأخيرة، حدثت تغيرات وتحولات هامة على صعيد البيئة المالية الدولية، فتمخضت عنها العولمة المالية، وتتمثل أبرز هذه التحولات فيما يلي:

- **المشتقات المالية** : عقود مالية تستند قيمتها إلى أوراق مالية قابلة للتداول، أو أسعار الفائدة، أو أسعار صرف العملات، أو مؤشرات الأسواق (مثل البورصات)، ويعني التعامل بالمشتقات التعامل مع المستقبل، أو بعبارة أدق التعامل مع قيم تتوقع الغالبية العظمى من المشاركين في سوق الأسهم وسندات الدين أو العملات، تحققها مستقبلا. وتسمى البضائع التي يتعاملون بها بالمبادلات swaps، السقف والقاعدة collars، والمستقبلات futures، والخيارات options، والعقود الآجلة وغير ذلك من الأدوات المالية.

**العقود الآجلة**: هي اتفاق شراء أو بيع أصل معين في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين.

**الخيارات**: تتكون من نوعين أساسيين (خيارات الشراء والبيع الآجل)، ويقدم خيار الشراء الآجل لحائزه الحق في شراء الأصل محل العقد في تاريخ معين ومقابل سعر معين، أما خيار البيع فيعطي لحائزه الحق في بيع الأصل محل العقد في ميعاد معين مقابل سعر معين، ويعرف الثمن بسعر الممارسة، والتاريخ بتاريخ الممارسة أو تاريخ الاستحقاق<sup>116</sup>.

**المبادلات**: تعبر عن التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي، أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر، وذلك بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد.

**السقف والقاعدة**: تعتبر من أحدث المشتقات في السوق المالية والتي تهدف للحد من مخاطر تقلبات سعر الفائدة، فالسقف وسيلة لتفادي ارتفاع سعر الفائدة، وهو عبارة عن اتفاق بين طرفين يتعهد بموجبه بائع السقف إلى مشتري السقف أنه في حالة ارتفاع سعر الفائدة إلى مستوى السعر المتفق عليه، فإنه سيدفع إلى مشتري السقف فارق المبلغ، أي الفرق بين السعرين مضروبا في المبلغ النقدي الذي اتفق عليه، أما إذا فاق سعر الفائدة المتفق عليه سعر الفائدة الذي ساد عند إبرام الاتفاق بمقدار نقطة واحدة، وإذا فرضنا أن المبلغ المتفق عليه هو مائة ألف، فسيدفع بائع السقف إلى مشتريه مبلغا قدره ألف، أما القاعدة floor فهي عكس السقف، أي لدفع مخاطر انخفاض سعر الفائدة، أي تضمن حدا أدنى لسعر الفائدة حتى إذا انخفض هذا الأخير انخفاضا كبيرا. وتعتبر collars عن اتفاقيات تشتمل على الاثنين: السقف والقاعدة، أي أنها وسيلة لتفادي مخاطر ارتفاع سعر الفائدة في المستقبل إلى حد أعلى من السعر السائد (السقف)، أو انخفاضه إلى حد أدنى من السعر السائد (القاعدة).<sup>117</sup>

<sup>116</sup> - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية ( المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص ص 17-18.

<sup>117</sup> - هانس بيترمان، هارالد شومان، فخ العولمة، ترجمة عدنان عباس علي، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، عالم المعرفة، الكويت، عدد 238، 1998، ص 106.

والحقيقة أن وصول ظاهرة المنتجات المالية لم يسبق لها مثيل في تاريخ المعاملات المالية لما لها من تأثير على المراكز المالية الدولية، وأصبحت منذ منتصف السبعينيات وبشكل خاص في الثمانينيات جزءا لا يتجزأ من النشاط المالي، خاصة وأنها جاءت للتحوط ضد التقلبات في معدلات الفائدة والصرف الخارجية في ظل تعويم العملات وعدم الاستقرار النقدي السائد في تلك الفترة.<sup>118</sup>

- **التقدم التكنولوجي:** إن التقدم التكنولوجي وتحديدًا في مجالات الاتصالات والمعلوماتية وتكنولوجيا المعلومات والكمبيوتر، سهل على المشاركين في الأسواق جمع وتجهيز المعلومات التي يحتاجون إليها لقياس ورصد إدارة المخاطر المالية، وتسعير وتداول الصكوك المالية الجديدة المعقدة، والتعامل مع سجلات الصفقات المنتشرة بالمراكز المالية الدولية.<sup>119</sup>

- **زيادة التعامل في خارج الأسواق المنظمة.**

- **ظهور مؤسسات مالية عملاقة مركبة:**

عبارة عن كيانات مالية عملاقة LCFIS large and complexe Financial institutions، تتمتع بحرية الحركة، لها القدرة على خلق السيولة بعيدا عن الرقابة الفعالة من جانب أي سلطة، كمثال على ذلك صناديق التحوط، وهي مؤسسات عملاقة تدير أحجاما من الأموال تصل إلى مئات الملايين من الدولارات ومن أمثلتها استثمارات الأمانة FIDELITY INVESTMENTS وهي صندوق استثمار مشترك بلغ حجم الأموال التي يديرها على مستوى العالم ما يزيد على أربع أمثال القيمة الرأسمالية للتداول في الأسواق الناشئة لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا مجتمعة عام 2000. أو الصناديق السيادية التي أنشأتها بعض الدول لتدير محافظها المالية التي تصل إلى مئات الملايين من الدولارات.

ولا تعتبر هذه المؤسسات عملاقة فقط بل مركبة أي تمارس عدة أنواع من الأنشطة، كالنشاط البنكي،

نشاط التأمين، والتداول في الأوراق المالية، وهذا ما يدفعنا للتحدث عن البنوك الشاملة.<sup>120</sup>

- **البنوك الشاملة:** هي بنوك تقوم بأعمال كل البنوك، تجمع ما بين وظائف كل من البنوك التجارية التقليدية، بنوك الاستثمار والأعمال. وتعمل على تنويع مصادر التمويل وتوظيف وتعبئ أكبر قدر ممكن من المدخرات من كافة القطاعات، وتوظف مواردها في أكثر من نشاط وفي عدة مجالات، كما تعرض جميع القطاعات وتقدم خدمات متنوعة ومتجددة التي قد لا تستند إلى رصيد بنكي، كما يتسم هذا البنك بالعديد من المزايا أهمها:<sup>121</sup>

التنويع القطاعي لمحفظه القروض والاستثمارات بالتالي تقليل مخاطر القرض ككل، وزيادة وتوسع تشكيلة الخدمات البنكية والمالية والمقدمة للعملاء على اختلاف أنواعهم، فضلا عن نشر الخدمات البنكية لكافة

<sup>118</sup> - Youssef Cassis, op.cit.,248

<sup>119</sup> - جيرد هاوسلر، عولمة التمويل، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 39، العدد 1، مارس 2002، ص 10.

<sup>120</sup> - جودة عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص 119.

<sup>121</sup> - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 136.

القطاعات (صناعية، زراعية، إسكانية..) بشكل أفضل بالاستفادة من شبكة فروع البنوك وخبراتها في إطار البنك لشامل، كما يوظف السيولة الفائضة في البنوك في مجالات التنمية، بما يحقق درجة أفضل من التوازن القطاعي، والتنوع القطاعي لمحفظه القروض والاستثمارات.

يمكن القول إن العناصر السابقة الذكر هي أبرز التحولات التي أدت إلى العولمة المالية، والتي يمكن تصور أبعادها فيما يلي:

- **نمو تدفقات استثمارات الحافظة:** عادة ما يتم التمييز في مجال تدفق الاستثمارات بين الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات الحافظة التي تخص شراء غير المقيمين للأوراق المالية والمشتقات المالية القابلة للتجارة والتبادل، ويمثل هذا النوع (الأموال الساخنة) في البورصات، وتسمى الاستثمار الأجنبي غير المباشر.<sup>122</sup> وإن كان للاستثمار الأجنبي المباشر سلبيات من نهب واستغلال أحيانا إلا أنها تتوفر على إيجابيات كإقامة طاقات إنتاجية و تشكيل إضافات إلى المقومات الاقتصادية، كما يتميز وعكس تدفقات المديونية بأنه أقل تأثرا بالتقلبات وأكثر مواجهة للتوقعات ويستخدم لتمويل التنمية على عكس الإقراض قصير الأجل الذي يستخدم لتمويل الاستهلاك، إلا أنه يختلف تماما عن استثمارات الحافظة فهي عبارة عن نقود سائلة تتحرك لأجل قصير وبسرعة فجائية شديدة، وقد ارتفعت استثمارات الحافظة من 1.7 إلى 3.6 ترليون دولار هي بين عامي 2000 و2007، التي غالبا ما تحرك رؤوس الأموال اعتبارات المراجعة والمضاربة،<sup>123</sup> وهذا ما يؤثر في اقتصاد الدولة التي يستثمر فيها هذه الأموال، ما يزيد من عدم استقرار الاقتصاد الكلي، وهذا ما يتمثل من خلال تدفق الاستثمارات قصيرة الأجل بكميات كبيرة مفاجئة تؤدي إلى ارتفاع أسعار الصرف للعملة الوطنية، فضلا عن أنها تتأثر بالتوقعات والمعلومات المتوفرة لدى المتعاملين وحالتهم النفسية.

- **الزيادة السريعة في معاملات الأوراق المالية:** يقصد بها حركة الأوراق المالية عبر الحدود، فعلى سبيل المثال، بإمكان مقيم في لندن شراء أوراق مالية في نيويورك. وتشير الإحصائيات أن المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في الدول الصناعية المتقدمة عام 1980 أكثر من 100% عام 1996 في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا، بينما تجاوز 200% في كل من فرنسا، إيطاليا، كندا في نفس السنة.<sup>124</sup>

إن حركة الأموال مرتبطة بحركة الأسواق المالية عبر الحدود، وتتقاطع تلك الحركة مع أسعار الصرف وأسعار الفائدة في جدلية مالية مثيرة غالبا ما تززع الاستقرار المالي، وفي نهاية المطاف الاستقرار الاقتصادي.<sup>125</sup> فقد زاد التعامل في سوق أسهم نيويورك من رقم قياسي هو 2 بليون سهم في 2001 إلى رقم قياسي آخر هو 8 بلايين سهم في 2008، كما أن حجم أسواق الأسهم الأجنبية بلغ 3 ترليون دولار من

<sup>122</sup> - عبد المجيد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص29.

<sup>123</sup> - جودة عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص120 .

<sup>124</sup> - عبد المجيد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص 34.

<sup>125</sup> - جودة عبد الخالق، مرجع سبق ذكره ، ص121 .

العملات الأخرى يوميا، وبدأت أسواق السندات المختلفة بإصدار سندات بأكثر من تريليون دولار سنويا بدلا من البلايين التي سجلت في السنوات السابقة.

- نمو التعامل في أسواق العملات بوتيرة أسرع بكثير من نمو التجارة الدولية: إن تزايد أهمية استثمارات الحافظة وانتقال الأوراق المالية عبر الحدود، يفسر ارتفاع حجم التعامل في النقد الأجنبي الذي بلغ 70 و80 ضعف حجم التجارة الدولية، كما وصل في بعض التقديرات إلى 100 ضعف، ويقدر حجم التجارة الدولية حاليا من سلع وخدمات نحو 7 تريليون دولار سنويا، بينما تتراوح تعاملات النقد الأجنبي لكافة الأغراض على مستوى العالم ما بين 500 و700 تريليون دولار.<sup>126</sup> وارتفع حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي من 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينات إلى 1.2 تريليون دولار أمريكي عام 1995، ما تجاوز 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم لنفس السنة.<sup>127</sup>

### 3- سلبيات العولمة المالية:

للعولمة المالية عدة سلبيات خاصة لما تتميز به الأموال الساخنة وما قد تصطحبه من أزمات، اضطراب وانحيار يعصف بأسواق النقد والمال، فالانعكاسات المفاجئة في اتجاه رؤوس الأموال، وطبيعة هذه الأسواق شديدة التقلب قد تهدد الاستقرار المالي، فضلا عن أن ارتفاع أسعار الأصول الذي قد يتجاوز الأساسيات الاقتصادية خلال فترة الازدهار والركود، قد يسبب تقلبات مفرطة ويلحق أضرارا بتخصيص رؤوس الأموال، فعلى سبيل المثال ارتفاع أسعار العقارات في آسيا ثم انخفاضها بشدة قبل الأزمات التي حدثت في 97-1998 جعل الكثير من البنوك تتعرض لعدم سداد القروض المستندة إلى ضمانات فقدت قيمتها، كما أن زيادة تداول المخاطر المالية بين المؤسسات والمستثمرين والبلدان تجعل من الصعب تحديد أوجه الضعف المحتملة أو تقدير حجم المخاطر.

وقد أظهرت الدراسات أنه في ظل العولمة المالية، قد ترتفع إمكانية تعرض بلد ما لأزمة مالية، فقد كشفت الدراسة التي قام بها باري ايشينجرين ومايكل بوردو في عام 2001 أن احتمال حدوث أزمة قد تضاعف منذ عام 1973، حيث كانت أزمات العملة أكثر الأزمات وقوعا في الربع الأخير من القرن العشرين، سواء بمفردها أو بالاشتراك مع أزمات البنوك.<sup>128</sup>

ورغم سلبيات العولمة العديدة، كاتجاه معدلات التبادل التجارية لصالح الدول المتقدمة، أو انحسار الطبقة الوسطى في المجتمعات النامية والمتقدمة، والمخاطر الناجمة عن التقلبات المفاجئة لرؤوس الأموال، وانتشار سوء توزيع الدخل، وازدياد الفجوات بين الدخل والثروات، إلا أنها ساعدت العديد من الدول على

<sup>126</sup> - . جودة عبد الخالق، نفس المرجع السابق، ص121.

<sup>127</sup> - عبد المجيد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره ، ص34.

<sup>128</sup> -هايز هوانج، كال واجيد، الاستقرار المالي في إطار التمويل العالمي، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 39، العدد1، مارس 2002، ص

التطور بفضل الانفتاح على التجارة الدولية، وأتاحت الفرصة للكثير من دول العالم الحصول على المعرفة، حتى أن التظاهرات المناهضة للعولمة في بدايتها نتيجة لهذا التواصل، كما أفادت العولمة العديد من الأشخاص رغم كل عيوبها وسلبياتها، فبفضل المعونات الدولية استفادت الأفراد في المناطق الريفية من التعليم، فضلا عن هذا تم فتح الأسواق وخلق فرص للعمل من طرف المؤسسات الأجنبية التي تجلب معها تكنولوجيا جديدة.<sup>129</sup>

#### 4- العولمة المالية والهشاشة المالية:

بين دومينيك بليون Dominique Plihon علاقة العولمة المالية بالهشاشة الحالية للنظام المالي العالمي، ووقفه تظهر هذه الهشاشة في إطار قاعدة D الثلاث D : règles des trois D<sup>130</sup>: désintermédiation .décloisonnement des marchés et déréglementation.

#### 4-1 تراجع/إلغاء الوساطة المالية Désintermédiation:

تعرف تراجع الوساطة المالية بإقدام المتعاملين الدوليين مباشرة نحو الأسواق المالية دون اللجوء إلى الوسطاء الماليين والبنكيين، قصد القيام بعمليات الاقتراض والتوظيف. أي تعبير عن الانتقال من العمل بما يعرف باقتصاديات المديونية والاتجاه نحو اقتصاديات الأسواق المالية.

إحدى أهم خصائصها هو توجه المقترضين للأسواق المالية مع لجوء أقل للوساطة بغرض الحصول على التمويل، عن طريق مثلا إصدار أوراق مالية، شهادات الإيداع لتلبية احتياجاتها النقدية، وهذا ما يلاحظ من خلال أداء البورصة رغم المخاطر المترتبة، وكذلك النمو المتزايد للمستثمرين المؤسسيين كصناديق المعاشات والتأمين وشركات الاستثمار، وكذلك تطور المنتجات المالية.<sup>131</sup>

وبعبارة أخرى تدل على قدرة الأعوان الاقتصاديين الحصول على التمويل المباشر، دون إجبارية اللجوء للوسطاء الماليين.

وعلى سبيل المثال تلجأ مؤسسة ما إلى سوق السندات الأوروبية euro-obligataire لتمويل مشروع ما، حيث يتوفر هذا السوق على سندات الدين مصدرة من طرف نقابة دولية للبنوك syndicat de banques internationales وهي مسعرة بعملة المقترض أو بعملة أخرى، وميزة هذا التمويل مقارنة بالقروض أنه لا يفرض على المقترض أية عراقيل للميزانية، و يتمثل الإلزام الوحيد في دفع الفوائد.<sup>132</sup>

والواقع إن تفوق أسواق رؤوس الأموال على البنوك في جذب المتعاملين الاقتصاديين نحو منتجاتها المالية من جهة، وفي قدرتها التنافسية على تقديم خدمات التمويل (إصدار أسهم وسندات) بكلفة أقل وأفضل

<sup>129</sup> - جوزيف إ. ستيجليتز، خبيات العولمة، ترجمة: ميشال كرم، المؤسسة الوطنية للنشر والإشهار، الجزائر، 2003، ص 26.

<sup>130</sup> - Jean-Marie Le Page, op.cit.,p 18

<sup>131</sup> - Youssef Cassis, op.cit, p244

<sup>132</sup> - Jean-Marie Le Page, op.cit.,p 18

ملائمة لحاجة المتعاملين الاقتصاديين من جهة ثانية، وقيام البنوك بعملية التوريق بقدر ما كانت من الأسباب الرئيسية لتراجع الوساطة المالية.

#### 4-2 إلغاء الحواجز الفاصلة بين الحدود Décloisonnement :

يقصد بها إلغاء الحواجز بين مختلف الأسواق المالية الوطنية والأجنبية، وكذلك الحواجز الفاصلة بين الأسواق الوطنية نفسها، حيث يتم إلغاء الحواجز الفاصلة مثلا بين قسم المعاملات الطويلة الأجل المفتوحة أمام مختلف المتعاملين الاقتصاديين وقسم المعاملات قصيرة الأجل ( السوق النقدية) التي اقتضت معاملاتها سابقا على عدد محدود من المتعاملين، وهذا بعد أن ظل النظام المالي مجزأ بهذه الطريقة حتى غاية مطلع الثمانينيات، حيث كان كل قسم من السوق المالي متخصص في نوع محدد من التمويل يستجيب فقط لحاجات اقتصادية معينة.<sup>133</sup>

ووفق دومينيك بليون إن الأسواق المالية، الصرف، المبادلات، الخيارات، ما هي إلا جزء من السوق المالي العالمي، وكل خلل يحدث في أي جزء من هذا المجموع تنتقل عدواه إلى الأجزاء أخرى.<sup>134</sup>

#### 4-3 تراجع/ رفع القيود التنظيمية Déréglementation :

يعني على المستوى الوطني تشجيع المنافسة بين مختلف الهيئات المالية، وذلك بإزالة الفوارق بين مختلف أنواع هذه الهيئات ( بنك متخصص في الودائع أو متخصص في توظيف القيم المنقولة)، وتحديد وتقليل الرقابة والتنظيمات الخاصة بالنشاط البنكي ( كإزالة التحديد الإداري لسقف بعض أسعار الفائدة، تأطير القروض). أما على المستوى الدولي فهو يعني إزالة العوائق التي تحول دون التحركات الدولية لرؤوس الأموال والعمليات الخاصة بتبادل العملات.<sup>135</sup>

ويتعبير آخر فهو تعديل وتكييف أو إلغاء بعض النظم المعمول بها للاستجابة لمتطلبات تطور الاقتصاد الرأسمالي، كإلغاء بعض اللوائح والنظم المختلفة المعمول بها كالسقوف المفروضة على معدلات الفائدة، الرقابة على الصرف في نفس الوقت، مع تعديل بعضها الآخر وإصدار قوانين جديدة وفقا لمتطلبات تطور الاقتصاد الرأسمالي.

وفي الواقع فهي خاصية ميزت تطور الرأسمالية في نهاية القرن العشرين.

وفي هذا الإطار فقد أدى التحرير المالي إلى الإلغاء شبه الكامل لرقابة الصرف، وحرية انتقال رؤوس الأموال في الأجل القصير، لكن مثل هذه الحرية لا تتسجم مع سياسة نقدية مستقلة، وأسعار الصرف الثابتة

<sup>133</sup> - مسعود مجبونة، العولمة الاقتصادية وانعكاساتها على البلدان النامية، مرجع سبق ذكره، ص 15.

<sup>134</sup> - Jean-Marie Le Page, op.cit, p p 18-19.

<sup>135</sup> - J.Adda, la mondialisation de l'économie, Tom 1, Casbah edition, , 1998, p 12. نقلا عن آيت بشير عمار، مرجع سبق ذكره،

حسب <sup>136</sup> triangle d incompatible de mundell ، فيشير مثلث الأضداد إلى أن تحرير المعاملات الرأسمالية يفرض على البلد التضحية إما باستقرار سعر الصرف أو باستقلال السياسة النقدية.

### المطلب الثالث: عدوى الأزمات المالية

إن ما يثير التساؤل حول الأزمات، هو تزامن وقوعها في عدة مناطق مختلفة، وانتقالها من سوق معين إلى سوق آخر، وهذا ما يفسر بظاهرة العدوى، والحقيقة أنها تعد من أهم المواضيع دراسة في الأزمات المالية، ففكرة أن الصدمات يمكن أن تنتشر وتسبب قدرا كبيرا من الضرر أكثر من الأثر الأصلي، يعد أمرا أساسيا بالنسبة لصانعي السياسات.

### 1- ماهية وأنواع العدوى المالية:

تشير العدوى إلى أزمة ثقة التي تنشأ عن انهيار مؤسسة ما ومن شأنها إصابة مؤسسات أخرى لا ترتبط بالمؤسسة الأولى، فتتسبب في تراجع حركة النشاط الاقتصادي، وتترتب العدوى عن انهيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما التي تعمل على نشوء أزمة ثقة فتنج عنها انهيار أسواق مال في دول أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدول الأولى.<sup>137</sup>

يقصد بمصطلح العدوى المالية الصدمة التي تصيب سوقا مالية ما وتتسبب في إحداث تغيير أسعار سوق مالية أخرى، أو الصدمة التي تصيب سوق دولة ما فتؤدي إلى تغيير أسعار الأصول في سوق مالية لدولة أو دول أخرى، أو هي فقدان الثقة في الأصول المالية المحلية نتيجة انهيار مالي خارجي. وليس المقصود من العدوى تلك الصدمات العادية الحقيقية أو الاحتمالية التي حدثت، وتحدث بصفة دورية، تتم في مجرى النشاط المالي، بل المقصود بها تكاثر وامتداد هذه الصدمة وانتشارها على نحو مفاجئ وغير مسيطر عليه داخل وخارج الدولة التي تقع فيها الأزمة المالية.

وتأخذ العدوى شكلها النموذجي من خلال أزمة السيولة التي يعاني منها القطاع المالي فتصيب النشاط المصرفي بصدمة تنتقل من بلد لآخر بغية تخفيض المخاطر، مما يسفر عنه تقلص القروض، وتقليص نشاط الاقتصاد العيني، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض النمو وركود اقتصادي.<sup>138</sup>

أما تحاليل الاقتصاديين فتختلف في تفسير هذه الظاهرة عما إذا كان حدوث الأزمة في أكثر من دولة في ذات الوقت نتيجة لانتشار غير مبرر للعدوى بالفعل، أو يرجع لمشكلات حقيقية تعاني منها الاقتصاديات التي انتقلت إليها الأزمة، سواء اختلفت تلك الأسباب فيما بينها أم تشابهت.<sup>139</sup>

<sup>136</sup> - jean-Marie Le Page, op-cit, p 19.

<sup>137</sup> - عمرو محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص 88.

<sup>138</sup> - رمضان صديق، دور السياسة المالية في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية مع الإشارة لمصر، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب

القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 7.

ولشرح مفهوم العدوى اقترح ماسن Masson (1998) تقديم ثلاثة أنواع، وهذا حسب الأسباب التي يمكن أن تكون متزامنة أو على مراحل، فصول أزمات متطابقة أو متشابهة في بلدان مختلفة أو متقاربة جغرافيا واقتصاديا، ودون أن يكون هذا التقارب معما، وهي كالتالي:

- **عدوى Monsoonal**: وفق هذا النموذج تتعرض مختلف البلدان لنفس المجموعة من الاضطرابات الناتجة عن نفس المجموعة من الأسباب، على سبيل المثال الارتفاع الحاد لأسعار الفائدة الأمريكية في الفترة التي سبقت أزمة المديونية للبلدان النامية بداية الثمانينات، والتي ابتدأت بإعلان العجز عن السداد في المكسيك عام 1982، وكذلك تدهور قيمة الدولار نسبة للين قبل الأزمة الآسيوية 1997.

- **عدوى débordement أو spill-over**: وفقا لهذه العدوى تتأثر مختلف الاقتصاديات باضطرابات متطابقة أم غير متطابقة، بسبب العلاقات المنتهجة فيما بينها، كعلاقات تبادل مهمة، علاقات تجارية ومالية.

- **عدوى contagion pure**: وفق هذا النموذج لا يفسر الانتشار الدولي للأزمات المالية عن طريق النموذجين السابقين (Monsoonal، débordement effet)، وتظل إلى حد كبير غير مفسرة من طرف النظريات الحالية بل تم اللجوء إلى مبررات ذاتية لتفسيرها كشعور المتعاملين، أو مبررات موضوعية كتتنافس الوسطاء الماليين.

بينما اعتبر كامينسكي ورينهارت Kaminsky et Reinhart (2000) العدوى ظاهرة محلية تنتقل أساسا عن طريق القناة البنكية أكثر من الأسواق المالية وأسواق السلع، وليس خطيا ( يظهر خطر العدوى عند دخول اقتصاديات معينة تنتمي إلى نفس الإقليم في أزمة).<sup>140</sup>

## 2- النماذج المفسرة للعدوى المالية:

بصدد تفسير عدوى الأزمات المالية عدد لاورانس سامر Lawrenc Summer سبع عوامل للعدوى المالية وهي الصدمات المشتركة لعدة اقتصاديات ( مثال الصدمات البترولية)، الروابط المالية، الروابط التجارية، التخفيضات التنافسية، ظاهرة عدم وجود السيولة في بعض الأسواق المالية، وعدم عقلانية بعض المستثمرين وشهرتها الخارجية الذي يزيد من تشاؤم المستثمرين من اقتصاد ما إلى مناطق أخرى ذات الخصائص الهيكلية المتقاربة.<sup>141</sup>

وفي هذا الإطار قدم مجموعة من الباحثين ( Julia Lowel, C.Richard Neu, Daouchi) أربعة نماذج للإجابة عن السؤال لماذا تبدو بعض الأسواق المالية عرضة للعدوى دون الآخر؟<sup>142</sup> وعليه ولشرح ما يبدو من سلوك متقلب في الاقتصاديات الناشئة تم وضع هذه النماذج وفق ما يلي:

<sup>139</sup> - كمال رزق، فريد كورنيل، الأزمة المالية، مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، المؤتمر العلمي الثالث، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، التحديات والآفاق المستقبلية، مرجع سبق ذكره، مرجع سبق ذكره، ص 6.

<sup>140</sup> - Robert Boyer et autres, op.cit, p 37.

<sup>141</sup> - Jean-Marie Le Page, op.cit, p 97.

<sup>142</sup> - رمضان صديق، مرجع سبق ذكره، ص 8.

**2-1 نموذج الروابط الاقتصادية:**

تنتقل الأزمة المالية التي تقع في بلد ما إلى بلد أو بلدان أخرى تتوفر على روابط تجارية واستثمارية قوية.

**2-2 النموذج الثاني: زيادة الوعي.**

وفق هذا النموذج تكشف الأزمة في الدولة الأولى الأساسيات الضعيفة في الدول الأخرى، حيث يقوم على ربط الفجوات المعلوماتية بالأسس الاقتصادية الضعيفة.

عند وقوع هذه الدول في مشاكل، تتجه أنظار المستثمرين إلى دول أخرى تتماشى أصولها مع سنداتهم وأوراقهم المالية وبالتالي يحاولون شراء الأصول من تلك الدول، فتميز في هذه الحالة أن الدول المعرضة للإصابة بالعدوى المالية هي الدول التي تعرف مشكلا يشبه مشاكل الدول التي تمر بالأزمة، أو تلك التي تعاني من فجوات ومشاكل في تقاريرها والإبلاغ عن الأزمات التي يمكن أن تصيبتها، وهكذا يعد التحليل الجيد للبيانات والإبلاغ عنها من العناصر المهمة التي من شأنها التقليل من التعرض للإصابة بالعدوى.<sup>143</sup>

**2-3 النموذج الثالث: تسوية المحافظ الاستثمارية.**

يتخذ مديرو المشرعات في حالة حدوث أزمة في بلد ما إجراءات بيع الأصول ليس في هذا البلد فحسب ، وإنما أيضا في بلدان أخرى ، وهذه الأصول تكون مجمعة في نفس المحفظة الاستثمارية التي تتضمن الاستثمارات في البلد التي وقعت فيها الأزمة.

**2-4 النموذج الرابع: سلوك القطيع.**

إن حدوث أزمة في دولة ما يتسبب في سلوك القطيع بواسطة المستثمرين حيث تنتج العدوى المالية من طرف المستثمرين نتيجة تغاضيهم عن أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية مستجيبين لاقتناعهم بما يفعله المستثمرون الآخرون.

تنتقل عدوى الأزمة وفق هذا النموذج عبر آلية wake up call أي نداء الاستيقاظ، بمعنى أن اندلاع أزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين وتنبههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمتعرضين في البلدان الأخرى حتى لو لم تطرأ أي تغيرات في البلدان الأخرى، وغالبا ما ينتج هذا السلوك نتيجة تأثير عوامل نفسية ونقص في المعلومات والشفافية، وبالتالي يلجئون إلى إتباع سلوك القطيع.<sup>144</sup>

يتضح مما سبق أن هناك أسباب عديدة تفسر تزامن وقوع الأزمات في عدة بلدان.

<sup>143</sup> - عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، مرجع سبق ذكره، ص 36.  
<sup>144</sup> - عبد الحكيم، مصطفى الشرقاوي، مرجع سبق ذكره، ص 37.

## خلاصة:

كشف هذا الفصل عن الإطار المفاهيمي والنظري للأزمات، وأبرز الاختلالات التي عصفت بالاقتصاديات في مختلف الأنظمة النقدية، وكذا مجمل التغيرات التي حدثت على صعيد البيئة المالية الدولية في العقود الأخيرة، وعن مجموعة من النتائج:

تشير الأزمة الاقتصادية إلى وجود اختلالات في التوازنات الاقتصادية، وتحيل الأزمة المالية بكل أنواعها إلى اضطرابات القطاع المالي، وهذا لا يعني عدم وجود علاقة بين الأزمتهن، فليس كل الأزمات المالية متبوعة بأزمة اقتصادية، بل وبصفة عامة للأزمة المالية آثار سلبية على النشاط الاقتصادي. تشترك العديد من الأسباب في اندلاع الأزمات المالية، منها ما هو متعلق بعدم الاستقرار الاقتصادي الكلي والاضطرابات المالية، وتوفر العديد من المؤشرات الدالة على قرب حدوث الأزمات.

تعاقبت العديد من الأزمات المالية على مختلف الأنظمة النقدية، خصوصا في عالمنا الحالي المعولم وفي ظل سيادة الليبرالية الجديدة حيث أصبحت تحدث بصورة متكررة ووتيرة متسارعة، وقد ساعد على ذلك التطور التكنولوجي الذي ساهم في سرعة حركة الأسواق المالية، متجاوزة بذلك الحدود الوطنية في حالات كثيرة، حيث أزيلت القيود الحكومية في معظم مراكز المال الرئيسية، وارتبطت الأسواق الناشئة بالنظام المالي العالمي، وتوسع مجال الرأسمال المالي عن الرأسمال المنتج. كما أصبح حجم وسرعة اندماج النظام المالي العالمي أكثر ترابطا واندماجا من أي وقت مضى مما يجعلها أكثر تعرضا للعدوى.

إن الأزمات التي حدثت في العقود الأخيرة جاءت في ظل تزايد الانفتاح الاقتصادي وتكامل أسواق المال وعولمة المعاملات المالية، الأمر الذي أدى إلى الهشاشة المالية وتفعيل قنوات انتقال العدوى.

# الفصل الثاني

الأزمة المالية والاقتصادية

العالمية الراهنة:

الجزور والعدوى

## تمهيد:

شهدت الساحة الدولية أزمة مالية عميقة، ذات طبيعة خاصة بحجمها وسرعة انتقالها وانتشارها من الإطار المحلي إلى الإطار العالمي، ومن الدائرة المالية إلى الحقيقية وكذلك لمدتها، وآثارها السلبية على اقتصاديات الدول، هي أزمة تطويرية، طالت بشكل متتالي مختلف الأسواق، وكذا مختلف الأعوان والبلدان. هي أزمة ضربت عمق الاقتصاد العالمي، أدت إلى انهيارات في الأسواق المالية الأمريكية في المرحلة الأولى، أعقبتها اضطرابات العديد من اقتصاديات دول العالم، مما أسفر عن ركود انعكس بشكل سلبي على الاقتصاد العالمي.

ورغم أهمية الطروحات التي تنبعت باقترب حدوث أزمة مالية عالمية إلا أنها لم تشكل إجماعا بين الخبراء والمحليلين الاقتصاديين.

وبهذا اجتمعت عدة عوامل وتفاعلت وأدت لانفجار هذه الأزمة، وأثارت نقاشا متواصلا حول جذورها، واحتلت حيزا متناميا من اهتمام الاقتصاديين والمحليلين الماليين، الذين قدموا تفسيرات متعددة، لثي واين اختلفت بعض الشيء إلا أنها تشترك في العديد من العناصر الجوهرية.

وعلى هذا الأساس سنتناول في هذا الفصل المباحث التالية:

خصائص الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة.

الاختلالات المالية المفسرة للأزمة.

من أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر إلى أزمة اقتصادية.

## المبحث الأول: خصائص الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة.

يتناول هذا المبحث خصائص الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة و يسعى إلى إيجاد أوجه الاختلاف والتشابه بينها وبين الأزمات السابقة، ويتم التطرق أيضا إلى العنصر الذي شكل نقطة انطلاق الأزمة وجعلها تنفرد بشيء من الخصوصية، ألا وهو قطاع العقار. كما يبحث عن مختلف الآراء والطروحات التي جاء بها الخبراء، والتي تركز بشكل خاص على أهم المحددات التي تشكل وفق الخبراء جوهر الأسباب. وعلى هذا الأساس سيتم تقسيم المبحث التالي إلى المطالب الثلاث التالية: الأزمة العالمية الراهنة والأزمات السابقة، سوق الرهن العقاري الأمريكي ومختلف الطروحات المفسرة للأزمة.

### المطلب الأول: الأزمة العالمية الراهنة والأزمات السابقة.

دفع حجم الأزمة الراهنة الكثير من المحللين إلى مقارنتها بأزمات أخرى، فقد ربط العديد من الاقتصاديين بينها و بين أزمة الكساد الكبير (1929-1932)، في حين قارنها البعض بأزمة آسيا، وأزمة 1873، والواقع أنه بالرغم من توفر العديد من العناصر المشتركة، تبقى الأزمة المالية الراهنة مختلفة وجد عميقة.

#### 1- أزمة 1873:

خلافا لتحاليل أبرز الاقتصاديين الذين ربطوا الأزمة المالية الراهنة بأزمة الكساد الكبير (1929)، اتجه البعض إلى مقارنتها بأزمة 1873.

#### 1-1 تراخي معايير الإقراض وارتفاع الاستثمار العقاري:

تشترك الأزماتان في عنصر أساسي، وهو تراخي معايير الإقراض وارتفاع الاستثمار العقاري، فقد ارتفعت أسعار العقارات في 1873، وتم رهن الكثير من المباني (حتى تلك التي لم يكتمل بناؤها) بهدف الحصول على المزيد من القروض لعقارات جديدة بدون وجود ضوابط في الاستثمار العقاري، وبهذا أصبح تحقيق الثروة هدفا لأصحاب متوسطي الدخل من خلال الاستفادة من الوضع المزدهر، والبيع بعد ارتفاع أسعار العقار.<sup>145</sup>

وتعود بداية الأزمة إلى سنوات 1870 في أوروبا، حيث تم إنشاء مؤسسات جديدة تصدر قروضا خاصة بالبنائيات في بعض العواصم الأوروبية (فيينا وبرلين وباريس)، وكانت هذه القروض سهلة الحصول عليها، مما أدى إلى ازدهار عقاري، فارتفعت أسعار الأراضي وازدادت الإقتراضات بضمان مباني غير مكتملة البناء أو لم يتم الشروع في بنائها.

<sup>145</sup> - محمد الفارس، العالم يزلق بين أزمتين اقتصاديتين عامي 1873 و 2008 تاريخ الاطلاع: 2010-01-15  
<http://al-azmah.com/ar/?p=821#more-821>

لكن هذا الازدهار لم يرفق بأسس اقتصادية متينة، فقد واجه مصدرو القمح في كل من آسيا وأوروبا الوسطى منافسة دولية من طرف فلاحي الوسط الغربي، وحدث انهيار في أوروبا الوسطى في ماي 1873، وتوجب على الأوروبيين التحضير لمواجهة منافسة القوة الصناعية الجديدة، التي شكلت أسعارها المنخفضة تهديدا للتجارة ونمط الحياة الأوروبية، فتأثرت البنوك الأوروبية، وانتقلت هذه الأزمة إلى الولايات المتحدة الأمريكية خريف 1873.<sup>146</sup>

### 1-2 الرغبة في ازدياد الثروة:

تعتبر الرغبة في ازدياد الثروة لدى الحكومات والأفراد في أوروبا وأمريكا واستثمار وفرة السيولة من خصائص الأزمتين، فقد اندفع الأوروبيون والأمريكيون في سنوات الطفرة التي سبقت عام 1873 إلى الاستثمار بالسكك الحديدية والعقار، بينما في الأزمة الراهنة تم استثمار فوائض الدول النفطية والآسيوية في الولايات المتحدة الأمريكية. وعلى رغم التشابه النسبي بين هاتين الأزمتين إلا أن مركز أزمة 1873 انتقل من أوروبا إلى الولايات المتحدة الأمريكية، بينما انتقلت الأزمة الراهنة من الولايات المتحدة إلى معظم الاقتصاديات العالمية.

### 2- أزمة الكساد الكبير:

اتجه أغلب الاقتصاديين إلى مقارنة الأزمة الراهنة مع أزمة الكساد الكبير، نظرا لاشتراكهما في العديد من الجوانب.

### 2-1 التباين في الدخل وتركز الثروة:

يعتبر التباين في الدخل وتركز الثروة لدى فئة قليلة وبحثها عن العوائد المرتفعة لتوظيفها من أهم سمات الأزمتين، فقد عهدت في 1929 إلى شركات الاستثمار investment trust والتي تدعى اليوم بصناديق التحوط، وهذا ما دفع غالبية إلى الحديث في كتابه "Great crash 1929" المنشور في 1954 عن عدم إمكانية تكرار أزمة 1929 في سنة 1954، ذلك أن توزيع العوائد أصبح متوازنا بين 1929 و1948، فقد عرفت هذه الفترة انخفاض نسبة الدخل المقدمة لـ 5% من الأفراد ذوي الدخل المرتفع من الثلث إلى أقل من الخمس. لكن الأوضاع تطورت في السنوات التي تلتها، حيث ارتفعت الحصة المقدمة لـ 5% من المجتمع الأمريكي، و قدرت بـ 54.42% عام 1989، و 57.70% حسب إحصائيات 2000. وقد لعب المال دورا أساسيا في تنامي التباين في الدخل، حيث كان إجراء القطاع المالي يتقاضون 10% زيادة على إجراء القطاعات الأخرى في 1980، وارتفع هذا الفارق إلى 50% سنة 2007، كما شكلت أرباح القطاع المالي الأمريكي 13% من المجموع في 1980 وتضاعف إلى 27% في 2007.

<sup>146</sup> - Scott Reynolds Nelson, 1873 la véritable grande dépression, consulté le 15-01-2010  
[http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=2357](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=2357)

وهكذا فإن العنصر الأساسي المتسبب في الأزميتين هو الحصة المتنامية للنتاج من النمو والتركزة في يد المستثمرين وأرباب العمل على حساب الأجراء.<sup>147</sup>

## 2-2 الاقتصاد الأمريكي بؤرة الأزمة:

تتشرك الأزميتان في مسألة أساسية تكمن في اعتبار الاقتصاد الأمريكي بؤرة للأزمة في الحالتين، وهذا أبرز ما يميزها عن الأزمات المالية في العقود الأخيرة، التي غالبا ما وقعت في الاقتصاديات الناشئة.

## 2-3 اضطرابات القطاع المالي:

أدى التوسع السريع في الائتمان والابتكارات المالية إلى زيادة نسب الرفع المالي، حيث ارتبط التوسع في القروض في أزمة 1920 بصفة خاصة بالولايات المتحدة الأمريكية، بينما اعتبر التوسع عالميا في 2004-2007 مع مستويات أعلى بكثير من التكامل الاقتصادي والمالي عما كانت عليه في فترة ما بين الحربين.

وعلى الرغم من اختلاف درجة تطور النظام المالي، فإن المشاكل الناجمة عن السيولة والتمويل لعبت دورا مهما في الأزميتين، بسبب ارتفاع نسب الرفع المالي وتحمل المخاطر الذي طال في الأزمة الراهنة الاقتصاديات المتقدمة والكثير من الدول الناشئة، كما شكلت المخاوف من ملاءة الوسطاء الماليين إحدى جذور الأزميتين.<sup>148</sup>

والواقع أن المقارنة بين الأزميتين تظل مشروطة بمجموعة من العوامل أهمها:

## 2-4 الظروف الأولية التي نشأت في ظلها الأزميتان initial conditions:

اتسمت الأوضاع الاقتصادية العالمية في 1929 بالضعف، فقبل بداية الأزمة شهدت ألمانيا مرحلة ركود، كما انخفضت أسعار مبيعات الجملة وأسعار المستهلكين في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وألمانيا، وهذا ما أدى فورا إلى حدوث انكماش في 1929. وفي المقابل نجد أن معدلات التضخم في منتصف 2008 تجاوزت المستويات المستهدفة في أغلب اقتصاديات الدول وهذا ما زود الأزمة الراهنة بوقاية مبدئية.

## 2-5 انتقال الآثار transmission :

شكلت مشاكل السيولة والتمويل عاملا أساسيا في انتقال الآثار في الأزميتين، في أزمة 1929 وفي ظل غياب التأمين على الودائع، لجأ المودعون إلى السحب الجماعي لودائعهم بعد انخفاض أسعار الأصول، حدثت حالات عدم ملاءة خلال الفترة الممتدة من 1930 إلى 1933 مع تأثير كبير على الاقتصاديات

<sup>147</sup> Paul Jorion , 2008 et 2009, La concordance des crises, consulté le 01-5-2010 [http://contreinfo.info/article.php?id\\_article=1952](http://contreinfo.info/article.php?id_article=1952)

<sup>148</sup> Thomas Helbling, How similar is the current crisis to great depression, <http://vox.cepr.org/index.php?q=node/3514> consultée le 15-09-2009,

الأخرى، علما أن ودائع المقيمين شكلت مصدرا أساسيا بالنسبة للعديد من البنوك الأوروبية. أما في الوضع الراهن، ورغم توفر التأمين فإن قاعدة التمويل انخفضت نتيجة القلق اتجاه صافي قيمة أصول الوسطاء الماليين في ظل الاضطرابات المالية وارتفاع حالات التوقف عن سداد الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية.

وقد أثرت الأزمات على الوساطة المالية، وأدت صعوبات التمويل إلى بيع الأصول وانخفاض معدلات الإقراض وتراجع نسب الرفع المالي، كما تزعزع النظام المالي المعاصر، فضلا على انعكاساتها السلبية على الاقتصاد الحقيقي وانخفاض الجدارة الائتمانية للوسطاء الماليين.

## 2-6 استجابة السياسات : policy response

خلافا لردود الأفعال السريعة في الأزمة الراهنة والتي استفادت من دعم السياسات الاقتصادية الكلية حيث تدخلت البنوك المركزية الكبرى من خلال إصدارها للسيولة وتخفيضها لمعدلات الفائدة، فلم تكن التدخلات سريعة في أزمة الكساد الكبير. لكن الأوضاع تغيرت وتعززت الثقة في القطاع المالي بصدور قانون طوارئ البنوك الصادر في مارس 1933 الذي سمح بإغلاق البنوك المعسرة، وإعادة هيكلة البنوك ذات الملاءة، فضلا عن قانون التأمين الفدرالي على الودائع في يونيو 1933.

وبناء على ما سبق فإن ما يميز الأزمة الراهنة هو التعاون الدولي والإجراءات التصحيحية التي يقوم بها نظام النقد الدولي للحد من آثار الأزمة وهذا عكس ما حدث في السابق في ظل سيادة التوترات السياسية بين البلدان.

## 3- الأزمة الآسيوية:

إذا كانت مقارنة مستوى دخل وتطور الأسواق المالية للولايات المتحدة الأمريكية بمجموعة الدول الناشئة يبدو غريبا، فقد فضل بعض الخبراء إجراء مقارنة بين الأزمة الراهنة وأزمة آسيا، رغم الاختلاف التام لعملية التوريق، والمنتجات المالية المهيكلة عن الظروف التي سيطرت على الأزمة الآسيوية. إلا أن الأسباب الرئيسية الكامنة وراء الواقعتين متشابهة نسبيا، فقد كشف دعر المستثمرين في مواجهة عدم الأمان وتقييم الأصول عن اختفاء السيولة وارتفاع حالات عدم الملاءة في النظام البنكي.

وإلى جانب هذه العناصر فإن الأزميتين تشتركان في وفرة السيولة والتوسع المفرط في القروض، وفي هذا المجال يمكن أن نميز بين العناصر التالية:

## 3-1 ارتفاع مستويات السيولة:

عرفت الأزمة الآسيوية زيادة في تدفق رؤوس الأموال، فارتفعت عمليات الإقراض البنكي واقتراض الشركات، واشترى المستثمرون الأجانب الأوراق المالية الآسيوية مرتفعة العائد أو صكوك الديون الأمريكية

المقومة بالدولار، وهذا في ظل فرضية تواصل النمو السريع للاقتصاديات الآسيوية، وهذا ما حصل في الأزمة الراهنة حيث سبقها تدفق كميات هائلة من رأس المال لتمويل عجز حسابها الجاري.

وقد شجعت السيولة الوفيرة على زيادة البحث عن العائد من قبل المقرضين في الحالة الآسيوية فتراخت معايير الإقراض، مع تقديم القروض لشركات أو مشروعات عملاقة أو لمشروعات التطوير العقاري العمراني التي كانت قدرتها على البقاء موضع الشك، أما في الولايات المتحدة فقد توسطت المؤسسات المالية لتحويل السيولة الوفيرة إلى منتجات مالية مهيكلية، وارتفع طلب المستثمرين على هذه المنتجات بحثاً عن العائد ومستثمرين على قرارات وكالات التصنيف الائتماني، أما القروض وبصفة خاصة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر فقد ارتفعت بنسب كبيرة.

نتج عن ذلك ارتفاع أسعار أصول الممتلكات قبل نشوء الأزمات، حيث ارتفعت أسعار الممتلكات في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 50% بين 2001 و 2006.<sup>149</sup>

### 3-2 غموض الدائرة المالية:

نادراً ما كانت المؤسسات المالية في الأزمة الآسيوية تقدم حسابات فصلية صحيحة كما لم تقدم البنوك تقديرات محينة estimations actualisées لديونها الرديئة، فعلى العكس قامت بتجميل ميزانياتها. أما في الأزمة الراهنة فقد تجسد هذا العنصر في عياب الشفافية في ظل المنتجات المالية المهيكلية المبتكرة من طرف مهندسي البنوك الأمريكية<sup>150</sup>.

### 3-3 الإفراط في المديونية:

نتجت الأزمة الآسيوية عن القواعد المرنة التي سمحت بإدراج نسب رافعة مفرط فيها، فقد استدانّت البنوك التايوانية والكورية المرخص لها (وحتى المشجعة من طرف السلطات الرقابية) من البنوك الخارجية بغرض تقديم المزيد من القروض لزيائنها الداخليين، أما في الوضع الحالي فإن نقص التأطير البنكي ساهم بشكل كبير في الإفراط في المديونية، وعند وقوع الأزمة، لم تتمكن البنوك التايوانية من الحصول على الموارد المالية الأجنبية، أو دفع ديونها المسعرة بالدولار، فواجهت حالة التوقف عن الدفعات، ولجأت إلى صندوق النقد الدولي. أما في الولايات المتحدة الأمريكية فإن الوضعية مختلفة، ذلك أن المؤسسات المالية قد استخدمت أموالها الخاصة فيما يتعلق باقتراضاتهم وكذلك استثماراتهم، ولكن نتائج إفراط المديونية فهي نفسها، وعند تعذر الحصول على التمويل قصير الأجل بسبب اضطراب السوق النقدي وجدت البنوك الأمريكية نفسها مرغمة على بيع أصول أخرى من أجل إيجاد وضمان السيولة المالية، مما أدى إلى وقوع الكثير من الخسائر واللجوء

<sup>149</sup> - خور هوي إي، كي ريوي زيونج، آسيا: منظور عن أزمة الرهونات دون الممتازة، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008، ص 20.

<sup>150</sup> - Frankfurter Allgemeine Zeitung, Traduit par Rachel Bouyzou, Crise financière : un parallèle avec la crise asiatique, Problèmes économiques, La documentation française, N 2958, 12 novembre 2008, p 3-4.

إلى تخفيض أثر الرافعة *deleveraging*\*, واستبدال الأموال الخاصة بالأموال المقترضة التي تمت في وقت سئ.

### 3-4 المخاطر المعنوية:

عامل آخر ميز الأزميتين وهو المخاطر المعنوية، فقد توفر في الأزمة الآسيوية الضمان الضمني للدولة باتجاه البنوك الممولة للصناعات التي ترغب الحكومة في تعزيزها، فاتخذت هذه المؤسسات أخطارا كبيرة مقتنعة بأنها ستكون محمية مهما حصل، وهو ما حدث في الولايات المتحدة، حيث تمتعت فاني ماي Fannie Maie وفريدي ماك Freddie Mac ضمنا بضمان الدولة.

كما سمحت السياسة المالية اللينة المنتهجة في الحالة الآسيوية في ظل معدلات فائدة منخفضة بتوسع الاقراض وانتشاره إلى قطاع البناء، وهذا ما حدث تقريبا في الولايات المتحدة بعد فقاعة الانترنت من انخفاض معدلات الفائدة وتوسع القروض في السوق العقاري.<sup>151</sup>

### 4 - اختلاف الأزمة العالمية الراهنة:

إذا كانت أزمات الرأسمالية شائعة ومألوفة، فإن الأزمة الراهنة غير مسبوقة وليست نسخة طبق الأصل عن أزمات الماضي على حد تعبير مارك بليث.<sup>152</sup>

فهي أزمة عالمية أو معولمة، عالمية بالنظر للترابط بين مختلف أطراف النظام الاقتصادي العالمي في مركزه و أطرافه، في جانبه المالي (التشابك والترابط بين مختلف الساحات المالية) والحقيقي (كوكبة الشركات متعددة الجنسيات وتوسيع الاحتكار)، حيث طالت السوق الرأسمالية العالمية خاصة بعد إدماج الدول الناشئة في اقتصاد السوق الليبرالي العالمي مثل الصين، البرازيل وجنوب شرق آسيا، إذ لا يمكن اعتبار هذه الأخيرة بمعزل عن الأزمة بل في عمقها. خاصة في ظل الثورة التكنولوجية الحاصلة في مجال الإعلام والاتصال والنقل التي ربطت الأسواق الدولية للسلع والخدمات والساحات المالية والبورصات العالمية، مما سهل انتقال المعلومة الاقتصادية وانتشار الاضطرابات من خلال سرعة انتقال عدوى الأزمات.<sup>153</sup>

لم تحل الاحتياطات الضخمة من العملات الأجنبية المكونة في الاقتصاديات الناشئة -كدرس للأزمات المالية- دون تأثرها بالأزمة، بل تأثرت خاصة في ظل تنوع وزيادة الأنشطة الاستثمارية للبنوك العالمية ممثلة في صناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة، والتي ركزت على البورصات المتقدمة بصورة أساسية تليها البورصات الناشئة بصورة نسبية، فضلا عن الطبيعة المتشابكة للنشاط المالي للبنوك وارتباطها بدائرة

<sup>151</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung, Ibid, p 3-4

\* تخفيض مستوى رافعة البنوك عن طريق انتهاج العديد من الطرق كبيع الأصول، تخفيض عرض القروض، مما يؤثر سلبا على النشاط الاقتصادي.

<sup>152</sup> - مارك بليث، هل هي نهاية الرأسمالية؟ مارك توين، مدينة المفارقات والأزمة الراهنة. تاريخ الاطلاع: 15-01-2010

<http://www.america.gov/ar/publications/ejournalusa/0509.html>

<sup>153</sup> - أحمين شفير، أزمة مالية أم أزمة العولمة الليبرالية الجديدة؟ مداخلة في ندوة حول الأزمة العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد الوطني، بمقر المجلس

الشعبي الوطني، الثلاثاء 09 جوان 2009. تاريخ الاطلاع: 15-12-2009-2009-12-15 [www.apn-dz.org/apn/.../intervention%20Ahmed%20Chafir.doc](http://www.apn-dz.org/apn/.../intervention%20Ahmed%20Chafir.doc)

الاقتصاد ككل، والعلاقة بين البنوك القائمة على الاعتماد المتبادل في حركة الإقراض والاقتراض والمشاركة في عنصر الثقة، ذلك أن اهتزاز بنك وفقدانه لهذه الثقة يكون بمثابة إنذار خطر للبنوك الأخرى.

وأهم ما يميز هذه الأزمة هو اتساع دائرة التداعيات حيث تجاوزت قطاع البنوك إلى سوق المال وامتدت إلى عمليات المضاربة والاستعجال في سحب الودائع في كافة البنوك المنتشرة في أنحاء العالم، فانتشر الذعر المالي وتأثر القطاع الحقيقي.

وقد انفردت الأزمة الراهنة بعنصر يتمثل في الدور الذي لعبته شركات أو مؤسسات تقييم التصنيف الائتماني، فقد أظهر الانهيار المالي للعديد من البنوك الاستثمارية نتيجة الإقراض العقاري، مدى هشاشة هذه التقييمات وعدم عكسها الواقع الفعلي والقوة المالية للمستثمرين.

والواقع أنها أزمة جاءت بعد موجة عالية من المضاربات وتحقيق أرباح ضخمة في نطاق السلع الأولية، وقد كانت كلها تبحث عن فرص استثمار ما بين العقارات وصناديق التحوط. ولم تكن هذه التدفقات تتم من العالم المتقدم إلى العالم الثاني، بل انتقلت في الاتجاه المعاكس عن طريق صناديق الثروة السيادية.<sup>154</sup>

وفي الأخير يمكن أن نضيف العناصر الرئيسية التي وضحتها دراسة رينهارت وبوردو Reinhart و Rogoff, Bordo 2008 ، والتي تبرز أهم العناصر المتكررة والتي تسبق الأزمات المالية والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:

ارتفاع كبير في أسعار العقار.

انخفاض معدل الناتج المحلي الإجمالي.

عجز في الميزان الجاري.

ارتفاع الدين العام.<sup>155</sup>

والواقع إن ظهور هذه العناصر في مطلع الألفية الجديدة، كانت بمثابة مؤشرات للأزمة المالية، والتي كان بإمكانها المساهمة في تجنب وقوع أزمة بهذا الحجم.

يمكن القول إن الأزمة الراهنة وإن كانت استثنائية، فإنها تتوفر على خصائص مشتركة مع أزمات مالية سابقة، أغلبها نشأت في ظل ظروف تتسم بالنمو الاقتصادي مع التوسع الائتماني، وغياب الرقابة الحقيقية في المعاملات الائتمانية.

### المطلب الثاني: سوق الرهن العقاري الأمريكي.

إن الأحداث الأخيرة التي عرفتها سوق الأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية في الولايات المتحدة، وضعت صناعة الرهن العقاري عالية المخاطر في دائرة الضوء، فخلال العقد الأخير توسعت هذه السوق

<sup>154</sup> - نزيرة الأفندي، مرجع سبق ذكره، ص ص160-161.

<sup>155</sup> - 74. - Laure Klein, La crise des subprime, Revue Banque Edition, Paris, 2008,

(متطورة) من شريحة صغيرة إلى جزء كبير من إجمالي سوق الرهن العقاري، بفعل تضافر وتداخل العديد من الجهود.

ولفهم هذه الأزمة، يتعين علينا أولاً دراسة سوق الرهن العقاري الأمريكي ومعرفة مراحل تطوره.

## 1- نشأة سوق الرهن العقاري الأمريكي:

إلى غاية 1938 كان سوق الرهن العقاري مكوناً من مؤسسات إيداع منظمة établissement de dépôts réglementés مثل البنوك وهيئات الادخار والإقراض، والتي كانت تستعمل ودائعها لتمويل القروض العقارية، ونظراً لاحتفاظ الهيئات المنشئة للإقراض بالقروض في محافظها، فقد كانت تتحمل مخاطر القرض، ومخاطر السوق المتعلقة بتقلبات أسعار الفائدة، و مخاطر السيولة الناتجة عن تمويل أصول طويلة الأجل بخصوم قصيرة الأجل (الودائع)<sup>156</sup>.

سنوات بعد اندلاع أزمة 1929 أعلن الرئيس الأمريكي فرانكلين روزفلت Franklin Roosevelt عن سياسة تنص على تدخل الدولة بقوة، خاصة في ظل تدهور سوق الرهن العقاري، حيث تدخلت الحكومة عن طريق إنشاء إدارة الإسكان الفدرالي federal housing administration عام 1934 بغرض تقديم خدمة تأمينية ضد توقف المقترض عن السداد للأفراد الذين يصعب عليهم أن يكونوا مركز قوة تفاوضي على تلك القروض (كالأفراد ذوي الدخل المحدود).

وبهذا تم خلق سوق ثانوي لقروض الرهن العقاري، بفضل الدور الحكومي في ضمان القروض والتأمين ضد توقف المقترض عن السداد، بما يعني تشجيع المستثمرين المحتملين في تلك القروض.

وبغرض تشجيع ودعم السوق الثانوي للقروض العقارية، تم إنشاء مؤسسة الرهن القومي الفدرالية federal national association في ماي 1938، لتقديم القروض مباشرة للراغبين في الحصول على الإسكان، خاصة للذين يسكنون في مناطق تصعب أن تصل إليها خدمات الإقراض العقاري، وهذا بشرط أن تتوفر (القروض) على الشروط التي تخضعها لحماية إدارة الإسكان الفيدرالي وإدارة خدمة المحاربين القدامى (إدارة أنشئت عام 1944 بغرض ضمان القروض التي تمنحها المؤسسات المالية لغرض الإسكان) وعلى أن يعاد بيع تلك القروض للقطاع الخاص. ونظراً لعدم توفر عمليات الاقتراض من تلك المؤسسات على مزايا تجعلها في مركز تنافسي أفضل مما يقدمه القطاع الخاص، فقد تم إعادة تنظيم فاني ماي في 1945.<sup>157</sup>

<sup>156</sup> - Randall Dodd, Subprime Topographie d'une crise, Finances et Développement, Fond Monétaire International, Volume 44, N 4, Décembre 2007, pp 15-16.

<sup>157</sup> - منير إبراهيم الهندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005، ص ص 410-

وأصبحت فاني ماي تقوم بعمليات شراء القروض من الجهات الأصلية التي قدمتها، واستحوذت على مخاطر القرض وتحملت مخاطر السوق والسيولة نظرا لتوفرها على محفظة رهونات عقارية متنوعة على المستوى الوطني، ولقدرتها على الاقتراض لأجل طويل، فهي في وضع أفضل من مؤسسات الإيداع في التعامل مع هذه المخاطر. ومن المميزات الأساسية لفاني ماي هو أنها لا تشتري سوى الرهونات العقارية التي تتوافق مع مقاييس معينة وهو ما يوافق ما يدعى اليوم الرهونات العقارية الأولية Prime Mortgage. سهلت هذه الإجراءات إمكانية حصول الفرد على الملكية، لكنها مع مرور الوقت أصبحت تشكل حصة أساسية من الديون التي في ذمة الحكومة الأمريكية، فتمت خصصتها عام 1968 (مع استثمارية حصولها على الضمان من طرف الدولة).

وبهدف حفاظ الدولة على حصة في سوق الإقراض العقاري، تم تأسيس وكالة حكومية تدعى government National Mortgage association جيني ماي<sup>158</sup> تولت تسيير القروض العقارية المضمونة من طرف الدولة، وتوفير القروض للأفراد الأقل قدرة على السداد. وفي 1970 طورت جيني ماي السندات المالية المدعومة برهونات عقارية، ونقلت مخاطر السوق إلى المستثمرين، وأخفي عبء ديون الموازنة الاتحادية التي كانت تتحملها لتمويل برامج الإسكان الحكومية.

وفي نفس السنة 1970 تم إنشاء فريدي ماك، الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري بهدف توريق الرهونات التقليدية وتوفير المنافسة لهيئة فاني ماي المخصصة. وبهذا استطاعت فاني ماي وفريدي ماك جذب أموال ضخمة لقطاع الرهونات العقارية الأمريكي، وذلك من خلال شراء الرهونات العقارية الجيدة والاحتفاظ بها، أو تحويل الرهونات العقارية إلى أوراق مالية مدعومة برهونات عقارية، فأقبل على شرائها المستثمرون المؤسسيون وبعض الأثرياء ومؤسسات الإيداع وهذا ما يدفعنا للتحدث عن تحرير الأسواق.<sup>159</sup> وقد سمح التوريق بتوزيع المخاطر، واستغلال موارد متنوعة من رأس المال لفائدة سوق الرهن العقاري، وزود مؤسسات الإيداع بأصناف سائلة من أصول القروض.

وعليه فإن سوق الأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية لم تسمح بإخراج خطر السوق من ميزانيات منشئي الرهونات فقط مثل البنوك، بل حتى من مؤسسات جيني ماي وفريدي ماك المحتفظتان بنسبة معتبرة من مخاطر القرض، حيث وفر هذا السوق تمويلات طويلة الأجل لقروض الرهن العقاري، كما سمح بإزالة مخاطر السيولة إلى حد كبير.

Nicolas Bouzou, krach financier, emploi, crédit, impôt : ce qui va changer pour vous, Edition d'organisation, Paris, -<sup>158</sup>  
Deuxième tirage, 2009, p19.

Randall Dodd, Subprime : topograohie d une crise, op-cit, p 16. -<sup>159</sup>

## 2- تطور أسواق الرهن العقاري:

### 2-1 تحرير أسواق الرهن العقاري:

لقد تم تحرير أسواق الرهن العقاري في بداية الثمانينيات من القرن الماضي، بعد أن كانت خاضعة لدرجة عالية من التنظيم لسيطرة جهات متخصصة - مؤسسات الإيداع مثل جمعيات الادخار في الولايات المتحدة-، حيث وضعت القواعد التنظيمية حدوداً قصوى لأسعار الفائدة وحدوداً للقروض العقارية وفترات السداد، وبهذا تم ترشيد استخدام القرض في أسواق الرهن العقاري، وهذا ما أدى إلى صعوبة حصول الأسر على القروض العقارية.

ومع تحرير هذه الأسواق ظهرت الضغوط التنافسية من جهات الإقراض غير التقليدية، وأصبحت الأسعار بعد التحرير أكثر تفاعلاً واتسع نطاق الخدمات المتاحة، مما أدى إلى زيادة فرص الأسر للحصول على القروض العقارية. ففي الولايات المتحدة تزامنت عملية تحرير أسواق التمويل العقاري مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة، كما ترتب عن نشأة سوق ثانوية للرهن العقاري سهولة كبيرة في تمويل القروض العقارية عن طريق الأسواق المالية، وهذا ما شجع البنوك والمؤسسات المالية الأخرى على دخول سوق الرهن العقاري. وقد كان رفع القيود على القروض المدخل الرئيسي للتحرير في المملكة المتحدة، بينما كان تحرير الأسواق أبداً في كل من كندا، أستراليا، بلدان الشمال الأوروبي بحلول أواسط الثمانينات، غير أنه في بعض دول أوروبا واليابان مثل فرنسا، ألمانيا، إيطاليا تم إلغاء القيود على أسعار الفائدة بالتدريج مع استمرار سيطرة المؤسسات المالية التابعة للقطاع العام على سوق القروض العقارية السكنية، وتعد اليابان من أكثر البلدان التي تباطأت في تحرير أسواق الرهن العقاري، حيث شرعت في عملية إلغاء القيود على أسعار الفائدة والقرض في أوائل الثمانينيات واكتملت في أواسط التسعينيات عمليات التحرير.<sup>160</sup>

وقد انعكست هذه الإجراءات على مجال التمويل العقاري من حيث المنافسة، وزيادة فرص حصول الأفراد على القروض العقارية بسهولة أكبر بفعل تفاعل العديد من العناصر من زيادة تنوع مصادر التمويل، أنواع الجهات المقرضة، ومنتجات القروض.

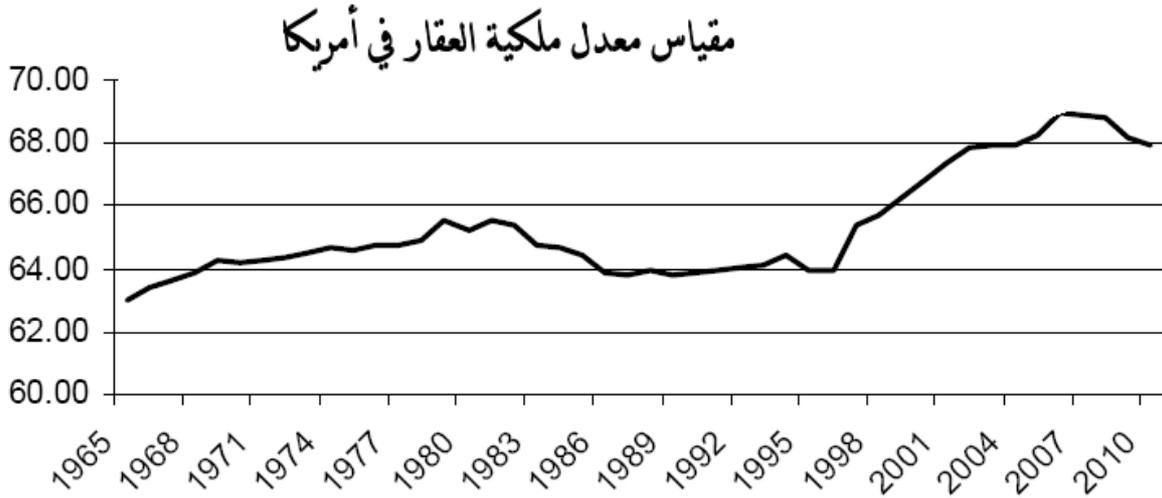
### 2-2 توسع أسواق الرهن العقاري:

ساهمت قوانين قطاع العقار بشكل كبير في هذا الازدهار، فأصدرت الحكومة الأمريكية قانون إعادة الاستثمار في 1977 Community Reinvestment Act الذي يفرض على البنوك القيام بأعمال بنكية في مناطق جغرافية واسعة تضم مراكز المدن، ومنعها من ممارسة أعمالها في الأحياء السكنية للبيض حصرياً. كما صدر قانون كشف الرهن العقاري للمساكن home mortgage disclosure, 1975 الذي

<sup>160</sup> - الإسكان والدورة الاقتصادية، آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، أبريل 2008، ص ص105 - 104.

يتطلب من البنك المقرض الإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة بالشخص المقترض، أرادت الحكومة من ذلك التعرف على ما إذا كان هناك تمييز عنصري من قبل البنوك في منح القروض العقارية.<sup>161</sup> وقد أدت هذه الوضعية إلى تغيير هيكل سوق رهن العقارات المحلية *marché hypothécaire résidentiel* من هيكل يعتمد على مؤسسات إيداع محلية تمنح القروض إلى هيكل يرتكز على البنوك ومؤسسات الأوراق المالية في وول ستريت، التي تستخدم الابتكارات المالية بغرض إعادة تشكيل الرهونات في صورة أوراق مالية من خلال مشتقات القروض، وأوراق مالية مدعمة بديون.<sup>162</sup> وقد أدى هذا إلى ارتفاع نسبة الأفراد المالكين للعقار في الولايات المتحدة في السنوات الأخيرة وهذا ما يوضحه الشكل التالي.

شكل 6: مقياس معدل ملكية العقار في أمريكا.



المصدر: وشاح رزاق، مرجع سبق ذكره، ص 14.

وقد تدخلت الحكومة الأمريكية لزيادة الملكية العقارية لمحدودي الدخل، وبسطت قواعد الإقراض العقاري، وذلك من خلال عدم اعتبار التاريخ السيئ للإقراض مشكلة أو عائقاً للإقراض وكذلك بالنسبة للدخل، مع عدم ضرورة تقديم دفعة أولى، أما بالنسبة لقيمة القرض إلى قيمة العقار فلم تعتبرها مؤشراً مهماً.<sup>163</sup> يتبين مما سبق ارتفاع نسبة ملكية العقار في أمريكا بعد تدخل الحكومة الأمريكية في سوق العقار وتنشيط القروض عن طريق الابتكارات المالية.

<sup>161</sup> - وشاح رزاق، مرجع سبق ذكره، ص 15.

<sup>162</sup> - Randall Dodd, Subprime : topograohie d une crise, op-cit, p 16.

<sup>163</sup> - وشاح رزاق، مرجع سبق ذكره، ص 14.

### 3- قروض الرهن العقاري عالية المخاطر subprime :

يعتبر الإقراض في سوق الرهن العقاري عالي المخاطر جديدا نسبيا، وسريع النمو من إجمالي سوق الرهن العقاري، فهو ظاهرة برزت في السنوات الأخيرة وفي الولايات المتحدة الأمريكية بالتحديد، فإلى غاية سنة 2001 لم يكن هذا النوع من القروض معروفا خارجها. يتضمن هذا النوع من الإقراض مميزات أساسيتين:

ارتفاع عدد مالكي المنازل، وزيادة فرص هؤلاء المالكين على خلق الثروة، خاصة بالنسبة للذين كانوا موضوع تمييز أو غير مؤهلين للحصول على قرض. وقد جاء هذا التوسع بتكلفة، حيث يوصف هذا الإقراض بإقراض ذي الكلفة العالية، فضلا عن أنه تقدر مبدئيا احتمالية العجز عن السداد ستة مرات أعلى عن القروض الأولية Prime Loan.<sup>164</sup>

### 3- الفرق بين قروض الرهن العقاري عالية المخاطر والقروض الأولية:

قبل معالجة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، يجب التمييز بينها وبين القروض الأولية والتي تخص قروض الرهن العقاري المكتتبه من طرف المقترضين الذين يقدمون ضمانات جيدة للسداد، أما القروض العقارية عالية المخاطر فهي عبارة عن ابتكار مالي موجه للمقترضين المعرضين للمخاطر،<sup>165</sup> وتمنح لفئة من الزبائن لا تتوفر فيهم أدنى شروط الاقتراض كالدخل والضمانات، أما القروض من الدرجة الأولى فتطبق فيها عادة الشروط الاحترازية المتعارف بها والمعمول بها عالميا وهي أخذ جميع الاحتياطات من أجل ضمان استرداد المبالغ المقرضة حسب الاستحقاقات المنصوص عليها في وثيقة القرض.

ويجب الإشارة أنه غالبا ما يفترض مؤشر FICO لمحددات الجدارة الائتمانية للمقترضين ( أحد مؤشرات خطر القروض المستعمل من طرف مؤسسات القرض الأمريكية، وهو مؤشر يتراوح بين 300 إلى 850 نقطة، وكلما كان المؤشر مرتفعا، ارتفعت درجة ملاءة المقترض و انخفضت احتمالية عدم السداد)، وأن الأفراد تحت عدد معين ( على سبيل المثال 640) هم عبارة عن مقترضين الرهن العقاري عالية المخاطر، لكنه في الحقيقة ليس من السهل التمييز بين مقترضين الصنفين على أساس مؤشر FICO بمفرده، لأنه بإمكان المقترضين الأوليين تسجيل مؤشر FICO أقل من 400، في حين يسجل مقترضون الرهن العقاري عالية المخاطر أكثر من 820، وهكذا فإنه من الصعب التمييز بينهما على أساس FICO، كما يصعب التمييز بينهما على أساس منتجات الرهن العقاري المستعملة.<sup>166</sup>

<sup>164</sup> - Souphala Chomsisengphet, Anthony Pennington-Cross, The evolution of subprime mortgage market, Consulté le 15-12-2009. <http://research.stlouisfed.org/publications/review/06/01/ChomPennCross.pdf>

<sup>165</sup> - Patrick Artus et autres, La crise des subprimes, Conseil d'analyse économique, La documentation française, Paris 2008, p28

<sup>166</sup> - James R. Barth et autres, Surprise : Sub-prime mortgage products are not the problem, consulté le 15-12-2009. [www.ghb.co.th/en/Journal/Vol2/05.pdf](http://www.ghb.co.th/en/Journal/Vol2/05.pdf)

والواقع يتمثل الفرق بين صنفى القرضين، هو توفر القروض الأولية على شروط احترازية مضبوطة تسمح لمناح القرض استرجاع أمواله عند الضرورة، أما في حالة القروض العقارية عالية المخاطر فإن استرداد المبالغ المقترضة مشكوك فيها نظرا لطبيعة الشروط التي تم الاتفاق عليها عند منح القرض.<sup>167</sup>

### 3-2 خصائص قروض الرهن العقاري عالية المخاطر:

تطورت خصائص سوق الرهن العقاري عالي المخاطر بشكل كبير وتضاعفت بسبع مرات من 2001 إلى 2006، منتقلة من 94 إلى 685 مليار دولار، حيث نلاحظ ارتفاعا كبيرا في الاقتراضات ذات معدل متغير على حساب اقتراضات ذات معدل ثابت، فانتقلت الأولى من 1 إلى 13%، بينما انخفضت الثانية ( اقتراضات ذات معدلات ثابتة ) من 41% إلى 26%، أما باقي القروض فتتكون من القروض الهجينة hybrides ( ذات معدل ثابت في السنوات الأولى ثم يصبح متغير)، أما قروض ballons فتتص على تسديد جزء كبير من رأس المال في نهاية الفترة، حيث انتشرت هذه الأخيرة في 2006، وشكلت 15% من قروض العقارية عالية المخاطر مقابل أقل من 3% عام 2005.<sup>168</sup>

فقد تطورت مجموعة من المنتجات الجديدة وبالخصوص ذات معدلات فائدة متغيرة في سوق الإقراض عالي المخاطر، ففي حين يتوجب على المقترض الكلاسيكي أن يكون مقترضا قادر ا على السداد، كأن لا تتجاوز مصاريف السداد 25% من عوائده، فإن القروض الجديدة سمحت بتطوير شروط جديدة تسمح لمختلف شرائح المقترضين بالحصول على الملكية، ومثال على ذلك القروض التي تستوجب فقط دفعات الفوائد interest only mortgage payments، التي من خلالها لا يدفع المقترض سوى معدلات الفائدة على فترة ثابتة (من 3 إلى 10 سنوات) ومن بعدها ينتقل إلى مرحلة الاهتلاك الكلاسيكي، مع المراجعة السنوية لمعدلات الفائدة في حالة قروض ذات معدل فائدة قابل للتعديل، أما قروض الرهن العقاري ذات معدلات فائدة قابلة للتعديل adjustable rate mortgage ARM فغالبا ما تكون معدلات فائدة منخفضة خلال الثلاثة أشهر الأولى ثم ترتفع. وشكل هذان النوعان من القروض 30% من إصدارات القروض في 2005، بعد أن كانت أقل من 5% في سنة 2002.<sup>169</sup>

### 3-3- المؤسسات المقدمة للقروض العقارية عالية المخاطر:

تعتبر الهيئات المنشئة لقروض الرهن العقاري عالية المخاطر ذات طبيعة مختلفة وتشمل:

- بنوك تجارية متخصصة في نشاط القروض.
- مؤسسات الرهن العقاري Mortgage companies: وهي عبارة عن مؤسسات غير بنكية، (وغير خاضعة لنسب الملاءة)، تقوم بعمليات الإقراض برأس مال غير كاف، مستعملة أموال قصيرة الأجل لتمويل قروض الرهن العقاري ذات المخاطر، مع عدم الاحتفاظ بهذه القروض إلا نادرا.

<sup>167</sup> - عبد القادر بلطاس، نداعيات الأزمات المالية العالمية، أزمة Subprime، Légende، الجزائر، 2009، ص 13.

<sup>168</sup> - Patrick Artus et autres, op-cit, p28

<sup>169</sup> - Christine Riffart, la crise immobilière aux états- unis : l'éclatement de la bulle, Crise financière analyses et propositions, Revue d'économie financière en collaboration avec risques, Hors série, N 73-74, Juin 2008, p 99.

- بنوك عالمية أو مؤسسات مالية ذات محفظة نشاطها متنوع.<sup>170</sup>

### 3-4 خصائص مقترضى القروض العقارية عالية المخاطر:

يتوفر مقترضو قروض الرهن العقاري عالية المخاطر على الأقل على خاصية واحدة من الخصائص الخمسة التالية، وهذا وفق interagency expanded guidance for subprime lending programs 2001

- حدوث التأخر عن السداد مرتين على الأقل لأكثر من 30 يوم خلال 12 شهر الأخيرة، أو على الأقل تأخر عن السداد يفوق 60 يوم خلال 24 شهر الأخيرة.

- عجز عن السداد المسجل خلال متابعة قضائية وهذا لضمان قرض محصل عليه سابقا خلال 42 شهر الأخيرة.

- وضعية عدم ملاءة منذ 5 سنوات.

- احتمال مرتفع لعدم السداد، سواء كان مؤشر FICO أقل أو يساوي 660، بينما اعتبرته مصادر أخرى أقل أو يساوي 640.

- صعوبات في تأمين نفقاته الضرورية بعد الدفع الشهري، أو أن نسبة

الدفعات الشهرية / متوسط العائد الشهري تساوي على الأقل 0.5 .<sup>171</sup>

## المطلب الثالث: مختلف الطروحات المفسرة للأزمة الراهنة.

تعددت الآراء المفسرة للأزمة وتباينت من محلل لآخر، وسنقدم فيما يلي أبرز آراء وتحاليل الخبراء الاقتصاديين المفسرة للاختلالات الاقتصادية الكلية.

### 1- فائض السيولة:

شكل النمو الكبير للسيولة العالمية خلال السنوات العشر الأخيرة أحد الأسباب الرئيسية للأزمة، حيث تجد الأزمة جذورها في نمو وتكاثر المنتجات المالية المنفصلة عن الاقتصاد الحقيقي، الذي لم يكن ليتحقق دون النمو الهائل للسيولة للسنوات التي سبقت الأزمة.

### 1-1 نمو السيولة على المستوى العالمي:

إن النمو الكبير للسيولة النقدية الناتج عن عولمة التمويل بعد ترابط الأسواق العالمية التي كانت معزولة سابقا، والمدعمة بفعل نمو أدوات مالية جديدة، عمل على تخفيض معدلات الفائدة على المدى الطويل والقصير، وهكذا أصبحت الاقتصاديات تستند إلى اعتبارات مالية وليس اقتصادية، حيث ازدادت درجة التركيز

<sup>170</sup> - Laure Klein, op-cit, 2008, p37

<sup>171</sup> - Laure Klein, Ibid, p30

في قطاع البنوك التجارية، وارتفعت عمليات الإقراض، ونمت المؤسسات الاستثمارية غير البنكية التي تسعى جميعها لتحقيق عائداً فوق المعدل المتوسط.<sup>172</sup>

والواقع أنه مع سيادة فكرة too big to fail فكل السلوكيات كانت تبحث عن المكافآت الكبيرة، وبدلاً من استثمار الأعوان الاقتصاديين في سندات الدولة فقد فضلوا الطرق التي تحقق لهم أفضل عائد رغم خطورتها، حيث كلما كان الأصل سائلاً كان أقل مردودية. لكن السيولة تراجعت بسبب قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، وانهار أسواق البورصة وتذبذب سوق ما بين البنوك.<sup>173</sup> وقد دعم النمو الهائل للسيولة نمو وتكاثر المنتجات المالية المنفصلة تماماً عن الاقتصاد الحقيقي، وبهذا أحدثت السيولة غير المراقبة ذعراً بنكياً، فتوقفت المعاملات بين المؤسسات المالية وأدت إلى أزمة سيولة.

### 1-2 أسباب ارتفاع السيولة:

أما فيما يخص العوامل المسببة لارتفاع السيولة، فهي تعتبر خارجية أكثر منها داخلية، وفي هذا المجال يمكن الإشارة -على الأقل بالنسبة للفترة الحديثة- إلى النمو السريع لاحتياطات صرف البنوك المركزية للبلدان الناشئة (بصفة خاصة الصين) والبلدان المصدرة للمواد الأولية، وفي هذا السياق يشير رينهارت Reinhart 2007 إلى أن احتياطات الصرف العالمية قد ارتفعت تقريبا إلى 1400 مليار دولار. ويرجع ارتفاع الاحتياطات إلى الفوائض التجارية ومعدل الادخار الكبير في البلدان الناشئة التي تعرف معدلات نمو مرتفعة منذ عدة سنوات.

أما العوامل الداخلية، فتخص التوسع في القروض وانخفاض معدلات الفائدة الحقيقية وارتفاع الابتكارات المالية التي غدت السيولة العالمية، حيث لم تولد هذه الأخيرة مخاطر تضخمية لكنها بدت تحت الرقابة بسبب المصادقية المكتسبة من طرف البنوك المركزية.<sup>174</sup>

وتعود السيولة العالمية إلى تراكم احتياطات صرف البلدان الناشئة وصادرات المواد الأولية، فإذا اشترى بنك مركزي سندات بالعملة الأجنبية ليرفع احتياطياته من الصرف، فإنه يقدم السيولة لبائعي هذه السندات، فإن هذا الإفراط في السيولة يغذي مبدئياً سيولة البنوك التي يمكن أن تؤدي إلى الإفراط في الإقراض، ارتفاع شراء الأسهم وبالتالي ظهور فقاعة الأصول.

كما يعود الإفراط في السيولة إلى غياب التنسيق الدولي للسياسات النقدية، خاصة بين الولايات المتحدة الأمريكية حيث السياسة النقدية لا تهدف إلى رفع معدلات ادخار الأفراد وتخفيض العجز الخارجي،

<sup>172</sup> - مارك بليث، مرجع سبق ذكره، ص 5.

<sup>173</sup> - Andréane Fulconis-Tielens , crise, l' incontournable utilité de la liquidité, Revue Banque, N 708, Décembre 2008,

p 28

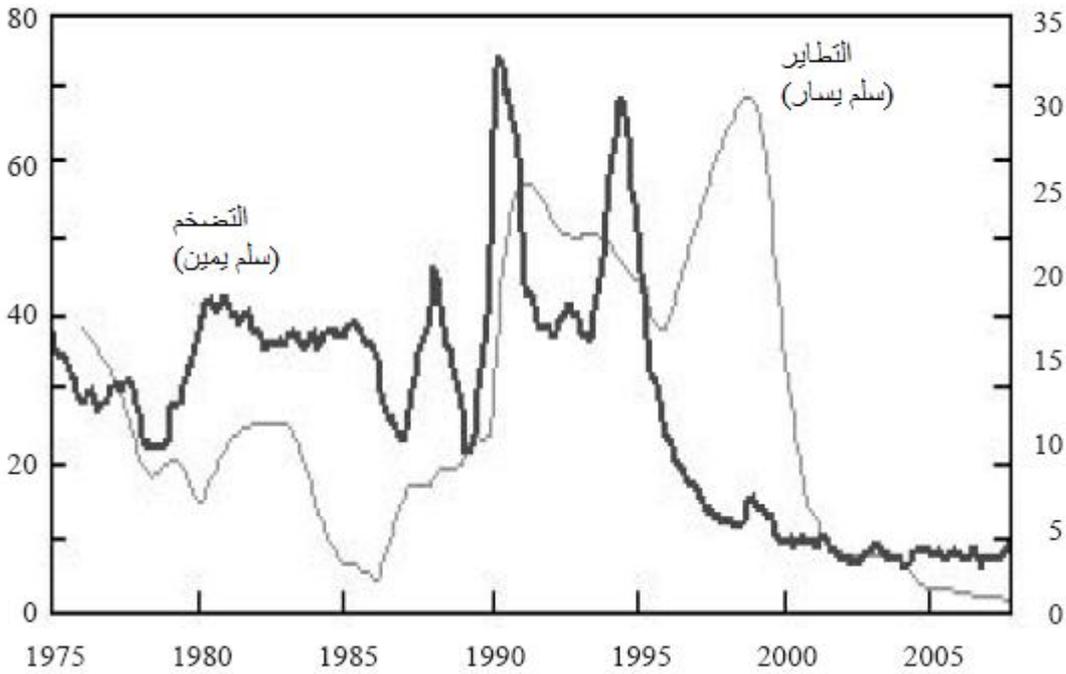
<sup>174</sup> - Patrick Artus et autres, op-cit, p15

وبين البلدان الناشئة خاصة آسيا ومصدري البترول التي تهدف إلى رفع احتياطات الصرف، وتجنب ارتفاع قيمة العملات الصعبة نسبة للدولار وهذا ما فرض الحفاظ على سياسة نقدية توسعية<sup>175</sup>.

### 1-3 نمو عالمي في إطار غير تضخمي:

يتضح مما سبق أن النمو العالمي قد تبلور في إطار غير تضخمي، وهذا ما يوضحه الشكل المقابل حيث نلاحظ الانخفاض المستمر للتضخم منتقلا من 12% إلى أقل من 5% في مدة 10 سنوات، بجانب انخفاض تطايره *volatilité*.

شكل 7: معدل التضخم العالمي و تطايره.



المصدر: Patrick Artus et autres, op-cit, p 6.

وبهذا اتخذت العولمة المالية في العقود الأخيرة طابعا جديدا من حيث الخصائص، حيث انتقلت البلدان الناشئة من وضع مدين إلى دائن لبقية دول العالم، علما أن العجز الجاري للولايات المتحدة لم يتوقف عن الارتفاع، مع سيادة نمط جديد للتمويل يعتمد على الشراء الكبير للقروض المورقة من طرف المؤسسات المالية من مختلف أنحاء العالم، وهذا ما غذى الأزمة الراهنة.<sup>176</sup>

<sup>175</sup> Patrick Artus, La crise financière : causes macroéconomiques ou microéconomiques, Journées de l'économie, 21 - 22 Novembre 2008, Lyon, p17. consulté le 01-05-2009 <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=43547>

<sup>176</sup> Olivia Montel-Dumont, Quelques bilan d'étape un an de crise bancaire et financière, Découverte de l'économie 2, question et débats contemporains, Cahier Français, la documentation française, N 347, Novembre-Décembre 2008, p 31.

يتضح مما سبق أن نقطة الانطلاق تظهر في فائض السيولة على المستوى العالمي لكن المفارقة أن الأزمة تتسم باختفاء السيولة، وهذا ما سنحاول دراسته مستقبلا.

## 2 - العجز الأمريكي وتركز الثروات:

### 2-1 العجز الأمريكي:

اتجه العديد من الخبراء والاقتصاديين إلى تقديم تفسيرات أخرى للأزمة، وبدل التركيز على الاختلالات المالية، شاطر بعض الاقتصاديين آراء غالبريت لتحليل الأزمة الحالية الذي فسر أزمة الكساد الكبير بالتباين في الدخل.

وفي هذا السياق اعتبر مارتن وولف Marten Wolf أنه من غير الممكن أن تؤدي مختلف الاختلالات في عمليات التوريق -وبشكل خاص توريق الرهون العقارية- أو غريسيان الرجل الفقاعة إلى إحداث أزمة بهذا الحجم دون توفر سبب أكثر عمقا وفي جذر الأزمة، ألا وهو العجز الهيكلي الأمريكي الذي خلق كتلة لرأس المال (تبحث عن توظيف رأس المال)، كما لم تنتج الأزمة نتيجة الهشاشة المالية والأخطاء التي ارتكبتها أكبر البنوك المركزية، بل نتجت عن الاختلالات الاقتصادية الكلية العالمية، وبالأخص التدفق القوي لاحتياطات رأس المال المتأتية من الاقتصاديات الناشئة الآسيوية (خاصة الصين) وصادرات بترول بعض الدول ذات الدخل المرتفع، ونظرا لضعف الميل التضخمي فقد مارست السلطات النقدية سياسة ذات معدلات منخفضة مما غذى المضاربة البورصية والعقارية، فتعمقت الاختلالات المالية العالمية وتعززت عن طريق الترابط الدولي.

انطلاقا من هذه الرؤية، فإن البنوك المركزية والأسواق المالية، لم تقم سوى بالتفاعل مع المحيط الاقتصادي العالمي، حيث أن الإفراط في الادخار لم يؤدي فقط إلى معدلات فائدة حقيقية منخفضة، بل خلق عرضا مقابلا لهذا الطلب، فتصدت الولايات المتحدة قائمة البلدان المستوردة لرأس المال، ووفق رأي مارتن وولف فإن الاحتياطي الفدرالي الأمريكي لم يستطيع تجنب ما كان يبدو كسياسة نقدية توسعية، أما الوسيلة الوحيدة التي كان يتوفر عليها لدعم الطلب الداخلي في مستويات مرتفعة لمواجهة تدفقات رأس المال (الدولة والقطاع الخاص) فهي المحافظة على ازدهار القروض، وبهذا لعبت الاختلالات الاقتصادية دورا مهما في تحديد قرارات السياسات النقدية والإفراط في الدائرة المالية وبالأخص في قطاع التوريق.<sup>177</sup>

### 2-2 تركيز الثروة وعدم تساوي الدخل:

ومن جهته يرجع بول جوريون Paul Jaurion الأسباب الرئيسية للأزمة الراهنة إلى عدم تساوي الدخل والعجز الأمريكي، ورأى أنه لا يمكن أن ينتج الضرر من فكرة أن تصبح العائلات مالكة لمساكنها

ومن فكرة إصدار الدولة الأمريكية للسندات، وتساءل عن النسبة القصوى للأفراد الذين يمكن أن يكونوا مالكيين لمساكنهم، حيث أن 50% من السكان يتقاسمون 2,8% من الثروة و 32,7% من الثروة يتقاسمها 1% من السكان الأكثر ثراء (وفق إحصائيات 2001)<sup>178</sup>، ويوافق في هذا الرأي بول كروجمان Paul krugman ، الذي يرى أن الولايات المتحدة عرفت منذ 1970 فراق كبيراً في الدخل، نتج عنه تراجع مجتمع الطبقة الوسطى، حيث وزعت أرباح النمو الاقتصادي بطريقة متباينة، لم يرتفع الدخل الحقيقي للفئة المتوسطة سوى 13% بين 1979 و 2005، أما بالنسبة لـ 0.1% للفئة الأكثر ثراء فارتفعت بـ 296%. وفي حين يرجع العديد من الخبراء سبب ارتفاع عدم التساوي في الدخل إلى النتيجة الحتمية للعولمة والتطور التكنولوجي، يرى كروجمان سبب تركيز الثروة لدى فئة قليلة بين 1935 و 1945 هو نتائج التغيرات السياسية.<sup>179</sup>

وفي هذا السياق يرى جاك أتالي Jacques Attali أن إحدى الأسباب الرئيسية للأزمة هو ارتفاع نسبة الأرباح من الدخل الوطني وبالخصوص أرباح القطاع المالي ، حيث مثلت 14% عام 1960 من أرباح المؤسسات الأمريكية وانتقلت إلى 39% سنة 2008، مع استحواذ الأقليات على الثروات وعلى نصف الأملاك الناشئة من 1990 إلى 2006، مما أدى إلى عدم تساوي الدخل، وهذا ما أثر سلباً على القيمة النسبية للأجور رغم ارتفاع معدلات نمو الاقتصاد الأمريكي.

والسؤال الذي يطرح، كيف يعجز اقتصاد ما عن ضمان نمو عوائده وهو ينمو بمعدل 5%، فضلاً عن هذا فقد تراجع الأجر المتوسط للفرد الأمريكي عما كان عليه في 1979، ويمكن ملاحظة حدة هذا الانخفاض لدى 20% من الأفراد الأكثر فقراً. ولم تقتصر هاته التحولات على الولايات المتحدة بل امتدت إلى الدول الأخرى، فعلى سبيل المثال عرفت القدرة الشرائية للمؤشر البورصي في فرنسا خلال عشرين سنة الأخيرة نمواً قدر بـ 120% أما بالنسبة للأجور فلم ترتفع سوى بـ 15%.<sup>180</sup>

وبهذا الصدد يمكن إدراج المعطيات التالية، فقد حققت الدول الناشئة ادخاراً معتبراً وفائضاً في الميزان التجاري ابتداء من سنة 2002 والذي بلغ 680 مليار دولار سنة 2006، في حين سجل الميزان التجاري الأمريكي عجزاً تجاوز 780 مليار دولار لنفس السنة. وقد بلغ العجز في ميزان المدفوعات للولايات المتحدة 6,2% من الناتج الداخلي الخام وحوالي 5,7% سنة 2007، يساوي هذا العجز تقريباً الفائض الميزاني للصين الذي تجاوز 9% من الناتج الداخلي الخام عام 2006 و 11% سنة 2007، وبهذا تكون قد تغيرت المعطيات المالية الدولية، وأصبحت الدول الناشئة دائنة للدول الكبرى خاصة الولايات المتحدة الأمريكية مستحوذة على ثلاثة أرباع الاحتياطي العالمي الذي قدر 3000 مليار دولار سنة 2006 حيث تستحوذ الصين لوحدها على أكثر من 1400 مليار.<sup>181</sup>

<sup>178</sup> - Paul jorion ,La bulle ou l'enfer pavé de bonnes intentions,. Consulté le 15-01-2010

[http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=1813](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=1813)

<sup>179</sup> - Paul Krugman, De la révolution inégalitaire en Amérique, consulté le 15-01-2010

[http://www.contreinfo.info/article.php3?id\\_article=1261](http://www.contreinfo.info/article.php3?id_article=1261)

<sup>180</sup> - Jacques Attali ,La crise, et après?, Fayard, Edition actualisée, Paris, 2009, p p 44,45

<sup>181</sup> - عيد القادر بلطاس، مرجع سبق ذكره، ص 25 .

وفي هذا المجال يقدم الاقتصادي بول كريغ Paul Craig وجهة نظر أخرى مفسرة للأزمة وهي إعادة التوطين délocalisation في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تم نقل الأنشطة ذات القيمة المضافة العالية مثل البحث التطوير ومراكز البحث، الهندسة وتحويلها إلى الخارج، ولم يبق سوى المال الذي أخذ في الانهيار.<sup>182</sup>

وقد أدى هذا إلى وضع حد لدخول الأفراد باستثناء الأثرياء، حيث أدى البحث عن الأرباح بالنسبة للمساهمين، وعلاوات المردودية بالنسبة للمسيرين إلى تخلص المؤسسات الأمريكية من اليد العاملة الأمريكية، وقد أدى اختفاء العمالة ذات الأجور العالية إلى ارتفاع مسؤولية العائلات الأمريكية، وإن رجوع السلع والخدمات المعاد توطينها إلى داخل أمريكا كي تباع، عمقت العجز التجاري إلى مستوى غير معقول، وسخرت قدرة أمريكا لتمويل هذا العجز.

### 3- ارتفاع المديونية:

صاحب هذا التحويل في الثروات تأثيرا هاما على الطلب، فلم تعد تتمتع الفئة الوسطى الأوروبية والأمريكية بنفس القدرة على الاستهلاك كالسابق، فضلا عن ارتفاع نسبة الشبخوخة المؤثرة سلبا على الطلب، حيث ينخفض متوسط الاستهلاك لدى الفرد ابتداء من سن الخمسين.

وللحفاظ على النمو بدون إعادة النظر في توزيع الثروات، توجب المحافظة على الطلب دون رفع الدخل، مع تحفيز الطبقة الوسطى على الاستدانة، وهذا ما قرر فعله المجتمع الأمريكي انطلاقا من بداية سنوات الثمانينات، عن طريق بطاقات القرض للاستهلاك الجاري وقروض الرهن العقاري للحصول على السكنات.

وهكذا يمكن القول إن الارتفاع الكبير للمديونية ولجوء الأعوان الاقتصاديين إلى الاقتراض، كان بهدف سد العجز في الطلب الكلي الناتج عن التراجع الكبير في كتلة الأجور من جهة، والعجز المزدوج المزمّن في ميزانية الدولة والميزان الجاري من جهة أخرى.

وقد ارتفع الدين العمومي ومديونية العائلات والمؤسسات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية، فازداد مخزون الدين العام من 996 مليار دولار عند مطلع عام 1980 إلى 5400 مليار دولار عام 1992 كما شهد مخزون الدين العام ارتفاعا هاما حيث قدر هذا الأخير في عهد الرئيس جورج بوش 10.000 مليار دولار بسبب التخفيضات الضريبية على المؤسسات وزيادة الإنفاق العسكري على الحروب التي تخوضها في كل من أفغانستان والعراق والذي بلغ في نهاية 2008 حوالي 40 مليار تريليون.<sup>183</sup>

<sup>182</sup> - Paul Craig Roberts, L'économie américaine à vau-l'eau, consulté le 15-01-2010  
2010-01-15 [http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=2170](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=2170),

<sup>183</sup> - مسعود مجبنة، الأزمة المالية العالمية الراهنة: انعكاساتها على الاقتصاد العالمي وكيفية مواجهتها مع الإشارة إلى حالة اقتصاد الجزائر، المؤتمر

العلمي السنوي الثالث عشر الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 6.

يمكننا تحليل المديونية الأمريكية للسنوات الأخيرة من تقدير الارتفاع المتنامي للضعف الذي أصاب اقتصادياتها منذ 1980، حيث قدرت 160% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1980، وارتفعت إلى 264% بداية 2007، ما يوافق 35.807 مليار دولار خارج عملية التوريق، أما مديونية العائلات فقدت 13.100 مليار دولار من هذا المجموع، مع نسبة 10.000 مليار من قروض الرهن العقاري السكنية، كما بلغت القروض المورقة 6.000 مليار، وهذا ما جعله يلعب دورا هاما في الأزمة الراهنة (بلغ الرهن العقاري للعائلات الأمريكية 120% من الناتج المحلي الإجمالي في بداية 2007).

و رغم أهمية هذه المعطيات فهي لا تشرح عمق الأزمة وتجاوزها الإطار الأولي، وهذا ما وفرته معطيات بنك التسويات الدولية BRI التي ساهمت في توضيح تكلفة القروض البنكية العالمية (لا تتضمن هذه المعطيات القروض السكنية و لا حجم عمليات التوريق) والتي قدرت بـ 37.400 مليار دولار نهاية 2007، مرتفعة بـ 147% نسبة إلى 2002 و بـ 54% نسبة إلى 2005.<sup>184</sup>

وبالفعل تطور الاقتصاد الأمريكي اصطناعيا بسبب الإفراط في المديونية لكل الأعوان الاقتصاديين من الدولة الفيدرالية والأفراد من خلال قروض الرهن العقاري والمؤسسات عن طريق توريق القروض، والنتيجة أن هذا الميكانيزم سمح بتدعيم المديونية حتى انطلقت أزمة الرهون العقارية عالية المخاطر في صيف 2007.<sup>185</sup>

ومن هنا يمكن أن نستخلص أن المديونية لم تقتصر على سوق الرهن العقاري الأمريكي بل كانت في قلب النظام المالي العالمي تحت استعمال متنامي لرافعة المديونية، وكانت من أبرز جذور الفقاعة. و عليه، تعتبر هذه الاختلالات اقتصادية كلية، أقرت الهشاشة التي أخفتها نجاحاتها:

تحرير الأسواق المالية، تكامل الاقتصاديات، الإجراءات المتخذة من طرف البنوك المركزية لمحاربة التضخم وهذا ما يطلق عليه مفارقة السلام *paradoxe de tranquillité*، عبارة تعود للاقتصادي هيمان مانسكي الذي طور في السبعينيات فكرة أن أزمة المديونية المفرطة تتحضر لما تسير الأمور بشكل جيد، حيث يستفيد الأعوان الاقتصاديون والمؤسسات من النمو ومعدلات الفائدة المنخفضة للإقراض فيرتفع الاقتراض إلى حد يتجاوز المعقول، وبعودة ارتفاع معدلات الفائدة كنتيجة للانكماش النقدي تصبح المديونية غير محتملة. وفيما يخص الأزمة الراهنة فقد ازدوجت مفارقة السلام مع مفارقة المصادقية (Borio et Shin 2007) حيث عززت محاربة التضخم مصادقية البنوك المركزية وأدت إلى مديونية مفرطة وارتفاع البحث عن المردودية.<sup>186</sup>

انطلاقا مما سبق، نستنتج أن الأزمة اندرجت في إطار الاختلالات الاقتصادية الكلية في ظل تركيز الثروة وعدم تساوي الدخول، وقد أدى ارتفاع السيولة إلى التوسع في عمليات القرض، وارتفاع أسعار الأصول،

<sup>184</sup> - André Icard, Une autre crise ou une crise autre ?, L'année des professions financières 2008-2009, Association d'économie financière, Volume n 4, 2009, p33

<sup>185</sup> - Jean-Hervé-Lorenzi, Une crise si profonde, Problèmes économiques, La documentation française, N 2970, Avril 2009, p 5.

<sup>186</sup> - Patrick Artus et autres, op-cit, pp 13,14

وإلى البحث عن أصول أكثر خطر لتوظيفها بحثاً عن العائد، وهذا ما أدى إلى اتخاذ مخاطر أكبر، في ظل العديد من الاختلالات المالية التي ساهمت في تأزم الأوضاع.

## المبحث الثاني: الاختلالات المالية المفسرة للأزمة.

عرف عالم التمويل وأسواق المال العديد من التطورات والتغيرات في شكل مبتكرات ومنتجات مالية، ازدهرت في ظل وفرة السيولة. وقد عرفت هذه المنتجات انتشارا واسعا وأصبحت متداولة في أسواق المال الدولية، وللاشارة فإن هذا التداول قد نمى في ظل ضعف الرقابة التنظيمية، الأمر الذي أدى إلى البحث عن المردودية وارتفاع المديونية، وقد تفاعلت كل هذه التحولات مع الفقاعة العقارية ونتاج عن ذلك حدوث الأزمة. ولهذا سنتطرق إلى دراسة تغير النموذج البنكي والإفراط في المخاطر، ومختلف الاختلالات المالية الأخرى المفسرة للأزمة.

### المطلب الأول: تغير النموذج البنكي، الإفراط في المخاطر والبحث عن المردودية.

تعكس الأزمة الحالية ظاهرة التقييم السيئ للمخاطر من طرف المؤسسات المالية، المستثمرين، المنظمين ووكالات التصنيف الائتماني في ظل الوفرة المالية والابتكارات المالية، حيث أدى هذا التقييم إلى ارتفاع المديونية والبحث عن المردودية وتسجيل مستويات عالية من الرافعة المالية.

#### 1- البحث عن المردودية والتوسع النقدي:

بعد انهيار القيم البورصية ابتداء من سنة 2000 ، اضطر الوسطاء الماليين إلى البحث عن توظيفات جديدة عالية المردودية بهدف إرضاء زبائنهم، فتوجه المستثمرون إلى أسواق السندات *marché obligataire* بديلا عن أسواق الأسهم بسبب اضطراباتها. وفي ظل ازدياد منافسة الوسطاء الماليين الجدد خاصة صناديق التحوط، تبنت المصارف نوعين من الإستراتيجية:

- زيادة حجم نشاطها بتسهيل شروط منح القروض.
- عملية الابتكار.

وهذا ما توصلت إليه الدراسة التي أعدها ديل أريسيا، إيقان ولايفن Dell ariccia , Igan et Laeven (2008) (المتوفر على قاعدة بيانات أساسية باستعمال سجل الطلب على قروض الرهن العقاري *home mortgage disclosure Act HMDA* للعائلات الأمريكية في الفترة 2000-2006)، والتي بينت أن البحث عن مردودية أكبر يشكل أحد العناصر الأساسية المسؤولة عن الأزمة، وذلك من خلال إبراز العناصر التالية:<sup>187</sup>

- ارتفاع حجم القروض مرتبط بتراخي شروط الإقراض.
- ارتفاع حجم القروض مرتبط بمنافسة قوية بين المؤسسات المالية.

<sup>187</sup> - Patrick Artus et autres, op-cti, p33

- تراخي شروط الإقراض مرتبط بانتشار عملية التوريق، حيث أن تدهور هذه الشروط كان أكبر في المناطق التي ترتفع بها نسبة القروض المورقة.

- توسع أكبر للقروض مرافق لارتفاع أسعار العقار، وهذا هو مفهوم المضاعف المالي حيث يبدو أن المؤسسات المالية راهنت على الارتفاع المستمر للأسعار مع فكرة أن المقترضين يمكنهم دائما سداد قروضهم عن طريق بيع العقار.

- الدور الأساسي الذي لعبته الشروط النقدية الميسرة.

وفي هذا الإطار أشار جون ب تايلور John B Taylor أنه عادة ما يرد تفسير الأزمات إلى التراكمات النقدية التي تؤدي إلى ازدهار وانهايار حتمي. أما فيما يخص الأزمة الراهنة فهي تعبر عن حالة ازدهار عقبها انهايار سوق العقار واضطرابات مالية في الولايات المتحدة الأمريكية والبلدان العالمية الأخرى، حيث أرجع السبب الأساسي للأزمة إلى سياسة نقدية توسعية أدت إلى تخفيض معدلات الفائدة.<sup>188</sup>

يتضح مما سبق أن نمو عمليات الإقراض أرفق بتراخي معايير الإقراض، وهذا ما عزز الممارسات المالية عالية المخاطر.

## 2- نظام بنكي ذو حدود غير واضحة المعالم:

تجدر الإشارة أنه لم يقتصر منح قروض الرهن العقاري عالية المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية على الإطار البنكي، بل تعدته إلى مجموعة من الوسطاء الماليين، وبالتالي فلم تكن خاضعة لنفس نوعية الإشراف الذي تخضع له البنوك. فقد لعبت مركبات الاستثمار المهيكلة SIV structurel investment vehicles دورا مشابها للبنوك، فهي تقتصر لأجل قصير وتمول منتجات مهيكلة طويلة الأجل ذات أجر جد عال، فحققت بذلك أرباحا مهمة في فترة سريعة، ونظرا لعدم خضوعها لنفس الشروط التنظيمية مثل البنوك، فقد استحالت عليها إعادة التمويل وبالتالي متابعة نشاطها عند تراجع السيولة في الأسواق.<sup>189</sup>

وفي غالب الأحيان يتم منح هذه القروض من طرف وسطاء يعملون لحساب المؤسسات غير البنكية، فلم يعد النظام البنكي الوحيد القادر على منح القروض للاقتصاد، بل فتح التوريق سوق الإقراض إلى مستثمرين غير بنكيين، وسمح بزيادة مصادر إعادة التمويل عن طريق تحويل الأصول غير السائلة بميزانياتها إلى أصول سائلة، وبهذا فقد لعبت البنوك دور الوسطاء تتحصل على نسبة متنامية من العوائد عن طريق تشكيلها لمحظة من الديون، توزعها على شكل أوراق مالية لمستثمرين ماليين في الأسواق المالية.

وبالإضافة إلى ما سبق فقد اصطحب التوريق بتطورات أساسية أدت إلى مشاكل هيكلية وضعت أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر في دائرة الضوء، حيث أدى الابتكار المالي إلى خلق منتجات مالية

<sup>188</sup>- وشاح رزاق، مرجع سبق ذكره، ص7.

<sup>189</sup> De la crise financière à la crise économique, Documents et débats, Banque de France , N 3 Janvier , 2010 , p5.

Consulté le 25-03-2010 . [http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/doc\\_debat/numero\\_3/integral.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/doc_debat/numero_3/integral.pdf)

صعبة التقييم، كما رافق التخلي عن الوساطة المالية غياب الشفافية في النظام المالي مما ساهم في عدم تناظرية المعلومات.<sup>190</sup>

### 3- تغيير النموذج البنكي:

سمحت التطورات التي طرأت على النموذج البنكي بقطع سلسلة الرقابة بين المقرض والمقترض، فبعد أن كان من مصلحة البنك التأكد من ملاءة زبائنه في حالة رغبته في تقديم القروض، واستمراره لعملية المراقبة طول مدة القرض، واحتفاظه بالقرض في ميزانيته حتى تاريخ السداد -وبهذا يتحصل البنك على هامش فائدة تشكل العنصر الأساسي من الناتج الصافي للبنك (الهامش الصافي للبنك) - أصبح النموذج البنكي الجديد الخاص بالقرض أكثر ربحية من النموذج التقليدي، قائماً على قطع وإخفاء سلسلة الرقابة والمسؤولية في ظل عملية توريق القروض، حيث يسمح نفس المبلغ من الأموال الخاصة بتقديم أكبر حجم من القروض.<sup>191</sup>

وفي الواقع تميز نموذج تسيير ميزانيات البنوك إلى غاية التسعينيات بمنح القرض والاحتفاظ به في الميزانية حتى السداد، وبهذا تضمن المؤسسات المنشئة تسيير خطر القرض، دون تدخل طرف ثالث في عملية الاقراض بين المدين والدائن. ففي سنوات التسعينيات تم التخلي عن النموذج الكلاسيكي نموذج إصدار القروض والاحتفاظ بها *originate and hold model* وحل مكانه نموذج إصدار القروض وتوزيعها *O& D* *originate and distribute model*، فلم يعد يحتفظ بجزء من القروض الممنوحة من طرف المنشئ بل يتم بيع الديون إلى المستثمرين عن طريق التوريق، أما فيما يخص نموذج الأعمال لإصدار القروض وتوزيعها *originate-to-distribute business model* *OTD* الذي ظهر في نهاية التسعينيات، وعرف توسعا كبيرا مع مطلع الألفية الجديدة، فهو يمثل الشكل الأقصى للنموذج السابق، حيث يتم منح نسبة هامة من القروض بغرض وحيد هو التخلي عنها في الشهور المقبلة من طرف منشئها.

أما فيما يخص سوق توريق قروض الرهن العقاري عالية المخاطر فقد توجه نحو نموذج الأعمال لإصدار القروض وتوزيعها وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

<sup>190</sup> La crise financière, Documents et débats, Banque de France, .N 2, Février 2009, p28. consulté le 01-08-2009

[http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/doc\\_debat/numero\\_2/integral.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/doc_debat/numero_2/integral.pdf)

<sup>191</sup> Bertrand Jacquillat, Institutur de nouvelles règles de gouvernance des institutions financières, Problèmes économiques, La documentation française, N 2958, Novembre 2008, p10

جدول 1: النسبة المئوية للتطور السنوي لقروض الرهن العقاري عالية المخاطر المورقة (2001-2006)

السنوات	منشئ القروض	إصدار mbs subprime (مليار دولار)	التوريق (%)
2001	190.00	87.10	46%
2002	231.00	122.70	53%
2003	335.00	195.00	58%
2004	540.00	362.63	67%
2005	625.00	465.00	74%
2006	600.00	448.00	75%

المصدر: Laure Klein, op-cit, p 41,

ومن خلال الجدول التالي يمكن ملاحظة الارتفاع الكبير لعمليات توريق قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، إلى درجة أنه في 2006 تم توريق 75% من القروض، ووفق هذا النموذج الجديد، تقسم القروض لمجموعة من المنتجات المورقة وتباع لمستثمرين آخرين، وهذا ما لعب دورا رئيسيا في الأزمة الراهنة.

#### 4- عمليات مالية عالية المخاطر:

يعتبر الإفراط في المخاطر من إحدى العوامل المفسرة لجذور أزمة الرهون العقارية، هذا الإجراء المتبع من طرف معظم المتدخلين من مقترضين، منشئين، ووسطاء ماليين، وتصرف وكالات التصنيف الائتماني. إن إحدى الركائز الأساسية التي يقوم عليها الإشراف على الجهاز البنكي، هو أن ارتفاع حجم القروض يرفق بزيادة احتياجات رأس المال الخاص للبنك، وهذا ما يقيد البنوك في عرضها للنقود. لكن هذا الميكانيزم المثبت لم يلعب دورا معتبرا في السنوات الأخيرة، حيث تأقلمت المؤسسات المالية بشكل جيد مع هذه الالتزامات عن طريق الابتكار وبصفة خاصة مع تطوير التوريق.<sup>192</sup>

وفي هذا الإطار أرجع ستيغليتز الأزمة إلى سوء نية البنوك والمؤسسات، عن طريق تحويل القواعد المعمول بها، ورفض كل تنظيم من شأنه إعاقه الابتكار المالي، فقد أخفق النظام المالي الأمريكي في مهمتين أساسيتين: تسيير المخاطر وتخصيص رأس مال، فلم تقم هذه الصناعة بما كان ينبغي أن تقوم به مثل خلق المنتجات التي تساعد الأمريكيين على تجاوز المخاطر الأساسية وتسمح لهم بالاحتفاظ ببيوتهم في حالة ارتفاع معدلات الفائدة أو انخفاض أسعار العقار، حدث كل هذا باسم الابتكار.<sup>193</sup>

وفي هذا الإطار اعتمدت أغلب المؤسسات المقرضة لقروض الرهن العقاري عالية المخاطر على إقراض مفرط غير حذر، فضلا عن احتواء نظام رقابة البنوك والتأمينات في الولايات المتحدة على العديد من

<sup>192</sup> - Patrick Artus et autres, op-cit, p35

<sup>193</sup> - Joseph Stiglitz, La malhonnêteté des établissements financiers est à l'origine de la crise, consulté le 05-11-2009, [http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=2167](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=2167)

السلبيات حيث يتشكل من مجموعة من الفاعلين الذين يفتقدون إلى تنسيق مؤسساتي، حيث استطاعت البنوك الاستثمارية - المراقبة من طرف لجنة الأوراق المالية والبورصة securities and exchange comission التي تعبر عن وكالات لضبط الأسواق المالية- أن تجمع أثر رافعة من 30% إلى 40%.<sup>194</sup> وعليه فقد افتقد النظام المالي الأمريكي إلى إشراف مالي وبنكي مناسب مما زرع الاستقرار المالي العالمي.

وإلى جانب هذه العناصر تشترك الأزمة الراهنة مع أزمات مالية سابقة في عدة عناصر مفسرة لجذور الإفراط في المخاطر، حيث نسجل تصرف المخاطر المعنوية بسبب الضمان الضمني لتدخل السلطات النقدية، ذلك أن توقع تدخل مقرض من الدرجة الأخيرة في حالة خطر عدوى عدم السداد، يمكن أن يؤدي بمؤسسات القرض إلى الإفراط في المخاطر.

فإن المسألة القائلة أن هناك طرفا ثالثا يتحمل تكاليف خسارة، تحفز المستفيد من الضمان على اتخاذ مخاطر أكبر من عدم وجود هذا الطرف. ويتبع هذا التصرف الإجراءات السابقة المتخذة من طرف السلطات النقدية في مواجهة أخطار العدوى (إنقاذ LTCM في 1998، المعدلات المركزية الحقيقية السابقة بعد انفجار فقاعة القيم التكنولوجية عام 2001) وإلى جانب ما ذكر آنفا يحظى اتخاذ الدوري للمخاطر أهمية خاصة من طرف الأعوان فهو مرتبط بالطرف الاقتصادي، حيث دفع التوسع النقدي وأهمية الاستثمار العقاري بالمؤسسات المنشئة إلى التقييم السيئ للمخاطر، وأبرز مثال على ذلك هو سلوك مؤسسات القرض حيال تدهور نوعية قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بين 2001 و 2006 حيث لم تأخذ المؤسسات المقرضة بعين الاعتبار المخاطر الكبيرة التي تواجهها.<sup>195</sup>

وبهذا يعتبر سلوك البنوك الخاص بمنح القروض مساهرا للاتجاه الدوري للدورة الاقتصادية، أي تخفيف الشروط عندما تكون الظروف ملائمة وتشديدها في حالة تقلب الوضع، وهذا ما لعب دورا أساسيا في أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر.

## 5- وكالات التصنيف الائتماني:

ترتب عن انقطاع العلاقة بين المدين والدائن -في ظل نموذج الأعمال لتوزيع القروض وتوزيعها- تخلي المقرض الأصلي عن المسؤولية، وغموض كبير واستحالة إتباع التاريخ الائتماني للمدين وتعدد سلسلة الإقراض، وفي هذا الإطار اكتسب التقييم أهمية كبيرة.

إن إحدى الوظائف الرئيسية للأسواق هي معالجة المعلومات المتاحة للتمكن من الحصول على أسعار مختلف الأصول المالية، خاصة وأن الأعوان الاقتصاديين لا يتوفرون على نفس القدرة على تحليل المعطيات. وفي هذا الصدد توفر وكالات التصنيف للمستثمرين معطيات حول خطر عجز المصدر عن السداد، حيث

<sup>194</sup> - André Icard et autres, op-cit, p30

<sup>195</sup> - Laure Klein, op-cit, pp 73-74.

يرافق التنقيط تطور الأسواق السائلة والعالمية، وبهذا شكل التنقيط شرطا ودعامة رئيسية للاشتغال الجيد للأسواق، وهذا ما كشفه انهيار سوق التوريق.

ومن المفترض أن تكون هذه الوكالات مستقلة ونزيهة، تفحص وضعية المؤسسات بغرض اطلاع المدخرين والمستثمرين عن حالتها المالية، ومدى شفافتها. فتعتبر مؤسسات خاصة أهمها &poor s و standar و Moody s و Fitch من مصلحتها القيام بمهامها بأكثر دقة بغية الحفاظ على صورتها وسمعتها، وإرضاء زبائنها، الذين يتوجهون لمنافس آخر في حالة اعتبارهم أن التنقيط غير عادل.

لكن وعلى غرار الفاعلين في هاته الأزمة، قامت هذه الوكالات بالبحث عن تحصيل أكبر قدر من الأرباح من الزبائن، فتساهلوا في أداء مهامهم، وتضاعف الدخل الإجمالي للوكالات الثلاث الأساسية ما بين 2002 و 2007 منتقلا من 3 إلى 6 ملايين دولار.<sup>196</sup>

ولم يقتصر الإشكال على هذا الأمر، بل تعداه إلى النماذج التي استخدمتها وكالات التصنيف، فهي غير كافية للتنبؤ بمستوى حالات عدم الملاءة الفردية، وكيفية وقوعها عبر أسواق العقار في الولايات المتحدة الأمريكية.<sup>197</sup>

وفي مقابل تعقد المنتجات التي يتم تنقيطها، اكتفت وكالات التصنيف باستعمال المعايير التقليدية التي تصلح للمنتجات الكلاسيكية مع التقييم السيئ للمخاطر، كما شكل عددها المحدود إشكالا ذي طبيعة ومخاطر مختلفة، حيث وجدت نفسها في صراع للمصالح.

وقد كشفت الأزمة الراهنة أن التنقيط أخذ بعين الاعتبار خطر العجز عن السداد، ولم يدمج أخطارا أخرى كخطر السيولة، خاصة وأن المخاطر الأخرى تعد عنصرا أساسيا في تطور أسعار المنتجات المهيكلة.

## 6- الرافعة المالية:

تقيس الرافعة درجة مديونية الأفراد، المؤسسات أو المؤسسات المالية من أجل الحصول على سلع أو أصول. وفي هذا الإطار تستعمل البنوك رافعة المديونية وتسيرها تبعا لنشاطها ويمكن أن نميز بين:

**البنوك التجارية:** تتوفر هذه البنوك على هدف ثابت لرافعة المديونية، فعند ارتفاع قيمة أصول الميزانية ترفع البنوك ديونها للمحافظة على هذه الرافعة، أما في الحالة العكسية عندما تنخفض قيمة أصول البنوك، فتقوم ببيع أصولها وتخفيض ديونها للحفاظ على رافعة مستقر.

**بنوك الاستثمار:** تعدل ميزانيتها تبعا لتغيرات الأسعار والمخاطر، بهدف أن تكون الرافعة مرتفعة في فترة النمو وضعيفة في فترة الركود فهو دوري.

<sup>196</sup> - Jacques Attali, op-cit, p58

<sup>197</sup> - راندال دود، بول ميلز، تفشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008، ص15.

ويقصد برافعة المديونية اقتراض مبالغ مهمة من الأموال لرفع الأرباح المنتظرة من التوظيفات. فإذا افترضنا أن مؤسسة تتوفر على رأس مال 100 مليار أورو لتستثمر في مشاريع الفندقية، كل مركب فندقي يتطلب مبلغ 100 مليار، مع توقع عائد 1% (10 مليون) من رأس مال المستثمر، و إذا افترضنا كذلك أن إنشاء مركبين فنديين يتطلب اللجوء إلى البنوك في كل مشروع بنسبة 50% من المديونية في المشروعين، وأن معدل الفائدة 5% (2.5 مليون) فإن النتيجة الصافية المتاحة للمستثمرين تصبح 7.5 مليون للفندق الواحد، ويقدر الربح 15 مليون أورو في الفندقين. وبهذا رفعت المديونية من نتيجة المؤسسة.<sup>198</sup> وقد اتخذ هذا العنصر بعدا مهما في الأزمة الراهنة، خاصة وأنه أدى إلى الفقاعة.

وقد سمحت الأزمة الراهنة بتوسع المؤسسات المالية في أصول المديونية، حيث تعدت كونها مجرد مديونيات فردية، واتخذت عادة شكل مديونيات قابلة للتداول في الأسواق المالية، خاصة في إطار ما يعرف ببنوك الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية التي لا تخضع لرقابة البنك المركزي، حيث توسعت بعض البنوك في الإقراض لأكثر من ستين ضعف حجم رؤوس أموالها كما في حالة بنك UBS، وهذا ما يعني مزيدا من المخاطر في حالة تعرض المدينين لمشكلة في السداد.<sup>199</sup>

وعليه وبغرض التخفيض من المخاطر في عمليات الإقراض يجب توفير هامش ضمان لإتمام تلك العمليات، وهذا ما يتطلب من المدين المقترض تملك حدا أدنى من الثروة أو الأصول العينية كي يتمكن من الاستدانة، أما البنك أو المؤسسة المالية المقرضة فلا يجب أن تقرض أكثر من نسبة معينة من رأسمالها واحتياطياتها حتى لا تتعرض لمخاطر الإفلاس عند توقف بعض عملائها المقترضين عن السداد.<sup>200</sup>

وفي هذا الإطار تبنى التجار والسماسرة في مختلف الأصول المالية ومشتقاتها عمليات ذات أثر رافعة مرتفع، مكنتهم من استثمار مبالغ مالية تقدر بأضعاف ما تم تقديمه من هوامش في شكل ودائع وضمانات. والواقع أن الأزمة عكست آثار الرافعة الموجودة على كل مستويات النظام المالي العالمي، من خلال لجوء مختلف الفاعلين الاقتصاديين إلى عمليات يكون فيها أثر رافعة كبير مكنتهم من استثمار مبالغ مالية ضخمة.

## المطلب الثاني: الابتكارات المالية:

عمقت الابتكارات المالية التقييم السيء للمخاطر، حيث سمحت بخلق منتجات مالية جديدة مهيكلة من توريق ومشتقات القروض، بغرض توزيع الخطر على أكبر عدد من الأعوان الاقتصاديين وتحقيق استقرار النظام المالي، لكن هذا التوزيع أدى إلى غموض هذه المنتجات.

<sup>198</sup> - Daniel Rallet , Gérard Grosse, Crise financière, consulté le 05-08-2009

[http://institut.fsu.fr/crise/la\\_crise\\_financiere.htm](http://institut.fsu.fr/crise/la_crise_financiere.htm),

<sup>199</sup> - حازم البيلاوي، الأزمة المالية العالمية الحالية، محاولة للفهم. تاريخ الاطلاع: 2009-08-05

<http://www.hazembelawi.com/Arabic/ArticleDetails.aspx?ArticleID=241>

<sup>200</sup> - صبري عبد العزيز ابراهيم، التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص15.

## 1- هيكله وتعدد المنتجات المالية:

عرف عالم التمويل تطورات عديدة في ظل تحرير الأنظمة المالية، دفعت البنوك إلى ابتكار منتجات جديدة من خلال ما يسمى الهندسة المالية، و على الرغم من إجماع العديد من الاقتصاديين على إيجابيات الابتكارات المالية (ستولز 2004. Shiller 2000. Rajan 2000. Shiller) من خلال عملها على تخفيض تكلفة المبادلات، وتوفير مرونة كبيرة للعمليات المالية، والمساهمة في فعالية الأسواق والسماح بتخصيص أفضل للمخاطر.<sup>201</sup>

إلا أن هذا الابتكار المالي المضاعف لتقنيات التمويل، جعل عملية تقدير المخاطر صعبة، فقد سهلت الابتكارات المالية استعمال أثر الرافعة، مما ساهم في ظهور الفقاعة المضاربية ذات حجم واسع، كما عرفت المنتجات الجديدة توسعا استثنائيا، فعلى سبيل المثال بلغت مشتقات القروض حوالي 58000 مليار دولار في ديسمبر 2007.<sup>202</sup>

أما عن المنتجات الجديدة المهيكلة فلعبت دورا أساسيا في الأزمة الراهنة، خاصة في ظل ارتفاع حجم قروض الرهن العقاري المقدمة للأفراد الأكثر هشاشة اقتصاديا، حيث اتسمت عقود القروض بالتعقيد، خصوصا بالنسبة للقروض ذات معدلات متغيرة والقروض الهجينة التي ارتفعت نسبة تداولها، كما لجأت المؤسسات المالية غير البنكية أساسا لهذه المعاملات المالية المعقدة.<sup>203</sup> وهكذا بعد أن كانت الضمانات المقدمة من طرف البنوك أو مؤسسات التأمين من الأشكال الأكثر بساطة لتسيير خطر عدم السداد، تطورت تقنيات تسيير المخاطر وفيما يلي سندرس المشتقات.

## 2- المشتقات المالية:

### 2-1 ماهية وخصائص المشتقات:

وهي عبارة عن أدوات مالية تسمح بتحويل بواسطة عقد كل أو جزء من المخاطر المتعلقة بالقرض إلى طرف ثالث يعرف بمؤسسة مرجعية *entité de référence* هذا النوع من المخاطر، قد يكون إفلاسا، أو مشاكل متعلقة بالسيولة، أو انخفاض درجة التصنيف.<sup>204</sup> وقد أثير جدل كبير حول هذه المشتقات خاصة وأنها تحولت إلى مصدر كبير للمجازفة والمراهنة، فقد تضاعف حجمها من 100 ترليون دولار عام 1998 إلى أكثر من 330 ترليون دولار في 2005، وهو

<sup>201</sup> - Patrick Artus et autres, op-cit , p 47

<sup>202</sup> - André Icard, op-cit , p30

<sup>203</sup> - Patrick Artus, op-cit, p48

<sup>204</sup> - عيد القادر بلطاس، مرجع سبق ذكره، ص 40.

نمو لا يوازيه نمو أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الحقيقي، حيث استخدم 97% من هذا الحجم لغرض المراهنة، بينما استخدم 3% للتقليل من المخاطر (الغرض الذي صممت من أجله هذه المنتجات).

ومن أبرز أنواع المشتقات نجد Default Credit Swap CDS التزامات الدين المضمون، والتي تعرف بأنها نوع من أنواع التأمين تنص على التعاقد بين طرفين، بائع الالتزام الذي يلعب دور المؤمن و assureur الشاري له وهو المؤمن له assuré. وفي هذا الإطار يدفع مشتري العقد عمولة سنوية للبائع مقابل تحمل الأخير لمخاطر عدم السداد، وفي حالة عجز المدين عن الدفع فإن الشاري يكون قد خسر العمولة و يحصل في المقابل على تعويض لكامل حقوقه على الغير، أما إذا لم يحدث عجز في الدفع فإن البائع يكون قد ربح العمولة ولم يتحمل أية تعويضات.<sup>205</sup>

ظهرت هذه التقنية لأول مرة في تعاملات بنك J.P.Morgan، ثم عرفت رواجاً كبيراً وبلغت 900 مليار دولار عام 2000 وقفزت قيمتها مع مطلع 2007 في الولايات المتحدة بمفردها 62000 مليار دولار، أي ما يقارب مجموع الودائع المصرفية في العالم بأكمله.

ساهم هذا المنتج المالي في الأزمة المالية بشكل كبير، حيث حول من وسيلة تغطية إلى أداة مضاربة، ولعب دوراً أساسياً في تقلبات أسعار البورصات العالمية، كما ساهم في تشكيل منتج مالي مصطنع synthétiques، أي إنشاء أداة تهدف إلى الحصول على نفس مقابل المنتج المالي الطبيعي، ومساهم في رواج هذه المنتجات هو سهولة استعمال مبدأ التأمين، لمحاكاة أي عملية مربحة، أهم ما يميز هذه الأسواق هو هشاشة CDS في ظل وجود خطر نظامي يصعب قياسه.<sup>206</sup>

وتكمن أهمية المشتقات كونها تتداول وفقاً لما يسمى التعامل بالهامش، فإذا تم عقد صفقة مبنية على عقود مستقبلية لتسليم بترول في تاريخ معين في المستقبل بمليون دولار، فإن المطلوب هو وضع مبلغ 10% كأقصى تقدير من هذا المبلغ للحصول على عقد قيمته مليون دولار، وبناء على هذا العقد يستطيع المستثمر أن يمارس عملية جديدة، وهذا هو منطق التعامل بالهامش، وبذلك ينتج ما يسمى بالرافعة المالية، فيقدر يسير من رأس المال المملوك يمكن السيطرة على أضعاف مضاعفة من هذا المبلغ، ومثال على ذلك صندوق التحوط LTCM، فبالرغم من أن رأسماله قدر بـ 2.2 مليار دولار، فقد بلغ حجم المراكز المالية الإجمالية في ميزانيته 125 مليار دولار، وبلغ حجم المراكز خارج ميزانيته 1.25 تريليون دولار، معظمها عقود مستقبلية في البورصات، وعقود الخيارات، وأنواع أخرى من المشتقات المالية.<sup>207</sup>

لكن السؤال الذي يطرح في هذا المجال لماذا استقطبت المنتجات المشتقة هذا الاهتمام؟

<sup>205</sup> - مسعود مجبونة، هل الممولة سبب الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة؟، الملتقى الدولي الرابع، الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات منطقة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مرجع سبق ذكره، ص 11.

<sup>206</sup> - Paul Jorion, Goldman, Morgan et le piège des CDS, consulté le 05-11-2009.

[http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=2176](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=2176)

<sup>207</sup> - جودة عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص 122.

فهي تسمح بتحويل خطر القرض دون تحويل الأصل الأصلي *actif sous-jacent*، وبالتالي تقليص مخاطر عدم السداد، حيث تسمح بتلبية احتياجات المقترضين الكبار، بل يمكن أن يعوض تشكيل مجموعة مقرضة \* *la syndication des prêts bancaires* وعلى العكس فإن مشتري المخاطر (بائعي الحماية) ينوعون محافظهم، كما تسمح مشتقات القرض بتسيير نشط للمحافظ بأقل تكلفة، واتخاذ مواقف في حالة توقع تدهور المخاطر وارتفاع تجنب مخاطرة القرض \*\* *I aversion au risque crédit*.

## 2-2 المخاطر المرتبطة بمشتقات الائتمان:

نظرا لهيكل المشتقات وعدم استقرار العلاقات بين عدم السداد ومشاكل التقييم وتسيير المخاطر، فهي تطرح خطر النموذج \*\*\* *risque modèle* ، حيث النتائج جد حساسة للفرضيات، كما تحتوي على ثلاثة عناصر مخرطة باستقرار النظام المالي: <sup>208</sup>

يتمثل العنصر الأول في أن تسيير المخاطر ليس علوما دقيقة، فإن النمذجة المستعملة قائمة على التصرفات السابقة في الأسواق وعلى المعطيات التاريخية، الأمر الذي لا يوفر بطريقة أكيدة كيفية التطور المستقبلي، وهذا ما حاول تفسيره تقرير بنك التسويات الدولية الذي تساءل عن الفهم الحقيقي للمخاطر من طرف مختلف المتدخلين في الأسواق، فهل مشتروا الحماية مدركون أنهم لا يقومون سوى باستبدال هذه المخاطر؟، فهم معرضون لخطر تشغيلي هام، وخاصة خطر عجز الجهة المقابلة *risque de contrepartie* والذي يخص تقصير الجهة المقابلة عن دفع المبالغ المستحقة أو تسليم الأوراق المالية أو عن سداد الديون في تاريخ الاستحقاق. وهذا ما تقوم به البنوك من خلال تقديمها قروضا للأفراد بمعدلات فائدة متغيرة، فيقتلص تعرضها لخطر معدلات الفائدة لكنها ترفع من خطر عدم سداد المدين، فضلا عن هذا فإن تحويل مخاطر القرض لا تقوم سوى بتحويل عدم تناظرية المعلومات لمستثمرين لا تربطهم علاقة مع المقترضين، وبالتالي من المهام الرئيسية لوكالات التصنيف تزويد السوق بهذا النوع من المعلومات، لكن الأزمة الراهنة كشفت عن ضعف نظام التنقيط، وبالخصوص تقييم المنتجات المهيكلة.

يتمثل الإشكال الثاني في أن مشتقات القرض تتداول بالتراضي، ومثل المشتقات المالية فإن درجة تركيز المتدخلين مرتفعة، إذ بالرغم من وجود عشرات البنوك الدولية المتدخلة إلا أن 7 أو 8 بنوك كبرى تعتبر

<sup>208</sup> Catherine Lubochinsky, Transfert du risque crédit : de l'ingéniosité bancaire à l'instabilité financière, Crise financière analyses et propositions, Revue d'économie financière en collaboration avec risques, Hors série, N 73-74, Juin 2008, p p 103-104.

\* هو تكتل أو اتحاد مجموعة من المصارف أو المؤسسات المالية بهدف تمويل قرض إلى جهة معينة، في حالة استحالة توفير مقرض واحد المبلغ المطلوب، أو في حالة تخوفه من مخاطر الإفراض فيسعى إلى توزيعها على مقترضين آخرين.

\*\* ميل المستثمر إلى تجنب الاستثمارات المجازفة.

\*\*\* يحيل خطر النموذج إلى الخسائر المحتملة المرتبطة باستعمال نموذج غير ملائم أو غير محدد، ويمكن أن تستخدم هذه المنتجات لتثمين أسعار المنتجات المشتقة، وتقييم احتمالية سداد المقرض.

من الفاعلين الأساسيين، الأمر الذي يؤدي إلى تولد خطرين أساسيين: خطر السيولة والخطر النظامي، حيث يظهر خطر السيولة في حالة انسحاب أحد الفاعلين الأساسيين من النشاط، في حين يمكن أن تكون النتائج نظامية في حالة عجز أحد أهم الفاعلين، وبطبيعة الحال إن اللجوء إلى الضمانات يمكن أن يكون قليل الفعالية في سوق يسيطر على حصص كبيرة عدد محدود من الفاعلين.

أما الإشكال الثالث فيتعلق بإخراج خطر القرض خارج النظام البنكي باتجاه مؤسسات أقل خضوعاً للتنظيم البنكي، حيث أدى تحويل مخاطر القرض وغياب شفافية المتحمل الأخير للمخاطر إلى زيادة عدم الاستقرار المالي. فقد أنشأت البنوك وحدات خارج الميزانية مثل مركبات الاستثمار المهيكلة، تتكون أصولها من ديون موقرة ومنتجات مهيكلة ومشتقات القروض، وخصوصاً من إصدارات كلاسيكية للأوراق التجارية أو السندات لأجل متوسط. سمح هذا الميكانيزم للبنوك ألا تكشف للمنظمين حجم تعرضهم لمخاطر القرض، علماً أن هذه الوحدات لا تخضع لإجبارية الشفافية ولا للضبط التحذيري.

### 3 - التوريق:

#### 3-1 ماهية التوريق:

إحدى القواعد البنكية المعمول بها في عمليات الإقراض هو الأخذ بعين الاعتبار القواعد الاحترازية أي الحرص على أن يتناسب رأس المال مع حجم القروض الممنوحة، وتوفر سيولة كافية تسمح بإدارة العمليات اليومية وتلبية حاجيات الزبائن. لكن في السنوات الأخيرة تجاوزت أغلب المؤسسات المالية مع هذا الالتزام بكيفية جديدة ومتطورة للتغلب على الشروط الاحترازية باستعمال التوريق المالي.

وقد ظهر هذا الابتكار في الولايات المتحدة الأمريكية مع مطلع السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي وخص القروض العقارية، لكنه تطور مع بداية التسعينيات وأصبح يمس جميع المجالات الاقتصادية والتجارية والقروض الموجهة للمؤسسات وبطاقات القرض وقروض شراء السيارات.<sup>209</sup>

يعتبر التوريق أحد أبرز الآليات المستخدمة في أسواق المال، وهو التحويل إلى أوراق مالية، عبارة عن نشاط مستحدث يمكن المؤسسات المالية البنكية وغير البنكية من تحويل الحقوق المالية غير القابلة للتداول والمضمونة بأصول إلى مؤسسة متخصصة ذات غرض خاص هي شركة التوريق بهدف إصدار أوراق مالية جديدة مقابل الحقوق المالية التي تصبح قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.<sup>210</sup>

<sup>209</sup> - عبد القادر بلطاس، مرجع سبق ذكره، ص 36.

<sup>210</sup> - صليحة بن طلحة، التوريق: أداة حيوية لتنشيط السوق المالية مع قراءة لقانون توريق القروض العقارية في الجزائر، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد 1، العدد 17، الجزائر 2008، ص ص 84-85.

## 3-2 دوافع وأهداف عملية التوريق:

- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.
  - تسهيل تدفق التمويل لعمليات الإقراض بضمان رهونات العقارية وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.
  - تقليل مخاطر القرض من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.
  - تخفيف عبء المديونية مما يساعد على تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.<sup>211</sup>
- اختصت هذه العمليات بداية بقروض الرهن العقاري، حيث ورقت مؤسسة جيني ماي قروض الرهن العقاري التي بحوزتها ليسهل تداولها في السوق الثانوي، ونقل مخاطر السوق إلى المستثمرين، كما تم استحداث مؤسسة فريدي ماك لتوريق القروض التقليدية وتوفير مناخ المنافسة، واستطاعت هاتين المؤسستين جذب أموال ضخمة لقطاع الرهن العقاري.
- من أهم خصائصه هو إمكانية تحويل موجودات مالية غير سائلة إلى أوراق مالية يمكن بيعها في السوق المالي لمستثمرين مؤسساتيين مثل شركات التأمين، البنوك وصناديق الاستثمار. وتسمح هذه التقنية للمؤسسات الاقتصادية والبنوك بالتخلي عن موجودات مالية مثل القروض العقارية مقابل الحصول على الأموال لاستعمالها في معاملات جديدة.
- والواقع أنه ورغم أن أهم القواعد المعمول بها في الإقراض البنكي والتي تنص على الأخذ بعين الاعتبار القواعد الاحترازية أي الحرص على أن يتناسب رأس المال الموجود مع حجم القروض الممنوحة، وأن تتوفر سيولة كافية تسمح بإدارة العمليات اليومية مع هذا الالتزام، إلا أن هذا الابتكار الجديد (التوريق) سمح بالتغلب على هذه الشروط.
- وهكذا بعد أن خص التوريق في البداية قروض الرهن العقاري MBS توسع بعد ذلك ليشمل أنواعاً أخرى من القروض، كقروض السيارات وكقروض الطلبة، ولهذا لم يتوقف المهندسون الماليون من تقديم اقتراح منتجات مالية أكثر تطوراً مثل ABS، CDO، MBS.
- MBS:** mortgage backed securities أوراق مالية مدعمة برهونات عقارية، عندما تكون الرهونات في شكل سكنات عائلية يطلق عليها أوراق مالية مدعمة برهونات عقارية سكنية. RMBS Residential mortgage backed securities.
- ABS:** asset backed securities أوراق مالية مدعمة بأصول، وتنتج هذه الأوراق عن مثلاً القروض المقدمة في إطار الاستهلاك كبطاقات الائتمان.

<sup>211</sup> فتحية إسماعيل محمد مشعل، التوريق وعلاقته بالأزمة المالية، رؤية فقهية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة الاقتصادية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 7.

**CDO**: collateralised backed securities أوراق مالية مدعمة بديون تمثل محافظ مكونة من ديون بنكية أو أدوات مالية قابلة للتداول أو مشتقات الائتمان.<sup>212</sup>

إن ميزة التوريق العقاري هو توفير السيولة لمؤسسات التمويل العقاري نظرا لكبر حجم الديون\_العقارية وطول مدة سدادها، والتي غالبا ما تنشئ عن الاقتراض بغرض تمويل شراء، بناء أو ترميم\_الوحدات العقارية، وهذا ما يتطلب كما هائلا من السيولة المتاحة للتمويل. لذلك تلجأ شركات الإقراض العقاري إلى بيع مجموعة من الرهونات العقارية لشركة التوريق، ثم تقوم شركات توريق الديون العقارية بشراء أصل الدين من جهة التمويل على أن تصدر هذه الشركات سندات طويلة الأجل في حدود نسبة معينة من أصل قيمة العقارات، وذلك بعد أن يتم تصنيفها، وتطرح في سوق رأس المال للبيع للمستثمرين.<sup>213</sup>

والمواقع أن هذه العملية تسمح بتجميع مخاطر أساسية معينة كمخاطر السوق والقروض عن طريق تجميع الصكوك المعرضة لتلك المخاطر (السندات، القروض، الأوراق المالية التي يدعمها رهن)، ثم تقسيم التدفقات النقدية الناتجة إلى شرائح أو أجزاء تدفع لحائزين مختلفين.<sup>214</sup> وبهذا يسمح التوريق بخلط الأوراق ذات خطر مع منتجات أقل خطورة، حيث تحققت هذه العملية وفق ثلاث مراحل:

**المرحلة الأولى:** التجميع pooling تجمع مؤسسة مالية لمحفظه مكونة من ديون بنكية أو أدوات مالية قابلة للتداول (كالأسهم والسندات)، أو مشتقات القروض، تتشكل هذه المحفظه من نشاط البنك في منحه للقروض، أو شراءها للأصول.

**المرحلة الثانية:** إنشاء مركبات استثمار مهيكلة تصدر منتجات مالية لبيعها في الأسواق المالية بغرض الحصول على التمويل.

**المرحلة الثالثة:** التقسيم tranching توزيع المنتجات المالية المصدرة حسب شرائح المخاطر، من الأقل إلى الأكثر خطورة.

**شرائح senior:** مؤمنة من المخاطر، يمكن أن تصنف AAA من قبل وكالات التصنيف.

**شرائح mazzanine:** تصنف BBB تتضمن مردودا مرتفعا ودرجة معتبرة من الخطورة.

**شرائح equity:** الأكثر عرضة للخطر مع عائد مرتفع وغير محدد.<sup>215</sup>

وقد أصبحت هذه التقنية مطبقة على كل أنواع الديون البنكية فاسحة المجال للبنوك بزيادة أثر الرافعة، وينفس الحجم من الأموال الخاصة يمكن أن ترفع من نشاطها كلما سمح لها الطلب على القروض بذلك، فتوريق الديون يسمح للبنوك بأن لا تتحمل مخاطر معدلات الفائدة (قروض ذات معدلات ثابتة)، ولا خطر القرض.

<sup>212</sup> - عبد القادر بلطاس، مرجع سبق ذكره، ص 39-40.

<sup>213</sup> - فتيحة اسماعيل، محمد مشعل، مرجع سبق ذكره، ص 11.

<sup>214</sup> - لورا كوس، ثقة وأكثر من ذلك، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008، ص 10.

<sup>215</sup> - Nicolas Bouzou, op-cit, pp 22-23

وهكذا تطورت الابتكارات المالية بتطور إصدار السندات تجمع بين توريق القروض البنكية ومشتقات القروض التي تباع على شرائح متباينة المخاطر .

وقد عرفت هذه المنتجات تسويقا كبيرا وواسعا في ظل الطلب على الأوراق المالية عالية الإيراد، مما دفع مصدري المنتجات المالية المهيكلة الحصول على قروض أساسية أقل نوعية للوفاء بالطلب على منتجاتهم، وكان من السهل تسويق هذه الأوراق المالية عالية المرتبة والإيراد لدى كثير من شركات التأمين وصناديق المعاشات والبنوك الصغرى الأخرى في مختلف أنحاء العالم، أما المستثمرون الآخرون كصناديق التحوط والذين لديهم رغبة في تحمل مخاطر أكبر، فبدت أيضا عائدات الأجزاء أقل مرتبة من هذه الأوراق المالية مغرية، وقد ساعدت وكالات التصنيف الائتماني على انتشار هذه المنتجات.<sup>216</sup>

إذا كان اللجوء من الناحية النظرية إلى عملية التوريق يسهم في تحسين فعالية النظام المالي في مجمله، لأنه يسمح بتوزيع أفضل للمخاطر، فإنه من الناحية التطبيقية يعمل على رفع الطلب على الأصول عالية المخاطر من طرف المتعاملين الخارجيين بمرور الوقت.<sup>217</sup>

وهكذا لم يعد منشئ الأصول حائزا عليها، لأنه لا يبقى على المخاطر بل يتخلص من عبئها، مما جعله أقل صرامة في تحليل المخاطر وتتبعها، فترتب عنه ارتفاع حجم القروض في النظام وتراجع جودتها، وارتفاع المخاطر المحتملة من طرف مشتري الأوراق المالية.

### المطلب الثالث: اختلالات أخرى مفسرة للأزمة.

في ظل التحولات والتغيرات التي طرأت على البيئة المالية الدولية وبالأخص في أسواق رؤوس الأموال، فقد ساهمت عدة اختلالات مالية أخرى في تفاقم الأزمة خاصة في ظل التحرير المالي والتخلي عن الوساطة المالية.

وفي هذا المجال، يفسر سلوك مختلف الأعوان الاقتصاديين والمستثمرين انتشار عمليات المضاربة وانطلاق أزمة السيولة، في ظل عدم تناظرية المعلومات وغياب الشفافية.

### 1- المستثمرون:

في ظل السيولة الوفرة، والعوائد الضعيفة نسبيا في أسواق رؤوس الأموال، اتجه عدد كبير من المستثمرين المؤسسيين أو الخواص إلى اقتناء منتجات عوائدها مرتفعة نسبيا، مما ساهم في ارتفاع أسعارها عن طريق التصرفات الجماعية، حيث فسر هذا الارتفاع بتوقع استمرار هذا الاتجاه التصاعدي للأسعار، ولم

<sup>216</sup>- لوراكتوس، مرجع سبق ذكره، ص10  
<sup>217</sup>- Patrick Artus et autres , op-cit, p 56

يتجاهل الخبراء (من مسيري صناديق المعاشات، التأمينات، ومؤسسات أخرى) أن هذا العائد المرتفع كان مقابل خطر ذو تقييم سيء.

لكن الحصول على عوائد مرتفعة والأمل في التعرض لخطر دون مواجهة الخطر *risque sans* هو الدافع وراء إقدام المستثمرين على هذه العمليات، وهذا ما لا يعكس الواقع إذ لا يوجد ربح مرتفع دون التعرض لمخاطر مرتفعة.<sup>218</sup>

وفي هذا الإطار يمكن أن نخص بالذكر صناديق التحوط التي تعد من أبرز المستثمرين المؤسسيين الذين ساهموا في انطلاق وتعمق الأزمة.

### صناديق التحوط:

هي صناديق تعمل بأموال الغير (أموال الادخار والقروض)، تطالب بالهامش الضروري في حالة التطور السالب للقيم (الشراء الهامشي والبيع على المكشوف)، يعتبر مجال استثمارها متنوع، حيث توظف أموالها في سندات الخزينة (توظيف مستخدم للتغطية)، وعبر أسواق مالية غير مرتبطة، فتنتقل من أسواق المواد الأولية إلى أسواق الأسهم مروراً بالمشتقات المالية على المؤشرات والمستقبلات على معدلات الفائدة. تحقق أداء يفوق متوسط أداء السوق، ذلك كونها تجيد مزاجية مختلف تقنيات السوق سواء المنظم أو سوق بالتراضي.<sup>219</sup>

إن خصائص هذه الصناديق جعلها تشغل موقعا هاما في الأزمة، فوفقا لدراسة فرغوسن ولاستر ( Ferguson, D.Laster, 2007 ) فيسير 2000 صندوق ما بين 1400 و 2000 مليار دولار، ما يقارب نمو بمعدل 20% منذ بداية سنوات 2000 والتي تشكل 30% من حجم مبادلات الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية.

وقد توفرت هذه الصناديق في الأزمة الراهنة على أكثر من 1400 من شرائح CDO، متضمنة نسبة تفوق 80% من شرائح equity ، وهذا ما وضعها في قلب الأزمة، وجعلها تسجل العديد من الخسائر في بداية الأزمة، كما أن الامتلاك الكبير لهذه الصناديق للمنتجات المالية المهيكلة غدى الخطر النظامي وساهم في أزمة السيولة. فضلا عن ذلك فقد اعتمدت هذه الصناديق على رافعة مالية جد مرتفعة، مما جعلها تشكل عنصرا حاسما في الأزمة.<sup>220</sup>

<sup>218</sup> Monique Bourven, Yves Zehr, la crise bancaire et la régulation financière, Conseil économique et social et environnemental, 2009, p21. consulté le 01-01-2010.

<http://www.conseil-economique-et-social.fr/rapport/docton/09030606.PDF>

-لمياء عماني، شهرزاد زغيب، الأزمة المالية من المتسبب ومن المتضرر، مؤتمر الأزمة المالية الدولية: تباطؤ الاقتصاد العالمي وآثاره على الاقتصاديات الأوروبية، 11-12 أكتوبر 2009، بجاية، الجزائر.<sup>219</sup>

<sup>220</sup> André Cartapanis, Les Hedge Funds et la crise financière internationale, Crise financière analyses et propositions, Revue d'économie financière en collaboration avec risques, Hors série, N 73-74, Juin 2008, p 187.

## 2- هيكل ومستوى الأجور في الصناعة المالية:

من الجذور الأساسية المفسرة للأزمة، الابتكارات المالية التي أخرجت عددا معينا من الانحرافات في نظام التحفيزات وأجور المتعاملين، مما جعل أجور بعض المتعاملين الماليين محل انتقاد كبير، فهي غير منطقية وتتص على أن المتعاملين في المهن المالية وانطلاقا من مستوى معين، يتحصلون على أجر ثابت ملائم، لكن يعد ضعيفا في غالب الأحيان مقارنة بأجرهم المتغير المتمثل في العلاوات bonus ، حيث تتراوح قيمة هذا الأخير ما بين 0 مرة (جد نادرة) إلى عشرات المرات ( حالة أقل ندرة) من أجرهم الثابت، لكن هذا النظام يعتبر غير متناظر حيث لا يمكن أن تكون العلاوات سلبية مهما كانت النتائج و الأداء، فهو معدوم أم إيجابي وغالبا ما يتحصل عليه المتعاملون.<sup>221</sup>

وقد أكدت طروحات ستيغليتز هذا الاتجاه، مشيرا إلى مساهمة نظام العلاوات بطريقة أساسية في الأزمة الراهنة، الذي يشجع الإفراط في اتخاذ المخاطر لما تسير الأمور بشكل جيد، فيتحصل الماليون على علاوات مرتفعة أما في الحالة العكسية فلن يتحملوا الخسائر. وقد بلغت العلاوات مبالغ قياسية، قدرت حوالي 24 مليار دولار نهاية 2006، تم توزيعها من طرف خمسة بنوك أعمال رئيسية في وول ستريت، حيث تحصل رئيس Goldman Sachs لويد بلاكفين Lloyd Blankfein على 53.4 مليون دولار، 40 مليار دولار لـ جون ماك John Mack التابع لـ Morgan ، 11 مليون دولار بالنسبة لـ ريتشارد فولد Richard fuld التابع لـ Lehman Brothers ، ورغم النتائج السيئة المسجلة في الثلاثي الأخير لـ 2007 بالنسبة لمعظم البنوك والتي قدرت علاواتها بـ 68 مليار دولار، وفقد Merrill Lynch في ثلاثين ما ربحه في الثلاثيات الست التي سبقت، والذي أعلن عن إيقاف 4900 مليار دولار، إلا أنه وزع له 16 مليار دولار من العلاوات، مبلغ يتجاوز أرباحه السنوية.<sup>222</sup>

## 3- عدم تناظرية المعلومات:

تعتبر المعلومة عنصرا أساسيا في فهم وتشخيص علاقات الإقراض، وتجنب المخاطر بالنسبة للأعوان الاقتصاديين في ظل الخطر وعدم التأكد الملازمين للأسواق المالية. إن إشكالية عدم تناظرية المعلومات التي عادة ما تطرح بين المنشئ والمستثمر، نظرا لتوفر العنصر الأول على معلومات أفضل من الثاني، قد تعمقت في الأزمة الراهنة نظرا للعمليات الواسعة لتوريق قروض العقارية عالية المخاطر وهيكله المنتجات المالية.<sup>223</sup>

وقد اعتبر كزافيي فيف Xavier Vives أن سبب الأزمة هو ندرة المعلومات ذات النوعية الجيدة وانعدام الموازنة بين حوافز الأعوان في السوق، ففي حالة عدم تناظر المعلومات حيث تكون المعلومات نادرة

Bertrand Jacquillat, op-cit, p10 -<sup>221</sup>

Patrick Artus et autres, op-cit , P55. -<sup>222</sup>

Patrick Artus et autres ibid, op-cit, p58.-<sup>223</sup>

وموزعة بشكل غير متساو، فإنه يتوقع ألا تعكس الأسعار مستوى العرض والطلب، وبهذا تحرف عن أساسيات السوق، فنتج صعوبة في التسعير وخاصة تسعير المخاطر في ظل الابتكارات المالية.<sup>224</sup> فضلا عن ذلك تعتبر المعلومة في إطار علاقة القرض غير متناظرة بطبيعتها، تتشكل من بعدين ( ex ante, post) ويمكن أن تتسبب في حدوث خطر نظامي متعلق بالترابط بين الأعوان الاقتصاديين الذين يحققون مختلف العمليات الاقتصادية في نفس النظام مع رؤى مختلفة.

- عدم تناظرية المعلومات ex ante: ما هو متوقع ومرغوب قبل المبادلة. ce qui est prévu-constaté avant l'échange  
- عدم تناظرية المعلومات ex post: ما هو محقق بعد المبادلة. ce qui est réalisé-constaté après l'échange.

يتخذ البعد الأول شكل الاختيار المعاكس (الوضع الذي يجد فيه المقرض صعوبة في التمييز بين المقترضين الجيدين)، فسيميز المقترضين المقترضين عن طريق تقديرات غير تامة للمخاطر، وهكذا يطبق الدائن معدلات فائدة مرتفعة لمقترضين ذوي ملاءة مرتفعة، ومعدلات أقل ارتفاعا لمقترضين ذوي خطر ملاءة مرتفع وهم على استعداد لاكتتاب القرض، وهكذا فإن الاختيار العكسي يعزز إمضاء عقود القروض مع المقترضين السيئين على حساب المقترضين الجيدين.

أما البعد الثاني ex post فيأخذ شكل المخاطر المعنوية، ففي هذه الحالة فإن المدين يمكن أن يتخذ مخاطر بحثا عن العائد، أملا أن يتدخل الدائن لينقذ المدين وينقذ نفسه.<sup>225</sup> ومن هنا يمكن أن نخلص إلى أن ميكانيزمات السوق تؤدي إلى خطر نظامي، ذلك أن عدم تناظرية المعلومات ستؤدي إلى تجاوزات سلبية، وهي السبب في جزء كبير في الهشاشة المالية للنظام المالي في مجمله.

#### 4- أسواق بالتراضي marché de gré a gré:

لمعرفة العلاقة بين هذه الأسواق والأزمة الراهنة يجب التعرف على بنيتها التي تساعد على تفسير الإشكال الذي واجهته المنتجات المالية المهيكلة. إن أهم ما يميز هذه الأسواق هو التداول الثنائي بين العملاء والسامسة حيث لا يتم الإفصاح عن أسعار وأحجام التداول، وعدم اتسام ميكانيزم تحديد الأسعار بالشفافية ولا توجد مراقبة للسوق لتحديد المراكز المعرضة للخطر، وهذا خلافا للبورصة التي تقوم بدور الوسيط في عمليات البيع والشراء، حيث يتم التداول علنا.<sup>226</sup>

<sup>224</sup> - وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، مرجع سبق ذكره، ص 12.

<sup>225</sup> - David Mourey, De la crise financière à la crise économique, les relations étroites entre finance et économie, consulté le 15-01-2010. [http://www.apses.org/IMG/pdf/00\\_MOUREY\\_Rapport\\_Moral\\_2009.pdf](http://www.apses.org/IMG/pdf/00_MOUREY_Rapport_Moral_2009.pdf)

<sup>226</sup> - راندال دود، أسواق خارج البورصة، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008، ص 35.

وفضلا عن ذلك فلا تضم هذه الأسواق سماسرة يتعهدون أو يلتزمون بدعم سيولة السوق والحفاظ على العروض الملزمة والطلب طوال يوم التداول، إذ يستطيعون الانسحاب خلال فترات الشدة من عملية صنع السوق ويتأثر التداول.<sup>227</sup>

فبعدها كانت الأسواق بالتراضي سائلة تتداول فيها الأوراق المالية المهيكلة أصبحت عديمة السيولة وغير مرنة في مواجهة اضطرابات السوق، فترتب عنها عجزا في تقدير الأوراق المالية والمشتقات، والاتجار فيها.

<sup>227</sup>- راندال دود ويول ميلز، مرجع سبق ذكره، ص15.

### المبحث الثالث: من أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر إلى أزمة اقتصادية.

تشكل آليات انتشار العدوى أحد المحددات التي تمكنا من تحليل وفهم مظاهر الأزمة، حيث أدت اضطرابات جزء معين من سوق الرهن العقاري إلى خسارة الوسطاء البنكيين ومختلف الأعوان الاقتصاديين، وبهذا انتفك وامتدت مشاكل وإخفاقات سوق الرهن العقاري إلى الأسواق والمؤسسات الحيوية في النظام المالي والاقتصاد الحقيقي.

وعلى هذا الأساس سيتم تقسيم المبحث التالي إلى المطالب الثلاثة التالية: أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، وطرق انتقال العدوى ومراحل الأزمة العالمية الراهنة.

### المطلب الأول: أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر.

انطلقت الأزمة الراهنة من سوق الرهن العقاري عالي المخاطر، إذ ورغم تحذير بعض الاقتصاديين من خطر اقتراب أزمة مالية تهدد استقرار الاقتصادات العالمية وتؤدي إلى اضطراب النظام المالي العالمي، إلا أن الاختلالات الاقتصادية والمالية تعمقت، وتفاعلت الأوضاع إلى أن تفجرت أزمة الرهن العقاري.

#### 1- تنبؤات وتحذيرات بعض الاقتصاديين:

رغم خشية بعض الاقتصاديين وعلى رأسهم شيلر وكاس Shiller et Case وبول كروجمان من وقوع ظاهرة الفقاعة منذ 2003 وإشارة بعض الدراسات الصادرة في 2004 من طرف الاحتياطي الفدرالي إلى عدم ارتباط ارتفاع أسعار العقار بتطور الأساسيات الاقتصادية (خاصة الديمغرافية إلا في حالات استثناءات قليلة)، فلم تشكل هذه المواقف إجماعاً.<sup>228</sup>

وخشية من وقوع أزمة، توقع العديد من الخبراء صعوبة التحكم مستقبلاً في الدين العام للولايات المتحدة وانهيار الاقتصاد الأمريكي، ففي 18 أوت 2004 صرح مارتن وولف أن أمريكا تتجه نحو الانهيار، وفي 21 ديسمبر 2004 تنبأ نورييل روبيني \* Nouriel Roubini بانهيار الدولار في 2005 إلى أقصى حد في 2006. كما تنبأ البعض بتباطؤ الاقتصاد الأمريكي بسبب ارتفاع أسعار المواد الأولية والمنتجات الغذائية.

أما البعض الآخر، فقد ميز بين الدين العام والخاص في تنبؤاتهم للأزمة، واتجه عدد قليل من الخبراء إلى التنبؤ بأن انطلاق الأزمة سيكون بفعل الدين العقاري للأفراد الأكثر هشاشة في الولايات المتحدة الأمريكية.

Patrick Artus et autres, op-cit, p25 -228  
\* أستاذ الاقتصاد بجامعة نيويورك

في 10 سبتمبر 2005 كتب ر اغوران رجان \* Raghuran Rajan ، أن خلق مجموعة كبيرة من الوسطاء يرفع من قدرة النظام المالي على اتخاذ المخاطر، لكنه يضع تهديدات كبيرة على التوازنات العالمية.<sup>229</sup>

وتعد الدراسة التي قدمها نوربيل روبيني من أبرز تنبؤات الاضطراب المالي العالمي الذي أدى إلى ركود، والذي قسم وفقها الأزمة إلى 12 مرحلة:<sup>230</sup>

- حدوث ركود عقاري حاد في الولايات المتحدة الأمريكية يؤدي إلى انخفاض الأسعار بـ 20% أو 30% ، وتجد العديد من العائلات نفسها في حالة ملكية سلبية.

- ظهور خسائر جديدة تفوق التوقعات الأولية في القروض العقارية عالية المخاطر، مما يقلص قدرة البنوك على تقديم القروض.

- امتداد أزمة ندرة القروض من القروض العقارية إلى جزء كبير من قروض الاستهلاك كالقروض المتعلقة ببطاقات القرض وقروض السيارات واقتراضات الطلاب.

- تدهور التتقيط المقدم من طرف شركات تأمين أحادية النشاط \*assureurs monoline\* ، يعقبها تدهور الأوراق المالية المدعومة بأصول.

- انهيار القطاع العقاري التجاري.

- خسارة بنك كبير محلي أو وطني.

- ظهور خسائر كبيرة على عمليات الشراء بالاقتراض..

- عجز المؤسسات الذي يؤدي إلى خسائر في CDS و العقود بالتراضي التي تضمن هذا النوع من الاقتراض، يمكن أن تصل الخسائر إلى 250 مليار، وقد تمتد هذه الخسائر إلى وكالات التأمين.

- انهيار صناديق الاستثمار والمؤسسات غير المنظمة، مع صعوبة معالجة هذه الأخيرة، هذا لعدم قدرتها على الحصول على قروض من البنوك المركزية.

- استمرار انخفاض أسعار الأسهم، وانهيار صناديق المضاربة.

- اختفاء السيولة في عدد كبير من الأسواق المالية، بما في ذلك سوق ما بين البنوك والأسواق النقدية، والمتسببة في فقدان الثقة في الملاءة.

- الدخول في مرحلة حلقة مفرغة من الخسائر، انخفاض رأس المال، تقلص القروض، تصفية إجبارية وبيع استعجالي للأصول.

وبالفعل هذا ما وقع في الأزمة الراهنة، حيث انهارت الأسواق المالية وامتدت التداعيات إلى القطاع الحقيقي.

<sup>229</sup> - jacques Attali , op-cit, p p-61-62

<sup>230</sup> Martin Wolf, Crise financière le krach parfait, consulté le 01-05-2009-

[http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=1726](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=1726)

\* مدير البحث في Gaudate school of business لجامعة شيكاغو.

\*\* شركة تأمين عبارة عن بائعي الحماية، تضمن المخاطر لمنتجات عادة عالية التصنيف، حيث تسدد أقساط ورسوم معينة، ولأنواع محددة من المعاملات عادة معاملات التوريق.

## 2- جذور الفقاعة العقارية:

إن توسع سوق الرهن العقاري عالي المخاطر كان نتيجة اجتماع العديد من العوامل، سنحاول فيما يلي إبراز أهمها من تكون الفقاعة العقارية إلى التوسع النقدي، ووجود قيود للحصول على القروض الكلاسيكية.

## 2-1 الفقاعة العقارية والسياسة النقدية التوسعية:

تعود جذور الفقاعة العقارية إلى منتصف تسعينيات القرن الماضي، فبعد أن بقيت أسعار المنازل تقريبا دون تغيير لمدة مائة سنة من 1895 إلى 1995 وفق دراسة روبر شيلر، ارتفعت أسعارها مع ازدهار الاستهلاك consumption boom انطلقا من سنة 1995 نتيجة لارتفاع أسعار الأسهم وهذا ما أثر إيجابا على ثروات المتعاملين، مما دفعهم لشراء المنازل وهذا ما أدى إلى بداية ارتفاع أسعارها.<sup>231</sup>

ويرى البعض أن انفجار فقاعة الانترنت هو بمثابة بداية الفقاعة العقارية، فمع انفجار هذه الفقاعة عام 2000، فقدت الاستثمارات في القيم البورصية جاذبيتها لصالح الاستثمارات العقارية، وانهار مؤشر النازداك المعبر عن القيم التكنولوجية والانترنت بـ 27% في ظرف أسبوعين ( النصف الأول من شهر أبريل 2000)، فوجد الرأي العام الأمريكي في العقار فرصة للاستثمار أكثر تأكيدا وربحية من سوق الأسهم مع ارتفاع مستمر لأسعار العقار منذ نهاية 1990.<sup>232</sup>

وبهدف مواجهة الركود المحتمل الناتج عن انفجار فقاعة الانترنت استهل الاحتياطي الفدرالي دورة تخفيض المعدلات الرئيسية ابتداء من 2001 من 6.1% إلى 1% في أقل من ثلاث سنوات.

وقد وافقت هذه المعدلات الرئيسية الاسمية 1% معدلات حقيقية سالبة\*، مما أدى إلى توسع الإقراض خصوصا قروض الرهن العقاري وأدى إلى ارتفاع الطلب على السلع العقارية، وفي ظل هذا المناخ من توسع السيولة، فإن تكلفة إعادة التمويل كانت جد ضعيفة والنتيجة هو التوسع الكبير لقروض الاقتصاد.

والواقع أن ما ساهم في تخفيض معدلات الفائدة هو بطئ تعافي الاقتصاد من ركود 2001، واستمرار إلغاء الوظائف خلال 2002 وحتى صيف 2003، مما أدى إلى تخفيض معدلات الفائدة إلى 1%، وسرع في ارتفاع أسعار المنازل من الربع الرابع لسنة 2002 إلى الربع الرابع لسنة 2006. كما ارتفعت البناءات، وكل ذلك أثر على معدلات الادخار سلبا والاستهلاك إيجابا.<sup>233</sup>

وفي هذا المجال أرجع ستيغليتز الأزمة إلى ركود 2001، مع دعم الرئيس السابق لمجلس الاحتياطي الفدرالي آلان غريسيبان والرئيس جورج بوش الذي خفض الضرائب واستعاد منها الأمريكيون الأكثر ثراء بغرض إخراج الاقتصاد من هذا الركود. وبهذا لم يكن للاحتياطي الفدرالي الأمريكي إلا هامش قليل لاتخاذ

<sup>231</sup> - Dean Baker, The housing bubble and the financial crisis, p 73. consulté le 01-02-2010, www.paecon.net/PAERreview/issue46/Baker46.pdf

<sup>232</sup> - Laure Klein, op-cit, p22. \* تجاوز التضخم لسعر الفائدة الاسمي.

<sup>233</sup> - Dean Baker, op-cit, p 74

الإجراءات اللازمة ولتلبية وتحقيق أهدافه للمحافظة على النمو والتشغيل، فخفض معدلات الفائدة إلى 1%، وبهذا تحقق النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية بفضل ارتفاع معدلات المديونية، والواقع أن معدلات الفائدة المنخفضة لم تقدم تحفيزا كافيا للاقتصاد، فتراخت معايير الاقراض بغرض رفع نسبة الاقتراض وتم ابتكار منتجات مالية، وهذا ما غذى نمو قروض الرهن العقاري عالية المخاطر.<sup>234</sup>

## 2-2 قيود الحصول على القروض الكلاسيكية:

يعتبر هذا العنصر من أهم الأسباب المفسرة لنشوء سوق الرهن العقاري عالي المخاطر، حيث سمحت قروض الرهن العقاري عالية المخاطر للأفراد (ذوي الملاءة الضعيفة والتاريخ السيئ للاقراض) الذين يستحيل عليهم اكتتاب قروض كلاسيكية بالحصول على الملكية، فقد كانت طلبات القروض من ذوي الدخل الضعيفة أو البسيطة مرفوضة في سوق القرض من طرف المؤسسات المقرضة بسبب خطر القرض المرتفع، وهذا ما دفع الكونغرس الأمريكي إلى وضع نهاية لهذا التمييز عن طريق التصويت على قانون CRA في 1997

235

## 2-3 الابتكارات المالية:

لقد شجعت وفرة السيولة العالمية والتوسع النقدي المنافسة الشديدة بين مؤسسات القرض وأدت إلى مجموعة من الابتكارات المالية، حيث تطور سوق العقار والسوق الثانوي للأوراق المالية المدعومة بديون عقارية، وتم توريق نسبة عالية من قروض الرهن العقاري، وقد شجعت تقنيات التمويل كلا من الوسطاء، البنوك والمؤسسات غير البنكية إلى البحث عن وسائل جديدة للتخلص من قيود المديونية، وهكذا أصبح عرض القروض أكثر ابتكارا وملاءمة لكل أنواع المقترضين.<sup>236</sup>

ولم تعمل كل الحوافز المقدمة لمصدري القروض والمورقين وحتى وكالات التصنيف الائتماني على التشكيك في هذه الأوراق المالية، بل رفعت حجم المعاملات وعملت على تشجيع إهمال قضايا أساسية كنوعية القرض والحذر. فضلا عن هذا فقد أدى التفاؤل بشأن قروض الرهن العقاري عالية المخاطر إلى تحويل حوالي 90% منها إلى أوراق مالية ذات تصنيف ائتماني مرتفع AAA.<sup>237</sup>

وهكذا ارتفعت ملكية وأسعار المنازل وبدا الاستثمار في العقار طريقا آمنا، مما أدى إلى ارتفاع معدل مالكي المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية لدى مختلف المجموعات العرقية والأعمار، لكن ورغم كل هذه الايجابيات، لم يكن هذا التنسيق مثاليا لكل الأفراد وفي كل الظروف.

وفي هذا الإطار، ووفقا لمعطيات 2008، اعتبرت وكالتا فاني ماي وفريدي ماك الممتلكتان لـ 5000 مليار دولار من أوراق الرهن العقاري عالية المخاطر فاعلتان أساسيتان في السوق الثانوي للرهن العقاري،

<sup>234</sup> - Joseph Stiglitz, Heure des comptes a sonnée pour les américains qui vivaient au-dessus de leurs moyen, consulté le

05-11-2009, [http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=1202](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=1202)

<sup>235</sup> - Laure Klein, op.cit, p27

<sup>236</sup> - Christine Riffart, op-cit, p 98 .

<sup>237</sup> - راندال دود ويول ميلز، مرجع سبق ذكره، ص15.

مدعمتان نسييا من طرف الحكومة الفدرالية الأمريكية، هدفها هو تشجيع توسع القروض إلى بعض القطاعات المهمة في الاقتصاد ( التعليم، الزراعة، العقار) وذلك عن طريق ضمان سيولة السوق الثانوي من خلال شراء قروض من المؤسسات المقرضة، كما تستجيب إلى GSE المؤسسات المدعمة من طرف الحكومة Government sponsored enterprises ، الذي ساهم بشكل كبير في نشاط السوق الثانوي للرهن العقاري، وفي الازدهار العقاري للعائلات الأمريكية، فتشتري هذه المؤسسات المدعمة من طرف الحكومة القروض من المؤسسات المنشئة، تجمعها في مجموعات pools وتصدر أوراقا مالية مدعمة برهونات عقارية، حيث يمثل قطاع القروض العقارية السوق الأساسي لتدخلها، سمحت هذه الوحدات للملايين من العائلات الأمريكية الحصول على الملكية، مما ساهم في تشكيل الفقاعة العقارية.<sup>238</sup>

والواقع أن الوفرة النقدية لم تشكل العنصر الوحيد المحدد لجذور الفقاعة العقارية، بل ساهمت عملية توريق القروض العقارية بشكل كبير في تشكيلها، ذلك أن وجود سوق ثانوي للقروض خفض من التكلفة المتحملة من طرف المنشئ، كما أن توسع السوق الثانوي لم يعمل سوى على توسيع القروض وتكوين الفقاعة العقارية.

وهكذا اجتمعت كل هذه العوامل، فارتفعت أسعار العقار، وعمليات الإقراض للأفراد ضعيفي الملاءة وتكونت الفقاعة العقارية.

### 3- انفجار الفقاعة العقارية وانهايار أسواق الرهن العقاري عالية المخاطر:

تعتبر أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر من أهم العوامل التي فجرت الأزمة المالية لسنة 2008 لكنها لم تكن السبب الوحيد، فابتداء من 2005 رفع مجلس الاحتياطي الفدرالي معدلات الفائدة التي يفرضها على البنوك بهدف الحد من التضخم، فارتفعت تكلفة الإقراض، وانخفض الطلب على العقار، وفي نفس الوقت تضاعف العجز عن السداد ، مما دفع البنوك إلى إعادة بيع عقارها، نتج عنه انخفاض عمليات الشراء، وارتفاع نسب البيع مما أدى إلى تخفيض أسعار العقارات.<sup>239</sup>

وقد ظهرت أولى إرهابات أزمة قروض الرهن العقاري عالي المخاطر في 2006، حيث غالبا ما منحت هذه القروض من طرف سماسرة غير خاضعين للتنظيم البنكي لأفراد مواردهم غير كافية لتأمين السداد، معتمدين على توقعات ارتفاع قيمة ممتلكاتهم كي تكون ضمانا كافيا أو تسمح بالتخلص من المديونية عن طريق إعادة بيع الممتلكات. لكن الدورة العقارية أدت إلى انقلاب الوضعية، حيث تراجعت المؤشرات حسب إحصائيات الثلاثي الثالث والرابع للسداسي الأول لـ 2006، وارتفع العجز عن السداد في السداسي الأول

Laure Klein, op.cit, p26 -<sup>238</sup>  
Daniel Rallet , Gérard Grosse, op-cit. -<sup>239</sup>

ل2006، كما تفاقمت تأخيرات الاستحقاق retard d'échéances في قروض أخرى غير قروض الرهن العقاري عالي المخاطر.<sup>240</sup>

وهكذا فإن الأزمة العقارية التي هيمنت على الولايات المتحدة منذ بداية سنة 2006، يمكن أن تحلل كإحدى الأزمات الدورية المتكررة، التي تقع عند اقتراب كل مرحلة جديدة من تراجع الوضعية، فبعد عدة سنوات من النمو الكبير أصبح الحصول على العقار صعبا، فنقلص التعامل في سوق العقار. وبهذا تراجعت قدرة العائلات على الاستدانة وبدأت السياسة النقدية في الانكماش لمواجهة الآثار التضخمية للنمو، وباختصار تراجعت الوضعية المالية للعائلات، وانخفضت مبيعات العقار والاستثمار العقاري.

كما انخفض الاستثمار السكني للأفراد بـ 30% بين نهاية 2005 و 2007 وعاد إلى مستواه عام 1998، فانخفض النمو وتراجعت رخص وأشغال البنوك إلى حدود 50% فانخفضت المبادلات في العقار الجديد بحوالي 60% و بـ 30% في العقار القديم، كما تراكم المخزون السكني غير المباع (خلال ثلاث سنوات) وتراجعت الأسعار بـ 20% في الجديد وأكثر بـ 10% في القديم.

انطلاقا من 2006، وضع تراجع السوق حدا للتوازن الهش الذي كان سائدا، فتدهورت الوضعية المالية للأفراد الذين لم يعد بإمكانهم بيع ممتلكاتهم للتخلص من الديون، وارتفعت الدفعات الشهرية حتى بلغت 50% من عوائد الأفراد وتفاقم التأخر عن السداد، وفي نهاية 2007 عرفت 20% من قروض الرهن العقاري عالي المخاطر ذات معدلات فائدة متغيرة تأخيرات عن السداد -تجاوزت ستة أشهر- مقابل 10% في 2005، وتم الحجز على 6% منها. ولم تقتصر هذه الصعوبات على سوق الرهن العقاري الثانوي بل شملت صعوبات الدفع في سوق القروض الأولية.

وهكذا أصبحت وضعية الأفراد غير محتملة بسبب تراجع الأسعار منذ 2006، كما اعتبر هذا التراجع الأكثر حدة في 2006 منذ أكثر من عقد، وهذا في ظل استمرار ارتفاع معدلات الفائدة، والدفعات الشهرية، مع ارتفاع العجز عن السداد في كل من قروض الرهن العقاري عالية المخاطر والقروض من الدرجة الأولى خاصة تلك التي تخص المعدلات القابلة للتعديل وما تبعها من ارتفاع عمليات الحجزات، وهذا ما يوضحه الشكليات التاليين.<sup>241</sup>

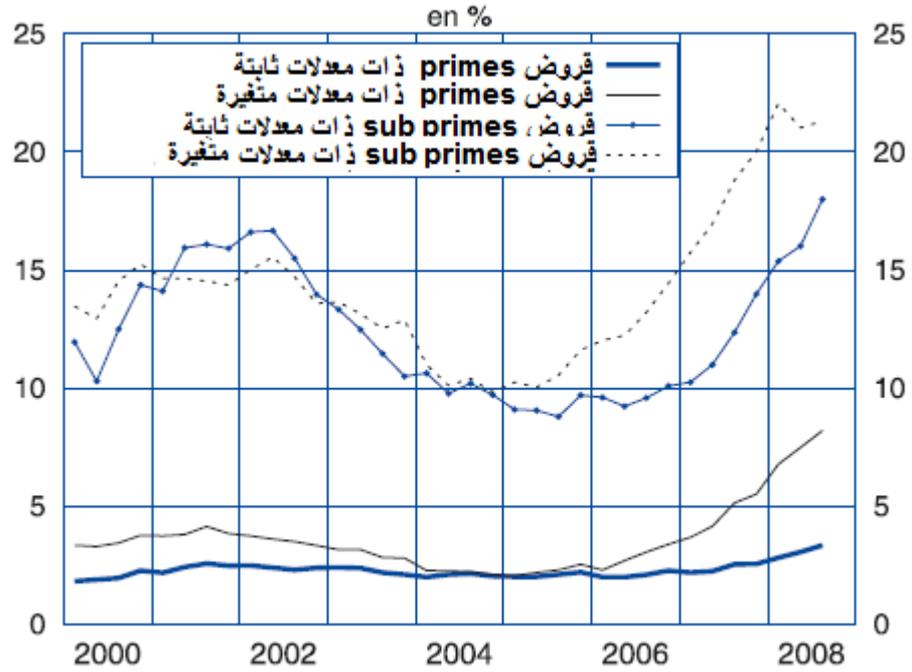
<sup>240</sup> Monique Bourven, Yves Zehr, op-cit, 12-13.

<sup>241</sup> Jean-Charles Bricongne et autres, la crise des subprime : de la crise financière à la crise économique, consulté le

05-05-2010.

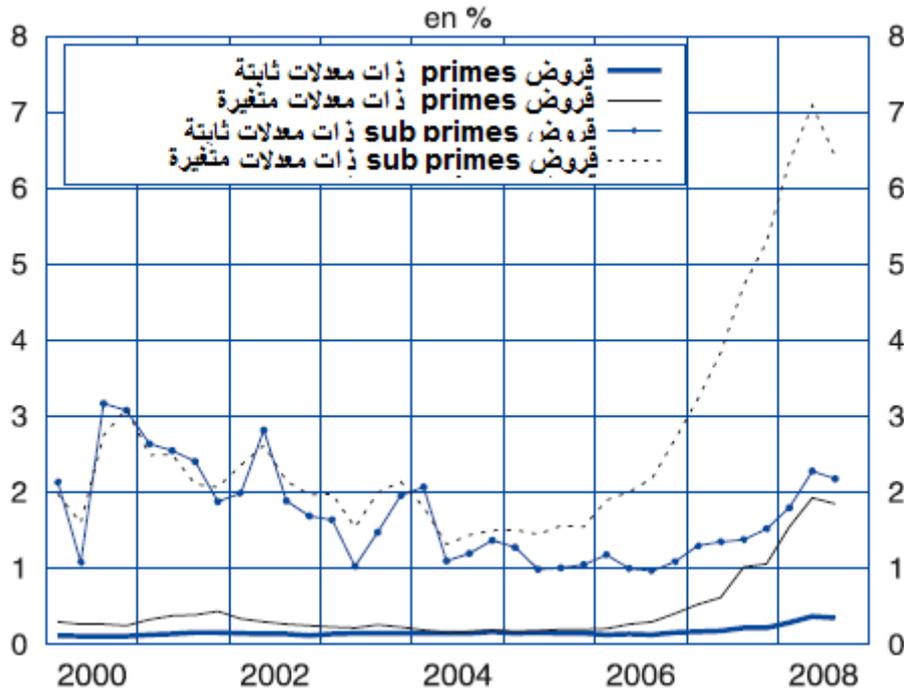
[http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys\\_conj/archives/mars2009\\_d1.pdf](http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/mars2009_d1.pdf)

شكل 8: الولايات المتحدة الأمريكية: نسبة القروض المندرجة في عملية الحجوزات حسب نوع القروض.



المصدر: Jean-Charles Bricongne et autres, op-cit, p 2

شكل 9: الولايات المتحدة الأمريكية: معدل العجز عن السداد حسب الأنواع الرئيسية للقروض.



للقروض.

المصدر: Jean-Charles Bricongne et autres, Ibid, p 2

وبهذا فقد نتج عن ارتفاع الصعوبات في سوق العقار الأمريكي نشوء مناخ من عدم التأكد والتي انتقلت إلى مجمل الأسواق المالية.

### المطلب الثاني: طرق انتقال العدوى.

تتطلب الأزمة المالية الراهنة إطارا تحليليا جديدا، فقد أدرج التوسع في التوريق، تعقد المنتجات المالية نموذجا خاصا بهذه الأزمة. والواقع أن الأزمة المالية مست البلدان المتقدمة والناشئة والنامية بدرجات مختلفة وعبر قنوات مختلفة وهذا ما سنحاول توضيحه من خلال دراستنا.

#### 1- الإطار التحليلي للعدوى:

من أبرز الخصائص المميزة للأزمة الراهنة هو الصفة العالمية ووجود قروض الرهن العقاري عالي المخاطر أساسا في الولايات المتحدة، وانتشارها عالميا نظرا لترابط المؤسسات المالية، وتوسع عمليات التوريق و إعادة تقييم أسعار المخاطر.

والواقع أن هذه الأزمة التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية وانتقلت إلى البلدان المتقدمة كمرحلة أول، قد مست الأسواق الناشئة والدول النامية كذلك، فعلى إثر انخفاض أسعار الأصول ذات خطر في الولايات المتحدة تأثرت البنوك الأوروبية المملوكة لهذه الأصول وانخفض الطلب عليها، مما أدى إلى انهيار البورصة الأوروبية، وبهذا تأثرت أسواق ما بين البنوك في أوروبا وتفجرت أزمة ثقة.<sup>242</sup>

وبدورها تأثرت البلدان الناشئة عبر العديد من القنوات أهمها انخفاض التمويل الخارجي، وخروج رؤوس الأموال المفاجئ من هذه الأسواق، مما أضعف النقود المحلية والبنوك فأصبح النظام البنكي هشاً فتدهورت قيمة الأصول وانخفضت نوعية محافظ القروض، كما شكلت الصادرات قناة رئيسية لانتقال الأزمة نظرا للحيز الهام الذي تحتله هذه الدول في هيكل التجارة الدولية.

والواقع أن فهم هذه الأزمة يتطلب إدراج إطارا تحليليا جديدا للعدوى، فقد تداخلت العديد من العناصر وعملت على توسع وانتقال الأزمة على المستوى العالمي. فإن الإفراط في المخاطر وتضاعف الخسائر في سوق العقار الأمريكي عالي المخاطر، لا تفسر بمفردها انهيار الأسواق المالية وتدهور أصول المستثمرين، فقد عمل توسع نموذج الأعمال لإصدار القروض وتوزيعها وتضاعف المتدخلون، مع احتمالات إعادة التمويل وتعقد الابتكارات المالية على إنشاء قنوات جديدة لتحويل المخاطر. فقد عملت المنتجات المالية CDO و RMBS على إعادة توزيع المخاطر داخل وخارج الدائرة البنكية، مما أسفر على انتشار الصعوبات إلى الوسطاء الماليين وإلى صناديق المضاربة وبنوك الاستثمار وشركات التأمين أحادية النشاط.

<sup>242</sup> - Jean-Charles Bricongne et autres, op-cit, p 30-29

وقد استدعى هذا الإطار الجديد لتحليل العدوى إدراج سلوك وكالات التصنيف الائتماني التي خلقت جوا من عدم اليقين وسرعت في انهيار السيولة، خاصة وأن المستثمرين في المنتجات المالية المهيكلة يولون أهمية كبيرة إلى تصنيف هذه الوكالات، وبهذا فإن المستثمر يتأثر بشدة بتدهور هذا التصنيف. فضلا عن العناصر سابقة الذكر فقد شكلت المنتجات المالية المهيكلة وسيولتها الضعيفة، وعدم اليقين - الذي عزز انتقال الصعوبات إلى أجزاء أخرى من السوق المالي وإلى منتجات مالية أخرى غير العقارية- قنوات جديدة لانتقال الأزمة. كما شكل كذلك تدهور الفاعلين آخرين في النظام المالي مثل شركات التأمين أحادية النشاط - إلى جانب المستثمرين - موردا جديدا لتوسع الصعوبات.

وقد شكلت خسائر شركات التأمين أحادية النشاط عاملا أساسيا لانتشار الأزمة خاصة وأنها اهتمت في السنوات الأخيرة بتأمين المنتجات المهيكلة المدعومة برهونات عقارية وبالأخص عالية المخاطر، فضلا عن أنها غالبا ما ضمنت شرائح يفوق تصنيفها مرتبة AA (super senior senior) ، مما سمح لها بتقليص مبلغ رأس مالها الخاص الإجمالي. ولمزيد من التفصيل فإن مؤسسة (FGIC) Financial Guaranty Insurance Company المختصة في هذا النوع من التأمين، قد التزمت بمبلغ 500 مليار دولار، منها 30 مليار مرتبطة بالرهونات العقارية عالية المخاطر، رغم أن رأسمالها لا يتجاوز 2.6 مليار دولار.

وفي ظل التقيط السيئ للأوراق المالية والتدهور الحاد لقيمتها تحمل المؤمن خسائر كبيرة، خاصة وأنها (شركات التأمين أحادية النشاط) ضمنت أوراقا مالية مرتفعة المخاطر دون أن تتوفر على رأس مال كاف، فتدهورت بدورها وشكلت عاملا لنشر الأزمة، ذلك أن انخفاض تقيط الأوراق أثر على الوسطاء الماليين الذين لجئوا لهذا التأمين.<sup>243</sup>

ولما كان ارتفاع حالات عدم السداد في القطاع العقاري مرتفعة، فتوجه البعض لاستعمال نموذج الدومينو للعدوى المالية ( يتم شرح العجز عن السداد لمؤسسة مالية عن طريق الميكانيزم التالي: في حالة إقراض مؤسسة A إلى B وإقراض B لـ C، فإن العجز عن السداد الذي يصيب C، يتسبب في إحداث عجز لدى B ، والذي بدوره يؤثر على قدرة سداد المؤسسة A) لشرح هذه الأزمة بداية، لكنه اعتبر من طرف البعض نموذجا غير كامل ولا يسهل فهم العدوى المالية للأزمة الحالية في ظل هذا النظام المالي المتطور، وإن كان فعالا فإن العجز عن السداد بالنسبة للقروض ذات خطر سيكون لها أثر محدود، وإذا ما تمت المقارنة بحجم الميزانيات ورأس مال المؤسسات المالية، فإن رأس مال القطاع المالي من شأنه أن يمتص خسائر عدم السداد لمقترضي هذا القطاع.<sup>244</sup>

وقد انتشرت الأزمة إلى مجمل الأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي من خلال عدد من الميكانيزمات، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

<sup>243</sup> Laure Klein, op-cit, p p 130

<sup>244</sup> Tobias Adrian, Hyun Song Shin, Liquidité et contagion financière, Banque de France, Revue de la stabilité financière- Numéro spéciale liquidité, N 11, Février 2008. p 2. consulté le 05-08-2009. [http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2008/etud1\\_0208.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2008/etud1_0208.pdf)



خصت هذه الأزمة أولا بنوك الأعمال الأقل تنظيما التي تمول نشاطها عن طريق الرافعة المالية، وبسبب ارتباط الأسواق المالية والفاعلين في ظل انتشار عملية التوريق مست الأزمة كل الأعوان الماليين الذين وظفوا مواردهم في أسواق القروض المورقة ( بنوك، مؤمنون، هيئات توظيف جماعية من نوع صناديق المعاشات والصناديق الجماعية للتوظيف).

وقد ساهم الحذر الذي سيطر على أسواق ما بين البنوك في تغذية هذه الأزمة، فلم يعد أحد متأكدا من تعرض البنوك للقيم المورقة، التي بدورها لم تسعر جيدا. ووفق هذه الشروط ابتعدت البنوك عن تقديم القروض لزيائنها والاقتراض فيما بينها خاصة لعدم تمكنها من استرداد أموالها. وبهذا أثر السوق النقدي على النظام المالي الذي واجه أزمة سيولة و إلى أزمة ندرة القروض.

## 2- قناة التوريق:

اعتبر التوريق عاملا أساسيا لانتشار الصعوبات مبدئيا في السوق الأمريكي لقروض الرهن العقاري عالية المخاطر ذلك أن قروض الرهن العقاري عالية المخاطر شكلت -تقريبا- موضوع إعادة تمويل من خلال إصدار مركبات توريق من نوع RMBS ثم CDO، وكقناة لانتقال الأزمة من خلال نموذج الأعمال لإصدار القروض وتوزيعها.<sup>246</sup>

والواقع أنه من المفترض أن يسمح التوريق بتقسيم المخاطر في حالة عدم سداد الفرد عن طريق توزيع دينه على مختلف الدائنين في محافظ متنوعة، وهذا ما يتوقف على استقلالية المخاطر أي كلما استقل خطر عدم ملاءة الفرد (أ) عن الفرد (ب). أما في حالة عدم توفر هذا الشرط فيصبح من المحتمل وقوع حالات عدم سداد مترامنة، فتواجه العديد من المؤسسات المالية صعوبات، بسبب تقسيم وتوزيع المخاطر على مجمل النظام المالي، وهذا ما حدث في أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، حيث ارتبطت قدرة مختلف الأفراد ببعضها البعض وبسوق العقار.<sup>247</sup>

وإلى جانب ذلك فقد سمح التوريق الانسحاب من المعايير التحذيرية المرتبطة بمعامل الأموال الخاصة، ذلك أن الالتزامات خارج الميزانية لا تتطلب مؤونة رأس المال.<sup>248</sup> وفي ظلها تكون المخاطر أقل وضوحا بالنسبة للمستثمرين وكذلك بالنسبة لجهات الإشراف والتنظيم.<sup>249</sup>

وبهذا ساهم التوريق في توزيع خطر القرض على كل القطاع المالي من خلال توزيعها على جزء كبير من المستثمرين ( البنوك، صناديق المعاشات، صناديق التحوط، بنوك الاستثمار، مركبات الاستثمار المهيكلة، وكالات التأمين). وهذا ما يفسر انتشار الأزمة إلى خارج الدائرة البنكية.

<sup>246</sup> - Laure Klein, op.cit, p 102

<sup>247</sup> - Olivia Montel-Dumont, op-cit, p 33

<sup>248</sup> - Laure Klein, op.cit p42.

<sup>249</sup> - لوراكوس، مرجع سبق ذكره، ص 12.

وكما ذكرنا سابقا أن تقييم هذه المنتجات يتم بقيم السوق، وهذا ما جعل انهيار السيولة في أسواق RMBS و CDO يؤثر على أصول البنوك التي سجلت تدهورا كبيرا وبذلك سجلت ميزانيات البنوك خسائر كبيرة طالت حتى المنتجات الأقل خطر.

ويمكن أن نخص بالذكر منتج CDO الذي ساهمت خصائصه في تأزم الوضع، نظرا لكونه منتجا مهيكلًا يرتفع غموضه خلال عملية التوريق، مما شكل موردا هاما لتوسع الصعوبات، حيث أن نشوب عدم تأكد صغير يؤدي إلى انهيار سريع وعميق للسيولة و إلى تدهور قيم الشرائح مما يجعلها صعبة التقييم وبالتالي استحالة تسعيرها، وبهذا كلما ارتفعت هيكلته ضعفت نوعية المعلومة. كما عمل على نشر الأزمة من خلال النجاح الذي حققه وطبيعة المستثمرين فيه ( من بين مشتروا CDO نجد وكالات التأمين، البنوك، صناديق المعاشات، صناديق التحوط وبنوك الاستثمار، ومركبات الاستثمار المهيكله).

وقد عزز غياب سوق ثانوي غموض هذه المنتجات وعدم تجانس الأوراق المالية، حيث أن سوق CDO هو سوق بالتراضي وهذا ما صعب تثمين شرائحه فنتج عنه ضعف السيولة.<sup>250</sup>

ولم يقتصر الإشكال على هذه المرحلة، بل تم إعادة بيع هذه المنتجات المشتقة والمورقة وسط عدة منتجات مالية أخرى من طرف بنوك أعمال Bear stearns, Merrill Lynch , Citigroup , Lehman Brothers , AIG ومن طرف صناديق التحوط لكل المؤسسات المالية في العالم للاستفادة منها، والتي تنشئ هي بدورها منتجات مثل هذه، دون أن يتعرف أحد على أصلها، وهكذا توفر للبنوك وصناديق التحوط القليل من المعرفة المتعلقة بالخطر الجاري.

وأخيرا يمكن القول إن هذا الإطار التحليلي للعدوى قد وفر لنا أهم القنوات والعناصر التي عن طريقها انتقلت الصعوبات من قطاع الرهن العقاري إلى مختلف الأسواق المالية، لكن انعكاسات الأزمة لم تتوقف عند هذا الحد، وانتقلت عبر قنوات أخرى إلى كل من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة.

### 3- القنوات التجارية والمالية:

إلى جانب الميكانيزمات السابقة الذكر والتي أسهمت في انتقال عدوى الأزمة المالية والاقتصادية، وانتشارها كمرحلة أولى داخل البلدان المتطورة وامتدادها فيما بعد إلى البلدان الناشئة والنامية عن طريق مختلف القنوات، يمكننا أن نميز بين قناتين رئيسيتين لانتقال الأزمة وهما القناتين التجارية والمالية، وذلك رغم اختلاف القنوات حسب الدول ودرجة اندماجها في الاقتصاد العالمي.

## 3-1 القناة التجارية:

أثر تراجع الطلب الداخلي في الولايات المتحدة الأمريكية سلباً على اقتصاديات دول العالم، وبالأخص تلك التي تشكل قيمة صادراتها باتجاه الولايات المتحدة الأمريكية نسبة مرتفعة من الناتج المحلي الإجمالي. وفي الواقع يمكن تقسيم أثر هذه القناة إلى أثرين مباشر وغير مباشر، حيث يرتبط العنصر الأول بالتسلسلات الاقتصادية الكلية التي تنشأ من خلال تراجع صادرات دولة ما نحو الولايات المتحدة الأمريكية والتي تؤثر على كل من استثماراتها، استهلاكها و وارداتها. وهذا ما يؤدي عن طريق أثر غير مباشر إلى انخفاض الطلب العالمي الموجه إلى بلدان أخرى<sup>251</sup>.

وباعتبار الدول المتطورة منافذ هامة لصادرات الدول الناشئة، فقد تراجعت معدلات نمو هذه الأخيرة، مما أثر سلباً على العمالة ومعدلات الاستثمار، فضلاً عن ذلك فغالبا ما يؤدي انخفاض الطلب العالمي إلى انخفاض هام في أسعار المواد الأولية، مع إحداث أثر مباشر على العوائد بالعملة الصعبة بالنسبة للبلدان المصدرة، وهذا ما حدث بالفعل في الأزمة الراهنة<sup>252</sup>.

وتتصدر دول آسيا الناشئة، كندا والمكسيك قائمة البلدان التي تأثرت بهذه القناة، فيما تبدو منطقة الأورو أقل تعرضاً لأن 3% من نشاطها فقط يعتمد مباشرة على المنافذ في أمريكا، وهذا ما يمكن توضيحه من خلال الجدول التالي وذلك وفق معطيات 2005:

Marie-Suzie Pungier, la conjoncture économique et sociale en 2008 , 2008 , p 95. consulté le 01-05-2009 <sup>251</sup>

<http://www.conseil-economique-et-social.fr/rapport/doclon/08060417.pdf>

Thierry Apoteker, Matthieu Pautonnier, Aucun marché émergent ne sera épargné, Banque Stratégie , N 265, -<sup>252</sup>  
Décembre 2008, p5.

## الجدول 2: تعرض الدول المباشر لتراجع واردات الولايات المتحدة الأمريكية

(PIB%)

البلد	الصادرات	الصادرات نحو الولايات المتحدة الأمريكية
كندا	38	32
المكسيك	30	26
ماليزيا	123	24
تايلاندا	74	11
الصين	38	8
كوريا الجنوبية	43	6
المملكة المتحدة	26	4
اليابان	15	3
منطقة الأورو	15	3

المصدر: Marie-Suzie Pungier, op-cit, p 94.

## 3-2 القناة المالية:

إن أهم ما يميز الأزمة الراهنة هو انهيار البورصات وانهيار أسواق ما بين البنوك و حدوث اختلالات في الأسواق المالية، والتي تمخض عنها عدة صدمات حادة أثرت على قرارات الاستهلاك وعلى استثمار الأعدان غير الماليين في ظل محيط من عدم التأكد وتقبيد شروط الإفراض. وعليه فقد انتشرت الأزمة بفعل ترابط الأسواق والمؤسسات المالية، وانتشار عمليات التوريق التي سمحت للمستثمرين بالدخول للأسواق المالية الأجنبية، حيث أثر انخفاض أسعار الأصول عالية المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية على البنوك الأوروبية التي تمتلك هذه الأصول، فانخفض الطلب على الأصول مما غذى انهيار البورصة الأوروبية وأسواق ما بين البنوك في أوروبا التي تأثرت بالأزمة.<sup>253</sup> وقد أدت انخفاض الثقة في الأسواق وصعوبة الحصول على التمويل إلى التأثير سلبا على الأنظمة البنكية التي أصبحت هشة بسبب تدهور أصولها مما جعل التمويل الخارجي والقناة البنكية، قناة لانتقال الأزمة.<sup>254</sup> وهذا ما أثر على الأسواق الناشئة بسبب رفع البنوك الدولية تعاملاتها مع البلدان الناشئة. وفي

<sup>253</sup> - Jean-Charles Bricogne et autres, op-cit, p 30.

<sup>254</sup> - Estelle Brack, Contagion, les événements donneront-ils raison aux modèles théoriques, Banque Stratégie, N 265, -

Décembre 2008, p8.

حالة اعتماد البنوك المحلية الناشئة على التمويل الخارجي، فستعاني من تقلص القرض، فترتفع الخسائر ومعدلات البطالة مما يمكن أن يحدث انعكاسات سلبية على نمو البلد.

وعليه انتشرت العدوى عن طريق الصلة والارتباطات الموجودة بين الأسواق المالية والتي تعكس في جزء منها درجة التكامل المالي الدولي وعولمة الاستثمارات المؤسساتية للبلدان المتطورة. حيث تؤدي تراجع الأسواق المحلية إلى آثار سلبية للثروة، وضغوط على التوازنات لأكبر المؤسسات والمؤسسات المالية وإلى انخفاض ثقة المستهلكين.<sup>255</sup>

وقد أدى تقلص آفاق النمو في الولايات المتحدة الأمريكية إلى تخفيض أسعار الأصول الأمريكية، فتراجعت ثروات ممتلكي هذه الأصول وانخفض استهلاكهم مع تقلص قدرة المؤسسات على حصولها على القروض (بسبب انخفاض أصولها)، وبالنسبة للمستثمرين غير الأمريكيين فإن انخفاض الثروة والآثار الاقتصادية المرتبطة تضاعفت عن طريق تدهور الدولار.

### المطلب الثالث: مراحل الأزمة المالية والاقتصادية العالمية.

مرت الأزمة المالية بعدة مراحل، حيث تدخل في كل مرحلة العديد من الميكانيزمات والأعوان الاقتصاديين، مما تسبب في انتقالها إلى مجمل الاقتصاد العالمي.

#### 1- عولمة الصعوبات المالية:

إن الخاصية الأساسية للأزمة الراهنة هو الصفة العالمية، فبعد انطلاقها من سوق الرهن العقاري عالي المخاطر انتشرت الأزمة إلى مجمل الأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي من خلال عدد من الميكانيزمات. فبعدما عصفت الأزمة في أوت بسوق الرهن العقاري عالي المخاطر 2007، أصبحت أسواق الأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية عالية المخاطر غير سائلة، ففي ظل غياب التداول وغياب مشتريين في السوق الثانوية لم تتوفر أسعار سوق تستخدم كمقياس للأداء، أو أية طريقة لتحديد قيمة مختلف شرائح المخاطر، وبهذا لم يتمكن منشئو الرهونات العقارية عالية المخاطر من بيع القروض التي أبرموها، وهذا ما شكل ضغطاً على الكثير من منشئي الرهونات الذين تميز عدد كبير منها برسمة ضعيفة وغير منظمة، وسحبت البنوك -التي تتعامل مع هؤلاء المنشئين- التمويل المقدم منها، وعجز المنشئون (المقرضون) عن تحمل عبء رصيد القروض التي أصدرها، وتوقفوا فوراً عن منح القروض الجديدة، وقدم بعضهم طلبات الحماية من الإفلاس، وبدورهم لم يتمكن مشترو المنازل المرتقبين وأصحاب المنازل الذين يطلبون إعادة تمويلهم من الحصول على قروض عقارية.

<sup>255</sup> - Thierry Apoteker, Matthieu pautonnier, op-cit, p 5.

وباعتبار صناديق التحوط من أهم المتعاملين في هذه الأسواق، لم يعد هناك وجود لسوق الأوراق المالية المدعومة بديون وأسواق مشتقات القروض بسبب توقف صناديق التحوط عن التعامل، مما حال دون تمكن مصدري الأوراق المالية المدعومة بديون من بيع أرصدهم وتوقفوا عن الإصدارات الجديدة.<sup>256</sup> و في السداسي الثاني من 2007 أصبحت الصعوبات المالية المواجهة في الأسواق المالية والنقدية عالمية، حيث أعلن في جوان من نفس السنة عن انهيار صندوقين من الصناديق المستثمرة في القروض العقارية عالية المخاطر للبنك الاستثماري Bear Stearns مع استمرار ارتفاع الحجزات السكنية للخواص، كما كشفت الأسواق في شهر أوت من نفس السنة أنه تم توظيف المنتجات السامة produit toxique في هيئات للادخار للحصول على إيرادات عالية دون الاستعلام عن المخاطر. وأدرك الفاعلون في الأسواق أن ظاهرة المنتجات السامة الموزعة لدى المستثمرين لا تخص فقط هياكل الادخار الأمريكية، إنما دون ذلك في هياكل أخرى عبر العالم.<sup>257</sup>

وقد اشتدت الأزمة عندما تم اكتشاف أن أساليب التحويل المستخدمة من طرف البنوك للاحتفاظ بهذه المنتجات الائتمانية المهيكلة غير السائلة معيبة، إذ يتم الاحتفاظ بها في كيانات خارج الميزانية العمومية للبنوك الكبرى (أدوات مهيكلة للاستثمار تسمح بمزيد من المديونية عن طريق الاقتراض في مواقع أخرى من الميزانية العمومية للبنك)،<sup>258</sup> وفجأة توجب إعادة تلك الأصول إلى الميزانيات العمومية للبنوك الكبرى وشركات وول ستريت وهذا ما تطلب منها الحصول على تمويل إضافي للوكلاء، وتحمل أتعاب رأسمالية إضافية وبذلك تم إضافة المزيد إلى طلب النظام المالي على القروض في وقت كان تلك القروض في طريقها إلى النفاذ.<sup>259</sup> وبهذا أصبحت الصدمات والمعلومات حول حاجة وحجم المخاطر، والصعوبة في حصرها وتأمينها بمثابة مؤشر لتدهور القيم البورصية في الأسواق العالمية، والواقع أن ما حدث في نهاية 2007 كان مثابة إرهابات لما سيواجه النظام البنكي في 2008، ففي بريطانيا اصطف عدد كبير من الزبائن لسحب أموالهم أمام البنك الخامس لهذا البلد Northern Rock المتخصص في القروض العقارية، وهذا ما دفع بنك إنجلترا للتدخل بمنحه قرضا استعجاليا لتجنب الخسارة، كما تدخل البنك المركزي الأوروبي والاحتياطي الفدرالي الأمريكي لمواجهة هذه الأوضاع.

قبل نهاية 2007، كونت البنوك الكبرى العالمية مثل Citigroup أو UBS مؤونات على التزامات قروض الرهن العقاري عالية المخاطر.<sup>260</sup>

وتمخض عن الاختلالات المالية أزمة ثقة مست مجموع الأعوان الاقتصاديين، حيث ترددت البنوك في الإفراض فيما بينها، بينما الأفراد وخوفا من البطالة رفعوا الادخار التحذيري وأصبح الحصول على

<sup>256</sup> - Randall Dodd, Subprime : Topgraphie d' une crise, op-cit, p 17.

<sup>257</sup> - Monique Bourven , Yves Zehr, op-cit, p 14.

<sup>258</sup> - لوراكدوس، مرجع سبق ذكره، ص10.

<sup>259</sup> - Randall Dodd, Subprime : Topgraphie d' une crise, op-cit, p 19.

<sup>260</sup> - Monique Bourven , Yves Zehr , op-cit, p 14.

القروض صعبا ومكلفا ، مما انعكس سلبا على استثمار العائلات والمؤسسات. وأخيرا أدى انخفاض الطلب إلى تقلص التجارة العالمية، وانتقلت الأزمة إلى مجمل الاقتصاد العالمي.<sup>261</sup> وعلاوة عن ذلك دفع تراجع الثقة لدى الكثير من حائزي الأوراق التجارية المدعمة بأصول والمنتجات الائتمانية المهيكلية إلى تحويل حيازاتهم إلى نقود وتخفيض آجال الاستحقاق، كما طالبوا بإيراد أكبر خاصة عند شكهم أن المنتجات المالية التي يحوزونها معرضة لمخاطر الرهن العقاري عالي المخاطر، وهكذا أدى اضطراب سوق الأوراق التجارية المدعمة بأصول في 2007 إلى عدم سيولة واسع النطاق في سوق ما بين البنوك.<sup>262</sup> وبهذا تمخض عن أزمة الثقة العديد من النتائج في السوق النقدي ، حيث تطايرت معدلات الاقتراض فيما بين البنوك وخاصة على ودائع الأورو دولار وسوق الأوراق التجارية المدعمة بأصول، وتوقفت المبادلات في جزء كبير من سوق الإقراض المهيكل والرهن العقاري عالي المخاطر وتراجعت عمليات الإقراض فيما بين البنوك.

كما واجهت المؤسسات المالية العديد من الصعوبات، حيث أعلن Merrill Lynch في بداية 2008 عن الخسائر المسجلة في الثلاثي الرابع من سنة 2007، والتي قاربت 10 ملايين دولار على نشاطاته المشتقة، تبعها قرار تأميم Norten Rock، أما في نهاية جوان 2008 فقد عرفت أكبر وكالة تأمين AIG إشكالا في منتجاتها السامة كما تم إنقاذ الوكالتين العموميتين المتخصصة في إعادة تمويل العقار فاني ماي و فريدي ماك اللتان وضعتا في بداية سبتمبر تحت وصاية الخزينة. أما فيما يخص الأسواق البورصية العالمية، فقد شهدت تراجعا كبيرا، فتسارعت عمليات البيع وتم إعادة هيكلة المحافظ، وفي 15 جويلية 2008 انخفضت المؤشرات الفرنسية والنيويوركية نسبة إلى بداية جانفي بـ -28% و -18% على التوالي، كما تراجع سعر برميل البترول في الأسواق الآجلة والمشتقة، وكل الأماكن واضطربت الأسواق الناشئة.<sup>263</sup>

## 2- تخفيض معدلات الفائدة المركزية وتوفير السيولة للبنوك:

وجدت البنوك صعوبة كبيرة في ضمان توازن ميزانيتها خاصة من خلال عمليات إعادة التمويل التي كانت تجري فيما بينها أو مع البنك المركزي، لذا تدخلت البنوك المركزية بقوة وطريقة متكررة خلال صيف 2007، عن طريق رفع كميات السيولة المقرضة للبنوك وتخفيض معدلات الفائدة الرئيسية. وبهذا سمحت الخطط الموضوعية من طرف الدولة والبنوك بتراجع الضغوط في الأسابيع التي تلتها، لكن أسواق الأسهم ظلت غير مستقرة حيث سجل مؤشر Poor & Standard في ديسمبر 2008 أسوأ

Jean-Charles Bricongne et autres, op-cit, p25-261

262- لوراكوس، مرجع سبق ذكره، ص 11.

263- Monique Bourven , Yves Zehr , op-cit, p 15-

انهيار بعد سلسلة انهيارات 1932 و 1938، فضلا عن ذلك فقد أدى تجنب المخاطرة إلى بروز ضغوط جديدة في أسواق الأسهم وما بين البنوك العالمية.<sup>264</sup>

لكن ورغم توفير السيولة من طرف البنك المركزي، وانخفاض معدلات الفائدة وقبول البنوك في بعض الأحيان لأنماط جديدة من الضمانات أقل نوعية للحفاظ على مسيرة سوق ما بين البنوك ، إلا أن الأزمة تعمقت ومست العقارات التجارية وقروض الشركات، وأثرت سلبا على الأسواق المالية العالمية.

### 3- خسارة ليمان براذرز وعودة الضغوط:

بعد فترة من الاستقرار النسبي خلال 2008، عادت الضغوط مرة ثانية في الأسواق المالية في سبتمبر 2008 بعد خسارة البنك الاستثماري ليمان براذرز الذي اعتبر مؤشرا قويا على البداية الحقيقية للأزمة المالية، والذي رفع من احتمال اختفاء أي بنك آخر، وبهذا ارتفع الحذر بين البنوك وتقلصت الشفافية، وارتفع تجنب المخاطرة وحدث اختفاء كامل للسيولة البنكية. وقد أعلن ليمان براذرز على امتلاكه على الأقل لـ 85 مليار من الأوراق السامة المتواجدة في أسواق CDO, CDS مما جعل تأمينها كارثي لكل المؤسسات المقابلة، فبمقابل هذا الوضع وغموض الوضعية، انطوت البنوك على ميزانياتها وتوقفت عن منح القروض، فحدث جمود في السوق النقدي.<sup>265</sup>

وقد واجه دائنو ليمان براذرز العديد من الصعوبات، ووجدت صناديق الاستثمار المملوكة لسندات ليمان نفسها في حالة نقص السيولة، فاضطرت لبيع الأصول وخاصة الأسهم لسداد زبائنها، مما غذى انهيار الأسعار.<sup>266</sup> وباعتبار هذا البنك طرفا في العديد من العمليات التي تمت في الأسواق بالتراضي، فإن خسارته دفعت المستثمرين إلى إعادة النظر في احتمال ارتفاع عجز البنوك الأخرى.

### 4- أزمة اقتصادية:

أسفرت الأزمة المالية (التي انطلقت في 2007) عن ركود شبه معمم، حيث أثرت الاختلالات المرتبطة بالأسواق المالية على الأعوان الاقتصاديين وعلى عمليات الاقتصاد الحقيقي، وهذا ما يؤكد حقيقة العلاقة بين الدائرتين المالية والحقيقية، حيث تشكل الخسائر البنكية وخسائر هيئات القروض وتسريح العمال إحدى أبرز الدلائل عن هذا التكامل فأصبح الأفراد غير مليونيين وارتفعت حالات التوقف عن السداد. والواقع أن الاقتصاد الحقيقي يشير إلى (زيادة مبادلات السلع، الاستهلاك، التشغيل...) أما الدائرة المالية فتتجمع الأدوات التي تمول الاقتصاد ( القروض، الأسهم، السندات)، ومن بين العناصر الأساسية التي شكلت أصل العدوى إلى الدائرة الحقيقية:

Jean-Charles Bricongne et autres, op-cit , pp 31 30-<sup>264</sup>

Monique Bourven ,Yves Zehr, op-cit, p 15 <sup>265</sup>

Jean-Charles Bricongne et autres, op-cit, p 30-<sup>266</sup>

انخفاض التمويل المقدم إلى القطاع الخاص .

الأثر السلبي لأثر الثروة على الاستهلاك والعمل.<sup>267</sup>

ويمكن توضيح أهم الاختلالات التي مست الدائرة الحقيقية من خلال العناصر التالية:

#### 4-1 أثر الثروة، وتراجع الاستهلاك:

يجد مفهوم أثر الثروة جذوره في نظرية الدخل الدائم لفريدمان، حيث تتمثل ثروة الفرد في مداخيل أجوره وممتلكاته المالية وغير المالية (العقار)، هذه الثروة تسمح له أن ينفق تبعاً لاستهلاكه، ومن هنا فإن كل صدمة (على انخفاض أسعار الأسهم والعقار مثلاً) ستؤثر على دخله الدائم وبالتالي على ثروة الفرد، ذلك أن انخفاض أسعار الأسهم والعقار سيؤثر سلباً على الدخل الدائم والاستهلاك.<sup>268</sup>

وفي حالة الأزمة الراهنة، تأثرت ملكية الأفراد المالية والعقارية بانخفاض أسعار الأصول وبالخصوص ملكية الأفراد الأمريكيين التي تراجعت قيمتها بدرجة كبيرة، فقد تسبب فقدان ثروات الأفراد في انخفاض قدرتهم على الاقتراض وهذا ما أثر على الاستهلاك، خاصة ابتداء من الثلاثي الأول لـ 2008، الأمر الذي أدى إلى تراجع الاستهلاك الأمريكي بشدة بسبب تدهور أصول العائلات. وفضلاً عن ذلك فإن الانخفاض الكبير في الاستهلاك الأمريكي كان أقوى بكثير من أن يفسر بأثر الثروة وانخفاض القدرة الشرائية للأفراد، حيث يمكن إرجع هذا الانخفاض إلى القيود الجديدة التي تمنح بها قروض الاستهلاك والتي تدهور الثقة بالنظر إلى ارتفاع البطالة وخطورة الأزمة.<sup>269</sup>

والموقع أن أثر الثروة لم يقتصر على الاقتصاد الأمريكي بل تعداه إلى العديد من اقتصاديات العالم.

#### 4-2 تراجع القروض:

أثرت الأزمة على استثمار الأفراد والمؤسسات عن طريق قناة القرض، فقد واجه الأعوان تكاليف مرتفعة للحصول على التمويل خاصة في ظل تشديد شروط الإقراض.

وتراجع الإقراض المصرفي حيث تم تشديد معايير الإقراض في العديد من مناطق العالم بدرجات متفاوتة حيث كان مرتفعاً في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو مع تشديد أقل في اليابان، وقد كان هذا التقييد جد معتبر في حالة الإقراض المقدم لقطاع العقارات، مع تشديد المعايير في حالة الإقراض المقدم إلى قطاع المؤسسات والعائلات، خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية.<sup>270</sup>

وهكذا لم يعد بإمكان المؤسسات الحصول على تمويل استثمارها، نظراً لصعوبة الحصول على التمويل في الأسواق المالية وانهيار البورصات العالمية مما جعل البنوك أكثر انتقائية في منح القروض.

<sup>267</sup> De la crise financière à la crise économique, Banque de France, op-cit, p5. P16.

<sup>268</sup> -Christoph Blot et autres, De la crise financière à la crise économique, une analyse comparative, France- Etats-

Unis, consulté le 20-12-2009

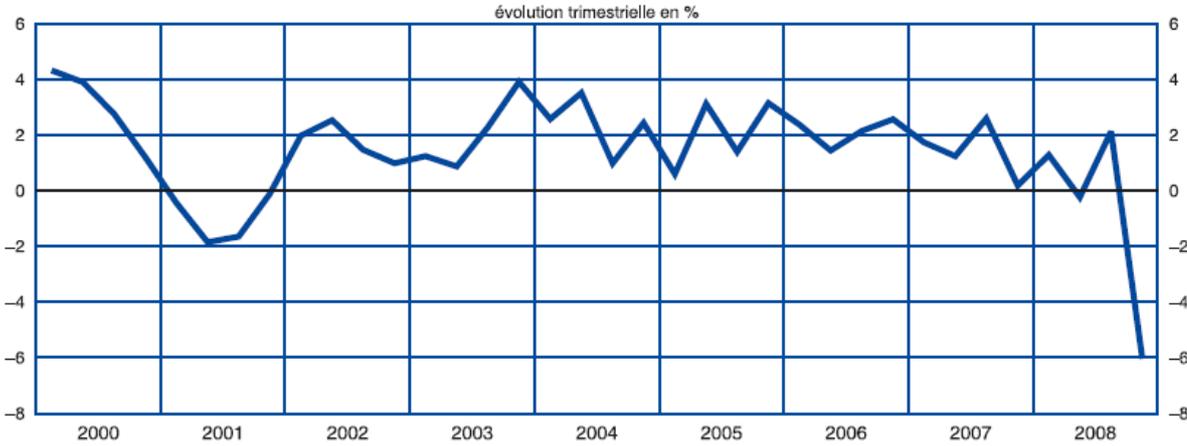
<http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/documents/crise2009/crise25.pdf>

<sup>269</sup> Jean-Charles Bricongne et autres, op-cit, pp 34-35-

<sup>270</sup> - الإسكان والذرة الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص ص 14-12.

والواقع فقد انعكست الأزمة سلبا على النشاط الاقتصادي وتقلصت التجارة العالمية منذ نهاية 2008، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

شكل 11: معدل نمو مبادلات السلع



المصدر: Jean-Charles Bricongne et autres, op-cit . P 41.

وبهذا ساهم التقلص في المبادلات في انتشار الأزمة وفق ميكانيزم مضاعف التجارة الخارجية ذلك أن انخفاض النشاط في بلد ما، يؤدي إلى انخفاض نشاط الشركاء التجاريين عن طريق قناة تقلص الواردات - الصادرات، فتتخفص واردات البلدان بدورها وهذا ما يقلص منافذ البلدان الأخرى.

## 5- أزمة نظامية:

تتدرج الأزمة النظامية في إطار اللااستقرار المالي، وتقوم على ثلاثة أبعاد:

**البعد الأول:** أزمة إيديولوجية وثقافية:

تم قيادة السلطات خلال العقود الأخيرة عن طريق فكرة سيادة السوق *fondamentalisme du marché* حيث تميل الأسواق للتوازن، و تعتبر الانحرافات بالنسبة للتوازن احتمالية فكل الابتكارات في ميدان تسيير مخاطر المنتجات المشتقة والمنتجات المهيكلة القائمة على هذه الفكرة، وفي هذا الإطار ظلت الابتكارات غير منظمة من طرف السلطات، بسبب هذه الفرضية المضللة التي تنظم الأسواق ذاتيا وفقها.

وفي هذا الإطار تجدر الإشارة أنه وبفضل تدخل السلطات تم تجنب أزمات عميقة مثل ما حدث في

الولايات المتحدة في سنة 2000 وليس لقدرة الأسواق على التوازن.

ويرى هذا الاتجاه أن الفاعلين في الأسواق المالية لا يتصرفون بناء على التوقعات العقلانية، بل تشتغل الأسواق وفق قاعدة محاكاة الأعوان الذين يتوفرون على معلومات تامة وعقلانية ومحدودة، وهذا ما يمكن أن يؤدي في ظل غياب الضبط الكافي إلى إحداث اختلالات حادة.

**البعد الثاني:** إعادة النظر في نموذج المالية الحديث، فقد كشفت الأزمة الراهنة عدم قيام المالية الحديثة بوظيفتها الأساسية مثلما كان متوقعا والتي تنص على تقييم وتسيير المخاطر. وقد حول كل من التوريق والمنتجات المشتقة، البنوك إلى سماسرة فقاموا بتحويل جزء معتبر من مخاطرهم إلى الأسواق، حيث تم خلق منتجات صعبة التقييم متداولة في أسواق بالتراضي، وكانت النتيجة ارتفاع مستوى الخطر في النظام المالي.

- **البعد الثالث:** تأثرت كل مكونات النظام المالي بالأزمة، فانطلقت الأزمة من جزء خاص من سوق العقار، لتنتشر إلى البنوك والمستثمرين محدثة خلا بالأسواق ما بين البنوك والأسواق المالية.<sup>271</sup>

خلاصة القول إن الأزمة المالية والاقتصادية التي عصفت باقتصاديات العالم هي أزمة نظامية، ظهرت كأزمة سيولة وأزمة توريق، حيث استعملت هذه التقنية في مواد مهيكلة وغير سائلة، وبهذا تعمقت الاختلالات في أوت 2007 في سوق ما بين البنوك، والتي انتشرت إلى الأسواق المالية ومست المؤسسات غير المالية والاقتصاد الحقيقي.

<sup>271</sup> , Dominique Plihon, Pour une réforme globale de la théorie et de la régulation financière , Problèmes - 271 , économiques , La documentation française, N 2958, Décembre 2008, p 14.

## خلاصة:

استخلصنا من خلال استعراضنا لمختلف آراء الخبراء المفسرة للأزمة وأهم مراحلها و أسبابها مجموعة

من النقاط:

إن الأزمة التي ضربت النظام المالي العالمي منذ منتصف صيف 2007 هي أزمة مالية واقتصادية ونظامية. إن الإفراط في نمو السيولة على المستوى العالمي هو أحد العوامل الرئيسية المفسرة للأزمة. هي أزمة عالمية نتجت عن اجتماع العديد من العوامل والاختلالات الاقتصادية أهمها تركيز الثروات وتفاوت الدخل وارتفاع المديونية و انخفاض معدلات الفائدة، فضلا عن انتشار المخاطر والمنتجات المالية المهيكلية في مجمل الأسواق المالية العالمية عن طريق عمليات التوريق، والبحث عن العوائد المرتفعة وتوظيف السيولة في الأصول الأكثر خطورة، مما تسبب في إحداث خطر نظامي. إن تراجع أسواق العقار فجر أزمة ثقة بين العملاء، مما أدى إلى نقص السيولة في سوق ما بين البنوك ومجمل الأسواق المالية، ولم يحل تدخل البنوك المركزية دون تفاقم الأوضاع. لم تقتصر الأزمة على الاختلالات فيما بين البنوك، بل كانت كل العمليات بين المؤسسات المالية ضحية انقطاع الثقة، فتوسعت أزمة السيولة إلى أسواق أخرى تتعامل في توريق القروض و إلى مؤسسات أخرى من صناديق التحوط والتأمينات، وتعرضت كل المبادلات المالية إلى عدم تناظر المعلومات. كما انتقلت إلى بقية دول العالم عبر عملية التوريق ومختلف القنوات التجارية والمالية، وانتقلت للاقتصاد الحقيقي وتسببت في إحداث ركود.

اتخذت هذه الأزمة بعدا عالميا وطالت أغلب اقتصاديات دول العالم.

# الفصل الثالث

تداعيات الأزمة المالية  
والاقتصادية العالمية وسبل  
مواجهتها

**تمهيد:**

يشهد الاقتصاد العالمي أزمة مالية واقتصادية عالمية راهنة، عصفت بأغلب اقتصاديات الدول بدرجات متفاوتة وبصور متعددة تبعاً لدرجة اندماجها في الاقتصاد العالمي والأسواق المالية. وتعتبر الولايات المتحدة قلب هذه الأزمة الحادة والتي انتقلت عدواها إلى الأسواق المالية العالمية، والتي لم تتوقف عند حاجز العقارات بل شملت الاقتصاد الحقيقي برمته، ومست كلاً من الدول المتقدمة والناشئة والنامية. وهذا ما دفع الحكومات والبنوك المركزية والمؤسسات المالية الدولية إلى التدخل بقوة للحد من هذه التداعيات عن طريق إتباع برامج وتحفيزات استثنائية وضخ كميات كبيرة من السيولة المالية.

وقد انعكست كل هذه الإجراءات إيجاباً على الاقتصاديات العالمية، وساهمت في الحد من حالة عدم اليقين وتحسن الأوضاع المالية والحد من الآثار السلبية على القطاعات الحقيقية، وبدأ الاقتصاد العالمي يدخل في مرحلة التعافي.

وبالرغم من النتائج الإيجابية المحققة، إلا أن الكثير من التحديات لا تزال قائمة وهذا ما يستدعي اتخاذ إجراءات على مستوى السياسات للحفاظ على ظهور بوادر تعافي الاقتصاد العالمي والنظام المالي. فضلاً عن وجوب الحد من جوانب الضعف في الأطر التنظيمية والإشرافية التي كشفت عنها الأزمة.

وعليه يتناول هذا الفصل المباحث الثلاث التالية:

تداعيات الأزمة العالمية الراهنة على اقتصاديات الدول.

سبل مواجهة الأزمة العالمية الراهنة.

التعافي والإصلاح.

## المبحث الأول: تداعيات الأزمة العالمية الراهنة على اقتصاديات الدول.

انتقلت آثار الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة إلى أغلب اقتصاديات الدول المتقدمة، الناشئة والنامية، وذلك بفعل آثار العدوى وبدرجات متفاوتة تبعا لدرجة انفتاح كل دولة على الأسواق المالية العالمية، وقوة الترابط مع الاقتصاد العالمي، مما سبب ركودا اقتصاديا حادا. نستهل هذا الجزء بالتعرف على أهم تداعيات الأزمة الراهنة على مختلف اقتصاديات كل من الدول المتقدمة والناشئة والعربية، ثم نتطرق لمختلف سبل مواجهة الأزمة والتعافي والاصلاح.

### المطلب الأول: تداعيات الأزمة على الدول المتقدمة.

عرف النظام المالي الأمريكي تدهورا حادا بعد انهيار بنك ليمان براذرز، مما أدى إلى إثارة شكوك حول مدى ملاءة العديد من المؤسسات المالية القوية وحدثت اضطرابات حادة وانخفاض نسب الرفع المالي على نحو غير منظم في باقي أنحاء النظام المالي العالمي، وبهذا دخلت المؤسسات المالية والأسر في مرحلة انخفاض الرفع المالي بعد عدة سنوات من التراكم القياسي للدين في ظل تدهور جودة القروض.

#### 1- الولايات المتحدة الأمريكية:

عانت الولايات المتحدة الأمريكية من حالة ركود حادة رغم كل الإجراءات التي اتخذتها الحكومة الأمريكية، خاصة في ظل الخسائر التي تعرضت لها الأسر في الثروات المالية والعقارية وارتفاع أجواء عدم اليقين، فأصبح من الصعب الحصول على القروض من طرف العديد من الأسر والشركات مما عكس حدة التوترات التي مرت بها المؤسسات المالية، وتراجعت ثقة المستهلكين إلى أدنى مستوياتها وانخفضت معدلات الاستهلاك، فبعد أن كان معدل ادخار الأسر في حالة انخفاض على مدى عقدين، ارتفع مرة أخرى بصورة حادة ليبلغ 4% في فيفري 2009 مقابل 0.25 % في العام الذي سبقه.<sup>272</sup> وقد تراجع الاقتصاد الأمريكي بصورة حادة ليصل معدل نموه 2.2% عام 2007 مقارنة بما يقارب 3% عام 2006، وانخفضت استثمارات الأعمال وارتفعت الاضطرابات المالية، كما انكمشت الاستثمارات السكنية فبعد وصول سوق المساكن إلى مستوى الذروة في 2005 تغيرت الأوضاع وانخفضت أسعار المساكن بنسب تتراوح بين 0% و 10% في عام 2007.<sup>273</sup> وقد تراجعت أسواق المال وتضررت المؤسسات المالية بشكل كبير، وشهد قطاع البنوك خسائر كبيرة وذلك بعد إعدام مبالغ كبيرة من الديون العقارية بسبب عدم القدرة على تحصيلها، كما أعلن عن انهيار

<sup>272</sup> - الأزمة والتعافي، آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، أبريل 2009، ص 63.

<sup>273</sup> - الإسكان والدورة الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص ص 65-67.

العديد من صناديق التحوط التابعة بسبب القروض العقارية الرديئة، وتمت العديد من عمليات البيع والاستحواذ في الجهاز البنكي بأسعار جد متدنية بعد تراجع أسعار أسهم البنوك بشكل كبير.<sup>274</sup>

والواقع أن هذه التداعيات لم تقتصر على الجانب المالي بل تعدته إلى الجانب الحقيقي، حيث أدى تراجع الثروة وتقييد أسواق القروض في ظل سيادة أجواء عدم اليقين المتعلقة بالدخل والعمالة إلى كبح الطلب الخاص، وأدت خسائر الميزانيات العمومية للبنوك إلى تقلص فرص الحصول على القروض، وبهذا انتقلت آثارها إلى الاستثمار الخاص والاستهلاك.<sup>275</sup>

وقد تراجع إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بنسبة تزيد عن 6% في الربع الرابع من 2008 و 5.7% في الربع الأول من 2009. وارتفعت معدلات البطالة في الولايات المتحدة بما يزيد على 4% خلال 2008 مسجلة أعلى المعدلات على مدار 26 سنة الماضية قدرت بـ 9.7% في أوت 2009.<sup>276</sup>

للاشارة فإن الولايات المتحدة الأمريكية تعد من أبرز الدول التي عانت من جراء الأزمة الراهنة في ظل ارتفاع عجز الميزانية الذي وصل عام 2008 إلى 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي، فضلا عن المعدلات القياسية للتضخم والبطالة.

لكن هذا العجز ارتفع بنسب كبيرة، فوق تقديرات مكتب الميزانية بالكونجرس الأمريكي، فقد سجلت الولايات المتحدة ثاني أعلى عجز في الميزانية منذ الحرب العالمية الثانية والذي قدر في 30 سبتمبر 2010 بـ 1.29 ترليون دولار، ما يوافق نسبة 8.9% من الناتج المحلي الإجمالي.

ويمكن ذكر أهم المراحل الأولى التي مرت بها الأزمة منذ بداية عام 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية فيما يلي:<sup>277</sup>

فبراير 2007: عدم تسديد اقتراضات الرهن العقاري، وتسجيل أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات متخصصة.

أوت 2007: تدهور البورصات أمام اتساع مخاطر الأزمة، وتدخل البنوك المركزية لدعم سيولة السوق.

أكتوبر 2007 إلى ديسمبر 2008: إعلان عدة بنوك كبرى عن الانخفاض الكبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.

جانفي 2008: تدخل الاحتياطي الفدرالي الأمريكي عن طريق تخفيض معدل فائدته الرئيسية.

11 جويلية 2008: إعلان بنك إن دي ماك في كاليفورنيا إفلاسه، علما أن أصوله بلغت 32 مليار دولار.

15 سبتمبر 2008: إعلان بنك الأعمال ليتمان برانرز إفلاسه.

<sup>274</sup> - إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 14-15 .

<sup>275</sup> الأزمة والتعافي، مرجع سبق ذكره، ص 64.

<sup>276</sup> - الحفاظ على التعافي، آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2009، ص 7.

<sup>277</sup> - عطا السيد الشعراوي، الأزمة في الولايات المتحدة، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، القاهرة، العدد 175، جانفي 2009، ص 126.

وقد واجه بنك ليمان براذرز صعوبات كبيرة جراء أزمة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، وأعلن عن خسارة بلغت 3.9 مليار دولار للربع الثاني من عام 2008، وتفاقت الأزمة حتى أشهر إفلاسه عقب فشل الجهود التي بذلت من طرف إدارة البنك لإنقاذه.

اعتبر هذا البنك أكبر بنك استثماري بالولايات المتحدة الأمريكية، أسسه ثلاثة مهاجرين ألمان كانوا يتاجرون بالقطن عام 1870، ويعمل لديه 25935 موظفاً بشتى أنحاء العالم.

16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية يؤممان أكبر مجموعة تأمين في العالم إي إي جي المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار، مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها.

26 سبتمبر 2008: بنك جي بي مرغان منافسه واشنطن ميوتشوال بمساعدة السلطات الفيدرالية.

29 سبتمبر 2008: أعلن بنك سيتي جروب الأمريكي شراء منافسه بنك واكوفياً بمساعدة السلطات الفيدرالية.

## 2-الاتحاد الأوروبي:

تعرضت النظم المالية في الاقتصاد العالمي لصدمة كبيرة في ظل تدهور الثقة وتراجع نشاط قطاعي الأسر والشركات فقد تأثر النظام البنكي الأوروبي بشدة نظراً لتعرضه لمخاطر الأصول الأمريكية، وازدادت شدة هذا التأثير في ظل الارتباط فيما بين كبرى المؤسسات المالية في أوروبا وارتفاع درجة التمويل بالديون فيها، وبهذا واجهت اقتصاديات دول أوروبا المتقدمة انكماشاً حاداً في سنة 2009.<sup>278</sup>

وعلى غرار ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية، تأثرت النظم المالية والاقتصاديات الحقيقية للدول الأوروبية بالأزمة، فلم يكن يتوقع أن تكون الانعكاسات الاقتصادية الكلية كبيرة بهذا الحجم، وهذا ما جعل استجابة سياسات المالية العامة والسياسة النقدية محدودة في بادئ الأمر، فبعد أن اقتضت المشكلة في بداية الأمر على عدد من البنوك تفاقت الأزمة فيما بعد نتيجة توثق الصلات بين كبرى المؤسسات المالية في أوروبا وارتفاع نسب الرفع المالي العالية التي تعتمد عليها، ومع تجمد أسواق التمويل تحولت الأزمة المالية بسرعة إلى أزمة اقتصادية في الربع الأخير من عام 2008.<sup>279</sup>

وقد تفاقت الأوضاع بعد فضيحة متعامل وول ستريت "برنارد مادوف" وإدراج عدد من البنوك الأوروبية على قائمة الجهات التي طالتها الخسائر الهائلة لعملياته في مقدمتها "إتش إس بي سي" البريطاني وبخسائر قدرت بمليار دولار، وخسائر رويال بنك أون ايسكوتلند وبنوك أوروبية أخرى. كما أعلن رسمياً في 14 نوفمبر دخول الاتحاد الأوروبي مرحلة ركود اقتصادي يعد الأول من نوعه منذ بدأ العمل بعملة اليورو الموحدة عام 1999.<sup>280</sup>

<sup>278</sup> - مكافحة الأزمة المالية العالمية، صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي 2009، ص 18.

<sup>279</sup> الأزمة والتعافي، مرجع سبق ذكره، ص 75.

<sup>280</sup> يسرا الشرقاوي، أوروبا في مواجهة الأزمة... كثير من الوحدة... فليل من نقاط الضعف، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، العدد 175، القاهرة، جانفي 2009، ص 140.

ورغم السياسات العلاجية المنتهجة في ذلك الوقت إلا أنها كانت غير شاملة وغير منسقة بالقدر الكافي، فقد تراجعت أسعار الأسهم واستثمارات منشآت الأعمال تراجعاً كبيراً، وبهذا عانت معظم اقتصاديات أوروبا المتقدمة من انكماش حاد منذ منتصف عام 2009، حيث انخفض الناتج المحلي الحقيقي بمعدل 6% سنوياً في الربع الأخير من 2008 في منطقة الأورو والمملكة المتحدة.

وقد تراجعت أغلب المؤشرات الاقتصادية وانخفضت معدلات الاستهلاك الخاص وارتفعت معدلات الادخار من 13.6% في الثلاثي الثالث لـ 2007 إلى 15.6% في الثلاثي الأول لـ 2009. أما فيما يخص المبادلات الخارجية فقد انخفضت الصادرات بـ 17.1% خلال سنة في الثلاثي الثاني لـ 2009 وتراجعت الإيرادات بدورها بنسبة 14.4%، أما معدلات البطالة فقدت بـ 9.5% في جويلية 2009.

وما يميز منطقة الأورو هو التباين الذي عرفته مختلف بلدانها، حيث ارتفعت معدلات البطالة في إيرلندا وإسبانيا بعد تدهور سوق العقار (انخفاض بنايات المساكن) والتي تمخض عنها خسائر هامة في مستويات العمل في هذا القطاع بين جويلية 2008 وجويلية 2009، وقد ارتفع هذا المعدل من 6% إلى 12.5% في إيرلندا ومن 11.4% إلى 18.5% في إسبانيا.

أما الضرر الذي لحق بألمانيا فكان أقل، فقد ارتفعت معدلات البطالة من 7.7% في جويلية 2009 مقابل معدل 7.2% في العام السابق.<sup>281</sup>

وقد واجهت بريطانيا وضعية شبيهة للولايات المتحدة الأمريكية ذلك أنها عرفت معدلات مرتفعة لمديونية الأفراد في بريطانيا والتي قدرت بـ 145% من عوائدهم السنوية، فحاول الأفراد تعويض انخفاض قدراتهم الشرائية عن طريق رفع مديونيتهم، مما نتج عنه فقاعة عقارية انعكست سلباً على المستهلكين ومؤسسات القرض.<sup>282</sup>

وتراجع سوق العقار البريطاني في سنة 2007 وتفاقم هذا التراجع في ظل الأزمة العالمية، حيث شكلت صعوبات إعادة تمويل قروض الرهن العقاري ذات معدلات فائدة متغيرة - (المستعملة بكثرة في بريطانيا) انطلاقاً من ارتفاع المعدلات من جهة وتقلص القروض من جهة أخرى - سبباً آخر لتراجع سوق العقار مع وجود احتمال أن تثلث المقترضين ليست لهم القدرة على إعادة التمويل، ولهذا انخفضت أسعار العقار بـ 20.8% نسبة إلى الأسعار القصوى التي سجلت في أوت 2007. وارتفعت معدلات الادخار من -0.5% في الثلاثي الأول من عام 2008 إلى 5.6% في الثلاثي الثاني من 2009.<sup>283</sup>

في ظل هذا التدهور الاقتصادي واجهت اليونان أزمة ديون سيادية، دفعت الاتحاد الأوروبي لمواجهة أكبر تحد منذ تأسيسه.

<sup>281</sup> De la crise financière à la crise économique, Banque de France, op-cit, p34.

<sup>282</sup> Paul Jorion, La crise des subprimes au séisme financier planétaire, Fayard, Paris, Novembre 2009, p127.

<sup>283</sup> De la crise financière à la crise économique, Banque de France ; op-cit, p p 23-24

### أزمة اليونان:

إن ما حدث في الاقتصاد اليوناني والاتحاد الأوروبي هو أزمة مالية إقليمية شكلت مرحلة جديدة من الأزمة الراهنة.

فقد دفعت الرغبة في استيفاء شروط الانضمام إلى الأورو إلى الإفراط في الاقتراض من أجل رفع معدلات النمو وتحسين الأداء الاقتصادي، مع عدم تقديم الأرقام الفعلية لمؤشرات الأداء الاقتصادي، وهذا ما دفع بعض الدول إلى الإعلان في وقت متأخر عن حقيقة وضعها المالي وحقيقة نسبة عجز الموازنة ونسبة الدين العام للنتائج المحلي الإجمالي، فكانت المؤشرات الحقيقية مفاجئة في كثير من هذه البلدان خاصة في اليونان، البرتغال، اسبانيا وبريطانيا. وبهذا وقعت هذه الدول في أزمة الديون السيادية.

والحقيقة أن السعي من أجل تحسين مستويات المعيشة ورفع الرواتب ومعاشات التقاعد وإنعاش الاقتصاد، كان السبب وراء توجه اليونان إلى توسيع عمليات الاقتراض حتى بلغت ديونها 300 مليار أورو، أي ما يعادل نسبة 120% من الناتج المحلي الإجمالي والتي تستحق على آجال قصيرة، وهو ما جعل حل المشكلة مستعصيا من الناحية الاقتصادية علما أن أغلب دائنيها يتركزون في دول أوروبا خاصة ألمانيا وفرنسا.

وقد أحدث الخلل اليوناني صدمة لجميع الأسواق الأوروبية في ظل ظروف صعبة مصاحبة لهذه الأزمة بعد أن ارتفعت نفقات الدول تصديا للأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مما جعل احتواء أزمة اليونان أمرا صعبا، خاصة وأن ديون الحكومة جد مرتفعة وهذا ما لا يوافق ميثاق الاستقرار الأوروبي والذي وفقه لا يجب أن تتعدى الديون نسبة 60% من الناتج المحلي الإجمالي.

قامت مؤسسات التصنيف الدولية للقروض فور الإعلان عن الأزمة بتخفيض التصنيف الائتماني للسندات الحكومية اليونانية، ولدول أخرى في الاتحاد الأوروبي مثل البرتغال، وهو ما جعل الأسواق العالمية تدرك عمق الأزمة مع الخوف أن تصبح عدوى بين دول الاتحاد الأوروبي، خاصة في ظل توقع تفاقم الديون في عدد من دول الاتحاد، لكن هذه التوترات خفت بعد أن أقرت دول الأورو خطة المساعدة المالية لليونان.

### 3- اقتصاديات آسيا:

بدت آسيا في بداية الأزمة في منأى عن تداعياتها وذلك بفضل احتياطاتها الرسمية وأطر سياساتها الاقتصادية والميزانيات العمومية القوية لقطاعي الشركات والبنوك.

والواقع أن أهم ما يميز نظم آسيا هو عدم انخراطها بصفة عامة في الأنشطة الخارجة عن الميزانيات العمومية أو الاستثمار في الأصول المورقة غير السائلة التي شكلت سببا هاما في الأزمة الراهنة، كما أن تعرض المؤسسات المالية الآسيوية لمخاطر الرهونات العقارية عالية المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية ومنتجات القروض المهيكلة من خارج البلاد كان محدودا، ويرجع هذا إلى التسيير الحذر للمخاطر وتدعيم

الهيكل التنظيمي الذي نتج عن أزمة اليابان في أواخر التسعينيات والأزمة المالية لدول آسيا الناشئة في عام 1997، فضلا عن أن المنتجات المشتقة والمهيكلت تعد نسبيا في مرحلة أولية من نموها، لكن التكامل التجاري والمالي لآسيا مع بقية دول العالم جعلها تتأثر بالأزمة.<sup>284</sup>

وواقع الأمر أن دول آسيا تضررت بشكل كبير من الأزمة خاصة في ظل قناة التجارة وانخفاض مستويات الإنتاج والصادرات في أغلب دول المنطقة، فقد تأثرت اقتصادياتها المتقدمة في المنطقة بصفة كبيرة بسبب اعتمادها على الصادرات وارتباطها الكبير بتراجع الطلب العالمي على السيارات والالكترونيات والسلع الاستثمارية.<sup>285</sup>

وقد ساهم ارتباط المؤسسات المالية الآسيوية بسوق المال الأمريكي إلى امتداد الأزمة، وبدا ذلك واضحا من خلال انخفاض المؤشرات البورصية في العديد من الدول الآسيوية في مقدمتها اليابان حيث سحب العديد من المستثمرين اليابانيين أموالهم من الولايات المتحدة، مما نتج عنه ارتفاع الين مقابل الدولار، فانعكس سلبا على الصادرات اليابانية.<sup>286</sup>

### اليابان:

تعتبر اليابان من أكثر الدول تأثرا بالمبادلات التجارية في ظل انخفاض الطلب الخارجي الناتج عن الأزمة وتحسن القيمة الفعلية للين -والتي بدأت في نهاية 2008- والتي أثرت سلبا على قيمة الصادرات، حيث انخفضت هذا الأخيرة بـ 29.3% في الثلاثي الثاني لـ 2009 نسبة إلى نفس الثلاثي من السنة التي سبقتها، مع تسجيل انخفاض في الواردات بنسبة 17.1%.

ولم تقتصر التداعيات على هذا الجانب، بل تأثر كذلك سوق العقار الياباني كذلك خاصة وأنه لم يعرف تحسنا كبيرا منذ أزمة العقار في 1990، ومنذ ذلك الحين والأسعار تتراجع إلى أن سجلت أدنى قيمة منذ 35 سنة، كما انخفضت عمليات البناء بين بداية 2006 وجويلية 2009.<sup>287</sup>

وقد انخفض إجمالي الناتج المحلي بأكثر من 10% على أساس سنوي مقارن في الربعين التاليين لإفلاس مؤسسة ليمن برانرز في سبتمبر 2008، وتضررت صادراتها من الصناعات التحويلية من الانخفاض الحاد في الطلب على السلع المعمرة لا سيما السيارات.<sup>288</sup>

وعليه فإن اعتماد دول آسيا المتقدمة الكبير على الصادرات جعلها تتعرض للأزمة من خلال قنوات التجارة.

<sup>284</sup> كيفيت كانغ، جاك مينيان، آسيا تتعرض لاختبار الاضطرابات المالية العالمية، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 4، ديسمبر 2008، ص ص 34-35.

<sup>285</sup> الأزمة والتعافي، مرجع سبق ذكره، ص 71.

<sup>286</sup> إيمان مرعي، أثر الأزمة الآسيوية على آسيا، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، العدد 175، القاهرة، جانفي 2009، ص 148.

<sup>287</sup> De la crise financière à la crise économique, Banque de France, op-cit, P 23.

<sup>288</sup> -الحفاظ على التعافي، مرجع سبق ذكره، ص 71.

## المطلب الثاني: تداعيات الأزمة على الاقتصاديات الناشئة.

رغم الجهود المبذولة في الدول المتقدمة للحد من تداعيات الأزمة، إلا أنها طالت الأسواق الناشئة التي كانت محصنة نسبياً من الاضطرابات المالية نتيجة تعرضها المحدود لمخاطر الأصول المرتبطة بالقروض العقارية في السوق الأمريكية، خاصة في ظل زيادة الضغوط على الأسواق المالية الدولية. وقد شهد السياق الدولي العام ركوداً حاداً ولم تستطع الدول الناشئة البقاء في منأى عن هذه التغيرات، فانقلبت مؤسسات وبنوك الدول الناشئة من وضعية تميزت بوفرة التمويل الخارجي إلى وضعية جد حرجة.

### 1- أوروبا الناشئة:

تطورت أوروبا الناشئة بصورة سريعة منذ تفكك الاتحاد السوفيتي، خاصة في ظل قيام علاقات مالية وتجارية على نحو متزايد مع أوروبا المتقدمة مما حقق التقارب في النمو والدخل. لكن هذا التكامل واعتماد المنطقة على تدفقات رؤوس الأموال الوافدة جعلها أكثر عرضة لانتقال آثار الأزمة.<sup>289</sup> وبعد مرور فترة طويلة من التوسع الاقتصادي في دول أوروبا الناشئة، شهدت تراجعاً كبيراً في النشاط، حيث أثر انخفاض الطلب الخارجي سلباً على استثماراتها وصادراتها، وتباطأ الاستهلاك الخاص إزاء الارتفاع الحاد في أسعار الغذاء والوقود.<sup>290</sup>

فبعد أن بدت أوروبا الناشئة محصنة في 2007 في ظل عدم تعرضها المباشر لمخاطر الرهون العقارية عالية المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، تغيرت الأوضاع بزيادة حدة الاضطرابات العالمية عام 2008، قُباطت الصادرات وتوقفت تدفقات رأس المال الوافدة فعلياً في بعض البلدان، وبهذا يكون التكامل الاقتصادي والمالي الذي ساعد دول أوروبا الناشئة على اللحاق بأوروبا المتقدمة في الظروف الاقتصادية الجيدة جعلها أكثر عرضة للمخاطر مع تقادم الأوضاع العالمية.<sup>291</sup>

تدهورت أوضاع هذه الدول بشكل كبير في خريف 2008 نظراً لاعتماد قروضها المحلية على التدفقات الرأسمالية للبنوك الغربية، خاصة وأن العديد من المؤسسات المالية والأجنبية المتعثرة امتلكت العديد من البنوك في أوروبا الناشئة، فضلاً عن ذلك فقد انخفض النشاط الاقتصادي لهذه الدول الناشئة نظراً لارتباطها بانخفاض الطلب على الواردات في أسواق البلدان المتقدمة وانتهيار أسعار العقارات وضعف إمكانية الحصول على القروض وانخفاض أسعار العملات.<sup>292</sup>

<sup>289</sup> - مارك بليكا، أوروبا تحت وطأة الضغوط، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 2، جوان 2009، ص 10.

<sup>290</sup> - الضغط المالي والهبوط الاقتصادي والتعافي، آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008، ص 68.

<sup>291</sup> - مارتن شيهاك، سروبونا ميترا، أوروبا تفقد هالتها، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 2، جوان 2009، ص 12.

<sup>292</sup> - مكافحة الأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 18.

وقد تضررت النظم المالية للدول الناشئة وانخفض نشاطها بحدة بسبب اعتمادها على كل أنواع التدفقات الرأسمالية الداخلة، والتمويل من البنوك الغربية للحفاظ على استمرارية الزواج في القروض المحلية، الأمر الذي جعلها تتأثر أكثر من الدول الناشئة في آسيا.

## 2- دول آسيا الناشئة وأمريكا اللاتينية:

نظرا لاحتواء دول آسيا وأمريكا اللاتينية على احتياطات صرف وأسواق تمويل محلية هامة، اعتبرت صعوبات التمويل العابرة للحدود ضيقة. لكن الأزمة انتشرت عن طريق التجارة الخارجية وبالأخص بسبب انهيار الأحجام المتبادلة في آسيا، وهو ما قلص عوائد البلدان، فقد ارتفعت احتياجات التمويل في الوقت الذي انهارت فيه موارد التمويل الخارجية، حيث حاولت صناديق المضاربة (مورد هام لرأس مال المؤسسات الآسيوية) التخلص من أصولها غير السائلة، فضلا عن تقليص البنوك لرافعتها المالية. وهذا ما جعل البنوك الآسيوية وبنوك أمريكا اللاتينية أقل تعرضا للأزمة من بنوك أوروبا لأنها جيدة الرسملة، وتتمول في جزء منها في الأسواق المحلية.<sup>293</sup>

## 2-1 دول آسيا الناشئة:

تضررت الاقتصاديات الناشئة في جنوب شرق آسيا بشدة من الأزمة بسبب انهيار الطلب على السلع المعمرة الاستهلاكية والسلع الرأسمالية في الاقتصاديات المتقدمة (غير الآسيوية) وإلى تدهور الأوضاع المالية ولكن بدرجة أقل.<sup>294</sup>

ورغم ظهور بعض علامات الضعف في دول آسيا الناشئة في النصف الثاني من عام 2007، ظل النمو قويا، وكانت الصين في قيادة هذه الدول حيث ارتفع الناتج بمعدل 11.4% (من عام لآخر) في النصف الثاني من عام 2007.

لكن الأوضاع تغيرت في دول آسيا الناشئة بدءا من مطلع 2008 نظرا لانخفاض الطلب من جانب الاقتصاديات المتقدمة وارتفاع التوترات في أسواق المال الإقليمية، فقد تراجع النمو في الصين إلى 10.5% في النصف الأول من عام 2008 مقابل 12% في عام 2007 ويعزى ذلك في جانب منه إلى تراجع الصادرات. وتباطأت وتيرة النشاط الاقتصادي في الاقتصاديات الآسيوية الصناعية الجديدة واقتصاديات رابطة أمم جنوب شرق آسيا آسيان، فضلا عن ذلك فقد شهد الطلب المحلي انخفاضا معتبرا حيث أثر ارتفاع أسعار الغذاء والوقود سلبا على الاستهلاك، كما تراجعت الأسواق المالية.<sup>295</sup>

<sup>293</sup> De la crise financière à la crise économique, Banque de France, op-cit, p 35.,

<sup>294</sup> - الأزمة والتعافي، مرجع سبق ذكره، ص 72.

<sup>295</sup> الضغط المالي والهبوط الاقتصادي والتعافي، مرجع سبق ذكره، ص 63.

أما الصين فتعد من أهم الدول التي تضررت بفعل الأزمة المالية من خلالها صادراتها واستثمارتها الأجنبية المباشرة. وقد تم تسجيل صدمة شديدة في العديد من المؤسسات محدثة هلعا فتمخض عن هذه الصعوبات ارتفاع عدد العمال المسرحين وحدثت أزمة.<sup>296</sup>

## 2-2 أمريكا اللاتينية:

أثرت ضغوط القطاع المالي في الاقتصاديات المتقدمة على رفع تكاليف الاقتراض والحد من التدفقات الرأسمالية الداخلة في كل بلدان أمريكا اللاتينية والكاريبية، كما تأثرت العديد من الدول -الأرجنتين والبرازيل والشيلي والمكسيك وفنزويلا- والتي تعد من أكبر البلدان المصدرة للمنتجات الأولية في العالم بانخفاض أسعار السلع الأولية، كما أدى انخفاض النشاط الاقتصادي للدول المتقدمة -لا سيما الولايات المتحدة الأمريكية أكبر شريك تجاري في المنطقة- إلى خفض الطلب الخارجي وتراجع الإيرادات من الصادرات والسياحة وتحويلات المغتربين، وبهذا تكون هذه الدول قد تعرضت للأزمة عن طريق ثلاث صدمات رئيسية هي: الاضطراب المالي الذي قيد بشدة فرص حصولها على التمويل الخارجي، وتراجع أسعار السلع الأساسية المرتبطة بتراجع الطلب، انخفاض الطلب من الاقتصاديات المتقدمة.

وقد انتشرت الأزمة المالية بسرعة إلى أسواق أمريكا اللاتينية بعد منتصف سبتمبر 2008، وشهدت أسواق أسهمها المحلية عمليات بيع جماعية مكثفة، وانخفضت عملاتها المحلية بصورة حادة، خصوصا في البرازيل والمكسيك اللتان تعدان من أكبر البلدان المصدرة للسلع الأولية ويعتمد كلاهما على نظام سعر الصرف المرن.

كما تأثر النشاط الحقيقي بالأزمة وأدى إلى تراجع احتمالات النمو في البلدان المنتجة للسلع الأولية مثل ( البرازيل، الشيلي، مكسيك، الأرجنتين) إضافة إلى ذلك أدى انهيار النمو في الاقتصاديات المتقدمة -لا سيما الولايات المتحدة الأمريكية- إلى انخفاض الطلب على الصادرات وتراجع السياحة وخفض تحويلات العاملين في الخارج ومع تفاعل كل هذه العوامل انخفضت القروض، وانهار الإنتاج الصناعي والصادرات وتراجعت القدرات الشرائية للمستهلكين.<sup>297</sup>

## البرازيل:

تعرضت المؤسسات البرازيلية لخسائر كبيرة بسبب نشاطها في أسواق العملة الدولية، وفقدت أسهم مؤسساتها بسبب انهيار بورصة ساوباولو ما يعادل 50% من قيمتها في عام 2008، فضلا عن هذا فقد انخفضت القيمة السوقية لـ 330 شركة مسجلة في بورصة ساوباولو للأوراق المالية والتي تعد أكبر سوق في

<sup>296</sup> - Andréane Fulconis-Tielens, l' impact de la crise sur les pays émergent, Banque Stratégie, N 265, Décembre 2008,

p 10.

<sup>297</sup> - الأزمة والتعافي، مرجع سبق ذكره، ص ص 87، 88.

أمريكا اللاتينية، أما قطاع العقارات والذي يضم 30 شركة فقد بلغت خسائره 72.3% حيث انخفضت قيمة أسهمها من 30 إلى 6.4 مليارات دولار.

الواقع أن الخسائر لم تقتصر على هذا المجال بل تعدته إلى قطاع صناعة الورق والسيليلوز وقطاع الاتصالات، وشركات النفط والغاز والتي سجلت أكبر نسبة خسائر بقيمة 100 مليار دولار.<sup>298</sup> أما بخصوص البورصة فتدهورت أوضاعها بشدة، وفقد مؤشر بوفيسا من ماي 2008 إلى نوفمبر 2008 حوالي ضعف قيمته شأنها شأن البلدان الناشئة، وعانت البرازيل من التدفقات الرأسمالية الخارجية، فبعد سنتين من التدفقات الداخلة لرؤوس الأموال الأجنبية، عرف شهر أكتوبر 2008 فقط خروج 8.2 بليون دولار، وهذا فضلا عن توقف عمليات الاقراض، أما الريال البرازيلي فقد تراجع قيمته بنسبة كبيرة في مقابل الدولار، حيث انخفض بـ 12% في شهر أكتوبر من نفس السنة.<sup>299</sup>

**المكسيك:**

تضررت المكسيك بشدة من الأزمة الراهنة خاصة وأن 90% من صادراتها تعتمد على الولايات المتحدة، وبهذا انخفض البيزو المكسيكي منذ منتصف سبتمبر 2008، وانهارت البورصة المحلية، كما تراجعت التحويلات المالية من الولايات المتحدة الأمريكية إلى المكسيك بنسبة 12.2% وفقا لأرقام البنك المركزي للمكسيك، فضلا عن هذا فقد تراجعت إيرادات الدولة من مبيعات النفط بنسبة كبيرة نتيجة لانخفاض سعره.<sup>300</sup>

وخلاصة القول إن الدول الناشئة قد تعرضت للأزمة عن طريق صدمة ثلاثية خارجية: تراجع القروض.

انهيار الطلب العالمي المعزز -في بعض الحالات- بانخفاض سريع لأسعار المواد الأولية. تراجع تدفقات رؤوس الأموال باتجاه البلدان الناشئة.<sup>301</sup>

### المطلب الثالث: تداعيات الأزمة على الاقتصاديات العربية.

انتقلت تداعيات الأزمة المالية والاقتصادية العالمية إلى الدول العربية متأثرة سلبا بالركود العالمي، وهذا نتيجة تدهور أوضاع التمويل الخارجي وتحول اتجاه التدفقات الرأسمالية الداخلة، مما أثر سلبا على اقتصادياتها في صورة ضغوط مكثفة على أسواق العقارات والأسهم المحلية واضطرابات في أوضاع السيولة، مما تمخض عنه توترات حادة في الأنظمة المالية لبعض الدول.

<sup>298</sup> - محمد حافظ عبد المجيد، أمريكا اللاتينية... وآليات مواجهة الأزمة، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، العدد 175، القاهرة، جانفي 2009، ص

154.

<sup>299</sup> - Marcos Poplawski Ribeiro, Brazil in the financial crisis, Decoupling or Hard landing? Banque Stratégie, N 265, - Décembre 2008, p 21.

<sup>300</sup> محمد حافظ عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 154.

<sup>301</sup> De la crise financière à la crise économique, Banque de France, op-cit, p 36.

وإلى جانب الآثار المذكورة سابقاً، فقد أثر تراجع أسعار النفط سلباً على العديد من الدول، لكن ارتفاع أسعار السلع الأولية مؤخراً أسهم في استعادة وتيرة النشاط الاقتصادي. وفيما يلي سنحاول تناول ثلاثة نماذج مختلفة، دول مجلس التعاون الخليجي، مصر والجزائر.

## 1- اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي:

إن العلاقة بين الاقتصاديات الخليجية والاقتصاد العالمي لها دور أساسي في تأثرها بالأزمة، لا سيما وأن دول الخليج من أكثر الاقتصاديات انفتاحاً على العالم الخارجي نتيجة السياسات الاقتصادية التي اتبعتها منذ عدة سنوات وبشكل خاص سياسات التجارة الخارجية وسياسات تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر. وتعتبر الاستثمارات الخليجية في الخارج والاستثمارات الأجنبية في دول الخليج من أبرز المؤشرات التي تعكس درجة الترابط بين هذه الاقتصاديات والاقتصاد العالمي.

وفي هذا الإطار أشارت مؤسسة ستاندار آند بورز إلى أن دول خليج نجحت في تعزيز أصولها الخارجية لتصل إلى نحو 310 مليار دولار عام 2007 مقابل 132 مليار دولار عام 2002 كما أشارت التقارير الخاصة بالاستثمار الأجنبي المباشر إلى أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة المتدفقة لدول مجلس التعاون الخليجي تجاوزت 200 مليار دولار عام 2007، وتعتبر المملكة العربية السعودية في مقدمة هذه الدول من حيث الاستثمارات مستحوذة على نحو 85 مليار دولار استثمارات أجنبية في عام 2007 فقط، علماً أن هذه الأخيرة تساهم في زيادة الإنتاج والتنمية الاقتصادية فضلاً عن أنها تحمل الخبرات العالمية والتكنولوجية المتقدمة التي يمكن توظيفها والاستفادة منها في هذه الدول.

ومن أهم العناصر التي تعزز الصلة بين الاقتصاديات الخليجية والاقتصاد العالمي هو صادرات النفط الخليجية، المصدر الأساسي للدخل والإنفاق على التنمية الاقتصادية، كما أنه يعتبر مصدراً أساسياً للطاقة وللنشاط الاقتصادي ولا يمكن الاستغناء عنه، وبهذا فإن أي تقلبات في النشاط الاقتصادي العالمي تؤثر على الطلب العالمي على النفط، مما ينعكس على إيرادات دول المجلس من صادراتها النفطية وعلى معدلات النمو الاقتصادية بها.

### 1-1 تأثير التجارة الخارجية غير النفطية:

تأثرت التجارة الخارجية غير النفطية بالأزمة الراهنة ومن أهم التحديات المواجهة: ضعف مصادر التمويل لدى المستوردين الأجانب والمصدرين الخليجين نتيجة لتراجع قدرة نظام المالي العالمي على مساندة حركة الصادرات والواردات الخليجية.

ارتفاع معدل المخاطرة في مجال التجارة الخارجية لدول الخليج خاصة أن البنوك في العالم أحجمت عن منح القروض في ظل الأزمة المالية، بالإضافة إلى إجماع شركات التأمين عن إبرام عقود التأمين على الشحنات لتفادي المشاكل التي واجهتها في ظل الأزمة.

الصعوبات في مجال التصدير والاستيراد الناجمة عن تأثر حركة النقل نتيجة تخفيض رحلات الطيران والسفن حول العالم.<sup>302</sup>

### 1-2 تأثير القطاع المالي:

تأثرت أسواق المال الخليجية وتراجعت بشدة خلال الربع الثالث من عام 2008 حيث قدرت خسائر دول المجلس الست في الربع الثالث من عام 2007 بنحو 150 مليار دولار، فقد شهدت السوق السعودية تراجعاً قدر بنحو 20.2%، بينما فقدت بورصة دبي 24% من قيمتها، كما قدرت خسارة سوق الدوحة 21.5% ومسقط 25% والبحرين 19% خلال الفترة نفسها.<sup>303</sup>

ويرجع تدهور أسواق المال الخليجية إلى التخوف الذي كان سائداً آنذاك من حدوث انكماش عالمي، فضلاً عن استغلال شركات الوساطة للاضطرابات في أسواق المال لإيجاد فرص من المستثمرين المتعثرين، كما يرجعه البعض إلى خروج رؤوس الأموال الأجنبية في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية.

ورغم اعتبار القطاع البنكي الخليجي من أقوى القطاعات البنكية في العالم، وتميزه بالكفاءة العالية وعدم انكشافه بشكل مباشر على المنتجات المالية عالية المخاطر المرتبطة بأزمة قروض الرهن العقاري الأمريكية، إلا أن بعض مؤسسات التمويل الخليجية (بنك الخليج الدولي، مؤسسة الخليج للاستثمار والمؤسسة العربية للاستثمار) تعرضت لخسائر فانتت 3 مليارات دولار مست ودائعها في المؤسسات الأمريكية المنهارة ومن خلال استثمارها في المشتقات المالية.<sup>304</sup>

ففي الإمارات مثلاً ساهم انسحاب الأموال الخارجية (التي كانت قد دخلت البلاد توقعاً لانخفاض سعر العملة) في حدوث انكماش كبير في السيولة وانخفاض أسعار العقارات وضغوط حادة في الجهاز البنكي، وباعتبارها مركزاً مالياً كبيراً فهي تأثرت بتقلص النمو العالمي.<sup>305</sup>

### 1-3 تأثير المشاريع الاستثمارية:

في ظل انخفاض السيولة في البنوك وانخفاض أسعار النفط، وتدني حجم الموارد المالية للإنفاق على هذه المشاريع، تراجعت وتيرة النشاط والعمل في بعض هذه المشاريع في دول الخليج نتيجة التخوف من عدم القدرة على الحصول على التمويل، مما أثر سلباً على القطاع العقاري الخليجي.

<sup>302</sup> - حنان رجائي عبد اللطيف، الاقتصاديات الخليجية وتداعيات الأزمة المالية، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، القاهرة، العدد 175، جانفي

2009، ص ص 176-177.

<sup>303</sup> - صفوت عبد السلام عوض الله، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 16.

<sup>304</sup> - حنان رجائي عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص 180.

<sup>305</sup> - الأزمة والتعافي، مرجع سبق ذكره، ص 91.

فعلى سبيل المثال أعلنت شركة إماك للتطوير العقاري في الإمارات عن إلغاء نحو 200 وظيفة مما يعادل 2.5% من قوة العمل لديها، كما أجلت شركة خليج مجان العقارية بسلطنة عمان مشاريع العقارية كانت تخطط لإطلاقها بقيمة 3.5 مليار درهم بسبب الأزمة المالية. 181

وبهذا تأثر القطاع غير النفطي في دول مجلس التعاون الخليجي بشدة نتيجة ارتباطاته بأسواق التجارة والأسواق المالية العالمية وانخفاض أسعار العقارات. ولم تقتصر الاضطرابات على هذا الحد، بل نتج عن ضيق الأوضاع المالية العالمية تحول مسار أسعار العقارات في بلدان مجلس التعاون الخليجي، وبصفة أدق في دبي فنتجت عنها أزمة دبي المالية.

### 1-4 أزمة مجموعة دبي العالمية:

#### أسباب أزمة دبي:

بدءا من منتصف 2008 تغيرت أسعار العقارات بصورة حادة في دبي مما ولد ضغوطا على الكيانات شبه السيادية التي تعتمد على الرفع المالي في دبي مما أرغم مجموعة دبي العالمية، مما جعلها تسعى لتأجيل سداد ديونها في نوفمبر 2009. 306

وبعد أن أصبحت مجموعة دبي العالمية مثقلة بديون تقدر بعشرات المليارات من الدولارات، والتي أنفقتها الشركة في بناء المشاريع العقارية الضخمة، أصبحت هذه الأزمة محل اهتمام الصحف العالمية والعربية، حيث أشار الوسط الإعلامي إلى أجواء القلق التي سادت الأسواق المالية ومخاوف المستثمرين في أنحاء العالم من أن تحدث هذه الأزمة فوضى عارمة في الأسواق العالمية كأزمة الرهن العقاري عالي المخاطر.

وجاء طلب شركة دبي تأجيل سداد الدين وإعادة هيكلة ديونها، على الرغم من أن حكومة دبي وبغية لمواجهة استحقاقات شركاتها أصدرت سندات خزينة بقيمة 20 مليار دولار، اكتتب البنك المركزي الإماراتي نصفها، كما اكتتب بنك الهلال وبنك أبو ظبي بخمسة مليارات منها، فلم يكن كل هذا كافيا لمساعدة شركات دبي على الصمود.

#### تداعيات أزمة دبي على الاقتصاد العالمي:

اهتزت الأسواق العالمية نتيجة أزمة قروض دبي وسط مخاوف المستثمرين من تقاعها وانتقال عدواها إلى مناطق أخرى ومن تفجر أزمة جديدة في النظام المالي العالمي الذي لم يسترد عافيته بعد، وبالفعل تراجعت أسواق المال العالمية وانخفضت أسعار الأسهم ببورصات أوروبا وآسيا، وانخفض الإسترليني بأكثر من 400 نقطة أمام غيره من العملات نظرا لانكشاف عدد من البنوك البريطانية على ديون دبي، كما خفضت وكالات التصنيف الائتماني تصنيف ست شركات ضخمة من شركات حكومة دبي.

<sup>306</sup> - منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد الإقليمي، ماي 2010، ص 9.

\* مجموعة دبي العالمية عبارة عن شركة استثمارية مقرها دبي، وتشمل استثمارات الشركة أربعة مجالات أساسية وهي النقل والخدمات اللوجستية والأحواض الجافة والخدمات الملاحية، التطوير الحضري، الاستثمار والخدمات المالية، وهي تشمل على أشهر الشركات وأبرز المشاريع على المستوى العالمي.

وبالإضافة إلى ذلك ألغى بنك الخليج الدولي الذي تملك الحكومة السعودية 97% من أسهمه بيع سندات مقومة بالدولار خشية أن تؤدي أزمة دبي إلى انخفاض قيمة هذه السندات وارتفاع الفائدة عليها.<sup>307</sup> رغم إعلان أبو ظبي تقديم الدعم لمجموعة دبي العالمية والذي أدى إلى تهدئة الأسواق مؤقتاً، فإن أجواء عدم اليقين بشأن الشروط النهائية لإعادة هيكلة الديون ظلت عالقة مما أدى إلى إرباك الأسواق مرة أخرى. وفي نهاية مارس 2010 تم الإعلان عن مقترح لإعادة هيكلة الدين، جمع بين دعم قدمته حكومة دبي مع سداد ديون بقيمة 14.2 مليار دولار أمريكي بالكامل، فتحسنت الأوضاع في الأسواق المالية.

## 2- الاقتصاد المصري:

يسعى الاقتصاد المصري منذ فترة أن يكون جزءاً من الاقتصاد العالمي في ظل ضغوط العولمة التي وحدت معايير التجارة العالمية وزادت من الاعتماد على الاستثمارات الخارجية، وأتاحت حرية انتقال الأشخاص والأموال والأفكار، ومن الطبيعي في ظل هذه الظروف أن يتأثر الاقتصاد المصري بما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وغيرها من الدول.<sup>308</sup>

ونظراً للعلاقة المتواجدة بين الاقتصاد المصري والعالمي، حيث أن 75% من الناتج المحلي الإجمالي يتمثل في التبادل التجاري، وحوالي 32% من صادراته تتجه نحو الولايات المتحدة الأمريكية، 32.5% من الواردات مصدرها أمريكا والاتحاد الأوروبي، وتلثي الاستثمارات الأجنبية المباشرة خلال السنوات الأخيرة تعتمد على أوروبا وأمريكا، وهذا ما يجعلها تتأثر على النحو التالي:

تقلص الصادرات إلى الخارج.

تقلص الاستثمارات الواردة من الخارج.

تراجع دخل قناة السويس.

تقلص دخل وإيرادات السياحة.

انخفاض معدل النمو الكلي.<sup>309</sup>

وتكمن أهم الانعكاسات السلبية على الاقتصاد المصري فيما يلي:

**البورصة المصرية:** تأثرت البورصة المصرية بما حدث في الساحة المالية الدولية بسبب تداول الأسهم المصرية في البورصات العالمية، ووجود مستثمرين أجانب لجأوا إلى بيع ما يمتلكونه من أوراق مالية في البورصة المصرية مما أدى إلى زعزعة ثقة المستثمرين المحليين، ودفع جميع الأطراف إلى البيع بأسعار متدنية، ورغم الأداء الجيد لمعظم الشركات المسجلة بالبورصة -استثمارات الأفراد المصريين بالبورصات

<sup>307</sup> - أسامة أحمد عثمان، أزمة ديون دبي -قراءة في نموذج، الصحيفة الاقتصادية الإلكترونية، تاريخ الاطلاع: 2010-06-01

[http://www.aleqt.com/2009/12/17/article\\_317828.html](http://www.aleqt.com/2009/12/17/article_317828.html)

<sup>308</sup> - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 315.

<sup>309</sup> - ابراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 21-22.

الأجنبية، وودائعهم بالبنوك الأجنبية حيث قدرت استثمارات المصريين بمحافظ الأوراق المالية بالخارج 960 مليون دولار -، فقد تأثرت تلك الأموال بما يحدث في الأسواق من تغيرات سلبية.

**الاستثمارات الأجنبية:** لقد تم توقع تراجع الاستثمارات الأجنبية في مصر، والتي تسهم بشكل مباشر في إنشاء مشروعات جديدة وزيادة النشاط الاقتصادي وتشغيل اليد العاملة المصرية وتحصيل الضرائب والتأمينات والرسوم العامة.<sup>310</sup>

**قناة السويس:** تم توقع تراجع عائدات قناة السويس بعد أن تجاوزت عائداتها 3 مليار دولار خلال 2007-2008، وهذا بسبب اعتماد عوائدها على حجم حركة شاحنات السلع التي تمر بها، ونظرا لانكماش حجم التجارة العالمية، فتم توقع تقلص عائدات قناة السويس والتي تعتبر المصدر الثاني بعد السياحة للنقد الأجنبي في مصر.<sup>311</sup>

**الصادرات:** إن تباطؤ الاقتصاد العالمي وتراجع حجم أسواق الدول الغنية، أثر سلبا على حجم صادرات الدول النامية، وأدى إلى انخفاض حجم الاستثمارات الموجهة من الدول الغنية إلى أسواق الدول النامية، خاصة وأن أسواق أوروبا وحدها تستحوذ على نحو 35% من إجمالي صادرات مصر وأمريكا بنسبة 60%.

### 3- الاقتصاد الجزائري:

يعتبر الاقتصاد الجزائري اقتصادا ريعيا يعتمد على المحروقات، وهذا ما يوضحه ارتباط الميزانية العمومية بالاقتصاد العالمي وبشكل أخص جانب الإيرادات عن طريق المحروقات، وفي الواقع لم يتم التخلص من هذه التبعية لحد الآن رغم كل جهود التنمية المبذولة وتركيز الخطاب السياسي الجزائري منذ بداية ثمانينيات القرن الماضي على هذه المسألة.<sup>312</sup>

وبالإضافة إلى هذا تتجلى تبعية السوق الجزائرية إلى السوق الدولية من خلال قيمة وراتها المرتفعة والتي فاقت 7000 مليار دولار خلال 2008 مقابل 4959 مليار دولار خلال سنة 2007 بنسبة زيادة بلغت 55.75% تنصدها قائمة المواد الغذائية من قمح، حليب سكر فضلا عن القيمة المرتفعة لاستيراد الأدوية ومواد التجهيز 13.19 مليار دولار والمواد الموجهة لأدوات الإنتاج والتي بلغت 11.83 مليار دولار سنة 2008.<sup>313</sup>

### 3-1 الاقتصاد الجزائري والأزمة العالمية الراهنة:

نظرا لتبعية الاقتصاد الجزائري للاقتصاد العالمي، لا يمكن أن تكون بمنأى عن تداعيات الأزمة،

إلا أن تأثر الجزائر بالأزمة ليس كبيرا وهذا يرجع إلى مايلي:

<sup>310</sup>- صلاح حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 320.

<sup>311</sup>- إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، مرجع سبق ذكره، ص 23.

<sup>312</sup>- مسعود محيطة، الأزمة المالية العالمية: انعكاساتها على الاقتصاد العالمي وكيفية مواجهتها مع الإشارة إلى حالة اقتصاد الجزائر، مرجع سبق ذكره،

ص 10.

<sup>313</sup>- طالب دليلة وآخرون، الأزمة المالية الراهنة وأثرها على الاقتصاد الجزائري، مؤتمر الأزمة المالية الدولية: تباطؤ الاقتصاد العالمي وأثره على الاقتصاديات الأوروبية، مرجع سبق ذكره، ص 21.

غياب سوق مالية بالمعنى الفعلي في الجزائر .  
اعتماد الحكومة الجزائرية على موازنة بسعر مرجعي يقل كثيرا عن أسعار السوق وهذا ما يجنبها الانعكاسات في حالة انخفاض أسعار البترول .  
عدم وجود ارتباطات مصرفية للبنوك الجزائرية مع البنوك العالمية بالشكل الذي يجعلها تتأثر بشكل كبير بالأزمة .

وباعتبار قطاع المحروقات المصدر الرئيسي للدخل الوطني فإن أي انخفاض في هذه الأسعار من شأنه التأثير على الاقتصاد الجزائري، وبالفعل فقد انخفضت أسعار البترول من 147 دولار للبرميل في شهر فيفري 2008 إلى 33.87 دولار للبرميل في شهر ديسمبر من نفس السنة أي بانخفاض بنسبة 334% وهذا ما أثر على إيرادات الدولة.<sup>314</sup>

### 3- 2 أثر الأزمة على المالية العمومية:

بلغت إيرادات الميزانية العمومية 3672,9 مليار دينار في 2009 مقابل 5190,9 مليار دينار في 2008، أي تقلصت بنسبة 29,2%. وتمثل الإيرادات الكلية 36,2% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي مقابل 47% في 2008 وإيرادات المحروقات 23,8% في 2009 مقابل 37% في 2008، وهما يمثلان المعدل الأكثر انخفاضا في هذا المجال منذ 2003.

انتقلت إيرادات المحروقات من 4088,6 مليار دينار في 2008 إلى 2412,7 مليار دينار في 2009، وهو ما يوافق انخفاض بنسبة 41%. وتوافق هذه الإيرادات نسبة 65,7% من المجموع الكلي لإيرادات الميزانية مقابل 78,8% في 2008 ولا تغطي سوى 57,2% من مجموع نفقات الميزانية مقابل 97,6% في 2008. بينما بلغت الإيرادات خارج المحروقات 1259,4 مليار دينار في 2009، مسجلة ارتفاعا 14,3% مقابل 24,7% في 2008.

إجمالا لم تتوقف الإيرادات الكلية للميزانية نسبة إلى إجمالي الناتج الداخلي عن الارتفاع منذ 2001 بسبب زيادة إيرادات المحروقات، بينما شكلت سنتي 2008 و 2009 قطيعة مقارنة مع هذا الميل التصاعدي، بسبب الانخفاض الشديد لحصة القيمة المضافة للمحروقات في إجمالي الناتج الداخلي.

أما فيما يخص نفقات الميزانية الكلية فقد بلغت مستوى 4214,4 مليار دينار في 2009 مقابل 4191 مليار دينار في 2008 أي باستقرار شبه كلي مقابل ارتفاع 34,8% في 2008. وقد ازدادت بين 2005 و 2009 بنسبة 105,4% منتقلة من 2052 إلى 4214,4 مليار دينار. وقد ترجم الجهد الميزاني التي تم بذله من أجل إنعاش النشاط الاقتصادي عبر مختلف برامج الإنفاق العمومي بارتفاع سريع في نفقات الاستثمار مقارنة بزيادة نفقات التشغيل. تغير هذا الاتجاه بين 2008 و 2009 بسبب ارتفاع النفقات الجارية بمبلغ 538,7 و

- - عبد المجيد قدي، الجوزي جميلة، الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة، مؤتمر الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مرجع سبق ذكره، ص 8<sup>314</sup>

75,8 مليار دينار على التوالي، بينما ازدادت نفقات رأس المال بمبلغ 538,7 مليار دينار في 2008 متبوعة بتقلص بمبلغ 52,4 مليار دينار في 2009.<sup>315</sup>

رغم أثر الصدمة الخارجية على المالية العمومية إلا أن موارد صندوق ضبط الإيرادات ارتفعت لتبلغ 4316,5 في نهاية 2009 مقابل 4280 مليار دينار في 2008.

أما فيما يخص المنظومة المالية الجزائرية ليست معرضة للإفلاس ولا لتعثر النظام البنكي في أدائه وهذا لسبب ضعف -أو عدم- اندماجها في النظام المالي الرأسمالي العالمي.<sup>316</sup>

كما لم تخاطر الجزائر في مجالات التوظيف المالي، بل قامت بالتسيير الحذر لاحتياطات الصرف الجزائرية مع غياب أي استثمار في أصول ذات مخاطر، إضافة إلى هذا فقد تم تخفيض المديونية الجزائرية وتقليص التزامات البنوك الخارج، كما تم الاعتماد على التمويل المحلي بالدينار الجزائري بالنظر لتسجيل فوائض ادخار تقدر بنسبة 57.20% في 2007 و 55% عام 2006 و 52% عام 2005.

وإلى جانب ذلك فقد قدر فائض السيولة النقدية في البنوك الجزائرية بـ 4192 مليار دينار أي ما يكفي لتمويل الاقتصاد وتغطية كافة النفقات لمدة تتجاوز السنتين.<sup>317</sup>

وتجدر الإشارة أن الأداءات الاقتصادية بقيت متدنية في 2009 (نمى حجم إجمالي الناتج الداخلي بنسبة 2.4% في 2009، وهي وتيرة نمو مطابقة لتلك المسجلة في سنة 2008، ووباق انخفاض يساوي 0.6 نقطة مقارنة مع سنة 2007) ومتوافقة مع تلك المسجلة في السنوات الثمانية الأخيرة التي تلت الرجوع إلى استقرار الاقتصاد الكلي في سنة 2000، وقد سمح التقدم المحقق في القطاع النقدي بإرساء متزايد للاستقرار المالي في 2008-2009، وفي ظل توفر احتياطات صرف رسمية توافقت ثلاث سنوات من واردات السلع والخدمات ودين خارجي استقر في مستوى متدني (2,8% من إجمالي الناتج الداخلي)، فقد أبرزت الوضعية المالية الخارجية المواتية في سنة 2009 كعنصر للوقاية والمقاومة أمام الصدمة الخارجية.<sup>318</sup>

### 3-3 المشاريع الاستثمارية:

سمح ارتفاع إيرادات الميزانية خلال العشرية الأخيرة بإرساء تخصيص متزايد للموارد المالية لفائدة الاستثمار العمومي، في الوقت الذي ساهمت إستراتيجية تقليص المديونية الخارجية في فعالية تخصيص المزيد من هذه الموارد. وقد تم التوصل إلى تحقيق علاقة طردية بين ارتفاع إيرادات الميزانية خصوصا تلك المتأتية من المحروقات والميل التصاعدي للاستثمار العمومي للفترة 2000-2008.

فقد شكل الاستثمار العمومي في الجزائر بالنسبة للفترة 2000-2009 نسبة 13% من إجمالي الناتج الداخلي (19% في 2009 مقابل 7,8% في 2000). وبالإضافة إلى ذلك بلغ تدفق الادخار العمومي

<sup>315</sup>- التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2009، بنك الجزائر، أكتوبر 2010، ص ص 99، 100.

<sup>316</sup>- مسعود مجبونة، انعكاساتها على الاقتصاد العالمي وكيفية مواجهتها مع الإشارة إلى حالة اقتصاد الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 10.

<sup>317</sup>- طالب دليلة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 23.

<sup>318</sup>- التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2009، مرجع سبق ذكره، ص 201.

1379,4 مليار دينار في 2009 مقابل 2972,8 مليار دينار في 2008، وهو ما يوافق 37,6% من الإيرادات الكلية.

لكن هذا الادخار لم يسمح بتمويل كامل لنفقات الاستثمار للدولة، وبذلك تجاوز الاستثمار العمومي مستوى الادخار العمومي بمبلغ 668,8 مليار دينار، وهو ما يعكس ظهور حاجة إلى التمويل في 2009 وذلك للمرة الأولى في العشرية الأخيرة. وبالفعل تم تحويل فائض إيرادات المحروقات المسجل بالميزانية والمقدر بمبلغ 400,7 مليار دينار إلى صندوق ضبط الإيرادات، واقتطعت الخزينة من هذا المبلغ ما مقداره 364,3 مليار دينار كمكمل لتمويل عجز الرصيد الإجمالي للخزينة. ولهذا تعززت قدرة التمويل الخاصة بالخزينة في 2009، حيث تمثل هذه القدرة 42,6% من إجمالي الناتج الداخلي و 117,5% من الإيرادات الكلية في سنة 2009، وهذا ما يسمح بتغطية ما يعادل 102,4% من النفقات العمومية في سنة 2009.<sup>319</sup> ومما سبق فقد ساهمت قدرة التمويل الخاصة بالخزينة، عبر تأسيس صندوق ضبط الإيرادات بالحفاظ على مستوى النفقات العمومية في مستوى قريب من المستويات السابقة في ظل الصدمة الخارجية. وعليه، وبغض النظر عن انخفاض إيرادات الميزانية، فقد تم الحفاظ على مستوى عال للاستثمار العمومي بفضل ارتفاع مخزون الادخارات المالية للخزينة مما سمح بمواصلة برامج الاستثمارات العمومية وإستراتيجية دعم النمو.

وعليه، لم تتأثر المشاريع الاستثمارية الوطنية التي تضمنها البرنامج الخماسي 2005-2009 ولا البرنامج الخماسي 2010-2014 بل تم تخصيص مبلغ مالي معتبر لتحقيق هذا الأخير. وفي الواقع فإن احتياجات التمويل بالعملة الصعبة مرشحة للارتفاع في السنوات القادمة وهذا تبعا لاتجاهات الإنفاق الحالية ما لم تتوفر سياسة وطنية نقشفية وهو أمر مستبعد بسبب الضغوط التي تمارسها الجهات الأجنبية على بلدان الفوائض النفطية أي مطالبته بالمساهمة الفعالة في دعم الطلب العالمي.<sup>320</sup> والواقع وفي ظل هذه الظروف، فإنه من الصعب أن تتخلص الجزائر من هذه التبعية للعالم الخارجي في أغلب الميادين خاصة في ظل المواد الغذائية والزراعية بصفة عامة، لاسيما أن الجزائر لا تتمتع بالمقومات الكافية.

<sup>319</sup> - التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2009، نفس المرجع السابق، ص ص 102، 103.

<sup>320</sup> - مسعود مجبونة، الأزمة المالية العالمية الراهنة: انعكاساتها على الاقتصاد العالمي وكيفية مواجهتها مع الإشارة إلى حالة اقتصاد الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 10.

## المبحث الثاني: سبل مواجهة الأزمة العالمية الراهنة.

يهدف الحد من تداعيات الأزمة الخطيرة، تدخلت معظم الدول لإنعاش اقتصادياتها وبعث الثقة في الأسواق المالية ودعم البنوك والأصول المتعثرة وذلك عن طريق انتهاج عدة استراتيجيات ووضع برامج للإنقاذ المالي، فتدخلت المؤسسات المالية الدولية من خلال اتخاذ إجراءات استثنائية وتزويد الدول بمبالغ هامة. ونظرا لحدة الأزمة ويهدف ضمان النمو العالمي تم التعامل معها بشكل منسق وجماعي بين دول العالم. من هنا ارتأينا التطرق لمختلف جهود الدول في معالجة الأزمة والتنسيق الدولي لمواجهة تحديات الأزمة.

### المطلب الأول: جهود الدول في معالجة الأزمة:

عرفت الدول المتضررة من الأزمة تحركات أحادية في البداية تضمنت خططا مالية للإنقاذ، افتقرت إلى التنسيق المشترك رغم تقارب الجهود بمختلف توجهاتها.

### 1- آليات مواجهة الأزمة:

#### 1-1 احتواء العدوى وتعزيز القطاعات المالية:

اتخذت اقتصاديات معظم الدول العديد من الإجراءات على المستويين الكلي والجزئي، شملت تخفيض معدلات الفائدة، توسيع عرض النقود، وتدابير ترمي إلى استعادة الثقة في الأسواق المالية على المستوى الكلي، أما على المستوى الجزئي وبغية حل المشاكل الفورية واحتواء الآثار المترتبة عن الأزمة تم إتباع خططا للإنقاذ المالي للشركات المتعثرة وضمان الودائع لدى البنوك، فضلا عن حقن رأس المال، التخلص من الأصول السامة وإعادة هيكلة الديون، وبهذا اعتبرت هذه التدابير حاسمة وأحيانا غير مسبوقه ومرتفعة التكلفة، مع تدخل قوي للحكومات.

#### 1-2 التعامل مع الآثار الاقتصادية الكلية:

بعدما انتشرت الأزمة للقطاع الحقيقي وأثرت سلبا على إنتاج المؤسسات، المستثمرين والأسر، وتراجع تدفقات رؤوس الأموال خاصة في الدول الناشئة والنامية، وانخفاض أسعار الصادرات والسلع الأساسية، اتبعت الدول سياسات مالية ونقدية للحد من تداعيات الأزمة واتخذت العديد من البرامج والمحفزات الجبائية وتوسعت في عمليات الإنفاق ولجأت إلى المؤسسات المالية الدولية وذلك للحد من ظروف الركود الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة.

**1-3 إصلاحات السوق المالية والتنظيمية:**

تنص هذه المرحلة على إدراج التغييرات المطلوبة في النظام المالي العالمي، ومن أجل تنسيق الإصلاحات في النظم الوطنية وتعزيز التعاون الدولي، حيث اجتمع زعماء العالم في سلسلة من الاجتماعات الدولية محاولة لإدراج الإصلاحات الأساسية، وتعزيز الشفافية في الأسواق المالية والحد من المخاطر النظامية.<sup>321</sup>

**2- الولايات المتحدة الأمريكية:**

اتخذت الولايات المتحدة سلسلة من الإجراءات لتجنب تفاقم الأزمة، فتم التدخل بداية في الأسواق المالية، عن طريق إتباع خطة للإنقاذ المالي وضعها وزير الخزانة الأمريكي هنري بولسون والتي اعتمدها مجلس الشيوخ في شهر أكتوبر 2008، تلتها العديد من الإجراءات والتدابير الاستثنائية.

**2-1 خطة الإنقاذ المالي الأمريكية (هنري بولسون):****أهداف الخطة:**

- تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية والتي تعود إلى دافعي الضرائب.
- حماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن.
- مساعدة المقترضين الذين يواجهون صعوبات في تسديد أقساطهم عن طريق سقف القروض العقارية التي بإمكانهم تقاضيها مقابل ضمان عام.<sup>322</sup>

لكن هذه الخطة لم تكن محل اتفاق في بداية الأمر، حيث اعترض مجلس النواب الأمريكي عليها في التاسع والعشرين من سبتمبر 2008 (معارضة 228 نائب مقابل 205 مؤيد)، مما عمق الاضطرابات في الأسواق المالية الأمريكية والعالمية.<sup>323</sup>

**بنود الخطة:**

- أقر مجلس النواب الخطة في 3 أكتوبر 2008 بعد إجراء تعديلات أساسية، وعليه يمكن ذكر أهم بنود خطة الإنقاذ المالي الأمريكية فيما يلي:
- شراء الحكومة الأمريكية للأصول الرديئة المتعلقة بالرهن العقاري بقيمة 700 مليار دولار وهذا وفق عدة مراحل، حيث تشتري أصول رديئة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس الأمريكي، كما يملك أعضاء الكونغرس الأمريكي حق النقض على عمليات الشراء التي تفوق هذا المبلغ مع تحديد سقفه بـ 700 مليار دولار.

<sup>321</sup> Dick K.Nanto, The global financial crisis: Analysis and policy implications, Congressional Research Service, October 2009, p p 11-12.consulté le: 01-01-2010  
www.fas.org/sgp/crs/misc/RL34742.pdf

<sup>322</sup> - عطا السيد الشعراوي، مرجع سبق ذكره، ص 126.

<sup>323</sup> - إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 107.

- مساهمة الدولة الأمريكية في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق الأرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق.
- التنسيق بين وزير الخزانة وسلطات وبنوك مركزية لدول أخرى بهدف وضع خطط مماثلة.
- رفع سقف الضمانات المقدمة للمودعين من 100 ألف دولار إلى 250 ألف دولار لمدة سنة.
- تقديم إعفاءات ضريبية بقيمة 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات.<sup>324</sup>
- حماية دافعي الضرائب عن طريق السماح لهم بالحصول على حصص في ملكية الشركات التي يتم إنقاذها من الإفلاس.
- وضع التشريعات الضرورية -بناء على اقتراح الرئيس الأمريكي- لتعويضهم عن الخسائر الناجمة عن أوضاع الأسواق المالية، وذلك إذا ترتب على تنفيذ خطة الإنقاذ تسجيل خسائر لهم وذلك بعد مرور خمس سنوات على تنفيذها على النحو السابق التعرض له.
- بمقتضى التعديل الذي أقره مجلس الشيوخ في أكتوبر، تم فرض قيود على تعويضات المديرين التنفيذيين في الشركات التي تتبع أصول الرهون العقارية إلى وزارة الخزانة ومن بينها:
  - منع الشركات من دفع مكافآت تتجاوز 500 ألف دولار في السنة من حساباتها الداخلية لهؤلاء المديرين.
  - منع هذه الشركات من توقيع عقود تسمح بمنح المديرين أية مكافآت مالية مغرية في حالة توقيعهم لهذه العقود.
- الرقابة و الشفافية في تنفيذ الخطة:
  - الإشراف على تنفيذ الخطة من قبل مجلسين للرقابة يتكون الأول من مسئولين بالحكومة الفيدرالية ورئيس بنك الاحتياط الفدرالي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة أما الثاني فيتمثل في مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس.
  - تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة.
  - خضوع القرارات التي يتخذها وزير الخزانة لرقابة القضاء.
- اتخاذ إجراءات حمائية في مجال الرهن العقاري وتشمل:
  - وضع إجراءات لحماية المالكين المهددين بمصادرة منازلهم بسبب عجزهم عن سداد القروض العقارية أهمها: السماح للدولة بمراجعة شروط منح القروض العقارية لهم بسبب الصعوبات التي يواجهونها في السداد.
- إنشاء برنامج للتأمين على المخاطر بمعرفة وزارة الخزانة لضمان أصول الشركات المضطربة، بما فيها السندات المدعومة بالرهن العقاري التي تم شراؤها قبل 14 مارس 2008.<sup>325</sup>

<sup>324</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المنتهزة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكي)، دار نشر الثقافة، الإسكندرية،

2009، ص 339 .

<sup>325</sup> - إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 110-111.

**2-2 خطط إنقاذ مالية أخرى:**

إلى جانب خطة بولسون أعلن الاحتياطي الفدرالي الأمريكي ووزارة الخزانة في نوفمبر 2008 عن خطة إنقاذ جديدة لا تحتاج لموافقة الكونغرس تنص على تقديم 800 مليار دولار لدعم بعض القطاعات الاقتصادية المتضررة كالعقار وبطاقات القرض وقروض السيارات والمؤسسات الاستثمارية الصغيرة. تسعى هذه الخطة إلى ضخ 200 مليار دولار لدعم العقار، بطاقات القرض، السيارات، والقروض الممنوحة للطلبة والقروض الاستثمارية الصغيرة، في حين تم تخصيص 600 مليار دولار لشراء سندات الرهون العقارية التي تتضمنها مؤسستي العقار فريدي ماك و فاني ماي، وخصصت 100 مليار دولار المتبقية لشراء الرهون العقارية التي تملكها الشركتان المذكورتان والقروض العقارية الفدرالية.<sup>326</sup> وقد تدخل الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بقوة عن طريق استعمال الأدوات التقليدية للسياسة النقدية وتخفيض معدلات الفائدة المركزية ومجموعة من القنوات البديلة لتسيير عمليات الإقراض، فقد استحدث مجموعة من التسهيلات لضمان تدفق القروض في النظام المالي ولتحقيق أهداف أخرى كإنعاش أسواق الأوراق المالية المدعومة بأصول.<sup>327</sup>

إلى جانب ذلك تدخل الاحتياطي الفدرالي في عمليات الشراء المباشر للسندات الحكومية في محاولة لتخفيض العائدات طويلة الأجل، وهذا نظرا للأهمية الكبيرة التي تشغلها أسواق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الأمريكي، فضلا عن ذلك فقد تدخل بشدة كذلك في أسواق ديون المؤسسات التي ترعاها الحكومة (تشمل فاني ماي، فريدي ماك)، وأسواق الأوراق المالية المدعومة برهون عقارية وأسواق الأوراق التجارية، كما قدم التمويل والحماية للمستثمرين في الأوراق المالية المدعومة بأصول.<sup>328</sup>

**2-3 البرنامج التكميلي لإنقاذ المنظومة البنكية:**

ارتبط هذا البرنامج باسم كاتب الدولة في الخزانة تيموتي غيرث Timothy Geither الذي تم تقديمه يوم 10 فيفري 2009 ، يقوم على مايلي:

- تنقية موازنات البنوك عن طريق تخليها عن السندات الموجودة لتدخل إلى خزانة البنك القبيح bad bank.
- تزويد البنوك بسيولة إضافية من أجل تقوية رؤوس أموالها الخاصة.
- اتخاذ إجراءات تهدف مباشرة إلى إنقاص عدد المدينين العاجزين عن السداد (بلغ عددهم إلى أربعة ملايين).

<sup>326</sup> - عطا السيد الشعراوي، مرجع سبق ذكره، ص 127.

<sup>327</sup> - الأزمة والتعافي، مرجع سبق ذكره، ص ص 63-64.

<sup>328</sup> - الحفاظ على التعافي، مرجع سبق ذكره، ص 14.

ويمكن حصر أبرز مكونات البرنامج فيما يلي:

- تكوين بنية تحفيزية للقروض الموجودة المرتبطة أساسا بالرهون العقارية عالية المخاطر (البنك القبيح) بمقادير تبدأ من 500 مليار دولار لتبلغ 1000 مليار دولار.
  - تخصيص مبلغ 100 مليار دولار للاحتياطي الفدرالي لاستلام السندات التي فقدت قيمتها والمرتبطة بقروض استهلاك وقروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا بهدف تحفيز البنوك على تخفيض معدلات فائدتها.
  - دعم البنوك بمنحة تقدر 50 مليار دولار على أساس إخضاعها لضوابط احترازية واحترام قواعد الشفافية.
  - إقرار برنامج دعم قطاع العقار تخصص له اعتمادات في حدود 50 مليار دولار من أجل تسهيل عملية إعادة المفاوضات حول القروض العقارية والحد من الحجوزات.<sup>329</sup>
- 2-4 برنامج الاستثمار المشترك بين القطاعين العام والخاص:**

يهدف هذا البرنامج إلى تقديم مساعدة للمؤسسات المالية وتنقية ميزانياتها العمومية من الأصول المتعثرة وتجديد قدرتها على استئناف أنشطة الإقراض، مع تقديم رفع مالي لرؤوس الأموال العامة والخاصة لشراء الأصول المتعثرة، بحيث يسمح للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى بتحرير رؤوس أموالها وتحفيزها على خلق قروض جديدة.<sup>330</sup>

فهي خطة تهدف إلى تطهير المؤسسات المالية من الأصول الرديئة وتقليص حالة عدم اليقين فيما يخص ملاءة المؤسسات المالية من الأصول الرديئة مما يسمح لها بجلب رؤوس أموال جديدة من القطاع الخاص.

### 3- دول أوروبا:

اتخذت دول أوروبا مجموعة من القرارات لدعم وضعها المالي والاقتصادي وضمان عمليات الإقراض بين البنوك في نهاية 2008، وفي هذا الإطار اتبعت مجموعة من الإجراءات أهمها:

التأميم الكلي لبعض البنوك المتعثرة.

شراء أسهم المؤسسات المالية المتضررة من الأزمة.

تدخل الدول بضمان الودائع البنكية وتخفيض سعر الفائدة.

تشجيع البنوك على زيادة المبالغ المخصصة لإقراض أصحاب الأعمال الصغيرة والمتوسطة لمواجهة الأزمة.<sup>331</sup>

<sup>329</sup>- فتح الله ولعلو، نحن والأزمة الاقتصادية العالمية، المركز الثقافي الغربي، المغرب، الطبعة الأولى، 2009، ص ص 30-31.

<sup>330</sup>- الحفاظ على التعافي، مرجع سبق ذكره، ص 70.

<sup>331</sup>- يسرا الشرفاوي، مرجع سبق ذكره، ص 140.

ويهدف تيسير الأوضاع المالية اتخذت البنوك المركزية مجموعة من التدابير مختلفة باختلاف النظم المالية، حيث تم اتخاذ العديد من الإجراءات لدعم السيولة في البنوك نظرا لأهميتها في كل نظام مالي، فعلى سبيل المثال أدخل البنك المركزي الأوروبي قدرا أكبر من المرونة على تسهيلات إعادة الشراء المتبعة لديه، مما أتاح توسيع نطاق الضمانات الإضافية المقبولة لديه واستحداث أجلين للاستحقاق لمدة ستة أشهر وسنة واحدة.

كما حاولت البنوك المركزية التخفيف من حدة الضغوط على السيولة وذلك عن طريق توفير السيولة بالدولار الأمريكي، كما تدخلت العديد من الحكومات ( مثل حكومة بلجيكا، فرنسا، ألمانيا، لكسمبرغ، هولندا والمملكة المتحدة) لدعم الملاءة من أجل تسوية أوضاع عدد من المؤسسات المالية الكبرى ( كما مؤسستي دكسيكا وفورتس) أو من خلال رفع حدود ضمانات الودائع ومنح ضمانات للدائنين ( مثل إيرلندا) أو عن طريق تقديم ضمانات صريحة للمودعين (مثل ألمانيا، المملكة المتحدة).<sup>332</sup>

وفيما يلي سيتم التعرض لنموذجي فرنسا وبريطانيا:

### 3-1 بريطانيا:

صرح وزير الخزانة البريطاني أليستر دارلينج ضرورة تدخل الحكومة البريطانية بدافع التأمين، والذي يقضي بإدارة البنوك على أساس تجاري تحكمه قوى السوق.

وقد تحولت الدولة لأكثر مساهم وهذا من خلال تخصيص مبلغ 37 مليار جنيه استرليني (مايعادل 63.3 مليار دولار) لشراء أسهم عدد من البنوك الكبرى البريطانية، كما أجبرت البنوك على الحد من المكافآت التي كانت تمنحها لمديريها.

تم الإعلان عن خطة أخرى لإنعاش الاقتصاد البريطاني تبلغ قيمتها 20 مليار جنيه استرليني ( 30 مليار دولار). القيام بتخفيض ضريبي فيما يخص ضريبة القيمة المضافة على السلع الاستهلاكية من 17.5% إلى 15% حتى نهاية 2009، وتعويض نقص الحصيلة الضريبية على الدخل بنسبة 5% على كل ما يفوق صافي دخله السنوي 150 ألف جنيه استرليني ليصل إلى 45 بدلا من 40.<sup>333</sup>

وفضلا عن ذلك، اتخذت إنجلترا العديد من الإجراءات حيث خفضت أسعار الفائدة المركزية في خطوات متلاحقة من 5.75 عام 2007 إلى 0.5 في 2009.<sup>334</sup>

<sup>332</sup> - الحفاظ على التعافي، مرجع سبق ذكره، ص54.

<sup>333</sup> - إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص ص 115-116.

<sup>334</sup> - الأزمة والتعافي، مرجع سبق ذكره، ص78.

**3-2 فرنسا:**

اتخذت فرنسا العديد من الإجراءات، ففي بداية الأمر وضعت خطتين: الأولى بقيمة 300 مليار أورو يتم تقديمها كضمانات للقروض المشتركة بين البنوك، والثانية قيمتها 40 مليار أورو تهدف إلى الحصول على حصص في الشركات والمؤسسات المالية المتعثرة. وفي نوفمبر 2008، تم الإعلان عن خطة لمساعدة قطاع الإسكان والسيارات بقيمة 26 مليار أورو التي توافق 1.3% من إجمالي الناتج المحلي لفرنسا. وتم إنشاء صندوق سيادي لمصلحة الشركات الإستراتيجية التي تواجه صعوبات مالية. وبهذا ارتفع عجز الموازنة إلى 4% من إجمالي الناتج المحلي في سنة 2009، وتم تخصيص مبلغ مليار أورو منها لإعادة تمويل شركات السيارات حتى تتمكن من طرح سياراتها للبيع بالتقسيط.<sup>335</sup>

**4- دول آسيا:**

سارعت الدول الآسيوية إلى إعلان خطط إنقاذ مالية ضخمة مماثلة للخطط الأوروبية بهدف التخفيف من حدة الأزمة.

ففي القطاع المالي تدخلت بعض الاقتصاديات عن طريق تقديم ضمانات للودائع (منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة وماليزيا، سنغافورة وتايلندا)، أو رفع حدود التأمين على الودائع (أندونيسيا والفلبين)، كما أعلن عدد من الدول عن تدابير لدعم رأس المال في النظام المالي (الهند واليابان) وتوفير دعم ائتماني لقطاع الشركات (الصين وكوريا). وفيما يلي سنتعرض لكيفية مواجهة الأزمة في الصين واليابان:

**4-1 اليابان:**

بهدف مواجهة تباطؤ النمو وضيق الأوضاع المالية، تدخل البنك المركزي عن طريق خفض أسعار الفائدة إلى الصفر تقريبا وتوفير قدر أكبر من السيولة وتوسيع نطاق الضمانات، وشراء أوراق تجارية وسندات للتخفيف من قيود التمويل على الشركات.<sup>336</sup>

كما ضخ البنك المركزي الياباني 14.2 مليار دولار، وتم السماح للبنوك الخاصة بشراء أسهم وسندات خزانة لزيادة سيولتها في الأسواق بهدف تأمين المبادلات النقدية.<sup>337</sup>

**4-2 الصين:**

ركز الاقتصاد الصيني على دعم قطاع الإنتاج - الركيزة الأساسية لقطاع التصدير - والمحافظة على الميزة التنافسية للدولة باعتباره من أكبر الدول المصدرة للمنتجات الصناعية في العالم، فتدخلت الدولة عن

<sup>335</sup>- ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 116.

<sup>336</sup>- الأزمة والتعافي، مرجع سبق ذكره، ص 73.

<sup>337</sup>- إيمان مرعي، مرجع سبق ذكره، ص 148.

طريق إتباع العديد من الإجراءات، حيث خصصت 4 ترليون يوان (586 دولار) كخطة استثمار من طرف مجلس الوزراء الصيني وهذا حتى 2010 للمساعدة في تنشيط الطلب على الاستهلاك المحلي، كما تم تخصيص مبلغ 100 مليار يوان إضافية في البنية التحتية على مستوى البلاد خلال سنة 2009 تشمل الإسكان الاقتصادي، البنية التحتية الريفية، شبكات النقل، حماية البيئة، وإجراء تحسينات على خطوط القطارات وشبكة الكهرباء وتدعيم شبكة الرعاية الصحية وتخفيض الرسوم الدراسية.

بالإضافة إلى ذلك فقد تدخل البنك المركزي الصيني بدوره عن طريق تخفيض أسعار الفائدة بغية تنشيط الطلب على الاستهلاك المحلي والحد من معدلات الادخار المرتفعة لدى الصينيين بغرض تشجيع الطلب المحلي خاصة بعد انخفاض الطلب الخارجي بسبب الأزمة العالمية الراهنة.<sup>338</sup>

وعليه فقد هدفت الخطة الصينية إلى تعزيز الاستثمار الداخلي، وهذا عن طريق إنفاق حكومي ضخم، ودعم السياسات التي من شأنها زيادة الطلب على الاستهلاك المحلي للحد من معدلات الادخار المرتفعة التي يتميز بها الاقتصاد الصيني.

## 5- الدول العربية:

اتبعت الدول العربية العديد من التدابير لدعم الثقة والحيلولة دون وقوع أزمات حادة، شملت استخدام تدابير نظام التأمين الشامل على الودائع في كل من الكويت والإمارات العربية المتحدة، وتوفير السيولة وضخ رؤوس الأموال في البنوك في قطر والمملكة العربية المتحدة.

وبالنسبة للسياسة النقدية جاء رد الفعل ملائماً من البنوك المركزية في جميع بلدان المنطقة حيث بادرت بتوفير السيولة وتخفيض الاحتياطات الإلزامية وأسعار الفائدة ( مصر والأردن، الكويت، المملكة العربية السعودية والإمارات العربية).

وإلى جانب ذلك عملت النفقات الحكومية في كثير من البلدان على سد الفراغ الذي خلفه انكماش أنشطة القطاع الخاص ( الكويت، ليبيا، عمان، قطر والمملكة العربية السعودية)<sup>339</sup>

أما على الصعيد النقدي، فقد اتخذت البنوك المركزية العديد من الإجراءات فقامت بتخفيض الاحتياطات الإلزامية وأسعار الفائدة، وضخ السيولة في النظم المصرفية التي تضررت من انخفاض مستويات التمويل وضعف الميزانيات العمومية.

أما مصر وبهدف الحفاظ على معدلات نمو إيجابية، أعلن وزير الاستثمار المصري خمسة محاور:

اتخاذ إجراءات مالية تسمح بتيسيرات ضريبية وجمركية جديدة لتشجيع المستثمر المحلي والدولي.

<sup>338</sup>- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص ص 124 - 126.

<sup>339</sup>- الأزمة والتعافي، مرجع سبق ذكره، ص 92.

اتخاذ إجراءات استثمارية لتحقيق التوازن والاستقرار في أسعار الطاقة وإجراءات لتيسير على المستثمرين في الحصول على الأراضي الخاصة بالاستثمار، مع توفير مبلغ 30 مليار جنيه استثمارات جديدة في السوق المصرية منها 15 مليار جنيه استثمارات حكومية في مشروعات البنية التحتية الأساسية و 15 مليار جنيه استثمارات بنظام المشاركة بين القطاعين العام والخاص في مجال الخدمات التعليمية والصحية. تيسير عمليات التمويل واتخاذ عدد من الإجراءات الخاصة بسوق رأس المال. مناقشة مشروع قانون توحيد جهات الرقابة على المؤسسات المالية غير المصرفية خلال الدورة البرلمانية بما يوحد معايير الإشراف والرقابة، وكذلك التعجيل بإدراج قانون الإفلاس.<sup>340</sup>

## 6- أمريكا اللاتينية:

تدخلت دول أمريكا اللاتينية عن طريق إتباع إجراءات السياسة المالية والنقدية، فقد كانت استجابة السياسات سريعة وتحصلت بعض الدول على الدعم من صندوق النقد الدولي، كما توفر لدى بعض البلدان التي تستهدف التضخم ( البرازيل، كولومبيا، شيلي، المكسيك، البيرو، الأوروغواي) حيزا كبيرا على مستوى السياسة بفضل قوة أطر سياستها وأساسياتها الاقتصادية الكلية في بداية الركود العالمي فقامت بتخفيض أسعار الفائدة وسمحت بتعويم عملاتها، وخفضت دول أخرى احتياطاتها الإلزامية (الأرجنتين، البرازيل، كولومبيا والبيرو). وقد تم استخدام حزم تنشيط مالي تتراوح بين 0.5% من إجمالي الناتج المحلي في البرازيل ونحو 3% من إجمالي الناتج المحلي في الشيلي.

## المطلب الثاني: التنسيق الدولي لمواجهة تحديات الأزمة.

نظرا للأبعاد الخطيرة التي اتخذتها الأزمة وآثارها الحادة التي فاقت التصورات، تم عقد مجموعة من القمم الاقتصادية والتي ضمت ممثلي الدول الكبرى والناشئة والمؤثرة في حركة الاقتصاد العالمي والمؤسسات المالية الدولية بهدف البحث عن الأسباب وإيجاد الحلول.

### 1- اجتماع الدول الصناعية:

اجتمع قادة الدول الصناعية الكبرى لإيجاد خطة منسقة لمواجهة الأزمة المالية، وتم الاتفاق على العناصر الخمس التالية:<sup>341</sup>

- دعم المؤسسات المالية الأساسية في النظام المالي ومنع إفلاسها.
- العمل على توفير التدابير اللازمة وتحرير الأسواق النقدية والتأكد من تحصل البنوك والمؤسسات المالية على السيولة الملائمة.

<sup>340</sup> - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 323.

<sup>341</sup> - إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص ص 120-129.

- تمكين البنوك والمؤسسات المالية الوسيطة الكبرى من تجميع رؤوس الأموال بهدف إعادة الثقة بها والسماح لها بمواصلة الإقراض الاستهلاكي والاستثماري على السواء.
- تعزيز البرامج الوطنية في دول المجموعة لضمان متانة وتجانس الودائع البنكية بما يسمح لصغار المودعين بمواصلة ثقتهم في سلامة ودائعهم.
- إنعاش أسواق الرهن العقاري الثانوي وغيرها من الأصول في ظل شفافية المعلومات والتقييم الدقيق للمعلومات.

## 2- اجتماع قادة الآسيان:

عقد قادة الآسيان اجتماعا على هامش قمة اجتماعات آسيا وأوروبا في العاصمة الصينية بكين، واتفق مسئولو ثلاثة عشر بلد آسيويا - كوريا الجنوبية واليابان والصين والأعضاء العشرة في رابطة دول جنوب شرق آسيا- على إنشاء صندوق مالي مشترك بقيمة 80 مليار دولار أمريكي وذلك بحلول يونيو 2009 لمواجهة الأزمات المالية الإقليمية، وجعل هذا الصندوق هيئة إقليمية يمكنها الإشراف على أسواق المال في المنطقة لتوفير أكبر قدر من الاستقرار.

## 3- القمة الأوروبية الآسيوية:

جاء انعقاد القمة الأوروبية الآسيوية قمة بكين<sup>342</sup>، في الوقت الذي أشارت فيه التقارير الاقتصادية إلى بداية تأثر آسيا بالأزمة، وهو ما دفع دول آسيا إلى مراجعة توقعاتها حول معدل نمو اقتصادياتها وسط التطورات الجديدة.

وقد تم عقد قمة منتدى آسيا-أوروبا محادثات آسيم في أكتوبر 2008 بمشاركة قادة 45 دولة ومنظمة لمناقشة سبل تجاوز الأزمة ومعالجة آثارها السلبية على مختلف اقتصاديات الدول الأعضاء بالمنتدى والاتفاق على مبادئ إعادة هيكلة النظام المالي العالمي وقد ضمت قمة آسيم عدة أعضاء جدد أبرزهم الهند وباكستان.<sup>342</sup>

وبهذا اجتمعت هذه القمة تحت مبدأ التعاون والثقة بين القارتين، وطالبت بإجراء إصلاحات شاملة في النظام المالي العالمي وكذلك في النظام الاقتصادي العالمي بمؤسساته ومنظماته وإعادة هيكلة تلك المنظمات وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.<sup>343</sup>

<sup>342</sup>- إيمان مرعي، مرجع سبق ذكره، ص 149.

<sup>343</sup>- عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 349.

## 4- قمة العشرين (واشنطن):

دفع حجم وعمق الأزمة المالية مجموعة دول العشرين إلى عقد مجموعة من القمم بهدف الحد من آثار الأزمة والاتفاق على أسس جديدة لضبط النظام الاقتصادي العالمي ولمنع تكرار مثل هذه الأزمة. انعقدت قمة العشرين الأولى بعد بداية الأزمة العالمية في واشنطن يوم 15 نوفمبر 2008 ، وانضمت إلى القمة كلا من اسبانيا وهولندا وشاركت فيها أربع منظمات دولية هي الأمم المتحدة، البنك الدولي، صندوق النقد الدولي ومنتدى الاستقرار المالي.

## أهداف القمة الاقتصادية:

- تشخيص أسباب وجذور الأزمة.
- المواصلة في انتهاج سياسات مالية ونقدية توسعية وتعزيز رؤوس أموال البنوك.
- مراجعة الإجراءات والتدابير التي اتخذتها وستتخذها الدول الأعضاء لمواجهة الأزمة.
- الاتفاق على المبادئ العامة لإصلاح الأسواق المالية في الدول الأعضاء.
- اعتماد خطة عمل لتنفيذ مبادئ وأسس الإصلاح وتكليف الوزراء المعنيين لتقديم مقترحاتهم في مؤتمر أبريل 2009.
- المساعدة في الحد من تدهور الأوضاع الاقتصادية عبر التعهد بالحفاظ على التجارة الحرة من خلال مؤتمر الدوحة.
- وبهذا حاولت القمة معرفة الاختلالات الكامنة وراء الأزمة بغية التوصل إلى سبل العلاج وتحديد الإجراءات التي يتوجب إتباعها من حوافز مالية، سياسات ضريبية، ومساعدات للدول التي مستها الأزمة.<sup>344</sup>
- أنهت القمة أعمالها بإصدار وثيقة ضمت عدة مبادئ أساسية أهمها:
- تحديد الإطار العام الذي يحكم التعامل بين الدول في مجال الاقتصاد الدولي، والذي يتمثل في: تنمية التعاون المشترك بين الدول لإعادة النمو للاقتصاد الدولي.
- انجاز الإصلاحات الضرورية للنظام المالي العالمي.
- قبول الإجراءات والسياسات المنتهجة لمواجهة الأزمة المالية العالمية، والحث على استمراريتها في ظل سيادة مبادئ اقتصاد السوق التي تحكم أي إصلاح للنظام المالي العالمي مع رفض أية رقابة حمائية على مبدأ حرية التجارة الخارجية.
- التأكيد على أهمية دور صندوق النقد والبنك الدوليين والبنوك الدولية متعددة الأطراف في مساعدة الدول النامية، مع ضرورة المراجعة الدورية لآليات هذه المؤسسات، وتوفير المصادر المالية الكافية لمساعدتها على تنفيذ مسؤولياتها.

<sup>344</sup> - عيد المطلب عبد الحميد، نفس المرجع السابق، ص 351.

- الاتفاق على المبادئ الأساسية لإصلاح الأسواق المالية، فضلا عن تكليف وزراء مالية مجموعة العشرين باتخاذ الإجراءات المناسبة لتطبيق هذه المبادئ والمتمثلة في: <sup>345</sup>
- التركيز على دور المؤسسات المالية الوطنية في مواجهة الأزمات المالية وضبط ومراقبة الأسواق المالية مع تقوية دور المنظمات الدولية عليها في ذلك.
- الاتفاق على تطبيق السياسات التي تكفل تحقيق المبادئ المشتركة الآتية للإصلاح :
- تعزيز مبادئ الشفافية والمسؤولية: وهذا ما يضمن الإفصاح الكامل عن جميع المعلومات المتعلقة بالمؤسسات والشركات المالية.
- تقوية أنظمة الإشراف على المؤسسات المالية من خلال الحرص على ما يتفق مع طبيعة المؤسسات المالية وطبيعة المتعاملين معها والمراقبة الفعالة لوكالات التصنيف الائتماني.
- التحقق من سلامة الأسواق المالية بما يضمن التوازن بين تقوية ضمانات المستثمرين وضمان حماية المستهلكين، بحيث يتم تفادي تعارض المصالح ومنع الممارسات غير المشروعة مع تدعيم مبدأ الشفافية وتبادل المعلومات في العلاقة بين الدول المختلفة لضمان سلامة الأسواق المالية.
- تعزيز التعاون الدولي من خلال التنسيق بين المؤسسات الوطنية لكل دولة مع جميع الأسواق العالمية وفق إجراءات محددة تتم صياغتها بطريقة ثابتة.
- إصلاح المؤسسات المالية العالمية كي تعكس القوة الحقيقية للاقتصاديات المعاصرة، بما يزيد من تمثيل الاقتصاديات الناشئة، وضمان تمثيل أكثر فاعلية للدول الفقيرة في منتدى الاستقرار المالي مع ضرورة التنسيق بين هذا المنتدى وصندوق النقد الدولي والمنظمات الدولية الأخرى مما يضمن حسن توقع الأزمات المالية في المستقبل والقدرة على مواجهتها
- تكليف وزراء مالية دول مجموعة العشرين بصياغة توصياتهم في المجالات التالية:
- تأمين الانسجام بين معايير المحاسبة الدولية، خاصة في مجال أسواق الأوراق المالية.
- تعزيز الرقابة على أسواق المشتقات المالية وتخفيض مخاطرها.
- مراجعة الممارسات في مجال منح المكافآت لمديري المؤسسات المالية.
- مراجعة كيفية إدارة المؤسسات المالية.

## 5- قمة العشرين (لندن):

اجتمعت مجموعة الدول العشرين في لندن يوم 02 أبريل 2009 ، وسبق تحضير هذه القمة مناقشات واسعة تمحورت حول اتجاهين:

<sup>345</sup>- ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 170.

اتجاه انكلوساسكوني دعت إليه الولايات المتحدة بدعم من انجلترا البلد المضيف، والذي يطالب بتقوية البرامج التحفيزية والإنعاشية بهدف الزيادة في الطلب (الاستهلاك والاستثمار) والخروج من ركود الاقتصاد العالمي، حتى لو تمخض عن هذه القرارات ارتفاع مديونية الدول وعجز موازنتها.

اتجاه ثاني أوروبي دعت إليه كلا من فرنسا وألمانيا، ويولي الاهتمام إلى إحداث أدوات الضبط والمراقبة للمركبات المالية المهيكلة والبنوك وصناديق المضاربة ومواقع الملذات الضريبية. يرى هذا الاتجاه أن الإفراط في الإنفاق يؤدي إلى ارتفاع مستويات المديونية وعجز موازنتها، مما يساعد على انتشار التضخم وظهور اختلالات اقتصادية من نوع جديد.

بالإضافة إلى ذلك فقد شارك كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في الأعمال التحضيرية لهذا الاجتماع وأوضحت ضرورة تزويدها بالموارد الضرورية لمساعدة البلدان النامية وخاصة الفقيرة والتي تأثرت بشدة بفعل الركود العالمي، كما نادى منظمة التجارة العالمية بضرورة التخلي عن كل الأدوات الحمائية والعمل من أجل إنجاح مفاوضات الدوحة.

وكانت نتائج اللقاء هي الاستجابة للتوجهين السابقين ألا وهما: الاهتمام بالتحفيز والضبط، كما تمخض عنه الزيادة في تدخل المؤسسات التمويلية خاصة صندوق النقد الدولي.

ويمكن تلخيص نص التصريح العام الذي وصل إليه لقاء مجموعة العشرين في العناصر التالية:<sup>346</sup>

- رفع موارد المؤسسات المالية وهذا عن طريق تقديم موارد جديدة قدرت بنحو 1100 مليار دولار لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنوك التنمية. حيث يتم مضاعفة موارد صندوق النقد الدولي من 250 مليار دولار إلى 750 مليار دولار مع السماح له بإصدار حقوق سحب خاصة في حدود 250 مليار دولار فضلا عن بيع ما قيمة 6 مليارات دولار من احتياطياته من الذهب لمساعدة الدول الفقيرة.
- أكد البيان على أن الاعتمادات المخصصة للتحفيز والإنعاش ستصل في نهاية 2010 حوالي 5000 مليار دولار وهو عبارة عن أكبر قدر خصص في هذا الاتجاه عبر التاريخ كما أضاف البيان أن جزءا مهما من هذه الاعتمادات سيوجه لدعم الاقتصاد الأخضر.
- دعم المبادلات التجارية حيث تم تقديم 250 مليار دولار لتمويل التجارة الدولية.
- مناهضة الحمائية والدعوة إلى فتح جولات جديدة من مفاوضات الدوحة.
- إقرار أدوات الضبط والمراقبة المالية.
- تفنين صناديق المضاربة والتي تدير حاليا حوالي 1200 مليار دولار في إطار توسيع مجال المراقبة والمتابعة على كل المؤسسات التمويلية.

<sup>346</sup>- فتح الله ولعلو، مرجع سبق ذكره، ص 170.

- إقرار ضوابط حسابية معيارية وذات مصداقية عن طريق التعاون بين المكلفين بالمراقبة والضبط من أجل تحسين أدوات تقييم الأصول، مما يفرض في مراحل الرخاء فرض الزيادة في مستوى احتياطات البنوك لاستعمالها في فترات الأزمات.
- تحديد مرتبات وعلاوات الوسطاء: ضرورة تحديد مدا خيل الوسطاء في المؤسسات التمويلية، خاصة فيما يتعلق بالتعويضات والعمولات.
- محاربة الملاذات الضريبية عن طريق إعداد قائمة الدول التي تعتبر ملاذات ضريبية مع التزامها بالخضوع لضوابط الشفافية والتخلي عن الاستثناءات الضريبية .

## 6- قمة العشرين (بيتسبرغ):

- انعقد اجتماع قادة الدول العشرين للمرة الثالثة في بيتسبرغ غ (24-25 سبتمبر 2009)، في خضم مرحلة انتقالية حرجة من الأزمة إلى التعافي الاقتصادي وهذا بعد اجتماعهم في أبريل، حيث واجه الاقتصاد العالمي أكبر تحدي منذ 1930 وتقلص الإنتاج العالمي وتراجعت التجارة وارتفعت البطالة وبهذا كان الاقتصاد العالمي على حافة الكساد.
- وتفقت البلدان العشرين على القيام بكل ما يلزم لضمان الانتعاش وإصلاح الأنظمة المالية والحفاظ على التدفق العالمي لرؤوس أموال، ولقد أقر البيان أنه رغم كل التدابير المتخذة فلا تزال عملية الإصلاح والتعافي غير مكتملة في كثير من البلدان كما لا تزال معدلات البطالة مرتفعة.
- وبالنظر لهذه النتائج فقد تعهد قادة الدول في هذا الاجتماع على الاستمرار في تطبيق الخطط التحفيزية لتأمين التعافي مع تجنب الانسحاب المبكر من تقديم هذه الحوافز، بل التخطيط المشترك والمنسق لكيفية وقف العمل بتلك الخطط.
- وعلى هذا الأساس تبنت القمة مجموعة من التدابير والقواعد الضرورية لتلبية احتياجات الاقتصاد العالمي في القرن الحادي والعشرين:<sup>347</sup>
- إقامة نموذج نمو أكثر توازناً في مختلف البلدان مع الانتقال من المصادر العامة إلى المصادر الخاصة للطلب، وتعهدهم بتجنب زعزعة الاستقرار والازدهار في أسعار الأصول مع اعتماد سياسات الاقتصاد الكلي بما يتفق مع استقرار الأسعار وتعزيز الطلب العالمي.
  - التأكد من أن أنظمة ضبط البنوك والمؤسسات المالية لا تحتوي على التجاوزات السابقة التي أدت إلى الأزمة، حيث لن يتم السماح بعودة الممارسات البنكية السابقة من سلوك متهور وغياب المسؤولية.

<sup>347</sup> Leaders statement the Pittsburg summit September 24-25/ 2009 ; consulté le 01-05-2010  
[http://www.g20.org/Documents/pittsburgh\\_summit\\_leaders\\_statement\\_250909.pdf](http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf)

- الالتزام برفع معايير رأس المال مع وضع معايير دولية صارمة فيما يخص التعويضات compensation الرامية إلى وضع حد للممارسات التي أدت إلى الإفراط في المخاطر، مع تحسين سوق المشتقات المالية بالتراضي وإنشاء أدوات مالية تهدف إلى تحميل الشركات الكبرى مسؤولية المخاطر التي تتخذها.

- الاتفاق على تقديم المزيد من الأهمية للبلدان الناشئة والنامية فيما يتعلق باتخاذ القرار وهذا عن طريق نقل 5% من الحصص في الصندوق النقد الدولي إلى الدول الناشئة والنامية.

- تبني صيغة ديناميكية في البنك الدولي والتي تعكس في المقام الأول الوزن الاقتصادي للدول المتطورة ومهمة البنك الدولي في مجال التنمية، مع زيادة مالا يقل عن 3% من حقوق التصويت المقدمة للدول النامية والناشئة.

- اتخاذ إجراءات جديدة لإعانة أفقر مواطني دول العالم، وهذا عن طريق رفع فرصهم للحصول على الغذاء والوقود والتسهيلات المالية والعمل على تسريع التقارب بين مستويات المعيشة والإنتاجية في البلدان النامية والاقتصاديات الناشئة إلى مستويات الاقتصاديات المتقدمة، وهذا من خلال الدعوة إلى إنشاء صندوق ائتماني في البنك الدولي لتمويل الاستثمارات في الأمن الغذائي.

فضلا عن هذه العناصر فقد وضح البيان التقدم الكبير الذي أحرزته السياسات المتبعة من قبل، حيث أدت الإصلاحات الشاملة إلى معالجة الأسباب الجذرية للأزمة وإلى إحراز تقدم كبير في تعزيز الرقابة الاحترازية وتحسين إدارة المخاطر وتعزيز الشفافية والتعاون الدولي، مع توسيع نطاق التنظيم والرقابة فيما يخص المشتقات وأسواق الأوراق المالية ووكالات التصنيف الائتماني وصناديق التحوط، كما سمحت التزاماتهم الخاصة برفع الأموال المتاحة لصندوق النقد الدولي بوقف انتشار الأزمة إلى الأسواق الناشئة والبلدان النامية.

## 7- قمة العشرين (كندا):

اجتمع قادة الدول العشرين في كندا للمرة الرابعة (26-27 جوان 2010)، حيث اتفق الأعضاء على مجموعة من الخطوات بهدف ضمان العودة الكاملة لمستويات النمو والوظائف والتوصل إلى نمو عالمي متوازن قوي ومستدام، وذكروا أن التنسيق الجاري على الصعيد العالمي غير مسبق في مواجهة الأزمات بالإضافة إلى المحفزات الجبائية والمالية، فقد أدت زيادة الموارد المخصصة للمؤسسات المالية الدولية على استقرار ومعالجة آثار الأزمة على الفئات الأكثر ضعفا في العالم وأضافوا أنه لا تزال هناك تحديات كبيرة تواجه الدول وأن التعافي هش وغير متساو، وأن تعزيز التعافي هو الحل وهذا عن طريق متابعة خطط التحفيز القائمة واستكمال الإصلاحات في المؤسسات المالية الدولية.

وبهدف تحقيق نمو قوي ومستدام يتوجب تعزيز النظم المالية ضد المخاطر وبذلك يستوجب تعزيز الطلب العالمي وتعزيز الموارد المالية العامة وجعل الأنظمة المالية أكثر قوة وشفافية.

- اتفقت المجموعة على وضع خطة عمل شاملة لدعم النمو وتشجيع تعاف قوي ومستدام.
- لإشارة إلى الانتهاء من نتائج التقييم المتبادل الايجابية وإلى توقعات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، والتي أفضت إلى إمكانية تحقيق مجموعة من النتائج في حالة ما إذا ما تم اختيار مسار إصلاح طموح: تجاوز الناتج العالمي 4 ترليون دولار مستقبلا.
- خلق عشرات الملايين من الوظائف.
- تقليص عدد الفقراء.
- تخفيض الاختلالات العالمية بشكل ملحوظ.
- ومن الأولويات التي ركزت عليها القمة تقليص العجز الحكومي حيث تمت دعوة البلدان المتقدمة التي تعاني من عجز إلى زيادة مدخراتها الوطنية، مع المحافظة على فتح الأسواق وتعزيز القدرة التنافسية للصادرات.
- وجوب تنفيذ التدابير على المستوى الوطني والتي يجب أن تتناسب وفق ظروف كل بلد.
- أما فيما يخص إصلاح القطاع المالي فيتوجب بناء نظم أكثر مرونة والتي تخدم احتياجات اقتصاديات الدول، وتقلل من المخاطر النظامية وتدعم النمو الاقتصادي وتعزز النظام المالي عن طريق تحسين الرقابة الاحترازية، تحسين إدارة المخاطر وتعزيز التعاون الدولي.<sup>348</sup>
- أما بالنسبة لفرض ضريبة خاصة بالقطاع المصرفي والتي دعا إليها الأوروبيون في طليعتهم فرنسا، بريطانيا وألمانيا فقد ترك القرار لكل دولة.

## 8- تدخل صندوق النقد الدولي:

دفعت الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة صندوق النقد الدولي إلى التدخل بقوة بمستويات غير معهودة، محاولا التصدي للتحديات التي أثارها الأزمة على مستوى السياسات المتضررة وغيرها من البلدان المعرضة للخطر. وقد تدخل الصندوق للحد من تكاليف الأزمة حرصا على تشجيع اتخاذ إجراءات عاجلة وإقامة الحوار فيما بين الدول الأعضاء و تقديم التمويل والمشورة على صعيد السياسات.

وتعهد صندوق النقد الدولي بمستويات غير مسبقة من التزامات الإقراض خلال سنة 2009، فوافق على قروض بلغت قيمتها 65.8 مليار وحدة من حقوق السحب الخاصة إلى 15 بلدا عضوا كما وافق الصندوق على تقديم قروض أو على زيادات في الموارد المتاحة لاتفاقيات قائمة مع 26 بلد بلغت في مجموعها 1.1 مليار حقوق سحب خاصة من خلال تسهيلات للإقراض والتي تقدم التمويل للبلدان منخفضة الدخل بسعر فائدة مدعم.<sup>349</sup>

<sup>348</sup> - The G20 Toronto summit declaration June 26-27/ 2010, consulté le 01-09-2010

[http://www.g20.org/Documents/g20\\_declaration\\_en.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_declaration_en.pdf)

<sup>349</sup> - مكافحة الأزمة العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 25.

وبناء على هذه المعطيات فإنه لم يسبق له الموافقة على مثل هذه المبالغ في مثل هذه الفترة الزمنية القصيرة.

## 9- تدخل البنك الدولي:

- بلغت مساعدات البنك الدولي مستويات قياسية خلال هذه الأزمة، حيث ركزت هذه المساعدات على الحفاظ على الاستثمارات في البنية الأساسية على المدى الطويل، وعلى إمكانية استمرار تحقيق النمو الاقتصادي وخلق فرص العمل التي يتصدرها القطاع الخاص، فخلال الفترة الممتدة بين يوليو 2008 وجانفي 2010، قدم البنك الدولي 89 مليار دولار أمريكي دعماً للبلدان النامية ومتوسطة الدخل وشمل ذلك:<sup>350</sup>
- مبلغ 56.1 مليار دولار مقدمة من طرف البنك الدولي للإنشاء والتعمير كموارد مالية ومساعدات إلى البلدان المتوسطة الدخل حيث يعيش 70% من فقراء العالم.
  - مبلغ 18.3 مليار دولار على شكل ارتباطات من المؤسسة الدولية للتنمية التي تقدم قروضا بدون فوائد ومنحا لأشد بلدان العالم فقرا عددها 79 بلدا.
  - مبلغ 15.15 مليار دولار من مؤسسة التمويل الدولية المعنية بتنمية القطاع الخاص، كما أطلقت مجموعة من المبادرات للتصدي لهذه الأزمة، منها صندوق بمبلغ 3 مليار دولار لدعم البنوك وبرنامج توفير السيولة للتجارة العالمية بمبلغ 5 مليار دولار، وبرنامج تسهيلات التصدي لأزمة البنية الأساسية بمبلغ 2.4 مليار دولار.
  - مبلغ 1.9 مليار دولار في شكل ضمانات من الوكالة الدولية لضمان الاستثمار، وهي فرع من البنك الدولي المعني بالتأمين ضد المخاطر السياسية.
- وخلاصة القول فقد انعكست هذه التدابير الاستثنائية إيجابا على الاقتصاد العالمي وأدت إلى ظهور بوادر التعافي والانتعاش الاقتصادي.

## المبحث الثالث: التعافي والإصلاح.

بعد تجاوز أكبر مراحل الأزمة خطورة ظهرت ملامح التعافي والانتعاش الاقتصادي في الأفق، مرفقة بالعديد من المعوقات والتحديات في ظل تراكم أحجام كبيرة من المديونية، وهذا ما يستدعي انتهاز العديد من السياسات كي يتعزز التعافي، مع وجوب التركيز على تصحيح جوانب القصور في البنين المالي التي

<sup>350</sup> - التدابير التي يقوم بها البنك الدولي، تاريخ الاطلاع : 2010-08-15  
<http://www.albankadawli.org//financialcrisis/banbankinitiatives.htm>

أسهمت في نشوب الأزمة وإصلاح البيئة التنظيمية. ولذلك ارتأينا التعرف على أهم مؤشرات تعافي اقتصاديات دول العالم، وسبل الحفاظ على التعافي وأهم الدروس المستخلصة من الأزمة الراهنة.

### المطلب الأول: بؤادر تعافي الاقتصاد العالمي.

انعكست السياسات المنتهجة لمواجهة تحديات الأزمة المالية إيجابا على اقتصاديات الدول وعملت على تهدئة المخاوف من وقوع انهيار عالمي، خاصة بعد تدخل البنوك المركزية وبرامج الدعم التي اتخذتها الحكومات، فضلا عن دعم المؤسسات الدولية من قبل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي. وبهذا اعتبر الدعم الذي قدمته السياسات عنصرا جوهريا في تحقيق قفزة نوعية في اتجاه مسيرة التعافي.

#### 1- مؤشرات التعافي:

شهدت الأسواق المالية العالمية استقرارا معتبرا وتراجعا في تشديد معايير الإقراض المصرفي في الاقتصاديات المتقدمة، وبدأت عمليات الإقراض في العودة إلى وضعها السابق في كثير من الاقتصاديات الناشئة والنامية. وقد سمح تحسن النمو في كثير من الاقتصاديات الناشئة بعودة التدفقات الرأسمالية من الاقتصاديات المتقدمة.

وتم تسجيل تعافي هام منذ بداية الثلاثي الثاني من عام 2009، وعرفت بعض الدول مثل فرنسا وألمانيا نموا معتبرا للناتج المحلي الإجمالي بمعدل 0.3% في الثلاثي الثاني من 2009.

أما في منطقة الأورو ككل والولايات المتحدة، فقد انخفض الناتج المحلي الداخلي في الثلاثي الثاني من 2009 بمعدلات أقل مما سبق ( انخفض بـ 0.1% بعد 2.5% في الثلاثي الثاني من منطقة الأورو، و 0.3% بعد 2.5% في الولايات المتحدة)، وتحسنت معدلات استهلاك العائلات بمعدلات طفيفة في منطقة الأورو خلال نفس الثلاثي بـ 0.2%.<sup>351</sup>

وفي واقع الأمر فقد شهد كلا من القطاعين المالي والحقيقي للاقتصاد العالمي تحسنا ملحوظا، وفيما يلي أهم المؤشرات الدالة على ذلك.

#### 1-1 القطاع المالي:

بعد الانكماش الذي عرفه الاقتصاد العالمي والذي قدر بـ 6.5% في الربع الأول من 2009، دخل الاقتصاد العالمي في مرحلة التعافي وهذا رغم ارتفاع معدلات إفلاس الشركات واستمرار انخفاض معدلات التوظيف، مع ضعف الاستهلاك الخاص واستمرار الصعوبات في أوضاع الإقراض.

<sup>351</sup> - De la crise financière à la crise économique, Banque de France, op-cit, p30

تبدو مؤشرات التعافي جلية في القطاع المالي، فقد عرفت أسواق الأسهم أرباحاً كبيرة منذ الربع الأول من عام 2009، وخصص المستثمرون مبالغ كبيرة بغية استثمارها خارج نطاق السندات الحكومية وتحقيق عوائد أكبر، وتعززت الثقة في الأجهزة البنكية في الأسواق المتقدمة بفضل نتائج إيراداتها التي تجاوزت التوقعات ونجاح عملية تعبئة رؤوس الأموال البنكية.

وقد عرفت التدفقات الرأسمالية الدولية تحسناً كبيراً خاصة المتعلقة بالتدفقات إلى الأسواق الناشئة، فمنذ بداية 2009 ارتفعت إصدارات السندات السيادية في كل من الدول المتقدمة والناشئة، مرفقة بحدوث انتعاش في تدفقات استثمارات الحافظة.<sup>352</sup>

وقد طرأ تحسن عام في صحة النظام البنكي، فحدث انخفاض كبير في احتياج البنوك لرؤوس الأموال، وهذا رغم استمرار اضطرابات النظم البنكية في بعض البلدان.

## 1-2 القطاع الحقيقي:

جاء تعافي القطاع الحقيقي متأخراً عن القطاع المالي لا سيما في الاقتصاديات المقدمة، فقد نجحت السياسات الحكومية المنتهجة في تعزيز الثقة إلى حد ما ورفع مستويات الطلب وتحسين الأوضاع المالية، مما ساهم في استقرار الإنتاج الصناعي، وارتفاعه في عدد كبير من البلدان أبرزها دول آسيا، نتج عن ذلك ارتفاع الطلب على السلع الأولية، وقد تحسن النشاط في قطاعات الاقتصاد الحقيقي في عدد من الاقتصاديات الناشئة الأخرى، مما عزز التجارة الدولية.

ورغم هذا التعافي، إلا أن الطاقة الإنتاجية الفائضة في بعض الدول المتقدمة لا تزال مرتفعة، كما تعرضت موارد الأسر إلى مختلف الضغوط، مما جعل الشركات تتوخى الحذر في الاستثمار، وجعل استهلاك الأسر للسلع المعمرة يرتفع تدريجياً، إضافة إلى ذلك ستستمر معاناة العديد من الشركات والأسر في سندات الديون، مما سيبيط وتيرة التعافي في سوق العقار والسوق المالية.<sup>353</sup>

## 2- الاقتصاديات المتقدمة:

### 1-2 الولايات المتحدة الأمريكية:

بعد التراجع الكبير الذي عرفه الاقتصاد الأمريكي في النصف الأول من عام 2009 والارتفاع الهام في مستويات البطالة، أبدى اقتصادها مؤخراً العديد من مؤشرات التعافي وتوجه نحو الاستقرار، خاصة بعد الإجراءات الاستثنائية المتبعة، والتي أسهمت في تثبيت مستوى الإنفاق الاستهلاكي وتسجيل استقرار نسبي أسواق المساكن والأسواق المالية، وهو ما يشير إلى حدوث نمو معتدل مجدداً في النصف الثاني من عام 2009.

<sup>352</sup> - الحفاظ على التعافي، مرجع سبق ذكره، ص ص 3-4.  
<sup>353</sup> - الحفاظ على التعافي، نفس المرجع السابق، ص ص 6-7.

وقد عرفت الأوضاع المالية تحسنا كبيرا وسجلت أسواق الأسهم أرباحا هامة، ويمكن إرجاع ذلك إلى كثافة مشتريات الاحتياطي الفدرالي الأمريكي من الأوراق المالية المدعومة برهون عقارية، كما ارتفعت ثقة المستثمرين وتحسنت أوضاع البنوك. أما فيما يخص بيانات الناتج، فقد أكدت توجه الاقتصاد نحو الاستقرار، حيث انخفض تراجع إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في الآونة الأخيرة بعد أن سجل تراجعا معتبرا في الربع الأول من 2009 والذي قدر بـ 6.4%.<sup>354</sup>

ورغم كل هذه الايجابيات المسجلة، لا تزال العديد من الأسر ومؤسسات الأعمال تواجه صعوبات في الحصول على القروض، مع استمرار تضيق شروط الإقراض ولو بوتيرة أبطأ.

## 2-2 أوروبا:

تحسنت آفاق النمو في أوروبا، فوق لبيانات مكتب الإحصاء الأوروبي سجلت منطقة الأورو نمو قدر بـ 1.9% في الربع الثالث من سنة 2010 على أساس سنوي، وجاء هذا النمو مدعوما بأرقام مرتفعة في ألمانيا والتي تعتبر أكبر اقتصاد في منطقة الأورو بمعدل 3.9% في الربع الثالث من نفس السنة، بينما انكمش اقتصاد اليونان بمعدل بنسبة 4.5% على أساس سنوي.

وقد أدت الاضطرابات في أسواق الدين السيادي الأوروبية إلى حدوث انتكاسة في مسيرة التقدم نحو تحقيق الاستقرار المالي. وقد شكلت مواطن الضعف في الميزانيات العمومية السيادية والبنكية مصدرا كبيرا للقلق في الأسواق المالية ورغم ردود الأفعال القوية التي بادر بها صناع السياسات والتي ساهمت في الاستقرار النسبي للأوضاع، إلا أن أجواء عدم اليقين لا زالت تسيطر على الأسواق.<sup>355</sup>

## 3- الاقتصاديات الناشئة:

عرفت اقتصاديات الدول الناشئة عودة التدفقات الرأسمالية، حيث شهدت العديد من دول آسيا وأمريكا اللاتينية دخول رؤوس الأموال الحافظة، وهذا راجع للتعافي القوي الذي عرفته وتوقعات ارتفاع أسعار صرف العملات ووفرة السيولة وانخفاض أسعار الفائدة في البلدان المتقدمة الكبرى.<sup>356</sup>

## 3-1 أمريكا اللاتينية:

أبدت منطقة أمريكا اللاتينية والكاريبية مؤشرات التعافي والاستقرار بدءا من الربع الثاني من 2009 في ظل تحسن أوضاع الأسواق المالية وأسواق السلع الأولية العالمية واعتماد سياسة قوية عززت صمودها وأتاحت لها الاستجابة في التوقيت السليم ودعم النشاط الاقتصادي بعد انكماشه في عام 2008 والربع الأول من 2009.

<sup>354</sup>-الحفاظ على التعافي، مرجع سبق ذكره، ص64.

<sup>355</sup>- تقرير الاستقرار المالي العالمي، ملخص واف، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2010، ص 1-2.

<sup>356</sup>- تقرير الاستقرار المالي العالمي، ملخص واف، صندوق النقد الدولي، أبريل 2009، ص2.

يقود هذا التعافي البرازيل الذي عرف بداية عودة التدفقات الرأسمالية وارتفاع الإنتاج الصناعي، فضلا عن تحسن صادرات السلع الأولية والذي انعكس إيجابا على المنطقة، نظرا لبروز دور صادرات السلع الأولية في اقتصادياتها، بالإضافة إلى تحسن ثقة المستهلكين ومنشآت الأعمال. وبالرغم من الجهود الرامية إلى تحسين معدلات النمو في الاقتصاديات الناشئة، إلا أنها تظل بحاجة إلى المزيد من المساعي لتحقيق التعافي.

### 3-2 الدول الآسيوية:

لقد خفت حدة التوترات في الاقتصاديات الآسيوية في النصف الأول من 2009 وظهرت عدة مؤشرات على توجهها نحو الاستقرار، فقد تسارع النمو في الصين ليبلغ 7.1% في النصف الأول من عام 2009 بدفع من الطلب المحلي بالكامل، كما ارتفع الإنتاج الصناعي في اليابان بدءا من شهر مارس، واستعاد النمو معدلاته في الربع الثاني من 2009 والذي قدر بـ 2.3%، كما أبدت الاقتصاديات الآسيوية الناشئة والنامية الأخرى دلائل مشابهة على توجهها نحو الاستقرار، مع ارتفاع الإنتاج الصناعي في منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة والهند وكوريا والفلبين ومقاطعة تايوان الصينية وتايلاند، وهو ما أدى إلى زيادة النمو في الربع الثاني من العام وتحوله إلى نسب موجبة في عدد من هذه الاقتصاديات في الربع الثاني من 2009. ويعود الفضل إلى تحسن قطاع الإلكترونيات الذي تأثر بالأزمة بنسب كبيرة، بالإضافة إلى الحد من تأثير الأزمة المالية على صحة القطاعات البنكية في المنطقة ككل. كما شهدت أسواق الأسهم خلال الثمانية أشهر الأولى من عام 2009 ارتفاعا بنسبة 28% في اليابان و 65% في الاقتصاديات الأربعة (اندونيسيا، ماليزيا، الفلبين وتايلاند) ، و 52% في الاقتصاديات الآسيوية الصناعية الجديدة (هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة، كوريا، سنغافورة ومقاطعة تايوان الصينية) وهذا ما صاحبه تجدد التدفقات الرأسمالية الوافدة.<sup>357</sup>

### 3-3 الدول العربية:

تحسنت آفاق الدول العربية مع اتجاه الاقتصاد العالمي نحو الاستقرار وارتفاع أسعار النفط ، وهذا بعد أن تباطأت وتيرة نموها بصورة حادة وتأثرت اقتصادياتها بانهيار أسعار النفط والانكماش في تحويلات العاملين والاستثمار الأجنبي المباشر.<sup>358</sup>

<sup>357</sup> - الحفاظ على التعافي، مرجع سبق ذكره، ص 72.

<sup>358</sup> - الحفاظ على التعافي، نفس المرجع السابق، ص 86.

#### 4- التحديات التي تواجه التعافي:

شكل موضوع تعافي الاقتصاديات العالمية انشغال الدول والمنظمات الدولية الذين توقعوا تحسن الوضع المالي العالمي، فتوقع البنك الدولي ارتفاع إجمالي الناتج المحلي العالمي بمعدل 2.9% إلى 3.3% في عامي 2010 و 2011، وأن يتعزز في عام 2012 ليصل ما بين 3.2% و 3.5% ، وهو ما سيؤدي إلى عكس اتجاه التراجع الذي سجله بنسبة 2.1% في عام 2009.

وذكر تقرير البنك الدولي أنه من المتوقع أيضا أن يصل معدل النمو في البلدان النامية في حدود 5.7% ، 6.2% سنويا خلال السنوات 2010 - 2012. إلا أن معدل النمو المتوقع في البلدان المرتفعة الدخل سيكون في حدود 2.1 ، 2.3% في عام 2010، وهي نسبة لا تكفي لمحو آثار الانكماش الذي شهدته في عام 2010 وبلغت نسبته 3.3% يليه معدل نمو في حدود 1.9% إلى 2.4% في عام 2011.<sup>359</sup>

رغم التنبؤات الإيجابية التي أصدرها البنك الدولي، وتوقعاته عن تحسن الأوضاع العالمية، ورغم تجاوز أكثر المراحل حدة للأزمة المالية والاقتصادية العالمية والتحسن الكبير في الوضع العالمي إلا أن آثار الأزمة لا تزال قائمة، فهو تعاف تتخلله العديد من التحديات. ارتفاع معدلات البطالة.

انخفاض معدلات النمو في البلدان المتقدمة.

انخفاض تدفقات التمويل الدولي إلى البلدان النامية.

حاجة البلدان أكثر فقرا إلى المساعدة حتى تتمكن من تجاوز الأزمة.

#### 4-1 سيادة أجواء عدم اليقين:

لا يزال النشاط الاقتصادي محاطا ببعض المعوقات أبرزها سيادة أجواء عدم اليقين، خاصة في ظل تراجع التدخلات على مستوى السياسات في كثير من الاقتصاديات المتقدمة وارتفاع المخاطر السيادية بها، والتي يمكن أن تتسبب في تراجع التقدم المحقق باتجاه الاستقرار المالي وتمديد أجل الأزمة، فضلا عن التراكم السريع للدين العام وتدهور الميزانيات المالية العمومية التي يمكن أن تنتقل إلى النظم البنكية أو إلى البلدان عبر الحدود.<sup>360</sup>

وإذا استمرت التطورات الاقتصادية الكلية على النحو المتوقع، فسوف تشرع معظم الاقتصاديات المتقدمة في ضبط أوضاع المالية العامة في عام 2011، وبما أن التعافي الاقتصادي لا يزال هشاً، فينبغي أن يتم التنفيذ الكامل لعملية التنشيط المالي المخططة لعام 2010.

<sup>359</sup> - أحدث دراسة للبنك الدولي، الأزمة والتمويل والنمو، تاريخ الاطلاع: (2010-08-15)

<http://econ.worldbank.org>

<sup>360</sup> - استعادة توازن النمو، آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، أبريل 2010، ص.3.

ولتجاوز هذه الوضعية والحفاظ على انتعاش الاقتصاد العالمي يتوجب تخفيض المخاطر السيادية، ورسم استراتيجيات موثوقة في الاقتصاديات المتقدمة من خلال ضبط المالية العامة على المدى المتوسط، وهذا ما يتطلب ذلك أطرا زمنية واضحة لتخفيض نسب الدين العام.

#### 4-2 تحديات القطاع البنكي:

بالرغم من تحسن النظام البنكي واستمرار تخفيض نسب التمويل بالديون واستعادة الأوضاع الطبيعية في الأسواق، إلا أن البنوك تواجه تحديات كبرى تتمثل في التمويل الضخم قصير الأجل الذي ينبغي إعادة تمويله في عامي 2010 و 2011 ، ورأس مال أكبر وأفضل جودة والذي يرجح أن يكون مطلوباً لمأنة المستثمرين على خلفية التشديد المرتقب في المعايير التنظيمية.<sup>361</sup> وعليه ونظراً لتغير ملامح المخاطر العالمية بسبب تدهور أرصدة المالية العامة وسرعة تراكم الدين العام، فيمكن أن تتحول هذه المخاوف على المدى الأطول إلى ضغوط قصيرة الأجل في أسواق التمويل، حيث يشترط المستثمرون عائداً أعلى لتعويض المخاطر المستقبلية المحتملة، ويمكن أن تتسبب هذه الضغوط في تكثيف تحديات التمويل قصير الأجل التي تواجه بنوك البلدان المتقدمة.

#### 4-3 ارتفاع العجز الحكومي:

نظراً لانهايار الطلب الخاص وعدم القدرة على تخفيض أسعار الفائدة إلى ما دون الصفر، اختارت الحكومات التدخل بقوة من خلال زيادة الإنفاق الحكومي وتخفيض الضرائب، مما تمخض عنه ارتفاع العجز المالي، ولما كانت مستويات الدين مرتفعة في كثير من البلدان، فإن مثل هذه الزيادات لا يمكن أن تستمر لمدة طويلة.<sup>362</sup>

فقد ارتفع عجز المالية العامة بنسب كبيرة في الدول المتقدمة، حيث من المتوقع أن تتجاوز نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي في هذه الاقتصاديات نسبة 100% في عام 2014 استناداً إلى السياسات التي تم إتباعها.

أما فيما يخص الدول الناشئة فإن التحديات التي تواجهها مختلفة مع وجود بعض الاستثناءات، فمشكلة الدين العام في هذه الاقتصاديات أكثر انحصاراً، حيث تقدر نسبة دينها العام كمجموعة 30% إلى 40% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، كما دخلت الكثير من الدول الأزمة بمستويات دين عام منخفضة، وبهذا فهي تستطيع الحفاظ على التوسع في مآليتها العامة لاستعادة التوازن في النمو.

لكن هناك بعض الاقتصاديات الناشئة الكبرى التي لا تتوفر على نفس الميزات المتعلقة بمستويات المالية العامة، مما يستوجب سحب الدعم المالي بمجرد اكتساب التعافي الاقتصادي فعالية أكبر. وينبغي

<sup>361</sup> - تقرير الاستقرار المالي العالمي، ملخص واف، صندوق النقد الدولي، أبريل 2010، ص 1.

<sup>362</sup> - أوليفيه بلا نشارد، مواصلة الخطى على مسيرة التعافي العالمي، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 3، سبتمبر 2009، ص 10.

كذلك تعديل وجهة السياسة المالية العامة في بلدان ذات الدخل المنخفض بحيث تركز على الاعتبارات متوسطة الأجل مع تحسن أوضاع الطلب الخاص والخارجي.<sup>363</sup>

### المطلب الثاني: طرق الحفاظ على التعافي:

حل تدخل السلطات المالية والبنوك المركزية محل الطلب المنخفض من جانب المستهلكين ومنشآت الأعمال، وذلك من خلال تقديم الدعم للقطاعات المالية وغيرها من القطاعات الرئيسية ومنشآت الأعمال لمواجهة ركود الاقتصاد العالمي.

وقد ترتب عن ذلك تراجع الميزانيات الخاصة للمنشآت العامة وارتفاع الدين العام الذي صاحب زيادة الإنفاق على الصحة والمعاشات بسبب ازدياد أعداد السكان المسنين بشكل خاص في الاقتصاديات المتقدمة، وارتفاع ميزانيات البنوك المركزية. وهذا ما يستدعي إلغاء الحوافز المالية على مراحل وأن يحل الطلب الخاص محل الطلب العام سواء كان استهلاكاً أم استثماراً.<sup>364</sup>

وعليه يستوجب إتباع إستراتيجية تصاحب الانتعاش، لأن الإخفاق في ذلك من شأنه زعزعة استقرار التوقعات وإضعاف أثر الدعم المالي والنقدي الذي قدم حتى الآن.

### 1- ضبط أوضاع المالية العامة:

يشكل ضبط أوضاع المالية العامة على المدى المتوسط التحدي الأكبر أمام الحكومات في الأجل القريب، وهذا ما يستدعي إتباع خطط تتسم بالشفافية واتخاذ تدابير استعجالية تحسباً لاحتمال نقص الموارد العامة عن المستوى المتوقع، ذلك أن إجراء إصلاحات هيكلية داعمة للنمو ستساعد على ترسيخ ثقة الأفراد في توافق العمليات الجارية لضبط أوضاع المالية العالمية مع أهداف النمو طويلة الأجل.<sup>365</sup>

ومن هنا فإن تصحيح المالية العامة ضروري، وهذا ما يستدعي إدراج إصلاح استحقاقات المعاشات والرعاية الصحية، والتي تشكل المصدر الرئيسي للضغوط على الإنفاق في العقود المستقبلية بسبب ارتفاع نسب الشيخوخة. كما يتوجب إدخال تعديلات على جانب الإيرادات والنفقات حسب ظروف كل دولة، بحيث لا يجب أن تصبح حوافز المالية العامة دائمة في جانب الإنفاق. أما فيما يتعلق بالإيرادات فيجب إدراج تغييرات أساسية في الهيكل الضريبي.<sup>366</sup>

<sup>363</sup> - استعادة توازن النمو، مرجع سبق ذكره، ص 9-10.

<sup>364</sup> - أوليفيه بلانشارد، مرجع سبق ذكره، ص 10.

<sup>365</sup> - تقرير الاستقرار المالي العالمي، ملخص واف، صندوق النقد الدولي، أبريل 2010، ص 2.

<sup>366</sup> - كارلو تاريللي، خوسيه فينالييس، التطلع إلى المستقبل، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 3، سبتمبر 2009، ص 22.

## 2- الاستراتيجيات التي يتوجب على البنك المركزي إتباعها:

### 1-2 الحد من العمليات غير التقليدية:

مع عودة التعافي الاقتصادي يستوجب إلغاء بعض العمليات غير التقليدية للسياسة النقدية المنتهجة خلال الأزمة.

فبخصوص التيسيرات الكمية المتعلقة بتخفيض أسعار الفائدة طويلة الأجل، فإنه يتعين تحديد التوقيت المناسب لبيع السندات الحكومية (التي من شأنها الرفع من تكلفة الاقتراض الحكومي)، حيث يمكن استعمالها في عمليات السوق المفتوحة لسحب السيولة الفائضة، مع الإشارة أنه ليس من الضروري إجراء عملية البيع لأن حيازة السندات طويلة الأجل أمر عادي بالنسبة لكثير من البنوك المركزية.

أما تخفيض التيسيرات الائتمانية والمتمثلة في شراء أصول القطاع الخاص فهي تعني التشدد الفعلي في السياسة النقدية، خاصة وأن هذه الأصول غير سائلة وغالبا ما تكون قيمها غير مؤكدة وأنها قد تكون غير قابلة للاستخدام في العمليات العادية للسوق المفتوحة، وهذا ما يمكن أن يخلق عائقا أمام الجهود المبذولة لامتصاص السيولة عند ظهور الضغوط التضخمية.

### 2-2 إعادة هيكلة الميزانيات:

علما أن رد الفعل الجيد لأي بنك مركزي يعتمد على هيكل ميزانيته، فإن ضعف هذه الأخيرة يجعله عرضة للضغوط السياسية وأقل قدرة على اتخاذ الإجراءات الضرورية، وفي حالة ما إذا كان ضعيفا من الناحية المالية فيترتب عنه مضاعفات خطيرة على استقرار الأسعار.

وفيما يخص الأزمة الراهنة فقد تضمنت أصول البنوك المركزية مخاطر السوق والقرض، مما يجعل مركزها الصافي لرأس مال سلبي في حالة تسجيل خسائر الأصول. وهذا ما يستدعي إعادة هيكلة الميزانيات لكي لا تترتب نتائج سلبية على استقرار الأسعار.

### 2-3 الإعداد لتشديد السياسة النقدية:

إن البنك المركزي مطالب باستعادة سيطرته على السيولة من خلال معدل الفائدة قصير الأجل باعتباره أداة رئيسية لتحديد موقف السياسة النقدية، كما يتطلب من البنوك المركزية إعادة امتصاص السيولة الفائضة في حالة خروج الاقتصاد من الأزمة وذلك للحفاظ على عمليات الإقراض والسيطرة على التضخم، وذلك عن طريق مثلا بيع السندات الحكومية الموجودة في دفاترها على أن تعيد شراءها فيما بعد أو إصدار سندات على البنك المركزي وزيادة العائد على احتياطات البنوك المحفوظة لدى البنك المركزي.

كما ينبغي على البنوك تشديد سياسة الضمانات من أجل تخفيض مخاطر الخسائر مستقبلا وهذا ما يستدعي التخطيط الجيد لتجنب صدمات السوق المفاجئة.<sup>367</sup>

<sup>367</sup> - كارلو كوتاريللي، خوسيه فنياليس، نفس المرجع السابق، ص 23.

وعليه فالحكومات والبنوك المركزية مطالبة بطمأنة الأسواق على الاستراتيجيات والإجراءات التي ستتبع للمحافظة على التعافي والتي سيتم إتباعها عند انتعاش الاقتصاد.

### 3- إصلاحات أخرى:

يعتبر إصلاح النظم البنكية أمراً ضرورياً لتعزيز التعافي، وفي هذا الإطار يتطلب بذل المزيد من الجهود لمعالجة البنوك الضعيفة حتى تخرج دون مشكلات من مرحلة الدعم الاستثنائي الذي قدمته لها البنوك المركزية، كما يتوجب تحديد قائمة البنوك التي تتمتع بأوضاع سليمة تتيح لها الاستمرار في مزاوله النشاط. وتستطيع إعادة تدفقات القروض إلى القطاع الخاص.

وبالإضافة إلى كل الإصلاحات السابقة، فيجب القيام بما يلي:  
تخفيض مكامن الخطر السيادي.

ضمان استمرار العمليات الجارية لتخفيض نسب التمويل بالديون.

استكمال الإصلاحات بغية الانتقال إلى نظام مالي عالمي أكثر أماناً وديناميكية.<sup>368</sup>

وإلى جانب السياسات الاقتصادية الكلية الداعمة لتعافي الاقتصاد واستعادة صحة القطاع البنكي يمكن أن يساعد إتباع سياسات محددة في سوق العمل أيضاً على الحد من الأضرار التي يمكن أن تلحق بهذه السوق، وعلى وجه التحديد تشكل إعانات البطالة عاملاً ضرورياً لتعزيز ثقة قطاع الأسر وتجنب الارتفاعات الكبيرة في مستويات الفقر، كما يمكن أن يساعد التعليم والتدريب على إعادة العاطلين إلى القوى العاملة. كما ينبغي أن تعمل السياسات على دعم الاستقرار المالي للوصول إلى نظام مالي أكثر أماناً وتنافسية.

### المطلب الثالث: الدروس المستخلصة من الأزمة.

أبرزت الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة إخفاقات عديدة في عمل الأسواق المالية أهمها مشكلات عدم تناظر المعلومات والأخطار المعنوية، وضعف حكومة الشركات ومعايير تقديم القروض، فضلاً عن ارتفاع المخاطر في النظام المالي.

والواقع أن الأزمة الراهنة كشفت عن العديد من أوجه الضعف في الأطر التنظيمية والإشرافية التي دفعت إلى التفكير في القيام بالعديد من الإصلاحات، علماً أن هذه الإصلاحات لا يجب أن تهدف فقط إلى الخروج من هذه الأزمة، بل إلى خلق شروط تعمل على تقليص احتمال وقوع الأزمات في المستقبل، وفي هذا المجال توفرت العديد من الاقتراحات.

<sup>368</sup> - تقرير الاستقرار المالي العالمي، ملخص واف، صندوق النقد الدولي، أبريل 2010، ص ص 2-3.

## 1- إصلاح وتنظيم عمل الأسواق المالية:

انطلاقاً من الأزمة الراهنة، فإن إصلاحات راديكالية فرضت نفسها وأدت إلى إعادة طرح السؤال حول المعتقدات المبنية على أسس السوق، حيث تم إدراج العديد من الاقتراحات لتنظيم عمل الأسواق المالية.

### 1-1 سد فجوات المعلومات :

إن عدم قدرة المشرفين في الأسواق على معرفة حائزي المنتجات المالية المهيكله ساهم بشكل كبير في تقادم الأزمة، خاصة وأن هذه المخاطر جزئت إلى عدة شرائح.

ولما كانت الأسواق المالية تعمل بشكل جيد في حالة توفرها على معلومات حول الأسعار في الأسواق، فإنه يجب توفير المزيد من المعلومات حول تقنيات تقييم الأصول وحول البيانات والافتراضات الأساسية التي من شأنها السماح بتسعير أفضل للمنتجات المالية فضلاً عن أنه يجب التأكيد على جمع المعلومات التي يمكن أن تسمح ببناء مؤشرات تحذر من المشاكل المحدقة، كما يجب على المحللين التفكير في نوع المعلومات التي يمكن أن تعطي تقييمات تتطلع للمستقبل عن المخاطر النظامية في المؤسسات والأسواق، كما ينبغي الإفصاح عن النماذج وتقنيات التقييم لإتاحة الفرصة للمستثمرين والحكم بشكل أفضل على مخاطر ما يقومون بشرائه.

ومن هنا فإن التحليل الجيد للمخاطر من شأنه أن يؤدي إلى سد فجوات المعلومات، وهذا ما يستدعي توفر بيانات بشأن تعرض البنوك من الناحية النظامية والمؤسسات المالية غير البنكية للمخاطر، ومستويات تركيز تلك المخاطر والصلات فيما بين المؤسسات عبر الحدود.

### 1-2 توسيع محيط الإشراف التحذيري والتنظيم:

من أهم الدروس المستخلصة من الأزمة هو توسيع محيط الإشراف التحذيري بحيث يتجاوز البنوك التجارية.

فقد كشفت الأزمة تدخل الاحتياطي الفدرالي الأمريكي ودعمه للمؤسسات غير البنكية، حيث تم مساعدة مؤسسات الإقراض العقاري غير البنكية التي كانت وراء التعرض للمخاطر العالمية في أسواق العقار الأمريكية وهي غير خاضعة للرقابة التحذيرية.<sup>369</sup>

ولهذا يجب توسيع محيط التنظيم ليشمل المؤسسات والأسواق التي كانت خارج نطاق التنظيم والتي تخرج أحياناً عن مجال القائمين على التنظيم والإشراف والتي تشمل:

- الأنشطة أو الكيانات غير الخاضعة للتنظيم.
- الكيانات الخارجة عن الميزانية العمومية مثل أدوات الاستثمار المهيكل التي يمكن استخدامها في الاستحواذ على أصول محفوفة بالمخاطر من البنوك أو الشركات الأخرى الخاضعة للتنظيم.

- شركات الاستثمار التي تبالغ في عمليات الاستدانة (والتي تميل إلى عملية بيع الأصول قبل آجال استحقاقها لتقليل اعتمادها على الديون عندما تعتبر الاستدانة مفرطة).<sup>370</sup>

### 1-3 تكييف سياسات البنوك المركزية:

من أهم الاقتراحات المستخلصة هو إشراف البنك المركزي على استقرار الأسواق المالية من أجل تحقيق فعالية السياسة النقدية. وهذا ما يستدعي إدخال تعديلات على النظام البنكي كي يجعله ملائماً للمال المعلوم، بحيث تم تقديم العديد من الاقتراحات والتي تهدف إلى توفير السيولة للسوق النقدي، ويمكن حصرها فيما يلي:

- تمكين المؤسسات المالية غير البنكية الاستفادة من إعادة التمويل من طرف البنك المركزي من أجل تجنب انعكاس صعوباتها على البنوك.

- استعمال أداة الاحتياطات الإجبارية بطريقة أكثر انتقائية وذلك وفقاً لتركيبية أصول البنوك، ذلك أن الاحتياطات المرتبطة بعمليات التوريق مثلاً أكبر من تلك المتعلقة بالقروض العادية.

- تسيير أكثر دقة لإعادة التمويل من قبل البنوك المركزية وفق احتياجات كل مجموعة بنكية.<sup>371</sup> وبهذا تكون الأزمة الراهنة قد فرضت تحديات أساسية على البنوك المركزية وجعلت منها مركز اهتمام، من أجل ضمان الاستقرار النقدي والمالي.

### 1-4 السلوكيات المسيرة للاتجاهات الدورية:

يعتبر سوء تسيير مخاطر القرض والإفراط في الاستدانة المالية جزءاً لا يتجزأ من المشاكل المتعلقة بمسيرة النظم المالية للاتجاهات الدورية.

ففي الأوقات الجيدة تضعف الحساسية اتجاه قياس المخاطر ويقدم المقرضون قروضا بشروط لا تعكس المخاطر التي تظهر عند تغير الأوضاع، وعلى عكس ذلك ففي الأوقات السيئة يسود حذر مبالغ فيه وتتحفض قيمة الضمانات وتراجع الرغبة في الإقراض بصورة حادة.

وعليه يجب أن تكون متطلبات رأس المال والاحتياطات أكثر قدرة على مواجهة التقلبات الدورية، وأن تأخذ بعين الاعتبار المخاطر المتصاعدة أثناء فترات الرواج، والسماح بتكوين احتياطات رأسمالية كافية في الأوقات الجيدة، وهذا يتطلب أن يلعب الاقتصاد الكلي دوراً مكملًا في فترات التوسع والفترات التي يسجل فيها انخفاض طويل الأجل لمعدلات الفائدة، علماً أن هذه الأخيرة تؤدي إلى تجاوزات في عمليات المضاربة والتي يصعب مواجهتها من خلال المعايير التحذيرية.<sup>372</sup>

ومما سبق يستوجب أن تتضمن عملية الإصلاح تقنيات للإشراف تتصدى للاتجاهات الرامية إلى إساءة تسيير المخاطر. وكذلك الأمر بالنسبة للإفراط في عملية الاستدانة المرتبطة بالاتجاهات الدورية، فرغم

<sup>370</sup> - لورا كودريس، أديتيا نارين، ما الذي يتعين علينا عمله؟ التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 1، مارس 2009، ص 24.

<sup>371</sup> - Dominique Plihon , op-cit, p 15.

<sup>372</sup> - نويل ساكاسا، منع الأزمات في المستقبل، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 4، ديسمبر 2008، ص 13.

اعتبار الاستدانة وتغيير آجال الاستحقاقات - كقبول ودائع قصيرة الأجل واستخدامها لإصدار قروض طويلة الأجل - مصدرا رئيسيا للقيمة المضافة لدى المنظومة المالية، إلا أنه يجب تبني إدارة حريصة للمخاطر مع الاحتفاظ برأس مال كاف.

وعليه فإنه يجب على البنوك الاحتفاظ بمستويات عالية من رأس المال في الأنظمة المالية خاصة لتغطية مخاطر الأنشطة التجارية، وهذا ما يجب أن يرافق بالتركيز على الإدارة الأفضل للمخاطر.<sup>373</sup> ومن هنا فإن إصلاح البنيان التنظيمي يتطلب تبني تقنيات للإشراف تتصدى للمخاطر المسيرة للاتجاهات الدورية وأكثر قدرة على التسعير الدقيق للمخاطر مع توفير متطلبات كافية لرأس المال.

### 1-5 تحسين أداء وكالات التصنيف الائتماني:

لم تحل وظيفة وكالات التصنيف التي تهدف إلى تحسين شفافية المعلومة المالية وتقليل عدم تناظرها دون وقوع الأزمة أو التنبؤ بها، كما لم تحسن التصرف عند تفجر الأزمة حيث قامت بتخفيض النقط بدلا من تعديلها، مما تسبب في تفاقم التطاير.<sup>374</sup>

وعليه يجب تحسين أداء هذه الوكالات فيما يخص النقاط التالية:

التحلي بالشفافية من خلال المناهج المتبعة.

الأخذ بعين الاعتبار في تقييماتها: مخاطر السيولة، التشغيل، و الإقراض.

انتهاج طرق تهدف إلى التقليل من نزاع المصالح بين المصدرين ووكالات التصنيف.

### 2- دور الدولة في الاقتصاد:

إن ما وقع مؤخرا في الأسواق والدور الذي لعبته الحكومة أعاد تأكيد دور الدولة في توجيه الاقتصاد، فقد انتهجت دول العالم سياسات نصت على تدخل الدولة بقوة عن طريق:

ضخ مبالغ كبيرة من رؤوس الأموال.

تأميم عدد من البنوك والمؤسسات المالية لمنع تعرضها للإنهيار.

تدخل الحكومات من خلال صناديق الاستثمار العامة لشراء الأسهم لإنقاذ أسواق المال من الإنهيار.

إجبار الحكومات بعض البنوك التي لم تتأثر بالأزمة على الاستحواذ على البنوك التي كانت على وشك الانهيار.

التأمين على الودائع.<sup>375</sup>

<sup>373</sup> - أندور كروكيت، إعادة بناء البنيان المالي، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 3، سبتمبر 2009، ص ص 18-19.

<sup>374</sup> - Patrick Artus et autres, op-cit, p 120.

<sup>375</sup> - محمد أحمد عبد النعيم، هبة السيد جلال، الدور الرقابي للدولة في ظل الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية للأزمة الاقتصادية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 22.

والواقع أن الحكومات لم تتوفر لديها خيار سوى التدخل لإنقاذ النظام المالي من الانهيار، وتوفير حوافز مالية عامة للتغلب على الانكماش الحاد في طلب القطاع الخاص، حيث أن ثقة المستثمرين في الجدارة الائتمانية للحكومات كانت عنصراً رئيسياً في منع انهيار النظام الرأسمالي الاقتصادي.

كما أعلنت الكثير من الدول خططا لحماية المجموعات المعرضة للخطر بما في ذلك تقوية إعانات البطالة والتحويلات النقدية للفقراء ودعم الأطفال وأرباب المعاشات.<sup>376</sup>

وهذا ما أكده جوزيف استغليتر عدة مرات من خلال كتاباته ومواقفه التي تنص على الرؤية المتوازنة لدور الدولة، رؤية تعترف بحدود السوق وإخفاقاتها وحدود وإخفاقات الدولة، لكنها تعتبرهما شريكين يجب عليها أن يتعاونوا. أما طبيعة هذا التعاون فتختلف حسب البلدان تبعاً لمستوى تطور كلا منها على الصعيدين السياسي والاقتصادي.<sup>377</sup>

والحقيقة أن هذه الأزمة أعادت تأكيد الدروس التي استخلصها الكينزيون الأوائل من تجربة الكساد في الثلاثينيات وأنه لا يمكن ترك الأسواق المالية أن تعمل بحرية بل يستدعي الأمر التدخل وتوجيه سياسة الحكومة لتحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي.

### 3- الدروس المستخلصة في إطار معايير بازل الدولية:

كشفت الأزمة الراهنة عن العديد من نقاط الضعف في عمليات إدارة المخاطر وإفراط البنوك في تقديم تسهيلات الإقراض وسوء إدارة محافظ القروض.

فبالرغم من توفر الإطار الجديد لكفاية رأس مال أي بازل الثاني فإنه لم يحل دون وقوع الأزمة، خاصة وأنه يهدف إلى الاستقرار المالي الدولي عن طريق ضمان قدرة البنوك على تقييم مخاطرها وإدارتها بصورة فعالة. فقد تم اعتماده من قبل الجهات المنظمة للبنوك باعتباره معياراً دولياً لرأس المال تحتج البنوك إلى إتباعه للتصدي للمخاطر الحالية والمحتملة.<sup>378</sup>

والواقع أن الأزمة وقعت في إطار بازل 1، أما تنفيذ بازل الثاني فلم يكن متكافئاً ومتكاملاً. فيعتبر بازل 1 عن اشتراطات كفاية رأس المال أي القواعد التي تساعد جهات الإشراف على البنوك على تحديد ما إذا كانت البنوك تحتفظ برأس مال كاف في كل الأوقات للوفاء بالخسائر المتوقعة. وقد اعتمد كأول اتفاق دولي متعلق برؤوس أموال البنوك صدر عن لجنة بازل للرقابة البنكية، تتميز قواعده بشأن تحديد اشتراطات رأس مال بالبساطة ويعتريه إشكال رئيسي فهو يفتقر للحساسية اللازمة اتجاه المخاطر.<sup>379</sup>

<sup>376</sup> - كارلو كوتارلي، التكفل بالتدفقات المالية، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 1، مارس 2009، ص 28.

<sup>377</sup> - جوزيف استغليتر، مرجع سبق ذكره، ص 307.

<sup>378</sup> - خايم كارون، أدبثيا نارين، استخدام مزيد من الأموال في العمل المصرفي، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008، ص 24.

<sup>379</sup> - جيزوس سورينا، أفيناش بيرسود، هل سيساعد إطار بازل الثاني في منع الأزمات أم سيزيدها سوءاً، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008، ص 30.

- وعلى هذا الأساس فإن بازل الثاني هو تحسينا لبازل 1، فهو يشكل قبل كل شيء مجموعة من الاشتراطات الخاصة برأس مال أكثر حساسية للمخاطر ويعتمد على الركائز الثلاث التالية:
- اشتراطات حد أدنى لرأس مال: مجموعة من القواعد والمناهج المتوفرة لحساب الحد الأدنى من رأس المال الذي يتوجب الاحتفاظ به لمواجهة المخاطر الأساسية التالية: القرض، السوق والتشغيل.
  - عمليات المراجعة الرقابية: وفق هذا العنصر تتوفر عدة مبادئ تحدد التوقعات بشأن دور المسؤوليات والبنوك ومجالسها والجهات المشرفة عليها في تحديد وتقييم كل المخاطر التي تواجهها (يشمل ويتعدى المخاطر التي تغطيها الركيزة الأولى مثل خطر القرض، إلى خطر سعر الصرف في دفاتر البنك والمخاطر الإستراتيجية)، مع الاحتفاظ برأس مال كاف أكثر اتساقا مع صورة المخاطر. وبهذا فهي توفر دافعا قويا لإدارة المخاطر ونظم الإشراف المصرفي على حد سواء.
  - انضباط السوق: تسعى لتنفيذ جهود الإشراف عن طريق القيام بشراكة قوية مع المشاركين الآخرين في السوق، وتتطلب من البنوك أن تفصح عن معلومات كافية بشأن مخاطر الركيزة الأولى لتمكين أصحاب المصلحة الآخرين من رصد أحوال البنوك.
- ونظرا لهذه الإيجابيات، فقد أيد الصندوق النقد الدولي تطبيقه رغم أنه لا يعالج كل القضايا التنظيمية التي انكشفت من أحداث الأزمة الراهنة.<sup>380</sup>
- وعليه ونظرا لوجود ثغرات في إطار بازل 2، وللانتشار الكبير للمنتجات المالية والتوسع الكبير للتوريق فقد ظهرت ضرورة تطوير وتعزيز إطار عمل بازل 2، حيث أصدرت لجنة بازل تعديلات إضافية في جويلية 2009. وفي هذا الإطار تم إصلاح عملية التوريق حيث قامت بإدراج وزن أعلى للمخاطر فيما يخص إعادة التوريق وهذا ما يعكس بشكل أفضل المخاطر المرتبطة بهذه المنتجات.<sup>381</sup>
- والواقع أن الاصطلاحات لم تقتصر على هذا الجانب بل شملت إدراج بازل 3 وهو عبارة عن مجموعة شاملة من التدابير الإصلاحية التي وضعتها لجنة بازل للرقابة البنكية، لتعزيز التنظيم والإشراف وإدارة المخاطر في القطاع البنكي حيث تهدف هذه التدابير إلى:<sup>382</sup>
- تحسين قدرة القطاع البنكي على مواجهة الصدمات الناشئة عن الضغوط المالية والاقتصادية أيا كان مصدرها.
  - تحسين إدارة المخاطر.
  - تعزيز شفافية البنوك وعملية الإفصاح.

<sup>380</sup> - خايم كارون ، أديتيا نارين، مرجع سبق ذكره، ص 25.

<sup>381</sup> - Enhancements to the Basel 2 framework, Consulté le 01-07-2010, [www.bis/pub/bacbs157.htm](http://www.bis/pub/bacbs157.htm)

International regulatory framework for banks ( Basel 3), consulté le 01-09-2010, <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm> -

أبرز هذه الإصلاحات هو رفع الحد الأدنى لمتطلبات رأس المال العادي الذي يتوجب على البنوك الاحتفاظ به، إلى نسبة 7 % كاحتياطي مما يعزز القدرة على استيعاب الخسائر، حيث وضعت الترتيبات اللازمة للتطبيق التدريجي لهذه الاقتراحات، حتى تتاح للبنوك فرصة التحول إلى هذه المعايير.

#### 4- إصلاح الحوكمة العالمية:

يقصد بالحوكمة المثالية عملية القيادة التعاونية والتي تجمع مع الحكومات والمؤسسات الدولية متعددة الأطراف والمجتمع المدني لتحقيق أهداف مقبولة لدى الجميع، وهي توفر توجيهها استراتيجيا وتحشد الطاقات الجماعية لمواجهة التحديات العالمية، ولكي تكون فعالة ينبغي أن تكون شاملة وقادرة على تخطي الحدود والمصالح الوطنية والقطاعية.

والواقع إن ما يميز النظام الدولي الذي تلتقي به الحكومات الوطنية مع للإشراف على القضايا العامة هو أنه مجزأ ومتخصص، ويعتمد على قوى السوق والمنافسة.

وفي هذا الإطار تصبح المؤسسات الدولية أكثر تطلعا للداخل، وترتكز على كيفية تقييم أدائها ومحاولة تحسينه بدرجة أكبر مما تركز على كيفية العمل مع الشركاء لتحقيق الأهداف المشتركة، وكلما كانت هياكل الحوكمة وعملياتها أضعف في داخل قطاعات معينة قل التوجه الخارجي والوعي به، وتضاعل تلاحم الأنشطة بين القوى الفاعلة، وتصبح كل مؤسسة أقل فعالية ويعاني النظام بأسره.

وبالرغم توفر مجموعات تهدف إلى توجيه الاقتصاد العالمي مثل مجموعة العشرين التي تجتمع بانتظام وتصدر بيانات عن كيفية عمل الحكومات القومية ومختلف المؤسسات متعددة الأطراف للتصدي مثلما حدث في الأزمة الراهنة.<sup>383</sup> إلا أنه يتطلب إصلاح الحوكمة العالمية، والانتقال إلى نظام عالمي وآليات جديدة من الحوكمة يمكن أن تسخر مختلف الطاقات والموارد بطريقة متماسكة.

إن الحوكمة العالمية تسخر مختلف الطاقات لمواجهة المشكلات العالمية، وتقوم بتقديم توجيهات إستراتيجية، ولكي تكون فعالة يجب أن تكون قائمة على مساهمة مختلف الأطراف، ديناميكية وتتجاوز المصالح الوطنية، وأن تكون مرنة وديمقراطية.

<sup>383</sup> - نويل ساكاسا، منع الأزمات في المستقبل، أولويات للإصلاح التنظيمي بعد الانهيار، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 4، ديسمبر 2008، ص ص 11-12.

## خلاصة:

كشف هذا الفصل بمباحثه الثلاثة مجموعة من النتائج أهمها: تعتبر الأزمة المالية العالمية الاقتصادية الراهنة أخطر أزمة بعد الكساد الكبير، حيث شهد النشاط الاقتصادي العالمي والتجارة العالمية انخفاضا حادا مع ارتفاع كبير في مستويات البطالة. تم التدخل على مستوى الدول عن طريق إتباع كل من السياسات المالية والنقدية، ذلك أن الحكومات اتخذت برامج كبيرة للتنشيط المالي، وقامت بضخ مبالغ هامة وتنفيذ مجموعة من التدابير المالية المحفزة، أتاحت سلسلة من التسهيلات لتوفير السيولة، كما عملت البنوك المركزية على تيسير السياسة النقدية وإجراء تخفيضات كبيرة على معدلات الفائدة المركزية، واتخاذ تدابير غير تقليدية لضخ السيولة والحفاظ على استمرار عمليات الإقراض. انعكست التدابير المتخذة للحد من عدوى الأزمة إيجابا على الأوضاع الاقتصادية وتراجع المخاطر في الأسواق المالية، وعودة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للأسواق الناشئة. أبرزت الأزمة تنسيقا وتعاوننا دوليا تجسد في اجتماعات مجموعة الدول العشرين، التي قامت باتخاذ تدابير هامة بغرض إصلاح الأنظمة المالية مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الوطنية للدول. شكلت استعادة صحة القطاعات المالية أهم أولويات السياسة الاقتصادية لضمان التعافي الاقتصادي. بالرغم من تجاوز أكثر المراحل حدة للأزمة العالمية والتحسين الكبير في الوضع العالمي إلا أن آثار الأزمة لا تزال قائمة، فهو تعاف تتخلله العديد من التحديات. كشفت الأزمة عن العديد من أوجه الضعف في الأطر التنظيمية والإشرافية التي دفعت إلى القيام بالعديد من الإصلاحات.

# خاتمة

## خاتمة

إن الأزمة التي بدأت في شكل فقاعة في سوق العقار وارتفاع في الحجوزات السكنية سرعان ما تطورت وتحولت إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، فأعلنت العديد من الشركات والبنوك وغيرها من المؤسسات المالية إفلاسها، وتراجعت ثقة المقترض، وانهارت الأسهم وأسواق المال وانخفضت صادرات الدول وأسعار السلع الأساسية، وتوقفت تدفقات رؤوس الأموال.

وبالرغم من الإجراءات والتدابير الفورية التي اتخذتها المؤسسات المالية، وتدخل الحكومات والبنوك المركزية عن طريق ضخ الملايين من الدولارات ووضع مجموعة من التحفيزات، إلا أن الأزمة تفجرت في الولايات المتحدة الأمريكية، وانتشرت بسرعة في الدول المتقدمة والاقتصاديات الناشئة والنامية، وسحب المستثمرون رؤوس أموالهم من الدول، وبهذا اتجهت اقتصاديات الدول الواحدة تلو الأخرى نحو الركود.

وبناء على هذه المعطيات حاولنا من خلال هذا البحث تقديم دراسة تحليلية للأزمة المالية والاقتصادية الراهنة، والتطرق لمختلف الأسباب التي أدت إلى تطور الأوضاع والتعرض لمختلف سبل مواجهتها، بغية تقديم إجابة عن إشكالية البحث.

أفرزت التحولات المالية التي عرفتها البيئة المالية الدولية خلال العقود الأخيرة ما يعرف بالعولمة المالية، الناتجة أساساً عن عمليات التحرير المالي وزيادة المنتجات المالية وانتشار البنوك الشاملة وإذا كانت العولمة قد سمحت بتكامل الاقتصاديات واندماج الأسواق المالية الدولية، إلا أنها تسببت في خلق أوضاع جديدة انعكست سلباً على الاستقرار الاقتصادي الدولي أبرزها الهشاشة المالية في ظل تراجع الوساطة المالية والقيود التنظيمية وإلغاء الحواجز الفاصلة بين الحدود، مما أدى إلى ظهور العديد من التأثيرات السلبية خاصة في ظل سرعة انتقال رؤوس الأموال الساخنة، الأمر الذي نتج عنه سرعة تقلب الأسواق المالية وتهديد الاستقرار المالي، علماً أن رؤوس الأموال قصيرة الأجل تتحرك غالباً بدافع المضاربة والمراجحة. ومن هنا فإن العولمة المالية قد ساعدت على زيادة وتيرة الأزمات المالية.

تعد الأزمة الراهنة أخطر أزمة عصفت بالنظام المالي العالمي منذ أزمة 1929، فهي أزمة نظامية متشعبة ومتعددة الأسباب. فقد ركز العديد من المحللين على الاختلالات المالية المفسرة للأزمة المتعلقة بأسواق المال ومختلف التغيرات التي لحقت بها من منتجات مالية مهيكلة وارتفاع الممارسات المالية عالية المخاطر، أي ما يتعلق بتنظيم السوق والإشراف على المؤسسات المالية. إلا أن أسباب الأزمة كانت أعمق من ذلك بحيث ارتبطت بالاختلالات الاقتصادية الكلية وهذا ما حاولنا توضيحه من خلال التعرض للتفسيرات التي قدمها مختلف الخبراء والمحللين الاقتصاديين.

والواقع أن أهم هذه الاختلالات تعود إلى تراكم فائض الحسابات الجارية للاقتصاديات الناشئة والنفطية التي أدت إلى ارتفاع مستويات السيولة عالمياً، مما دعم نمو المنتجات المالية المهيكلة غير المتصلة

بالاقتصاد الحقيقي في ظل سيادة سياسة نقدية توسعية وانخفاض معدلات الفائدة المركزية. فتعمقت الاختلالات المالية العالمية التي تعززت عن طريق التكامل الدولي، حيث أدت هذه السيولة العالمية إلى دعم الطلب الدولي على المنتجات المالية المهيكلة ذات التصنيف الجيد.

ويرجع الكثير من المحللين سبب الأزمة إلى تركيز الثروات وتفاوت الدخول الذي أثر سلبا على الطلب، مما حفز الأفراد على الاستدانة. وهذا ما يؤكد أن تفاعل الاختلالات المالية والاقتصادية أدى إلى تفجر أزمة بهذا الحجم.

تفجرت الأزمة المالية في سوق الرهن العقاري عالي المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، وأحدثت أزمة ثقة عصفت بمجمل الأعوان الاقتصاديين، وتأثرت الأسواق المالية والنقدية، وأصبح الحصول على القروض أكثر تكلفة وأكثر صعوبة، مما أثر سلبا على المستثمرين والأفراد والمؤسسات. ولم تقتصر الآثار على هذا الجانب بل تعدتها إلى القطاع الحقيقي لاقتصاديات الدول بسبب التكامل الاقتصادي العالمي.

ولما كانت الولايات المتحدة الأمريكية هي قلب الاقتصاد العالمي وترتبطها علاقات تجارية قوية مع العديد من الدول، فقد شهدت اقتصاديات هذه الدول ركودا في ظل تراجع مستويات الاستهلاك والاستثمار.

وقد شكلت التدفقات الرأسمالية وتكامل الأسواق المالية وعمليات التوريق والتجارة الخارجية عوامل أساسية لانتشار العدوى، حيث تراجعت التدفقات الرأسمالية خاصة للاقتصاديات الناشئة والنامية. أما التجارة الخارجية فقد شكلت قناة نقل كبرى للأزمة.

لم تقتصر انعكاسات الأزمة على اقتصاديات الدول الكبرى، بل طالت أيضا الدول الناشئة والنامية وتلك التي لا تمتلك منتجات مالية مهيكلة. وهذا ما يؤكد أن القناتين الرئيسيتين التجارية والمالية لعبتا دورا أساسيا في انتشار الأزمة في ظل إطار تحليلي خاص للعدوى.

أما فيما يتعلق بتداعيات الأزمة فقد عصفت بالعديد من اقتصاديات العالم، نتجت عنها تكاليف حقيقية جد مرتفعة ولاسيما تلك المتعلقة بحجم الإنتاج والتدفقات التجارية ومعدلات البطالة، إلا أن هذا التأثير كان متباينا ومختلفا حسب اقتصاديات الدول.

وقد تأثر الاقتصاد الجزائري بالأزمة الراهنة، حيث تراجعت إيرادات الدولة، وقد اعتبر تطور أسعار المحروقات المحدد الرئيسي في هذا المجال وهو ما كشف عن قناة انتقال الأزمة. لكن توفر الموارد المالية سمح للاقتصاد الوطني بالاستمرار في برامج الاستثمارات العمومية وتحقيق معدلات نمو إيجابية.

وقد أدى الخوف من انهيار النظام المالي العالمي إلى اتخاذ تدابير استثنائية حيث تم التعامل معها وفق مراحل أساسية، شملت الأولى التدخل لاحتواء العدوى واستعادة الثقة في النظام المالي، وهذا ما استدعى اتخاذ تدابير استثنائية واسعة النطاق ذات تكلفة مرتفعة، أما المرحلة الثانية فركزت على التعامل مع الآثار الاقتصادية الكلية، لا سيما الركود العالمي وتراجع تدفقات رؤوس الأموال في البلدان الناشئة والنامية، أما المرحلة الثالثة فركزت على التنسيق الدولي وإدخال تعديلات على الأنظمة المالية والحد من المخاطر النظامية ومنع الأزمات مستقبلا.

ومن أجل إضفاء على هذه المقترحات مزيداً من الدعم السياسي، عقد زعماء العالم عدة اجتماعات دولية لمعالجة التغييرات في السياسات والأطر التنظيمية لتحقيق الانتعاش وتفادي الأزمات مستقبلاً، والتي انصبحت على الإخفاقات في التنظيم والإشراف.

وقد بينت هذه الأزمة العالمية أن الحلول تتجاوز كل دولة بمفردها بل تتطلب تنسيقاً دولياً وتحركاً جماعياً أبرزه اجتماعات الدول العشرين. وقد سمح تضافر الجهود الدولية بتحسين آفاق الانتعاش الاقتصادي. وبالرغم من تجاوز مرحلة الخطر فلا تزال الأسواق المالية تعاني من بعض الاختلالات لا سيما في الدول المتقدمة في ظل سيادة المخاطر السيادية، وهو ما يعكس الحذر الذي تبديه البنوك.

وقد كشفت الدراسة عن خطورة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة وضخامة التدابير المتخذة لمجابهتها عن مجموعة من النتائج:

- لا تتبع كل الأزمات المالية بأزمات اقتصادية، لكنها تؤثر بصفة عامة سلباً على النشاط الحقيقي.
- لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، فهناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد أهمها: عدم استقرار الاقتصاد الكلي، اضطرابات القطاع المالي، التوسع في عمليات الاقتراض، انهيار أسواق الأوراق المالية.
- وجدت الأزمة الراهنة جذورها في تكاثر المنتجات المالية المنفصلة عن الاقتصاد الحقيقي والمرتبطة بالنمو الكبير للسيولة للسنوات الأخيرة - خاصة احتياطات صرف الدول المصدرة للنفط والمواد الأولية والبلدان الآسيوية - التي تم استثمارها في الديون المحررة بالدولار.
- اندماج الأنظمة المالية على المستوى العالمي.
- لم تسهم الابتكارات المالية في خلق منتجات مالية بحيث تهدف إلى ضمان استقرار أكبر للنظام المالي وتوزيع المخاطر على أكبر عدد من الأعوان الاقتصاديين.
- كشفت الأزمة عن تعقيد وغموض الميكانيزمات المعتمدة في تزويد الأسواق المالية بالسيولة، حيث استعملت البنوك والمؤسسات المالية مركبات استثمار ومشتقات القروض بحثاً عن العوائد المرتفعة.
- كشفت الأزمة عن مواطن الضعف في الكيفية التي يتم بها رقابة المؤسسات المالية وتنظيمها.
- ارتفاع دور المستثمرين المؤسسيين في النظام المالي.
- ارتفاع المعاملات بالمنتجات المالية المهيكلة، مع ميل البنوك إلى إخراج خطر القرض من ميزانياتها عن طريق عملية التوريق ونموذج إصدار القروض وتوزيعها، مما أدى إلى توزيع المخاطر في النظام المالي.
- انخفاض الدور النسبي للبنوك كمانحة للسيولة وتطور الموارد الموفرة للسيولة المعروضة في الأسواق.
- إخفاق إدارة المخاطر في مواكبة الابتكار المالي.
- عمل التوريق على قطع سلسلة الرقابة بين المقرض والمقترض، وبدل أن يسهم في تخفيض الخطر الإجمالي للنظام المالي عن طريق توزيع المخاطر بين مختلف الأعوان الاقتصاديين زاد من حدة الأزمة.

- لعبت الكيانات غير المنظمة دورا أساسيا في الأزمة، حيث تمت أغلب الإفراطات المتعلقة بالمنتجات المالية المهيكلة.
- عمدت البنوك على إخراج المخاطر من ميزانياتها البنكية ووزعت في الأسواق وتجمعت لدى الأعوان الاقتصاديين غير البنكيين.
- إن خطورة الأزمة ستؤدي إلى ضبط ميدان المال، وهذا ما يستدعي التمييز بين التنظيم الضروري والمبالغ فيه.
- أدت عمليات التوريق إلى عدم مقدرة الفاعلين في الأسواق على التقييم الصحيح للمنتجات الجديدة وعلى تسيير مخاطر العديد من المستثمرين الذين لا يعرفون الخطر الحقيقي لتوظيفاتهم.
- شكلت الممارسات المالية عالية المخاطر والتحويلات التي طرأت على النموذج البنكي أسبابا رئيسية للأزمة.
- عكست الأزمة المالية المستويات الكبيرة لآثار الرافعة في جميع مستويات النظام المالي العالمي.
- كشفت الأزمة عن الأهمية الكبيرة لدور الدولة في حل الأزمات.
- انخفاض التنسيق بين المنظمين على المستوى الدولي والوطني وبالأخص في الولايات المتحدة الأمريكية.
- وبالرغم من كل التدابير المتخذة للحد من تداعيات الأزمة إلا أن العديد من التحديات تظل قائمة، ولا تزال معالجة القطاعين المالي والحقيقي غير مكتملة، فضلا عن بروز تحديات ومخاطر جديدة نتيجة للسياسات المنتهجة، بالأخص ارتفاع مستويات الدين العام والتي من شأنها أن ترفع من المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي. ومن هنا فإن هذه الأزمة تستدعي اتخاذ العديد من الإجراءات:
- ضرورة إيجاد التوازن بين كل التدابير المتخذة لمعالجة الأزمة.
- ضرورة استعادة صحة النظام البنكي والقطاع الحقيقي ومعالجة مواطن الضعف في البنوك، مع تحديد الوقت المناسب لسحب تسهيلات السيولة التي قدمتها البنوك المركزية والحكومات، مع تحديد التوقيت المناسب لسحب الدعم المقدم للانتقال من الأزمة الراهنة إلى نظام مالي يتضمن الإصلاحات الضرورية.
- لا ينبغي أن يكون الهدف من الإصلاحات الخروج من الأزمة الراهنة، بل خلق شروط لتفادي احتمال وقوع الأزمات المالية في المستقبل.
- العمل على تعزيز التعافي والاستقرار المالي الذي يركز عليه النمو العالمي القوي والمتوازن.
- توسيع دائرة التنظيم التحذيري والإشراف في بعض الميادين، وإحكام الإطار التنظيمي في مجال البنوك والمال.
- عدم إغفال آثار الاختلالات الاقتصادية الكلية القائمة منذ سنوات والتي تغذي عدم الاستقرار المالي.
- ضرورة بناء نظم مالية تخدم احتياجات اقتصاديات العالم، تقلل من المخاطر المعنوية وتحد من تراكم المخاطر النظامية.
- تعزيز الأنظمة المالية عن طريق تحسين الرقابة الاحترازية، وتحسين إدارة المخاطر وتعزيز التعاون الدولي.

انطلاقاً من أن تمويل الاقتصاد الحقيقي هو الهدف الرئيسي لتنظيم القطاع المالي، فإنه يجب أن ينظم بشكل جيد كي يزود الأعوان الاقتصاديين بالتمويل اللازم وهذا ما يشكل محرك النمو الاقتصادي.

كشفت هذه الدراسة عن صعوبة الوصول إلى نتائج نهائية ثابتة تحسم إشكالية أزمة مالية واقتصادية عالمية بهذا الحجم، وعدم إمكانية الإحاطة بمختلف جوانبها، بوصفها أزمة متنوعة ومتشعبة ومتغيرة، وهذا ما يستدعي ضرورة مواصلة البحث بغية متابعة وكشف تفاصيلها في مختلف الجوانب والتركيز بشكل خاص على:

أثر الأزمة المالية على النظام النقدي العالمي.

دور الدول الناشئة في مستقبل العلاقات الاقتصادية والمالية الدولية.

وإذا كان البعض من المحللين يرون أن الأزمة الراهنة هي فرصة حقيقية لإحياء أطروحات كينز، فإننا نتساءل هل يمكن تطبيق هذه الأفكار على اقتصاد القرن الحادي والعشرين؟

# المراجع

## قائمة المراجع:

## 1- باللغة العربية:

## 1-1 الكتب:

- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- أحمد زكي بدوي، معجم مصطلحات العلوم الاجتماعية، انجليزي-فرنسي-عربي، مكتبة لبنان، بيروت، 1982.
- جوزيف إ. ستيجليتز، خيبات العولمة، ترجمة: ميشال كرم، المؤسسة الوطنية للنشر والإشهار، الجزائر، 2003.
- حازم الببلاوي، النظام الاقتصادي الدولي المعاصر، عالم المعرفة، الكويت، ماي 2000.
- رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، دراسة في أثر نظام النقد الدولي على التكون التاريخي للتخلف بدول العالم الثالث، عالم المعرفة، الكويت، عدد 118.
- شذا جمال خطيب، العولمة ومستقبل الأسواق المالية العربية، لرأس المال، مؤسسة طابا، عابدين، مصر، 2002.
- شذا جمال خطيب، الأزمة المالية والنقدية في دول جنوب شرق آسيا، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، الإمارات العربية المتحدة، العدد 51، 2001.
- صلاح الدين حسن السيبي، الأسواق المالية-الأزمات المالية العالمية ( الأسباب-التداعيات-سبل المواجهة ) في ظل منظمة التجارة العالمية وتحرير الخدمات المالية، دار الفكر العربي، القاهرة، 2008.
- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية ( المفاهيم- إدارة المخاطر- المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- عباس رشدي العماري، إدارة الأزمات في عالم متغير، مركز الأهرام للترجمة والنشر، القاهرة، الطبعة الأولى، 1993.
- عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية، أزمة subprime ، Légende ، الجزائر، 2009.
- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، 2003.
- عبد المجيد عبد المطلب، العولمة الاقتصادية منظماتها، شركاتها، تداعياتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- عبد المجيد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.

- عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكي)، دار نشر الثقافة، الإسكندرية، 2009.
- عبد المنعم سيد علي، عبد الرحمن الحبيب، العرب.. والأزمة الاقتصادية العالمية، نظام النقد الدولي والتجارة الخارجية للبلاد العربية، المؤسسة الجامعية للنشر والتوزيع، بيروت، 1986.
- عمرو محي الدين، أزمة النمر الآسيوية-الجزور والآليات والدروس المستفادة-، دار الشروق، القاهرة، الطبعة الأولى، 2000 .
- فؤاد مرسي، الرأسمالية تجدد نفسها، عالم المعرفة، الكويت، العدد 147، مارس 1990.
- فتح الله ولعلو، نحن والأزمة الاقتصادية العالمية، المركز الثقافي الغربي، المغرب، الطبعة الأولى، 2009.
- قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2006.
- محمد الصيرفي، إدارة الأزمات، مؤسسة حورس الدولية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2007.
- مجيد ضياء الموسوي، العولمة واقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2005.
- محمد لخضر بن حسين، الأزمات الاقتصادية- فعلها ووظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة والبلدان النامية- ترجمة أحمين شفير، المعهد الوطني للثقافة العمالية وبحوث العمل، الجزائر، 1995.
- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2005.
- منير إبراهيم الهندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005.
- هانس بيترمان، هارالد شومان، فح العولمة، ترجمة عدنان عباس علي، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب عالم المعرفة الكويت، عدد 238 ، 1998.

## 1-2 الرسائل الجامعية:

- آيت بشير عمار، الأزمات المالية وإصلاح نظام النقد الدولي مع دراسة حالة الأزميتين المكسيكية والآسيوية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001/2000.
- بن ساعد عبد الرحمن، انعكاسات الأزمات المالية على استقرار النظام النقدي الدولي، دراسة حالة الأزمة المالية العالمية 2007، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2009/2008.

**1-3 التقارير:**

- الإسكان والدورة الاقتصادية، آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، أبريل 2008.
- الأزمة والتعافي، آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، أبريل 2009.
- الحفاظ على التعافي، آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2009.
- مكافحة الأزمة المالية العالمية، صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي 2009.
- استعادة توازن النمو، آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، أبريل 2010.
- تقرير الاستقرار المالي العالمي، ملخص واف، صندوق النقد الدولي، أبريل 2010.
- منطقة الشرط الأوسط وآسيا الوسطى، صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد الإقليمي، ماي 2010.
- تقرير الاستقرار المالي العالمي، ملخص واف، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2010.
- التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2009، بنك الجزائر، أكتوبر 2010.
- الضغط المالي والهبوط الاقتصادي والتعافي، آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008.

**1-4 المؤتمرات:**

- \* مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي، جامعة جنان، لبنان، 13-14 مارس 2009.
- فريد كورتيل، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية.
- \* المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 01-02 أبريل 2009.
- إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد المصري "نظرة عامة".
- حازم سيد حلمي، عطوة مجاهد، تداعيات الأزمة المالية الحالية عالمياً وأثرها على الوطن العربي والمصري.
- رمضان صديق، دور السياسة المالية في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية مع الإشارة لمصر.
- صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي.
- صفوت عبد السلام عوض الله، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي.

- فتحية إسماعيل محمد مشعل، التوريق وعلاقته بالأزمة المالية، رؤية فقهية.
- محمد أحمد عبد النعيم، هبه السيد جلال، الدور الرقابي للدولة في ظل الأزمة المالية العالمية.
- مسعود مجيطة، الأزمة المالية العالمية الراهنة: انعكاساتها على الاقتصاد العالمي وكيفية مواجهتها مع الإشارة إلى حالة اقتصاد الجزائر.

\* المؤتمر العلمي الثالث، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، التحديات والآفاق المستقبلية، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الاسراء الخاصة وبالإشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 28-29/04/2009.

- ثريا الخزرجي، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية والتحديات وسبل المواجهة.
- صلاح الدين محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمة المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي.

- كمال رزيق، فريد كورتيل، الأزمة المالية، مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية.

\* مؤتمر الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الجزائر، ديسمبر 2009.

- زيدان محمد، جبار عبد الرزاق، دور البنوك المركزية في معالجة الأزمة المالية الراهنة مع إشارة خاصة لدول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

- عبد المجيد قدي، الجوزي جميلة، الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة، حالة الجزائر.

- مسعود مجيطة، هل الممولة سبب الأزمة الاقتصادية الراهنة؟

\* مؤتمر الأزمة المالية الدولية: تباطؤ الاقتصاد الدولي وآثاره على الاقتصاديات الأوروبية، 11-12 أكتوبر، بجاية، الجزائر.

- طالب دليلة وآخرون، الأزمة المالية الراهنة وأثرها على الاقتصاد الجزائري.

- لمياء عماني، شهرزاد زغيب، الأزمة المالية من المتضرر ومن المتسبب.

## 1-5 المجالات والدوريات:

- أندور كروكيت، إعادة بناء البنيان المالي، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 3، سبتمبر 2009.

- أوليفيه بلانشارد، مواصلة الخطى على مسيرة التعافي العالمي، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 3، سبتمبر 2009.
- إيمان مرعى، أثر الأزمة الآسيوية على آسيا، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، العدد 175، القاهرة، جانفي 2009.
- جودة عبد الخالق، الأزمة المالية العالمية، أزمة نظام لا أزمة سياسات، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، القاهرة، العدد 175، جانفي 2009.
- جيرد هاوسلر، عولمة التمويل، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 39، العدد 1، مارس 2002.
- جيزوس سورينا، أفيناش بيرسود، هل سيساعد إطار بازل الثاني في منع الأزمات أم سيزيدها سوءاً، التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008.
- حنان رجائي عبد اللطيف، الاقتصاديات الخليجية وتداعيات الأزمة المالية، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، العدد 175، جانفي 2009.
- خايم كارون، أديتيا نارين، استخدام مزيد من الأموال في العمل المصرفي، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008.
- خور هوي إي، كي ريوي زيونج، آسيا: منظور عن أزمة الرهونات دون الممتازة، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008.
- راندال دود، أسواق خارج البورصة، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008.
- راندال دود، بول ميلز، تفشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008.
- صليحة بن طلحة، التوريق: أداة حيوية لتنشيط السوق المالية مع قراءة لقانون توريق القروض العقارية في الجزائر، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد 1، العدد 17، الجزائر 2008.
- عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها، بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، ربيع 2009.
- عطا السيد الشعراوي، الأزمة في الولايات المتحدة، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، القاهرة، العدد 175، جانفي 2009.
- كارلو كوتارلي، التكفل بالتدفقات المالية، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 1، مارس 2009.
- كارلو كوتارلي وخوسيه فنياليس، التطلع إلى المستقبل، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 3، سبتمبر 2009.

- كريستيان ملدر، **عين العاصفة**، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 39، العدد 4، ديسمبر 2002.
- كيفيت كانغ، جاك مينيان، **آسيا تتعرض لاختبار الاضطرابات المالية العالمية**، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 4، ديسمبر 2008.
- لاوراكودريس، أديتيا نارين، **ما الذي يتعين عمله؟**، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 1، مارس 2009.
- لوراكدوس، **ثقة وأكثر من ذلك**، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008.
- مارتن شيهاك، سروبونا ميترا، **أوروبا تفقد هالتها**، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 2، جوان 2009.
- مارك بليكا، **أوروبا تحت وطأة الضغوط، التمويل والتنمية**، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 2، جوان 2009.
- محمد حافظ عبد المجيد، **أمريكا اللاتينية... وآليات مواجهة الأزمة**، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، القاهرة، العدد 175، جانفي 2009.
- محمد عبد الشفيق عيسى، **النظام المالي العالمي... إرث الماضي وضرورات الإصلاح**، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، القاهرة، العدد 175، جانفي 2009.
- مسعود مجيطن، **العولمة الاقتصادية وانعكاساتها على البلدان النامية**، علوم الاقتصادية وعلوم التسيير والتجارة، الجزائر، العدد 18، 2008.
- نزيرة الأفندي، **الأزمات المالية... رؤية مقارنة**، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، العدد 175، القاهرة، جانفي 2009.
- نوبل ساكاسا، **منع الأزمات في المستقبل**، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 4، ديسمبر 2008.
- هايز هوانج، كال واجيد، **الاستقرار المالي في إطار التمويل العالمي**، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 39، العدد 1، مارس 2002.
- يسرا الشرقاوي، **أوروبا في مواجهة الأزمة... كثير من الوحدة... فليل من نقاط الضعف**، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، العدد 175، القاهرة، جانفي 2009.
- 1- 6 المواقع الالكترونية:
- أحمد طلفاح، **الأزمات المالية**، المعهد العربي للتخطيط، (10-08-2009)  
<http://www.arab-api.org/course23/pdf/c23-3-2.pdf>

- أحمين شفير، أزمة مالية أم أزمة العولمة الليبرالية الجديدة؟ مداخلة في ندوة حول الأزمة العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد الوطني، بمقر المجلس الشعبي الوطني، الثلاثاء 09 جوان 2009. (2009-12-15)  
www.apn-dz.org/apn/.../intervention%20Ahmed%20Chafir.doc-
- أسامة أحمد عثمان، أزمة ديون دبي- قراءة في نموذج ، الصحيفة الاقتصادية الالكترونية.  
(2001-06-01) http://www.aleqt.com/2009/12/17/article\_317828.html
- بلقاسم العباس، أسباب الأزمات المالية والنماذج المفسرة لها، المعهد العربي للتخطيط، (2009-08-10)  
http://www.arab-api.org/course32/pdf/p5629-2.pdf
- حازم البيلوي، الأزمة المالية العالمية الحالية، محاولة للفهم. (2009-08-05)  
http://www.hazembeblawi.com/Arabic/ArticleDetails.aspx?ArticleID=241
- محمد الفارس، العالم ينزلق بين أزميتين اقتصاديتين عامي 1873 و 2008، (2010-01-15)  
http://al-azmah.com/ar/?p=821#more-821
- مصطفى العبد الله، الأزمات والدورات الاقتصادية، (2009-08-10)  
http://www.arab-ency.com/index.php?module=pnencyclopedia&func=display\_term&id=635
- مارك بليث، هل هي نهاية الرأسمالية؟ مارك توين، مدينة المفارقات والأزمة الراهنة. (2010-01-15)  
http://www.america.gov/ar/publications/ejournalusa/0509.html
- ناجي التونسي، الأزمات المالية، جسر التنمية، العدد 29، ماي 2004.  
http://www.arab-api.org/devbrdg/delivery/develop\_bridge29.pdf
- وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، المعهد العربي للتخطيط، (2009-12-15)  
http://www.arab-api.org/jodep/products/delivery/wps0903.pdf
- أحدث دراسة للبنك الدولي، الأزمة والتمويل والنمو. (2010-08-15)  
http://econ.worldbank.org
- التدابير التي يقوم بها البنك الدولي، (2010-08-15)  
http://www.albankadawli.org //financialcrisis/banbankinitiatives.htm

**2-1 Ouvrages :**

- Alain Beitone et autres, **Dictionnaires des sciences économique**, Arman Colin, 2 Edition, Paris, 2007.
- Bernard Rosier, **Les théories des crises économique**, Edition la découverte, Paris, 2000.
- Eric Bosserelle, **Dynamique économique. Croissance, crises, cycles**, Gualino, Paris, 2004.
- Franklin Allen, Douglas Gale, **Understanding financial crises**, Oxford University Press, New York, 2007.
- Frédéric Teulon, **Croissance, crises et développement**, Presse universitaire de France, 6 Edition, Paris, 2001.
- Henri Bourguinat, Patrick Artus, **Théorie économique et crises des marchés financiers**, Economica, Paris, 1989
- Jacques Attali, **La crise, et après ?**, Fayard, Edition actualisée, Paris, 2009.
- Jacques Gravereau, Jacques Trauman, **Crises financières**, Economica, Paris, 2001.
- Jean-Marie Le Page, **Crises financière internationales- risque systémique**, Edition de Boeck Université, Bruxelles.2003.
- Laure Klein, **la crise des subprime**, Revue banque Edition, Paris, 2008.
- Laurens lafont, Anton Molina, **Marché boursiers, Profiter de la crise... ou comment jouer la prochaine reprise**, Gualino éditeur, Paris, 2003.
- Nicolas Bouzou, **krach financier, emploi, crédit, impôt : ce qui va changer pour vous**, Edition d organisation, Paris, Deuxième tirage, 2009.
- Patrick Artus et autres, **La crise des subprimes**, Conseil d'analyse économique, la documentation française, Paris 2008.
- Paul Jorion, **La crise des subprimes au séisme financier planétaire**, Fayard, Paris, 2009.

- 
- Robert Boyer et autres, **Les crises financières**, Conseil d analyse économique, La documentation française, Paris, 2004.
  - Youssef Cassis , **Capitals of capital, A history of international financial centers, 1780-2005**, Translated by Jacqueline Collier, Cambridge university press, New York, 2006.

## 2-2 Revues et périodiques :

- Andréane Fulconis-Tielens, **Crise , l'incontournable utilité de la liquidité**, Revue Banque, N 708, Décembre 2008.
- Andréane Fulconis-Tielens-, **l'impact de la crise sur les pays émergent**, Banque Stratégie, N 265, décembre 2008.
- André Cartapanis, **Les Hedge Funds et la crise financière internationale**, Crise financière analyses et propositions, Revue d'économie financière en collaboration avec risques, Hors série, N 73-74, Juin 2008.
- André Icard, **Une autre crise ou une crise autre ?**, L'année des professions financières 2008-2009, Association d économie financière, Volume n 4, 2009.
- Bertrand Jacquillat, **Instituer de nouvelles règles de gouvernances des institutions financière**, Problèmes économiques, La documentation française, N 2958, Novembre 2008.
- Catherine Lubochinsky, **Transfert du risque crédit : de l'ingéniosité bancaire à l'instabilité financière**, Crise financière analyses et propositions, Revue d'économie financière en collaboration avec risques, Hors série, N 73-74, Juin 2008.
- Christine Riffart, **La crise immobilière aux états- unis : l'éclatement de la bulle**, Crise financière analyses et propositions, Revue d'économie financière en collaboration avec risques, Hors série, N 73-74, Juin 2008
- Dominique Plihon, **Pour une réforme globale de la théorie et de la régulation financière** , Problèmes économiques, La documentation française, N 2958, Décembre 2008.

- Estelle Brack, **Contagion, les évènements donneront-ils raison aux modèles théoriques**, Banque Stratégie, N 265, Décembre 2008.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung, Traduit par Rachel Bouyzou, **Crise financière : un parallèle avec la crise asiatique**, Problèmes économiques, Traduit par Rachel Bouyzou La documentation française, N 2958, 12 novembre 2008.
- Gerald Braunberger, **La crise financière expliqué par Hyman Minsky, Problèmes économiques**, Traduction, Rachel Bouyssou, La documentation française, N 2935, Novembre 2007.
- Jean-Hervé-Lorenzi, **Une crise si profonde**, Problèmes économiques, La documentation française, N 2970, Avril 2009.
- Marcos Poplawski Ribeiro, **Brazil in the financial crisis, Decoupling or Hard landing?** Banque Stratégie, N 265, Décembre 2008.
- Olivia Montel-Dumont, **Quelques bilan d'étape un an de crise bancaire et financière**, Découverte de l'économie 2, question et débats contemporains, Cahier Français, la documentation française, N 347, Novembre-Décembre 2008
- Randall Dodd, **Suubprime : Topographie d'une crise**, Finances et Développement, Fond Monétaire International, Volume 44, N 4, Décembre 2007.
- Stijn Claessens, M. Ayhan Kose, **Back to basics, What is a recession, Finance and Development, International Monetary Fund**, Volume 46, N 1, March 2009.
- Thierry Apoteker, Matthieu Pautonnier, **Aucun marché émergent ne sera épargné**, Banque Stratégie, N 265, Décembre 2008.

### 2-3 Les Sites électroniques :

- Christoph Blot et autres, **De la crise financière à la crise économique, une analyse comparative France- Etats-Unis.** ( 20-12-2009)  
<http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/documents/crise2009/crise25.pdf>
- Daniel Rallet, Gérard Gross, **Crise financière**, (05-08-2009)  
[http://institut.fsu.fr/crise/la\\_crise\\_financiere.htm](http://institut.fsu.fr/crise/la_crise_financiere.htm)

- David Mourey, **De la crise financière à la crise économique, les relations étroites entre finance et économie**, (15-01-2010)  
[http://www.apses.org/IMG/pdf/00\\_MOUREY\\_Rapport\\_Moral\\_2009.pdf](http://www.apses.org/IMG/pdf/00_MOUREY_Rapport_Moral_2009.pdf)
- Dean Baker, **The housing bubble and the financial crisis**. (01-02-2010)  
[www.paecon.net/PAEReview/issue46/Baker46.pdf](http://www.paecon.net/PAEReview/issue46/Baker46.pdf)
- Dick K.Nanto, **The global financial crisis: Analysis and policy implications**, Congressional Research Service, October 2009. (01-01-2010)  
[www.fas.org/sgp/crs/misc/RL34742.pdf](http://www.fas.org/sgp/crs/misc/RL34742.pdf)
- James R. Barth et autres, **Surprise : Sub-prime mortgage products are not the problem** (15-12-2009)  
[www.ghb.co.th/en/Journal/Vol2/05.pdf](http://www.ghb.co.th/en/Journal/Vol2/05.pdf)
- Jean-Charles Bricongne et autres, **La crise des subprimes : de la crise financière à la crise économique**, (05-05-2010).  
[http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys\\_conj/archives/mars2009\\_d1.pdf](http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/mars2009_d1.pdf)
- Joseph Stiglitz, **Heure des comptes a sonnée pour les américains qui vivaient au-dessus de leurs moyen**, (05-11-2009)  
[http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=1202](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=1202)
- Joseph Stiglitz, **La malhonnêteté des établissements financiers est à l'origine de la crise**. (05-11-2009)  
[http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=2167](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=2167)
- Marie-suzie Pungier, **La conjoncture économique et sociale en 2008**,  
<http://www.conseil-economique-et-social.fr/rapport/doclon/08060417.pdf>. (01-05-2009)
- Martin Wolf : **Le déficit US, cause majeur de la crise financière** (15-01-2010)  
[http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=1618](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=1618)
- Martin Wolf, **Crise financière le krach parfait**, (01-05-2009)  
[http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=1726](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=1726)
- Monique Bourven, Yves Zehr, **La crise bancaire et la régulation financière**, Conseil économique et social et environnemental, 2009. (01-01-2010).  
<http://www.conseil-economique-et-social.fr/rapport/doclon/09030606.PDF>

- 
- Patrick Artus, **La crise financière : causes macroéconomiques ou microéconomiques**, journées de l'économie, Lyon-21 Novembre 2008 (01-05-2009)  
[http://www.journeeseeconomie.org/fichier/25\\_4.pdf](http://www.journeeseeconomie.org/fichier/25_4.pdf)
  - Paul Craig Roberts, **L'économie américaine à vau-l'eau**. (15-01-2010)  
[http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=2170](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=2170)
  - Paul Jorion, **2008 et 2009 la concordance des crises**, (01-05-2010)  
[http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=1952](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=1952)
  - Paul Jorion, **Goldman, Morgan et le piège des CDS**.(05-11-2009)  
[http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=2176](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=2176)
  - Paul Jorion, **La bulle ou l'enfer pavé de bonnes intentions**. , ( 15-01-2010)  
[http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=1813](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=1813)
  - Paul krugman, **De la révolution inégalitaire en Amérique**, ( 15-01-2010),  
[http://www.contreinfo.info/article.php3?id\\_article=1261](http://www.contreinfo.info/article.php3?id_article=1261)
  - Scott Reynolds Nelson, **1873 la véritable grande dépression**, (15-01-2010)  
[http://contreinfo.info/article.php3?id\\_article=2357](http://contreinfo.info/article.php3?id_article=2357)
  - Souphala chomsisengphet, Anthony Pennington-Cross, **The evolution of Subprime mortgage market**, (15-12-2009)  
[research.stlouisfed.org/publications/review/06/.../ChomPennCross.pdf](http://research.stlouisfed.org/publications/review/06/.../ChomPennCross.pdf)
  - Thomas Helbling, **How similar is the current crisis to great depression**, (15-09-2009)  
<http://vox.cepr.org/index.php?q=node/3514>
  - Tobias Adrian, Hyun Song Shin, **Liquidité et contagion financière**, Banque de France, Revue de la stabilité financière- Numéro spéciale liquidité, N 11, Février 2008. ( 05-08-2009).  
[http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2008/etud1\\_0208.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2008/etud1_0208.pdf)
  - **De la crise financière à la crise économique**, Documents et débats, Banque de France, N 3, Janvier 2010. (25-03-2010)  
[http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/doc\\_debat/numero\\_3/integral.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/doc_debat/numero_3/integral.pdf)
  - **Enhancements to the Basel 2 framework**, (01-07-2010)  
[www.bis/pub/bacbs157.htm](http://www.bis/pub/bacbs157.htm)
  - **International regulatory framework for banks ( Basel 3)**, (01-09-2010)

<http://www.bis.org/bcbs/base13.htm>

- **La crise financière**, Documents et débats, Banque de France, N 2, Février 2009, (01-08-2009).

[http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/doc\\_debat/numero\\_2/integral.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/doc_debat/numero_2/integral.pdf)

- **Leaders statement the Pittsburg summit**, September 24-25/2009 ; (01-05-2010)

[http://www.g20.org/Documents/pittsburgh\\_summit\\_leaders\\_statement\\_250909.pdf](http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf)

- **The G 20 Toronto summit declaration**, June 26-27/ 2010. (01-09-2010)

[http://www.g20.org/Documents/g20\\_declaration\\_en.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_declaration_en.pdf)