



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الحاج لخضر، باتنة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج
"دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد التنمية

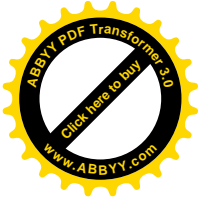
تحت إشراف:
أ.د الطاهر هارون

إعداد الباحثة:
نادية العقون

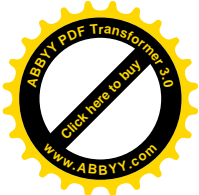
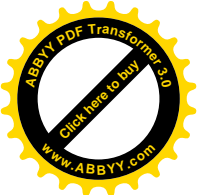
أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د محفوظ جبار	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف	رئيسا
أ.د. الطاهر هارون	أستاذ التعليم العالي	جامعة باتنة	مقررا
أ.د. محمود سحنون	أستاذ محاضر	جامعة قسنطينة	مناقشا
أ.د.عمار زيتوني	أستاذ محاضر	جامعة باتنة	مناقشا
د. عبد الحميد برحومة	أستاذ محاضر	جامعة مسيلة	مناقشا
د. محمد الطاهر سعودي	أستاذ محاضر	جامعة باتنة	مناقشا

السنة الجامعية : 2012 - 2013



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



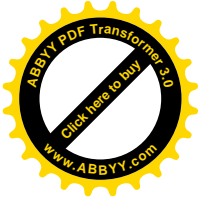
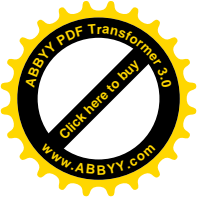
قال تعالى : (فَإِنَّمَا يَأْتِيَنَّكُمْ مِنِّي هُدًى فَمَنِ اتَّبَعَ
هُدَايَ فَلَا يَضِلُّ وَلَا يَشْقَى) [طه: 123].

وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم " تركت فيكم ما
إن تمسكتم به لن تضلوا أبدا كتاب الله وسنتي "



الإهداء

إلى والدي الكريمين؛ داعية لهما المولى عز وجل
ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا
إلى أسرتي الصغيرة التي تحملت معي عناء إعداد هذا العمل
زوجي حفظه الله ورعاه وبارك فيه
وابنتي إكرام وابني محمد عبد الرحمان
إلى أعز الناس إلى قلبي
إخوتي وأخواتي
إلى والدي زوجي حفظهما الله
إلى كل العائلة
إلى أساتذتي الأعزاء من الابتدائي إلى ما بعد التدرج
إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي



شكر وتقدير

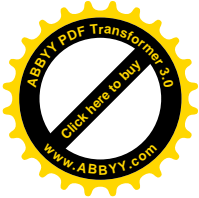
الحمد لله الذي أعانني على إنجاز هذا العمل فما كان لشيء أن يجري في ملكه إلا بمشيئته جل شأنه " إنما أمره إذا أراد شيئاً أن يقول له كن فيكون " فالحمد لله في الأولى والحمد لله في الآخرة.

وعملاً بقول رسول الله صلى الله عليه وسلم " من لم يشكر الناس لم يشكر الله " أتقدم بالشكر الجزيل إلى أستاذي المشرف الدكتور الطاهر هارون على كل التوجيهات والانتقادات التي قدمها لي حتى يخرج هذا العمل في صورته النهائية. وأشكر الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على تخصيصهم جزءاً من وقتهم الثمين لقراءة وتقييم هذا البحث.

كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى زوجي كمال ريجاني، أخي الأستاذ الوناس العقون، الأستاذ عبد الغاني بن علي، الأستاذ عبد الغاني العايب والأستاذة مقعاش سامية على كل المساعدات التي قدموها لي.

كما أشكر كل عمال مكتبة جامعة باتنة وكل من قدم لي يد المساعدة أو أسدى لي نصيحة أو كلمة تشجيع أو حتى كلمة طيبة.

وما توفيقني إلا بالله عليه توكلت وإليه أنيب



الفهرس

فهرس المحتويات

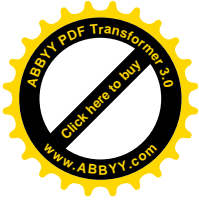
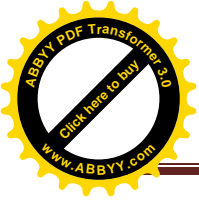
الصفحة	الموضوع
.....	الإهداء.....
.....	شكر وتقدير.....
I	فهرس المحتويات.....
VII	فهرس الجداول.....
IX	فهرس الأشكال.....
XII	فهرس الملاحق.....
أ-ل	مقدمة.....
01	الفصل الأول: مقارنة مفاهيمية حول الأزمات المالية، أنواعها، أسبابها والآثار المترتبة عنها
02	المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية وأنواعها.....
02	المطلب الأول: مفهوم الأزمة.....
03	المطلب الثاني: مفهوم الأزمة المالية.....
05	المطلب الثالث: العلاقة بين الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية.....
06	المطلب الرابع: أنواع الأزمات المالية.....
15	المبحث الثاني: أسباب الأزمات المالية.....
15	المطلب الأول: عدم استقرار الاقتصاد الكلي.....
16	المطلب الثاني: اضطرابات القطاع المالي.....
18	المطلب الثالث: تشوه نظام الحوافز.....
19	المطلب الرابع: مكونات تدفقات رأس المال.....
19	المبحث الثالث: البعد التاريخي للأزمات المالية.....
20	المطلب الأول: مرحلة نظام الذهب (1870-1913).....
21	المطلب الثاني: مرحلة ما بين الحربين العالميتين (1914-1945).....
22	المطلب الثالث: مرحلة نظام بریتون وودز (1945-1971).....
24	المطلب الرابع: مرحلة ما بعد بریتون وودز.....
26	المبحث الرابع: الأزمات في الفكر الاقتصادي.....
26	المطلب الأول: التفسير الكلاسيكي للأزمات المالية.....
28	المطلب الثاني: حتمية الأزمة عند ماركس.....

30	المطلب الثالث: هايك والإفراط في الترسمل
31	المطلب الرابع: الأزمة عند كينز
32	المطلب الخامس: الأزمة عند النقديين
34	المطلب السادس: التفسيرات الحديثة للأزمات المالية
37	المبحث الخامس: الآثار المترتبة عن الأزمات المالية
37	المطلب الأول: أثر الأزمات المالية على النمو الاقتصادي ومستوى المبادلات
39	المطلب الثاني: أثر الأزمات المالية على بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي
41	المطلب الثالث: آثار الأزمات المالية على ميزانية الدولة
43	المطلب الرابع: دور الأزمات المالية في تعميق حدة البطالة والفقير
44	خلاصة الفصل الأول
45	الفصل الثاني: العولمة المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية
46	المبحث الأول: مفهوم العولمة المالية والعوامل المساعدة على تطورها
46	المطلب الأول: مفهوم العولمة الاقتصادية وأهم مظاهرها
48	المطلب الثاني: مفهوم العولمة المالية
50	المطلب الثالث: أسس العولمة المالية
51	المطلب الرابع: خصائص النظام المالي الدولي الجديد
52	المطلب الخامس: العوامل المساعدة على تطور العولمة المالية
55	المبحث الثاني: العولمة المالية بين المزايا والتكاليف
56	المطلب الأول: مزايا العولمة المالية
57	المطلب الثاني: تكاليف العولمة المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية
64	المطلب الثالث: حركة رأس المال بين الحرية والتقييد
66	المبحث الثالث: علاقة نظم سعر الصرف بالأزمات المالية
67	المطلب الأول: سعر الصرف المرن ومخاطر التعرض للأزمات المالية
68	المطلب الثاني: أسعار الصرف الثابتة والأزمات المالية
69	المطلب الثالث: المديونية بالعملة الصعبة وخطر التعرض للأزمات المصرفية
70	المبحث الرابع: المشتقات المالية ودورها في خلق الأزمات المالية
70	المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية وأهم أنواعها
72	المطلب الثاني: مخاطر المشتقات المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية

74	..... المبحث الخامس: عدوى الأزمات المالية
75	..... المطلب الأول. مفهوم العدوى المالية.
77	..... المطلب الثاني. النظريات المفسرة للعدوى المالية.
83	..... المطلب الثالث: الدراسات الكمية للعدوى المالية.
86	..... خلاصة الفصل الثاني.
87	الفصل الثالث: دراسة تحليلية لبعض الأزمات المالية وأهم النماذج المفسرة لها
88	..... المبحث الأول: الأزمات المالية في الاقتصاديات المتقدمة.
88	..... المطلب الأول: أزمة الكساد الكبير 1929.
92	..... المطلب الثاني: أزمة أكتوبر 1987.
96	..... المبحث الثاني: الأزمات المالية في البلدان الناشئة.
96	..... المطلب الأول: الأزمة المالية المكسيكية: أول أزمة مالية حادة للنظام المالي العالمي الجديد.
99	..... المطلب الثاني: الأزمة المالية الآسيوية.
108	..... المطلب الثالث: الأزمة المالية الروسية.
111	..... المطلب الرابع. أزمة البرازيل (1998-1999).
113	..... المطلب الخامس. أزمة الأرجنتين 2001.
115	..... المبحث الثالث: النماذج المفسرة للأزمات المالية لما قبل الأزمة المالية الآسيوية.
115	..... المطلب الأول. نماذج الجيل الأول.
121	..... المطلب الثاني. نماذج الجيل الثاني.
124	..... المطلب الثالث. حدود نماذج الجيل الأول و الجيل الثاني.
128	..... المبحث الرابع. نماذج ما بعد الأزمة المالية الآسيوية (نماذج الجيل الثالث).
129	..... المطلب الأول. التوازن المتعدد في نماذج الجيل الثالث.
133	..... المطلب الثاني. آلية حدوث الأزمة في نماذج الجيل الثالث.
137	..... المطلب الثالث. الخطر المعنوي كسبب في حدوث الأزمة.
139	..... خلاصة الفصل الثالث.
140	الفصل الرابع: دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية
141	..... المبحث الأول. التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.
141	..... المطلب الأول. نشأة وتطور السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.
144	..... المطلب الثاني. تحرير أسواق الرهن العقاري.

148	المطلب الثالث. محددات أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية.....
150	المطلب الرابع. الاستثمارات السكنية في الولايات المتحدة الأمريكية.....
151	المطلب الخامس. آلية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي.....
158	المبحث الثاني. طبيعة وأسباب أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.....
159	المطلب الأول. وفرة السيولة العالمية.....
160	المطلب الثاني. تراخي قيود الإقراض والإفراط في منح القروض العقارية عالية المخاطر
166	المطلب الثالث. التوريق ومخاطر التمويل المهيكل
170	المطلب الرابع. التقلبات في معدلات الفائدة
174	المطلب الخامس. دور وكالات التصنيف الائتماني
176	المطلب السادس. ضعف النظام الرقابي وغياب الشفافية وعدم تماثل المعلومات
177	المطلب السابع. علاقة صناديق التحوط وشركات التأمين بأزمة الائتمان العالمي
180	المطلب الثامن. أسباب أخرى للأزمة
183	المبحث الثالث. عدوى أزمة الرهن العقاري وأهم الآثار المترتبة عنها.....
183	المطلب الأول. عدوى أزمة الرهن العقاري وأهم قنوات انتقالها.....
190	المطلب الثاني. أهم الآثار المترتبة عن الأزمة المالية العالمية.....
196	المطلب الثالث. أزمة الرهن العقاري وحدود نماذج الجيل الثالث
200	المبحث الرابع: أهم الإجراءات المتبعة لاحتواء الأزمة.....
200	المطلب الأول. الخطة الأمريكية لمواجهة الأزمة.....
201	المطلب الثاني. الجهود الأوروبية في مواجهة الأزمة.....
205	المطلب الثالث. إجراءات مواجهة الأزمة في دول الخليج.....
206	المطلب الرابع. دور الصناديق السيادية في مواجهة الأزمة.....
207	خلاصة الفصل الرابع.....
208	الفصل الخامس: أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية دراسة قياسية للفترة (2008-1998)
210	المبحث الأول. تعيين نموذج أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.....
210	المطلب الأول. تحديد متغيرات النموذج.....
213	المطلب الثاني. تحديد الشكل الرياضي للنموذج.....

218	المبحث الثاني. تقدير نموذج الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية
218	المطلب الأول. تجميع البيانات.....
220	المطلب الثاني. اختيار الطريقة المناسبة للقياس.....
223	المطلب الثالث. تحديد الشكل المناسب للنموذج
233	المطلب الرابع. تقدير معلمات نموذج الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة 1998-2008.....
237	المبحث الثالث. تقييم معلمات النموذج.....
237	المطلب الأول. المعايير الإحصائية (اختبارات الدرجة الأولى).....
247	المطلب الثاني. المعايير القياسية (اختبارات الدرجة الثانية).....
256	المطلب الثالث. المعايير الاقتصادية.....
260	خلاصة الفصل الخامس.....
261	الفصل السادس: الوقاية من الأزمات المالية وآليات العلاج
262	المبحث الأول. نظم الإنذار المبكر والتنبؤ بالأزمات المالية.....
262	المطلب الأول. مفهوم نظام الإنذار المبكر.....
263	المطلب الثاني. أهمية نظام الإنذار المبكر.....
264	المطلب الثالث. استنباط مؤشرات لتوفير إنذار مبكر بالأزمات المالية.....
268	المطلب الرابع: بناء نماذج نظم الإنذار المبكر.....
270	المطلب الخامس. مدى فعالية نظم الإنذار المبكر.....
272	المبحث الثاني. دور صندوق النقد الدولي في الوقاية من الأزمات المالية.....
273	المطلب الأول. نظم الإنذار المبكر.....
273	المطلب الثاني. وسائل مراقبة السيولة.....
274	المطلب الثالث. نبض السوق.....
275	المبحث الثالث. بعض الآليات الحديثة للوقاية من الأزمات المالية
275	المطلب الأول. إصلاح النظام المالي والنقدي الدولي.....
286	المطلب الثاني. بدائل أخرى لمواجهة الأزمات المالية.....
298	المبحث الرابع: علاج الأزمات المالية وآليات التصدي
298	المطلب الأول. بعض السياسات العلاجية للأزمات المالية
301	المطلب الثاني. صندوق النقد الدولي ودور مقرض الملاذ الأخير



304	المبحث الخامس. التعاون الإقليمي ودوره في تحقيق الاستقرار المالي والتصدي لأزمات.....
305	المطلب الأول. مبررات التعاون الإقليمي.....
307	المطلب الثاني. صيغ التعاون الإقليمي.....
309	المبحث السادس. نظام التمويل الإسلامي كبديل للوقاية من الأزمات المالية وعلاجها.....
309	المطلب الأول. مفهوم التمويل الإسلامي وأهم صيغه.....
311	المطلب الثاني. مؤسسات التمويل الإسلامي.....
314	المطلب الثالث. مزايا ومخاطر التمويل الإسلامي.....
317	المطلب الرابع: آثار الأزمة المالية العالمية على المنظومة المالية الإسلامية.....
325	خلاصة الفصل السادس.....
326	خاتمة.....
335	قائمة المراجع.....
350	الملاحق.....

فهرس الجداول

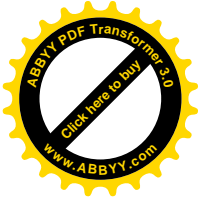
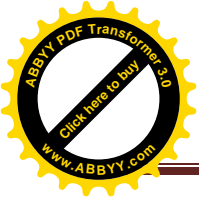
الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
26	وتيرة الأزمات المالية على المدى الطويل.....	01
97	عجز الحساب الجاري الخارجي للمكسيك قبل الأزمة.....	02
98	تركيب الديون المستحقة على المكسيك سنة 1995.....	03
101	الديون المستحقة للبنوك الأجنبية واحتياطيات النقد الأجنبي في عدد من بلدان الأزمة الآسيوية جوان 1997.....	04
103	صافي تدفقات رأس المال إلى اقتصاديات الأزمة الخمسة: اندونيسيا- كوريا- ماليزيا- الفلبين- تايلاند.....	05
105	عجز الحساب الجاري الخارجي للبلدان الآسيوية قبل الأزمة.....	06
110	احتياطي الصرف لدى البنك المركزي الروسي.....	07
125	معدل الصرف خلال سنوات التسعينيات في بعض بلدان الأزمة الآسيوية.....	08
125	احتياطيات الصرف في بعض بلدان الأزمة الآسيوية.....	09
126	تطور الميزانية وقيمة PIB خلال سنوات التسعينيات في بعض بلدان الأزمة الآسيوية.....	10
127	معدلات البطالة خلال سنوات التسعينيات في بعض بلدان الأزمة الآسيوية.....	11
127	الدين العمومي في بعض بلدان الأزمة الآسيوية.....	12
128	نسبة التغير في PIB خلال سنوات التسعينيات في بعض بلدان الأزمة الآسيوية.....	13
147	الفروق المؤسسية في أسواق الرهن العقاري الوطنية ومؤشر أسواق الرهن العقاري.....	14
166	مديونية العائلات في بعض البلدان الأوروبية.....	15
168	إصدارات السندات المالية المضمونة بروهونات عقارية دون الفئة الاستثمارية بين عامي 2003-2006.....	16
168	حصة الوكالات الحكومية وغير الحكومية من إصدارات (MBS).....	17
175	موجز للترتيب الائتماني للأوراق المالية.....	18
179	المتعاملين بالتزامات الدين المضمونة (CDO).....	19
205	الإجراءات المالية المتخذة من دول مجلس التعاون الخليجي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية.....	20
119	قيم متغيرات نموذج أزمة الرهن العقاري بالأسعار الجارية للفترة (1998-2008).....	21

234	نتائج تقدير الشكل المختزل لنموذج أزمة الرهن العقاري للفترة (1998-2008).....	22
235	نتائج تقدير المعادلة السلوكية لحجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات في الو.م.أ للفترة (1998-2008).....	23
236	نتائج تقدير المعادلة السلوكية لمعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1998-2008).....	24
237	نتائج تقدير المعادلة السلوكية لأسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1998-2008).....	25
240	الارتباطات الجزئية للمعادلة الثانية لنموذج قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1998-2008).....	26
243	الارتباطات الجزئية للمعادلة الثانية لنموذج العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر للفترة (1998-2008).....	27
246	الارتباطات الجزئية للمعادلة الثانية لنموذج أسعار المنازل للفترة (1998-2008).....	28
248	مصفوفة الارتباطات الجزئية لمعادلة لقروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات للفترة (1998-2008).....	29
249	قيم التوزيع χ^2 لنموذج الائتمان العقاري الممنوح للعائلات للفترة (1998-2008).	30
251	مصفوفة الارتباطات الجزئية للمعادلة الثانية لمعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر للفترة (1998-2008).....	31
252	قيم التوزيع χ^2 للمعادلة الثانية لمعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر للفترة (1998-2008).....	32
253	مصفوفة الارتباطات الجزئية لمعادلة أسعار المنازل للفترة (1998-2008).....	33
255	قيم التوزيع χ^2 لنموذج أسعار المنازل للفترة (1998-2008).....	34
256	المعادلات ذات المعنوية الإحصائية والقياسية في نموذج أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1998-2008).....	35
259	نموذج أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1998-2008).....	36
264	خسائر الأزمات المالية في بعض البلدان.....	37
268	بعض المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للأزمات المالية.....	38
269	مصفوفة مؤشرات الأزمات.....	39

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
14	.....Velasco (1987) الأزمة المصرفية كسبب مفجر لأزمة الصرف وفقا لنموذج	01
14	.....Stoker(1994) أزمة العملة كسبب مفجر للأزمة المصرفية وفقا لنموذج	02
24	.....(1997-1880) الأزمات المصرفية وأزمات الصرف والأزمات التوأم للفترة	03
25	.....(2007-1970) العدد السنوي للأزمات المالية	04
38	.....الأزمات المالية والنمو الاقتصادي	05
39	.....الأزمات المالية وعجز الميزانية	06
40	.....الأزمات المالية ومعدل التضخم	07
40	.....الأزمات المالية وسياسة سعر الصرف	08
41	.....النمو وانفتاح المبادلات	09
43	.....الأزمات المالية والبطالة	10
62	.....مثلث عدم التكافؤ لمندل	11
97	.....تصاعد الضعف المالي في المكسيك	12
120	.....سعر صرف الظل وتاريخ الهجمة المضاربية وفق نماذج الجيل الثاني	13
120	.....الأساسيات الاقتصادية الكلية وتاريخ الهجمة المضاربية وفق نماذج الجيل الثاني	14
132	.....التوازن المتعدد ومجال القيم الحرجة للأساسيات وفق نماذج الجيل الثالث	15
145	.....الديون العقارية القائمة في بعض البلدان المتقدمة	16
148	.....نسبة ملكية المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية	17
149	.....تطور أسعار العقارات في بعض البلدان المتقدمة	18
150	.....إصدارات RMBS ذات المصدر الخاص في الولايات المتحدة الأمريكية. (باستثناء RMBS المصدرة من طرف الوكالات الفدرالية)	19
155	.....سوق التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية	20
157	.....خطوات عملية التوريق والتسويق لقروض الرهن العقاري	21
158	.....برنامج المبادلة	22
160	.....التضخم العالمي وتقلباته	23
161	.....قروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الأمريكية	24
163	.....توزيع العائلات الأمريكية حسب تصنيف درجة الائتمان من خلال نقاط الفيكو (FICO).	25

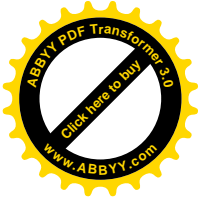
164	قروض الرهن العقاري عالية المخاطر "Subprime" كنسبة من إجمالي القروض العقارية.....	26
165	مقارنة بين مديونية العائلات وادخاراتها في الولايات المتحدة الأمريكية.....	27
167	تشريح قروض الرهن العقاري من الدرجة الثانية.....	28
169	تصاعد إصدار الائتمانات المهيكلة الأوروبية والأمريكية.....	29
171	تطور مؤشر أسعار الفائدة للاحتياطي الفدرالي للإقراض ما بين البنوك خلال الفترة (1954-2008).....	30
172	تطور عدد حالات إفلاس العائلات في الولايات المتحدة.....	31
173	علاقة أسعار العقارات بمعدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية.....	32
173	معدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري.....	33
176	تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية.....	34
181	حصة مداخيل الطبقة الأكثر ثراء من إجمالي المداخيل.....	35
189	أسعار السلع الأولية والبترو (مؤشرات أسعار السلع الأولية جانفي 2003=100).....	36
193	تطور معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض البلدان الأوروبية.....	37
194	تطور سعر البرميل من البترول الخام (برنت).....	38
224	علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بمعدل الفائدة (I_t).....	39
224	علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بأسعار المنازل (PI_t).....	40
225	علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بحجم الكتلة النقدية ($M2_t$).....	41
225	علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بمعدل العجز عن تسديد العقاري قروض الرهن العقاري عالية المخاطر (TD_t).....	42
226	علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بأسعار المنازل للفترة t-1 (PI_{t-1}) ..	43
226	علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t).....	44
227	علاقة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بمعدل الفائدة (I_{t-1}) ..	45
228	علاقة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بأسعار المنازل (PI_t) ..	46
228	علاقة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بمعدل البطالة (TC_t) ..	47
229	علاقة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بمعدل نمو الناتج الداخلي الخام (PIB_t).....	48
229	علاقة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بمعدل التضخم (IN_t).....	49



230	.....علاقة أسعار المنازل بمعدل الفائدة (I_t)	50
231	..علاقة أسعار المنازل بمعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر (TD_t)	51
231	.....علاقة أسعار المنازل بمعدل التضخم (IN_t)	52
232	.....علاقة أسعار المنازل بعدد المنازل المعروضة للبيع (OF_t)	53
232	.....علاقة أسعار المنازل بحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS)	54
233	.....علاقة أسعار المنازل للفترة (t) بأسعار المنازل للفترة ($t-1$)	55
252	نتائج اختبار Correlogram للبواقي لنموذج معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر للفترة (1998-2008)	56

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
338	عرض لأهم الأزمات المالية.....	01
341	الولايات الأمريكية الأكثر تضررا من عمليات الحجز على المنازل (أفريل 2009).....	02
341	مؤشر أسعار المنازل في بعض البلدان.....	03
342	تسلسل أزمة الرهن العقاري.....	04
343	متوسط أسعار المنازل في مختلف المناطق في الولايات المتحدة الأمريكية.....	05
344	حجم الكتلة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية.....	06
345	عدد المنازل المعروضة للبيع في مختلف المناطق في الولايات المتحدة الأمريكية.....	07
346	التسلسل الزمني للأزمة المالية العالمية.....	08
347	معدل القروض المشكوك في تحصيلها بالنسبة لقروض الرهن العقاري للعائلات في كل من اسبانيا وبريطانيا.....	09
348	تدهور الأصول المرتبطة بقروض الرهن العقاري.....	10
349	أهم مؤشرات البورصات العالمية (جانفي 1990 - ماي 2011).....	11
350	مقارنة بين مساري كل من الأزمة المالية الآسيوية وأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.....	12
351	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لنموذج قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1998-2008).....	13
351	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لنموذج معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري للعائلات في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1998-2008).....	14
351	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لنموذج أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1998-2008).....	15
352	مخطط الإنعاش في بعض البلدان المتقدمة.....	16



مقدمة

مقدمة:

شهدت المعاملات النقدية الدولية تغيرات سريعة منذ نهاية الحرب العالمية الثانية، حيث تركز اهتمام الاقتصاديين في تلك الفترة، وفي ظل نظام "بريتون وودز" القائم على أسعار الصرف الثابتة، حول دراسة العوامل المحددة لتوازن ميزان المدفوعات من خلال نماذج اقتصادية للحساب الجاري، لأهمية المعاملات الجارية آنذاك وخضوع المعاملات الرأسمالية لرقابة حكومية شديدة واقتصرها على التسويات الرسمية للعجز أو الفائض في ميزان المدفوعات. وخلال عقد السبعينيات تغيرت البنية النقدية الدولية عقب انهيار نظام "بريتون وودز"، حيث شهدت أسعار صرف العملات الدولية الرئيسية تقلبات كبيرة، مما شجع المضاربة عليها فتزايدت التدفقات النقدية قصيرة الأجل وارتفعت حساسيتها اتجاه التغيرات في أسعار الفائدة، ما زاد في تكامل الأسواق المالية الدولية، وانعكس ذلك في تراجع أهمية التجارة الدولية في السلع والخدمات أمام حركية رؤوس الأموال.

لقد عرفت المعاملات المالية الدولية نمواً غير عادي بدءاً من ثمانينيات القرن العشرين، الأمر الذي كان له دور أساسي في زيادة الوزن النسبي لعولمة الأسواق المالية، وإدخال الاقتصاد العالمي في عصر التمويل المعولم، ونمو الاقتصاد الرمزي كأهم محرك للاقتصاد العالمي. وقد ساعد على ذلك موجة هائلة من التقدم التكنولوجي، وتسارع عمليات الابتكار المالي والتجديد في أساليب وأدوات التمويل، والاتجاه نحو التحرر من القيود التشريعية والإجرائية، وإطلاق حرية الحركة لأسعار الفائدة والصرف وتحرير الخدمات المالية، وهذا التحول الهائل ترافق مع تزايد غير مسبوق لتحمل المخاطر من طرف مختلف المتعاملين، مع ارتفاع مقلق في وتيرة وحدة الأزمات المالية.

فقد أسهمت ظاهرة العولمة المالية، من خلال آلياتها المختلفة، في جعل العالم قرية واحدة، وفي تقريب المسافات بين دول العالم بفصل التطور الهائل الذي عرفته تكنولوجيا الإعلام والاتصال (NITC) التي قلصت من وقت وتكاليف التعامل وإجراء مختلف الصفقات والمعاملات وخاصة في الأسواق المالية. ورغم أن العولمة المالية اتخذت، مساراً يتسم بالكثير من التذبذب والاضطرابات عبر تطورها التاريخي، وأثارت الكثير من الجدل والنقاش بين مؤيد ومعارض، غير أن أغلب المنظمات الدولية وصناع القرار في المجتمع الدولي، وخصوصاً منذ بداية ثمانينيات القرن العشرين، حرصوا على تشجيع البلدان على الانفتاح على رأس المال الأجنبي والاندماج في المنظومة المالية الدولية، وهو ما جعل لزاماً على هذه البلدان وضع وتبني كل الآليات التي قد تساعدها في الاستفادة من مزايا هذا التحرير، إلى جانب وضع القواعد التنظيمية والسياسات الوقائية لتفادي الآثار السلبية المحتملة وقوعها كنتيجة حتمية لهذا التوجه، وخاصة ما يتعلق منها بالأزمات المالية، وإدارتها وتقديم العلاج الأمثل في حال حدوثها.

إن الأزمات المالية، ونظراً للآثار الحادة والخطيرة التي يمكن أن تترتب عنها، والتي تهدد الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي للدول المعنية، كانت ولا تزال من أهم المواضيع إثارة للجدل والنقاش. وقد أدى تكرارها وتوسع نطاقها عقب التطورات التي شهدتها الاقتصاد العالمي بعد وقف العمل بنظام سعر الصرف الثابت، وفك

الارتباط بقاعدة الذهب عام 1971، إلى تنامي الشكوك حول مزايا العوامة المالية، واعتبارها بمثابة التربة الخصبة لنمو الأزمات وانتشارها. كما أصبحت الأزمات المالية تشكل مصدرا للقلق وتحديا كبيرا أمام متخذي القرارات على المستويين الوطني والدولي، حيث إن سرعة وانسيابية حركية رؤوس الأموال في الانتقال من بلد إلى آخر ومن عملة إلى أخرى، مع تطور وفعالية الاتصالات العالمية، قصر بشكل معتبر في الآجال التي يتهيأ فيها المسؤولون للتفاعل والتصدي لتلك الأزمات. كما أنه، وبفعل عوامة الأسواق المالية، وكنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده مختلف الدول واندماجها في منظومة التجارة العالمية، أصبحت الأزمات المالية أكثر تكرارا وتواترا، كما أصبحت تنتقل من سوق إلى أخرى فيما يعرف بظاهرة العدوى المالية مما أكسبها طابع الشمولية والعالمية.

لقد شهد الاقتصاد العالمي العديد من الأزمات والاختيارات المالية كان معظمها بسبب المضاربات، بدءا بأزمة زهرة التوليب في هولندا عام 1637 التي تعتبر أول حالة مسجلة للفقاعات السعيرية في العصر الحديث، مروراً بانفجار البورصة الأمريكية عام 1929 الذي جاء إيذانا بحلول الكساد الكبير. كما وقعت عدة نوبات من الأزمات انطلاقاً من ثمانينيات القرن العشرين، بدءاً بأزمة الدين في أمريكا اللاتينية (1981-1982) التي امتدت لقرابة عقد من الزمن، ثم أزمة آلية سعر الصرف الأوروبية (1992-1993)، التي تبعتها سلسلة من الأزمات المالية الحادة وخاصة في اقتصاديات الأسواق الناشئة كأزمة المكسيك (1994-1995)، أزمة جنوب شرق آسيا (1997-1998)، روسيا عام 1998، البرازيل (1998-1999)، تركيا سنة 2001 والأرجنتين (2001-2002). وتعتبر الأزمة المالية العالمية لعام (2007-2008)، التي تمثل امتداداً لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أحد أقوى الأزمات المالية من حيث عمقها ومدى انتشارها العالمي، وهي أزمة نظامية عالمية، تندرج ضمن سلسلة الأزمات المالية التي ميزت النظام الرأسمالي لأكثر من قرن، وأعاد النقاش الإيديولوجي حول الأزمة الهيكلية للنظام الرأسمالي، واحتمال سقوط النموذج الليبرالي وعودة التأميم. ولما كانت الشرارة الأولى لهذه الأزمة هي انفجار فقاعة القروض الرهنية الثانوية ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة، وانحيار أنشطة التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية، فإنه سرعان ما انتشرت العدوى إلى الكثير من الشركات والمؤسسات المالية المرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر بقطاع العقار وإلى قطاعات واسعة في الاقتصاد الأمريكي ومنه إلى الأسواق المالية في العديد من اقتصاديات العالم، لتشمل بذلك الدول الأوروبية والآسيوية، وتنتقل بعدها إلى الدول النامية.

ورغم أن هذه الأزمة كانت مختلفة عن سابقتها في بعض النواحي، إلا أنها أيضاً تشترك معها في العديد من الخصائص، ولم تقتصر تأثيراتها على البنوك أو النظام المالي فقط بل تعدتها إلى الاقتصاد الحقيقي، وكان لها وقع كبير وتأثير مدمر واسع المدى على كل المستويات، كما أنها لم تقتصر على اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية فحسب، بل امتدت آثارها السلبية إلى دول أخرى وهددت مجمل النظام المالي العالمي، كنتيجة طبيعية للعوامة الاقتصادية، والعوامة المالية على وجه التحديد.

إشكالية الدراسة:

رغم أن موضوع الأزمات المالية يضرب بجذوره في التاريخ، إلا أنه عاد لي طرح نفسه بقوة مع تصاعد ظاهرة العولمة المالية. فالأزمات المالية التي مست البلدان المتقدمة والنامية في العقود الأخيرة كانت مكلفة من حيث التباطؤ الاقتصادي، الخسائر في الناتج الخام وانخفاض معدلات النمو، إضافة إلى ارتفاع معدلات الفقر والبطالة. وتعتبر الأزمة المالية العالمية (2007-2008) من أبرز وأحدث الأمثلة على ذلك. ورغم أن إدارة الأزمات وعلاجها- حين تحدث- بحكمة ونجاح والتخفيف من آثارها السلبية أمر في غاية الأهمية، إلا أن الأهم من ذلك والأقل تكلفة هو التوفيق في إتباع سياسات وإجراءات تساعد على الوقاية منها وتفادي حدوثها أصلاً. ولعل هذا ما يدفعنا إلى محاولة تحديد أهم أسباب أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية والأزمات التي سبقتها، والوقوف على أهم تأثيراتها وقنوات انتشارها، كخطوة أولى للبحث عن الآليات والإجراءات التي من شأنها أن تجنب الدول وتقيها مخاطر الأزمات المالية. وعلى هذا الأساس تتمحور إشكالية الدراسة فيما يلي :

ما مدى مساهمة العولمة المالية في تكريس الأزمات المالية وتوسع نطاقها؟ وهل يمكن رصد مجموعة من المؤشرات التي تسمح بالإنذار المبكر بحدوث الأزمات المالية؟ وما هي أهم الإجراءات والبدائل التي يمكن تقديمها للوقاية من هذه الأزمات على ضوء أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية؟

واعتماداً على هذه الإشكالية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية :

- ما هي أهم الأسباب المفجرة للأزمات المالية في بيئة تتميز بالتكامل المتزايد للاقتصاديات وعمولة الأسواق المالية؟
- ما هي أهم قنوات عدوى وانتقال الأزمات المالية؟ وكيف انتشرت أزمة الرهن العقاري من الولايات المتحدة الأمريكية لتشمل النظام المالي العالمي ككل؟
- هل يمكن بناء نظام للإنذار المبكر يستطيع إرسال إشارات مهمة عن احتمال حدوث أزمة خلال فترة زمنية مستقبلية، والتنبؤ بدقة ببلوغ الاقتصاد العتبة الحرجة، وذلك عن طريق تتبع حركة وسلوك مجموعة من المتغيرات المنتقاة؟
- ما مدى فعالية السياسات المتبعة من طرف صندوق النقد الدولي في الوقاية من الأزمات المالية وتقديم العلاج المناسب عند حدوثها؟

فرضيات الدراسة:

تعتمد الباحثة في معالجتها للتساؤلات المطروحة على مستوى إشكالية الدراسة على الفرضيات التالية :

- تعتبر الاستجابة لمتطلبات العولمة المالية سبباً أساسياً في تكرار وتواتر الأزمات المالية وتوسع نطاقها؛

- إن اتساع الهوة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي من خلال زيادة حجم الأصول المتداولة وزيادة الثقة فيها، يشكل القاعدة الأساسية لحدوث الأزمات المالية؛
- تؤدي المشتقات المالية إلى تولد مخاطر على مستوى النظام المالي تنتهي حتما إلى أزمات مالية واقتصادية؛
- هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الارتفاع المستمر في أسعار المنازل والتوسع في منح قروض الرهن العقاري للعائلات في الولايات المتحدة الأمريكية؛
- هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الارتفاع الكبير والمفاجئ في كل من معدلات الفائدة و معدلات عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر من جهة، والتراجع الكبير في أسعار المنازل وانفجار الفقاعة في قطاع العقار في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة أخرى؛
- هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين التوسع الكبير في عملية توريق قروض الرهن العقاري من جهة، والتوسع في منح قروض الرهن العقاري للعائلات والارتفاع في أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة أخرى؛

أهمية الدراسة ودوافع اختيار الموضوع:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من التغيرات التي يشهدها الاقتصاد العالمي، ومن الاهتمام المتزايد للمجتمع الدولي بموضوع الأزمات المالية التي أثارت، مع ما يترتب عنها من آثار سلبية، قدرا كبيرا من النقاش حول المزايا والتكاليف المحتملة للعملة المالية، كما أن الانتشار الواسع للأزمات المالية وانتقالها السريع لتتعدى حدود البلدان التي حدثت فيها يؤدي بنا للتساؤل حول دور العملة المالية في تفاقم واتساع نطاق هذه الأزمات، ويدفع بنا إلى التمعن جيدا في الأسباب الكامنة وراء حدوثها واستنباط أهم المؤشرات التي تسبقها حتى نتمكن من وضع السياسات والإجراءات الكفيلة بالوقاية منها.

وإذا كانت ظاهرة الأزمات المالية بشكل عام أخذت حضاها من الدراسة، فإن موضوع الوقاية منها وآليات التصدي لها وعلاجها يعتبر موضوعا لا يزال يحتاج إلى الكثير من البحث والتدقيق نظرا لاستمرار حدوث الأزمات رغم كل الجهود المبذولة للوقاية والتصدي لها، إذ أن الملاحظ هو أن أغلب السياسات والإجراءات وكذا نظم الإنذار المبكر الموجودة غير فعالة وغير كافية في الوقاية من الأزمات المالية والتنبؤ بها قبل حدوثها. وهو ما يتطلب المزيد من العمل والبحث عن سياسات أكثر فاعلية وعن بدائل أخرى لنظام التمويل التقليدي من شأنها السماح بتجنب حدوث الأزمات.

وعلى المستوى الشخصي فإن المبرر الأساسي لاختيار موضوع العملة وربطه بالأزمات المالية هو الحدائة النسبية لهذا الموضوع وأهميته البالغة في عالم اليوم، إلى جانب اتساع الموضوع وشموليته لكل الجوانب المتعلقة بموضوع الاقتصاد الدولي الذي يعتبر أهم مجالات اهتمام الباحثة.

أهداف الدراسة:

إن حدة الأزمات المالية وخطورة الآثار المترتبة عنها، في عالم يتسم بالتكامل الكبير للأسواق المالية وسرعة نمو المعاملات المالية الدولية، نتج عنه تحديات كبيرة بالنسبة لمتخذي القرارات، خاصة فيما يتعلق بمواجهة الأزمات المالية والوقاية منها، وعلى هذا الأساس تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

- تسليط الضوء على موضوع في غاية الأهمية، ألا وهو موضوع الأزمات المالية، وتحديد الأسباب الكامنة وراء حدوثها، وإبراز أهم مؤشراتهما، ومن ثم توفير الشروط اللازمة للوقاية منها؛
- عرض المراحل التي تعكس التطور التاريخي للأزمات المالية والتطرق إلى أهم إجراءات معالجتها والنماذج المفسرة لها، باعتبار أن دراسة تاريخ الأزمات المالية أمر ضروري لاستخلاص الدروس اللازمة من أجل تفادي تكرار أخطاء الماضي؛
- الكشف عن العلاقة بين تصاعد العوامة المالية وتكرار وتواتر الأزمات المالية وتوسع نطاقها؛
- تقديم تفسير كمي لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وتحديد مدى مسؤولية كل من أسعار الفائدة والإفراط في منح قروض الرهن العقاري عالية المخاطر وألية التوريق في حدوث الأزمة، وكذا أهم الآثار الناتجة عنها؛
- إبراز أهم قنوات انتقال أزمة الرهن العقاري وتحولها إلى أزمة مالية عالمية؛
- البحث عما إذا كانت أنظمة الإنذار المبكر لها قدرة وقوة تنبؤية بحدوث الأزمات المالية؛
- حصر مجموعة من المؤشرات والدلائل التي تسمح بالتنبؤ بحدوث أزمات مالية في سبيل الوقاية، ووضع السياسات للحد ما أمكن منها والتخفيف من حدتها؛
- محاولة تقديم جملة من الآليات والإجراءات الوقائية والعلاجية من الأزمات المالية، والبحث عن البدائل الممكنة لتعزيز الثقة بالنظام المالي العالمي.

منهجية الدراسة:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية التوصل إلى تحقيق الأهداف المسطرة للدراسة تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي لإبراز الوقائع والحقائق التي تمثل مشكلة البحث، من خلال تحديد مفهوم الأزمات المالية، أنواعها وأهم أسبابها، مع إبراز دور العوامة في تكريس الأزمات المالية وأهم الإجراءات الواجب اتخاذها للوقاية منها وإدارتها وتقديم العلاج المناسب في حال حدوثها، مع التركيز على أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية. إضافة إلى اعتماد المنهج التاريخي من خلال عرض أهم الأزمات المالية التي ميزت الاقتصاد العالمي، وعلاقتها بتطور النظام النقدي الدولي. وذلك بناء على مراجعة الأدبيات الاقتصادية وما تتضمنه الدراسات في هذا الصدد، من خلال

بمجموعة متنوعة من المراجع والبيانات والكتب والمجلات المتوفرة، وبالاعتماد على الأعمال والتقارير المنجزة من طرف هيئات ومؤسسات دولية متخصصة، كصندوق النقد الدولي، البنك الدولي، بنك التسويات الدولية، والمكتب الوطني للبحوث الاقتصادية NBER، إلى جانب الاستعانة ببعض المواقع الرسمية على شبكة الانترنت. كما تم الاعتماد على أساليب التحليل القياسي في اختيار المتغيرات وطرق الاختبار والتقدير مستعينين في ذلك بالبرمجية الإحصائية " SPSS Version 17 " والبرمجية الإحصائية "Eviews 4"، في محاولة بناء نموذج لتفسير أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، والخروج بنتائج تتوافق مع النظرية الاقتصادية ومع ما تم التطرق إليه في الجانب النظري.

الدراسات السابقة:

في حدود علم الباحثة فإن هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الوقاية من الأزمات المالية، وكذلك موضوع نماذج الإنذار المبكر كإحدى تلك الآليات، ويمكن حصر أهمها فيما يلي:

1. دراسة صندوق النقد الدولي بعنوان "الأزمات المالية – الأسباب والمؤشرات، ماي 1998":

ميزت هذه الدراسة بين ثلاثة أشكال للأزمات المالية هي: أزمات العملة، الأزمات المصرفية وأزمات الدين الخارجي. وتمثلت أهم مؤشرات الإنذار المبكر التي تناولتها هذه الدراسة في: الاعتماد الكبير على الاقتراض قصير الأجل لتمويل العجز الكبير في الحساب الجاري، فشل الحكومة المتكرر في اتخاذ إجراءات تصحيحية فورية عند ظهور المشاكل أدى إلى تفاقمها، الاختلال الكبير في نظم سعر الصرف، معدل النمو الاقتصادي، معدل الاستثمار، أداء الصادرات ومعدل التبادل التجاري وتقلبه، إضافة إلى معدل نمو الائتمان الخاص، أداء سوق الأسهم، نسبة M2 إلى الاحتياطيات الدولية، معدل التضخم، أسعار الفائدة الحقيقية، معدل نمو التدفقات الرأسمالية، نسبة القروض إلى الودائع في الجهاز المصرفي، حالة الميزان التجاري ومعدل نمو التوسع النقدي.

2. دراسة ستانلي فيشر "Stanly Fisher, 1999":¹ الذي استنبط بعض الدروس المستفادة من الأزمات المالية في الأسواق الناشئة وهي أن:

- العولمة باقية من خلال الانفتاح على الأسواق والتكامل مع بقية دول العالم؛
- دور السياسة المحلية هام وضروري في تقوية النظام المالي الدولي؛
- أهمية نظم سعر الصرف وضبطها في تجنب الأزمات المالية؛
- ضرورة ملكية الدولة لبرامج الإصلاح لديها فهذا يعطي دفعة كبيرة لهذه البرامج عن طريق الدعم السياسي من خلال حكومة قوية؛
- تطبيق مبادئ "كينز" الاقتصادية خلال بعض الأزمات؛

¹ Stanly Fisher, "The Financial Crisis in Emerging Markets: Some Lessons", 28 April , 1999. <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/htm.visité> le 23/04/2009.

- دور صندوق النقد الدولي باقي في المرحلة المقبلة وجاري تطويره حتى يصبح فعالا في النظم النقدية الدولية وذلك من خلال:

- تفعيل سياسات الإقراض؛
- المزيد من الشفافية والإفصاح؛
- اتفاقيات صندوق النقد الدولي مع الدول ويراجه واستشاراته للدول التي تحتاجها.

3. دراسة " علي إبراهيم طلبة، 2000":¹ تم من خلال هذه الدراسة تحديد أهم الاضطرابات المصاحبة للأزمات في سوق المال والتمثلة في الانخفاض الكبير في قيمة العملة المحلية للدول محل الأزمة، الارتفاع في أسعار الفائدة، إضافة إلى الانهيار الكبير في أسعار الأوراق المالية بالبورصات. ورغم تكرار هذه المظاهر وغيرها عند حدوث الأزمة في أسواق المال إلا أنه توجد صعوبات عملية كبيرة في التنبؤ بنتائجها التي عادة ما تكون مدمرة لاقتصاديات دول الأزمة. وتتمثل أهم مؤشرات الإنذار المبكر في هذه الدراسة في انهيار الأسعار في سوق الأوراق المالية (البورصة)، انهيار قيمة العملة المحلية، تقلص حجم الاحتياطي النقدي الأجنبي للدولة، رفع سعر الفائدة لحماية العملة المحلية، ارتفاع حجم الديون المعدومة بالنسبة لحجم القروض الممنوحة للمضاربين، إضافة إلى غلق كثير من البنوك لسلوكلها المعيب والخسائر الكبيرة لشركات الأوراق المالية.

وتعتبر هذه الدراسة من الدراسات التجريبية التي تناولت قياس إمكانية التنبؤ بأزمات سوق المال بواسطة الأجهزة الرقابية العليا (وزارة الاقتصاد والمالية، البنك المركزي، سوق الأوراق المالية..) وحددت بالدراسة التجريبية المؤشرات والمظاهر التي يمكن لهذه الأجهزة الرقابية تتبعها ورصدها لمساعدتها على التنبؤ بأزمات سوق المال.

4. دراسة " Eliane Nehme El Ahmar, 2003":² خصت هذه الدراسة الأزمات المالية التي مست البلدان الناشئة وبالتحديد البلدان الآسيوية، مبينة الدور الذي لعبته أسواق رأس المال الدولية والتحرير المالي في حدوث تلك الأزمات. كما بينت الدراسة أن أهم خاصية لأزمات سنوات التسعينيات تجد جذورها في الانفتاح السريع لحساب رأس المال في هذه البلدان، الذي تزامن مع الركود الاقتصادي في البلدان المتقدمة منذ بداية سنوات التسعينيات، وأدى بالمستثمرين في هذه البلدان إلى البحث عن أحسن العوائد لادخاراتهم في البلدان النامية التي تعاني من نقص في رأس المال والسلع والخدمات والتكنولوجيا ورأس المال البشري، وهو ما يشجع التدفقات الرأسمالية الآتية من البلدان

¹ علي إبراهيم طلبة، " قياس إمكانية التنبؤ بأزمات أسواق المال بواسطة الأجهزة الرقابية العليا- رقابة كاشفة ومصححة- دراسة تجريبية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد 3 (كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، جوان 2000).

² Eliane Nehme El Ahmar, " Libéralisation Financière et Fragilisation Bancaire dans les Pays Emergents : Cas de la crise Asiatique" , Thèse de Doctorat, Université Pantheon-Assas (Paris II), Droit-Economie-Sciences Sociales, Discipline : Sciences de Gestion, 2003.

الصناعية. كما توصلت الدراسة إلى أنه وفي نظام مالي متكامل فإن بعض الصدمات المحلية تنتشر من خلال العدوى بين مختلف الأسواق. وعموما بينت الدراسة أن العولمة المالية تصاحبها في غالب الأحيان فقاعات وأزمات مالية.

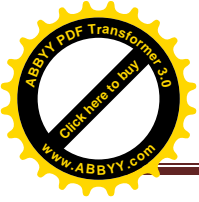
5. دراسة "سمير زواري، 2005":¹ تم من خلالها إبراز دور النظام المصرفي في حدوث الأزمة المالية الآسيوية، وبينت الدراسة أن النماذج التقليدية لأزمات الصرف لم تسمح بتفسير هذه الأزمة، وأن الأزمة في آسيا هي أزمة متسلسلة، أزمة مصرفية تبعها أزمة صرف. كما أن بناء نموذج لتفسير الأزمة الآسيوية يستوجب الأخذ بعين الاعتبار العجز الهيكلي في النظام المصرفي والمالي وإشراك الخطر المعنوي. وقد تناولت الدراسة عينة عن أربعة بلدان آسيوية هي: تايلاند، كوريا، اندونيسيا وماليزيا خلال الفترة (1970-2003). و تم تكوين مؤشر لأزمة الصرف سمي "CRISE" يمثل متوسط معدل الصرف ومعدل احتياطيات الصرف. أما بالنسبة لمؤشرات الإنذار المبكر وفق هذه الدراسة - والتي ركزت على المتغيرات المصرفية- فقد تمثلت في قروض البنوك المحلية للقطاع الخاص، سعر الصرف الحقيقي، نسبة الائتمان المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي وحجم الالتزامات الخارجية للبنوك التجارية الآسيوية، إضافة إلى نسبة M2 إلى احتياطيات الصرف للتعبير عن مدى تعرض البنوك لخروج مفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية، ونسبة سيولة البنوك إلى أصولها، إلى جانب الانفتاح على التجارة الخارجية وأثر الصدمات الخارجية.

6. دراسة " أمير الفونس عريان حنا، 2005":² تناولت هذه الدراسة:

- بعض التحديات التي تقابل تصميم نظام للإنذار المبكر للأزمات المالية والاقتصادية؛
- بعض التحفظات الواجب أخذها بعين الاعتبار عند تصميم نظام للإنذار المبكر للأزمات المالية والاقتصادية؛
- تطبيق مبادئ النظرية العامة للنظم على النظام المقترح للإنذار المبكر للأزمات المالية والاقتصادية؛
- تصميم نظام للإنذار المبكر المقترح للأزمات المالية والاقتصادية حيث يحتوي:
- **مؤشرات القطاع المالي (بيانات سنوية)** : تمثلت في: نسبة إجمالي الديون الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى الاحتياطيات الدولية، ونسبة صافي الديون الحكومية إلى الناتج المحلي الإجمالي، إضافة إلى نسبة عجز الميزانية الحكومية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

¹. Samir Zouari, "Modèles des Crises Financières, Indicateurs de Vulnérabilité et Implication du Secteur Bancaire dans La Crise Asiatique de 1997-1998", Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université Panthéon-Assas, Paris II, (2005).

². أمير الفونس عريان حنا، "تصميم نظام للإنذار المبكر للأزمات الاقتصادية في مصر، بالاسترشاد بالأزمة الآسيوية والروسية"، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، (2005).



- **مؤشرات القطاع النقدي (بيانات ربع سنوية، سنوية):** تمثلت في نسبة الاحتياطيات الدولية إلى الناتج المحلي الإجمالي، صافي الأصول الأجنبية لدى الجهاز المصرفي، أشباه النقود، إضافة إلى سعر صرف العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي ونسبة الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- **مؤشرات القطاع العيني (بيانات سنوية):** تمثلت في نسبة القيمة المضافة لكل من قطاع الزراعة وقطاع الصناعة وقطاع الخدمات إلى الناتج المحلي الإجمالي كل على حده.
- **مؤشرات لبعض المتغيرات الأخرى (بيانات ربع سنوية، سنوية):** تمثلت في نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة عجز الميزان التجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي، إضافة إلى الصادرات والواردات.

وقد تم وضع حدود دنيا وعليا لكل مؤشر داخل النظام المقترح للإنذار المبكر تتميز بما يلي:

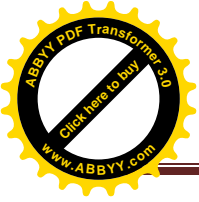
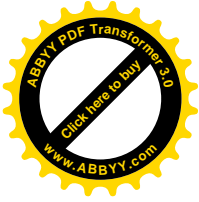
- تم اختبارها بشكل جيد قبل وضعها داخل النظام المقترح لتصلح للتطبيق على جمهورية مصر العربية وعلى أي دولة نامية أخرى؛
- تعتبر هذه الحدود عناصر متغيرة وليست ثابتة فهي مرنة تتغير طبقا للظروف الاقتصادية المحيطة. ومما لا شك فيه أن الاهتمام بالأمور الاجتماعية والسياسية ذات الصلة بالجانب الاقتصادي لا يقل أهمية عن الأمور المالية والنقدية والعينية خاصة في ظل العولمة، والاهتمام المتزايد بالتنمية البشرية والتصالح مع البيئة، لذلك اهتمت هذه الدراسة بمؤشرات الإنذار المبكر الاجتماعية والسياسية الاقتصادية والمتمثلة في:

- **المؤشرات الاجتماعية الاقتصادية (بيانات سنوية):** تمثلت في نسبة السكان تحت خط الفقر على المستوى القومي، معدل البطالة، مؤشرات التنمية البشرية، نسبة الاستهلاك الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، إلى جانب معدلات الجريمة.
- **المؤشرات السياسية الاقتصادية (بيانات سنوية):** وهي مؤشر الحرية الاقتصادية ومؤشر الفساد.

وتم وضع حدود للأمان دنيا وعليا لكل مؤشر على حدة بعد اختبارات كثيرة حتى يصلح هذا النظام للتطبيق في جمهورية مصر العربية وفي أي دولة نامية أخرى.

7. دراسة " نسيم أوكيل ، 2008-2007":¹ تعرضت فيها الباحثة في البداية إلى نشأة نظام النقد الدولي وتطوره، والتفصيل في الجوانب النظرية للأزمة المالية، من خلال التعرض إلى ماهية الأزمة المالية وأهم أنواعها المتمثلة في أزمة الصرف، الأزمة المصرفية، أزمة الأسواق المالية، وأزمة المديونية. كما تطرقت الباحثة إلى إبراز دور العولمة المالية في

¹ . نسيم أوكيل، "الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها (مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا)"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، (2008-2007).



خلق الأزمات المالية، ليتم بعد ذلك التطرق إلى واقع اقتصاديات جنوب شرق آسيا كالاقتصاديات الناشئة في ظل التحرير المالي وظاهرة اندماجها في الاقتصاد العالمي، مع تقديم عرض لأهم الأزمات المالية التي مست الاقتصاديات الناشئة. وفي الأخير تم التطرق إلى آليات إدارة ومواجهة الأزمات المالية، من خلال تشخيص الأزمة الآسيوية وعرض أسبابها الحقيقية وأهم الدروس المستفادة منها، وتقديم جملة من الآليات حول كيفية إدارة الأزمات المالية من طرف صندوق النقد الدولي، وبعض البدائل الأخرى لمواجهة الأزمات المالية كإصلاح النظام المالي الدولي، التعاون الإقليمي... الخ.

8. دراسة ستيفان سورب "Stéphane Sorbe, 2008"¹: هدفت هذه الدراسة إلى نمذجة أسعار المنازل وتحديد المتغيرات المتحركة فيها في الولايات المتحدة الأمريكية على المديين القصير والطويل. وقد بينت الدراسة أنه إذا لم يكن هناك قيد متعلق بتوافر الأراضي الصالحة للبناء، فإن أسعار العقارات تتطور على المدى الطويل تبعاً لتطور تكلفة البناء، في حين أن ندرة الأراضي في المناطق الحضرية (المدن الكبرى) يعقد العلاقة بين ارتفاع أسعار العقارات وتكاليف البناء. وقد تم تقدير السعر الإجمالي للعقارات باعتبارها ترجيح للأسعار في المناطق الحضرية (التي تعتمد على محددات الطلب على السكن المتمثلة في الدخل الإجمالي الحقيقي للفرد ومعدل الفائدة على الرهن العقاري) والأسعار في المناطق الريفية (التي تعتمد على تكاليف البناء).

وتوصلت الدراسة إلى أن مستوى الأسعار التوازني يرتبط على المدى الطويل بتكاليف البناء والدخل المتاح الحقيقي للفرد ومعدلات الفائدة على الرهن العقاري، وهي تتيح تقدير الأهمية النسبية للمناطق الحضرية والريفية في مؤشر السعر الكلي. أما على المدى القصير فإن مؤشر أسعار المنازل في الولايات المتحدة يعتمد على الدخل المتاح الإجمالي الحقيقي للفرد، مؤشر أسعار المستهلك، الرقم القياسي لتكاليف البناء الفعلية، معدل التمويل العقاري التقليدي لمدة 30 عاماً والانحراف في الناتج المحلي الإجمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي المحتمل.

9. دراسة جون مارك ليكا "Jean-Marc Lucas, 2009"²: هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أهم المتغيرات المتحركة في معدلات التخلف عن السداد ومعدلات الحجز على المنازل المتعلقة بقروض الرهن العقاري عالية المخاطر "Subprime" في الولايات المتحدة الأمريكية، من خلال المسح الربع السنوي وبناء على المتغيرات الاقتصادية الرئيسية التي من المحتمل أن تؤثر فيها، وخاصة التغير السنوي في معدل البطالة وفي معدلات الفائدة على القروض قصيرة الأجل (ليبور لثلاث أشهر) والتغير السنوي في أسعار المنازل. وقد تم التوصل إلى معادلتين اثنتين من خلال المتغيرات المختارة، وهي تشرح بصورة جيدة التغيرات في معدلات التخلف عن السداد ومعدلات الحجز على المنازل بالنسبة للجزء الخاص بقروض السيبرام خلال الفترة القصيرة التي تتوفر عنها بيانات.

¹. Stéphane Sorbe, "Éclatement de la Bulle sur le Marché Immobilier Américain", Éditeur Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique, TRÉSOR-ÉCO, N° 40 (Juillet 2008).

². Jean-Marc Lucas, "Ménages Américains : la Grande Déprime", Bulletin Edité par les Etudes Économiques – BNP PARIBAS, (Mars 2009), P. 12. www.bnpparibas.com . visité le 30/02/2010.

وقد تم الاعتماد في عملية التنبؤ على مجموعة من الافتراضات شملت استمرار الارتفاع في معدل البطالة إلى 8,3% عام 2009 و إلى 9,6% عام 2010، إلى جانب الاستقرار في أسعار الفائدة في حدود 1%، والانخفاض الطفيف في أسعار المنازل عام 2009 قبل أن تستقر عام 2010.

وعلى هذا الأساس، تم توقع حدوث تغيير في معدلات العجز عن تسديد قروض السيبرام خلال الفترة (2009-2010). وتم التوصل إلى أن معدلات العجز عن السداد تستمر في الارتفاع خلال عام 2009 (24.4% في المتوسط بعد 19,9% في عام 2008) قبل أن تتراجع قليلا عام 2010 (23,2%). أما معدل الحجز على المنازل فقد عرف تطورا مماثلا، من 12,2% عام 2008 إلى 17,1% في عام 2009، قبل أن يستقر عند 16,7% في عام 2010. وكانت النتائج المتحصل عليها قريبة من النتائج الفعلية.

10. دراسة "علياء بسيوني، 2010"¹، هدفت هذه الدراسة إلى تحديد المؤشرات التي يمكن أن يتضمنها نظام الإنذار المبكر للأزمات المصرفية في كل من مصر، تونس، المغرب والأردن خلال الفترة (1999-2007). وقد أوضحت نتائج القياس أن كلا من نسبة الاحتياطيات السائلة للأصول ونسبة رأس المال للأصول ومعدل العائد على الأصول ومعدل دوران الأسهم يرتبط بعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية مع مؤشر الأزمات المصرفية. أما بالنسبة للمتغيرات التي تمارس تأثيرا طرديا ومعنويا على هذا المؤشر فقد تمثلت في نسبة كل من التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل والعجز في الحساب التجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي. كما تبين أيضا عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من معدل النمو الاقتصادي ومعدل التضخم وسعر الفائدة الحقيقي ونسبة عجز الموازنة وبين مؤشر هذه الأزمات. وقد خلصت الدراسة إلى أهمية إدخال المؤشرات التي تعكس كلا من الأداء المالي والأداء الاقتصادي الخارجي عند تصميم نظام الإنذار المبكر بالأزمات المصرفية.

هيكل الدراسة:

من أجل الإجابة على التساؤلات المطروحة أعلاه والإحاطة بكل جوانب الموضوع، تطلبت الدراسة تناول الموضوع في مقدمة عامة وستة فصول لنهاي الدراسة بخاتمة عامة، محافظين قدر الإمكان على التسلسل المنطقي والتدرج في طرح الأفكار.

خصص الفصل الأول لتسليط الضوء على بعض المفاهيم حول الأزمات المالية لإزالة الغموض الذي قد يعترض القارئ، وتحديد الأسباب الكامنة وراء حدوثها وأهم أنواعها، وبعدها التاريخي من خلال ربطها بنشأة وتطور نظام النقد الدولي. كما تم التطرق إلى أهم النظريات المفسرة للأزمات الاقتصادية بشكل عام والأزمات المالية على وجه الخصوص، مع محاولة إظهار أهم الآثار المترتبة عن الأزمات المالية.

¹. علياء بسيوني، " مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات المصرفية مع التطبيق على بعض الدول العربية ذات الاقتصاديات المتنوعة"، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المجلد 12، عدد 2 (حوان 2010).

أما الفصل الثاني فقد اهتم بدراسة وإبراز دور العولمة المالية بكل آلياتها في خلق وتكريس الأزمات المالية، وذلك من خلال التعرض أولاً لمفهوم العولمة المالية وأهم العوامل المساعدة على ظهورها وتطورها. وقد حاولت الباحثة توضيح دور العولمة المالية في إحداث الأزمات المالية وتوسيع نطاقها من خلال تحديد أهم الآثار المترتبة عنها، بالتركيز على دور كل من المشتقات المالية ونظم الصرف المتبنية في حدوث هذه الأزمات، وكذلك دور العدوى المالية في توسيع نطاق الأزمات المالية من خلال ما توفره العولمة المالية من قنوات لانتقالها وانتشار آثارها.

ويتناول الفصل الثالث دراسة تحليلية لأهم الأزمات المالية التي حدثت سواء في البلدان المتقدمة أو البلدان الناشئة، وذلك من خلال تحديد أهم أسباب هذه الأزمات والنتائج المترتبة عنها وآليات معالجتها، إضافة إلى السياق العام والظروف المحيطة بزمن حدوثها، كما تم التطرق أيضاً إلى أهم النماذج النظرية المفسرة للأزمات المالية.

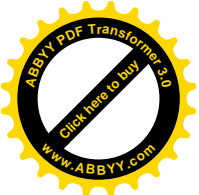
وفي الفصل الرابع تم تناول أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة بشيء من التفصيل من خلال التعرض لآلية التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، والتعرف إلى السوق الثانوي للرهن العقاري وعملية التوريق في هذه السوق، وذلك بهدف إبراز جذور وأسباب هذه الأزمة، وهل كان بالإمكان التنبؤ بها قبل حدوثها. كما تم التطرق إلى أهم قنوات انتشار الأزمة وتحولها إلى أزمة مالية عالمية، وأهم الآثار التي ترتبت عنها وكذا سبل علاجها.

أما بالنسبة للفصل الخامس فهو عبارة عن دراسة قياسية لأزمة الرهن العقاري حاولت من خلاله الباحثة تقديم تفسير لأزمة الرهن العقاري وتحديد أهم الأسباب الكامنة وراء حدوثها من خلال تقديم نموذج كمي يلخص أسباب الأزمة المالية.

وأخيراً جاء الفصل السادس لبيان أهم الإجراءات الواجب إتباعها للوقاية من الأزمات المالية، مع التطرق لنماذج الإنذار المبكر ومدى فعاليتها في الوقاية من الأزمات، وكذلك دور صندوق النقد الدولي في التصدي لها وإدارتها باعتباره الجهة المسؤولة عن استقرار النظام المالي والنقدي الدولي. إلى جانب التطرق إلى أهم آليات علاج الأزمات المالية وإدارتها في حال حدوثها والدور الكبير الذي يجب أن يضطلع به صندوق النقد الدولي باعتباره مقرض الملاذ الأخير. وفي الأخير تم تناول نظام التمويل الإسلامي باعتباره أحد أهم البدائل المطروحة لنظام التمويل التقليدي للوقاية من الأزمات المالية.

صعوبات الدراسة:

صادفت الباحثة في إطار إنجاز هذا البحث العديد من الصعوبات لعل أهمها هو ذلك المتمثل في صعوبة الحصول على كل الإحصائيات اللازمة لإعداد البحث، إلى جانب التضارب الكبير في الإحصائيات نتيجة الاختلاف في مصادرها، الشيء الذي تطلب الكثير من الوقت والجهد من أجل اختيار أدق المعطيات وأقربها من الصحة وأكثرها مصداقية.



الفصل الأول:

مقارنة مفاهيمية حول الأزمات المالية، أسبابها، أنواعها والآثار المترتبة عنها

الفصل الأول:

مقارنة مفاهيمية حول الأزمات المالية، أنواعها، أسبابها والآثار المترتبة عنها.

عرف العالم العديد من الأزمات المالية التي كان لها آثار سلبية على مجمل الاقتصاد العالمي، وهددت الاستقرار الاقتصادي، السياسي والاجتماعي للبلدان المعنية، وقد تضاعف عدد هذه الأزمات بشكل مذهل مع نهاية ثمانينيات القرن العشرين، كما تغيرت طبيعتها تدريجياً مع تطور الاقتصاديات، وتعددت أسبابها وآثارها، مما جعلها من أكثر المواضيع الاقتصادية تداولاً للدراسة. وباعتبار المفهوم النظري الركيزة الأساسية التي يبني عليها أي موضوع، فقد آثرت الباحثة التطرق إلى جملة من المفاهيم المتعلقة بالأزمات المالية مبينة أشكالها، وأسباب حدوثها، ومبرزة أهم الآثار والنتائج المترتبة عنها.

المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية وأهم أنواعها

يعتبر موضوع الأزمات من المواضيع الحساسة التي تثير اهتمام العديد من الباحثين والاقتصاديين. فالأزمات قد تكون اجتماعية أو سياسية أو اقتصادية. ومهما كان المجال الذي وقعت فيه، فإنه يترتب عنها آثار سلبية قد تكون مدمرة، ومن هذا المنطلق وجب علينا البحث في مفهومها قصد التمييز بينها.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة

تتحدّر الكلمة الفرنسية "Crisis" من الكلمة اللاتينية "Crisis" والتي اشتقت بدورها من الكلمة اليونانية "Krisis"، وتستعمل هذه الكلمة في علم الاقتصاد للإشارة إلى الفترات القصيرة التي يكون خلالها الاقتصاد في حالة غير مستقرة.¹ وقد استخدم هذا المصطلح في الأدبيات الفرنسية بداية في الكتابات الطبية، وبعدها في مجالات أخرى مختلفة، كالأخلاق، علم النفس، السياسة والاقتصاد وخاصة في المجالات المالية والتجارية والصناعية والزراعية.² ورغم التداول الكبير لمصطلح الأزمة فإن لها العديد من المعاني والتعاريف.

فنعرّف الأزمة بأنها "حالة من عدم التوازن والاتساق بين ما تم وبين ما يجب أن يتم". أو هي "كل ما لا يمكن توقعه أو التفكير فيه سواء من أحداث، أو تصرفات تؤثر أو تهدد بقاء الناس، ومنظمات الأعمال أو تلوث البيئة والحياة الطبيعية".³

¹. Jacques Pavoine, *Les Trois Crises du xx^e Siècle*, (Paris : Ed Ellipses, 1994), P. 8.

². بلعباس عبد الرزاق سعيد، ما معنى الأزمة؟ كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، (جدة، المملكة العربية السعودية: مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، 2009)، ص. 9.

³. عبد السلام أبوقحف، الإدارة الإستراتيجية وإدارة الأزمات، (الإسكندرية: الدار الجامعية الجديدة للنشر، 2003)، ص. 346.

وتعرف أيضا بأنها "حدث مغاير لما هو مخطط له، قد يكون متوقعا وقد لا يكون"، أو أنها "عبارة عن خلل يؤثر تأثيرا ماديا سواء إيجابيا أو سلبيا على النظام ككل". وقصد فهم الأزمة يجب التفرقة بين المفاهيم الآتية: الحادث أو الواقعة والأزمة، فالحادثة أو الواقعة هي الأحداث المسببة للأزمة فمثلا، في حالة غرق سفينة، فإن لحظة الغرق تشكل الحادث الذي تسبب في الأزمة للأطراف المعنية، أي أن الأزمة هي أثر الحادث الذي وقع بالفعل.¹

كما أن الأزمة "تعبّر عن موقف وحالة يواجهها متخذ القرار في أحد الكيانات الإدارية، تتلاحق فيها الأحداث وتتشابك معها الأسباب بالنتائج ويفقد معها متخذ القرار السيطرة عليها وعلى اتجاهاتها المستقبلية".²

إن التحدي الذي يواجهه متخذ القرار في حالة الأزمات برعت اللغة الصينية في استيعابه، إذ رمزت لمصطلح الأزمة، كما ينطقونه بـ "WET_JI"،³ وهما عبارة عن كلمتين: أولهما تعبر عن "الخطر" والأخرى عن "الفرصة" التي يمكن استثمارها. والبراعة في ذلك تكمن في تصور إمكانية الأزمة وما تستبطن من مخاطر إلى فرصة لإطلاق القدرات الإبداعية التي تستثمر الأزمة كفرصة لإعادة صياغة الظروف، وإيجاد الحلول البناءة. والقدرة الحقيقية هنا تكمن في إمكانية تحويل الخطر إلى فرصة يمكن استثمارها، وتحويل إيجابيات المحنة إلى مناخ يحفز ويخصب فعالية الجهود الإبداعية. ولعل هذا ما يؤكده رجل الاقتصاد الأمريكي "ميلتون فريدمان" في كتابه "الرأسمالية والحرية" (1962) إذ يرى أن "الأزمات فقط، سواء كانت حقيقية أو مصطنعة، يمكنها أن تحقق تغييرا حقيقيا".⁴

يستخلص من التعاريف السابقة بأن الأزمة هي عبارة عن موقف حرج ومعقد، وحالة من عدم التوازن تتسارع فيه الأحداث وتتلاحق وتختلط فيه الأسباب بالنتائج، وتسفر عن جملة من النتائج غير المتوقعة، وصعوبة في اتخاذ القرارات الشيء الذي يقتضي ضرورة البحث عن أساليب وحلول مستحدثة وغير تقليدية للخروج منها أو التقليل من حدتها. كما يمكن أن تكون الأزمة كنقطة تحول نحو وضع أفضل باعتبارها فرصة لتحديد نقاط الضعف في النظام المعني وإطلاق القدرات الإبداعية لبناء أسس نظام جديد أقوى.

المطلب الثاني: مفهوم الأزمة المالية

ظهرت عبارة الأزمة المالية لأول مرة عند الكاتب "الكونت دي لاس كاز" "Comte de Las Cases" (1766-1842) وذلك عام 1823.⁵ وتتضمن الأزمات المالية عموما توليفات مختلفة من المشاكل النقدية والمصرفية ومشاكل الديون، وعلى هذا الأساس فقد تعددت مفاهيمها مع تعدد أنواعها وأشكالها.

¹. صلاح عباس، إدارة الأزمات في المنشآت التجارية، (مصر: مؤسسة شباب الجامعة، 2002)، ص. 28. نقلا عن أوكيل نسيم، مرجع سابق، ص. 50.

². محسن أحمد الخيزري، إدارة الأزمات: منهج اقتصادي إداري متكامل لحل الأزمات، (القاهرة: مكتبة مدبولي، 1990)، ص. 53.

³. عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتسمية المتواصلة، (أبو ظبي: شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، 2002)، ص. 25.

⁴. حازم البيلوي، "الأزمة المالية العالمية الحالية محاولة للفهم"، ص. 25. [http://www.siironline.org/alabwab/monawat\(28\)/333.ht](http://www.siironline.org/alabwab/monawat(28)/333.ht) visité le 2009/11/25

⁵. عبد الرزاق سعيد، مرجع سابق، ص. 8.

فيقصد بأزمة الأسواق المالية "التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم لأهم الشركات الصناعية في السوق، وما لها من آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية".¹

ومن التعاريف المبسطة لمصطلح الأزمة المالية، هي أنها "اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في بعض المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى".² وهي مؤشر على هشاشة النظام المالي لهذا البلد أو ذلك.

كما يمكن تعريفها على أنها "انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقار، أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول كنتيجة لانفجار "فقاعة سعوية".^{*}

من مجمل التعاريف السابقة يمكن القول أن الأزمة المالية هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية، ومعدل الصرف، وتعتبر عن انهيار شامل في النظام المالي والنقدي.

وإذا كانت الأزمة المالية لا تتعلق في بداية الأمر إلا بالأسواق المالية، فإن توسعها وتفاقمها يؤدي إلى آثار مضرّة بالاقتصاد الحقيقي، من خلال تضيق الائتمان وانخفاض الاستثمار، مما يجر إلى أزمة اقتصادية، بل وحتى إلى ركود اقتصادي.³ وقد تنتشر الأزمة لتتحول إلى أزمة إقليمية أو أزمة عالمية.

¹. عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، (عمان: دار مجدلاوي للنشر عمان، 1999)، ص. 200.

². فريد كورتل، كمال رزيق، "الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية"، المؤتمر العلمي الثالث حول: "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول -التحديات والأفاق المستقبلية"، (الأردن، جامعة الإسراء الخاصة بالاشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 29-28 أبريل 2009)، ص. 3.

^{*} الفقاعة المالية أو السعوية، أو فقاعة المضاربات كما تسمى أحيانا تعرف بأنها تراكم الفروقات بين القيمة السوقية لأصل مالي وقيمتها الأساسية، أي ابتعاد القيمة السوقية للأصل المالي عن قيمته الحقيقية. ويجب الإشارة هنا إلى دورة حياة الفقاعة التي تشتمل مرحلتين: - **مرحلة الانتفاخ** الذي قد يستغرق عدة سنوات ويتمثل، في واقع الأمر، في زيادة الطلب على أصل مالي معين نتيجة العائد المرتفع الذي يدره أو نتيجة التوقعات المتفائلة بشأن قيمته في المستقبل. - **المرحلة الثانية** هي **مرحلة الصدمة**، أو انفجار الفقاعة الذي يكون مفاجئاً نتيجة عدم وجود ارتباط أو علاقة منطقية بين الدائرة الحقيقية (الإنتاج، الاستثمار، التشغيل) وبين الدائرة المالية (الأسواق المالية) نتيجة حدة المضاربة المالية. أنظر في ذلك: بن نعمون حمادو، "طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008"، الملتقى العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، (جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009)، ص. 9.

³. عبد الرزاق سعيد، مرجع سابق، ص. 19.

المطلب الثالث: العلاقة بين الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية

كانت الأزمات لما قبل الرأسمالية ناتجة عن الندرة وانتشار الأمراض الفتاكة، أو مواجهات دينية وعرقية تنتهي في آخر الأمر بتدهور كبير في الأوضاع المادية للسكان، فالأمر لم يكن يتعلق بالأزمات الاقتصادية بالمفهوم الحديث وذلك بسبب غياب وازع الربح. غير أن ميلاد الرأسمالية، وبشكل أدق اقتصاد السوق، جاء بنوع جديد من الأزمات تولدت على أساس المنظومة الجديدة والمتمثلة في الملكية الفردية لوسائل الإنتاج واستعمالها للعمل كمصدر للإنتاج والتراكم بهدف الوصول إلى أكبر قدر من الكسب، الشيء الذي يقتضي منافسة مستمرة بين الفاعلين الاقتصاديين، وهي منافسة تساعد على تقدم تكنولوجي متسارع. ولقد ارتبطت الملكية الفردية تاريخياً بميلاد الطبقة البورجوازية في أوروبا، فيما أفرزت ديناميكية الإنتاج اتساع القوى العاملة. وهنا اتضحت ثنائية رأس المال - العمل كمحور للحركية الاقتصادية وتولد عنها ثنائية أخرى، الإنتاج - الاستهلاك، أو العرض والطلب. وأدى البحث عن مصادر جديدة للربح والمنافسة بين القوى الصناعية الكبرى إلى ظاهرة الاستعمار والامبريالية في سبيل توسيع الأسواق واستغلال المواد الأولية. وهذه هي العناصر التي تشكل محاور الأزمات الاقتصادية.¹

إنّ تقديم مفهوم محدد للأزمة الاقتصادية وتحديد الأسباب المؤدية إليها يعتبر أمراً صعباً، على حد قول ج.أتالي (J. Attali) في مقال بعنوان "مفهوم الأزمة في النظرية الاقتصادية: النظام بالضوء": "لا يوجد بنظري لا نهاية ولا بداية للأزمة".² لكن رغم ذلك يمكن تقديم بعض المفاهيم المتعلقة بالأزمة الاقتصادية.

يمكن تعريف الأزمة الاقتصادية بالنسبة إلى النمو بأنها "انقطاع بالنسبة إلى مجرى التوسع الذي يعطي وحده إذا وجدنا فيه الإشباع، لأنه يقابل الاستخدام الكامل لعناصر الإنتاج. وهو يصبح عملياً منذ أن نبدأ بحساب معدل النمو المحتمل أو عندما نستند إلى معدل النمو في الماضي". وعليه يمكن تعريف الأزمة الاقتصادية بأنها فترة انقطاع في مسار النمو الاقتصادي السابق، لا بل حتى انخفاض الإنتاج، وهي فترة يكون فيها النمو الفعلي أدنى من النمو المحتمل، وعلى هذا الأساس فإن اليابان سنة 1987 ليست بلد أزمة قياساً على معدل البطالة (2%) فقط، وهي بلا شك في أزمة إذا قسناها بالنسبة للنمو الاقتصادي والمالي الذي قدر 9,8% سنوياً بين سنتي 1962 و 1973 مقابل أقل من 4% بين سنتي 1974 و 1987.³ وكل هذه الصعوبات تشكل عوائق أمام محلي الأزمات.

كما يمكن تعريف الأزمة الاقتصادية على أنها "حالة حادة من المسار السيئ للحالة الاقتصادية لبلاد أو لإقليم أو للعالم بأسره. تبدأ عادة جراء انهيار أسواق المال، وترافقها ظاهرة جمود أو تدهور في النشاط الاقتصادي تتميز بالبطالة، الإفلاس، التوترات الاجتماعية وانخفاض القدرة الشرائية".⁴

¹. فتح الله ولعلو، نحن والأزمة الاقتصادية العالمية، (الدار البيضاء: المغرب: المركز الثقافي العربي، 2009)، ص. 76-75.

². دانييل أرنولد، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، (لبنان: المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، 1992)، ص. 11.

³. المرجع نفسه، ص. 12.

⁴. عبد الرزاق سعيد، مرجع سابق، ص. 19.

وهناك من يصنف بعضا منها إلى أزمات اقتصادية دورية يمكن رصد مقوماتها والوقاية منها بمعالجة بواعثها التي تظهر جليا من خلال الدورات الاقتصادية التي يمر بها الاقتصاد القومي في دول اقتصاديات السوق خاصة، إذ تشغل الأزمة الدورية مركز الصدارة في تراتبية الأزمات الاقتصادية. وفي نهاية المطاف فإن الأزمة تعطي دفعة لرفع إنتاجية العمل وتخفيض نفقات الإنتاج. وفي هذا المعنى بالذات تعتبر الأزمات بمثابة المرحلة التأسيسية للدورة، أي المرحلة التي تحدد بقدر كبير المسار اللاحق للتطور، والملامح الرئيسية للدورة التالية.¹

إن حالات اللا استقرار غدت وصمة يوصم بها النظام الرأسمالي، كما تحولت من سمتها الاستثنائية قصيرة الأجل، وباتت ظاهرة "نمطية دورية طويلة المدى" تضرب في العمق وملاصقة بشكل عضوي لصيرورة دورات الاقتصاد الرأسمالي، حتى أصبح اقتصاد المراكز الكبرى يدعى بـ "اقتصاد الأزمات".² ونخص بالذكر الاقتصاد الرأسمالي نظرا لما يخضع إليه من تقلبات اقتصادية يتعرض لها نظام الإنتاج فيه، وما تفرزه من أزمات نتيجة لحركة قوى الفعل الاقتصادي وعوامل الإنتاج في المجتمع، كما أن هذه الأزمات تظهر في جميع مراحل الدورة الاقتصادية* سواء كانت مرحلة انكماش أو ركود أو انتعاش أو رواج.

وحسب كندلبرج (Kendelberger, 2000).³ فإن الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية تربطهما علاقة قوية، فالدخول في ركود أين يكون هناك تباطؤ في النمو الاقتصادي يتزامن غالبا مع أزمة في النظام المصرفي والمالي، من خلال شح في عرض التمويل، وانخفاض أسعار الأصول المالية، وإفلاس وإعادة بناء القطاع البنكي، وهو ما يزيد من حدة الأزمة الاقتصادية. كما أن الأزمة المالية تعطي الإشارة وتعتبر كسبب في الانعكاس نحو الأزمة الاقتصادية.⁴ وعموما يمكن القول أن الأزمة الاقتصادية ذات أبعاد أشمل وأوسع من الأزمة المالية.

1. إ. بلجوك، الأزمات الاقتصادية للرأسمالية المعاصرة، تعريب: محمد تقي عبد الحسني القزويني، (موسكو: دار العلم للنشر، 1981)، ص. 2.
2. عقبة عبد اللاوي، نور الدين جواد، "الأزمات المالية سجال التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي"، المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي"، (عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010)، ص. 7.

* هناك نوعين من الدورات الاقتصادية: دورات قصيرة الأجل سماها شومبيتر دورات جوغلار، تكريما لمؤسس نظرية الدورة. تدوم هذه الدورات من 6 إلى 11 سنة والمدة المتوسطة هي ثماني سنوات، ودورات طويلة لمدة 40 إلى 60 سنة "الحركات الكوندراتيفية"، وهي تسمية وضعها كذلك شومبيتر تكريما لاقتصادي روسي أبرزها وحاول تفسيرها. تضاف إلى هاتين الحركتين الدوريتين التقليديتين، على الأقل ثلاث نماذج أخرى للدورات: دورات أقصر تكمل الأولى، مثل دورات كيتشن (Kitchin) من 40 شهرا، وحدثت في الولايات المتحدة الأمريكية بين 1807 و 1937، دورات أطول تكاملت معها الأخرى، مثل الدورات المناخية لـ "ويلر" (Wheeler) بطول 100 سنة تقريبا، وأخيرا دورات ليست متعاقبة مثل الدورة الشهيرة الأمريكية للأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهي تعود لفترة ما قبل الحرب العالمية الثانية. للتفصيل أنظر في ذلك: دانييل أرنولد، مرجع سابق، ص. 103-104.

3. Christian de Boissieu, **Les Systèmes Financiers : Mutation, Crises et Régulation**, 2^{ème} édition, (Paris :Ed Economica, 2006), p.88.

4. Bernard Rosier, **Les Théories des Crises Economiques**, 5^{ème} édition, (Paris : Ed La Découverte, 2003), p.5.

المطلب الرابع: أنواع الأزمات المالية

تختلف الأزمات المالية وتتنوع وفقا لمسبباتها وطبيعة القطاع الذي حدثت فيه. وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين أربعة أشكال أساسية للأزمات المالية.

1. أزمة العملة:

يطلق عليها أحيانا أزمة الصرف الأجنبي،* أو أزمة ميزان المدفوعات. وتحدث الأزمة في النقد الأجنبي، عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها، أو ترغم السلطات النقدية (البنك المركزي) على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة. ويقصد بالمضاربة بمعناها الضيق في سوق الصرف الآجل، شراء أو بيع آجل للعملة بقصد الاستفادة من الفرق بين السعر الآجل يوم التعاقد والسعر الحاضر يوم الاستحقاق، أي أن اهتمام المضارب ينصب أساسا على الاستفادة من توقع اختلاف سعر صرف العملاتين في السوق الحاضر عن السوق الآجل.¹ كما تعني المضاربة بمعناها الواسع، وفقا لكولبواز (P. Coulbois)² كل قرار اقتصادي يؤخذ حاليا تبعا لتوقع حول القيمة المستقبلية لمتغير أو لعدة متغيرات تعتبر هامة بالنسبة للوكيل الاقتصادي المقرر، فإذا تم -مثلا- توقع انخفاض في أثمان الأوراق المالية في المستقبل (أي أن سعر الفائدة سيرتفع)، فإنهم يؤجلون عمليات الشراء ويحتفظون بالنقود سائلة، ويتوقف حجم هذا الجزء من الطلب على النقود على توقعات الأفراد بالنسبة للأثمان في المستقبل بما في ذلك سعر الفائدة، أي يتوقف على التوقعات خاصة تلك السائدة في سوق الأوراق المالية.³

ويتميز المحللون بين أزمات العملة ذات "الطابع القديم" أو "الحركة البطيئة"، وبين أزمات "الطابع الحديث"؛ فالأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري، وهذا ما يكون غالبا في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال، بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة. أما في الحالة الثانية، فإن القلق الذي يبتاب المستثمرين بشأن جدارة ميزانيات جزء مهم من الاقتصاد (سواء كان عاما أم خاصا) بالثقة يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية الأكثر تحمرا وتكاملا إلى الضغط سريعا على سعر الصرف.⁴ ومن ثم تحدث الأزمة.

* يشترط هذا التعريف حدوث انخفاض في سعر الصرف الاسمي بمعدل 15% كحد أدنى مقابل الدولار الأمريكي، مع حدوث مزيد من الانخفاض في سعر الصرف بمقدار 10% على الأقل مقارنة بالعام السابق، وأن يكون معدل انخفاض سعر الصرف أقل من 10 نقاط مئوية في العام السابق. أنظر في ذلك: صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، أفاق الاقتصاد العالمي (أكتوبر 2009)، ص. 124.

¹ . نسيم أوكيل، مرجع سابق، ص. 74.

² . وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي: قضايا نقدية ومالية، (لبنان: دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، 2001)، ص. 203.

³ . المرجع نفسه، ص. 452.

⁴ . كريستيان ملدر، "عين العاصفة - يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدابير الحل"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، عدد 4 (صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002)، ص. 6.

2. الأزمة المصرفية:

وتسمى أيضاً - الذعر المالي "Financial Panic"، وهي عبارة عن حالة من عدم الاستقرار تحدث نتيجة انهيار أحد المصارف، وذلك عندما يقوم المقرضون (المودعون) قصيرو الأجل فجأة بسحب قروضهم (ودائعهم) من مقرض غير قادر على السداد. وتتحقق ظاهرة الذعر المالي عند توافر الشروط الآتية:¹

- أن تزيد المديونية قصيرة الأجل عن الأصول قصيرة الأجل؛
 - ألا يحتوي السوق على دائن كبير يكون قادراً على توفير التسهيلات اللازمة لسداد الالتزامات قصيرة المدى؛
 - عدم وجود مقرض أخير أو مقرض نهائي.
- كما تحدث الأزمة المصرفية عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من أحد البنوك، أو إخفاق البنوك، بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك، بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك لمنع حدوث آثار سلبية واسعة النطاق في الدولة.²

وفي هذا السياق يرى كل من ديمرغ كينت و ديترجياش (Demirguc-kunt & Detragiache, 1997)، أن الأزمة المصرفية تحدث إذا كانت نسبة القروض غير المؤداة إلى إجمالي الأصول تفوق 10%، وأن تكلفة عمليات الإنقاذ تفوق 2% من قيمة الناتج الداخلي الإجمالي للبلد المعني، كما يمكن أن يحدث في هذه الحالة تأمين للبنوك أو ضمان للودائع. كما يستعمل كل من كابريو وكلينجبيال (Caprio & Klingebiel, 1999) خسائر القروض وتآكل رأس مال البنك في تعريف الأزمة المصرفية.³

وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً أطول من أزمات العملة ولها آثار أشد على النشاط الاقتصادي، وقد كانت هذه الأزمات نادرة في الخمسينيات والستينيات من القرن العشرين بسبب القيود على رأس المال والتحويل، ولكنها أصبحت أكثر شيوعاً منذ سبعينيات القرن ذاته، وتحدث بالتبادل مع أزمات العملة.⁴ كما أن من الصعب التعرف عليها، نظراً لطبيعة المشكلة من جهة ونقص البيانات والمعلومات من جهة أخرى.

وهنا يمكن تمييز نوعين من الأزمات المصرفية،⁵ الأولى تتمثل في "الأزمة المصرفية العادية" التي قد تتهتر فيها قدرة بعض المصارف عن الوفاء بالتزاماتها، وتتأثر ملاءمتها نتيجة لزيادة الأصول المتعثرة مما يؤدي إلى تآكل قاعدتها الرأسمالية، وبين "الأزمة المصرفية المنظومية"، أين يصاب النظام المصرفي بالشلل الكامل وتدفع حتى بالبنوك السليمة إلى إقفال أبوابها؛ ولعدم إمكانية التمييز بين البنوك الضعيفة والسليمة بسبب عدم وضوح المعلومات، فإن المودعين

¹ شذا جمال الخطيب، "الأزمة المالية والنقدية في دول جنوب شرقي آسيا"، مجلة دراسات إستراتيجية (مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، 2001)، ص. 23.

² كريستيان ملدر، مرجع سابق، ص. 6.

³ Iric Santor, "Banking Crises and Contagion : Empirical Evidence", Working Paper (Bank of Canada, 2003), P.10.

⁴ كريستيان ملدر، مرجع سابق، ص. 6.

⁵ عمرو محي الدين، أزمة النور الآسيوية، (القاهرة: دار الشروق للنشر، 2000)، ص. 180-181.

يتجهون إلى سحب نقودهم مهما كانت حالة البنك، وهو ما يسبب زعر مالي.¹ وهذا النوع من السلوك يعبر عنه "بسلوك القطيع".*

3. أزمة الديون:

تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) أو بدين سيادي (عام). وتؤدي المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، إلى تراجع حاد في تدفقات رأس المال الخاص، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي.² ومن أمثلة ذلك أزمة المديونية لسنة 1982 في بلدان أمريكا اللاتينية، أين كان حجم القروض الموجهة إلى البلدان النامية ينمو بمعدل 27% خلال الفترة (1973-1982). وقد أدى التوظيف السيئ للرأس المال المصرفي الدولي، وانسيابه إلى منافذ الاستثمار القصير المدى في هذه البلدان، إلى ارتفاع متوالي في أسعار الفوائد، وهو ما أزهق كاهل الاقتصاديات النامية التي تحولت اعتباراً من سنة 1982 - وهي سنة انفجار أزمة المديونية - إلى مصدرة صافية لرأس المال المالي،³ وذلك كنتيجة طبيعية لزيادة حجم خدمة الديون السنوية عن حجم القروض الجديدة.

4. أزمة الأسواق المالية:

تعرف أيضاً بأزمة انفجار الفقاعة المالية، وتحدث عند قيام المضاربين بشراء أصل مالي بسعر يفوق قيمته الأساسية في ظل توقع مكاسب رأسمالية عالية،⁴ ولعل أهم ما يميز ظاهرة الفقاعة المالية هو طريقة انفجارها، بمعنى التدهور المفاجئ في الأسعار، الذي يلحق خسائر كبيرة بالمدخرين ويؤدي إلى انخفاض مستمر في قيمة الأصول المعنية، وحتى تدهور مستمر في مجموع الاقتصاد.⁵

¹ K.Michael Finger & Ludger Schuknecht, "Commerce, Finance et Crises Financières", (Organisation Mondiale du Commerce, 1999), P.22.

* تفترض جميع تفسيرات أزمة سعر الصرف أن أسواق الصرف الأجنبي تتسم بالكفاءة، ونعني بالكفاءة أن الأسعار تعكس جميع المعلومات المتوفرة، فالسوق تكون كفوة إذا كانت تستخدم المعلومات المتاحة لديها أفضل استخدام ممكن، كما أن الأسعار في ظل كفاءة السوق تعكس بصدق القيم النادرة للموارد المختلفة. إلا أن الدلائل والبراهين المتاحة عن كفاءة هذه الأسواق تبدو قليلة للغاية، بل على العكس من ذلك فبعض مظاهر وسلوكيات أسواق النقد الأجنبي (مثل أسواق المال الأخرى) لا تتفق مع مفهوم الكفاءة على الإطلاق. ويعتبر سلوك القطيع أحد مظاهر عدم كفاءة هذه الأسواق. فمثلاً: في إطار أزمة لسعر الصرف، فإن مثل هذا السلوك سوف يعني موجات كبيرة من البيع، وأياً كان سبب حدوثها في البداية فإنه يتم تضخيمها بصفة مستمرة من خلال آلية التقليد، بحيث تتحول في النهاية إلى نزوح كبير غير منظم من العملة. أنظر في ذلك: - سامي خليل، الاقتصاد الدولي، (القاهرة: دار النهضة العربية، 2007)، ص. 884. - عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص. 87.

² كريستيان ملدر، مرجع سابق، ص. 6.

³ صالح صالح، "إصلاح صندوق النقد الدولي وتأمين دوره في مواجهة التحديات الحالية والمستقبلية"، دورية دراسات اقتصادية، العدد الأول (1999)، ص. 11.

⁴ عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص. 93.

⁵ Christian de Boissieu, Op. Cit., P.72.

ونظرا لأن أسواق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية، فإن مخاطر الاستثمار فيها ترتبط عموما بعدم اليقين بالعائد، بمعنى احتمال عدم تحقق العائد، وربما احتمال وقوع خسائر رأسمالية.¹ وعليه فقد زاد اهتمام إدارة السوق بكفاءة أسواق الأوراق المالية ومؤشراتها. ووفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب مثلا أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرهم في الشركة المصدرة للسهم وتتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء، إذا كانت إيجابية أم لا، وفي سوق يمتاز بالكفاءة يعكس سعر سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة، والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية ورقم الأعمال وغيرها. ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفؤ توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما.² ولكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين وهما:³

- **كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لهم نفس الفرص لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

- **كفاءة التشغيل:** يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية.

إن انفجار الفقاعة المالية لا يمكن النظر إليه بمعزل عما يحدث في بقية النظام المالي والنظام الاقتصادي، وتعتبر المضاربة العامل الرئيسي المسبب لحالات عدم الاستقرار في الأسواق المالية وذلك للاعتبارات الآتية:⁴

- إن معظم التداولات الآجلة والعاجلة في السوق يقوم بها مضاربون كبار وصغار مما يعني أن أداء السوق يتحدد بشكل كبير بسلوكيات وتوجهات المضاربين؛

¹. نسيمة أوكيل، مرجع سابق، ص. 104-105.

². بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، (2005-2006)، ص. 106.

³. المرجع نفسه، ص. 106-107.

⁴. نبيل بوفليح وعبد الله الحرتسي حميد، "التمويل الإسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية"، الملتقى الدولي حول "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية"، (قسنطينة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، 06-07 أفريل 2009)، ص. 8.

- يستند سلوك المضارب في السوق المالي إلى اعتبارات فردية، تتمثل في تحقيق أعظم ربح ممكن بأقل تكلفة وفي أقل مدة زمنية ممكنة دون الأخذ بعين الاعتبار ظروف السوق، وهو ما يعني طغيان المصلحة الفردية على حساب المصلحة الجماعية مما يؤدي في معظم الأحيان إلى خسارة جميع المتعاملين في السوق المالي بما فيهم المضاربون في حال حدوث أزمة مالية؛
 - إن سلوك القطيع الذي ينتهجه كبار وصغار المضاربين يؤدي إلى سوء تخصيص الموارد في السوق المالي، حيث تتركز معظم المعاملات والتداولات في قطاعات معينة، وهو ما يؤدي إلى تكوين فقاعات مالية تؤدي في حال انفجارها إلى وقوع أزمات مالية في السوق المالي على غرار أزمة قطاع التكنولوجيا التي شهدتها سوق المال الأمريكي مع بداية العقد الأول من القرن الواحد والعشرين؛
 - إن التوقعات المستقبلية للمضاربين حول توجهات السوق قد تكون غير صحيحة نتيجة حالة عدم التأكد وعدم اليقين الذي يميز المستقبل القريب والبعيد، مما قد يسبب خسائر كبرى للمضاربين فضلا عن باقي المتعاملين في السوق المالي؛
 - إن تطور الهندسة المالية وظهور المشتقات المالية شجع المضاربين على التوجه نحو التداولات الآجلة، وهي عمليات شراء وبيع مستقبلية للأوراق المالية، وهو ما يؤدي إلى تعاضد المخاطر المصاحبة لهذا النوع من المعاملات نتيجة حالة عدم التأكد التي تصاحبها وبالتالي ازدياد فرص وقوع الأزمات المالية.
- وحيث أن الأسواق المالية كانت دوما المنطلق لأغلب الأزمات الاقتصادية، كانهيار سوق العقار في اليابان في أوائل التسعينيات، فقاعة الدولار الأمريكي (1980-1985)، الفقاعة المالية لنزداك "NASDAQ" (1995-2000)، والفقاعة المالية في سوق العقار انطلاقا من سنة 1995 في معظم الدول الصناعية أين عرفت أسعار العقارات ارتفاعا غير مسبوق، فقد انصب تركيز العديد من المفكرين الاقتصاديين في مسعاهم الإصلاحية على هذه الأسواق.
- إلى جانب الأشكال الأساسية للأزمات المالية، هناك عدة ظواهر مالية يمكن اعتبارها بمثابة أزمات مالية هي:

5. أزمة السيولة الدولية:

وتعرف أيضا بأزمة شح السيولة الدولية، وهي تنتج عن عدم الاتساق أو التوافق بين آجال استحقاق كل من الأصول والخصوم الدولية لهذا النظام؛ فإذا عجزت أصول البلد المقومة بالعملة الأجنبية* قصيرة الأجل عن تغطية خصومه والتزاماته قصيرة الأجل المقومة بالعملة الأجنبية فإن النظام المالي يفقد سيولته الدولية ويصبح عاجزا عن الاستجابة والتصدي لأي صدمة خارجية. ويرى العديد من الاقتصاديين أن أزمة شيلي عام 1982، وأزمة المكسيك عام 1994 والأزمة المالية الآسيوية عام 1997 تتسم جميعها بفقدان النظام المالي لسيولته الدولية، الشيء الذي يخلق أزمة ثقة ويدفع إلى سيادة الذعر المالي.

* أصول البلد بالعملة الأجنبية تعني رصيد الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية لدى السلطات النقدية، أما الخصوم الأجنبية في المدى القصير فتتضمن المديونية الأجنبية قصيرة الأجل، والودائع تحت الطلب المقومة بالعملات الأجنبية. أنظر في ذلك: عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص 94-95.

6. الأزمة المالية المنظومية:

حتى تتمكن من تحديد فكرة حول خطر النظام يجب أولاً تعريف "الحدث المنظومي"، وهنا نجد نوعين، الأول يخص شعور مسبق بـ "أثر الدومينو" "L'Effet Domino"،¹ أي أن أي خبر سيئ يخص مؤسسة مالية أو أكثر يؤثر في سلسلة من المؤسسات المالية الأخرى. أما الحركة الثانية فتتم من خلال شعور مسبق "بالكارثة"، أي أن أي صدمة على مستوى الاقتصاد الكلي تؤثر في نفس الوقت على الظروف المالية لعدد كبير من المؤسسات والأسواق، وتحت على ردة فعل سلبية ومشتركة. وفي كلتا الحالتين فإن العدوى* هي القناة التي من خلالها يتحول حدث منظومي إلى أزمة مالية،² وعلى هذا الأساس فإن الأزمة لا تقتصر على قطاع واحد ولكنها تمتد إلى المنظومة ككل، وهذا يعني أن النظام نفسه يحمل مسببات الاضطراب. كما أن الأزمة يمكن أن تنتقل من نظام مالي إلى آخر بفعل عوامة الأسواق المالية وتأخذ الأزمة، في هذه الحالة، بعداً عالمياً. وهناك عدة سمات تميز الأزمة المالية المنظومية وهي:³

- تتولد الأزمة المنظومية، أو يتم تضخيمها في الأسواق المالية، وبصورة أكثر دقة فإن هذه المخاطر تتولد في عملية التمويل، أي أنها لا تنشأ إذا كان التمويل يتم ذاتياً، وهنا تلعب نسبة المديونية دوراً مهماً؛
- تنطوي الأزمة المنظومية على عنصر العدوى، وعلى فقدان ثقة المستثمرين، الشيء الذي يدفعهم إلى تخفيض حجم السيولة الذي كانوا على استعداد لتوفيره؛
- ينتج عن الأزمة المنظومية تكاليف عالية جداً، كإخفاض الإنتاج وتراجع الكفاءة الاقتصادية؛ فانهيار سوق الأسهم لا يمكن اعتباره أزمة منظومية، إذا ترتب عليه فقط إعادة توزيع الثروة بين المضاربين دون التأثير في مستوى النشاط الاقتصادي. وحتى تصبح الأزمة منظومية لا بد أن تسبب معاناة للمواطن العادي، وألا تقتصر المعاناة على المتعاملين في البورصة فقط.
- تكمن خطورة الأزمة المنظومية في أنها تحمل خطراً كلياً، غير قابل للتحويل أو التنويع، لأن المؤسسات المالية لا تستطيع في هذه الظروف اعتماد إستراتيجية تنويع الاستثمارات، أو استعمال المشتقات المالية (كإستراتيجية للتحويل) للتقليل من الأخطار، لأن من خصائص الأزمة المالية النظامية ظهور أزمة السيولة وما ينجر عنها من آثار سلبية على نشاط الأسواق المالية بشكل عام، ويتجلى ذلك في:⁴
 - تضائل عدد المتدخلين في السوق المالي نتيجة انعدام الثقة؛
 - فقدان الأصول المالية للسيولة نتيجة انهيار أسعارها لارتباطها بمخاطر عالية؛

¹. Tobias Adrian & Hyun Song Shin, " Liquidité et Contagion Financière ", **Revue de la Stabilité financière**, N° 11 (Banque de France, Février 2008), P.2

* سيتم التطرق إلى مفهوم العدوى بالتفصيل في الفصل الثاني.

². Mechel Aglietta, **Macroéconomie Financière -2.Crises Financières et Régulation Monétaires**, 4^{ème} édition, (Paris : La Découverte, 2005), PP. 36-37.

³. عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص ص. 90-91.

⁴. بن نعمون حمادو، مرجع سابق، ص. 9.

• فقدان الأصول المالية لخاصية الشفافية ومن ثم لا يستطيع السعر التعبير عن حقيقة قيمة الأصل المالي.

7. أزمة المخاطر المعنوية:

تتحقق المخاطر المعنوية في مجال الأسواق المالية إذا اعتقد المستثمرون أو المودعون لدى البنوك أن الحكومة سوف تضمن استثماراتهم وودائعهم في حال فشل هذه الاستثمارات، أو في حال انهيار البنوك. ويترتب على هذا الاعتقاد تراخي المستثمرين والمودعين في مراقبة ومتابعة نشاط الشركات والبنوك وضمأن الحذر في قراراتهم. حيث تقوم البنوك بالإفراط في الإقراض عما كان يمكن أن يكون عليه الحال في غياب الاعتقاد بوجود الضمانات الحكومية. ويرتكز الخطر المعنوي على طرح بسيط مفاده أن التدخل البعدي "EX-POST" من طرف الدولة أو أي هيئة محلية، أو من طرف هيئة دولية كصندوق النقد الدولي (FMI)، يخلق شعورا قبليا "EX-ANT" قويا في الإفراط في منح قروض أكثر مخاطرة.¹

وتبرز مشكلة المخاطر المعنوية على مستويات متعددة، فالبنوك العالمية قد لا تلتزم بالقواعد المتعارف عليها في حساب المخاطر عند إقراضها للبنوك خاصة في الدول النامية، وكثيرا ما لا تهتم بمتابعة المؤشرات الأساسية لهذه البنوك، وذلك لاعتقادها أن هناك ضمانا ضمنيًا من جانب حكومات الدول النامية للتدخل في الوقت المناسب لإنقاذ البنوك ومنع انهيارها. وفي المقابل تقوم البنوك المحلية بالتوسع في الإقراض للأفراد والشركات دون الالتزام بقواعد حساب المخاطرة تحت اعتقاد ضمان الحكومة للودائع، أو تحت الاعتقاد بأن الحكومة ظاهريا أو ضمينا لن تسمح باختيار أي مؤسسة مصرفية أو مالية.² وهو ما يعنى وجود حالة من الإفراط في المديونية نتيجة الاعتقاد بوجود شبكة للأمان.

8. الأزمة المالية التوأم:

تولد شكل جديد من الأزمات المالية لفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية هي الأزمات المالية التوأم، وتظهر هذه الأزمات من خلال تركيبة من مضاربة حادة على العملة الوطنية وموجة من حالات الإفلاس والضعف في البنوك، تجتمع مع شك وحذر بخصوص استقرار أسعار الصرف (وبالتالي نظام الصرف)، وكذلك الشك بخصوص سيولة وملاءة الوسطاء الماليين، والتي لها تأثير متبادل ورجعي الواحدة على الأخرى.

وهذا النوع من الأزمات لم يسجل الكثير منها خلال فترة نظام بريتون وودز،³ غير أنها كانت الشكل السائد للأزمات خلال الفترة (1977-1998)، فمثلا، عرفت أندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلاند، تزامنا بين أزمات الصرف والأزمات المصرفية.

وفي هذا الإطار يمكن الإشارة إلى ثلاث وجهات نظر في تفسير هذا التزامن بين أزمات الصرف والأزمات المصرفية، حيث تؤكد وجهة النظر الأولى أن الأزمات المصرفية وأزمات الصرف تكون متزامنة ولها نفس الأسباب، أما

¹. Mario Dehove, "Crises Financières Deux ou Trois Choses que nous Savon d'elles: Que Nous Apprenons L'approche Statique Des Crises Financières", Document de Travail (Conseil D'analyse Economique, Avril 2003), P.133.

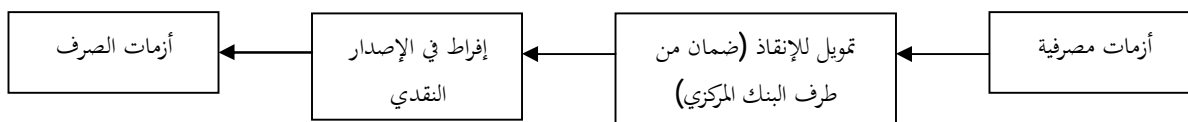
². عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص ص. 91-92.

³. Robert Boyer, Mario Dehove & Dominique Plihon, Les Crises Financières, (Paris : Ed La Documentation française, 2004), PP. 26- 27.

وجهة النظر الثانية فتري أن الأزمة المصرفية تتبعها أزمة الصرف، أما وفق النظرة الثالثة فإن أزمة الصرف تتبعها أزمة مصرفية في أغلب الأحيان. لكن ووفق التحليل الإحصائي للأزمات المالية الذي تم من طرف كل من كامنسكي ورينهارت (Kaminsky & Reinhart,1999)، وآيشنجرين وأرتتا (Eichengreen & Arteta,2000) فإن الأزمات المصرفية تسبق في الكثير من الأحيان أزمات العملة.

الشكل رقم 1

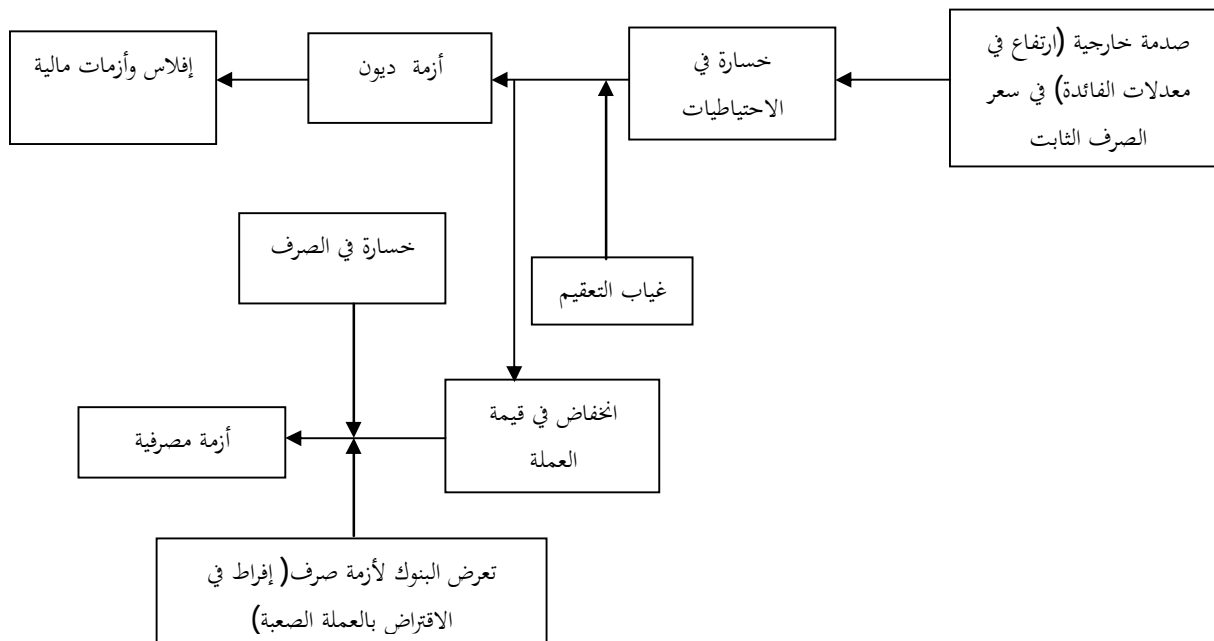
الأزمة المصرفية كسبب مفجر لأزمة العملة وفقا لنموذج (1987) Velasco



Source: Robert Boyer, Mario Dehove & Dominique Plihon, **Les Crises Financières**, (Paris : Ed La Documentation française, 2004), P.28

الشكل رقم 2

أزمة العملة كسبب مفجر للأزمة المصرفية وفقا لنموذج (1994) Stoker



Source: Robert Boyer, Mario Dehove & Dominique Plihon, **Les Crises Financières**, (Paris : Ed La Documentation française, 2004), P.28.

على ضوء ما سبق، يمكن القول أن الأزمات المالية ذات جذور مشتركة، فالأزمة قد تبدأ في شكل نوع واحد فقط من الأزمات ثم تتطور لتشمل عناصر الأنواع الأخرى، وهي تتسم بدرجة كبيرة من الترابط بينها أو التابع في بعض الأحيان، إذ قد تتزامن عناصر أزمات العملة والبنوك والدين في وقت واحد، غير أن الأزمات المصرفية غالبا ما

تسبق أزمات العملة، وبصفة خاصة في البلدان النامية، كما حدث في تركيا وفنزويلا في منتصف التسعينيات من القرن العشرين، كما أن المشاكل المصرفية عادة ما تسبق أزمات المديونية كما حدث في الأرجنتين والشيلي خلال الفترة (1981-1982).

المبحث الثاني: أسباب الأزمات المالية

هناك جملة من الأسباب والظروف التي تضافرت وتشابكت لإحداث معظم الأزمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي، منها ما يتعلق بالاختلالات على المستوى الكلي، ومنها ما يتعلق بالاختلالات على المستوى الجزئي واضطرابات القطاع المالي وضعفه، وعدم ملائمة نظام الصرف الأجنبي. ويمكن حصر أهم هذه الأسباب فيما يلي:¹

المطلب الأول: عدم استقرار الاقتصاد الكلي

يعتبر توفر بيئة سليمة للاقتصاد الكلي أحد أهم العناصر الأساسية لنظام مالي سليم.² وعليه فإن عدم استقرار السياسات الاقتصادية الكلية يؤدي إلى اختلال مالي وإلى حدوث العديد من الأزمات المالية، فمثلاً، تؤدي السياسات النقدية والمالية التوسعية إلى إنعاش النشاط الإقراضي بشكل خطير، وإلى تراكم شديد للديون، مع الإفراط في الاستثمار في القطاعات غير المنتجة كقطاع العقار، دافعة بذلك أسعار الأسهم والعقارات نحو الارتفاع. ومن ناحية أخرى فإن السياسات النقدية والمالية المقيدة التي تستهدف احتواء مخاطر التضخم، واختلال الموازين الخارجية، وتصحيح أسعار الأصول، قد تؤدي إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي وإلى صعوبة خدمة الديون، وإلى انخفاض قيمة الضمانات، وتزايد نسبة الديون المعدومة التي تهدد البنوك بالإفلاس.³ وقد كانت العوامل الاقتصادية الكلية وبصفة خاصة انتعاش النشاط الإقراضي وراء ضعف القطاع المالي في كثير من بلدان أمريكا اللاتينية وغيرها من الأسواق الناشئة.

1. تقلبات شروط التبادل التجاري:

يمكن أن تؤدي الصدمات والتقلبات الحاصلة في شروط التبادل التجاري، وارتفاع معدلات الفائدة الدولية، إلى عدم الاستقرار المالي، وإلى انخفاض في مداخيل الدولة والمؤسسات المقترضة، مما يجعلها غير قادرة على تحمل مسؤولية التزاماتها المالية الداخلية والخارجية، كما يمكن أن تؤدي في النتيجة إلى مشاكل في خدمة الدين وتراكم القروض غير المنتجة.⁴ وهو ما يترتب عنه في النهاية حدوث أزمة مالية.

¹ ناجي التوني، "الأزمات المالية"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية الاقتصادية العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 29 (ماي 2004)، ص 3-8.

² مالكولم نايت، "الدول النامية والتي تمر بمرحلة انتقال تواجه العولمة المالية"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 1999)، ص. 32.

³ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، (مصر: دار النيل للطباعة والنشر، 2001)، ص ص. 19-20.

⁴ K.Michael Finger & Ludger Schuknecht, Op. Cit., P. 26.

2. التقلبات في أسعار الفائدة:

تعتبر التقلبات الكبيرة في أسعار الفائدة العالمية أحد أهم العناصر المسببة للأزمات المالية وخاصة في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض، بل إنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها، فحوالي 50% إلى 67% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال عشرية التسعينيات من القرن العشرين، كان سببها المباشر التقلبات العالمية في أسعار الفائدة.¹

3. التقلبات في أسعار الصرف وارتفاع معدلات التضخم:

منذ توقف العمل بنظام "بريتون وودز" لأسعار الصرف الثابتة في السبعينيات، حظي موضوع استقرار سعر الصرف باهتمام كبير في محاولات للحد من الآثار المدمرة للتقلبات الواسعة في هذه أسعار الصرف التي تعتبر أحد أهم مصادر الاضطرابات على المستوى الكلي، وأحد الأسباب الرئيسية في حدوث العديد من الأزمات المالية،² فعل سبيل المثال، تحافظ بعض البلدان المتفتحة على رأس المال الأجنبي على ترتيبات أسعار صرف لا توفر الحماية الكافية ضد المضاربات المزعزعة للاستقرار، من خلال إبقاء أسعار صرف عملاتها ثابتة ضمن نطاقات ضيقة وهو ما يستوجب اعتماد ترتيبات مستدامة لسعر الصرف.³ كما أن التقلبات الكبيرة في سعر صرف العملات الأساسية يمكن أن تكون مكلفة إلى أقصى حد، ليس فقط بالنسبة للبلدان المعنية بالأمر بشكل مباشر بل أيضا لباقي بلدان العالم، وبالتالي لا بد من إيجاد إطار للتعاون الدولي لتحقيق نوع من الاستقرار في أسعار الصرف.

وعلى المستوى المحلي، فإن التقلبات في معدلات التضخم تعتبر عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة. وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سببا مباشرا في حدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي.⁴ كما أن هناك آثارا سلبية أخرى على مستوى النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التمهيد لحدوث الأزمات المالية.

المطلب الثاني: اضطرابات القطاع المالي

إن القطاع المالي الكفاء والسليم يعتبر مكونا أساسيا في قابلية حساب رأس المال للتحويل، إذ يساعد البنوك على استثمار رؤوس الأموال بكفاءة وعلى مواجهة الصدمات.⁵ وعلى هذا الأساس يكون من الأفضل التعامل بجرأة مع المشاكل الأساسية في القطاع المالي، وخلق البيئة السليمة التي يمكن من خلالها استخدام رؤوس الأموال عندما

¹ . ناجي التوني، مرجع سابق، ص.4.

² . طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 1999)، ص ص.43-44.

³ . Peter Isard, **Globalization and the International Financial System, What's Wrong and What Can Be Done**, (United Kingdom: Cambridge University Press, 2004), P. 244.

⁴ . ناجي التوني، مرجع سابق، ص.4.

⁵ . باري جونستون، "تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، ديسمبر 1998)، ص.23.

تستأنف تدفقها إلى الداخل استخداما منتجا، إذ يشكل التوسع في الائتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج، واختيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية، إلى جانب الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرير المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبت المالي، بما في ذلك صغر حجم ودور القطاع المالي في الاقتصاد، وعدم التهيئة الكافية للقطاع المالي والضعف في الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية.¹ وينعكس ضعف القطاع المالي أساسا فيما يلي:

1. تراخي سياسات الإقراض وعدم تلاؤم أصول وخصوم المصارف:

يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم البنوك، كنتيجة لعدم الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والآجلة، في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتا مما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج. وخير مثال على ذلك ما حدث في المكسيك، حيث لوحظ أنه خلال الفترة التي سبقت حدوث الأزمة (1989-1994) حصل ارتفاع في نسبة عرض النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي، وقد صاحب ذلك نقص كبير في الاحتياطي من العملات الأجنبية مما خلق فجوة بين التزامات المكسيك من الخصوم السائلة والاحتياطي من النقد الأجنبي المقابل لتلك الخصوم واتسعت تلك الفجوة بشكل متسارع حيث زادت قيمة المعروض النقدي لتصل إلى خمس مرات أكبر من قيمة احتياطي النقد الأجنبي مما أدى بالسلطات النقدية إلى تخفيض قيمة العملة، وقد تكررت نفس هذه المظاهر في حالة كل من البرازيل و الشيلي ولكن بدرجة أقل.

2. تحرير مالي غير وقائي:

يعني التحرير المالي دخول مصارف أجنبية إلى السوق المالي، مما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية لا سيما في أنشطة ائتمانية تكون غير مهياة لها، وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها المصرف، وبدون الإعداد والتهيئة والرقابة اللازمة قبل التحرير المالي فإن المصارف قد لا تتوفر لها الموارد والخبرات اللازمة للتعامل مع هذه الأنشطة والمخاطر الجديدة.

وقد بينت الدراسات أن أغلب الأزمات المالية قد حدثت خلال السنوات الخمسة الأولى من عملية التحرير المالي، حيث حررت بعض البلدان سياساتها اتجاه الأسواق المالية الدولية وتدفقات رأس المال الدولي على نحو كاف دون تعزيز قطاعها المالي وهيكلها التحوطية،² كما كان لضعف نظم الرقابة والإشراف عن البيانات المالية في البيئات المالية الأكثر تحررا دورها في خلق مشكلة المخاطر المعنوية،³ عن طريق تشجيع المؤسسات المالية على القيام بأنشطة إقراضية غير حكيمة تتضمن درجات عالية من المخاطرة.

¹. ناجي التوي، مرجع سابق، ص.5.

². Peter Isard, Op. Cit., P.244.

³. أحمد يوسف الشحات، مرجع سابق، ص.21.

3. تدخل الحكومة في تخصيص الائتمان:

هناك أشكال مختلفة لتدخل الدولة من شأنها تعريض القطاع المالي للخطر، فمثلا، ساهم الدور الكبير للدولة في العمليات المصرفية، وخصوصا في عملية تخصيص القروض الائتمانية، في حدوث العديد من الأزمات المالية خاصة في البلدان النامية، إذ وبدلا من الاعتماد على مؤشرات السوق في تخصيص الائتمان وتحديد سعر الفائدة، فإن الدولة كانت في كثير من الأحيان تفرض على البنوك منح قروض بمعدلات فائدة أقل من تلك السائدة في السوق وذلك على أساس المحسوبة.¹ والمستفيدون يمكن أن يكونوا من الطبقة السياسية أو المقربون من السلطة، وهذا ما يعرض هذه البنوك لمخاطر الإعسار المالي ويؤدي إلى عدم التوظيف الجيد للقروض ويعطل حركة النمو الاقتصادي.

4. ضعف النظام المحاسبي والرقابي وانعدام الشفافية والإفصاح عن المعلومات:

يعتبر نقص الشفافية والإفصاح عن بيانات اقتصادية ومالية موثوق فيها سببا مباشرا للأزمات، ذلك أن أهم شروط حرية السوق وضمن الفرص المتكافئة فيها والقضاء على محاولات الغش والتلاعب، أن يوفر لجميع المتعاملين بصورة عامة والمستثمرين بصورة خاصة قدر كاف من المعلومات والبيانات المالية التي تساعده على اتخاذ القرارات الاستثمارية.²

كما أن ضعف الإجراءات المحاسبية المتبعة، وخصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها من محفظة المصرف الائتمانية، وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأس مال البنك، إضافة إلى نقص الرقابة المصرفية الفعالة، يعتبر دون شك من أهم أسباب الاضطرابات والأزمات المالية، من خلال التقييم غير الدقيق للمخاطر الائتمانية وتركيز المخاطر في مجال واحد، كالتوسع في منح القروض العقارية أو الاستهلاكية.

أما على المستوى الدولي فإن غياب الشفافية والإفصاح عن المعلومات يؤدي إلى سلوكيات جماعية للمستثمرين الدوليين و إلى عدوى وانتشار الاضطرابات المالية، كما أن الضمانات الضمنية للديون تخلق ما يعرف بالخطر المعنوي.

المطلب الثالث: تشوه نظام الحوافز

لا يتأثر ملاك المصارف والإدارات العليا فيها ماليا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلا إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة، وخصوصا عند تحمل المصرف مخاطر كبيرة. كما دلت التجارب العالمية على أن الإدارات العليا في المصارف مع قلة خبرتها، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية، وأن عملية تعديل هيكل المصرف وتدوير المناصب الإدارية لم تنجح في تفادي حدوث الأزمات أو الحد من آثارها، لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرار. كما دلت التجارب أيضا على أن الإدارات العليا نجحت في إخفاء الديون المعدومة للمصارف لسنوات عديدة، وذلك نتيجة ضعف الرقابة المصرفية من ناحية

¹ K.Michael Finger & Ludger Schuknecht, Op. Cit., P.26.

² سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في ظل العولمة، (القاهرة: مكتبة مدبولي للنشر، 1999)، ص.136.

وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى.¹ وهذا ما يصعب من مهمة الوقاية من الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفاديها والتخفيف من آثارها.

المطلب الرابع: مكونات تدفقات رأس المال

لقد كان لمكونات تدفقات رأس المال أثرها البالغ في حدوث عدد من الأزمات المالية، وتعتبر القروض قصيرة الأجل من بين أخطر أنواع التدفقات المالية، والأكثر عرضة للسحب خلال أوقات الأزمات، حيث تكون تكاليف الانسحاب في حدها الأدنى بالنسبة للمقرضين اللذين يقدمون القروض قصيرة الأجل، على عكس تصفية الاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمار في الأسهم والسندات التي قد تلحق البائعين خسارة كبيرة أثناء الأزمات. ولعل أحسن مثال على ذلك، ما حدث خلال أزمة بلدان جنوب شرق آسيا في منتصف عام 1997 التي برهنت على خطورة التدفقات المالية قصيرة الأجل، وبينت أن مكونات تدفقات رأس المال وهياكل استحقاقها وترتيبات أسعار الفائدة يمكن أن تلعب دورا هاما في حدوث أو تجنب الأزمات المالية.²

إضافة إلى ما سبق، يمكن القول أن أهم الأسباب المعترف بها في حدوث معظم الأزمات المالية تتمثل في قيام البنوك بالإقراض المفرط وغير الحذر وخاصة القروض غير المنتجة (القروض الاستهلاكية والقروض العقارية). وهناك ثلاث عوامل تجعل هذا الأمر ممكنا تتمثل في، عدم ملاءة وانضباط السوق في النظام المالي، والتوسع في حجم المشتقات المالية. أما السبب الثالث فينحصر في مفهوم "أكبر من أن يفشل" (Too Big To Fail)،³ وهي مقولة اقتصادية شائعة تعني أن المؤسسات المالية العملاقة من شأنها أن تستوعب الصدمات، كما أن البنوك، واعتقادا منها بأن البنك المركزي سيكون جاهزا في نهاية المطاف لإنقاذ البنوك الكبرى وحمايتها من الفشل، تتوسع في منح الائتمان وهو ما يولد مشكل المخاطر المعنوية.

المبحث الثالث: البعد التاريخي للأزمات المالية

إن الحديث عن التطور التاريخي لظاهرة الأزمات المالية يدفعنا بالضرورة إلى فهم مسار وتطور نظام النقد الدولي عبر كل مراحلها، وكذلك السياسات والقواعد المتعلقة بالحركية الدولية لرؤوس الأموال في كل مرحلة، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين أربع مراحل أساسية لتطور الأزمات المالية انطلاقا من الربع الأخير من القرن التاسع عشر وإلى غاية أواخر القرن العشرين.⁴ وهذه المراحل الأربعة مختلفة تماما من ناحية القوانين الخاصة بإصدار النقود، والرقابة على حركية رؤوس الأموال، وكذلك الحرية الممنوحة للقطاع المصرفي.

¹ ناجي التوني، مرجع سابق، ص.8.

² أحمد يوسف الشحات، مرجع سابق، ص.21.

³ محمد عمر شبرا، الأزمة المالية العالمية. هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها، ترجمة رفيق يونس المصري، كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، (جدة، المملكة العربية السعودية: مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، 2009)، ص.291.

⁴ Mario Dehove, Op. Cit., PP. 15-16.

المطلب الأول: مرحلة نظام الذهب (1870-1913)

تعرض الإنسان لأزمات تكاد تكون مستمرة في حياته الأولى البدائية، نتيجة ضعف قدراته على توفير متطلبات عيشه، وحماية نفسه من المخاطر التي يتعرض لها في بقائه واستمراره في الحياة. حيث تحصل الأزمات الاقتصادية في الغالب نتيجة ظروف مناخية غير ملائمة باعتبار الزراعة هي النشاط الأساسي السائد في تلك الفترة. أما الأزمات التي حدثت بعد ذلك فقد ارتبطت بطبيعة النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي نشأ اثر انهيار النظام الإقطاعي بدءاً من نهاية القرن الخامس عشر وبداية القرن السادس عشر وإلى يومنا هذا، وكانت هذه الأزمات تتم في إطار تقلبات ودورات اقتصادية تتضمن حصول فترات انتعاش ورواج وازدهار تعقبها فترات انكماش وركود وكساد، بسبب آلية عمل النظام الاقتصادي الرأسمالي بصيغته الأصلية التي تتحقق العولمة على أساسها وهي آلية السوق الحرة والتلقائية.¹

لقد سايرت الأزمات المالية مختلف مراحل تطور نظام النقد الدولي الذي ارتكز انطلاقاً من سنة 1870 على قاعدة الذهب، حيث كان إصدار العملة مرتبطاً بالاحتياطي من المعدن النفيس لدى البنك المركزي للبلد. أما على المستوى الدولي، فقد شكل الذهب أداة الدفع النهائية، وكان الجنيه الإسترليني الأكثر استخداماً في التسويات، لكن مع ضعف إنجلترا وانهيار قوتها المالية مع الحرب العالمية الأولى أصبح الجنيه الإسترليني غير قابل للتحويل إلى ذهب عام 1919 وهو ما اعتبر كنهاية لهذا النظام ليعود العمل به من جديد عام 1928.²

وقد لعبت قاعدة النقد الذهبية دوراً هاماً في تحقيق الربط بين الاقتصاديات الوطنية المختلفة من خلال التجارة الدولية، والتركيز على أهمية العلاقات النقدية وتوازن العلاقات الخارجية قبل الاعتبارات الداخلية. كما نجحت على المستوى الداخلي في المحافظة على القيمة الاقتصادية للنقود واستقرار الأسعار، وهذا كفيل بزيادة المدخرات. كما أنها نجحت أيضاً في استنباط أدوات دفع جديدة تتمثل في النقود الورقية والنقود الائتمانية، لتعوض بذلك عجز الموارد المعدنية عن متابعة احتياجات التمويل للنشاط الاقتصادي، وفي الوقت نفسه استطاعت أن تكسب الثقة لهذه النقود عن طريق ربطها بالذهب، وهو ما كان من شأنه أن يحقق مستوى مناسباً من السيولة ويؤدي إلى انتعاش الأسواق النقدية والمالية.

ولعل أهم ما ميز الفترة التي ساد فيها نظام الذهب، على المستوى الدولي، هو حرية حركية رؤوس الأموال والسهولة النسبية في تحقيق العائد الأقصى، إذ أن قوة ومصداقية التزام الدول بقابلية تحويل عملتها إلى ذهب سهل انطلاق حركية رأس المال.³ كما أدت قاعدة الذهب إلى تثبيت أسعار صرف العملات الشيء الذي ساهم في نمو التجارة العالمية.⁴

¹. فليح حسن خلف، العولمة الاقتصادية، (الأردن: عالم الكتب الحديث، 2010)، ص 393-395.

². Christian de Boissieu, Op. Cit., P. 109.

³. زينب حسن عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، (بيروت: مطابع الأميك، دت)، ص 144-145.

⁴. ضياء مجيد الموسوي، النظام النقدي الدولي، (الجزائر: المؤسسة الجزائرية للطباعة، 1987)، ص 15.

وعموماً، يمكن القول أن العالم كان أكثر تكاملاً في ظل قاعدة الذهب، كما أن تحركات رؤوس الأموال كانت أكثر حرية في ظل هذا النظام (أي دون إعاقه التجارة بأسعار الصرف المختلفة)¹، وقد ميز هذه الفترة مجموعة من الأزمات، وتعتبر الصدمة المالية في 9 ماي سنة 1873 في سوق الأسهم في بورصة فيينا أهم هذه الأزمات، والتي انتقلت تأثيراتها فيما بعد إلى كل من ألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية، وقبل ذلك حدثت أزمات مالية أخرى، أزمة البورصة في لندن عام 1825 والأزمة المالية في إنجلترا عام 1836 (أنظر الملحق رقم 1).

المطلب الثاني: مرحلة ما بين الحربين العالميتين (1914-1945)

شكل نشوب الحرب العالمية الأولى عام 1914 صدمة أساسية لقاعدة الذهب الدولي، حيث ألغت معظم الدول خلال النزاعات التزاماتها بشراء وبيع الذهب ومنعت تصديره وتوقف العمل بقاعدة الذهب نهائياً، على أمل العودة للعمل بها بعد انتهاء الحرب، إلا أن ذلك لم يحدث فقد غيرت الحرب هيكل الاقتصاد العالمي بحيث أصبح من المستحيل أن تستمر قاعدة الذهب بشكلها الذي ساد قبل الحرب، كما فقدت لندن مكانتها باعتبارها المحور الوحيد للتجارة والتمويل الدوليين.

وبنهاية عام 1928 أصبح الذهب مرة أخرى حراً في التدفق بين الدول، لكن لم يكن بنفس الحرية السابقة وأصبح غطاء النقود يتركز على السبائك الذهبية بدلا من قطع العملة الذهبية، وفي بعض الأحيان لا يتم تغطية النقود الوطنية بالذهب بل بعملات دول أخرى مرتبطة بالذهب وهذا ما عرف (بقاعدة السبائك الذهبية)². ورغم أن قاعدة الذهب قد استطاعت التعايش مع ظروف الحرب العالمية الأولى، والتغيرات الاقتصادية بين الحربين فإنها لم تستطع تحمل أزمة الكساد الكبير عام 1929. وفي عام 1931 جاءت الضربة القاضية لقاعدة الذهب الدولية، حيث أخذ الأفراد يسحبون أرصدهم نتيجة الفرع من البنوك التجارية النمساوية الكبيرة، وانتشرت بعدها إلى البنوك الأخرى على طول البلاد وعرضها، وقامت المؤسسات الدولية والحكومات الأجنبية بعدة محاولات لتهدئة الفرع ولكنها باءت جميعها بالفشل، ومن ثم انتقل الفرع إلى البنوك الألمانية، وعندما واجهت الحكومة الألمانية تدفقات للخارج ومضاربات على مستوى كبير، فرضت قيوداً على الصرف، وتبعها عدد من الدول الأخرى في ذلك، ثم امتد الفرع إلى إنجلترا حيث أخذ تدفق رأس المال يتعاضد عندما قررت إلغاء التزامها ببيع الذهب وتركت الإسترليني معوماً، وقامت دول أخرى عديدة تربطها علاقات تجارية ومالية قوية بإنجلترا وتربط عملاتها بالإسترليني بتعويم عملاتها معه (الإسترليني) مقابل الدولار والذهب.

وبعد وقت طويل من تعويم إنجلترا لعملتها، تخلت الدول الاسكندنافية عن قاعدة الذهب، ولم يكن هناك من الدول الرئيسية حتى ذلك الوقت دولة تربط عملتها بالذهب سوى الولايات المتحدة الأمريكية وسويسرا وفرنسا

¹. بول سترين، " التكاملاً والاعتماد المتبادل والعملة"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 2001)، ص. 34.

². زينب حسن عوض الله. مرجع سابق. ص. 147-148.

وبلجيكا وهولندا، وعندها توقفت قاعدة الذهب عن العمل كنظام نقدي دولي فعال. وفي عام 1933 تخلت الولايات المتحدة الأمريكية عن قاعدة الذهب، رغبة منها في علاج مشكلاتها الداخلية. وهنا يمكن الإشارة إلى أنه في الفترة التي ساد فيها نظام الذهب شهد العالم أزمات مصرفية وأزمات عملة، لكن بدرجة أقل شدة مما كانت عليه خلال فترة ما بين الحربين العالميتين، التي تعتبر فترة هيجان واضطرابات شديدة، سجل نتيجة تواتر وتكرار الأزمات المالية وخاصة أزمات العملة،¹ وتعتبر أزمة الكساد الكبير لسنة 1929 أهم الأزمات التي ميزت تلك الفترة.

وعلى العموم، فإن صعوبة بناء نظام نقدي ثابت مع تعميم الرقابة على الصرف وعلى حركية رؤوس الأموال وتقسيم العالم إلى مناطق نقدية شكل تفكيكا فعليا للأسواق الدولية، خاصة في سنوات الثلاثينيات. وبعد انتهاء الكساد وباقتراب الحرب العالمية الثانية شعر معظم المراقبين أن العودة إلى الأوضاع المضطربة التي سادت في الثلاثينيات لن يكون مقبولا، وبالتالي لابد من تصميم نظام نقد دولي يضمن قابلية التحويل للعملة ويحقق الاستقرار النقدي، ويعزز الثقة في النظام النقدي الدولي.

المطلب الثالث: مرحلة نظام بريتون وودز (1945-1971)

عرفت السنوات الثلاثون الأولى لما بعد الحرب العالمية الثانية، والتي أطلق عليها اسم " الثلاثون الرائعة" أو الخالدة * " Les Trente Glorieuses"، نمو اقتصاديا سريعا وغير منقطع، بدت خلالها الأزمات المتكررة للفترة (1940-1850) كأنها قد زالت تماما أو على الأقل تراجعت. وقد قدم تفسيريْن لهذه الظاهرة:

- نجاح التنظيم على مستوى الدولة وفقا لكيّنز، حيث أن السياسات الاقتصادية الداعمة للنشاط الاقتصادي، لم تكن موجودة قبل الأزمة الكبرى أو على الأقل في سنواتها الأولى.*
- تعديل قوانين عمل الرأسمالية بعد الحرب العالمية الثانية، حسب الاقتصاديين الماركسيين الذين قدموا هذا التحليل أمثال أغلييتا، بوايه، لبياتز، ولورنزي.

لقد غيرت الحرب العالمية الثانية خريطة العالم الاقتصادي، وتركت الدول الأوروبية واقتصاد اليابان في دمار، وواجهت التجارة والمدفوعات الدولية بعدد لا يحصى من العوائق التي ظهرت أساسا خلال كساد الثلاثينيات وخلال الحرب العالمية الثانية نفسها، وهو ما دفع إلى إنشاء نظام نقد دولي جديد في إطار اتفاقية بريتون وودز. والعناصر

¹ Mario Dehove, Op. Cit., P.16.

* أطلق مصطلح الثلاثون الرائعة أو الخالدة " Les Trente glorieuses" لأول مرة من طرف "Jean Fourastie" في مؤلف يحمل نفس التسمية. وهي تعني المرحلة من النمو الذي تبع الحرب العالمية الثانية خلال الفترة (1945 - 1973) في بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية L'OCDE، حيث أن معدلات النمو السنوي للناج الداخلي اقترب في المتوسط من حوالي 5%، كما أن معظم بلدان هذه المنطقة اقتربت من تحقيق العمالة الكاملة. أنظر: Frédéric Teulon, **Croissance, Crise et Développement**, 8^{ème} édition, (Paris: Presses Universitaires de France, 2006), P. 65.

* بالنسبة للاقتصاديين الليبراليين، فإن الدولة كانت قد اختارت -عبر السياسات الكينزية- التضخم في مقابل البطالة، وهذه الإجراءات تكون ناجحة فقط على المدى القصير، أما على المدى الطويل يصبح الثمن هو عودة لمعدل بطالة سنوي مقابل تضخم متصاعد، وينتج عن ذلك أزمة اقتصادية حادة.

الرئيسية لهذا النظام نظمتها اتفاقية صندوق النقد الدولي الذي أنشئ عقب انتهاء الحرب للإشراف على النظام النقدي الدولي الجديد، وتتضمن هذه الوثيقة أحكاما يمكن بموجبها للبلدان الأعضاء ممارسة أوجه الرقابة، وفقا لما هو ضروري لتنظيم التحركات الدولية لرؤوس الأموال.¹ ويعتبر "هاري ديكستراويت" أحد المؤسسين لمؤسسات "بريتون وودز"، وقد حدد ثلاث نقاط أساسية في تشكيل النظام النقدي الدولي بعد الحرب ودور صندوق النقد الدولي:²

أولا: كان من الضروري تجنب الأخطاء التي حدثت بعد الحرب العالمية الأولى، فافتصاد العالم يجب أن يؤسس على التنافس القائم على التعاون بين الأمم، وليس على الهيمنة أو الاكتفاء الذاتي؛

ثانيا: ينبغي أن يشجع التدفق الدولي لرأس المال التجارة، ولا يسمح له بأن يصبح قوة مستقلة، وربما قوة مدمرة. وقد اتفق كل من الاقتصادي "وايت" و "كينز" وأغلب الاقتصاديين حول هاتين النقطتين؛

ثالثا: ينبغي إنشاء وكالة رسمية متعددة الأطراف وذلك لتعزيز الهدفين الأوليين.

وكان المبدأ الثاني الذي قامت عليه خطة "وايت" لصندوق النقد الدولي متمثلة في ضبط تدفقات رأس المال، وإلا ستصبح قوة مستقلة مدمرة للعلاقات التجارية الطبيعية بين الأمم، وذلك على عكس الاقتصاد العالمي في التسعينيات من القرن العشرين، حيث كانت تدفقات رؤوس الأموال الدولية في ذلك الوقت تلعب دورا محدودا فقط في دعم التجارة.

ويمكن القول أنه خلال تلك الفترة أعطى مؤسسو صندوق النقد الدولي أولوية لتنظيم التجارة، وإزالة قيود الصرف الأجنبي على تدفقات الحساب الجاري، وليس على حركية رؤوس الأموال، إذ أن هذه الأخيرة لم تكن قد اكتسبت بعد الأهمية التي حظيت بها فيما بعد. كما لعبت الولايات المتحدة الأمريكية دورا قياديا في صياغة النظام النقدي الدولي الجديد وفقا لما يخدم مصالحها، حيث أصبح الدولار هو العملة الدولية في النظام نظرا لالتزامها بقابلية تحويله إلى ذهب، وهكذا أصبح الدولار كالذهب تماما، إلى غاية سنة 1958 التي كانت بمثابة نقطة حاسمة وفاصلة في تاريخ نظام بریتون وودز، بل يمكن اعتبار هذا العام بمثابة البداية الحقيقية في انهيار هذا النظام.³ إلى جانب ذلك شهد العالم خلال هذه الفترة نشاطا كبيرا لسوق العملات الأوروبية (Euromarcher) التي لعبت دورا مهما في عملية تمويل الاقتصاد الدولي.

مما سبق، يمكن القول أن سرد ديناميكية وحركية الأزمات المالية على المدى الطويل، يظهر أن هذه الأزمات كانت متكررة خلال الفترة (1880-1913)، ثم تضاغت خلال فترة ما بين الحربين، لتتراجع بعد ذلك في ظل النظام النقدي القائم على اتفاقية بریتون وودز، وتعود مرة أخرى للظهور مع بداية عقد السبعينيات من القرن العشرين حيث شهدت تكرارا وتزايدا مستمرا طوال العقود التالية كما هو موضح من خلال الشكل رقم (3).

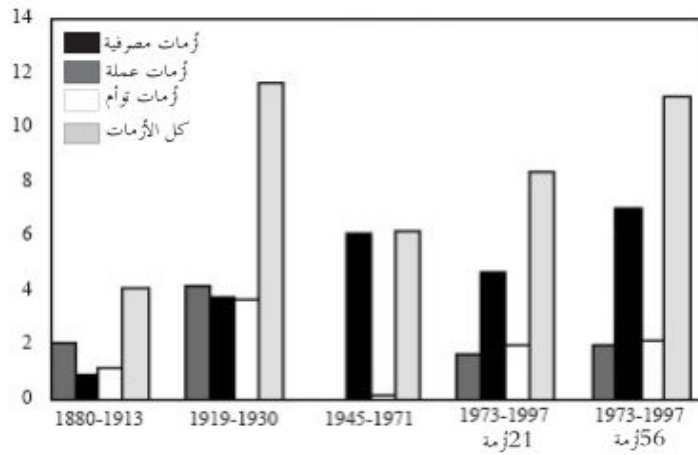
¹ مانويل جويتان، "كيف تدار التدفقات العالمية لرؤوس الأموال"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 1998)، ص. 14.

² جيمس م. باوتون، "هاري ديكستراويت وصندوق النقد الدولي"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، سبتمبر 1998)، ص. 40-41.

³ رمزي زكي، التاريخ النقدي للتضخم، (الكويت: مطابع الرسالة، 1987)، ص. 92.

الشكل رقم 3

الأزمات المصرفية وأزمات الصرف والأزمات التوأم للفترة 1880-1997



Source: Robert Boyer, Mario Dehove & Dominique Plihon, *Les Crises Financières*, (Paris : Ed La Documentation française, 2004), P.18.

ملاحظة: تكرر الأزمات يساوي إلى عدد الأزمات مقسوما على عدد السنوات مضروبا في عدد البلدان لكل فترة.

المطلب الرابع: مرحلة ما بعد بريتون وودز

إن التحولات الاقتصادية العالمية وما أفرزته من تنافس كبير واشتداد الصراع بين مراكز القوة في العالم الرأسمالي (الولايات المتحدة واليابان ودول السوق الأوروبية المشتركة سابقا)، أدت إلى تغيير كلي في موازين القوى في غير صالح الاقتصاد الأمريكي، ففي الوقت الذي تجاوزت فيه دول أوروبا مرحلة إعادة بناء عالم ما بعد الحرب كان الضعف يدب في الاقتصاد الأمريكي، واستمر عجز ميزان المدفوعات في التفاقم مع زيادة تدفق الاستثمارات الأمريكية نحو دول القارة الأوروبية وزيادة الإنفاق العسكري، وبالتالي زادت تدفقات الدولارات الورقية على تلك الدول مما جعلها تميل إلى تحويل الدولارات إلى ذهب نظرا لاهتزاز الثقة بالدولار. وهو ما دفع بالرئيس الأمريكي "نيكسون" عام 1971 إلى إعلان وقف تحويل الدولار إلى ذهب، مبينا أن استمرار عملية التحويل كفيل بخروج كل ما تملكه أمريكا من أرصدة ذهبية، وهو ما أعطى في الحقيقة مؤشرا على نهاية النظام النقدي المبني على اتفاقية بريتون وودز.¹ وأمام هذه الأوضاع برزت ضرورة الانفتاح بدون حدود وبدون شروط على نشاط رأس المال الدولي الخاص. وبدأت عندئذ مرحلة من الفوضى النقدية في الاقتصاد الدولي، تميزت بتكرار وتواتر الأزمات المالية.

لقد عرفت فترة ما بعد بريتون وودز، كنتيجة لسياسات التحرير والقوانين التي انتهجتها وسنتها معظم الحكومات، تطورا في الأسواق المالية، ولم يعد أي شيء يربط دول العالم ببعضها البعض ربطا شبيها بالربط الوثيق الذي تقوم به أموال المصارف، وشركات التأمين وصناديق الاستثمار المالي، وما يستخدم من شبكات الربط

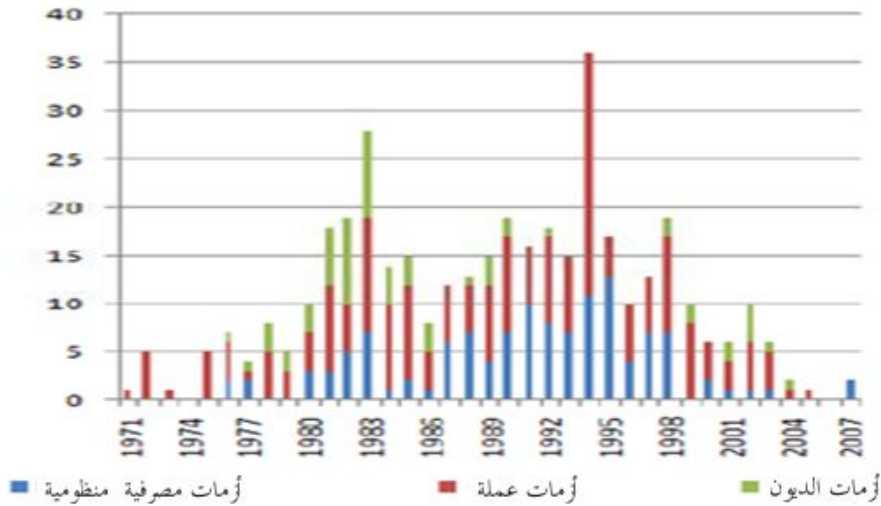
¹. المرجع نفسه، ص. 13.

الاليكترونية في تحقيق ذلك، حيث أصبح رأس المال الذي يمثل أحد عناصر الإنتاج وسيلة للمضاربة من أجل مضاعفة الأرباح في أوقات قياسية، ويتحكم بذلك في رفاهية أو فقر أمم برمتها دونما رقابة حكومية تذكر.¹

وهنا نجد أنفسنا أمام ظاهرة جديدة هي أمية رأس المال، يتربع على عرشها بالدرجة الأولى كبار المضاربين في بورصات العملة والأوراق المالية الذين أصبحوا لا يمثلون قوة مالية فحسب، بل قوة سياسية قادرة على إسقاط نظم بأكملها، كما أصبح أصحاب رؤوس الأموال والمضاربون في البورصات المالية يحققون أرباحا خيالية على حساب الفئات الضعيفة، وعلى حساب الدول نفسها.² وهكذا بدأ مسلسل الانهيار النقدي منذ أكتوبر 1987.

الشكل رقم 4

العدد السنوي للأزمات المالية 1970-2007.



Source: Jean Pisani Ferry, "Vers un renouveau du FMI ?", Bruegel Policy Contribution, (30 Octobre 2008). www.bruegel.org/Public/fileDownload.php?target=/Files/media/PDF. visité le 13/03/2009.

يظهر من خلال الشكل رقم (4)، أنه عقب انهيار نظام بريتون وودز الذي حكم العلاقات الاقتصادية الدولية، والذي أسس على وجه الخصوص نظام سعر الصرف الثابت، عرفت الأزمات المالية وخاصة الأزمات المصرفية، وأزمات العملة، تزايداً كبيراً خلال الفترة (1971-1997)، وهو ما تزامن مع التوجه نحو التحرير المالي وفك القيود على حركية رؤوس الأموال وعلى العمل المصرفي مقارنة بالفترة (1945-1971).

¹. عبد الحكيم مصطفى الشراوي، مرجع سابق، ص. 16.

². المرجع نفسه، ص. 22.

الجدول رقم 1

وتيرة الأزمات المالية على المدى الطويل

بعد بريتون وودز	في ظل نظام بريتون وودز	ما بين الحربين العالميتين	نظام الذهب	
+	-	++	+	أزمات مصرفية
++	++	+	-	أزمات صرف
+	-	++	++	أزمات مزدوجة
+	++		-	رقابة على رأس المال
+	++	-	-	رقابة بنكية

Source: Mario Dehove, "Crises Financiers Deux ou Trios Choses que nous Savon d'elles: Que Nous Apprend L'approche Statique Des Crises Financières", **Document de Travail** (Conseil D'analyse Economique, Avril 2003), P. 16.

مما سبق يستخلص أن الأزمات المالية لا تعد وليدة النظام المالي الدولي الراهن، فالتاريخ ملئ بالأزمات المصرفية وأزمات الصرف التي ترافقت مع العديد من الجهود الرامية لتفسيرها والغوص في مسبباتها، وهو ما يعكس اختلافا في التوجهات والمدارس الاقتصادية.

المبحث الرابع: الأزمات في الفكر الاقتصادي

إن الأزمات المالية لا تلزم فقط أصحاب القرار بالبحث عن علاجات جديدة، بل تدفع أيضا بالمحللين والمنظرين الاقتصاديين لإيجاد تفسيرات لها. وباعتبار أن الأزمات ليست بالظاهرة الجديدة فقد كانت ولا تزال العديد من النظريات التي تحاول دائما البحث في مسبباتها وتقديم تفسير لها.

المطلب الأول: التفسير الكلاسيكي للأزمات المالية

يعتبر الاقتصادي "سيسمونيدي" (Sismondi) من الأوائل الذين وضعوا نظرية الأزمات في النصف الأول من القرن التاسع عشر بعد أن انسلخ عن المدرسة الكلاسيكية التي كان ينتمي إليها، ووجه انتقادات إلى "ساي" Say صاحب "قانون المنافذ"، حيث بين "سيسمونيدي" أن هذا التوجه يستند إلى دور "اليد الخفية" التي تضمن ضبطا آليا للحياة الاقتصادية، ولم يأخذ في عين الاعتبار ظاهرة "الإفراط في الإنتاج" "Surproduction" التي تؤدي إلى الأزمات.¹ وقد سبقه في ذلك المقريري* الذي يعتبر البعض بأن أهم الأفكار التي جاء بها هي أنه حاول تحليل أسباب الأزمات من خلال فساد سياسة الحكم وسوء الإدارة الاقتصادية.

¹. فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. 119.

* تقي الدين أحمد بن علي المقريري، المولود بالقاهرة، يعتبر أحد أعلام الفكر الاقتصادي الإسلامي في العصور الوسطى، وقد أوضح في كتابه (إغاثة الأمة بكشف الغمة) بأن سبب الارتفاع في الأسعار يرجع إلى سوء السياسة الاقتصادية، وإلى زيادة كمية النقود المتداولة، وبالتالي يعتبر مؤسسا للنظرية النقدية. لكن فكر المقريري كان أعمق من الفكر الاقتصادي الكلاسيكي حيث نوه ضمنا تأثير النقود على جميع المتغيرات الاقتصادية، وهذا اعتراف بعدم حيادية النقود التي جاء بها الاقتصاديون الكلاسيك. أنظر: مدحت القرشي، **تطور الفكر الاقتصادي**، (عمان، الأردن: دار وائل، 2008)، ص ص. 70-71.

لقد اهتم معظم الكلاسيك بتفسير أزمات "الإفراط في الإنتاج"، حيث بين كل من "آدم سميث" و"دافيد ريكاردو" و"توماس مالتوس"، أن الأزمات الاقتصادية لا يمكن حدوثها. كما جاء "جون باتيست ساي" من خلال "قانون المنافذ"¹ ليؤكد فكرة استحالة الأزمات، والذي يلخص في أن كل عرض يخلق الطلب الخاص به، حيث يفترض هذا القانون أن النظام الرأسمالي مزود، في حالة الأداء الحر دون تدخل الدولة، بآلية تخلق له التوازن التلقائي، وهذه الآلية تتحقق بفضل وجود نوعين من الأثمان، أحدهما يوجد في السوق النقدية وهو معدل الفائدة والثاني يوجد في سوق العمل وهو معدل الأجور.² والشيء نفسه بالنسبة للأزمة النقدية فهي الأخرى لا يمكن حدوثها، لأن النقود معدنية و المعدن هو الذي يخزن القيمة وهي أيضا خاضعة لنفس القانون الذي يسوي بين العرض والطلب بين النقود تلقائيا. وعموما يرجع الكلاسيك الأزمات ذات الطابع النقدي أو المالي إلى سببين أساسيين:³

- السبب الأول: يتمثل في دوران الأوراق النقدية محل العملة المعدنية، حيث أولى كل من سميث وريكاردو أهمية كبيرة لهذه الظاهرة، معتبرين أنه في الوقت الذي تكون فيه كمية الأوراق النقدية المتداولة غير متوافقة تماما مع كمية الذهب الموضوعة في احتياطات البنوك المصدرة للعملة، فإنها تتعرض للمخاطر؛

- السبب الثاني: يتمثل في تدخل الدولة في المجال النقدي، إذ يعتبر الكلاسيك عموما أن كل ما تقوم به الدولة يسئ إلى أداء القوانين الطبيعية للاقتصاد، وبالتالي فهي توفر الفرص للخلل والأزمات، وهذا الطرح الخاص بدور الدولة كعامل للأزمات، أو كعامل يزيد من خطورة الأزمة، طوّر فيما بعد من طرف الاقتصاديين النيولبراليين. ويرى سميث أنه مهما تكن النيات الحسنة لأشخاص الحكومة، ومهما يكن مستوى كفاءتهم فإن مصالحهم الخاصة تتغلب على المصلحة العامة. وهم لا يدعون إلى عدم تدخل الدولة، بل يرون أن دورها يجب أن يقتصر على الحالات التي تكون هي الوحيدة القادرة على التصرف فيها ولا يمكن للسوق فعل ذلك، كالدفاع عن الحدود أو توفير الأمن والعدالة وغيرها، نظرا لكون الأموال اللازمة لذلك ضخمة جدا أو لأن عائد هذه الأعمال يكون متأخرا.⁴

والأزمات عند الكلاسيك تحتل مكانة ثانوية رغم إدراكهم لوجودها، ولعل أهم ما توصلت إليه هذه النظرية، هو اكتشاف القوانين الطبيعية للاقتصاد، أما بالنسبة للنيوكلاسيك أمثال والراس (Walras) وباريتو (Pareto) فإن أعمالهم لم تختلف كثيرا عن أعمال كل من ريكاردو وآدم سميث.

وعلى العموم، فإنه، باستثناء ماركس، لم تكن هناك أية دراسة ذات أهمية لتفسير الأزمات الاقتصادية إلى غاية القرن العشرين مع كينز الذي تمكن من إيجاد نظرية حقيقية جديدة تشرح ظاهرة الأزمة.

¹ Jacques Pavoine, Op. Cit., p.29

² محمد دويدار، مبادئ الاقتصاد الجزئي: الاقتصاد النقدي، الجزء الأول، (بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية، 2001)، ص.417.

³ Jacques Pavoine, Op. Cit., p.30.

⁴ Ibid., p.70.

المطلب الثاني: حتمية الأزمة عند ماركس

يأخذ موضوع الأزمات بشكل عام أهمية جوهرية في أعمال ماركس. وعلى عكس الاقتصاديين الكلاسيك ومعظم اقتصاديي القرن التاسع عشر، حلل ماركس الاقتصاد من وجهة نظر سوسيولوجية وتاريخية، وأساس هذا التحليل يجد جذوره في فلسفة مستوحاة عن هيغل (Hegel).¹ وقد بين ماركس أنه لا وجود لقوانين اقتصادية أزلية، كما وضح أن تصرفات المتعاملين الأفراد، نظرا لتعارضها وتوجه كل فرد إلى تحقيق أرباحه الخاصة، تؤثر سلبا على المجتمع وتؤدي إلى نتائج عكسية.²

لقد عاش ماركس في مجتمع رأسمالي كان يرغب في تغييره من أجل مجتمع أحسن، وعلى هذا الأساس قاد نشاطا اقتصاديا هاما موجها نحو وصف النظام الرأسمالي بكل مساوئه، إذ يرى أن طبيعة وأسس هذا النظام، مهما كانت سياسات وتصرفات الفاعلين الاقتصاديين، تولد حتما الأزمات، وهذه الأزمات وفقا لماركس تزداد حدتها مع الوقت وفي النهاية فإن آخر أزمة تذهب بالنظام وتسمح بالمرور إلى الاشتراكية التي ينادي بها وبخبراتها.

إن الأزمات الاقتصادية وفقا لماركس هي أزمات إفراط في الإنتاج، نشأت في ظروف أسلوب الإنتاج الرأسمالي وهي لا تتكرر إلا في ظله. وتكمن أسباب الأزمات في طبيعة أسلوب الإنتاج هذا، وتتحدد وفقا للقوانين والتناقضات المميزة له،³ كما أن للأزمات الاقتصادية وفق النظرة الماركسية عدة خصائص، فهي أزمات حتمية لا مفر منها، وهي اجتماعية بمقدار ما هي اقتصادية، ومغيرة للبنية على الأقل إن لم تكن مزيلة لها، فالأزمة هي بالتأكيد فوضى، واختناق الأسواق وإفلاس وبطالة.⁴ كما أن الأزمات هي ظواهر تتكرر على نحو دوري لدرجة ما في الاقتصاد الرأسمالي، وتسمى الفترة بين أزمة اقتصادية وأخرى بالدورة الصناعية.* وترجع الأزمة النقدية-المالية للرأسمالية وفق هذه النظرة إلى احتدام مجموعة تناقضات الرأسمالية المعاصرة. ومن بين هذه التناقضات تجدر الإشارة إلى ما يلي:⁵

- التناقضات المرتبطة باحتدام الصراع في مجال العلاقات الاقتصادية الدولية بين مراكز الامبريالية، نتيجة لفعل قانون تفاوت التطور الاقتصادي والسياسي في البلدان الرأسمالية؛

¹. جيمس بيرك، عندما تغير العالم، ترجمة ليلي الجبالي، (الكويت: عالم المعرفة، 1994)، ص. 284.

². Ibid., p.33

³. النظرية الماركسية اللينينية، الاقتصاد السياسي للرأسمالية، ترجمة ماهر عسل، (الاتحاد السوفيتي سابقا: دار التقدم للنشر، 1972)، ص. 288.

⁴. دانييل أرنولد، مرجع سابق، ص. 138-139.

* تتكون هذه الدورة من أربع مراحل هي الأزمة والكساد والانتعاش والنهوض. والأزمة هي المرحلة الابتدائية والحاسمة من الدورة، وقد جرت العادة أن تبدأ الأزمة في التجارة، إذ تتزايد أحجام السلع المكسدة بلا تصريف (إفراط في الإنتاج)، وبالتدريج تبلغ السلع المكسدة حدا يبعث على انكماش الإنتاج. وإشارة البداية في انكماش الإنتاج هي أزمة الإقراض السلعي الذي يعبر عنها إفلاس أصحاب مؤسسات التجارة بالجملة والتجزئة. ويؤدي شح السيولة "الجوع النقدي" إلى ارتفاع معدل الفائدة على القروض، ويجري في البورصة انخفاض أسعار الأسهم كما تنخفض العائدات ويرتفع مستوى الفائدة وكل ذلك يثير موجة إفلاس متصاعدة. وبعد ذلك تمر فترة لا يواصل الإنتاج خلالها انكماشه لكنه أيضا لا يبدأ في استعادة نموه، وتلك فترة الكساد. أنظر في ذلك: النظرية الماركسية اللينينية، الاقتصاد السياسي للرأسمالية، مرجع سابق، ص. 293.

⁵. المرجع نفسه، ص. 502-506.

- التناقضات والنزاعات الاجتماعية والاقتصادية، فشدة الأزمة النقدية في بداية السبعينيات قد جرت في ظروف التضخم المالي المتزايد للدولار، من خلال الإصدار المفرط للنفود الورقية لتغطية النفقات الحربية في المقام الأول، ويعتبر سباق التسلح السبب الرئيسي في الهزات التي تجتاح المجال المالي والنقدي، الأمر الذي يعتبر في حد ذاته دليلاً على عدم استقرار الاقتصاد الرأسمالي. ويتمثل ذلك بشكل أساسي في نمو مديونية الدول وانخفاض القدرة الشرائية للعملات والتذبذب المستمر في سعر العملة، وعجز ميزان المدفوعات؛¹

- تعتبر الأزمة النقدية نتاجاً لمجموعة التناقضات المعبرة عن التضارب بين الاحتياجات الموضوعية للتنمية الدولية وبين الأشكال الرأسمالية الحديثة للعلاقات النقدية، ذلك أن التدخل النشط للدولة الرأسمالية في مجال العلاقات النقدية والمالية ومحاولات تنظيمها لا تتساير مع الطابع العفوي لنمو العلاقات الاقتصادية الدولية للرأسمالية؛

- التناقضات الناجمة عن الصراع بين النظامين العالميين، والتي ترغم الامبريالية على مزيد من التكيف مع الميزان الجديد للقوى؛

- ترجع الأزمة النقدية-المالية للرأسمالية إلى احتدام التناقضات بين البلدان الامبريالية من جهة والبلدان النامية من جهة أخرى، إذ أن الوضع النقدي لمعظم البلدان النامية بالغ السوء بسبب قلة الاحتياطيات النقدية والطابع الأحادي الجانب للاقتصاد، وتردي ظروف التجارة في سلع صادراتها التقليدية، وهذا ما يزيد من حدة مديونية هذه البلدان، كما أدى اشتداد أزمة النظام النقدي للرأسمالية إلى مزيد من تدهور الوضع النقدي والمالي للبلدان النامية، فهذه البلدان تتكبد خسائر كبيرة نتيجة لتراجع القدرة الشرائية للعمولات الاحتياطية وفي مقدمتها الدولار.

إلى جانب ما سبق، تجدر الإشارة إلى أن الرأسمالية تتميز بانعزال الرأسمالي المالك، وانصرافه عن الاشتراك في تسيير العمل بصفة عامة.²

وعلى هذا الأساس، اعتبر الكثير من الاقتصاديين أن الأزمة الكبرى لسنة 1929 قد حققت تنبؤات ماركس، فيما يتعلق بأزمة نهاية الرأسمالية.³ كما تناول مجموعة من الاقتصاديين الشيوعيين في فرنسا تحليلاً خاصاً بأزمة السبعينيات آخذين بعين الاعتبار الآثار العامة للصدمة النفطية، وأوضحوا أن هذه الأزمة جاءت لتؤكد وجهة النظر الماركسية، معتبرين أن هناك أزمة عامة للرأسمالية استمرت منذ سنوات الثلاثينيات.⁴

وفي هذا الإطار ظهرت العديد من المحاولات لإخراج كل من الرأسمالية ورأس المال من قفص الاتهام، كون هذين الأخيرين برئيين من الإخفاقات المسجلة، وأن المشكل يكمن وينسب وبشكل مباشر للتطرف الرأسمالي، وأنه على مستوى عمليات التحليل والنقد، ومن ثم الاتهام أو إبراء الذمة، هناك بديهية يجب عدم تجاوزها هي: أنه لا يجوز تقييم أي "فكر" من خلال سلوكيات معتنقيه، بل يجب مناقشة كل "فكر" عبر تحليل أسسه ومرتكزاته النظرية وليس

¹. المرجع نفسه، ص. 312.

². المرجع نفسه، ص. 364.

³. Jacques Pavoine, Op. Cit., P.64.

⁴. Ibid., P.114.

الممارسة أو مدى تجسده في أرض الواقع. كما أنه ورغم أن الكثيرين يرون بأن الأزمة ليست مشكلا في حد ذاتها، بل في كثير من الأحيان تكون عبارة عن هبة تسهم في تطوير الفكر وتمكنه من تجديد نفسه وبذلك، ورغم الأزمات المتوالية، فإن الرأسمالية تمكنت وبكفاءة من تجاوز مآزقها الدورية وتجديد نفسها، إلا أنه تجدر الإشارة أن هذه المرونة والديناميكية المشار إليها، والقدرة على التجديد ورغم أنه سجل تاريخيا، لكن الواقع أثبت فشل الأفكار المتجددة في الكثير من الأحيان في امتحانات لاحقة.¹

وعليه ورغم كل الجهود المبذولة من أجل القضاء على أزمة النظام النقدي للرأسمالية، إلا أن تطبيق هذه الإجراءات لا يحقق سوى التخفيف المؤقت لحدة ظواهر التأزم، ذلك أن الأزمة النقدية خاصة حتمية لا تنفصل عن الأزمة العامة الراهنة للرأسمالية، وأن كل أزمة اقتصادية تعتبر ضربة حقيقية للرأسمالية.

المطلب الثالث: هايك والإفراط في الترسمل

يبنى هايك* نظريته في تفسير الأزمة الاقتصادية على الإفراط في الترسمل، التي عرضها في كتاب "التمن والإنتاج" عام 1931 وفي كتاب "الأرباح، الفائدة والاستثمار" عام 1939. والإفراط في الترسمل وفقا لمانويل أرنولد يعني "اتجاه الرأسمالية نحو نمو مفرط للقطاعات التي تصنع وسائل الإنتاج مقارنة بتلك التي تسمح بإنتاج سلع الاستهلاك".

ويرى هايك أن التوسع في الإقراض يؤدي إلى تخصيص خاطئ لعناصر الإنتاج، وبالتالي تصبح بنية الإنتاج أكثر رأسمالية، ممولة بادخار متزايد، تخضع الوحدات الاقتصادية للإعلانات الصادرة عن السوق، خاصة ارتفاع أسعار السلع الوسيطة الدال على زيادة الادخار المخصص للاستثمار. مما ينجم عنه ما دعاه هايك: "هلاك الآليات المنظمة للسوق" وتحدث أزمة الإفراط في الترسمل التي يمكن التمييز فيها بين مرحلتين:²

المرحلة الأولى: الهروب إلى الأمام الذي يتجلى في نوع من المواجهة بين الأسر (المستهلكين) والمشروعات، إذ كما يقول هايك "من غير المحتمل أن ينسجم الأفراد مع تخفيض دخلهم الحقيقي دون محاولة للتغلب عليه، وذلك عن طريق رفع إنفاقهم الاستهلاكي الاسمي، وتتم هذه المحاولة في الوقت الذي ترتفع فيه مداخيل الأجراء بفضل نمو كمية النقود التي بحوزة المنظمين للاستثمار. عندئذ يزداد الطلب على سلع الاستهلاك بشدة وكذلك سعر هذه السلع.

في هذا الوقت، لا يبقى المنظمون مكتوفي الأيدي، فهم يطلبون اعتمادات جديدة، ويستمر الارتفاع في الطلب على السلع الوسيطة، وكذلك أسعارها. وتزداد حدة التضخم، ويرتفع سعر السلع الوسيطة دائما بالنسبة لسعر

¹ عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، مرجع سابق، ص 4-5.

* فريدريك فون هايك اقتصادي نمساوي ولد عام 1899 في فينا، تولى مركز مدير المعهد النمساوي للبحوث الاقتصادية، ثم عمل في مدرسة لندن للاقتصاد. ثم أستاذ للعلوم الاجتماعية بجامعة شيكاغو ثم أستاذ للاقتصاد في جامعة فيربورغ. نال جائزة نوبل للاقتصاد عام 1974، ثم مستشارا لرئيسة وزراء بريطانيا تاشر عام 1879 فعمل على صياغة البرنامج الاقتصادي لحكومة المحافظين، ويعتبر هو وتلميذه ميلتون فريدمان أكبر ممثلين للفكر الليبرالي. أنظر: كامل علاوي الفتلاوي، عاطف لافي مرزوق، العولمة ومستقبل الصراع الاقتصادي، (عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع، 2009)، ص 40.

² دانييل أرنولد، مرجع سابق، ص 151-152.

سلع الاستهلاك، وتمتد بنية الإنتاج بلا حدود. وهذا يعني أن هناك هروبا هائلا إلى الأمام، فيه ينتصر في حينه، المنظمون الموجودون كأوائل في الدورة النقدية على الأسر (المستهلكين).

المرحلة الثانية: وهي ما دعاه هايك "بالحاجز النقدي"، حيث تجد المصارف أنها ملزمة بأن تضع حدا لهذا التوسع في الإقراض وفي النقود، كما تلجأ الحكومة إلى إجراءات لمحاربة التضخم. وعندئذ ترفع معدلات الفائدة، فيركد الطلب على السلع الوسيطة، بسبب التمويل غير المجزي، في حين أن الطلب على سلع الاستهلاك يستمر في الازدياد فترتفع أسعارها بشكل أسرع من أسعار السلع الوسيطة. فيتجه المستثمرون إلى تصنيع سلع الاستهلاك الأكثر ربحا، ويتكون الأطوار السابقة التي كانت قد ظهرت عند الانتعاش، وذلك بمقدار ما يكون ارتفاع معدلات الفائدة ملموسا بشكل خاص. وفي هذه الحالة يحصل الإفراط في الترسمل، حيث تنكمش بنية الإنتاج، وهذا الانكماش يأخذ شكل الأزمة.

المطلب الرابع: الأزمة عند كينز

بدأ كينز تحليله الاقتصادي بتوجيه نقده إلى النظرية "النيوكلاسيكية"، ويتحدد الوسط التاريخي لتحليل كينز للاقتصاد الرأسمالي أثناء أزمته الكبرى، أو ما يسمى بالكساد الكبير، الذي بدأ سنة 1929 ووصل إلى عمقه في الفترة (1931-1932) واستمر بصفة عامة حتى نشوب الحرب العالمية الثانية عام 1939. وهو يصف هذه الحالة بوجود جزء معتبر من القوة العاملة في حالة بطالة، في الوقت الذي يوجد فيه جزء كبير من الطاقة المادية وخاصة في مجال الصناعة معطلة، وتكون الأثمان والأرباح والأجور وغيرها من المؤشرات الاقتصادية عند مستواها الأكثر انخفاضاً. ويتوقف الاقتصاد القومي عن السير رغم توافر كل الشروط اللازمة لذلك إلا شرط واحد هو شرط توقع الربح من جانب من يتخذون قرارات الإنتاج. ويعبر كينز عن هذا الموقف بقوله أن الأمر يتعلق "بأكبر كارثة اقتصادية للعالم الحديث". وفي ظل هذه الظروف قامت الدول الرأسمالية بإجراءات في سياستها الاقتصادية تتنافى مع ما يوحي به أنصار النشاط الاقتصادي الفردي، إذ تتطلب الأمر إعادة النظر في النظريات التي كانت سائدة في الفكر الاقتصادي والأكاديمي السائد في المجتمعات الغربية.¹

إن كينز لا يرى في ارتفاع معدل الفائدة سببا في حدوث الأزمة، إنما التراجع المفاجئ للكفاية الحدية لرأس المال،* هو الذي يفسر الأزمة، بإحداثه نقصا في الاستثمارات وفي الطلب الفعال. وعندها ينهار تفاؤل (المنظمين) ويتقلص الاستثمار بعد أن يصبح ضعيف المردود، حيث تحتل العوامل النفسية أهمية كبيرة في تحليل كينز. كما يرى كينز أن الأزمة تستدعي تدخل الدولة من أجل إنعاش الفاعلية الحدية لرأس المال، لذا فهو ينادي بأن تحل الدولة محل المنظمين العاجزين في عملهم كمستثمرين.²

¹. محمد دويدار، مرجع سابق، ص.414.

* الكفاية الحدية لرأس المال تعبر عن العلاقة بين العائد المتوقع من الأصل الرأسمالي، وبين ثمن الحصول عليه، وهو معدل وليست قيمة مطلقة.

². منير الحمش، "أوراق في الاقتصاد السياسي للأزمة الاقتصادية الراهنة"، منشورات اتحاد الكتاب العرب، (1999)، ص. 35.

كما بين كينز أن هناك ثلاثة دوافع لاحتفاظ الأفراد والمشروعات بجزء من دخلهم في شكل سيولة هي: دافع المعاملات، الاحتياط والمضاربة. وأن قوة السوق تترجم من خلال سيطرة منطق المضاربة قصيرة المدى على منطق المؤسسة والاستثمار طويل الأجل، والحل هنا يكمن في تنظيم الأسواق المالية وكذلك سوق الصرف تفاديا للمضاربة على النقود. فالضرائب على رأس المال، والرقابة الإدارية لحركية رأس المال بإمكانها أيضا أن تقلل من الاضطرابات.

لقد كان كينز يبدي تخوفه من أن يتغلب هذا السلوك المستوحى من "العقلية المالية" على "عقلية المنشأة". وتتفق تلك العقلية المالية على الأقل مع طغيان الاقتصاد المالي، فالمنشآت الأمريكية تعاني باستمرار من التزامها بإرضاء أصحاب الأسهم والمقرضين، والمقيدة بالتالي بالمشروعات التي تحقق عائدا سريعا،¹ فالريح في نهاية الأمر أشبه بالوقود المحرك للرأسمالية، وهنا يقول اليابانيون في انتقادهم للأمريكيين "أن هؤلاء يهملون العاملين معهم ويسدون الطريق أمام مقتضيات الإنتاج ويتسلط عليهم شبح وول ستريت. فالسباق المسعور نحو الريح بلا ضابط يجرس على إتباع سلوكيات تتعارض مع الإدارة الرشيدة، ويعرض للخطر النسيج الاجتماعي في مجمله".²

لكن مع انهيار نظام بريتن وودز وبروز أزمات جديدة كأزمة التضخم الركودي وتراجع معدلات النمو تبين فشل النظرية الكينزية على المستوى التطبيقي، وساد الفكر الكلاسيكي الجديد بمدارسه المتعددة وأهمها المدرسة النقدية.

المطلب الخامس: الأزمة عند النقديين

تعتبر المدرسة النقدية أحد أشهر التوجهات الحديثة للاقتصاد اللبرالي، ويعتبر "ميلتون فريدمان" أحد الرواد البارزين لهذه المدرسة، والنقديون على عكس الكينزيين يعتبرون أن التضخم ظاهرة غير مرغوبة، وأن منحى فليس للعلاقة بين التضخم والبطالة لا يتحقق دائما. كما يرى النقديون أن أسباب حدوث الأزمات الاقتصادية يعود إلى عوامل نقدية تتصل بحجم النقود والائتمان وأسعار الفائدة، حيث يحصل انتعاش اقتصادي عندما يتسع عرض النقود، ويمكن أن يستمر هذا الانتعاش إلى أن يبلغ أقصى مدى له عندما تستمر أسبابه بحيث يحدث تضخم في الاقتصاد، ويحصل العكس، أي يحدث انكماش في الاقتصاد، عندما يحدث انكماش في عرض النقود، ويمكن أن يستمر الانكماش إلى أن يصل إلى أدنى حد له بتحقيق الكساد، وبالتالي فإن أسباب التقلبات والأزمات الاقتصادية هي أسباب نقدية تتصل بالنقود والائتمان وأسعار الفائدة والسياسات التي ترتبط بها.³

لقد حاول النقديون تفسير أزمة سنة 1929 وفق طرحين اثنين هما: تدخل الدولة ودور النقود، فتقلص كمية النقود تؤدي إلى تباطؤ الاستهلاك والإنتاج، من خلال ارتفاع معدل الفائدة وهو ما يضر بالاستثمار، كما أن ارتفاع معدل الفائدة يجبر المسيرين على منح المساهمين معدلات ربح جذابة وتنافسية مما يساعد على المضاربة.

¹. ميشيل ألبيير، الرأسمالية ضد الرأسمالية، ترجمة حليم طوسون، (القاهرة: مكتبة الشروق، 1995)، ص. 83.

². المرجع نفسه، ص. 85.

³. فليخ حسن خلف، مرجع سابق، ص. 412-413.

كما قدم فريدمان تفسيراً لأزمة سنوات السبعينيات، معتبراً أن التضخم المستمر للسنوات السابقة للأزمة أحد أهم أسباب حدوثها، وأن علاج هذه الأزمة يكمن في القيام برد فعل ضد التضخم، وتبعاً له فإن السياسة الأكثر فعالية هي سياسة نقدية موجهة للحد والتقليص من كمية النقود. كما يرى النقديون أن تدخل الدولة في المجال النقدي يعتبر سبباً في حدوث الأزمة،¹ معتبرين أن دور الدولة كان سلبياً في ما يخص تدخلها في المجال النقدي، بدلاً من ترك الأداء لحرية الاختيار بمعنى "قوانين السوق".

وهنا يظهر روتبرد (M. Rothbard) أحد مشاهير الحركة الليبرالية، أكثر وضوحاً فيما يخص مسؤولية الدولة في الأزمات أين يقول: "ليس اقتصاد السوق ولا الرأسمالية المسؤولين عن مأساة سنوات الثلاثينيات، لكن عالم السياسة والبيروقراطية، وكل ما هو اقتصادي... صحيح أن التذبذبات وعدم الاستقرار تشكل جزءاً متكاملًا في آليات اقتصاد السوق، لكن هذه التذبذبات لا يمكن أن تتحول إلى أزمات إذا لم تتدخل الدولة"، وبالتالي فهو يعتبر أن الحكومات إذا كانت تسمح بتطبيق قوانين السوق، في المجال النقدي كما يتم ذلك في مجال العمل والسلع والخدمات، وتتخلى أيضاً عن الحماية، فإن الأزمة تمتص نفسها في زمن قصير.

أما بالنسبة للاقتصادي الأمريكي جون غولبرايت (John Golbraith) الذي خصص جزءاً كبيراً من كتابه لأزمة سنة 1929، فقد اعتبر أن سبب حدوث الأزمة مرتبط بالهوة التي تعمقت بين ارتفاع مردودية الإنتاج الصناعي من جهة، وجمود الأجور والأسعار من جهة ثانية. وهكذا ساهم ارتفاع مستوى الأرباح في تغذية المضاربات في الأسواق المالية، وتخفيف الاستثمار في حين بقي استهلاك الطبقات الشعبية ضعيف جداً. كما بين "غولبرايت" شذوذ الاقتصاد الأمريكي من خلال واقع التوزيع غير المتكافئ للمداخيل، الأمر الذي جعل الحركة الاقتصادية في موقع التبعية إزاء الاستثمار وإنفاق العائلات الميسورة.²

إضافة إلى ما سبق هناك من أرجع السبب الأساسي للأزمات إلى عامل التطور التكنولوجي، ولعل أبرزهم جوزيف شمبيتر (Schumpeter Joseph) الاقتصادي الأمريكي ذو الأصول النمساوية (1883-1950)، الذي يعتبر من بين أهم منظري فترة الثلاثينيات وأكبر منظري الدورات. وقد ركز تحليله في الواقع على الاستثمار، وعلى عملية الابتكار وخصوصاً الابتكار التقني،³ حيث فسر حصول الأزمات الاقتصادية في إطار تفسيره لحصول الدورات الاقتصادية، وبين أن أصل كل الأزمات يعود إلى خلل في النظام التكنولوجي ونقص في التطور التقني؛⁴ حيث كان شومبيتر يتوقع أن الرأسمالية كنظام إنتاجي يصل بعد فترة إلى غايته بحيث لا يكون هناك دوافع للمنتجين والمنظمين بإنتاج المزيد لاستنفاد الابتكارات الممكنة.⁵

¹. Jacques Pavoine, Op. Cit., P.119.

². فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. ص. 121-122.

³. Rnard Rosier, Op. Cit., P. 36.

⁴. Claude Quin, **Idées Nouves pour Sociétés en Crise**, (Paris : Ed Sociales, 1990), P.135.

⁵. عبد العزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج، (الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة، 2011)، ص. 136.

المطلب السادس: التفسيرات الحديثة للأزمات المالية

ظهرت العديد من التفسيرات الحديثة للأزمات المالية ولعل أهمها ما طرحته "نظرية الدومينو" *، ومحتوى هذه النظرية هي أنه إذا كان هناك صنفين من الدومينو تم وضعهما إلى جانب بعضهما بعضاً، وهناك صف آخر من الدومينو تم وضعه خلفهما، فإنه إذا حدث ووقع الصنفان الأماميان، يقع البقية كرد فعل طبيعي وتتابعي. ويعتبر الباحث الفرنسي "طوماس غينولي" من أفضل من نجحوا مؤخراً في تقديم صورة مبسطة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وبين أن ما يلخص الأزمة هو مفعول الدومينو.¹

كما أن هناك عدة إسهامات علمية حاولت تفسير الأزمات المالية وتحليلها كنظرية المباريات " Game Theory" * فيما يعرف بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية "Coordination Games"، إذ تؤكد أدوات التحليل الاقتصادي وجود علاقة موجبة بين القرارات التي يتخذها المتعاملون الاقتصاديون (المضاربون، المستثمرون...). فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر أن يتخذه الآخرين. بمعنى آخر، قد يكون قرار شراء أصل ما، بناءً على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع. بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظراً لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ ذات القرار. وقد أكدت بعض النماذج الرياضية التي استخدمت لتفسير أزمات العملة مثل نموذج "بول كروجمان (Paul Krugman) ذلك السلوك، فمثلاً، قد يحتفظ نظام سعر الصرف الثابت باستقراره لفترة طويلة، ولكن قد يحدث له انهيار سريع بمجرد وجود عوامل تؤدي إلى توقع الآخرين انخفاض سعر الصرف، ومن ثم يبدأ السعر في

* نظرية الدومينو (Domino Theory) هي نظرية ظهرت في الخمسينيات من القرن العشرين في الولايات المتحدة الأمريكية وتقول بأنه إذا كانت دولة في منطقة معينة تحت نفوذ الشيوعية فإن الدول المحيطة بها ستخضع لنفس النفوذ عبر تأثير الدومينو. أنظر في ذلك: http://en.wikipedia.org/wiki/Domino_theory. visité le 20/01/2012

¹. صباح جاسم، "الأزمة المالية: دعر وهلع وأسواق تساقطت مثل الدومينو أحمار يؤدي إلى انكماش اقتصادي عالمي طويل المدى"، أنظر في ذلك:

<http://annabaa.org/nbanews/72/047.htm>. visité le 20/01/2012

* لقد ابتكر فون نيومان "Von Numman" المفاهيم الرياضية لنظرية المباريات عام 1928 ووصفها وصفاً دقيقاً في مؤلف علمي سنة 1944. ويقصد بالمباراة موقف ما يختار فيه اثنين أو أكثر من صانعي القرار بدائل (استراتيجيات) مختلفة، وتتأثر نتائج المباراة بكل البدائل المتخذة مجتمعة. فمثلاً عندما تواجه أحد الإدارات مشكلة صنع القرار في ظل تنافسيه تتسم بتناقض مواقف المتنافسين وتعارض مصالحهم، فإن عملية اتخاذ القرار المناسب تصبح صعبة في مثل هذه الظروف، لأن نتائج القرار وأثرها لا تعتمد على القرار المتخذ فقط، بل تتأثر أيضاً بنتائج القرارات التي يتخذها المنافسون. وعلى هذا الأساس إذا تم اعتبار مشكلة تحليل القرار الذي تواجهه الإدارة في ظل هذه الظروف التنافسية، بمثابة مباراة بين الإدارة صانعة القرار وبين المنافسين الآخرين، فإنه يمكن القول أن جميع المتنافسين يبحثون عن تعظيم مكاسبهم. والمباراة في هذه الحالة تتوقف على الخطط والاستراتيجيات التي يتخذها كل منافس. وتصبح المشكلة هي اتخاذ قرار يتعلق بالمصالح المتعارضة. وحل مثل هذا التعارض هو محور اهتمام نظرية المباريات وذلك من خلال فهم استراتيجيات المتنافسين وتحليل احتمالاتها المختلفة، واتخاذ القرار المناسب لمقابلة المواقف المختلفة للخصم، إلى جانب البحث عن الاستراتيجيات التي تعظم مكاسب صانع القرار إلى أقصى حد أو تخفيض خسائره إلى أدنى حد. أنظر في ذلك: - محمود مصطفى الشريبي، "نظرية المباريات Game Theory"، قسم التحليل الكمي، <http://alanbarun.forumarabia.com/t223-topic> وكذلك:

-Theodore L. Turocy & Bernhard Von Stengel, "Game Theory", CDAM Research Report LSE-CDAM-2001-09, October 8, 2001, P.4. www.cdam.lse.ac.uk/Reports/.../cdam-2001-09.pdf. visité le 22/02/2012

الانخفاض وربما الانهيار فعلياً¹ فالنظرية النفسية تتوقع حدوث الدورات والتقلبات الاقتصادية بتحقق توقعات تفاؤلية، أو توقعات تشاؤمية، حيث يحصل انكماش وركود وكساد اقتصادي عندما تتحقق توقعات تشاؤمية، ويحصل انتعاش وتوسع ورواج اقتصادي عندما تتحقق توقعات تفاؤلية في الاقتصاد.²

وعموماً تشير الأدبيات الاقتصادية إلى الجدل القائم حول إلقاء ضلال المسؤولية على النظام الرأسمالي برمته في إحداث الأزمات، فوفقاً لنظرية "مينسكي" (Minsky's theory) فإن القطاع المالي في النظام الرأسمالي يتميز بالهشاشة وتختلف درجة هشاشته باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، ومن ثم تزيد خطورة حدوث الأزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل.

لقد قدم مينسكي طرحاً مغايراً للطرح السائد في الأدبيات المالية الذي ينطلق من كفاءة الأسواق، (Efficient Market Hypothesis)، وفرضية عقلانية التوقعات* (Rational Expectations Hypothesis) في ظل النظام الاقتصادي الرأسمالي، لينطلق هو في المقابل من فرضية عدم الاستقرار (Financial Instability Hypothesis) في النظام المالي الذي ينعكس سلباً على أداء الاقتصاد بسبب الأزمات العنيفة، والكوارث التي يحدثها من حين لآخر،³ أي أن عدم الاستقرار هو خاصية ذاتية لصيقة بالنظام الرأسمالي، وأن مكنم الخلل يتمثل في الجانب المالي المعقد للنظام الرأسمالي، وهو ما يتطلب التدخل والتقنين لكي يعمل هذا النظام في الحدود المعقولة؛ وخاصة علاقات الإقراض والاقتراض التي تؤدي غالباً إلى الإفراط في المديونية. وحالة عدم الاستقرار في هذه الحالة مرتبطة بتركيبية الديون وتطورها إلى مستويات تعجز الوحدات الاقتصادية عن الوفاء بها، مما يريك حالة الاقتصاد ويجولها من الاستقرار إلى عدمه. ويقول مينسكي في هذا الصدد: "إن الأدلة التاريخية أثبتت أن الاقتصاد لا يعمل وفق المفهوم الكلاسيكي لكل من سميث ووالراس" وأن "فرضية عدم الاستقرار تمثل نظرية أثر الدين على سلوك الاقتصاد، كما أنها تأخذ في

¹ فريد كورتل، كمال رزق، "الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية"، المؤتمر العلمي الثالث حول: "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول -التحديات والأفاق المستقبلية"، مرجع سابق، ص. 4-5.

² فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص. 413.

* ظهرت مدرسة التوقعات العقلانية في السبعينيات من القرن العشرين، وينبع هذا المنهج من روح المنهج الكلاسيكي، ولكنه يضيف سمة جديدة لهذا التحليل هي سمة التوقعات العقلانية للوحدات الاقتصادية، أي أنها غير متحيزة لأنها تستند إلى معلومات وافية وكافية عن الحالة الاقتصادية، كما أن لديها مدخل للمعلومات ذاتها التي لدى الحكومة، والافتراض الثاني لهذه النظرية هو الاعتقاد بمرونة التغيير في الأسعار والأجور التي افترضتها النظرية الكلاسيكية والتي من شأنها أن تحقق التوازن بين العرض والطلب في جميع الأسواق وبشكل تلقائي بما في ذلك سوق العمل. وينطلق أصحاب هذه المدرسة من أن سلوك الوحدات الاقتصادية يتحدد على أساس تعظيم المنافع إلى أقصى حد ممكن وتقليل الخسائر إلى أدنى حد ممكن، وأمام كل وحدة اقتصادية كما معينا من المعلومات حول المتغيرات الاقتصادية الكلية يمكن أن تستخدم بكفاءة عالية تستطيع من خلاله أن تتخذ القرارات السليمة بشأن كل متغيرات السياسة الاقتصادية، وبالتالي سوف لا يكون لمثل هذه التغيرات في السياسة الاقتصادية ومنها النقدية إلا تأثير ضئيل لا يؤخذ في الحسبان ولا سيما في المتغيرات الحقيقية في الاقتصاد كالإنتاج والاستخدام، وهو ما يعني أن تعظيم المنافع الفردية هو في النهاية تعظيم لمكاسب المجتمع. للمزيد أنظر: حسين البختاوي،

"السياسة النقدية في تحليل التوقعات العقلانية". <http://econ.to-relax.net/t519-topic>. visité le 15/02/2012.

³ أحمد مهدي بلواني، "هايمان مينسكي: ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره؟"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد 24، العدد الأول (2011)، ص. 95.

الحسبان الطريقة التي تسوى بها هذه الديون". كما كان منسكي حذرا في موقفه من الابتكارات المالية التي كان يرى في أن المستفيد الأكبر منها هم المدراء الماليون دون أن تخضع للمراقبة والتمحيص الدقيق، وأنها تشكل خطرا على النظام المالي والاقتصادي.¹ وقد تزايد الاهتمام بأطروحاته عقب أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وهو بذلك يكون قد حذر من مثل هذه الأزمة قبل وقوعها.²

وترتكز نظرية "مينسكي" في تفسير الأزمات المالية في النظام الرأسمالي على الاقتصاديات التي تمر بالمراحل المعروفة للدورة الاقتصادية، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كساد، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي فيما يعرف "بالتمول المتحوط"، وفي مرحلة النمو تبدأ التوقعات المتفائلة تطفو على السطح وتتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض دون مشاكل تذكر. وتنتقل عدوى التفاؤل بدورها إلى القطاع المالي، ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجددا، ولكن بناء على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظرا لأرباحها المتوقعة، وبذلك يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرة بشكل معنوي في نظام الائتمان. وفي حالة حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر مما يؤثر على قابليته للإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة مختلف الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، وتتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية من جديد.³

من مجمل ما سبق، يمكن القول أن هذه التفسيرات للأزمات المالية تعتبر أهم التفسيرات لأبرز التيارات والمذاهب الاقتصادية، وهي تفسر بالدرجة الأولى أزمات النظام الرأسمالي في كل مراحلها، بدءا بالفكر الكلاسيكي الذي تماوت مرتكزاته على إثر أزمة الكساد الكبير عام 1929، وسيادة الفكر الكينزي باعتبار أطروحاته النظرية كانت المخرج الوحيد من مأزق الفكر الرأسمالي، وبدخول عقد السبعينيات من القرن العشرين ومع أزمة الكساد التضخمي التي أخفقت الفكر الكينزي في تفسيرها واحتوائها، تطورت المدرسة النقدية. لكن وابتداء من سنوات الثمانينيات وفي ظل التطور والتشابك في العلاقات الاقتصادية والتوجه نحو التحرير المالي، والتطورات الهائلة في المجال العلمي والتكنولوجي في إطار العولمة، برزت العديد من التوجهات الحديثة المفسرة للأزمات المالية. إلا أن أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية أعادت الأهمية مرة أخرى للمدرسة "الكينزية" الداعية لتدخل الدولة في الحياة الاقتصادية من خلال أدوات السياسة النقدية والمالية. وعليه فإن الأزمات المالية ومهما كانت آثارها المدمرة فهي تشكل في كل مرة نقطة بداية لظهور فكر اقتصادي جديد أو إحياء فكر قديم.

¹. المرجع نفسه، ص 108-114.

². المرجع نفسه، ص 100-101.

³. بلقاسم زايري، "الأزمة المالية الدولية رؤية على ضوء النظام المالي الإسلامي والنظام الوضعي"، الملتقى الدولي الأول حول: "الاقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل"، (المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011)، ص 15.

المبحث الخامس: الآثار المترتبة عن الأزمات المالية

ينتج عن الأزمات المالية العديد من الآثار المكلفة، والتي يدفع ثمنها الكل وخاصة الفقراء، فالأزمات المالية تؤثر على وتيرة النمو وتوازن الميزانية والميزان الجاري، كما أنها تعمل على تعميق حدة البطالة و الفقر.

المطلب الأول: أثر الأزمات المالية على النمو الاقتصادي ومستوى المبادلات

عانت معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من تدهور وتراجع في معدل النمو الاقتصادي، ونعني بأثر أزمة العملة مثلا على النمو الاقتصادي¹ الفرق بين معدل النمو للسنتين اللاحقتين للأزمة والثلاث سنوات (المهادنة) السابقة لها¹، فالأزمات المالية، بما يترتب عنها من غياب الثقة وعدم التأكد، تجعل البنوك تتردد أكثر في منح قروض جديدة لزيائنها الذين تكون ملاءتهم غير واضحة. وحتى المؤسسات السليمة ماليا تواجه صعوبات في الحصول على قروض جديدة سواء من طرف البنوك التي اعتادت التعامل معها، لكون هذه الأخيرة تعاني من صعوبات مالية، أو من طرف البنوك الأخرى التي تشك في مدى ملاءة هذه المؤسسات²، وهو ما يؤثر سلبا على وتيرة الإنتاج. كما أن الأزمات المالية يمكن أن يكون لها انعكاسات على وتيرة النمو في البلدان الأخرى، فالبنوك تكون مجبرة على تقليص نشاطها الإقراضي، ليس فقط في بلد الأزمة بل أيضا نحو البلدان الأخرى.

كما يؤدي التراجع في منح القروض إلى الإضرار بالصادرات والواردات بسبب الارتفاع في تكاليف تمويل المبادلات، من خلال الارتفاع في معدلات الفائدة، وبالتالي يعاني المنتجون من صعوبات كبيرة لتمويل أنشطتهم التجارية، فالبنوك في هذه البلدان ليس لها السيولة الكافية لتمويل الواردات اللازمة لإنتاج السلع التصديرية (خاصة المشاريع الاستثمارية الممولة من طرف البنوك والتي تتطلب عادة في عملية الإنتاج بعض السلع المستوردة). كما أن عدم الاستقرار في معدلات الصرف يؤدي بالبنوك إلى التردد في تحرير خطابات الاعتماد بالعملة الصعبة³.

ومن خلال عرض دراسة لعينة من 25 أزمة مالية بين نهاية سنة 1970 ومنتصف تسعينيات القرن العشرين يتأكد ما تم الإشارة إليه⁴ فباعبار أن c1 يشير إلى العام الأول للأزمة، والمجال من c-1 إلى c-3 يشير إلى تطور المؤشرات خلال السنوات الثلاث السابقة للأزمة، أما المجال من c1 إلى c3 فيمثل الثلاث سنوات الأولى للأزمة، والمجال من pc1 إلى pc2 يخص الثلاث سنوات اللاحقة للأزمة، فإن الملاحظ من خلال الشكل رقم (5) أن معدل النمو المنخفض تقريبا بمعدل 4% بين الفترة c-3 والسنة الثانية من الأزمة c2، ليرتفع مرة أخرى انطلاقا من السنة الثالثة للأزمة، وتسترجع بذلك هذه البلدان نموها وبقوة.

¹ Mario Dehove, Op. Cit., p.21.

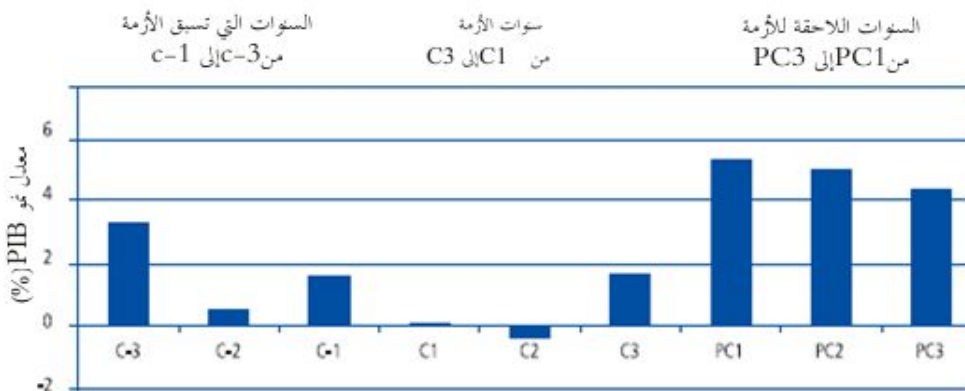
² K.Michael Finger & Ludger Schuknecht, Op. Cit., p.27.

³ Ibid., p.28.

⁴ Ibid., p.49.

الشكل رقم 5

الأزمات المالية والنمو الاقتصادي



Source : K.Michael Finger & Ludger Schuknecht," Commerce, Finance et Crises Financières", (Organisation Mondiale du Commerce, 1999), P.47.

إن تحليل ديناميكية الناتج على المدى القصير في الاقتصاديات المتقدمة خلص إلى طول نوبات الركود التي تعقب الأزمات المالية. أما بالنسبة للتطورات متوسطة المدى التي أعقبت الأزمات المالية في الاقتصاديات المتقدمة والصاعدة والنامية على مدى الأربعين عاما الماضية، فيتضح للوهلة الأولى، من خلال العديد من نوبات الأزمات السابقة، أنه رغم أن الأزمات المالية تفضي عادة إلى وقوع خسائر كبيرة في الناتج على المدى القصير، فإن هناك اختلافات كبيرة في تطورات الناتج على المدى المتوسط.* إذ تواصل بعض الاقتصاديات النمو بمعدل أبطأ من ذي قبل، وتبتعد كل البعد عن مستوى الاتجاه العام قبل وقوع الأزمة. في حين تعاود بعض الاقتصاديات النمو بمعدلات مشابهة لما كانت عليه في فترة ما قبل الأزمة ولكنها لا تسترد الخسائر المبدئية في الناتج. وتعود بعض الاقتصاديات إلى مستوى الاتجاه العام قبل الأزمة، بينما يتعافى البعض الآخر بسرعة فيتجاوز أداؤها الاتجاه العام السابق على الأزمة.¹

ولبحث أداء الناتج على المدى المتوسط تم الاعتماد على دراسة لصندوق النقد الدولي شملت مجموعة من أحداث الأزمات المالية منذ مطلع سبعينيات القرن العشرين وحتى عام 2002، وتضم العينة 88 أزمة مصرفية و222 أزمة عملة موزعة على اقتصاديات الدخل المرتفع والمتوسط والمنخفض. كما تم استخدام مجموعة من الأزمات المالية الدولية التي يرجع تاريخها إلى أواخر القرن التاسع عشر بغية تحليل تأثيرها على المستوى العالمي. وتمثل أبرز الحقائق الناتجة عن التحليل في أن مسار الناتج يميل إلى الانخفاض بصورة كبيرة ومتواصلة في أعقاب الأزمات المصرفية، ولا

* بالتركيز على المدى المتوسط، يتحدد النطاق الزمني بسبع سنوات لاحقة لوقوع الأزمة، وهو ما يتجاوز آثار التقلبات الاقتصادية على المدى القصير.

¹ . صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، مرجع سابق، ص. 121.

* يتم قياس خسارة الناتج المرتبطة بأزمة على اعتبار أنها الفرق بين المستوى الفعلي للناتج والمستوى الذي كان يمكن توقعه بلوغه بناء على الاتجاه العام السائد قبل الأزمة.

يرتد على المدى المتوسط إلى مستوى الاتجاه العام الذي كان سائدا قبل الأزمة في متوسط الحالات. ومع ذلك، ففي النهاية يعود النمو في معظم الاقتصاديات إلى معدلات ما قبل الأزمة.¹

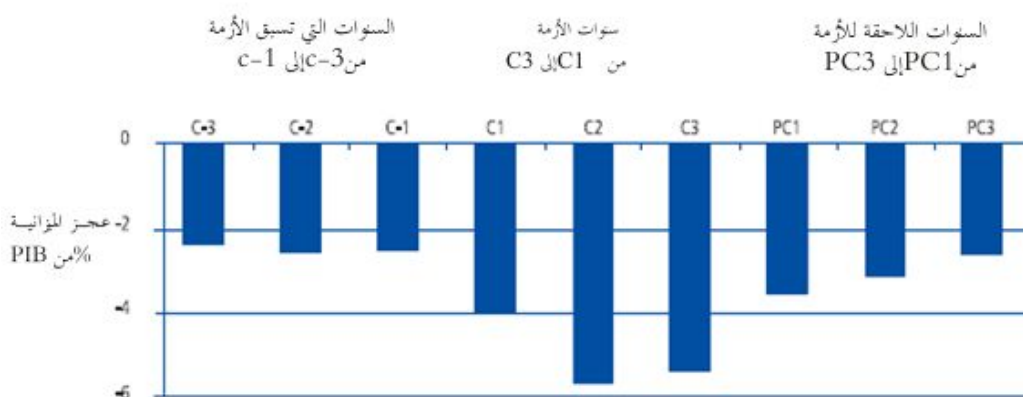
وعموما، تتسم الخسائر التقديرية بعد أزمات العملة بأنها أقل بكثير، ويقترن نحو ثلث متوسط الخسائر بأزمات مصرفية. وتشابه الصورة إلى حد كبير على المستوى العالمي، فعلى مدى المائة وأربعين عاما الماضية، كانت أكبر الأزمات المالية الدولية تتبعها عادة خسائر مستمرة في الناتج مقارنة بالاتجاه العام قبل الأزمة، بينما انتعشت معدلات نمو الناتج تدريجيا.² وقد كانت خسائر الناتج على المدى المتوسط كبيرة بصفة خاصة في حالي الاقتصاديات المتقدمة وغير المتقدمة في أعقاب الكساد الكبير.

المطلب الثاني: أثر الأزمات المالية على بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي

من خلال الدراسة التي تم الإشارة إليها، والتي تعرض تطور أهم المؤشرات الاقتصادية قبل، أثناء وبعد الأزمة لعينة من 25 أزمة مالية بين نهاية سنة 1970 ومنتصف التسعينيات، يظهر الشكل رقم (6) أن عجز الميزانية كان يساوي تقريبا 2% من قيمة PIB قبل الأزمة، ليبلغ أوجّه في السنة الثانية للأزمة حيث بلغ حوالي 6%، وحتى السنة الثالثة بعد الأزمة اقترب عجز الميزانية من قيمته المسجلة قبل الأزمة.³

الشكل رقم 6

الأزمات المالية وعجز الميزانية



Source: K.Michael Finger & Ludger Schuknecht, " Commerce, Finance et Crises Financières", (Organisation Mondiale du Commerce, 1999), P. 47.

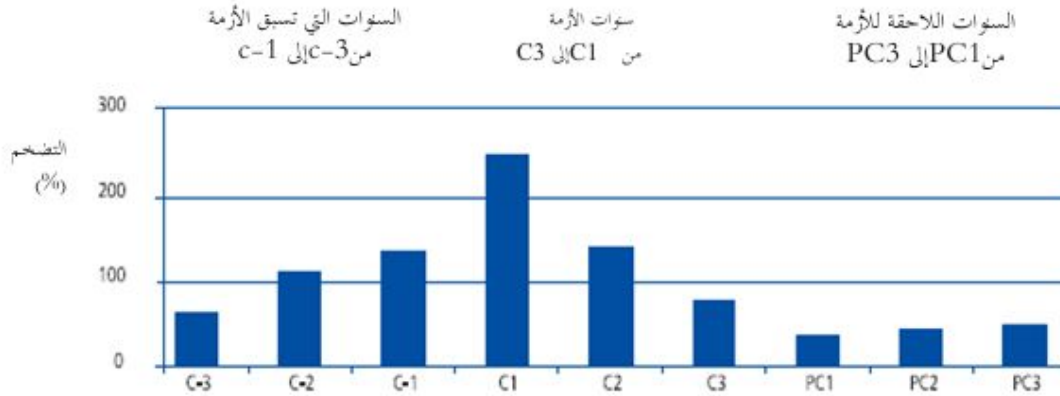
¹. صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، مرجع سابق، ص ص. 122-125.

². المرجع نفسه، ص. 126.

³. K.Michael Finger & Ludger Schuknecht, Op. Cit, p.49.

أما بالنسبة لمعدلات التضخم فهي مشوهة نظرا للتضخم الحاد الذي عرفته بعض البلدان، والذي أدى إلى رفع قيمة المتوسط. فالشكل رقم (7) يبين ارتفاع معدل التضخم قبل وأثناء الأزمة ثم انخفاضه بعد ذلك كنتيجة للسياسات المتبعة لتحقيق الاستقرار.¹

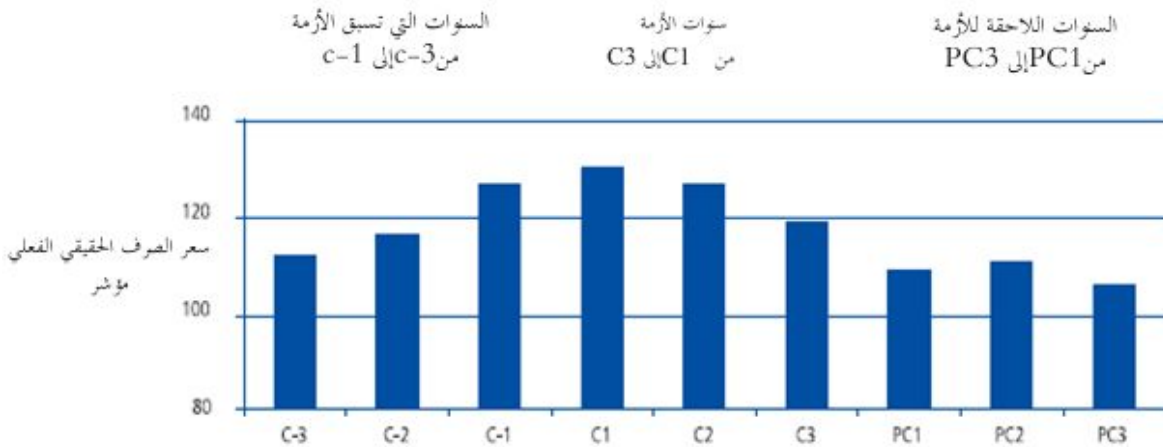
الشكل رقم 7 الأزمات المالية ومعدل التضخم



Source: K.Michael Finger & Ludger Schuknecht, "Commerce, Finance et Crises Financières", (Organisation Mondiale du Commerce, 1999), p.47.

كما أن تطور معدل الصرف الحقيقي الفعال يعكس طبيعة سياسات الصرف المقررة، ففي المتوسط سجلت هذه البلدان تحسنا في عملتها حتى السنة الأولى للأزمة، قبل مرحلة من الانخفاض.²

الشكل رقم 8 الأزمات المالية وسياسة سعر الصرف



Source: K.Michael Finger & Ludger Schuknecht, "Commerce, Finance et Crises Financières", (Organisation Mondiale du Commerce, 1999), P.47.

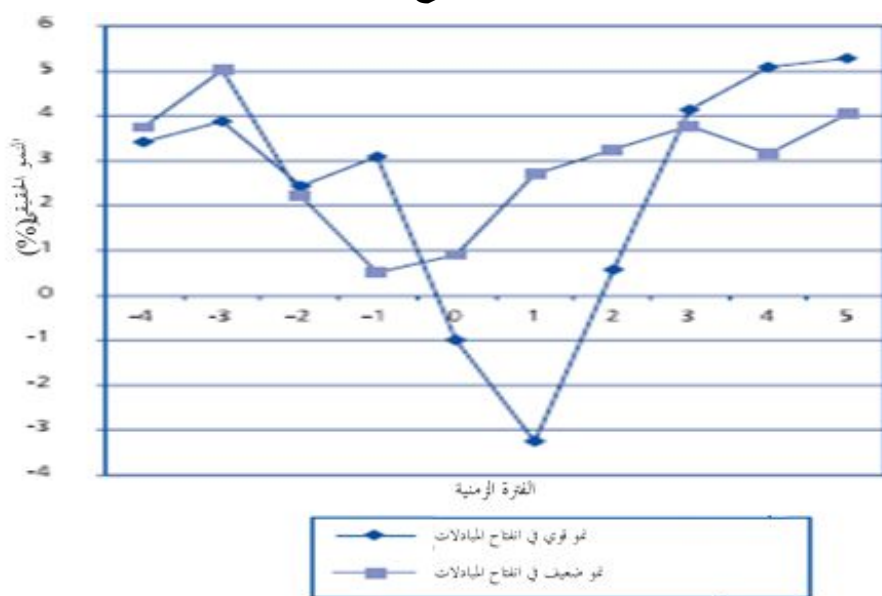
¹. Ibid., p.49.

². Ibid., p.49.

إن هناك ارتباطا كبيرا بين سرعة الاستجابة اتجاه أزمة ما (خاصة ما يتعلق بضبط سعر الصرف وتحرير السياسة التجارية)، وقوة استرجاع مستوى النمو بعد الأزمة، فالبلدان الأكثر سرعة في ردة فعلها (أين تستمر الأزمة 3 سنوات على الأقل) تمر بمرحلة ركود حاد. ثم تعرف فيما بعد انطلاقة أكبر مقارنة بالبلدان التي تكون بطيئة في تسوية مشاكل نظامها المالي. وبالنسبة لسياسة سعر الصرف، فإن البلدان التي يكون فيها معدل الصرف الفعال الحقيقي منخفض يكون معدل النمو قبل الأزمة أقل من ذلك المسجل في البلدان التي لم تستفد من هذه الدفعة، وتراجع معدل النمو أثناء الأزمة يكون كبيرا، لكن الانطلاقة فيما بعد كانت أقوى.

الشكل رقم 9

النمو وانفتاح المبادلات



Source: K.Michael Finger & Ludger Schuknecht, "Commerce, Finance et Crises Financières", (Organisation Mondiale du Commerce, 1999), P.48.

يظهر من خلال الشكل رقم (9) أن البلدان الأكثر انفتاحا على المبادلات (نسبة الصادرات إلى PIB) بعد الأزمة تسجل معدلات نمو أقوى مقارنة بتلك البلدان التي تعرف نموا أقل في المبادلات، وبالتالي فإن النمو القوي للمبادلات يساعد على استرجاع ودفع وتيرة النشاط الاقتصادي.

المطلب الثالث: آثار الأزمات المالية على ميزانية الدولة

تؤدي الأزمات المالية إلى تراجع في النشاط الاقتصادي، كما أنها تحمّل ميزانية الدولة تكاليف باهظة، نتيجة تدخل الدولة في حال حدوث الأزمات. وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين أربع أشكال لتدخل الدولة:¹

- تدخل تنظيمي: من خلال تحديد قواعد قانونية لتوزيع الخسارة، وكذلك شروط تطبيق هذه القوانين؛
- تدخل نقدي: عن طريق ضخ السيولة بقدر معتبر من طرف البنك المركزي باعتباره مقرض الملاذ الأخير؛

¹. Mario Dehove, Op. Cit., p.28.

-تدخل مالي: من خلال التدخل في الأسواق لدعم الأسعار (الصرف، البورصة، السندات)؛
- تدخل ميزاني: من خلال توزيع الخسارة وجعلها جماعية وذلك بإعادة التوزيع الضريبي.

إن اختلاف التكاليف الميزانية للأزمات يكون تبعاً لخصائص البلدان وتبعاً لطبيعة الأزمات ومدى توسعها. وقد قام كل من هونبان وكلنجيبال (Honoban & Klingebiel, 2000) بقياس متوسط تكاليف الميزانية للأزمات المصرفية بالنسبة للنتائج الداخلي الخام لعينة من 37 بلد (27 منها بلدان نامية و في طريق التحول)، ووجدوا أن هذا المتوسط ارتفع إلى 12,8%، أي أنها مرتفعة جداً، فمثلاً، بلغت هذه التكاليف في أندونيسيا عام 1997 (50% من قيمة PIB)، وفي الشيلي عام 1981 (42% من قيمة PIB)، وفي تايلاند عام 1997 (34% من قيمة PIB)، وبالنسبة للأوروغواي عام 1981 وكوريا عام 1997 فقد كانت نسبة التكاليف محصورة بين 28 و32%، حيث دفعت أموال ضخمة من الميزانية لتحقيق استقرار البنوك. وعلى العكس، ففي بلدان أخرى (السويد عام 1991، ماليزيا عام 1991، كولومبيا عام 1998، البراغواي عام 1995، وإسبانيا عام 1977) كان تدخل الخزينة العمومية لإنقاذ النظام المصرفي ضعيفاً، إذ لم تتعدى تكلفة الميزانية 5% من قيمة الناتج الداخلي الخام (PIB).

وفي أغلب الأحيان ترتبط تكاليف الأزمة على حساب الميزانية بمدى عمق الأزمة وتوسع نطاقها، وهنا يجب إتباع استراتيجيات مختارة من طرف السلطات العمومية - مالية أو نقدية - من أجل التخفيف من حدتها. وفي هذا الإطار بين كل من ديتراجياش وديميرج كينت (Detragiache & Demirguc-Kunt, 1998)، ومن خلال عينة أقل خلال الفترة (1984-1994)، أن العوامل المفسرة للأزمات المالية هي نفسها العوامل المفسرة لتكاليفها الضريبية (معدل نمو الناتج الداخلي الخام، معدل الصرف، معدل الفائدة، معدل التضخم، نسبة الاحتياطي إلى M2، وقروض القطاع الخاص). كما توصلنا إلى أن وجود ضمانات للودائع يزيد من التكلفة الضريبية للأزمات المصرفية.¹

وقد أثبتت التجارب بأن التكاليف الاقتصادية والاجتماعية لأزمة مالية كالتخفيض الإنتاج، وتفاقم البطالة والفقير، لا يمكن الحد منها إلا عن طريق التبنّي السريع لإجراءات تصحيحية، لهذا السبب فإن الدولة تتدخل من أجل تجنب عدم الاستقرار الدائم، ولعل هذا ما يزيد من عجز الميزانية والدين العمومي ويؤدي إلى تضخيم العبء الضريبي.

فالأزمة المالية من شأنها تعريض الاستقرار النقدي والمالي للخطر وتزيد من عجز الميزانية وذلك من خلال:²

- الزيادة في النفقات العمومية في شكل إعانات موجهة للبطالين مثلاً، أو في شكل مساعدات اجتماعية؛

- الانخفاض في إيرادات الدولة كنتيجة لتخفيض الضرائب على أرباح المؤسسات؛

- العجز في الميزانية وزيادة الديون العمومية نتيجة قيام الدولة بضخ الأموال في النظام المالي.

وعموماً، تركز الاستراتيجيات التي تتبعها السلطات العمومية في إنقاذ البنوك ضمن مرحلتين:³ مرحلة الحجز

"Phase d'Endiguement"، ومرحلة رد الاعتبار وتغيير البنية الإدراكية "Phase de Réhabilitation & de

¹ Ibid., P.33.

² K.Michael Finger & Ludger Schuknecht, Op. Cit., P.28.

³ Ibid., P.30.

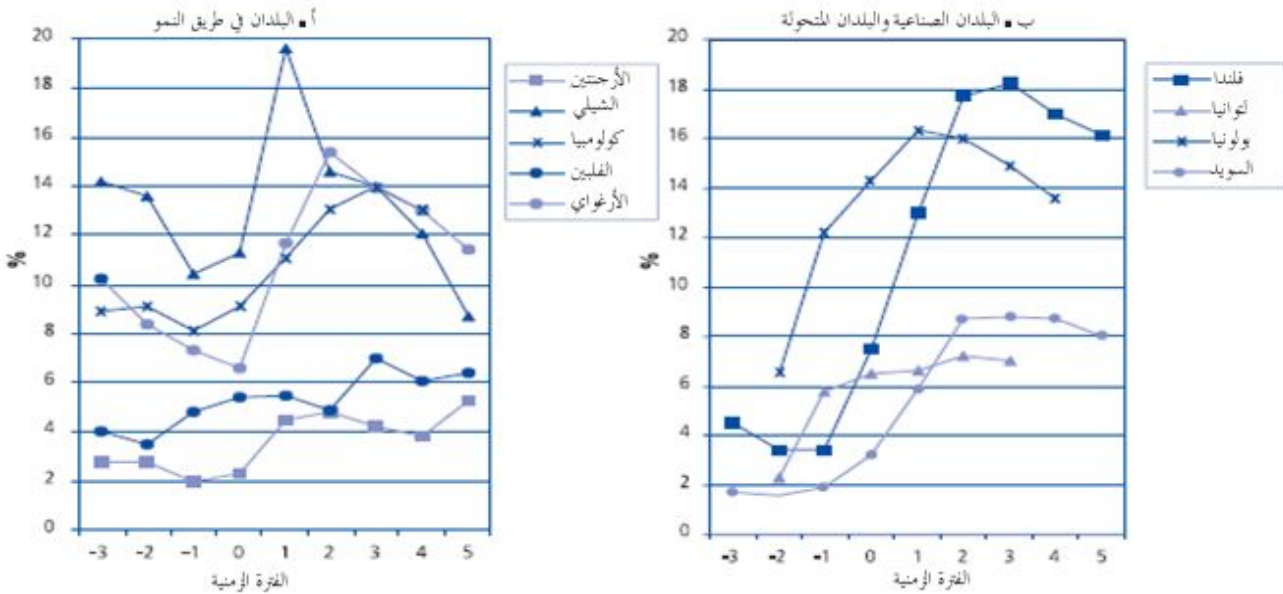
"Restructuration"، وفي هذا الإطار يجب رصد كل الاستراتيجيات الممكنة في مرحلة حجز وتوقيف الأزمة، لأن الهدف الأساسي هو توقيف الذعر وتجديد الثقة من خلال تقليل الخطر المعنوي أكثر من المرحلة اللاحقة، التي تهدف إلى توزيع التكاليف وتخفيف الضرر ووضع أسس نظام جديد مستقر يتوافق مع حالة اقتصاد ما بعد الأزمة.

المطلب الرابع: دور الأزمات المالية في تعميق حدة البطالة والفقر

تتسبب الأزمات المالية في تكاليف ومشاكل اجتماعية ضخمة، وخاصة ما يتعلق منها بارتفاع مستويات البطالة والفقر، فمثلاً، في حالة انكماش وتراجع النشاط الاقتصادي، وعندما تغلق مختلف المؤسسات أبوابها أو يصبح نشاطها بطيئاً، يحدث تسريح للعمال وتخفيض في الأجور الحقيقية. وعليه فإن الأشخاص العاطلين عن العمل أو الذين يحصلون على أجور متدنية وعائلاتهم هم الأكثر تضرراً، وهنا تصبح المساعدات الاجتماعية التي تقدمها الدولة غير كافية، والحالة الصحية والغذائية والتعليمية متدهورة، ونسب الفقر والبطالة مرتفعة.

الشكل رقم 10

الأزمات المالية والبطالة



Source: K.Michael Finger & Ludger Schuknecht, "Commerce, Finance et Crises Financières", (Organisation Mondiale du Commerce, 1999), P.49.

يظهر من خلال الشكل رقم (10) الخاص بمعطيات متعلقة بعينة من تسع دول، أن معدل البطالة يتجه إلى الانخفاض إلى غاية آخر عام قبل الأزمة وحتى العام الأول من الأزمة، ثم يرتفع ثانية بشدة أثناء فترة الأزمة، ليعود للانخفاض بعد ذلك، إلا أن مستوى البطالة بقي في هذه البلدان أعلى من مستوى ما قبل الأزمة.

وعموماً، يترتب عن الأزمات المالية الخطيرة تراجع في حجم الإنتاج العالمي وحجم التجارة الدولية. كما أن البلدان النامية، في معظم الأحيان، تعاني أكثر من البلدان المتقدمة من آثار الأزمات، وهذا يعني، دون شك، أن هذه الأسواق أقل صلابة في مواجهة الصدمات الخارجية.

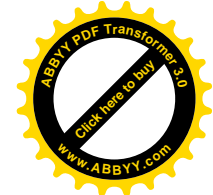
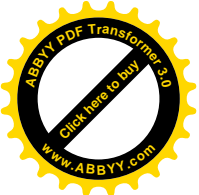
خلاصة الفصل الأول:

تتضمن الأزمات المالية توليفات مختلفة من المشاكل النقدية والمصرفية ومشاكل الديون، وعلى هذا الأساس تعددت مفاهيمها مع تعدد أنواعها وأشكالها. وعموما هناك أربعة أشكال أساسية للأزمات المالية هي أزمات العملة، الأزمات المصرفية، أزمات الديون وأزمات الأسواق المالية، وتتسم تلك الأزمات بدرجة كبيرة من الترابط بينها، أو التابع في بعض الأحيان، إذ قد تتزامن عناصر أزمات العملة والبنوك والدين في وقت واحد.

لقد عرف الاقتصاد العالمي العديد من الأزمات المالية التي رافقت مختلف مراحل تطور نظام النقد الدولي، بدءا بنظام القاعدة الذهبية، مروراً بنظام بريتون وودز وثبات أسعار الصرف، حيث شهد الاقتصاد العالمي استقراراً نسبياً في الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية وحتى مطلع السبعينيات من القرن العشرين، ومع انهيار الدعامة الأساسية لهذا النظام نتيجة وقف تحويل الدولار إلى ذهب، تم الانتقال إلى نظام نقد جديد قائم على أسعار الصرف المعومة، والذي نتج عنه وقوع أزمات مالية حادة ومتعددة. وهذه الأزمات لم تنتج عن سبب واحد، وإنما هناك جملة من الأسباب والظروف التي تضافرت وتشابكت لإحداثها، كالإفراط في منح الائتمان، التقلبات في شروط التبادل التجاري وفي معدلات الفائدة ومعدلات الصرف، ضعف الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية وغياب الشفافية والإفصاح عن المعلومات، إلى جانب مكونات وهيكل التدفقات الدولية لرأس المال.

ونظراً لتكرار الأزمات المالية وحدتها واتساع نطاقها، فقد أصبحت من أهم المواضيع إثارة للجدل والنقاش، وهو ما يفسر تعدد واختلاف التوجهات والمدارس الاقتصادية التي حاولت تفسيرها، إذ تعتبر الأزمات المالية بمثابة نقطة بداية للانتقال من فكر اقتصادي إلى فكر وتوجه اقتصادي جديد. كما أن للأزمات المالية آثار سلبية خطيرة مست الدول المعنية، وامتدت لتشمل دولاً أخرى متقدمة ونامية. فالأزمات تؤثر على مستوى النمو الاقتصادي وتوازن الميزانية وحجم الائتمان واستقرار الأسعار، إلى جانب آثارها الاجتماعية الحادة التي تتعلق أساساً بتعميق حدة البطالة والفقر. ورغم ذلك فإن مؤشرات الاقتصاد الكلي تتحسن عموماً بعد الأزمة، حيث يعتبرها البعض كنقطة تحول نحو وضع أفضل، باعتبارها فرصة لتحديد نقاط الضعف في النظام المعني، تدفع إلى بناء أسس نظام جديد أقوى.

وعموماً، يمكن القول أن الأزمات المالية ليست وليدة النظام المالي الدولي الراهن، إلا أن أهم ما يميز الأزمات المالية الراهنة هو ظاهرة الانتشار السريع أو ما يطلق عليها العدوى المالية، والتي ترجع إلى كثافة التشابك والاعتماد المتبادل بين الأسواق المالية الدولية في إطار العولمة.



الفصل الثاني:

العملة المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية

الفصل الثاني:

العولمة المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية

تتمثل العولمة في عملية اندماج عامة للأسواق العالمية في حقول التجارة والاستثمار المباشر وانتقال الأموال والقوى العاملة والثقافات، ضمن إطار رأسمالية حرية الأسواق، إلا أن ما ميز نهاية القرن العشرين هو التطور الكبير الذي شهده النظام المالي الدولي، والحركة القوية لاندماج أسواق رؤوس الأموال، الذي دعم حرية التدفقات المالية بين الأسواق في إطار العولمة المالية، هذه الظاهرة التي أصبحت تمثل أحد أهم مظاهر النظام المالي العالمي الجديد.

إن الحديث عن العولمة المالية يقودنا مباشرة إلى الحديث عن الأزمات المالية، حيث يتجه الكثيرون بأصابع الاتهام نحو العولمة المالية بسبب سلسلة الأزمات المالية والاقتصادية المدمرة التي تعرضت لها العديد من الاقتصاديات، كما أن العولمة المالية فتحت باب النقاش حول عدوى الأزمات ومخاطر الوقوع في أزمة مالية على الصعيد العالمي، كنتيجة لكثافة التشابك والاعتماد المتبادل بين الأسواق المالية الدولية.

المبحث الأول: مفهوم العولمة المالية وأهم العوامل المساعدة على تطورها

لقد أضحت العولمة في الكثير من أبعادها (الاقتصادية، الاجتماعية، السياسية، الإيكولوجية، التكنولوجية والثقافية) إحدى الاتجاهات المميزة لعالم اليوم بما يترتب عليها من تبعات هامة على كل المستويات، وقبل تناول مفهوم العولمة المالية يجدر بنا أولاً التطرق إلى مفهوم العولمة الاقتصادية وأهم مظاهرها باعتبارها الإطار العام لتطور العولمة المالية وجوهر العولمة بكل أبعادها.

المطلب الأول: مفهوم العولمة الاقتصادية وأهم مظاهرها

رغم أن مفهوم العولمة مفهوم معقد ويصعب تحديده، نظراً لتشعبها وشمولها لمختلف جوانب الحياة، إلا أنه ينظر إليها عموماً بوصفها عملية تزايد التدفقات الدولية للبضائع والخدمات ورؤوس الأموال والتكنولوجيات والمعلومات والأفكار والعمالة، مدفوعة بتحرير التجارة والاستثمار وبالتطور التكنولوجي. وبغض النظر عن كيفية تعريف العولمة، فهي عملية لها تأثير عميق على المجتمعات في شتى أنحاء العالم. وفي معظم الحالات، تكون تأثيراتها متعددة تعكس تغييرات إيجابية وسلبية في الطريقة التي يتفاعل بها البشر بعضهم مع بعض ومع بيئتهم الطبيعية.¹ وباعتبار ظاهرة العولمة ظاهرة قديمة ارتبطت أساساً بالنظام الاقتصادي الرأسمالي، فإن الجديد فيها هو انتشارها الواسع، نتيجة لتطبيقها بصيغ وأساليب حديثة تتناسب مع التطورات المعاصرة، وبالذات ما يرتبط منها باقتصاد المعرفة وما يتضمنه من تطور علمي وتكنولوجي.²

¹. المنتدى البيئي الوزاري العالمي للأمم المتحدة، "العولمة، وخدمات النظم الإيكولوجية والرفاه البشري"، الدورة الرابعة والعشرون لمجلس الإدارة (نبروني، 5-9 فيفري 2007)، ص.2.

². فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص.9.

إن مفهوم العولمة يمكن النظر إليه باعتباره مفهوما اقتصاديا في المقام الأول، مستقطين بذلك الجوانب الأخرى، رغم إدراكنا بتشابك وتداخل تلك الجوانب، ولعل مرد ذلك هو أن البعد الاقتصادي للعولمة يمثل البعد الأكثر تحقفا واكتمالا على أرض الواقع، إذا ما قورن بالأبعاد الأخرى التي تتداخل فيما بينها وتتكامل مع بعضها بعض وصولا إلى الغاية العليا المتمثلة في عالم موحد بلا حدود.¹

ويرجع التأصيل الفكري للعولمة الاقتصادية إلى ظاهرة التدويل القائمة على فكرة التقسيم الدولي للعمل على أساس المزايا المطلقة (آدم سميث) أو النسبية (دافيد ريكاردو). وينبغي الإشارة هنا إلى أن طرح تلك الأفكار الليبرالية لم يكن بالأمر الهين في عهد كان يطغى فيه المذهب التجاري القائم على مبدأ الحماية في أواخر القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر، وهو عصر سيادة الدولة القومية.

وقد استمر الصراع ما بين الفكر التجاري والفكر الليبرالي طيلة القرن التاسع عشر، خاصة وأن تلك الفترة التاريخية كانت تتسم بأنها فترة المستعمرات، وبالتالي كانت ذهنية "الإمبراطورية" أو "الدولة القومية"، هي السائدة. ومع ذلك فإن انتعاش عمليات التدويل، سواء من خلال انتقال السلع والخدمات، أو من خلال انتقال رؤوس الأموال، كان بمثابة واقع جديد يعزز روح الأفكار الليبرالية.²

إن العولمة الاقتصادية كانت نتيجة تطور اقتصادي سياسي إعلامي ومعلوماتي عالمي، بدأت معالمها الكبرى في النضوج بسرعة أكبر بعد انهيار المعسكر الاشتراكي، وسقوط مصداقية الفكر الاقتصادي الماركسي في الاتحاد السوفيتي -سابقا- وفي دول شرق أوروبا وفي العديد من دول الجنوب، وهو ما أتاح فرصة دمج اقتصاديات هذه الدول في منظومة النظام الرأسمالي العالمي، والقضاء على الثنائية الإيديولوجية التي ظلت لعقود عدة تقسم الاقتصاد العالمي إلى شطرين متعادلين.³

وقد انعكست هذه التحولات منذ مطلع التسعينيات فيما اصطلح على تسميته بالتحول إلى نظام آليات السوق. أما بذورها الأساسية فقد بدأت مع ظهور مؤسسات "بريتون وودز"، وأولى مظاهرها عولمة أسعار الصرف وأسعار الكثير من المنتجات الأولية، ثم عولمة الإنتاج المادي وأسعاره من خلال الشركات العابرة للقارات، وعولمة رؤوس الأموال والاستثمارات. ولعل أهم مظاهر العولمة التي تتعلق بالجانب الاقتصادي تحديدا تتمثل في:

1. النمو السريع للتجارة الخارجية:

تميزت فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية بتزايد حجم المبادلات الدولية بشكل ملحوظ، وساعدها على ذلك الاتفاقيات المبرمة بشأن تحرير التجارة الخارجية (الاتفاقيات العامة للتعريف الجمركية، واتفاقيات المنظمة العالمية للتجارة "OMC"). وتعتبر اتفاقيات دورة أوجواي خطوة كبيرة نحو تحرير التجارة العالمية بمختلف جوانبها (الصناعة، الزراعة،

¹. ممدوح محمود منصور، العولمة دراسة في المفهوم والظاهرة والأبعاد، (الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003)، ص.65.

². رحيم حسين، "الإطار الفكري والمؤسسي للعولمة الاقتصادية: من كينز إلى ستيجليتز"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 5 (جامعة الشلف، جانفي 2008)، ص.10.

³. المرجع نفسه، ص.75.

الخدمات، الملكية الفكرية والجوانب التجارية المتعلقة بالاستثمار...¹ وقد ترتب عن ذلك زيادة كبيرة في حجم المعاملات التجارية العالمية، حيث حققت التجارة الدولية في الخدمات المالية على سبيل المثال زيادة مطردة في إطار الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات "GATS"، وأضحى التعاون في الخدمات المالية ضرورة فرضتها الظروف والمصالح الدولية المشتركة.² كما كان لتزايد حجم المعاملات الخاصة بالتجارة الإلكترونية،* منذ منتصف التسعينيات من القرن العشرين، دور كبير في تنامي حجم التجارة العالمية. والتي توسعت كثيرا حتى أصبحت تشمل عمليات بيع وشراء المعلومات نفسها جنبا إلى جنب مع السلع والخدمات.

2. حرية وسرعة انتقال رأس المال:

لقد ساهمت العولمة الاقتصادية وما رافقها من انفتاح وتحرير اقتصادي، إضافة إلى التطورات التكنولوجية في مجالات الاتصال والنقل والوسائط المتعددة والمشتقات المالية الحديثة في ظهور تدفقات مالية ومصرفية ضخمة الحجم وسريعة الحركة بشكل غير مسبوق. ويعود تزايد حركية رؤوس الأموال إلى العديد من الأسباب نذكر منها:¹

- حاجة الدول الصناعية الكبرى إلى سيولة لسد الفجوة التمويلية بسبب تناقص معدل الادخار من 23% من الناتج القومي الإجمالي في السبعينيات إلى حوالي 21% في الثمانينيات؛
- تزايد عدد البلدان التي شرعت في إصلاح اقتصادياتها وانفتاحها أمام الاستثمارات الأجنبية المباشرة؛
- اتجاه دول جنوب شرق آسيا إلى إتباع إستراتيجية اقتصادية ذات طابع انفتاحي.

وعموما إذا كانت العولمة الاقتصادية والسياسية والثقافية ظاهرة قديمة قدم التجارة الدولية، وتمثلت في تدويل السلع والخدمات والمعلومات والأفكار والقيم، وبما أن المجال الاقتصادي يتضمن حقولا عديدة مترابطة، فإننا سنركز على المجال المالي، أو ما يعرف بالعولمة المالية باعتبارها من أبرز تجليات العولمة، مع العمل على إبراز علاقتها بموضوع الأزمات المالية.

المطلب الثاني: مفهوم العولمة المالية

تعود ظاهرة تدويل حركية رأس المال في جذورها إلى الفكر الرأسمالي، منذ القرن التاسع عشر، حيث عرفت تدفقات رأس المال مستويات مرتفعة قبل الحرب العالمية الثانية، لتتراجع خلال الفترة (1950-1970) نتيجة تقييد حركية رأس المال من خلال فرض الرقابة على الصرف كرد فعل اتجاه الأزمة الكبرى لسنوات الثلاثينيات. لكن وانطلاقا من ثمانينيات القرن العشرين، اكتسبت مسيرة عولمة الموارد المالية أهمية أكبر من عولمة الإنتاج، ولم تعد مكاملة

¹ أحمد بوراس، "العولمة والأسواق المالية في الدول النامية"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 17 (قسنطينة، جوان 2001)، ص. 24.

² عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، (الإسكندرية:الدار الجامعية للنشر، 2000-2001)، ص. 11.

* تعرف التجارة الإلكترونية بأنها عمليات البيع والشراء بين الأفراد أو بين الشركات من خلال شبكة الأنترنت، وهي أشبه بسوق إلكتروني يتواصل فيه البائعون والوسطاء والمشترون، وتقدم فيه الخدمات والمنتجات في صيغة افتراضية أو رقمية، كما يدفع ثمنها بالنقود الإلكترونية. أنظر في ذلك: عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، منظماتها، شركاتها وتدابيراتها، (مصر: الدار الجامعية للنشر، 2006)، ص. 45.

للتجارة والاستثمار الدوليين. وتم المرور إلى اقتصاد الأسواق المالية، التي عرفت تطورا كبيرا وتوسعا فيما يتعلق بأسواق الأسهم وأسواق السندات، وخاصة المشتقات المالية التي ظهرت مع حاجة الأعوان الاقتصادية إلى التغطية ضد تصاعد الأخطار المرتبطة بعدم استقرار أسعار الصرف وأسعار الفائدة. إلى جانب ظهور فاعلين جدد كالأسواق الناشئة والمستثمرين المؤسسيين وصناديق المعاشات.¹

وتعرف العولمة المالية على أنها " ذلك الترابط والتشابك شبه الكامل للأنظمة النقدية والمالية لمختلف الدول والذي بدأ يتجسد أكثر فأكثر مع تطبيق إجراءات التحرير المالي، ورفع الحواجز على حركية رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا خلال الفترة (1979-1982)، ثم بعد ذلك في باقي الدول الصناعية الرئيسية الأخرى، إضافة إلى تطبيق أسعار الصرف المرنة وتحويل الديون العمومية إلى أوراق مالية".²

وقد عرفها دومينيك بليون (D.Plihon) على أنها " عملية مرحلية أو مخطط لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلشى في ظل كل أشكال القيود الجغرافية والتنظيمية، لتسود بذلك حرية التدفقات السلعية والمالية، من أجل ضمان أفضل تخصيص لرؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط، وفي أثناء البحث عن أعلى العوائد وأقل المخاطر".³

كما تعرف العولمة المالية على أنها " ظاهرة التدفقات المالية المتصاعدة عبر الحدود"⁴ والناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى "بالاندماج المالي"⁵ الذي أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركية رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن العولمة المالية تعني تشكل سوق موحدة لرؤوس الأموال، تكونت من خلال التكامل المستمر للأسواق المالية الدولية، بما يحقق الكفاءة في تخصيص الموارد المالية بين مختلف المناطق، وهذه السلسلة من التكاملات تعتبر نتيجة طبيعية للانفتاح الاقتصادي انطلاقا من سنوات الثمانينيات.

و يمكن الاستدلال على العولمة المالية بمؤشرين هما:⁶

¹. Jean-luc, & Autre, **Economie Monétaire et Financière**, (Paris : Ed,Bréal, 2000), P.51

². محفوظ جبار، "العولمة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة"، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 7 (جامعة باتنة، ديسمبر 2002)، ص. 185.

³. Dominique Plihon, **Les Enjeux de la Globalisation Financière, Mondialisation au Delà des mythes**, (Alger :Ed CASBAH,1997), P.68.

⁴. م. ايهان كوزي وآخرون، "العولمة المالية فيما وراء لعبة إلقاء اللوم"، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 44، عدد 1 (صندوق النقد الدولي، مارس 2007)، ص. 9.

⁵. صالح مفتاح، "العولمة المالية"، مجلة العلوم الإنسانية، عدد رقم 7 (جامعة بسكرة، جوان 2002)، ص. 217.

⁶. المرجع نفسه، ص. 217.

المؤشر الأول: يتمثل في نمو حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية والأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عام 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في كل من و.م.أ. وألمانيا عام 1996، وإلى ما يزيد عن 200% في فرنسا وإيطاليا وكندا في العام نفسه.

المؤشر الثاني: يتمثل في تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، إذ تشير الإحصائيات إلى ارتفاع متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي من 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينيات إلى حوالي 1,2 تريليون دولار عام 1995، وهو ما يزيد عن 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام.

المطلب الثالث: أسس العولمة المالية

إن الوضعية التي أفرزتها التطورات السابقة مهدت في بداية الثمانينيات لبروز ظواهر مالية وقانونية غير مسبوقة عاشتها الأسواق المالية عرفت بقاعدة (3D)، ساهمت بشكل كبير في ترسيخ التحولات المالية، ومن ثم إحداث تطور كبير في نشاط المؤسسات والأسواق المالية ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:¹

1. تغير القوانين والتنظيمات "la Déréglementation":

وهو أن تقوم البلدان بإلغاء أو تحديد كل القوانين والتنظيمات التي كانت تقيد عمل المؤسسات والأسواق المالية، وإدخال سلسلة كاملة من الأدوات المالية الجديدة لإدارة مختلف التذبذبات الحاصلة في معدلات الفائدة ومعدلات الصرف، والمتمثلة في المشتقات المالية (الاختيارات، العقود المستقبلية...)، إلى جانب تحرير مختلف المعاملات في أسواق الصرف.

وقد سجلت هذه الحركة في إطار سلسلة من عمليات تحرير حركية رؤوس الأموال التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية في نهاية السبعينيات ثم توسعت فيما بعد إلى باقي دول العالم، حيث يمثل انفتاح النظام المالي الياباني خلال الفترة (1983-1984)، ثم اختيار الأنظمة المحلية للرقابة في أوروبا، مع خلق سوق موحدة لرؤوس الأموال سنة 1990، أهم العوامل التي أدت إلى تسارع الانتقال الجغرافي لرؤوس الأموال.²

2. تقلص دور الوساطة في التمويل "La Désintermediation":

وهو ما يسمح للمتعاملين الاقتصاديين الذين هم بحاجة إلى التمويل إلى اللجوء مباشرة إلى الأسواق المالية بدلا من اللجوء إلى القروض المصرفية، بمعنى الانتقال من التمويل غير المباشر من خلال الوساطة المالية والمصرفية إلى

¹ Serge D'agostino, *La Mondialisation*, (Paris :ed Breal, 2002), p.104.

² Dominique Plihon, *Les Enjeux de la Globalisation Financière, Mondialisation au Delà des mythes*, Op. Cit., p.71.

التمويل المباشر من خلال الأسواق المالية لإجراء مختلف عمليات التوظيف والاقتراض.¹ غير أن ذلك لم يفقد البنوك مكانتها ضمن المؤسسات المالية وأهميتها في تمويل الاقتصاد.

3. عدم الفصل بين مختلف أقسام أسواق رأس المال " Le Décloisonnement "

وهو ما يعني رفع وإلغاء الحواجز القانونية والإدارية داخليا، من خلال فتح مجال العمل للمؤسسات المالية في كل أقسام السوق المالي (الأسواق النقدية، أسواق رأس المال)، وأسواق الصرف (تبادل العملات فيما بينها)، وخارجيا بالسماح للمؤسسات المالية الأجنبية بممارسة النشاط المالي وكذلك تمكين المؤسسات المالية المحلية من ممارسة النشاط المالي خارج حدود الدولة الواحدة. فالعولمة المالية لا تعني فقط انفتاح الأسواق القطرية على بعضها البعض، ولكن أيضا انفتاح الأقسام الموجودة داخل هذه الأسواق وتوسعها.

المطلب الرابع: خصائص النظام المالي العالمي الجديد

تميز النظام المالي الدولي، في إطار العولمة المالية، بخاصيتين أساسيتين تتمثلان في التغيير في بنية التدفقات المالية الدولية، وانفصال المجال المالي عن الاقتصاد الحقيقي.

1. هيكل وبنية التدفقات المالية الدولية:

يمكن تفسير تطور النظام المالي الدولي، من خلال التغيرات في توزيع تدفقات رؤوس الأموال بين المناطق الكبرى في العالم، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين مرحلتين هامتين:

أ- فترة الستينيات والسبعينيات: اتخذت التدفقات الدولية لرأس المال محور شمال-جنوب، أين مولت أهم البلدان (الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان وأوروبا) جزءا كبيرا من العجز الهيكلي للبلدان النامية، وقد زادت هذه التدفقات بين سنتي 1974-1982 مع الصدمة البترولية. فالنظام المصرفي ضمن تمويل البلدان النامية غير المنتجة للبترول بسبب تدوير " البيترودولارات " " Petrodollars " المتراكمة من طرف بلدان الأوب، وبذلك بدأت مديونية البلدان النامية، أين أصبحت في حالة من التوقف عن السداد نتيجة الارتفاع الشديد في أسعار الفائدة وفي قيمة الدولار في بداية سنوات الثمانينيات مما زاد من عبء مديونيتها.²

ب- ابتداء من سنة 1982: وكنتييجة لأزمة المديونية الحادة، غيّرت التحويلات الرأسمالية اتجاهها متبعة محور شمال-شمال، إذ سجلت الولايات المتحدة الأمريكية عجزا حادا في ميزانيتها وفي ميزانها الخارجي. وأصبحت بذلك أهم مقترض في الأسواق الدولية، وتم تمويل هذا العجز من طرف كل من اليابان وأوروبا التي حققت احتياطات ادخار وفائض في حساباتها الخارجية. وفي الوقت نفسه أدت برامج التسوية المفروضة من طرف صندوق النقد الدولي FMI إلى تغذية العجز العام للبلدان النامية. وهكذا تزامنت العولمة المالية مع التغيير في توجه التدفقات المالية الدولية نحو البلدان الصناعية الكبرى.

¹. Ibid., P.70.

². Ibid., PP. 71-72.

بناء على ما سبق يمكن القول أن حركة التمويل الدولي كانت قبل سنة 1982 تتم من خلال وساطة النظام المصرفي في شكل قروض بمعدلات فائدة متفاوتة، وهو ما نتج عنه المديونية المصرفية الدولية، لكن مع تصاعد عجز ميزانية الولايات المتحدة الأمريكية وعجز ميزانها الخارجي، ومع أزمة المديونية وتحول اتجاه التدفقات الدولية لرأس المال شمال-شمال، عاد النظام المالي الدولي إلى منطق المالية المباشرة، وهذا التنظيم المالي الجديد يستجيب لطلب المتعاملين المسيطرين على الأداء المالي كالمستثمرين المؤسسيين والشركات متعددة الجنسيات، وكلهم يرغبون في الاقتراض أو التوظيف في أسواق الأصول بتقنيات مرنة وبأقل تكلفة، كنتيجة للتخلص من تكاليف الوساطة المصرفية. ومع مطلع التسعينيات ظهرت البلدان الجديدة لآسيا وأمريكا اللاتينية وأوروبا الوسطى والتي أصبحت بدورها عناصر فعالة في المالية الدولية، وهنا يدور الحديث حول ظاهرة "الأسواق المالية الناشئة" "MFE".

2. انفصال المجال المالي عن الاقتصاد الحقيقي:

تزامنت العولمة مع اتساع هائل في حجم المعاملات المالية، حيث تضاعف إجمالي المعاملات المحققة في سوق الصرف خمس مرات بين سنتي 1980-2000، وهذا الحجم المتنامي للمعاملات في الأسواق المالية ليس له صلة مباشرة مع تمويل الإنتاج والمبادلات الدولية،¹ فالمتعاملون الماليون الدوليون يبحثون عن السيولة والمردودية المالية في الأجل القصير، بينما تحتاج المؤسسات الإنتاجية إلى تمويل دائم. كما أن الاستثمارات في المحفظة المالية ذات الأهداف المضاربة فاقت بشكل كبير الاستثمارات المباشرة ذات الهدف الصناعي والتجاري ضمن الحركة الدولية لرأس المال، فالعوائد الخيالية على الأسواق المالية وأسواق الصرف تجعل من النشاط المضاربي طاغيا على سوق التمويل. و عموما، تكمن مسببات حالة عدم الاستقرار الذي يصاحب العولمة المالية، أساسا في الانفصال الكبير بين دائرة النشاطات الحقيقية ودائرة العمليات المالية، فقيم الأوراق المالية والعملات تصبح أحيانا غير مستقرة دون وجود أي تبرير لهذا في الاقتصاد الحقيقي.

المطلب الخامس: العوامل المساعدة علي تطور العولمة المالية

تضافرت عوامل عديدة لتوفير المناخ الملائم لتطور النشاط المالي وتنامي ظاهرة العولمة المالية نلخصها فيما يلي:

1. إزالة القيود على حركية رؤوس الأموال:

إن انضمام دولة ما إلى صندوق النقد الدولي يعني قبولها بأن يكون أحد أهدافها الأساسية هو إيجاد نظام للمدفوعات محررا من أية قيود على الأقل بالنسبة للمعاملات الجارية،² وعلى هذا الأساس تم إزالة القيود على المدفوعات بالنسبة للحساب الجاري للدول الأوروبية سنة 1958، كما قامت الولايات المتحدة الأمريكية باتخاذ

¹. Ibid., P. 75.

². محمود يونس، اقتصاديات دولية، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 2000)، ص. 324.

الخطوات المتعلقة بإلغاء القيود على حركية رؤوس الأموال سنة 1959،¹ وتبعتها العديد من الدول وهو ما أدى إلى اندماج الأسواق المالية بحيث أصبح أداء بعض أسواق الدول النامية أكثر جاذبية من الاقتصاديات المتقدمة وخاصة من حيث تنويع المحفظة المالية للمستثمرين.

2. تكامل أسواق المال الدولية:

تعتبر الحركية الدولية لرأس المال مظهرا أساسيا من مظاهر التكامل المالي الدولي، لارتباطها الوثيق بكفاءة الأسواق المالية الدولية التي تعد القناة الأساسية لتدفق الوفرة المالية المختلفة عبر مختلف دول العالم. وقد نتج عن تحرير الأسواق المالية للدول المتلقية والدول المصدرة لرأس المال تزايد في تكامل الدول النامية في النظام المالي الدولي،² إذ بلغ حجم التدفقات الرأسمالية في الأسواق المالية الدولية الناشئة، وبصفة خاصة دول جنوب وشرق آسيا وأمريكا اللاتينية، خلال الفترة (1973-1983) حوالي 163 مليار دولار، ثم انخفضت بعد ذلك إلى حوالي 103 مليار دولار خلال الفترة المتبقية من الثمانينيات متأثرة بأزمة الديون الخارجية التي حدثت في المكسيك عام 1982، ومثلت القروض 57 % من حجم هذه التدفقات الرأسمالية، وخلال الفترة (1990-1996) زاد حجم التدفقات الرأسمالية الخاصة، حيث فاقت مجموع التدفقات خلال الفترة (1973-1981) بزيادة مقدارها سبعة أضعاف.³

3. تطور سوق عملات الأورو الدولية وسوق السندات الدولية:

سوق عملات الأورو الدولية هي سوق للعملات خارج حدودها الوطنية، وهي لا تخضع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية، ومن أهمها سوق "الأورو-دولار" التي تطورت تطورا كبيرا بعد إيداع الدول النفطية فوائضها في البنوك العالمية في هذا السوق بسبب ارتفاع سعر النفط سنة 1973 بما يسمى "بالبيترو دولار"،⁴ والحركة المتزايدة لهذه الأموال أعطت دفعا كبيرا لتطور العولمة.

كما تعتبر سوق السندات الدولية من أكثر أسواق رأس المال تحورا وسهولة في الوصول إليها بهدف الحصول على قروض طويلة الأجل من جانب المقترضين الدوليين، وقد بدأت هذه الأسواق تحتل مركزا بارزا في مجال الاستثمارات المالية الدولية منذ مطلع الستينيات من القرن العشرين.

4. التطور الصناعي في بعض الدول النامية واندماجها في السوق المالي العالمي:

تعتبر الدول النامية إحدى القوى الدافعة للعولمة، حيث زاد نصيب التجارة (الصادرات والواردات) إلى الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول زيادة سريعة من حوالي 33 % في منتصف الثمانينيات إلى حوالي 43 % في منتصف

¹. صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 217.

². أحمد بوراس، مرجع سابق، ص. 27.

³. حسن علي خريوش، "العولمة وانعكاساتها على الأسواق المالية العربية: حالة الأردن"، الملتقى الدولي الأول حول: "العولمة وانعكاساتها على البلدان العربية"، (جامعة سكيكدة، ماي 2001)، ص. 19-20.

⁴. François Combe, Thibaut Lepinat, **Problèmes Monétaires et Financiers Internationaux**, (Paris : Ed Gualino, 2004), P.189.

التسعينيات.¹ ويعود تكامل الدول النامية في الاقتصاد العالمي إلى برامج الإصلاح الاقتصادي التي قامت بها، واتجاهها نحو تحرير القطاع المالي والمصرفي، كما عمدت كثير من هذه الدول إلى توسيع مدى تحرك أسعار الفائدة، وخفضت من نسب الاحتياطي القانوني، إلى جانب حوصصة البنوك وشركات التأمين، وإلغاء الحواجز التي تفصل بين السوق المحلي والدولي للأوراق المالية،² مما ساعد على اندماج السوق المالية المحلية لهذه البلدان في الأسواق المالية الدولية.

5. الوتيرة العالية للمبتكرات المالية (Les Innovation Financières):

والتي ارتبطت بشكل وثيق بالتطور الهائل الذي عرفته تكنولوجيا الإعلام والاتصال (NITC) التي قلصت من وقت وتكاليف التعامل وإجراء الصفقات في الأسواق المالية، فساعد ذلك على تعميق ظاهرة اللامساواة وسهل الحركة العالمية لرؤوس الأموال. وتعد المبتكرات المالية بمثابة المحرك الأساسي لكل التحولات والتطورات التي عرفتها الأسواق المالية. ويجب الإشارة هنا إلى أن أغلب المبتكرات ليست مبتكرات أصلية، بل في أغلبها عبارة عن تحسينات أو إضافات تدخل على منتج قديم، أي أنها تضاف على هامش الخصائص القديمة، كما أن أهم ما يميز المبتكرات المالية عن غيرها هو طابعها الهجين "Hybride"، فهي في الغالب تجمع بين عدة ابتكارات في نفس الوقت، كما أنها لا تملك براءة اختراع وهي سهلة التقليد، أي أن دورة حياتها قصيرة جدا وهذا هو سبب الوتيرة العالية لهذه المبتكرات.

لقد شكلت المشتقات المالية "Les Produits Derives" بمختلف أنواعها، أغلبية المبتكرات المالية نظرا للتطور الكبير الذي شهدته في السنوات القليلة الماضية، ويزيد من سرعة انتشارها تزايد وتنوع المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون واستفحال ظاهرة المضاربة. فقد أدى زوال نظام الصرف الثابت والتقلب المستمر لأسعار صرف العملات وأسعار الفائدة إلى زيادة تعرض المتعاملين خاصة في الأسواق المالية للأخطار وبالأخص مخاطر الصرف وأسعار الفائدة، ولمواجهة هذا الوضع استحدثت العديد من الأدوات التي مكنت المتدخلين في الأسواق المالية من إدارة هذه الأخطار، وتجسد ذلك جليا في التطور السريع الذي عرفته المشتقات المالية والأسواق الخاصة بها منذ عام 1970.³

6. التطور التكنولوجي وانخفاض تكاليف النقل والاتصالات:

أسهمت التطورات المرتبطة بثورة المعلومات والاتصالات والتقنيات ذات الصلة بهما، ومنها التوسع في استخدام الحاسوب والإنترنت، في ربط الأسواق المالية والنقدية وتوحيدها على نطاق العالم ككل في ظل التحرير المالي، الأمر الذي هيا لتوظيف التكنولوجيا المتطورة في خدمة المصالح الرأسمالية، وأسهم بصورة مهمة في تحقق العولمة المالية،⁴ إذ وانطلاقا من النصف الثاني من سبعينيات القرن العشرين شهد العالم ثورة تكنولوجية عارمة ساعدت على اندماج أسواق المال الدولية ورفع سيولتها، وتسهيل تدفق رؤوس الأموال والحصول عليها بسرعة كبيرة.

1. أحمد بوراس، مرجع سابق، ص. 24.

2. صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 218.

3. بن نعمون حمادو، مرجع سابق، ص. 5-7.

4. فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص. 190.

وعلى العموم، فقد كان للاندماج والتنسيق الوثيقين بين وسائل ثورة عصر المعلومات من جهة، والتمويل العالمي من جهة أخرى، دور كبير في نشوء اقتصاد عالمي قائم على المالية والمعلوماتية، هو الاقتصاد الرأسمالي المعلوماتي. وهكذا أصبح في العالم اقتصاد إنتاجي يقوم على إنتاج السلع والخدمات، واقتصاد آخر طفيلي وامتصاصي يقوم على المالية والمعلوماتية يتميز بصفتين¹: إحداهما أنه قائم على المضاربة والثانية أنه غير منتج، ولكنه رغم ذلك قادر على امتصاص وانتزاع ما يحققه العالم المنتج من ثروة.

7. تنامي دور المستثمرين المؤسسيين:

تضم الأسواق المالية مؤسسات مالية تقوم بالكثير من العمليات على القيم، ويمثل المستثمرون المؤسسيون الفئة الأكثر أهمية في هذه السوق، نظرا للكتلة الكبيرة لرؤوس الأموال التي يديرونها، وهي تضم صناديق المعاشات التي تدير أموال التقاعد، ومؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPC)، وشركات التأمين، والصناديق المضاربة، ويكون تدخل هؤلاء المستثمرين في السوق سواء للتغطية أو المضاربة، وهم يلعبون دورا متزايدا ليس فقط على مستوى الأسواق المالية لكن أيضا من خلال آليات الإنتاج الحقيقي، وحجم هذه المؤسسات يختلف باختلاف البلدان، كما أن القواعد التي تحكم توزيع العوائد والمخاطر بين هؤلاء المتعاملين تختلف باختلاف المؤسسات². وكما هو الحال في النظام الاقتصادي، فإن استقرار النظام المالي يتأتى من خلال تواجد متعاملين لهم أهداف متضاربة وسلوكيات متكاملة، وانطلاقا من وجهة النظر هذه فإن الاستقرار المالي يمكن أن يدعم من خلال وجود أنواع مختلفة للمستثمرين المؤسسيين لهم استراتيجيات مختلفة في تسيير محافظهم المالية، فالبعض منهم يبحث عن التغطية وحماية توظيفاته، بينما يبحث البعض الآخر (كما هو في حالة الصناديق المضاربة) عن المخاطرة من أجل تعظيم عوائدهم³. ولكن وجهة النظر هذه عورضت بشدة بعد الأزمة المالية الآسيوية (1997-1998)، التي أظهرت أن المستثمرين المؤسسيين ساهموا بشكل كبير، من خلال سلوكهم الجماعي وحجم محافظهم، في توسيع عدم الاستقرار المالي ونشر الاضطرابات المالية إلى مجموع الاقتصاد العالمي.

المبحث الثاني: العولمة المالية بين المزايا والتكاليف

رغم ما يمكن أن تحققة العولمة المالية من مكاسب لبعض البلدان، إلا أن هذا الخيار يلقي الكثير من التحفظ، فالعولمة المالية تتعرض للوم عادة بسبب سلسلة الأزمات الاقتصادية المدمرة التي عصفت بعدد من الأسواق الناهضة في أواخر الثمانينيات في أمريكا اللاتينية، وفي التسعينيات في المكسيك وبعض البلدان الآسيوية، وفي الولايات المتحدة الأمريكية والعديد من البلدان المتقدمة خلال العقد الأول من القرن الحالي.

¹. عبد الحي يحيى زلوم، نذر العولمة: هل بوسع العالم أن يقول لا للرأسمالية المعلوماتية، (عمان: المؤسسة العربية للدراسات والنشر، 1999)، ص. 19.

². Dominique Plihon, " Les Investisseurs Institutionnels, Nouveaux Acteurs de la Finance Internationale", Cahiers Français, N° 289 (Janvier-Février 1999), P.33.

³. Ibid., P.39.

المطلب الأول: مزايا العولمة المالية

من المرجح أن تكون منافع العولمة المالية مهمة في ثلاث مجالات رئيسية، هي: تنمية القطاع المالي، ونوعية المؤسسات، والسياسات الاقتصادية الكلية.

1. تنمية القطاع المالي:

أثبتت العديد من الدراسات أن التدفقات المالية الدولية تعمل كعامل محفز مهم بالنسبة لتنمية السوق المالية المحلية، مثلما ينعكس في كل من المقاييس المباشرة لحجم القطاع المصرفي وأسواق أسهم رأس المال، وفي المفاهيم الأوسع لتنمية الأسواق المالية، بما في ذلك الإشراف والتنظيم. كما أنه كلما اتسع نطاق وجود البنوك الأجنبية في بلد ما، تحسنت نوعية الخدمات المالية وزادت كفاءة الوساطة المالية. وفيما يتعلق بأسواق أسهم رأس المال، فإن زيادة دخول المستثمرين الأجانب يزيد من كفاءتها. والواقع أن أسواق الأوراق المالية تميل إلى أن تصبح أكبر وأكثر سيولة بعد عمليات تحرير أسواق أسهم رأس المال.

وتعد تنمية القطاع المالي محددًا مهمًا لمدى المنافع التي يمكن للعولمة المالية أن تأتي بها بالنسبة للنمو والاستقرار، فكلما زاد تطور القطاع المالي في بلد ما، زادت منافع تدفقات رأس المال الوافدة بالنسبة للنمو وقل تعرض البلد لمخاطر الأزمات. كما أن لتنمية القطاع المالي تأثيرًا إيجابيًا على الاستقرار الاقتصادي الكلي.

2. تحسين نوعية المؤسسات:

دفعت العولمة المالية عددا من البلدان إلى تصحيح هياكل حوكمة الشركات فيها، استجابة للمنافسة الأجنبية ومطالب المستثمرين الدوليين. ويبدو أن نوعية المؤسسات تلعب دورا مهما ليس فقط في تحديد نتائج التكامل المالي وإنما أيضا في تحديد المستوى الفعلي للتكامل. كما أنها تؤثر بقوة في تكوين التدفقات الواردة للاقتصادات النامية، وتساعد نوعية المؤسسات الأفضل في إمالة هيكل رأس المال في البلد نحو تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وأسهم رأس مال المحافظ، مما يؤدي إلى تحقيق مزيد من المنافع الإضافية للتكامل المالي.

3. تقوية السياسات الاقتصادية الكلية:

يمكن لتحرير حساب رأس المال أن يفرض، بزيادته للتكاليف المحتملة المرتبطة بالسياسات السيئة، وتعزيز المنافع المرتبطة بالسياسات الجيدة، الانضباط على السياسات الاقتصادية الكلية. حيث أن تحرير حساب رأس المال يجعل البلد أكثر عرضا لمخاطر التحولات المفاجئة في مشاعر المستثمرين الدوليين، وهو ما يلزم البلد بتبني سياسات اقتصادية كلية أفضل، كوسيلة لتخفيف احتمال وقوع مثل هذه التحولات وآثارها المعاكسة. كما أن نوعية السياسات الاقتصادية الكلية المحلية تؤثر على مستوى التدفقات الوافدة وتكوينها، وكذا على مدى تعرض البلد لمخاطر الأزمات. إذ تزيد السياسات النقدية والمالية السليمة منافع تحرير حساب رأس المال بالنسبة للنمو، وتساعد على تجنب الأزمات في البلدان ذات الحسابات المفتوحة لرأس المال.

المطلب الثاني: تكاليف العولمة المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية

رغم ما يمكن أن تحققه العولمة المالية من مزايا، إلا أنها يمكن أن تزيد نسبة المخاطر إلى المنافع إذا لم يتم توفير كل الشروط اللازمة لتطبيقها. وتتمثل أهم التكاليف المترتبة عن إجراءات العولمة المالية فيما يلي:

1. مخاطر دخول الأموال القذرة "غسيل الأموال":

تعد عمليات غسيل الأموال من أخطر الجرائم الاقتصادية التي يشهدها عصرنا الحديث، حيث فرضت هذه الظاهرة نفسها في مختلف دول العالم، المتقدم منها والنامي على حد سواء، حيث سمح إلغاء الرقابة على الصرف وانفتاح السوق المالي المحلي أمام المستثمرين الأجانب، مع تطور الصيرفة الإلكترونية، ب بروز قنوات إضافية لغسيل الأموال القذرة كنتيجة للتطور التكنولوجي الذي يسمح بتحقيق معاملات الكترونية تجعل من حركية رأس المال أكثر سرعة وأكثر سرية. والمقصود بغسيل الأموال هو "محاولة إخفاء المصدر غير الشرعي أو غير القانوني للأموال القذرة كتجارة المخدرات وتهريب السلاح وأعمال الفساد الإداري والرشوة، وإكسابها صفة جديدة ومشروعة لتظهر كما لو كانت قد تولدت من مصدر مشروع."¹

لقد كانت عمليات غسيل الأموال تقليدية تتم في أمكنة معينة من العالم، غير أنه مع سرعة اندماج الأسواق المالية للبلدان النامية في الأسواق العالمية، أصبحت هذه البلدان ملاذا لكميات كبيرة من الأموال القذرة، كما أن الكثير من حكومات هذه البلدان أصبحت تغض النظر عن مصدر الأموال وسمحت باندماجها في السوق المحلي لحاجتها إلى النقد الأجنبي لزيادة حجم الاحتياطيات الدولية ورفع أعباء الديون الخارجية وتمويل احتياجات التجارة الخارجية.² وتتمثل أهم الأضرار التي تمس الاقتصاد الكلي للبلد جراء السماح لهذه الأموال بالدخول فيما يلي:³

- انتشار الفساد الإداري في النظام المصرفي و إضعاف الثقة في النظام المالي المحلي؛
- إضعاف هيبة الدولة وخسارتها ماديا لأن هناك ضرائب لن تدفع عن تلك الأموال المغسولة؛
- التأثير على الادخار المحلي وزيادة معدلات التضخم؛
- التأثير على قيمة العملة الوطنية وزيادة معدل البطالة؛
- تشجيع انتشار الجريمة؛
- تحويل المستثمرين إلى الاستثمار في الأنشطة المحرمة ذات الأرباح العالية.

¹ التجارة الإلكترونية وغسيل الأموال، <http://hostinganime.com/smartshop/shifa/17.html>. visité le 22/09/2011.

² رمزي زكي، "المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 2 (الجزائر: مؤسسة ابن خلدون للدراسات الإنسانية، 2000)، ص. 60.

³ المرجع نفسه، ص. 84-88.

2. الآثار الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال:

إن التقلب في التدفقات الرأسمالية قد ينشأ عن مصادر محلية أو عن مصادر خارجية، ولعل الأسباب المحلية هي الغالبة في معظم الأحيان، فمن جهة يدفع التحول في السياسات المحلية إلى تحرك التدفقات الرأسمالية، وعندما تتكرر هذه التحولات في السياسة، وتكون غير متوقعة أو لا يمكن التنبؤ بها، يحدث التقلب على نحو أسرع، وفي هذه الحالة يكون انعكاس حركية رأس المال مجرد عرض من أعراض عيوب السياسة المحلية.

ومن جهة أخرى قد لا يكون للتقلبات الفجائية في رأس المال سوى علاقة طفيفة بالتغيرات في الركائز الاقتصادية للدول، وأن هذه التقلبات في التدفقات المالية تعكس التغيرات في ظروف السيولة العالمية، وفي " سلوك القطيع" للمستثمرين بالنسبة لاستثمار الحافظة المالية، أين يكون رد الفعل موحد لدى كافة المتعاملين اتجاه أي طارئ مفاجئ في السوق، وهذا النوع من الاستثمارات يتسم بدرجة عالية من التقلب مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر. أما بالنسبة للقروض قصيرة الأجل فتعتبر الأكثر عرضة للسحب خلال أوقات الأزمات، وقابلية التقلب في حركة الديون قصيرة الأجل تجعل المقترضين ميالين بصورة كبيرة " للتهافت على السيولة"، وكلما ارتفع مستوى الدين قصير الأجل بالنسبة لما تحتفظ به الدولة المقترضة من احتياطات دولية، زادت مخاطر هذا التهافت، ويزيد من تضائل فرصة استرداد المقترضين لأموالهم بمجرد بدء التهافت على السحب من البنوك وحدثت أزمات في النظام المالي بأكمله.¹ أما الرأي الذي يعبر عن موقف الوسط، فيربط بين الضعف المحلي - وخاصة في القطاع المالي - وبين نواحي القصور في تخصيص التدفقات الرأسمالية العالمية،² وهذه الفكرة هي التي تحظى بالقبول على نطاق واسع والتي تنادي بأهمية تقوية القطاع المالي المحلي عندما تتكامل الدولة ماليا مع بقية دول العالم.

3. مخاطر التعرض لهجمات المضاربة وأزمات العملة:

لقد أصبحت الاقتصاديات أكثر حساسية في ظل عولمة الأسواق المالية، كما أصبحت عولمة الأزمات أسرع نفاذاً وأوسع نطاقاً. ومما زاد من هشاشة هذه الأسواق تزايد عمليات المضاربات، وذلك عقب انهيار نظام بريتون وودز والتحول إلى نظام تعويم أسعار الصرف الذي خلق البيئة المواتية للمضاربات على العملة، وقد ساعد على ذلك تطور تكنولوجيات الإعلام والاتصال على نحو لم يسبق له مثيل. وبذلك تحولت الأسواق المالية عن أداء دورها الأصلي (الدور التجميعي والتخصيصي لرؤوس الأموال) وأصبحت مرتعا لتحقيق الربح السريع.³

وقد عانت الكثير من البلدان الصناعية من هجمات المضاربين ومن الاضطرابات النقدية التي يسببها نشاطهم. ويكفي هنا الإشارة، مثلاً، إلى ما حدث خلال الفترة (1992-1993) حينما تسبب المضاربون في انهيار

¹ يوري دادوشي و ديباك داستجويتا و ديليب راثا، " دور الديون قصيرة الأجل في الأزمة الأخيرة"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2000)، ص.ص. 56-57.

² ديباك ميشرا وأشوكا مودي وأنتوني ميري مرشد، " تدفقات رؤوس الأموال الخاصة والنمو"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 2001)، ص. 4.

³ رحيم حسين، مرجع سابق، ص. 9.

نظام النقد الأوروبي، وحققوا أرباحا ليس في إمكان قطاعات الإنتاج الحقيقي إنجازها. والأمر الملفت للنظر، هو أن تلك الأرباح الخيالية يتم تحقيقها باستغلال الثغرات القانونية التي وفرها التحرير المالي المحلي والدولي. ورغم الخسائر الهائلة التي سببتها المضاربات على العملة، والتي يتحمل تكلفتها في النهاية البنوك المركزية ودافعو الضرائب، وموجات النقد العنيف التي توجه من حين لآخر إلى المضاربة، باعتبارها نشاط ذا طابع تدميري، إلا أن أنصار العولمة المالية يردون على تلك الانتقادات بالقول: بأن حرية انسياب رؤوس الأموال، والمنافسة بين العملات هي أركان راسخة في اقتصاد السوق الحرة، وأنها تساعد على إجراء التصحيحات الضرورية.

أما بالنسبة للبلدان النامية، وهي الحلقة الأضعف في النظام المالي العالمي الجديد، فقد أصبحت "موضوعا ممتازا" لنشاط المضاربين في ضوء إجراءات العولمة المالية التي طبقتها في عقد التسعينيات، حيث تتعرض عمالاتها الوطنية والأوراق المالية المتداولة في بورصاتها، لهجمات المضاربين الذين يحققون منها أرباحا خيالية.¹

4. العولمة المالية والأزمات المصرفية:

لقد كان لانتشار ظاهرة العولمة المالية آثار بعيدة المدى على مختلف الأنشطة الاقتصادية حيث أدت إلى إعادة صياغة العلاقات الاقتصادية في المجتمع الدولي على النحو الذي فرض كثيرا من التحديات لاسيما أمام الأنشطة المالية والمصرفية، وقد انعكس هذا المناخ بشكل كبير على أعمال البنوك وهيكل الخدمات التي تقدمها، مع ظهور كيانات مصرفية جديدة تمثلت في البنوك الشاملة، التي تسعى وراء تنوع مصادر التمويل والتوظيف وتعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات، والاتجاه نحو التعامل في المشتقات المالية، إضافة إلى تحرير التجارة في الخدمات المالية وتزايد المنافسة في السوق المصرفية، والتوجه نحو خصخصة البنوك، والاندماجات المصرفية، إلى جانب ظهور البنوك الإلكترونية أو ما يعرف "بالبنوك الافتراضية" والتي تعتمد على شبكة الانترنت في تقديم خدماتها للعملاء، لتضيف أبعاداً غير مسبقة للعمل المصرفي.

غير أن أهم مخاطر العولمة المالية على الجهاز المصرفي، هي تلك الأزمات القوية التي قد تتعرض لها البنوك، أثناء عملية التحرير المالي، أو بعد إتمام هذه العملية، وقد أشارت دراسة للندجرين "Lindgren" وآخرين عام 1996، أنه خلال الفترة (1981-1996)، التي تعاضمت فيها قوة دفع العولمة المالية، حدثت هناك أزمات في الجهاز المصرفي في ما لا يقل عن ثلث الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي. وكان "كارلوس دياز الجاندرو" "Carlos Dias-Alejandro" قد نبه مبكرا، منذ عام 1985، في مقالة شهيرة له تحت عنوان: "وداعا للكبح المالي. أهلا بالانحياز المالي"، إلى المخاطر التي تحملها عمليات التحرير المالي للنظام المصرفي. والحقيقة أنه منذ ذلك التاريخ، واستنادا إلى

¹ رمزي زكي، "المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية"، مرجع سابق، ص. 45.

العديد من الأزمات التي حدثت للبنوك، ظهر كم هائل من الدراسات والبحوث حول هذه القضية، كما أن الأزمات التي واجهتها البنوك في عصر العولمة قد لفتت الانتباه بقوة، ودقت ناقوس الخطر لعدة أسباب، منها:¹

- أن تلك الأزمات كان لها تأثير شديد على مجمل الاقتصاديات الوطنية التي حدثت فيها؛
- أصبح من السهل أن تمتد المصاعب التي يعانها الجهاز المصرفي في بلد ما إلى القطاعات المصرفية والأسواق المالية العالمية في دول أخرى بعد أن زادت درجة اندماجها وتكاملها؛
- نظرا لخطورة تلك الأزمات، فإنها طرحت بقوة ضرورة التحوط منها، وأهمية وضع نظام للإنذار المبكر يعتمد على تطوير مجموعة من المؤشرات التي تحذر من الأزمة قبل وقوعها.

إن الأزمات التي يمكن أن يتعرض لها الجهاز المصرفي متنوعة، ولها أسباب كثيرة قد لا يكون لها صلة مباشرة بالعملة المالية، كالأزمات التي تحدث بسبب الكساد الاقتصادي الكلي، أو تلك التي تحدث كنتيجة لتدهور أسعار الصادرات وتأثر القطاعات المدينة للبنوك بذلك التدهور، أو كنتيجة لأخطاء إدارة البنوك نفسها. لكن العولمة المالية التي تسارعت انطلاقا من بداية الثمانينيات غيرت طبيعة الأزمات المالية.² كما أن إلغاء القيود التي كانت مفروضة على الجهاز المصرفي كثيرا ما تهيئ الفرصة للبنوك لاتخاذ قرارات سيئة بالنسبة للإقراض، وخاصة في ضوء غياب الخبرة وقواعد التحوط الكافية،³ فالبنوك في إطار التحرير المالي كثيرا ما تسرف في منح الائتمان للقطاع الخاص دون ضمانات كافية، وبالذات لقطاع العقارات، وعلى الأخص في فترات الرواج الاقتصادي المصحوب بتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال الأجنبية من الخارج، حيث يقول الخبير دانيال هاردي "Daniel C.Hardy"، في هذا السياق: "أنه يبدو أن أزمات النظام المصرفي تسبقها في كثير من الأحيان زيادة غير قابلة للاستمرار في الاستثمار الممول إلى حد كبير بتدفق رأس المال الأجنبي إلى الداخل عبر النظام المصرفي".⁴ كما أن البنوك كثيرا ما تستخدم موارد مالية قصيرة الأجل لتمويل أصول طويلة الأجل، مما يجعلها عرضة لمشاكل مخاطر الائتمان والإعسار والسيولة.

وقد أكدت الأزمة التي حدثت في بلدان جنوب شرق آسيا عام 1997، كيف تؤدي العولمة المالية، من خلال تحرير حساب رأس المال والانفتاح دون ضوابط على الأسواق المالية العالمية، في حدوث أزمة النظام المصرفي. وهو ما حدث أيضا في الولايات المتحدة الأمريكية فيما عرف بأزمة الرهن العقاري.

5. مخاطر هروب الأموال الوطنية للخارج:

لعل أهم ما نجم عن عولمة الأسواق المالية في الدول النامية هو تدويل مدخراتها الوطنية، حيث أصبحت هذه الأخيرة تستثمر خارج حدود الوطن لأسباب كثيرة ومختلفة، والمثير للدهشة، هو أن هذا الأمر يحدث في الدول التي

¹. المرجع نفسه، ص.40.

². Serge D'agostino, Op. Cit., P.105.

³. رمزي زكي، "المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية"، مرجع سابق، ص. 41.

⁴. المرجع نفسه، ص. 41-42.

تعاني من عجز كبير في ميزان مدفوعاتها، ومن ديون خارجية ضخمة تزداد وطأة خدمة أعبائها عبر الزمن، كما يحدث هذا أيضا في الوقت الذي تسارع فيه الدول النامية لفتح أبوابها لرأس المال الأجنبي من خلال التسابق على منحه الكثير من المزايا والإعفاءات والحوافز، ولو منحت هذه الأخيرة لرأس المال المحلي لكان أفضل وأنفع لها من جلب رؤوس الأموال الأجنبية وما ينتج عنها من مخاطر.

ومن المفارقات المدهشة أيضا في هذا الجانب هو أن هناك دول تزيد فيها نسبة الأموال الوطنية الهاربة للخارج إلى تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية عن 100% مثل حالة فنزويلا في بداية الثمانينيات، وهناك دول تمثل فيها الأموال الوطنية المستثمرة في الخارج نسبة تتراوح ما بين 50-90% من إجمالي ديونها الخارجية.¹

وعموما، رغم توجه البلدان النامية نحو تحرير حساباتها الرأسمالية وفتح المجال لرأس المال الأجنبي للاستثمار فيها، فإنها لم تتمكن من تحقيق غايتها، باستثناء بعض البلدان التي حضيت بتدفقات رأسمالية هامة مثل دول جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية، بل على العكس من ذلك، فإنها شهدت تدفقا عكسيا لرأس المال المحلي نحو الخارج.

6. تراجع فعالية السياسات النقدية والمالية:

تظهر النظرية الاقتصادية أن هدف التحرير الكامل لحركية رؤوس الأموال لا يمكن أن يتحقق في نفس الوقت مع ثبات سعر الصرف واستقلالية السياسة النقدية، فالانفتاح على أسواق رأس المال العالمية يؤدي إلى تقليل مجالات العمل الممكنة أمام السياسة النقدية،² حيث أن هناك تصاعدا هائلا في تدفقات رؤوس الأموال تتم بأقل من لمح البصر عبر شاشات الكمبيوتر، وتجعل من التدخل الفعال من طرف السلطات النقدية أمرا معقدا جدا، سواء ما تعلق بأسعار الصرف أو أسعار الفائدة أو أسعار الأوراق المالية. فمثلا، يمكن للتغير المفاجئ في اتجاه تدفق رأس المال، أن يجعل السلطات المالية والنقدية عاجزة عن كبح سرعة هذه التدفقات عندما يشعر أصحاب رؤوس الأموال بعدم توفر المردودية اللازمة لاستثماراتهم المالية، أو بمخاطر قد تنجم عن ضعف أداء النظام المصرفي.³ ومثل هذا الوضع هو الذي حول ارتباط كثير من عمليات السوق المالية من خط المنافسة الاقتصادية إلى خط المضاربة ومن ثم المقامرة.⁴ ولعل أبرز مثال على ذلك ما حدث في دول جنوب شرق آسيا، وعجز البنوك المركزية في تلك الدول عن إنقاذ العملة الوطنية وسعر الصرف من التدهور.

¹. المرجع نفسه، ص.ص. 50-53.

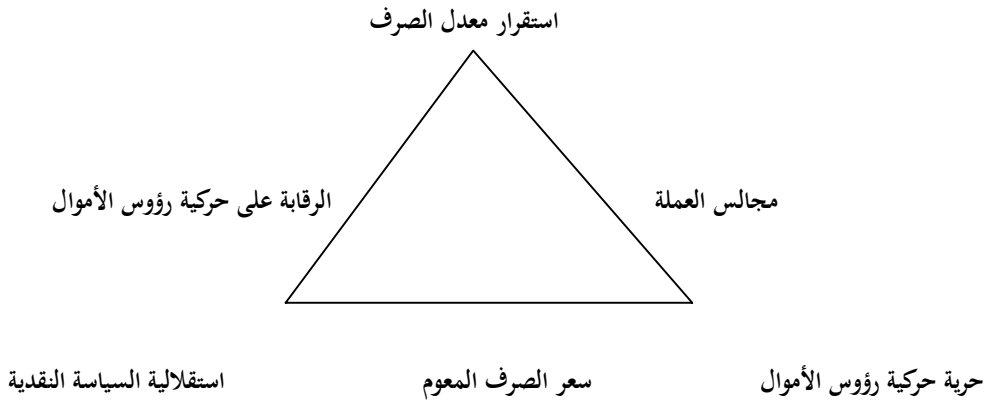
². جاك أدا، *عولمة الاقتصاد من الشكل إلى المشكلات*، ترجمة مطانيوس حبيب، (بنان: دار طلاس للترجمة والنشر، 1998)، ص. 124.

³. عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص. 46.

⁴. عبد الأمير السعد، "العولمة... مقاربة في التفكير الاقتصادي"، سلسلة كتب المستقبل العربي (38)، "العولمة والنظام الدولي الجديد"، مركز دراسات الوحدة العربية، 2010، ص. 100.

الشكل رقم 11

مثلث عدم التكافؤ لمندل "Triangle d'Incompatibilité"



Source : Paul R.Krugman & Maurice Obstfeld, **Economie internationale** , 4^{ème} édition, (Paris : Ed De Boek, 2003), P. 787.

يظهر من خلال الشكل رقم (11) الأهداف الثلاثة التي يسعى المسؤولون في الاقتصاديات المفتوحة على رأس المال الأجنبي لتحقيقها، ولكن اثنين فقط من بين الأهداف الثلاثة هي التي يمكن تحقيقها في الوقت نفسه، إذ يجب اختيار أحد جوانب المثلث، وكل من معدل الصرف المعموم ومجالس العملة وكذا الرقابة على رأس المال يمكنها الجمع بين الهدفين المختارين، بمعنى أنه لتحقيق أحد هذه الأهداف يجب التخلي على أحد الهدفين المتبقين.

وفي هذا الإطار يرى بعض الاقتصاديين أمثال باغواوتي ورودريك (J. Bhagwati & D. Rodrik) أن البلدان النامية يجب أن تبقي أو ترتب قيودا على حركة رؤوس الأموال بطريقة تمكنها من ممارسة استقلاليتها النقدية وتحافظ على استقرار معدل الصرف.¹ بينما يرى معظم المسؤولين، في البلدان النامية والمتقدمة على حد سواء، أنه من غير الممكن الاستمرار ولمدة طويلة في الرقابة على حركة رؤوس الأموال.

كما أن تصاعد حركة رؤوس الأموال خلق فرصا لقيام تنافس ضريبي له أضراره المحتملة على الدول الحريضة على جذب الاستثمارات، وشجع على زيادة عدد ما يسمى بالوحدات الضريبية، التي تعبأ برؤوس الأموال الهاربة من دفع الضرائب في بلادها، فعلى سبيل المثال، قد ينجم عن صعوبة قيام السلطات المالية الوطنية بفرض الضرائب على رؤوس أموال الشركات متعددة الجنسيات تشوهات في نماذج التجارة والاستثمار، كما يمكن أن يتمخض عنه تشوهات أيضا في إعادة توزيع العبء الضريبي من رؤوس الأموال القابلة للانتقال إلى العناصر الأقل قدرة على الانتقال - وهي العمل على وجه الخصوص - أو من الشركات الكبرى المتعددة الجنسيات إلى الشركات الوطنية الصغيرة.

¹ Paul R.Krugman & Maurice Obstfeld, **Economie internationale** , 4^{ème} édition, (Paris :Ed De Boek, 2003), P. 788.

وبالتالي فإن قدرة الشركات الكبرى المتعددة الجنسيات على التقليل من مسؤولياتها الضريبية، والتهرب تماما منها له تداعياته الكبيرة على الهيكل المالي للدول مما يسفر عن نظم ضريبية أكثر تصاعدا، أو أوجه عجز كبير في الميزانية، أو خفض في الخدمات العامة، وقد يكون لضرائب الدخل الشخصية وضرائب القيمة المضافة أو ضريبة المبيعات أو كل منهما أن تعوض التراجع في إيرادات الدول.¹

7. الأثر على معدلات التضخم وسعر الصرف:

قد تؤدي تدفقات رأس المال الداخلة إلى توسع مفرط في الطلب الإجمالي، وهذا التوسع ينعكس في ضغوط تضخمية، وفي تقلبات في سعر الصرف الحقيقي، وزيادة عجز الحساب الجاري، وفي النهاية إلى تدفقات كبيرة للخارج بسبب التغيرات في العائد المتوقع على الأصول، وسيادة سلوك القطيع بين المستثمرين.²

وعموما، عندما تتدفق الاستثمارات قصيرة الأجل للدخل بكميات كبيرة وبشكل مفاجئ فإنها تزيد من عدم استقرار الاقتصاد الكلي، إذ غالبا ما تحدث زيادة في معدلات التضخم، وارتفاع في سعر صرف العملة الوطنية الأمر الذي يضر بالصادرات ويزيد من الواردات فيزداد العجز في الميزان التجاري. ولا شك أن هذا الحال سيؤخر من العملية التصحيحية للبلدان المستوردة (بلدان العجز) وبالتالي تصاعد التزاماتها المالية الدولية.

وعلى العكس حينما تخرج تلك الاستثمارات على نحو مفاجئ، فإنها غالبا ما تؤدي إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية، وتراجع في معدلات التضخم، واستنزاف الاحتياطيات الدولية للبلد، وخاصة إذا حاول البنك المركزي أن يدافع عن سعر صرف العملة الوطنية مع وجود ضغوط قوية لتدهور قيمة العملة.³ وهو ما حدث فعلا في بلدان الأزمة الآسيوية، حيث ترتب عن دخول رأس المال ارتفاع في معدلات التضخم وارتفاع أسعار الصرف الحقيقية خلال الفترة (1990 - 1997)، وهو ما انعكس سلبا على صادرات هذه البلدان منذ منتصف التسعينيات لتتخفف بعد ذلك وبشكل حاد ابتداء من عام 1995.

8. عدم استقرار النظام المالي والنظام النقدي الدوليين:

ولدت العولمة المالية ما يسمى بـ "خطر النظام" وهو خطر التعرض لأزمة مالية على المستوى الدولي، وتحدث أزمة النظام عبر مرحلتين، حيث تؤدي المضاربات في البداية إلى خلق الاضطرابات التي تتوسع بفعل الأدوات المالية الجديدة، و في مرحلة ثانية تبدأ موجة الصدمة في الانتشار إلى مجموع النظام المالي العالمي بفعل ما يسمى "أثر

¹. رينت جروب وكريستينا كوستيال، "الاستثمار الأجنبي المباشر وإيرادات الضرائب، التوافق أم التنافس الضريبي؟"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 2001)، ص. ص. 10-13.

². أليخاندر لويز ميخيا، "التدفقات الضخمة لرأس المال، الأسباب والتأثير ورد فعل السياسة"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، سبتمبر 1999)، ص. ص. 28.

³. الشريف بقة، محمد بوهزة، "بعض الآثار الاقتصادية والاجتماعية للعملة. حالة الجزائر"، الملتقى الدولي الأول حول: "العولمة وانعكاساتها على البلدان العربية"، (المركز الجامعي سكيكدة، 13-14 ماي 2001)، ص. ص. 347.

العدوى"، وتجد لها مناخا مناسباً في الأسواق المالية المتصلة ببعضها بعض، وهذه السلسلة من الانعكاسات تتوسع من خلال سلوكيات مشتركة لدى عدد كبير من المستثمرين في الأسواق المالية.¹ من مجمل ما سبق يمكن القول أن العولمة المالية تؤكد تفوق وسيادة قوى السوق على السياسات الاقتصادية، أين تصبح الأسواق هي المقررة فيما إذا كانت السياسات الاقتصادية الوطنية جيدة أم لا. كما تؤدي إلى تقليل مجالات العمل الممكنة أمام السياسة النقدية، وتعتبر مصدراً لعدم الاستقرار، نظراً لما يمكن أن توفره من بيئة ملائمة للمضاربات وحدوث الأزمات المالية والسماح بانتشارها مهددة بذلك النظام المالي العالمي ككل، وهو ما يدفع بالكثيرين إلى إعادة النظر في مزايا وتكاليف العولمة المالية، وفي عمليات التحرير المالي.

المطلب الثالث: حركية رأس المال بين الحرية والتقييد

جعلت أزمة النمو الآسيوية والعديد من الأزمات المالية المحللين الاقتصاديين يطرحون التساؤلات حول المخاطر المصاحبة للعولمة المالية، فإلى أي حد يمكن قبول الحركة الدولية المتنامية لرؤوس الأموال؟ وفي هذا السياق يمكن أن نقف عند وجهتي نظر، الأولى تنادي بضرورة تقييد حركية رأس المال لما لها من آثار سلبية، والثانية تؤكد على مزايا التدفقات المالية الدولية، وترى فيها الحل الأمثل لمشكلة قلة الموارد المالية المحلية التي يعاني منها العديد من البلدان.

1. دعاة التحفظ وتقييد حركية رأس المال:

قدمت النظرية الكلاسيكية دعماً وإسناداً نظرياً في تأكيد مناقشات وتبريرات التجارة الحرة، إذ تركز هذه النظرية على تقسيم العمل والتخصص الدوليين في إنتاج السلع ذات الكفاءة النسبية، وهنا بدأ يظهر مبدأ «الفائدة المقارنة»² الذي افترض في الأساس أنه "رغم أن منتجات وحصيلة النشاط الاقتصادي يمكن لها أن تتحرك على المستوى الدولي فإن عوامل الإنتاج محدودة نسبياً بالمعنى الجغرافي، فالأرض والعمل ورأس المال يفترض فيها كلها أن تكون غير قابلة للانتقال دولياً". وبعبارة أخرى فإن النظرية الكلاسيكية تفترض سكونية رؤوس الأموال مستنتجة من ذلك فرصة حدوث التجارة الدولية، ذلك أن أنصار هذه النظرية كانوا يرون في اختلاف وفرة عوامل الإنتاج السبب في فروق تكاليف الإنتاج، وبالتالي فإن فرضية انتقال رؤوس الأموال كان من شأنها تهديم أسس قيام التجارة الدولية.³

لكن ومنذ بداية القرن العشرين شكلت كثافة التدفقات المالية الدولية موضوعاً لتحليلات معمقة، حيث ظهرت بعد الحرب العالمية الثانية موجة عارمة من الاستثمار الأجنبي المباشر، ونمو واسع في مشاريع الأعمال المتعددة الجنسيات، ولربما اعتبر ذلك أهم ظاهرة اقتصادية على الساحة الدولية خلال النصف الثاني من القرن العشرين.⁴

¹. Dominique Plihon, *Les Enjeux de la Globalisation Financière, Mondialisation au Delà des mythes*, Op. Cit., PP. 76-77.

². غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية، (عمان: دار الصفاء للنشر، 2002)، ص. 45.

³. جاك أدا، مرجع سابق، ص. 98.

⁴. غازي عبد الرزاق النقاش، مرجع سابق، ص. 16.

ورغم ما تنطوي عليه عملية تحرير حركية رؤوس الأموال من منافع، إلا أنها تتضمن مخاطر قد تؤدي إلى زعزعة استقرار اقتصاديات البلدان المعنية، وكما سبق وأن أشرنا، فقد ينجم عن التدفقات الرأسمالية إلى الداخل مصاعب في تسيير التضخم والتحكم في أسعار الصرف والقدرة على المنافسة في مجال الصادرات، وهو ما يعني أن السياسة النقدية تصبح أكثر صعوبة في إدارتها. وإذا لم تستخدم هذه الأموال بكفاءة فإن الأسواق قد تشكل في قابليتها للاستمرار وفي قدرة البلد المتلقي على خدمة ديونه الخارجية، وفقدان الثقة يمكن أن يؤدي إلى انعكاس اتجاه تدفق رؤوس الأموال، وما يحدث في أعقاب ذلك من صعوبات في ميزان المدفوعات، وأزمات في العملة وفي البنوك. وهذا ما يدفع بالكثيرين إلى اقتراح فرض قيود على حركية رأس المال بحيث تراقب الدولة حجمها وسرعة تدفقها للحد من عمليات المضاربة المضرة بالاستقرار الاقتصادي، وخاصة إذا كانت قدرة الاقتصاد على الاستيعاب ضعيفة.

2. دعاة تحرير حركية رأس المال:

يدافع دعاة الحرية الاقتصادية عن ضرورة فتح المجال أمام حركية رؤوس الأموال لتنتقل من مكان إلى آخر بحثا عن فرص أفضل للاستثمار انطلاقا من منظور الاستخدام الأفضل الذي يفضي إلى مردود اقتصادي أفضل، ويرى هؤلاء بأن مشكلة قلة الموارد المالية المحلية في البلدان النامية يمكن أن تجد لها حولا في تحرير حركية رؤوس الأموال دفعا إلى الاستثمار وتحقيق النمو الاقتصادي السريع، وقد استند أصحاب هذا الرأي إلى العديد من الحجج¹:

- يرى أصحاب هذا الرأي أن الحرية الاقتصادية لا يمكن أن تتجزأ، فلا يمكن أن نطالب بنظام اقتصادي حر، ثم نقترح وضع قيود على أحد أهم أسس هذا الاقتصاد وهي تحركات رؤوس الأموال؛
- تدفق رؤوس الأموال من وإلى الدولة تفرض على المسؤولين فيها اعتماد سياسات اقتصادية حكيمة تجنبهم الأزمات، فهي تشكل نوعا من الرقابة على واضعي السياسات كي يدرسوها جيدا قبل اعتمادها؛
- ليس من المنطق التستر وراء إمكانية حدوث أزمات اقتصادية لوضع قيود على رؤوس الأموال يمكن أن تهدف ليس فقط إلى تهدئة الاقتصاد، بل إلى تحقيق غايات سياسية أو أمنية واضحة، ومن الطبيعي أن يواجه كل اقتصاد في العالم من حين لآخر بعض الصدمات التي تحدثها تحركات رؤوس الأموال، أو غيرها من العوامل التجارية أو الخدمية، وأن وجود هذه الصدمات هو القاعدة وليس الاستثناء؛
- تجربة القيود على حركية رؤوس الأموال لم تنجح حتى في أكبر الدول وأقواها مؤسسيا*؛

¹ . لويس حبيقة، "كيف يمكن تنشيط حركة رؤوس الأموال إلى الدول النامية؟"، الأهرام الاقتصادي، 30 ديسمبر 2002، العدد 1773.

<http://ik.ahram.org.eg/IK/ahram/2002/12/30/MAKA1.HTM> visité le 20/11/2008

* من بين هذه البلدان أندونيسيا، تايلاند وفرنسا، التي حاولت تطبيق القيود على رأس المال لسنوات طويلة. ففي فرنسا على سبيل المثال، كلما شعر الفرنسيون في الستينيات والسبعينيات من القرن العشرين بإمكانية وصول اليسار إلى الحكم، حاولوا تهريب رؤوس أموالهم عبر الحدود، وخاصة إلى سويسرا، وهو ما جعل الحكومة الفرنسية تفتنح بعدم جدوى هذه القيود ورفعتها إلى غير رجعة، وإذا لم تستطع فرنسا تطبيق هذا النوع من القيود فكيف يمكن للدول النامية ذات المؤسسات الضعيفة أن تنجح في ذلك؟ وحتى في البلدان التي ظهرت فيها عمليات الرقابة ناجحة فإن أصحاب التحرير يرون في هذا النجاح الطابع المؤقت، حتى وإن كانوا يعترفون بفعالية هذا الإجراء مثلما حدث في شيلي التي مارست رقابة على التدفقات قصيرة الأجل بدرجة معينة من النجاح.

- تساهم تدفقات رؤوس الأموال نحو الداخل في إنعاش الاقتصاد العالمي وخاصة اقتصاد الدول النامية، وعليه فمن الخطأ وضع حواجز اصطناعية واعتباطية ضدها؛
- عندما يلغي أحد البلدان القيود على حركية رؤوس الأموال تحدث لديه في العادة تدفقات أكبر للداخل، على الأقل في البداية عندما يشعر المستثمرون الدوليون المقيمون الذين وضعوا أموالهم فيها بالتحسن في بيئة الاستثمار؛
- هناك شواهد كثيرة على أن قيود رأس المال لم تمنع تدفقه نحو الخارج؛
- يمكن لتدفق رؤوس الأموال أن يحسن نظام المدفوعات، ويقلل من تكلفة الاقتراض، ويشجع النمو الاقتصادي.¹

ويرى أصحاب هذا التوجه بأن الأمر يجب أن ينصب على تصحيح السياسات غير الملائمة في البلدان التي تعاني من ضعف في القدرة الاستيعابية وليس على كبح هذه الحركية. ووفق هذا المنظور يعتبر التحرير المستمر لتدفقات رؤوس الأموال إجراء مفضلاً، ولكن في إطار من التنظيم الذي يسمح برصد التطورات وتحليل الأنشطة التي تنتج عن هذا التحرير حتى يكون بالإمكان القيام بالتعديلات الضرورية وفي أوقاتها المبكرة والمناسبة، وهذا يعني أن قوى السوق في نظر أصحاب التحرير تعكس الحوافز الاقتصادية التي تدفع بالنشاط الاقتصادي إلى المزيد من الحركة والتطور.

وعليه يؤكد هؤلاء على أن الرقابة على حركية رؤوس الأموال في حالة قبولها يجب أن تمارس في حدود معينة، كوضع بعض القيود المؤقتة على تصرفات المضاربين، أي على حركات رؤوس الأموال القصيرة الأجل، ووفق أهداف محددة ولفترة زمنية محددة أيضاً، حتى يتم تصحيح الاختلالات التي تفرزها سياسات مالية واقتصادية غير ملائمة، وذلك قبل التحرير التام. إذ يرى أصحاب هذا الاتجاه أنه لا يمكن لأي اقتصادي معاصر إلا أن يقف مع الحرية التي هي أساس النمو وركيزته الأقوى، فالعولمة المالية، وفق هؤلاء، عبارة عن إجراء لا يمكن التراجع عنه كما أن حركية رؤوس الأموال لا يمكن تقييدها في ظل اقتصاد معوم.

المبحث الثالث: علاقة نظم سعر الصرف بالأزمات المالية

بدأ الاهتمام بالدراسات التجريبية والنظرية المعنية باختيار نظام سعر الصرف في البلدان النامية في أعقاب أزمة العملة في المكسيك عام 1994، أزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997، أزمة روسيا سنة 1998 وأزمة البرازيل سنة 1999. وقد تركز النقاش على إمكانية استمرار نظم الربط الثابت التقليدية - ما يسمى بالربط المرن - في مواجهة حرية تحركات رؤوس الأموال وغيرها من الصدمات. وبعد وقوع هذه الأزمات مباشرة، نشأ توافق متزايد في الآراء لدى الاقتصاديات النامية، التي كان اندماجها وثيقاً في النظام المالي والتجاري الدوليين، حول الحاجة إما إلى التعويم أو الانتقال إلى الربط المحكم.

¹. باري جونستون، مرجع سابق، ص.20.

المطلب الأول: سعر الصرف المرن ومخاطر التعرض للأزمات المالية

يمكن لسعر الصرف المرن أن يحقق، من الناحية النظرية أربع مزايا وهي:¹

- يضمن سعر الصرف المرن العودة الأوتوماتيكية لتوازن الأرصدة الوسيطة لميزان المدفوعات، فمثلا، في حالة عجز في الحساب الجاري، تنخفض قيمة العملة المحلية مما يجعل السلع والخدمات المحلية أقل سعرا مقارنة بالسلع والخدمات الأجنبية، كما أن عمليات حساب رأس المال تتأثر بنفس الطريقة، وفي النهاية فإن الأثر العام المحقق هو عودة التوازن للأرصدة الوسيطة لميزان المدفوعات؛

- يسمح بتجنب المضاربات المزعزعة للاستقرار التي ترافق نظام الصرف الثابت، ويجرر البنوك المركزية من ضرورة امتلاك احتياطات الصرف، فالمضاربة إذن تكون محققة للاستقرار لأنها ترافق بشكل طبيعي مع آلية التوازن التلقائي للأرصدة الوسيطة في ميزان المدفوعات؛

- يسمح هذا النظام باستقلالية السياسة النقدية، إذ أن هذه الأخيرة لا تكون مجبرة على الدفاع على معدل الصرف، كما يظهر ذلك من خلال نموذج "مندل" فيما يعرف "بمثالث عدم التكافؤ".

لكن وبعد تعميم التعويم في سنة 1973، تبين أن هذه المزايا غير محققة، فبالنسبة لإعادة التوازن الأوتوماتيكي لميزان المدفوعات تبين أن ذلك لم يتحقق، إذ أن العديد من البلدان كالولايات المتحدة الأمريكية، عرفت عجزا هيكليا في ميزان مدفوعاتها. كما تعرضت العديد من العملات الرئيسية لهجمات مضاربية حادة، كالدولار الأمريكي والين الياباني، خلال سنوات السبعينيات والثمانينيات من القرن العشرين. كما أن استقلالية السياسة النقدية لم تعد محققة، فالتبعية المتزايدة للاقتصاديات الوطنية والتكامل المالي الدولي جعل من الصعب تقييم فعالية السياسة النقدية.

إلى جانب ما سبق، فإن لنظام الصرف المرن تأثيرا تضخيميا مزدوج، حيث يطال هذا التأثير البلدان ذات العملات الضعيفة، من خلال انخفاض سعر صرفها الذي يرفع آليا أسعار المنتجات المستوردة، كما يزيد نظام الصرف المعوم من عدم اليقين الذي يعتري العلاقات التجارية الدولية، نتيجة جهل المصدرين لتغيرات أسعار الصرف، وبالتالي يجهلون السعر (بالنقد الأجنبي) الذي يقومون على أساسه ببيع منتجاتهم.²

كما يشكل التعويم عائقا أمام السياسة الاقتصادية، فعدم اليقين فيما يتعلق بسعر الصرف، يجعل الشك يشوب النتيجة المتوخاة من السياسات النقدية والمالية، إذ لا يمكن أن تكون هناك سياسة اقتصادية متماسكة إلا إذا استطاعت السلطات الرسمية أن تضيف على السياسة المالية والسياسة النقدية عنصرا ثالثا هو سياسة الصرف.³

¹. François Combe & Thibaut Lepinat, Op. Cit., P.154.

². وسام ملاك، مرجع سابق، ص. 306.

³. المرجع نفسه، ص. 307.

إن تفسير النقديين لهذه النتائج المتضاربة، تستمد من كون هذا النظام غير تام، لأنه يتعلق بتعويم مغشوش أو مدار، فالتذبذب الكبير في الأسعار الذي يلزم السلطات النقدية التدخل بقوة وبانتظام يجعل من الضروري الحفاظ على احتياطات الصرف.

وفي هذا السياق بين كل من كالفو ورينهارت (Calvo & Reinhart, 2002) أن العديد من البلدان التي أعلنت عن تبنيها لنظام الصرف المعوم تدخل في الحقيقة بانتظام في سوق الصرف من أجل الاستمرار في تكافؤها، وهو ما يترجم خوفا من التعويم في البلدان الناشئة¹، والذي يمكن إسناده إلى كون سعر الصرف المعوم ليس بإمكانه ضمان سياسة نقدية مستقلة ومهدئة للصدمات الاقتصادية. فنظام الصرف المعوم يتميز بتغير قوي بالنسبة لمعدل الصرف وضعيف بالنسبة للاحتياطات، وعلى العكس، فإن أنظمة الصرف الثابت تظهر تغيرا ضعيفا في أسعار الصرف، ويمكن أن تتوافق حسب الحالات بتغير قوي للاحتياطات أو معدلات الفائدة، تبعا لما تختاره السلطات النقدية للدفاع على التكافؤ، بالتدخل من خلال شراء أو بيع العملات الصعبة، أو من خلال تغيير معدل الفائدة. في الواقع، ولكل الأسباب السابقة الذكر، فإن القليل من البلدان الناشئة فقط تركت سعر صرفها يعوم، إذ لا شيء يؤكد تقلص عدد الأزمات في البلدان التي تبني نظام صرف معوم.

المطلب الثاني: أسعار الصرف الثابتة والأزمات المالية

على غرار البلدان الأوروبية في إطار نظام النقد الأوروبي، والعديد من البلدان التي اختارت نظام الصرف الثابت انطلاقا من سنة 1973، هناك ثلاث مزايا أساسية يحققها تبني هذا النظام:

- يسمح هذا النظام باستقرار معدلات الصرف، ويقوي ديناميكية نمو المبادلات الدولية كما يدعم النمو الاقتصادي، ويسمح للمتعاملين الاقتصاديين بمباشرة مختلف التعاقدات التجارية والمالية دون مخاطرة؛
- يضع نظام الصرف الثابت حدا للمضاربة (نظريا) في سوق الصرف، وذلك من خلال وسائل الدفاع المتبعة من طرف البنوك المركزية مما يكلف المضاربين خسائر كبيرة في حالة فشل هجمتهم، كما أن الأرباح الممكن تحقيقها تعتبر ضعيفة نتيجة وجود هامش تقلب ضعيف جدا؛
- يسمح بالسيطرة على أهم الأساسيات النقدية وأساسيات الميزانية، ويقوي التعاون الاقتصادي بين الدول، كما أن الحفاظ على هذا النظام يتطلب اتخاذ سياسات اقتصادية تعمل على محاربة التضخم وتخفيض عجز الميزانية.²

غير أن تكرار أزمات الصرف، انطلاقا من سبعينيات القرن العشرين، أظهر هشاشة أنظمة الصرف الثابت، ففيما يتعلق بالميزتين الأولى والثانية، فنظام الصرف الثابت يدعم المبادلات الدولية إلا أنه لا يحمي من هجمات المضاربة، كما بينته كل من أزمة نظام النقد الأوروبي والأزمة المالية الآسيوية. أما فيما يتعلق بالميزة الثالثة فإن هناك تضاربا في

¹. François Combe & Thibaut Lepinat, Op. Cit., P.6.

². Ibid., P.155.

الآراء، إذ يمكن ملاحظة ذلك في حالة البلدان الأعضاء في نظام النقد الأوروبي، لكن هناك غياب لهذا التقارب في حالة بلدان أمريكا اللاتينية وبلدان جنوب شرق آسيا التي تربط عملاتها بالدولار الأمريكي.

ويعتبر استنزاف احتياطات الصرف عاملا محددًا لانفجار الأزمات في ظل نظام الصرف الثابت، إذ ومن أجل الحفاظ على الأسعار في حالة ضغط على قيمة العملة المحلية، يقوم البنك المركزي بإعادة شراء العملة المحلية في سوق الصرف وبيع العملة الصعبة، وهو ما يضعف أو يستنفذ احتياطات الصرف المحتفظ بها لدى البنوك المركزية، وهذا ما يشير إلى انخفاض وشيك في قيمة العملة. كما أن البلدان التي تتبنى نظام الصرف الثابت يمكنها أيضا أن ترفع معدل فائدتها من أجل الدفاع على العملة المحلية، لكن هذه الإستراتيجية ليست مطلقة، لأن ارتفاع معدل الفائدة لا يمكن الإبقاء عليه لمدة طويلة دون حدوث اختناق في الاقتصاد.¹

عموماً، وكما يرى كل من كالفو وميشكين² "Calvo & Mishkin, 2000"، فإن تبني أسعار الصرف المرنة أحسن لحماية الاقتصاديات ضد الصدمات الحقيقية على التنافسية أو على شروط المبادلات، على الأقل لاستعادة التوازن الأولي. في حين أن أسعار الصرف الثابتة يمكن أن تلعب دور الموازن وتكون أكثر ملائمة في حالة الصدمات الاسمية التي يتعرض لها الطلب على النقود حيث يتم امتصاصها من خلال عمليات شراء وبيع النقد الأجنبي التي يجريها البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي، مما يؤثر مباشرة على احتياطات البنك المركزي المتداولة ويحافظ على ثبات سعر الصرف، وعندما تجتمع الصدمات الحقيقية مع الصدمات الاسمية تزداد الحاجة إلى مرونة سعر الصرف كلما كانت الصدمات الحقيقية أشد من الصدمات الاسمية.³

المطلب الثالث: المديونية بالعملة الصعبة وخطر التعرض للأزمات المصرفية

يدفع تبني نظام الصرف الثابت إلى تشجيع المتعاملين على تحرير ديون بالعملة الصعبة، وذلك نتيجة للضمانات الممنوحة من طرف الحكومات، فإذا التزمت السلطات النقدية بالحفاظ على معدل الصرف الثابت، وضمنت للمستثمرين أنها ستسد لهم في حالة انخفاض قيمة العملة أو عدم القدرة على السداد، فإن المتعاملين يأخذون هذه التصريحات بعين الاعتبار ولا يحتاطون من مخاطر الصرف، ويتعاقدون على قروض بالعملة الأجنبية. والعامل الأكثر أهمية هنا هو أن المديونية بالعملة الأجنبية تزيد من تكلفة الأزمات نتيجة لارتفاع عبء تسديد الديون في حال انخفاض في قيمة العملة.⁴ وعلى العكس من ذلك، فإن البلدان التي تتبنى نظام صرف معوم تكون محمية من هذا السلوك غير الحذر بسبب عدم الاستقرار الدائم لعملتها.

¹ Ibid., P.7.

² Virginie Coudert, "Régimes de Change et Crises: Les Taux de Change Fixes Sont-ils Injustement Suspectés?". Contribution au Rapport du Conseil D'analyse Economique Sur Les Crises Financières, Banque de Finance et Université de Paris 13, CEPN (Février 2004). PP. 1-2.

³ عبد العلي جبيلي و فيتالي كرامانكو، "اختيار نظم الصرف في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، منشورات صندوق النقد الدولي (2003)، ص.9.

⁴ François Combe & Thibaut Lepinat, Op. Cit., P.10.

من مجمل ما سبق يمكن القول أن تبني نظام صرف ثابت يؤدي إلى حدوث الأزمات، فضرورة التدخل من أجل استقرار سعر الصرف يؤدي إلى استنزاف الاحتياطيات الأجنبية ويفجر الأزمة، كما أن سعر الصرف الثابت شأنه أن يرفع من قيمة العملة وهو ما يؤدي إلى الإضرار بتنافسية البلد، ومن شأن هذا النظام أيضا أن يؤدي إلى تقدير أقل لمخاطر الصرف، مما يدفع المتعاملين إلى الاقتراض بالعملة الصعبة ويزيد من الأزمات المصرفية.

أما بالنسبة للبلدان الناشئة فإن أغلب الأزمات التي تتعرض لها ترتبط بالتراجع الشديد لتدفقات رؤوس الأموال، والدراسات التجريبية تبين أن هذا الانعكاس في حركية رؤوس الأموال يحدث في ظل نظام الصرف الثابت أكثر منه في نظام سعر الصرف المعوم.

المبحث الرابع: المشتقات المالية ودورها في خلق الأزمات المالية

لم يكن ظهور المشتقات المالية وليد الصدفة، بل كان وليد حاجة وضرورة. وهو ما يؤكد الأهمية الاقتصادية لهذه العقود، والمزايا التي يمكن أن تحققها لمختلف المتعاملين الاقتصاديين. إلا أنها في الوقت نفسه، تنطوي على مخاطر كامنة في خصوصية وطبيعة عملها، والتي تعتبر أعلى من مثيلاتها في الأدوات المالية التقليدية، وخاصة ما يتعلق منها بخلق وتكريس الأزمات المالية.

المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية وأهم أنواعها

تعرف المشتقات المالية بأنها "عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)، وهذه الأصول تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع وغيرها، وتتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، ولا تتطلب استثمارات مبدئية، أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود، وتسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد."¹

ويتضمن العقد تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل، وتحديد الكمية التي يطبق عليها السعر وكذلك الزمن الذي يسري فيه العقد، إلى جانب تحديد الشيء محل العقد (سعر فائدة أو سعر ورقة مالية أو سعر سلعة أو سعر صرف أجنبي،...). ويمكن حصر أهم أنواع المشتقات المالية فيما يلي:

أ. الخيارات "Options":

عقد الخيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد، وبسعر محدد ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في إتمام هذا التعامل، ويوجد نوعان من الخيارات هي خيارات البيع و خيارات الشراء.²

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، (القاهرة:الدار الجامعية للنشر،2001)، ص. 16.

² خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، (عمان: دار المسيرة للنشر، 1999)، ص. 108.

- خيارات الشراء " Call Options ": يكون لمالك الخيار الحق في شراء الأصل المعني من بائع الخيار (Call Seller) باتفاق على السعر عند تاريخ محدد مستقبلي (t) وإذا مارس مالك الخيار (Call Owner) هذا الحق فعلى بائع الخيار تسليم الأصل.

- خيارات البيع (Put Options): يحق للمالك بيع الأصل المعني لبائع الخيار بموجب اتفائه على السعر عند تاريخ مستقبلي محدد و إذا مارس مالك خيار البيع هذا الحق فعلى بائع خيار البيع شراء الأصل.

كما أن خيار الشراء أو البيع يمنح البائع الحق في شراء أو بيع عدد من الأسهم والسندات والعملات إلى طرف آخر بسعر محدد مسبقا مقابل هامش فيكون فيها تنفيذ العقد اختياريا من قبل المشتري وقد ينص على تنفيذ الاتفاق في تاريخ أو خلال فترة معينة.

ب. العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق.¹ وهذا النوع من العقود لا يخضع لأي قيود، وبنوده تتحدد وفقا لاتفاق الطرفين.

أما العقود المستقبلية فهي عقود قانونية ملزمة تمثل اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ويتم تداولها في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، ونظرا لأن طرفي العقد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم.²

ج. المقايضات (Swaps):

تعود التجارب الأولى لهذه العملية إلى فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، حيث اعتبرت عنصرا جديدا لإيجاد تسهيلات للإقراض على الصعيد الدولي، وممارستها البنوك المركزية التي تعاني من صعوبات مالية وذلك لضمان أصولها ضد تقلبات أسعار الصرف،³ وهي "عبارة عن اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين". أو هي "المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منها والتي يتم حسابها بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين لكل منها والمقوم بعملات مختلفة". وهذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين، أو طريقة سداد مدفوعات خدمة الدين، أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه. كما تجمع عملية مبادلة العملات بين الشراء الفوري لعملة ما وبيعها آجلا في نفس الوقت أو العكس، وبمعنى آخر تتضمن هذه العملية تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء و الآخر عقد بيع بقيمة كل من العقدين

¹. هندي، منير إبراهيم. الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، (الإسكندرية: منشأة المعارف للنشر والتوزيع، 2003)، ص.6.

². طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، مرجع سابق، ص.16.

³. عرفان تقي الحسني، مرجع سابق، ص. 185.

واحد، إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلفين وتفصل بينهما فترة زمنية. وهناك نوعان من المبادلات هي مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملة.

المطلب الثاني: مخاطر المشتقات المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية

تمنح المشتقات المالية لعدد من عمليات التجارة الدولية والتمويل بوليصة تأمين خاصة وفعالة، من خلال آليات تحويل المخاطر نحو الذين يقبلون تحملها، وتسمى هذه الإستراتيجية في التأمين بـ"إستراتيجية التغطية Stratégie de couverture"¹، وهي كغيرها من الأنواع الأخرى من الديون القابلة للتداول تشغل وظيفة لا غنى عنها في التمويل الاقتصادي، وتسمح للمتعاملين الاقتصاديين بمباشرة أنشطة تتمتع بدرجة عالية من المخاطرة. إلى جانب حمايتهم ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول محل التعاقد، كالتغير في معدلات الفائدة وأسعار الأسهم وأسعار الصرف، وكذا أسعار السلع بما فيها الذهب، وزيادة حجم المعلومات المعروضة في الأسواق المالية، وتوفير سلسلة من فرص التوظيف التي تسمح للمقرضين بتوزيع أحسن لمخاطرهم. كما تعتبر عنصرا هاما لجذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات. لكن رغم المزايا التي يمكن أن تترتب عن التعامل في المشتقات المالية، إلا أن هناك جملة من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مستخدموها يمكن حصرها فيما يلي:²

1. المخاطر الائتمانية: وتسمى أيضا بمخاطر عدم الوفاء، وتعني عدم قدرة أحد طرفي العقد بالوفاء بالتزاماته الناتجة عن أحد عقود المشتقات المالية. ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشارا وخاصة في الأسواق غير المنظمة، ومن أهم أسباب فشل العديد من المؤسسات المالية والمصرفية.

2. مخاطر السيولة: وتعني عدم القدرة على تسديد الالتزامات من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، إذ ورغم السيولة التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف العرض والطلب في السوق وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى خسائر للأطراف التي ترغب بتسهيل مراكزها بسرعة.

3. مخاطر السوق: تظهر نتيجة لتقلب أسعار عقود المشتقات في الأسواق، والتي ترجع في أغلب الأحيان إلى تغير في قيمة الأصل محل التعاقد. وتعتبر المخاطرة السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في المشتقات المالية مراقبتها وقياسها رغم صعوبة القيام بذلك نظرا للتقلب الكبير في أسعارها.

¹. Yves Jegourel, *Les Produits Financiers Dérivés*, (Paris : Ed la Découverte, 2005), P.99.

². محمد خميسي بن رحم، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها"، الملتقى العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، (جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009)، ص ص. 11-12.

4. مخاطر التسوية: وهي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها، ويتجلى أحد أهم أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنياً أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، إذ قد تمتد مدة التسوية إلى عدة أيام مما ينجم عن ذلك تعرض أحد أطراف العقد للخسارة نظراً لإمكانية تغير السعر بسرعة خلال تلك المدة.

5. المخاطر التشغيلية والإدارية: وهي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات، وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل معها.

6. المخاطر القانونية: وهي التي تنشأ عن التغيرات في البيئة القانونية، وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود. أو هي تلك المخاطرة الناشئة عن عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين للصلاحيات في الدخول بالتعاقدات، وبذلك لن يكون هناك التزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر أو الإفلاس.

لقد أسهمت المشتقات المالية بشكل كبير في خلق الأزمات المالية وتوسيع نطاقها، باعتبارها الركيزة الأساسية لاقتصاد "الكازينو" في يد المضاربين. إذ أصبحت المضاربة أكثر سهولة وربحاً في أسواق المشتقات بفعل آثار "الرافع المالي"، وفي هذا الإطار بينت دراسة لفيزانو (Spotton Visano, 2004) التفاعلات بين المنتجات المشتقة والاستعمال المضاربي مرتكزا على حجة شمبيتر (Schumpeter)، الذي بين أن الابتكارات تخلق "نوع خاص من المحيط المريب"، وهذه الحجة ليست مقتصرة على الابتكارات المالية، لكن دور الهندسة المالية في انفجار الموجات المضاربية لا يمكن إبعاده عن هذا الحقل من التحليل. كما يرى كل من بوير بلييو ودوف (Boyer, Plihon & Dohove, 2004) بأن "كل ابتكار عظيم، ينشط استراتيجيات جديدة، تؤدي إلى أزمة مالية".¹

وفي هذا السياق، تجدر الإشارة إلى أن تشابمان (R. Chapman, 1998)، كان أول اقتصادي أثار موضوع الآثار السلبية لاحتيال تطبيقات المشتقات المالية، عندما أكد على ذلك بقوله: "إن النقطة التي لم يصل إليها أي شخص حتى الآن هي أن شراء المشتقات لا يمثل أي نوع من الاستثمار، فهي مقامرة وتأمين ومراهنة، فالمشتقات المالية تعود بلا شيء على صاحبها".² وعليه يعتبرها البعض أمثال (Stenherr, 1998) "وحش التمويل" أو "سلاح تهديم قوي" بالنسبة للبعض الآخر (Buffet, 2003). كما أنها تؤدي إلى خطر العجز الذي يعمم إلى النظام المالي ككل فيما يسمى بالخطر المنظومي، فهي تسمح بتغطية أحسن للمخاطر الفردية، إلا أنها في المقابل تؤدي إلى زيادة خطر عدم الاستقرار المالي على مستوى السوق، من خلال تشجيع وتنشيط سلوك التقليد لدى المتدخلين في الأسواق المالية، كما أنه من شأنها تقوية الخطر المعنوي.³

¹. Yves Jegourel, Op. Cit., P.106.

². "النظام المالي الإسلامي والصيرفة: البديل الممكن في أعقاب الأزمة المالية العالمية، الجزء الأول"، تقرير منظمة المؤتمر الإسلامي حول: "الأزمة المالية العالمية لعام 2008-2009"، (مركز الأبحاث الاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية، جوان 2009)، ص. 6.

³. Yves Jegourel, Op. Cit., PP. 100-102.

وقبل نحو ثمانية أعوام، وتحديدًا في فيفري 2003، ألقى وارن بافيت، أحد أغنى أغنياء العالم ومن أنجح المستثمرين ورجال الأعمال، خطابه السنوي أمام الجمعية العمومية لشركته بيركشاير هاثاوي (Berkshire Hathaway)، وفي هذا الخطاب وصف "بافيت" المشتقات المالية بأنها "قنابل موقوتة للمتعاملين بها وللنظام الاقتصادي... إنها مثل جهنم يسهل الدخول إليها ويكاد يستحيل الخروج منها... إن الصورة الكلية خطيرة وتتجه نحو الأسوأ"، ثم ختم تعليقه بقوله: "إننا نعتقد أن المشتقات أسلحة مالية للدمار الشامل".¹

وعموماً تعتبر المشتقات المالية أدوات فعالة في تسيير المخاطر، لكنها تطور بالمقابل، في حالة الاستعمال السيئ، وتفاقم من حدة أزمات الصرف وأزمات البورصة والأزمات المالية ذات التكاليف الباهظة والحتمية، كما تساعد على انتشارها وتوسع نطاقها.² فعالم اليوم الذي يتميز بالانفصال المتنامي بين المجال الحقيقي والمجال المالي، توجد فيه أسواق مالية تنطوي على آليات وطرق عمل بعيدة كل البعد عن كل حقيقة اقتصادية.

المبحث الخامس: عدوى الأزمات المالية وقنوات انتقالها

بينت العديد من الدراسات أن القنوات التي تنتقل من خلالها الأزمات المالية بين البلدان أصبحت أقوى انطلاقاً من سنوات التسعينيات، ويرجع ذلك أساساً إلى قوة التكامل المالي الدولي في ظل العولمة، مع ظهور فاعلين جدد يلعبون دوراً كبيراً في الاقتصاد بشكل عام كالمستثمرين المؤسسيين والبلدان الناشئة وصناديق التحوط "Hedges Funds" والصناديق السيادية "Fonds Souverains". وقد حضي موضوع عدوى الأزمات المالية باهتمام كبير انطلاقاً من أزمة النظام النقدي الأوروبي (1992-1993). والتي تميزت بكونها شديدة غير مميزة وغامضة، فهي:³

- شديدة لأنها مست أغلب البلدان الأوروبية، كما أن أزمة الصرف أدت إلى انهيار النظام النقدي الأوروبي الذي بدأت قوته تظهر انطلاقاً من سنة 1987؛
- في جزء منها عمياء وغير مميزة، لأنه إذا كانت الأزمة مست البلدان ذات عملات تظهر ضعيفة (إيطاليا، إسبانيا)، فقد انتشرت إلى اقتصاديات ذات عملات لم تظهر أي خطر ضعف (فرنسا، أيرلندا)؛
- غامضة بشكل واسع لأن انتشارها لم يسلك القنوات التقليدية (التجارية، المالية أو النقدية) الناتجة عن التبعية الاقتصادية.

¹. السويلم سامي إبراهيم، أسلحة الدمار المالي الشامل، كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، (جدة، المملكة العربية السعودية: مركز أبحاث الاقتصاد الإسلام، جامعة الملك عبد العزيز 2009)، ص. 41.

². Yves Jegourel, Op. Cit., P.114.

³. Chaker Aloui & Fessi Hela, "Intégration Financière et Vulnérabilité: Analyse du Phénomène de Contagion des Crises Financières: Cas de la Crise Asiatique de 1997", Publication de L'International Finance Group-Tunisia, P.2. www.fsegn.rnu.tn/.../Ch%20Aloui%20%20et%20H%20Fessi.pdf . visité le 11/03/ 2010

إن تصاعد هذا الموضوع للأسباب الثلاث السابقة، تزامن مع النماذج النظرية الجديدة للهجمات المضاربة المرتكزة على قوة التحقيق الذاتي "Auto-Réalisation" للتوقعات.¹ كما زادت أهميتها مع الأزمة المكسيكية 1994، وأزمة بلدان جنوب شرق آسيا والأزمة الروسية أين تبع تفهقر الروبل سنة 1998 انهيار قوي لـ50% من البورصة البرازيلية، رغم أن البلدين لهما بنية اقتصادية مختلفة تماما.

المطلب الأول: مفهوم العدوى المالية

ليس لظاهرة العدوى مفهوم محدد ومتفق عليه، ووفقا للمفهوم الذي قدمه بيار كليتو و إدوارد فيدون (Pierre Cailleteau & Edouard Vidon)، فإن مصطلح العدوى يعني² " أن أزمة أو هجمة مضاربة في سوق ما يزيد بشكل مهم من احتمال الضغوطات في أسواق مالية أخرى، كما يمكن أيضا أن يؤدي إلى سلسلة متوالية من الأزمات في أسواق مختلفة".

كما يرى عمر محي الدين أن العدوى تعني أن " انهيار مؤسسة سوف يتسبب في خلق أزمة ثقة من شأنها إصابة مؤسسات أخرى لا ترتبط بالمؤسسة الأولى، مما يترتب عليه تراجعها في وتيرة النشاط الاقتصادي. وتحقق العدوى أيضا إذا ترتب على انهيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما نشوء أزمة ثقة ينتج عنها انهيار أسواق المال في دولة أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى".³

وتحدث العدوى أيضا عندما تؤثر مشكلات بعض البنوك في المنظومة تأثيرا سلبيا على بنوك أخرى مراكزها المالية متينة. أو قد تؤدي إلى سحب الودائع من النظام المصرفي على نطاق واسع، أو إلى إضعاف النظام المصرفي بسبب ما يسمى "سلوك القطيع" من جانب البنوك.⁴ ومن أجل توضيح مفهوم العدوى قام ماسو (Masson,1999) بالتمييز بين ثلاث آليات أو قنوات أساسية لانتقال الأزمات المالية:⁵

- تركز الآلية الأولى على مفهوم الصدمات المشتركة التي تتزامن أثارها في عدد من البلدان.⁶ أما في البلدان الناشئة فهي تعني بشكل عام حدثا يجد جذوره في أسواق الاقتصاديات المتقدمة،⁷ فمثلا، الارتفاع الكبير في معدلات الفائدة الفائدة الأمريكية في الفترة التي سبقت أزمة الديون للبلدان النامية في أوائل سنوات الثمانينيات، أدت إلى عجز المكسيك عن الوفاء بالتزاماته في أوت 1982. كما يمكن أن يكون الحدث عبارة عن صدمة حقيقية، فتدهور أسعار

¹. Mario Dehove, Op. Cit., P.34.

². Pierre Cailleteau & Edouard Vidon, " La Dynamique des Crises Financières Internationales: Quelques Enseignements", **Bulletin de La Banque de La France**, N° 64 (Avril 1999),P.13.

³. عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص. 88.

⁴. سونيل شارما، "تحدي التنوُّ بالأزمات الاقتصادية"، مجلة التمويل والتنمية (جوان 1999)، ص. 41.

⁵. Paul R. Masson, "Multiple Equilibria, Contagion And The Emerging Market Crises", **IMF Working Paper** (Washington, August 1999), P. 11.

⁶. عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص. 235.

⁷. Cailleteau & Vidon, Op. Cit., P.15.

الطاقة مثلا، بعد الأزمة المالية الآسيوية، شكلت صدمة مشتركة للعديد من الاقتصاديات الناشئة المنتجة للبترول أو الغاز. ويعرف ماسو هذا النوع من الصدمات "بالآثار الموسمية" أو "الآثار المانسونية" (Mon Soonal Effects)*.

- الآلية الثانية تركز على التأثير الذي تمارسه صدمة في بلد ما على سلوك المتغيرات الأساسية في بلد أو مجموعة من البلدان الأخرى المجاورة أو التي لها علاقات قوية مع البلد الأول وهي موجودة أصلا قبل الأزمة، قد تكون تجارية، كإنخفاض في قيمة العملة في بلد ما يؤدي إلى تخفيض تنافسية الأسعار لشركائه التجاريين أو المنافسين له من خلال الصادرات، مما يترتب عنه تدهورا في الحساب الجاري لهذه البلدان و يسرع من أزمة جديدة. أو قد تكون مالية، والتي تعني أن البلدان مرتبطة من خلال حضورها في محفظة الأوراق المالية أو من خلال قناة دائن مشترك.¹ وهذا النوع من العدوى يتعلق بالارتباطات "العادية" بين البلدان وتسمى بآثار التجاوز (Spillover Effects).

- الآلية الثالثة تعني أن انفجار أزمة في بلد ما يؤدي إلى أزمة أخرى في الخارج لأسباب غير مفسرة من خلال الآليتين السابقتين، وهي تتمثل في ذلك الجزء من الحركة المتزامنة للمتغيرات المالية التي لا يمكن تفسيرها بالحركة المتزامنة للمتغيرات الاقتصادية الكلية. وترتكز هذه الآلية التي أطلق عليها ماسو "العدوى الصافية" (Contagion Pure) على مفهوم التوازن المتعدد، وسيولة أسواق رأس المال، والتغير في سيكولوجية المستثمرين وسلوكياتهم، شاملة بذلك سلوك القطيع.² وهذه العوامل تشترك كلها في كونها تقوم أساسا على تغير هيكلية وجذري في توقعات المستثمرين، بشرط أن لا ترتبط تلك التوقعات بتغير عوامل الاقتصاد الكلي للبلدان المعنية. فمثلا، بعد حدوث أزمة في بلد ما، يسحب المتعاملون أموالهم من بلدان أخرى من خلال حركة من الذعر لا يمكن تفسيرها من خلال العلاقات الاقتصادية العادية.

لقد أدخل ألواليا (Ahluwalia,2000) مفهوم جديد للعدوى هو "العدوى المميزة" أو "Contagion Discriminante"، التي تركز على شعور المستثمرين في فترة الأزمة بالتماثلات الاقتصادية بين البلدان، حيث يقوم المستثمرون بسحب أموالهم من عدد من الأسواق التي يعتقدون بتشابها. وفي هذه الحالة فإن أزمة في بلد ما تعتبر كإشارة إنذار "Signal d'Alerte" تدفع بالمستثمرين إلى إعادة النظر في مدى إدراكهم للخطر في البلدان الأخرى. والتحليل في هذه الحالة يركز على الأساسيات في بلد الأزمة، بمعزل عن القنوات التجارية والمالية. فالعدوى تكون مميزة إذا لم تتأثر بانعكاسات حركية رؤوس الأموال إلا البلدان ذات الأساسيات القريبة من تلك الموجودة في بلد الأزمة. كما تكون غير مميزة عندما تؤثر في عدد من البلدان دون أي سبب.³

* نسبة إلى المانسون وهي رياح جنوبية غربية تهب على الهند من المحيط الهندي في فصل الصيف وتكون مسؤولة عن موسم الأمطار الذي ترتبط به الزراعة في العديد من مناطق الهند. أنظر في ذلك: عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص. 235.

¹ Sophie Brana & Delphine Lahet, "La Propagation des Crises Financières dan les Pays Emergents: La Contagion Est-Elle Discriminante?", **Revue Economie Internationale**, N° 103, 3 Trimestre (Paris, 2005), PP. 76-77.

² Kristin Forbes & Roberto Rigobon, "Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues", colloque international, "International Financial Contagion: How it Spreads and How it Can Be Stopped", Boston: Kluwer Academic Publishers, (2000), P. 44.

³ Sophie Brana & Delphine Lahet, Op. Cit., P.77.

وتلعب عقلية القطيع دورا مهما في هذا المضمار، وخاصة في الأسواق الناشئة، إذ أن المهم في سلوك القطيع ليس هو قناعة المستثمر بسوق معينة ولكن قناعته بما هو سلوك الآخرين.¹ وبدلا من محاولة دراسة حالة الاقتصاد والسوق في كل دولة على حدة فإن السياسة المثلى تتمثل في تزامن الانسحاب من مجموعة الأسواق المرتبطة دفعة واحدة بمجرد الإحساس بالاضطراب في إحداها أو بمجرد ظهور المؤشرات الدالة على انهيار أخرى.

من خلال التعاريف السابقة يمكن تمييز نوعين من قنوات انتقال الأزمات المالية، الأولى تتعلق بالانتقال الطبيعي للأزمات، والثانية مرتبطة بالقنوات غير الطبيعية لانتقال الأزمات المالية، والتي سنحاول التطرق إليها بشيء من التفصيل من خلال شرح النظريات المفسرة للعدوى المالية.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة للعدوى المالية

يعتبر بعض الاقتصاديين، كما سبق وأشرنا، أن هناك عدوى بمجرد وجود تأثير متبادل بين البلدان، نتيجة التبعية الاقتصادية من خلال روابط حقيقية أو مالية ثابتة فيما يعرف بالقنوات الطبيعية لانتقال الأزمات المالية، لكن البعض الآخر لا يقبل فكرة العدوى إلا إذا كانت مجتمعة مع زيادة استثنائية للروابط الناتجة عن التبعية الاقتصادية، والتي يبرز فيها دور سلوك المستثمرين بشكل واضح.² وهي تركز على القنوات غير الطبيعية لانتقال الأزمات المالية.

1. القنوات الطبيعية لانتقال الأزمات المالية:

تفترض هذه النظريات أن انتقال الصدمات يتم من خلال قنوات حقيقية ومالية مستقرة بين البلدان، كالعلاقات التجارية الثنائية أو مع سوق ثالث، أو من خلال علاقات مالية مع دائن مشترك، إلى جانب ما يسمى بالصدمات المشتركة، كالتغيرات في الطلب الكلي والتغيرات في معدلات الفائدة الأجنبية، وبهذا، فالحركة الجماعية الكبيرة بين الأسواق تعتبر استمرارا للعلاقات التي كانت موجودة قبل الأزمة. وتبعاً لفورب و ريقوبو (Forbes & Rigobon, 2000)، يمكن تمييز ثلاث قنوات أساسية للعدوى وفقاً لهذا التيار هي:³ قناة التجارة الخارجية، تناسق السياسات الاقتصادية والصدمات الكلية أو الصدمات العشوائية.

¹. عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص 241.

². Mohamed Ayadi, Riadh Boudhina, & Autres, " La Contagion de la Crise Asiatique :Dynamique de Court Terme et de Long Terme ", **Revue Economie Internationale**, N° 105, 1^{er} Trimestre (Paris, 2006), P.114.

³. Forbes & Rigobon, Op. Cit., P.49.

أ. قناة التجارة الدولية:

أكاديميا وعلميا لا يزال الخطاب المروج لتحرير التجارة سواء من خلال المفاوضات المتعددة الأطراف، أو من خلال الترتيبات الإقليمية الجديدة،* يستمد شرعيته من توليفة ركبت لتجمع بين (التجارة والتنمية) ضمن أطروحة تتعلق بالتبشير لوجود علاقة سببية متينة، عضوية ومباشرة بين تحرير التجارة بكامل مستويات تدفقها، وبين ارتفاع معدل التنمية الاقتصادية.

وإذا كان التخوف من العولمة (بحسب قول كيفن واكتنز) ليس له ما يبرره فإن "الولع بالعولمة" أيضا ليس له ما يبرره، فاليوم وأكثر من أي وقت مضى ومع ارتفاع معدلات الارتباط في ظل الانفتاح المسجل عبر القضاء على كافة أشكال الحمائية، سواء من خلال ترتيبات المنظمة العالمية للتجارة، أو من خلال الترتيبات الإقليمية الجديدة (الانفتاح العميق) الداعمة لمرتكزات هذا التحرير، أصبح من السهل انتقال الأزمة من مراكز نشوئها إلى غيرها من الدول. عبر ما يعرف بالآثار التبادلية للصفقات التجارية، وآثار التغذية العكسية.* مما يسهل انتقال حالات الركود والكساد في اقتصاديات الدول المتأزمة إلى باقي الاقتصاديات وذلك بمستويات مختلفة، بحسب معاملات الارتباط ودرجات الانفتاح. فالأزمات في ظل العولمة الراهنة تتجاوز جغرافيا مراكزها وبؤرها لتنتشر دوليا وفقا لثلاث مستويات:¹

أولاً: بمستوى "حلل اقتصادي" فيما تعلق بالاقتصاديات ذات "معامل الارتباط الضعيف".

ثانياً: بمستوى "مشكل اقتصادي" فيما تعلق بالاقتصاديات ذات "معامل الارتباط المتوسط".

ثالثاً: بمستوى "أزمة اقتصادية" فيما تعلق بالاقتصاديات ذات "معامل الارتباط المرتفع".

* الإقليمية الجديدة (new-régionalisme) تتمحور فيها مجموعة من "الدول النامية" حول إحدى "دول المركز" تعيد صورة الإقليمية المتمحورة حول دول "المركز الاستعماري" لكن هذه المرة على نحو "طوعي" لا "قسري" وهي تختلف بالتالي عن التكامل الإقليمي بالمعنى التقليدي بين مجموعة من الدول المتقاربة في أوضاعها الاقتصادية. وبذلك نشأت ترتيبات إقليمية من نوع جديد تلتف فيها مجموعة من الدول "النامية" حول "دولة متقدمة" أو "مجموعة من الدول" تتولى قيادة المجموعة، وهو ما يجعلها تجمعاً بين إقليمين أو أكثر وليس لإقليم واحد، بالمعنى التقليدي، أي أن المعيار فيها هو تباين مستويات النمو أملاً في زيادة القوة التصديرية البينية. لذلك فإن مثل هذه التجمعات لا تستهدف تحقيق وحدة بين أعضائها، نظراً لأنها تجيز التمايز في الجوانب الاجتماعية والثقافية والاقتصادية، بينما الأطراف المتقدمة ليست على استعداد لتحمل أعباء تحقيق تجانس اجتماعي مع الأطراف الأقل نمواً. وتتضمن التزامات عميقة تتجاوز في كثير من الأحيان ما اتفق عليه في المفاوضات المتعددة الأطراف. أنظر في ذلك: عقبة عبد اللاوي، نور الدين جوادي، مرجع سابق، ص. 8.

* فمثلاً إذا انخفضت واردات الدولة A من القطر B، فإن صادرات B تنخفض، وكذلك مستوى دخلها، وبانخفاض مستوى الدخل تستورد B كميات أقل من السلع من البلد A. ومن ثم فإن تغير الواردات في القطر A له أثر التغذية العكسية على صادراتها. وهو ما يؤثر على الطلب الكلي للدولة الثانية ومن ثم الدولة الأولى وتدخل كلتا الدولتين في انخفاضات متتالية لطلبها الكلي، لتطرق بذلك مراحل الركود والكساد. أنظر في ذلك: عقبة عبد اللاوي، نور الدين جوادي، مرجع سابق، ص. 9.

¹. عقبة عبد اللاوي، نور الدين جوادي، مرجع سابق، ص. 7.

ومن المهم التأكيد أنه كلما كان الحجم الاقتصادي للدول المتضررة كبيرا كلما زادت احتمالية انتقال الأزمات وشدتها واتساع نطاق تأثيرها. كما يسهم في ذلك مستويات الانفتاح التجاري لمراكز الأزمة، من خلال الانفتاح العالمي، والإقليمي.

ب. قناة الأسواق المالية:

مع ارتباط الأسواق المالية وحركات التدفق المالي أصبحت الأزمات المالية تنتقل من دولة إلى أخرى بسهولة، حيث تشير الأبحاث الحديثة أن احتمال حدوث أزمات مالية معديّة، وتحركات مشتركة مرتفعة عبر الأسواق المالية العالمية في المستقبل يعززه دخول أدوات مالية وقوى فاعلة جديدة في الأسواق المالية الدولية وزيادة أهميتها. ولعل انتقال غبار الأزمة في دول جنوب شرق آسيا أوضح مثال على ذلك. فالسماح لغير المقيمين بدخول أسواق الأوراق المالية في بلدان جنوب شرق آسيا (وتمكن المقيمين من الحصول على قدر أكبر من الأصول بالدولار)، أدى إلى قيام علاقة وثيقة بين سوقين غير مستقرين بطبيعتهما وهما سوق العملات وسوق الأسهم، مما يسهم في زعزعة الاستقرار.

وفيما يتعلق بالروابط المحلية لدول المنطقة، فإن المستجندات المالية في كل دولة تؤثر على الدولة الأخرى، وينطبق ذلك على نشاطات أسواق رأس المال والاستثمار الأجنبي المباشر والإقراض المصرفي، وفي هذا السياق قد يبيع المستثمرون الأجانب أصولهم الموجودة في دولة ما نتيجة للخسائر التي تكبدوها في دولة أخرى، بمعنى أنه في منطقة على درجة عالية من "التكامل الاقتصادي"، كما هو الحال بالنسبة لشرق آسيا، يمكن أن تؤدي الروابط المالية بين الدول بصورة تلقائية إلى انتقال الأزمات المالية التي تعيشها الأسواق المالية في بعض الدول إلى دول أخرى، أي أنه عندما تكون الأسواق المالية لدول المنطقة على درجة عالية من التكامل يتوقع المتعاملون أن تنعكس التغيرات في أسعار الأسهم على كافة تلك الأسواق في آن واحد وهو ما قد يؤدي إلى اتساع رقعة انتشار الأزمة.¹

ج. تناسق السياسات الاقتصادية:

إن أي اتفاقية تربط اقتصاديات بلدان مختلفة تجعل استجابة أي بلد من هذه البلدان لصدمة محتملة أو أزمة اقتصادية أو مالية تدفع بالبلدان الأعضاء الأخرى إلى إتباع سياسات مماثلة لسياسة هذا البلد. وتتحقق هذه العملية أكثر في مناطق الاتحادات النقدية وكذلك داخل مناطق التجارة الحرة، فصدمة في بلد ما يهدد توازن الاتحاد ويتسبب في آثار فورية على كل البلدان التي تنتمي إليه.

د. الصدمات الكلية والصدمات العشوائية:

إن الصدمات الكلية والصدمات العشوائية، التي تضرب في نفس الوقت أساسيات عدد معتبر من الاقتصاديات وفقا لدورنبش (Dornbusch & al, 2000)² كارتفاع معدلات الفائدة الأجنبية والدولية، وصددمات

¹. المرجع نفسه، ص ص. 11-12.

². Rudiger Dornbusch , Yung Chul Park & Stijn Claessens, "Contagion: Understanding How It Spreads", **The World Bank Research Observer**, vol. 15, N° 2 (August 2000), P. 180.

السيولة الخارجية، وتقلص عرض رؤوس الأموال أو حتى تراجع الطلب العالمي - وخاصة بالنسبة لبعض المنتجات والمواد الأولية - يمكن أن تعرقل في آن واحد حركة النمو في عدد معتبر من البلدان. وهو ما يؤدي إلى تذبذب أسعار الأصول في أسواقها،¹ حيث يلاحظ ارتباط قوي بين مختلف الأسواق مباشرة بعد الصدمة.

2. القنوات غير الطبيعية لانتقال الأزمات المالية:

وفقا لفورب وريغوبو تسلك الأزمات المالية في هذه الحالة قنوات انتقال مختلفة جوهريا عما هو سائد قبل الأزمة، وهذا التيار يركز أساسا على:² التوازن المتعدد، صدمات السيولة الداخلية والعدوى السياسية.

أ. التوازنات المتعددة:

تتحقق آلية التوازن المتعدد إذا كان ظهور أزمة في بلد ما يستعمل كبقعة شمس* (Tache Solaire) بالنسبة للبلدان الأخرى،³ وهو لا يتعلق بالتغير في المتغيرات الاقتصادية الكلية في هذه البلدان، بقدر ما يتعلق بالتغيرات في توقعات المستثمرين مدفوعة بحدوث أزمة مفاجئة في بلد آخر.⁴

ونعني بالتوازن المتعدد في دولة ما انتقال الدولة من حالة توازن جيد (لا توجد فيه أزمة لميزان المدفوعات أو أزمة في سعر الصرف أو انهيار في المصارف) إلى توازن غير جيد (ينطوي على أزمة في ميزان المدفوعات وأزمة في سعر الصرف أو انهيار في البنوك) وتحول الأزمة من بلد لآخر، وكل ذلك شريطة أن يكون الانتقال من التوازن الجيد إلى

¹. Chaker Aloui & Fessi Hela, Op. Cit., P.3.

². Forbes & Rigobon, Op. Cit., P.47.

* البقع الشمسية (Sun Spot) هي بقع سوداء مؤقتة تظهر على سطح الشمس (الفوتوسفير) تتميز بانخفاض درجة حرارتها مقارنة بدرجة حرارة الشمس الحارقة، وبنشاطها المغناطيسي المكثف الذي يثبط آلية تحويل الطاقة ويؤدي إلى تباطؤ الحرارة القادمة من داخل الشمس في هذه المنطقة، وهذا الفرق في درجة الحرارة يؤدي إلى ظهور تلك البقع السوداء على الشمس. لمزيد من المعلومات أنظر:
أما بالنسبة لتوازن بقعة الشمس فهو توازن عشوائي يكون فيه الخطر ذا طبيعة غير اقتصادية.

"Un équilibre de tâche solaire est un équilibre stochastique dans lequel l'aléa est de nature extra-économique"

وهنا إشارة إلى وجهة نظر الحديين الذين نظروا إلى الأزمات الدورية على أنها أمور عارضة ومؤقتة، ولا صلة لها بالنظام القائم، رغم أن الفترة التي سبقت ظهور التحليل الحدي قد شهدت عدة أزمات اقتصادية دورية كما حدث في عام 1847 وعام 1857. ونظرا لأنهم ابتعدوا تماما عن تحليل بنية النظام الرأسمالي وعوامل الحركة والاضطراب فيه، فليس غريبا مثلا أن يتوصل "ستانلي جيفونز" إلى تفسير وقوع الدورات الاقتصادية من خلال نظريته عن البقع الشمسية (Sun Spot Theory) التي نشرها عام 1878. وقد حاولت هذه النظرية تفسير دورية الأزمات الاقتصادية في النظام الرأسمالي من خلال التغيرات الجوية. وفحوى هذه النظرية أنه كل عشرة سنوات تقريبا تحدث بقعة شمسية، يترتب عليها تغيير درجة الحرارة، وبذلك تتأثر المحاصيل الزراعية. ولما كانت هناك علاقة وثيقة بين حالة الإنتاج الزراعي وحالة النشاط الصناعي والتجاري والائتمان، فإن التدهور الذي يحدث في مستوى النشاط الاقتصادي العام، كل عشر سنوات تقريبا إنما يعود إذن إلى تلك البقع الشمسية. وقد استند جيفونز في تبريره لهذه النظرية على تكرار حدوث الأزمة الاقتصادية كل عشرة سنوات وهو ما يتفق مع دورية البقع الشمسية. أنظر في ذلك:

- رمزي زكي، الاقتصاد السياسي للبطالة، تحليل لأخطر مشكلات الرأسمالية المعاصرة، (الكويت: المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، أكتوبر 1998)، ص. 267.

- http://fr.wikipedia.org/wiki/Tache_solaire

- Elise Marais, "La Contagion Financière : une Etude Empirique sur les Causalités Lors de la Crise asiatique", (Décembre 2003). 129.3.20.41/eps/if/papers/0404/0404003.pdf . visité le 15-12-2010.

⁴. Chaker Aloui & Fessi Hela, Op. Cit., P.4.

التوازن غير الجيد نتيجة انفجار أزمة مالية في دولة أخرى. ولا يعني الانتقال من التوازن الجيد إلى التوازن السيئ أنه من الممكن وبأسلوب مباشر العودة مرة أخرى إلى التوازن الجيد، ذلك أن التوازن غير الجيد قد يكون عميقا ومعمرًا. ويتحقق التوازن غير الجيد عندما يتوقع كل مستثمر قيام المستثمرين الآخرين بتصفية أصولهم والانسحاب من السوق،¹ ومن هنا يصبح السلوك الرشيد لكل مستثمر هو السلوك الذي يتلاءم وتوقعاته، أي الانسحاب المفاجئ من السوق وحينما يتحقق ذلك تحدث الأزمة.

ب. صدمات السيولة:

يمكن لأزمة في بلد ما أن تولد مشاكل في السيولة للمستثمرين الذين ينشطون في سوق هذا البلد، الشيء الذي يدفعهم إلى التوجه إلى أسواق أخرى بهدف إعادة هيكلة محافظهم الاستثمارية، من خلال بيع ممتلكاتهم من الأصول في هذه الأسواق والتعويض عن أي خسارة محتملة لتلبية لنداء الهامش. فانهيار أسعار بعض الأصول المالية في بلد الأزمة قد يؤدي إلى تغيير جذري في تركيبة وهيكل المحافظ الاستثمارية العالمية من حيث الوضع النسبي للأصول المختلفة الذي يتحدد في الأساس بناء على اعتبارات المخاطر. هذا الاختلال في تركيبة أصول المحافظ الاستثمارية قد يدفع بالمستثمرين إلى تصحيحها وإعادة ترتيب هيكلها مما يؤدي إلى بيع بعض الأصول وهو ما يدفع إلى تراجع أسعارها.² وإذا كانت هذه الصدمات قوية بما فيه الكفاية، فإن أزمة في بلد ما يمكن أن تزيد من درجة تقنين القروض وتدفع المستثمرين إلى بيع مشاركتهم في أصول بلدان أخرى لم تمسها الصدمة الأولى والتي تتمتع بوضع كلي جيد. هذه العمليات تولد، وفقا لغوريس وريقبو، زيادة في الارتباط بين الأصول المالية لكن فقط بعد حدوث الأزمة.

وفي المقابل اهتم كل من فان ريجكهام و ودر، (Van Rijckeghem & Weder, 2000-2001)³ أكثر بالسيولة في النظام المصرفي، أين استخدموا مفهوم "نداء الاستيقاظ" فيما يتعلق بدور النظام المصرفي في الانتشار الدولي للأزمات المالية، فالبنوك تستجيب لأزمة في البلد من خلال تقليص عام للقروض المرتبطة بالبلدان المقترضة، كما تقوم بسحب قوي لأموالها في حالة تغير مفاجئ للتوقعات حول القيمة التامة للأصول، وبذلك فإن المستثمرين يقومون بإعادة موازنة محافظهم متسببين بذلك في انتقال الأزمة إلى بلدان أخرى.

ج. العدوى السياسية:

يعتمد انتقال الأزمة في هذه الحالة على معدل الفائدة في ظل نظام صرف ثابت. وبشكل أدق يفترض وجود اقتصاد "مركز" ذو عملة مثبتة واقتصاديات محيطية، عملاتها توازن من طرف سلطاتها النقدية بالنسبة لعملة بلد المركز. وعلى هذا الأساس فإن أي صدمة تمس عملة بلد المركز يمكن أن تقود هذا الأخير إلى رفع معدل الفائدة، ويدفع

¹. عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص. 239.

². المرجع نفسه، ص. 239.

³. Caroline Van Rijckeghem & Beatrice Weder, "Spillovers Through Banking Centers: A Panel Data Analysis of Bank Flows", IMF Working Paper (July 2001), P. 2.

بعض البلدان المحيطة - وربما الكل - إلى إتباع نفس هذه السياسة، وهو ما يؤدي إلى اختلالات اقتصادية، تدفع بهذه البلدان إلى التخلي عن نظام التثبيت. والجانب السياسي لهذه العدوى وضحه درازن (Drasen, 1999)¹ من خلال دراسة لأزمة النظام النقدي الأوروبي 1992-1993، حيث بين أن مسيري البنوك المركزية يخضعون لضغوطات سياسية للإبقاء على معدل الصرف الثابت. وعندما يقرر بعض البلدان التخلي عن نظام الصرف الثابت، فإن تكلفة القيام بذلك تقل بالنسبة للبلدان الأخرى مما يسمح لها بالتخلي عن هذا النظام، وهو ما يزيد وينشط الهجمات المضاربية على العملة، وبالتالي إحداث سلسلة من أزمات الصرف.²

3. دور سلوك المستثمرين:

إن التمييز بين القنوات الطبيعية والقنوات غير الطبيعية لانتقال الأزمات المالية تكشف عن دور سلوك المستثمرين في انتشار وعدوى الأزمات المالية. هذا الدور الذي يتضح بشكل أكبر في إطار التكامل المتزايد للأسواق المالية، فالمستثمرون يمكن أن يتخذوا قرارات مسبقة قد تكون فردية أو جماعية، عقلانية أو غير عقلانية لكنها تؤدي في النهاية إلى حركة جماعية تسهل انتقال الصدمة من بلد نحو بلدان أخرى، أي أن المستثمرين يمكن أن يتخذوا قرارات تعتبر عقلانية من وجهة نظر فردية لكنها تولد حركة جماعية كبيرة لا يمكن تفسيرها من وجهة نظر الأساسيات وتسمح بانتشار الاضطرابات بين الأسواق المالية.

أ. مشكلة العائد والسيولة:

يلعب المستثمرون المؤسسيون في حالة أزمة في بلد ما دورا هاما في تفاقم الوضع، ففي بلد ما متضرر من أزمة، ويواجه انخفاضاً في قيمة العملة وانخفاضاً في أسعار الأسهم، يجد المستثمرون المؤسسيون أنفسهم أمام خسارة كبيرة في رأس المال تدفعهم إلى بيع أصولهم في الأسواق الناشئة حتى يزيدوا من سيولتهم وهو ما يؤدي في حد ذاته إلى تفاقم مشكل السيولة.

وتلعب البنوك التجارية التي تتركز قروضها في منطقة متضررة من أزمة دورا هاما في توسيع مشكلة السيولة، فهذه البنوك توقف منح القروض للبنوك التجارية في هذه البلدان، وتضع حدا لاستثماراتها عالية المخاطر في البلدان المماثلة من أجل تخفيض الخطر العام لمحففظتها الاستثمارية. و ظهور أزمة في بلد ما قد يؤثر في هيكل العائد، الشيء الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار، وبالتالي مشكل السيولة.

كما أن الانخفاض في الأسعار قد يحدث عندما يكون المستثمرون في مواجهة صدمة في السوق الأجنبي، فيسحبون أموالهم وتصبح بذلك الأسواق غير سائلة. وهذا الشح في السيولة يمكن أن يؤدي إلى إفلاس البنوك والمؤسسات المالية، متسببا بذلك في أزمة مصرفية أو أزمة ثقة تقود إلى هجمة مضاربية.³

¹. Allan Drasen, " Political Contagion in Currency Crises", NBER Working Paper 7211 (Cambridge, July 1999), P.3. www.nber.org/papers/w7211.pdf. visité le 15-12-2010.

². Chaker Aloui & Fessi Hela, Op. Cit., P.5.

³. Ibid., P.6.

ب. مشكل عدم تماثل المعلومات:

وهو يعتبر كسلوك مولد للعدوى، ويرتبط بنقص المعلومات والاختلاف في توقعات المستثمرين، ففي حالة غياب المعلومة الجيدة، يفترض المستثمرون أن حدوث أزمة في بلد ما يمكن أن يؤدي إلى أزمة مشابهة في بلدان أخرى، وبالتالي إلى هجمة مضاربية على عملات هذه البلدان. وهذا التفسير يفترض أن المستثمرين لا يملكون معلومات كاملة حول الخصائص الحقيقية لكل بلد، وبالتالي يتخذون قراراتهم إما بالاعتماد على المؤشرات المعروفة التي قد تعكس أو لا تعكس مدى إمكانية تعرض البلد المعني للخطر، أو أنهم يعتمدون على سلوك وتصرفات المستثمرين الآخرين.

ج. التغيير في قواعد الأداء:

يمكن أن يكون انتقال الأزمة كنتيجة للتغيير في تقديرات المستثمرين للقواعد التي تدار بها المعاملات المالية الدولية، حيث بينت أزمة روسيا عام 1998 أن التخوف من تخلف المستثمرين عن الدفع، أدى إلى سيادة جو من الذعر في البلدان التي تتبنى سياسة مشابهة للسياسة الروسية اتجه المستثمرين الأجانب. كما أن النقاش حول بنية النظام المالي الدولي الذي تبع الأزمة المالية لبلدان جنوب شرق آسيا غير نظرة المستثمرين نحو قواعد الأداء وحجم الضمانات الرسمية،¹ فمثلا، التغيير في رأي المستثمرين خلال الأزمة حول قدرة صندوق النقد الدولي على إدارة هذه الأزمة يعتبر أحد عوامل انتقال العدوى إلى بلدان أخرى.

المطلب الثالث: الدراسات الكمية للعدوى المالية

هناك العديد من الدراسات الخاصة بقياس عدوى الأزمات المالية، والتي ظهرت على إثر الأزمة الآسيوية، أو الأزمة المكسيكية أو الأزمات التي سبقتها، ولا يمكن التعرض لنتائج هذه الدراسات جميعا، ولهذا اعتمدنا على أهم دراستين في هذا الصدد. وهما دراسة ارتباطات أسعار الأصول (معدلات الفائدة، معدلات الصرف، مؤشرات البورصة،...)، ودراسة الاحتمالات الشرطية.

1. دراسة ارتباطات أسعار الأصول:

يعتمد هذا الأسلوب على مقارنة معاملات الارتباط بين سوقين مختلفين خلال فترة الاستقرار (الهدوء)، وبينهما خلال فترة الاضطراب (الأزمة). وتعرف العدوى في هذه الحالة، بأنها الزيادة الكبيرة والمعنوية في معامل الارتباط خلال فترة الاضطراب أو الأزمة. وطبقا لهذا المفهوم يمكن التفرقة بين العدوى ومجرد ردود الأفعال الناجمة عن الارتباط المتبادل بين الأسواق. وبالتالي فإن وجود عدوى يتطلب توافر شرطين أساسيين:² الأول، هو وجود ارتباط

¹. Ibid., P.7.

². عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص 241.

مهم يعتقد به بين السوقين. والثاني، أن يزداد هذا الارتباط بين السوقين وقت الأزمة زيادة معنوية، أي أن الارتباط بين الأسواق يختلف اختلافا جذريا بعد الأزمة عما كان عليه قبلها.

إن اختبار أسعار الأصول يقيس الارتباطات بين مختلف الاقتصاديات ومعدلات الفائدة ومؤشرات البورصة وأسعار الصرف والسندات السيادية. كما أن الارتفاع في معاملات الارتباط تعتبر كدليل على العدوى. وفي هذا السياق، حاول كل من كينج وودواني، (King & wadhvani,1990) معالجة التغيرات في معاملات الارتباط بين أسواق الأصول للولايات المتحدة والمملكة المتحدة واليابان بعد انهيار البورصة في أكتوبر من عام 1987،¹ وذلك بحثا عن تفسير لانهيار كل الأسواق المالية معا رغم امتلاكها لأطر اقتصادية مختلفة، وقد توصلا إلى أن الارتباط قد زاد بشكل كبير بعد الانهيار في السوق الأمريكي لعام 1987.²

وعلى عكس ذلك، يرى عمرو محي الدين³ أن زيادة الارتباطات بين الأسواق المختلفة لا يكفي لتأكيد العدوى. فإذا كانت الأسواق مرتبطة تاريخيا ومتراطة داخليا، فإن أي تغير مهم في أي سوق يؤدي بطبيعة الحال إلى تغيرات في الأسواق الأخرى، وبالتالي ما يحدث من تزامن في سلوك الأسواق ما هو إلا رد فعل للأسواق بناء على وجود ظاهرة الارتباط المتبادل بينها، وهذا الارتباط يدفع إلى توحيد حركة هذه الأسواق وقت الأزمة ولكن لا يمكن تسمية هذه الحركة بالعدوى.

وعموما يكفينا قبول فكرة الارتباط المتبادل، بمعنى أن الارتباط المتبادل سوف يدفع الأسواق وقت الأزمة إلى حركة موحدة مشتركة في ذات الاتجاه وهذا ما نطلق عليه بالعدوى.

2. دراسة الاحتمالات الشرطية:

تعتمد هذه الطريقة على تقدير احتمال حدوث أزمة بفعل معلومات تخص قرب انفجار أزمة في بلد آخر، آخذين بعين الاعتبار التماثل على مستوى الاقتصاد الكلي، وقد تم في إطار التحليل التجريبي للعدوى الاستعانة بنماذج Probit/Logit، التي تسمح باختبار معنوية مختلف القنوات الحقيقية لانتقال الصدمات كالروابط التجارية والمالية، وهي تركز على أن تخفيضا في قيمة العملة في بلد ما يخفض أسعار الواردات في البلد الثاني، وهو ما يؤدي إلى تحسن وضعية الميزان التجاري في البلد الأول وانهيار الميزان التجاري للبلد الثاني. هذا الانكماش في النشاط الاقتصادي يقلل من الطلب على النقود ويزيد من الطلب على العملات الأجنبية في البلد الثاني. وفي النهاية، فإن البنك المركزي لهذا الأخير يسجل انخفاضا ملازما في الاحتياطيات، مما يعرض هذا البلد إلى هجمة مضاربية. كما تم

¹. Chaker Aloui & Fessi Hela, Op. Cit., P.9.

². Mohamed Ayadi, Riadh Boudhina, & Autres, Op. Cit., P.116.

³. عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص248.

وضع مؤشر يقيس الضغط في سوق الصرف، من خلال تعريف الأزمة كمتغير يأخذ قيمة الواحد في حالة الأزمة والقيمة صفر في الحالة المعاكسة.¹ وقد تم اختبار فرضية العدوى من خلال تقدير نموذج Probit على الشكل التالي:

$$\text{العدوى} = \text{أ} * (\text{العوامل الأساسية لأزمة الصرف}) + \text{ب} * (\text{وجود أو عدم وجود أزمة في الخارج}) + \text{ج}$$

حيث: الأزمة = 1 إذا كانت هناك أزمة.

= 0 إذا لم يكن هناك أزمة.

لقد بين كل من إشنجرين وغارمازا (Eichengreen & al,1996,Carmazza & al,2000) من خلال دراسة تركزت على عينة من 20 بلد صناعي للفترة (1959-1993)، أن انفجار أزمة في بلد ما يزيد احتمال هجمة مضاربية في بلد آخر بنسبة 8%. وفي نفس السياق طبق كل من غليك وروز (Glick & Rose,1999) طريقة مماثلة على خمسة من أزمات الصرف مع 161 بلد وتوصلا إلى أن الروابط التجارية مهمة جدا في انتشار الأزمات. كما قام كل من دغريغوريو وفالداز (De Gregorio & Valdes,2000) باختبار حول انتشار أزمة المديونية لعام 1982 وأزمة المكسيك لعام 1994 والأزمة الآسيوية 1997، مستعملين مؤشرات الضغط لمعدلات الصرف خلال فترة تمتد بين ثلاثة أشهر إلى 12 شهرا، وحركة معدلات الصرف الحقيقية، وتوصلا إلى أن الأزمة المكسيكية كانت أقل عدوى، بينما كانت الأزمة المالية الآسيوية وأزمة المديونية معدية. والنتيجة الأساسية التي توصلا إليها هي أن تركيب الديون ومرونة سعر الصرف تقلل من درجة العدوى، بينما الرقابة على حركة رأس المال لم تسمح بتوقيفها.²

وفي هذا الإطار يمكن الإشارة إلى أن الأزمة إذا كانت تنتشر وتتوسع من خلال قنوات مؤقتة تظهر فقط خلال الأزمة، فإن السلطات النقدية تهتم بتبني إستراتيجية عزل قصير الأجل كتطبيق رقابة على حركية رؤوس الأموال. لكن إذا كانت الأزمات تنتقل دوما عبر قنوات دائمة تكون موجودة خلال فترة الأزمة، كما تكون موجودة أيضا في فترة الاستقرار، فإن الاستراتيجيات قصيرة المدى لا تكفي للوقاية بشكل مستمر من الأزمات.³

من مجمل ما سبق يستخلص أن هناك نوعين من قنوات انتقال الأزمات المالية، الأول يتعلق بالانتقال الطبيعي للصدمات بين البلدان، من خلال قنوات انتقال "طبيعية" تكون موجودة قبل الأزمة ولا تتغير بشكل هيكلي بعد الأزمة. والثاني مرتبط بما يعرف بالعدوى السيكولوجية التي تأخذ بعين الاعتبار سلوك المستثمرين، أي أن الأزمة تنتقل بكل صفاتها وخصائصها رغم أن حركة المتغيرات الأساسية في الاقتصاد الذي انتقلت إليه العدوى لا تشير إلى إمكانية هذا الانتقال.

¹. Chaker Aloui & Fessi Hela, Op. Cit., P.11.

². Ibid., P.11.

³. Ayadi & Boudhina, & Autres, Op. Cit., P.5.

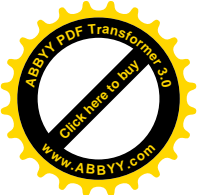
خلاصة الفصل الثاني:

يستخلص من خلال هذا الفصل أن الأزمات المالية، رغم أنها ظاهرة قديمة نسبياً، عرفت تزايداً في عددها وتوسعا في نطاقها انطلاقاً من ثمانينيات القرن العشرين، مع تصاعد ظاهرة العولمة المالية وما رافقها من تحرير لأسواق رأس المال ونزع كل القيود المنظمة لها، وتغير في هيكل وبنية التدفقات المالية الدولية، وتقليص دور الدولة في الحياة الاقتصادية، إلى جانب التطورات الكبيرة في مجال تكنولوجيا الإعلام والاتصال. فالعولمة المالية بشكل عام تجلب معها تغييرات في سلوك مختلف المتعاملين الاقتصاديين والجهات الفاعلة في مجال التمويل.

كما يظهر من خلال مقارنة النتائج المتوصل إليها في الفصل الأول، التي تضمنت تكرار حصول الأزمات المالية عبر كل مرحلة من مراحل تطور نظام النقد الدولي، والآراء والنظريات التي تفسر هذه الأزمات الاقتصادية والمالية، والتي تربطها بطبيعة عمل الاقتصاد الرأسمالي، وخصائصه الأساسية، وآلية عمله التي تستند إلى الحرية غير المقيدة في ممارسة نشاطاته، وهو نفس الأساس الذي استندت إليه العولمة الاقتصادية والعولمة المالية على وجه الخصوص في تحقيقها، الأمر الذي يجعل الارتباط بين حصول الأزمات المالية والعولمة المالية وثيقاً جداً بحكم ارتباط تحققهما بذات الأسس والمبادئ والخصائص الأساسية، التي يستند إليها النظام الاقتصادي الرأسمالي في عمله.

كما تبين أيضاً أن العوامل التي ساعدت على تطور وانتشار العولمة المالية، أدت في الوقت نفسه، إلى تواتر وتكرار الأزمات المالية، وزيادة حدتها وتوسعها ودرجة شموليتها، وتتمثل أهم هذه العوامل في عدم تماثل المعلومات، والدور المتنامي لنشاط المستثمرين المؤسسيين اللذين يساهمون من خلال سلوكهم الجماعي في توسيع حالة عدم الاستقرار المالي ونشر الاضطرابات المالية إلى مجموع الاقتصاد العالمي. كما تسمح العولمة المالية بالتهرب الضريبي وفتح قنوات جديدة لغسيل الأموال، إلى جانب الانفصال الكبير بين دائرة النشاطات الحقيقية ودائرة العمليات المالية. وكذلك دور المشتقات المالية التي تؤدي إلى تفاقم وحدة الأزمات المالية، وتسمح بتعميم خطر العجز إلى النظام المالي ككل فيما يسمى "بالخطر المنظومي".

وعليه، يمكن القول أن العولمة المالية من شأنها أن تتيح العديد من المزايا كالتوظيف الجيد للموارد المالية وتسهيل تمويل الاستثمارات من خلال حركة الادخار العالمي، وتوزيع أحسن لمخاطر المقرضين، إلا أنها أدت في كثير من الحالات إلى حدوث أزمات مالية مكلفة. كما أنها توفر من خلال ما تتضمنه من تحرير مالي وتكامل للأسواق المالية العالمية أهم قنوات انتشار الأزمات المالية وتوسع نطاقها، حيث تجدد الصدمات المحلية مناخاً مناسباً لها في الأسواق المالية المتصلة فيما بينها فتبدأ بالانتشار لتشمل مجمل النظام المالي العالمي فيما يعرف بالعدوى المالية، التي تعتبر من أهم الظواهر الحديثة، والتي أصبحت تشكل تحدياً كبيراً لصانعي القرار، حيث أنه في الوقت الذي تكون فيه المؤشرات الاقتصادية لدولة ما سليمة نجدها سرعان ما تتأثر بأزمة مالية في دولة مجاورة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع حجم التكلفة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية لتلك الأزمات.



الفصل الثالث:

دراسة تحليلية لبعض الأزمات المالية، وأهم النماذج المفسرة لها

الفصل الثالث:

دراسة تحليلية لبعض الأزمات المالية وأهم النماذج المفسرة لها

شهد العالم، وبصورة أساسية الاقتصاد الرأسمالي، العديد من الأزمات الاقتصادية والمالية التي هزت أركانه، و غيرت العديد من المفاهيم و القواعد، وحتى بعض الأنظمة المتبعة سابقا، كما كونت في مجملها قطيعة داخل مسار النمو، واختلفت شدتها وتأثيراتها من أزمة إلى أخرى. ورغم اشتراك الأزمات المالية من حيث المبدأ في العديد من الخصائص والمسببات، إلا أنه يبقى لكل أزمة مميزاتا وخصوصياتها، التي تستدعي الدراسة المفصلة لكل منها.

المبحث الأول: الأزمات المالية في الاقتصاديات المتقدمة

تعرضت الاقتصاديات المتقدمة، والولايات المتحدة الأمريكية على وجه الخصوص، للعديد من الأزمات والهزات المالية التي اختلفت في تأثيراتها وحدتها من أزمة إلى أخرى، وأعنفها كانت أزمة الكساد الكبير (1929-1933)، التي كانت ولا تزال تشغل اهتمام الكثير من الباحثين، والتي لم يعرف الاقتصاد العالمي أزمة مماثلة لها إلى يومنا هذا.

المطلب الأول: أزمة الكساد الكبير 1929

تعد أزمة 1929 أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي وأقواها أثرا، والتي انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية لتنتشر بعدها إلى البلدان الصناعية الأخرى، واتسمت بمجموعة من الخصائص التي ميزتها عن غيرها من الأزمات السابقة، وكانت محل جدل ونقاش حول الظروف التي أدت إليها وكذا النتائج التي أفرزتها.

1. ظروف ما قبل الأزمة وأسباب انفجارها:

كانت سنوات العشرينيات من القرن العشرين في الولايات المتحدة سنوات مضاربة حادة، وقد تجلت هذه الأخيرة أولا في قطاع العقار وما يتصل به، وأدى تضاعف شراء العقارات في فلوريدا إلى ارتفاع الأسعار بشكل سريع. وفي سنة 1926 اجتاحت فلوريدا إعصاران ولم تعد هذه الأماكن مرغوب فيها، مما دفع بالجميع إلى الاتجاه نحو البورصة، فعرفت بذلك أسعار الأسهم بين جوان 1928 وسبتمبر 1929 ارتفاعا كبيرا (56%) في بورصة نيويورك.¹ لكن وبحلول أكتوبر سنة 1929 انطلقت الأزمة بعد انهيار مريع في بورصة -وول ستريت- بنيويورك، والذي وضع حدا للازدهار المالي المصطنع الناجم عن المضاربة. ويرجع انهيار البورصة الأمريكية، كما يراه البعض، إلى عدة أسباب أهمها:²

- الارتفاع المستمر في أسعار الأسهم قبل الأزمة بشكل خارج عن المألوف وذلك للأسباب التالية:

¹ نسيمة أوكيل، مرجع سابق، ص ص. 252-253.

² عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص ص. 300-302.

- التصريحات المتفائلة الصادرة من قبل بعض الصناعيين أمثال المدير العام لشركة جنرال موتورز سنة 1928، أو عن رجال سياسة أمثال كوليدج (Coolidge) رئيس الولايات المتحدة الأمريكية حتى عام 1929، وعن اقتصاديين أمثال إرفنج فيشر (Irving Fisher) الذي أكد في خريف 1929 أن أسعار الأسهم بلغت ما بدا سقفا عالميا مستمرا؛
- وفرة الادخار وسهولة الاقتراض، لتمويل المشتريات نقدا والمشتريات الحدية (على أساس هامش الضمان)؛
- إنشاء الشركات الاستثمارية المتعددة، التي انتشرت في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (1927-1929)؛
- تسامح السلطات النقدية الأمريكية، وذلك بعدم رغبتها في الوقوف في وجه حركة الارتفاع، خاصة وأن قيام بنك الاحتياطي الفدرالي برفع معدل الخصم من 5% إلى 6% في أوت 1929 يعتبر متأخرا.
- المضاربة الوهمية، حيث ارتفعت أسعار الأسهم نتيجة الآمال، وليس لأن توزيعات وأرباح الشركات في ارتفاع، أي أن الأسعار تتصاعد وتصل إلى مستوى لا يقابل أبدا أرباح الشركات؛
- تراجع أسعار الأسهم في سبتمبر 1929، وزاد توتر الأعصاب، كما يدل على ذلك عدم انتظام التسعير في البورصة. وقد وجدت التصريحات المتشائمة للإحصائي بانسون (Banson) ورجال الأخبار فيما بعد في التاييمز صدى لدى المضاربين المتنبهين لأن يبيعوا عند أول بادرة للهبوط، لاستعادة أموال الاقتراض وتحقيق الأرباح؛
- تجاهل السوق ما نشر بخصوص مؤشرات الإنتاج الصناعي المتواضعة؛
- اتساع تدهور الأسعار نتيجة فشل محاولات تنظيم السوق، وعمليات البيع الشاملة من أجل أوامر البيع الموقوف وطلبات حد الضمان؛
- زيادة العرض وحدوث المزيد من التدهور في الأسعار، نتيجة تصفية صفقات الشراء النقدي الجزئي، وذلك ببيع الأوراق المالية محل الصفقة، لعدم توفر السيولة الكافية لدى بعض المتعاملين لزيادة مساهماتهم، وأن البعض الآخر لم تكن لديهم الثقة في استعادة السوق لتوازنه؛
- مع بداية انخفاض الأسعار سارع المضاربون والمستثمرون الذين يرغبون في التغطية إلى بيع المزيد من الأسهم على المكشوف،* مما أسهم في المزيد من تدهور الأسعار؛

* الأصل في المعاملات أن تشتري الورقة المالية أولا ثم تباع فيما بعد، وهو السلوك المتوقع من المستثمر الذي يشتري الورقة، على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد وتحقق بعض الأرباح. غير أن هناك نمط آخر من المعاملات يقوم به المضاربون، وفيه تباع الورقة أولا ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها. وكما يبدو فإن هذا النوع من المعاملات مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للورقة محل الصفقة. أنظر في ذلك: هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1999)، ص 147.

- الممارسات غير الأخلاقية التي كثر التعامل بها في الصفقات التي تجري على الأوراق المالية طيلة فترة الكساد العظيم، كالبيع الصوري،* والشراء بغرض الاحتكار، واستغلال ثقة العملاء، إلى جانب اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية، و التي وأسهمت بدور فعال في تعميق الأزمة.

2. النتائج المترتبة عن أزمة 1929: بالمقارنة مع الأزمات السابقة تميزت هذه الأزمة بالخصائص الآتية:¹

- تسببت في زعزعة الاستقرار في النظام الرأسمالي بكامله، وكان لها صفة دورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي؛

- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا حوالي أربع سنوات واختلاف حدثها من بلد لآخر بشكل كبير؛

- عمق وحدة هذه الأزمة بشكل استثنائي، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا انخفضت الودائع لدى البنوك بمقدار 33%، كما أفلس منذ بداية عام 1929 حتى منتصف عام 1933 حوالي 33% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية، مما أدى إلى ضياع الكثير من مدخرات المودعين. وكان ظهور هذه الأزمة في الأسواق المالية من خلال انهيار أسعار الأوراق المالية التي انخفضت بنسبة 66% و 90% في الولايات المتحدة؛

- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة، حيث كان سعر الخصم في بنك إنجلترا خلال الفترة (1930-1933) بحدود 3,1% مقابل 5,5% في عام 1929، ولدى البنك المركزي بنيويورك 2,6% مقابل 5,2%. ففي بداية الأزمة كان الارتفاع في أسعار الفائدة ناتجا عن تزايد الطلب على النقود لسداد القروض السابقة، ولكن مع استمرار الأزمة انخفض الطلب على القروض بسبب انخفاض الإنتاج الصناعي والمبادلات، وزيادة عرض رؤوس الأموال، هذا بالإضافة إلى أن سياسة النقود الرخيصة التي اتبعتها البنوك المركزية بهدف معالجة الأزمة ساهمت إلى حد بعيد في انخفاض أسعار الفائدة، وهو ما تسببت في إطالة أمد الأزمة؛

- حدوث تقلبات حادة في أسعار صرف العملات، نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول، وتدهور القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب العجز في الموازنة العامة وموازن المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية؛

- نتج عن أزمة الائتمان الدولي طويل الأجل توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا والنمسا. كما نتج عن الأزمة إفلاس الكثير من الشركات وتفشي البطالة وانخفاض الطلب على السلع والخدمات وتدني الأسعار. كما فشل المدينين في الوفاء بما عليهم من التزامات، فأحجم المقرضون عن تقديم الائتمان

* ويطلق عليه البيع المظهري "Wash Sale"، وهو خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما، في الوقت الذي لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم، ومن صور البيع المظهري قيام شخص ما ببيع أوراق مالية صوريا لشخص يتفق معه على إعادة بيع الورقة إلى ذات الشخص الذي سبق أن اشتراها منه، وذلك في نفس اليوم وبسعر أكبر أو أقل حسب الاتفاق، والهدف من البيع المظهري هو إيهام المتعاملين بتغيرات سعرية حدثت للورقة المعنية، وأن تعاملنا نشطا يجري عليها. أنظر في ذلك: هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1999، ص. 86.

¹. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، الطبعة الثالثة، (الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 2005)، ص ص. 100-101.

وانخفض بالتالي حجم الاستثمار، وواجهت البنوك صعوبات في تحصيل مستحقاتها، ففشلت في تلبية مسحوبات العملاء، وأعلن إفلاس الكثير منها وإغلاقها. وفي ذلك الوقت ثار التساؤل عن أيهما تسبب في حدوث الآخر. هل تدهور أسعار الأوراق المالية هو الذي تسبب في حدوث الكساد العظيم، أم العكس؟ ووقع اللوم في النهاية على أسواق رأس المال، نتيجة حدوث انحرافات وممارسات غير أخلاقية فيها.¹

3. طرق معالجة أزمة 1929 :

لم تقتصر أزمة 1929 على الولايات المتحدة الأمريكية بل امتدت لتشمل العديد من البلدان، وخاصة الأوروبية منها كإنجلترا وفرنسا وألمانيا. وقد قادت الأزمة في هذه الدول الليبرالية إلى التدخل باعتماد الأفكار الكينزية الناشئة للخروج من الأزمة، ولعل أهم الإجراءات التي قامت بها الدول الصناعية الكبرى آنذاك، هي:²

أ. خطة التحرك الجديد "New Deal" في الولايات المتحدة: وهي تهدف للخروج السريع من الكساد من خلال:
- الأولوية الأولى لمحاربة البطالة: عبر إنشاء مجموعة من الوكالات الفدرالية لتشغيل البطالين في نشاطات المنفعة العامة. وإطلاق عدد من المشاريع العمومية الضخمة، وتدعيم الإعانات المقدمة للبطالين باحتساب أفراد عائلاتهم.
- الأولوية الثانية لمحاربة فائض الإنتاج وانخفاض الأسعار: وقد استهدفت الحكومة الرفع السريع للأسعار، كشرط لتحديد قدرة المؤسسات على تحقيق الأرباح.

ب. في إنجلترا: عند بداية الأزمة وانحسار التجارة الخارجية، حاولت إنجلترا أولاً دعم عملتها بالاقتراض من الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا. لكن في سبتمبر 1931 قامت بتعميم الجنيه الإسترليني ولم يستقر انخفاضه إلا في نهاية السنة بعد أن تدنى بنسبة 31%. وقد رافق هذا انخفاض كبير لأسعار الفائدة (بلغت 2%). وقادت هذه السياسة إلى نتائج فورية تمثلت في ارتفاع الإنتاج الصناعي ابتداء من سنة 1932 بنسبة 10% ، وانخفاض معدل البطالة بمعدل 7%.

ج. الاقتصاد الألماني: تم اعتماد سياسة إنعاش طوعية مؤسسة على الطلب الداخلي بدل الاستيراد. فتبنت خطة أولية للإنعاش سنة 1933 بضخ النقود في الاقتصاد في شكل مساعدات مالية لبناء السكنات والأشغال العمومية الكبرى خاصة الطرق. وقد تزايدت هذه الإعانات من 2,5 مليار مارك سنة 1933 إلى 10,3 مليار مارك سنة 1938. وقد سمحت هذه السياسة بتخفيض معدلات البطالة إلى 3 ملايين سنة 1935.

وابتداء من سنة 1935 تبنت خطة رابعة استهدفت تشكيل مخزون من المواد الأولية الإستراتيجية، ورفع إنتاج الصناعات الثقيلة والصناعات الحربية، وتكثيف سياسة الإحلال. وأدى هذا البرنامج إلى نتائج معتبرة، فارتفع إنتاج الصلب ومعه الناتج المحلي الوطني بـ 4,4% سنوياً، وفي 1939 زالت البطالة تماماً.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 2002)، ص. 174.

² بعلوج بوالعبد، جاب الخير وردة، "من الأزمة المالية 1929 إلى الأزمة المالية 2008 مقارنة واستخلاص العبر"، الملتقى الدولي حول: "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية"، (جامعة قسنطينة، 6-7 أبريل 2009)، ص. 9-10.

د. برنامج اليسار الفرنسي: تبنت الحكومة الفرنسية برنامجاً لإنعاش الاقتصاد، يعتمد على إنعاش الإنتاج، عبر رفع المداخيل والقيام بالمشاريع الضخمة، وإجراء تخفيض هام في ساعات العمل (دون تخفيض الأجر)، إلى جانب رفض خفض قيمة العملة.

وكانت نتائج البرنامج مقبولة، حيث ارتفع الإنتاج الصناعي بـ 16% في سنة واحدة، وانخفضت البطالة بمقدار 18% بين سنتي 1935 و 1938.

المطلب الثاني: أزمة أكتوبر 1987

قبل التطرق إلى أسباب أزمة 1987 وأهم النتائج المترتبة عنها، نستعرض أولاً أهم التطورات التي ميزت الفترة التي سبقتها، للاطلاع على البيئة والظروف التي انفجرت فيها الأزمة.

1. أهم التطورات الاقتصادية في الثمانينيات:

شهدت بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) منذ عام 1982 جملة من التطورات الاقتصادية الهامة يمكن إنجازها فيما يلي:¹

- انخفاض معدل نمو الناتج القومي الحقيقي في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (1984-1985) من 6,4% إلى 2,5%، وفي اليابان من 5,1% إلى 2,5%، وفي ألمانيا الاتحادية من 3% إلى 2,4%، كما أن متوسط معدل نمو هذا الناتج في المنظمة ككل قد انخفض من 4,7% إلى 2,5%. ويعتبر ارتفاع أسعار الفائدة بشكل كبير حتى عام 1985 أحد الأسباب الرئيسية لهذا الانخفاض؛

- انخفاض معدلات نمو الطلب الداخلي في دول المنظمة من 5% عام 1984 إلى 3,6% عام 1986، رغم الاختلافات في اتجاهات ومستويات هذه المعدلات من بلد لآخر؛

- انخفاض معدلات التضخم منذ عام 1981، مع وجود تفاوت كبير بين دول المنظمة، ومن أهم أسباب هذا الانخفاض التراجع الحاد في أسعار واردات تلك الدول (المواد الأولية والبتروول وغيرها) من البلدان النامية؛

- ارتفاع العجز في الميزان الجاري الأمريكي خلال الفترة (1984-1986) من 106,5 إلى 140,6 مليار دولار، قابل ذلك ارتفاع الفائض في الميزان الجاري الياباني من 35 إلى 86 مليار دولار، والفائض في الميزان الجاري الألماني من 7 إلى 35,8 مليار دولار، في حين انخفض إجمالي العجز في دول المنظمة، كما ارتفع العجز في الدول المصدرة للبتروول من 7,1 إلى 31,9 مليار دولار، وانخفض مقدار العجز في الدول النامية غير المصدرة للبتروول من 19,9 إلى 10,9 مليار دولار.

¹. مروان عطون، مرجع سابق، ص ص. 154-183.

- اتجاه سعر صرف الدولار نحو الارتفاع خلال الفترة (1980-1985) بشكل سريع مقابل العملات الأخرى، بسبب ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية. مما اضطر اليابان والدول الأوروبية إلى رفع أسعار فائدتها لتخفيف الضغوطات على عملاتها، إلى جانب مطالبة الولايات المتحدة الأمريكية بتخفيض أسعار الفائدة لديها نظراً لما سببه ارتفاعها في جميع الدول من تأثيرات سلبية على حجم واستقرار الأسواق المالية الدولية بشكل عام؛

- اتجاه سعر صرف الدولار نحو الانخفاض منذ عام 1985 نتيجة تخفيض الولايات المتحدة لأسعار الفائدة، وترافق ذلك بهزات عنيفة في الأسواق المالية الدولية، وفي عام 1987 لجأت إلى رفع أسعار الفائدة مرة أخرى، مما أدى إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية بشكل حاد في الأسواق المالية الدولية؛

- في نهاية عام 1987 تزايدت مطالبة اليابان وألمانيا الاتحادية، الولايات المتحدة الأمريكية بالتدخل لدعم الدولار عن طريق تخفيف العجز في موازنتها العامة، لكن الولايات المتحدة الأمريكية أحجمت عن التدخل بالرغم من وعودها الكثيرة بأن تفعل ذلك، وكان هدفها تحقيق مزايا تنافسية في الأسواق الدولية من خلال انخفاض قيمة الدولار، وبالتالي تخفيف العجز في ميزانها التجاري؛

- إن الآثار السلبية الخطيرة التي نجمت عن تدهور قيمة الدولار ومن ثم أسعار الأوراق المالية في أهم الأسواق المالية الدولية أعادت إلى الأذهان نتائج الأزمة الاقتصادية الكبرى (1929-1933)، وتسببت في انتشار موجة من الذعر في الأوساط المالية الدولية، استوجبت قيام اليابان وألمانيا الاتحادية بالتدخل في الأسواق المالية لدعم الدولار بشراء كميات كبيرة منه مقابل عملاتها المحلية مما ساهم في رفع معدلات التضخم لديها؛

- بلغت أسعار الأوراق المالية أعلى مستوياتها قبل أزمة أكتوبر 1987، حيث بلغ مؤشر "داو جونز" لأسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بتاريخ 1987/08/25 حوالي 2722 نقطة، كما بلغ مؤشر "ستاندارد أندبورز" لأسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية حوالي 337 نقطة وهذا يمثل أعلى مستوى يصل إليه المؤشر منذ تاريخ إنشائها، وكذلك الأمر بالنسبة للمؤشرات الأخرى في بقية الأسواق المالية الدولية.

2. أسباب حدوث الأزمة:

بدأت الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم الاثنين الأسود، وذلك بخلل في التوازن بين العرض والطلب ليس في الأسواق الحاضرة فقط بل وأيضا في سوق العقود المستقبلية. وقد نشأ هذا الخلل من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل، وانتهى الأمر بهبوط الأسعار في السوقين. أما رد فعل السوقين فقد اختلف باختلاف أنظمة العمل في كل منهما. ويمكن حصر الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة فيما يلي:¹

- اتساع عجز الميزانية الأمريكية (20 مليار دولار عام 1986)، والعجز التجاري الأمريكي (150 مليار دولار عام 1986). وكان على الولايات المتحدة الأمريكية أن تقدم مكافآت لجذب المكتسبين في سندات الخزينة

¹. المرجع نفسه، ص ص. 200-201.

- لتمويل عجز الميزانية من خلال رفع أسعار الفائدة على السندات طويلة الأجل كخطوة أولى لبيع سندات الخزينة لتمويل العجز في موازنتها؛¹
- تحول الكثير من المستثمرين من حيازة الأسهم إلى السندات (خاصة السندات الحكومية طويلة الأجل) الصادرة عن السلطات الأمريكية، مما زاد في عرض هذه الأسهم ومن ثم انهيار أسعارها؛
 - لجوء الكثير من المستثمرين إلى استبدال أصولهم المالية طويلة الأجل (الأقل سيولة) بأصول أخرى قصيرة الأجل (أكثر سيولة)، مما يوفر ضمانات أكثر لمواجهة أزمات أخرى متوقعة؛
 - ارتفاع معدلات الفائدة؛
 - تزايد حجم المديونية الخارجية الأمريكية التي وصلت إلى مستويات مرتفعة، أضعفت إلى حد كبير الثقة بالدولار والأصول المالية المحررة بهذه العملة؛
 - الاختلاف بين السياسة الاقتصادية الأمريكية والسياسة الاقتصادية الألمانية الاتحادية، وهو خلاف كبير وقدم، لكنه ظهر فجأة مع تصريح جيمس بيكر، سكرتير الخزينة الأمريكية، يوم السبت في 17 أكتوبر. فقد هدد بيكر بخفض الدولار كرد فعل على زيادة معدلات تدخل المصرف المركزي الألماني "Bundes bank" من 3,5% إلى 3,85% في صيف 1987، وهي زيادة مناقضة "لاتفاقية اللوفر".^{*} وقد أساء الإخلال بهذا الاتفاق كثيرا إلى ثقة المستثمرين، كما أدى انعدام الثقة الذي ساد الأسواق المالية إلى تحفيز كل فرد على مراقبة وتقليد الآخرين.²
- وقد أدى اتساع هذا الانخفاض في أسعار الصرف ليوم الاثنين 19 أكتوبر 1987 إلى كثافة مبيعات المضاربين، حيث سارع المستثمرون إلى التخلص من أصولهم المالية المحررة بالدولار، وهو ما ساهم في زيادة عرض الأصول المالية -خاصة الأسهم- ومنه انهيار أسعارها.

3. نتائج أزمة أكتوبر 1987:

لقب يوم 19 أكتوبر 1987 بالاثنين الأسود، الذي شهد تدهور أسعار البورصات العالمية، نتيجة خلل بين العرض والطلب، ليس في الأسواق الحاضرة فقط بل أيضا في سوق العقود المستقبلية.³ وقد كانت هذه الأزمة أقل حدة من أزمة الكساد العظيم (1929-1933)، إذ لم تستمر فترة طويلة من الزمن (سنة واحدة)، وفيها تلاشى مؤشر

¹ . دانييل أرنولد، مرجع سابق، ص. 81.

* وقعت الدول السبع الصناعية اتفاقية اللوفر في فيفري 1987 والتي جاء من خلالها أن تلتزم الدول المشاركة بحد أعلى وحد أدنى لسعر صرف الدولار في مقابل العملات الأخرى.

² . دانييل أرنولد، مرجع سابق، ص. 83-84.

³ . عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص. 304.

- البورصة الاسترالية تماماً وهبطت أسعار العقارات، وأثار مؤشر نيكاي بمعدل الثلثين، وعادت بعد هذه السنة المؤسسات المالية والإنتاجية إلى العمل من جديد، ومن أهم نتائج الأزمة ما يلي:¹
- انخفاض أسعار الأسهم وأهتار مؤشرات داو جونز ونيكاي وفاينيشال تايمز؛
 - قيام الشركات بإصدار السندات التي ساعدتها بالتمويل، وحدث انكماش واضح في استثماراتها وإنتاجها؛
 - تعرض البنوك إلى الإفلاس بسبب عدم قدرة العملاء المقترضين تسديد ما بذمتهم من قروض لتلك البنوك؛
 - زيادة أعداد العاطلين عن العمل وخصوصاً العاملين في البنوك والمؤسسات المالية؛
 - تأثر البلدان والبنوك المركزية بانخفاض قيمة الدولار وخاصة البلدان النفطية

4. أشكال تدخل السلطات النقدية في الدول التي مستها الأزمة:

- استوجبت الاضطرابات التي خلفتها أزمة أكتوبر في المعاملات النقدية والمالية الدولية تدخل السلطات النقدية في كل الدول التي شملتها الأزمة، بهدف معالجتها ووضع الأسس الكفيلة بعدم تكرارها، ومن أهم أشكال هذا التدخل:²
- إيقاف التعامل في بعض البورصات مؤقتاً، مع تخفيض أسعار الفائدة لإيقاف تدهور أسعار الأوراق المالية؛
 - لجوء بعض الدول (خاصة ألمانيا الاتحادية واليابان) للحد من انخفاض قيمة الدولار عن طريق شراء مبالغ ضخمة من الدولارات بعملاتها؛
 - الحد من اشتداد المضاربات بوضع قيود وضوابط جديدة لتنظيم عمليات البورصات من طرف الحكومات؛
 - مطالبة الدول الأوروبية واليابان للولايات المتحدة باتخاذ إجراءات عاجلة وفعالة لمعالجة أوضاعها المالية، وخاصة إيقاف انخفاض قيمة الدولار، وتخفيض العجز في الميزان الجاري والموازنة العامة؛
 - لجوء بعض الحكومات إلى فتح تحقيقات حول بعض المضاربات المشبوهة في البورصات؛
 - إعلان الحكومة الأمريكية عن إجراء تخفيض آخر في عجز الموازنة العامة، وقيامها بالضغط على ألمانيا الاتحادية كي تجري تخفيضات في أسعار فائدتها بهدف إيقاف تدهور الدولار مقابل المارك؛
 - تدخل الحكومات بشكل مباشر في عمليات البيع والشراء كمتعامل لإيقاف التدهور في قيمة الأوراق المالية؛
- وبالفعل ساهمت هذه الإجراءات نوعاً ما في إعادة الاستقرار تدريجياً إلى الأسواق المالية. وقد اعتبرت الأزمة المالية في أكتوبر 1987 الأعنف بعد الأزمة الاقتصادية الكبرى .

¹. وليد أحمد صافي، " الأزمة المالية العالمية 2008 طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي"، الملتقى الدولي الثاني حول: " الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية"، (جامعة خميس مليانة، 5-6 ماي 2009)، ص.9.

². مروان عطون، مرجع سابق، ص. 206 .

المبحث الثاني: الأزمات المالية في البلدان الناشئة

رغم التوسع الكبير والتطور الذي عرفته الأسواق المالية الناشئة منذ بداية التسعينيات من القرن العشرين، والدور الفعال الذي لعبته ضمن الحركة الدولية لرؤوس الأموال، إلا أن هذا النجاح الذي حققته لم يخلوا من الاضطرابات ثم الأزمات وقد أرجعها البعض إلى ضعف هيكلية كامن تتميز به هذه الأسواق.

المطلب الأول: الأزمة المالية المكسيكية: أول أزمة مالية حادة للنظام المالي العالمي الجديد

نجحت الأزمة المكسيكية عن تدفق مذهب لرؤوس الأموال إلى الخارج، وكانت سرعة هذا التدفق مثيرة للانتباه وممهدة بانحيار النظام المالي العالمي، فحسب "ميشيل كامديسون" Michel Camdessus" المدير التنفيذي السابق لصندوق النقد الدولي، فإن الأزمة المكسيكية عام 1995 كانت الأزمة الكبيرة الأولى في علمنا الجديد، عالم الأسواق المعولمة، التي جرت وراءها أزمات في عدد كبير من دول العالم.¹

1. بوادر وأسباب الأزمة المكسيكية:

عرف اقتصاد المكسيك لأكثر من عشرية كاملة معدلات نمو مرتفعة ناتجة عن تغير هيكلية وتثبيت الاقتصاد الكلي، فبعد أزمة المديونية وآثارها على الاقتصاد المكسيكي، اتبع البلد مخططا واسعا من الإصلاحات خلال الفترة (1985-1995)، ترجمت إرادة السلطات العمومية بوضع آليات السوق بشكل موسع في إطار إعادة البناء الاقتصادي. وقد بدأ المكسيك عمليات التحرير من خلال برنامج الخصخصة، وتعزيز الأوضاع المالية، وتخفيف الضوابط التنظيمية، كما بذلت جهودا جدية في انفتاح التجارة بما في ذلك التوقيع على اتفاق التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (النافتا)، واستقرت ديونه الخارجية بعد إعادة جدولتها، وتخفيفها في إطار مخطط برادي، وقد نتج عن هذه السياسات انتعاش ونمو اقتصادي كبيرين، كما أعطى الانطباع باستقرار المكسيك، وفي هذا السياق تدفقت عليه كميات هائلة من رؤوس الأموال باعتبار أنه يقدم فرصا أكثر ربحية، مقارنة بما تقدمه أسواق البلدان الصناعية.

ورغم أن الوضع الاقتصادي كان يبدو سليما نسبيا فقد تم إتباع سياسات انفتاح غير سليمة من ناحية سياسة الصرف، حيث تم تثبيت الصرف على الدولار من مارس إلى ديسمبر 1988، ليتم التخلي عن هذه السياسة الصارمة للصرف في السنوات الثلاثة التالية، وإتباع سياسة تخفيض منتظمة أو "نظام تماثل منزلق" Système de Parité Glissante"، وفي نوفمبر 1991 تم تليين سياسة الصرف أكثر بخلق هامش للتدخل المعلن من قبل السلطات يسمح بتذبذب سعر الصرف بالنسبة للدولار.²

¹. عبد الحسين وداي العطية، الاقتصاديات النامية أزمات وحلول، (عمان: دار الشروق للنشر، 2001)، ص. 153.

². Mechél Drouin, *Le Système Financier International*, (Paris : Armand Colin, 2001), P. 156.

وكنتيحة طبيعية لهذه التحويلات الكبيرة والتدفقات الضخمة لرؤوس الأموال فإن الطلب الكلي قد توسع بشكل، كبير مما ساهم في زيادة أسعار الأسهم وارتفاع أسعار العقارات، ونمو متسارع للأصول والخصوم المصرفية، وعجز كبير في الحساب الجاري الخارجي (أنظر الجدول رقم 2).¹

الجدول رقم 2

عجز الحساب الجاري الخارجي للمكسيك قبل الأزمة.

(نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي)

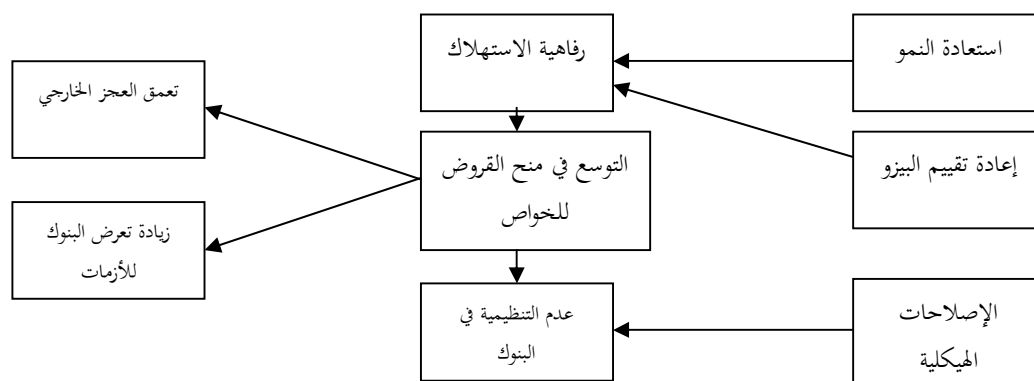
السنة	1992	1993	1994
عجز الحساب الجاري	6.7-	5.7-	7-

المصدر: غيليرمو أورتييز مارتينيز، "ماهي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للاتعاش في آسيا؟"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 1998)، ص. 7.

وكان هذا التراجع في الحساب الجاري سيؤدي إلى انخفاض البيزو منذ نهاية 1993، لولا أن السلطات التي كانت في فترة الانتخابات قد استبعدت هذه الإستراتيجية من برنامجها، وقد تمت حماية البيزو في البداية عندما هوجم في مارس 1994، بقيام السلطات برفع أسعار الفائدة وتدخلها في أسواق الصرف، غير أن استمرار عدم الثقة اتجاه قيمة البيزو جعل كل المتغيرات تتجه نحو الأزمة، والشكل التالي يوضح تصاعد الضعف المالي في المكسيك:

الشكل رقم 12

تصاعد الضعف المالي في المكسيك.



Source: Mechél Drouin, **Le Système Financier International**, (Paris : Armand Colin, 2001), P.158.

لقد كان من الضروري تمويل الديون العمومية في شكل سندات قصيرة الأجل محررة بالدولار، وتضاعف حجم هذه السندات خلال عام واحد كمؤشر آخر عن ارتفاع الضغط، وتحت نفس ضغوطات الصرف تعاقدت

¹. غيليرمو أورتييز مارتينيز، "ماهي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للاتعاش في آسيا؟"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 1998)، ص. 6.

البنوك التجارية على ديون معتبرة بالدولار مما زاد من تعرضها للمخاطر، هذا إلى جانب الأحداث السياسية في تلك الفترة التي هزت ثقة المستثمرين الأجانب، كما أدرك المتعاملون أن المكسيك سيجد نفسه في بداية سنة 1995 في مواجهة مشكل سيولة، حيث سيقدم غير المقيمين عند الاستحقاق ديونا ناتجة أساسا من قروض قصيرة الأجل تبلغ 60 مليار دولار كما هي موضحة في الجدول رقم (3):

الجدول رقم 3

تركيب الديون المستحقة على المكسيك سنة 1995

20 مليار دولار سندات قصيرة الأجل	ديون المكسيك التي وصل استحقاقها 60 مليار دولار
20 مليار دولار قروض بنكية لبنوك مكسيكية	
12 مليار دولار قروض القطاع المالي الخاص المكسيكي	
8 مليار دولار ديون خارجية مكسيكية	

Source: Mechél Drouin, *Le Système Financier International*, (Paris : Armand Colin, 2001), P.160.

لقد أدت كل هذه الضغوطات إلى نمو المضاربات، وكانت السلطات في البداية مجبرة على توسيع شريط تذبذب البيزو في 20 ديسمبر بتخفيض قيمته بنسبة 12%، ثم في مواجهة الهروب المستمر لرؤوس الأموال، بتعويم البيزو بعد ذلك بيومين، وانهارت بذلك سوق الصرف، حيث لم تكن لدى السلطات الاحتياطات الكافية لحماية العملة، وبنفس الصورة انخفضت الأسواق المالية في الأشهر الأولى من سنة 1995. وعموما يمكن حصر أهم أسباب أزمة المكسيك فيما يلي:¹

- ضعف النظم المالية المتسمة بعدم كفاية الإشراف واللوائح التنظيمية؛
- اختلال الموازين الخارجية، وارتفاع كبير في قيمة العملة، نتيجة ارتباطها بسعر صرف ثابت مع الدولار؛
- حدوث توسع نقدي بدرجة تؤدي إلى ارتفاع الضغوط التضخمية؛
- أدى الارتفاع في قيمة سعر الصرف الحقيقي، والدين الخارجي القصير الأجل المتنامي، وحجم العجز في الحساب الجاري، وهي الأمور التي تعقدت بفعل ضعف النظام المالي، إلى ممارسة ضغوط قوية على سوق النقد الأجنبي؛
- أدت تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى فائض في سيولة نظامها المالي، مما أدى إلى توسع البنوك في الإقراض للقطاع الخاص وخاصة قطاع العقارات، مما ترتب عليه تفاقم مشكلات الديون المعدومة؛
- الاعتماد على قروض مقومة بالدولار، وإتباعها لنظام سعر صرف غير مرن، مما جعلها أكثر عرضة لمخاطر الصدمات الخارجية؛
- إتباع سياسة سعر صرف معوم في 22 ديسمبر 1994 نتيجة العجز الكبير في الميزان التجاري، والخسائر الكبيرة في الاحتياطي النقدي من العملات الأجنبية، والمضاربة على العملة "البيزو" الذي تدهورت قيمته؛

¹. عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص 314-315.

- تدفق رؤوس الأموال المفاجئ إلى الخارج على نطاق واسع، والتوقف المفاجئ في تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل، مما أدى إلى أزمة عميقة في النظم المالية الداخلية على نحو هدد استقرار القطاعات الإنتاجية. وكان نتيجة كل ذلك انهيار أسعار الأسهم والعملات، كما ولد قدرا كبيرا من عدم اليقين والشك لدى المستثمرين حول قدرة الاقتصاد المكسيكي الاستيعابية، ومن ثم بدأ المستثمرون في سحب أموالهم من الأسواق المالية المحلية، فكانت بداية الأزمة المالية في المكسيك.

2. الإجراءات المتبعة لمعالجة الأزمة:

تطلب انفجار الأزمة عدد من تدابير التصحيح الطويلة الأجل، ودعما ماليا استثنائيا. فقد كان على العالم الرأسمالي توفير 50 مليار دولار كحد أدنى لحل المشكلة المكسيكية، لأن انخفاض قيمة (البيزو) بمقدار 15% من قيمته الجارية عام 1995 تسببت في حالة ذعر كبير خيمت على العالم أجمع، وعلى المشرفين على إدارة رؤوس الأموال الخاصة في مصارف "وول ستريت"، وفي صناديق الاستثمار التابعة لها، وذلك لكونهم قد استثمروا ما يزيد على 50 مليار دولار في قروض للحكومة المكسيكية وفي أسهم وسندات حكومية مكسيكية.¹

وكان من التدابير التصحيحية الفورية، التخفيض في عجز الحساب الجاري الخارجي وذلك بدعم مالي استثنائي، سمح بتقليص هذا العجز من 6,7% خلال الفترة (1992-1994) إلى 1% من الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1995-1997). وعلى مستوى النظام المالي تم اتخاذ إجراءات تعويم سعر الصرف وتحرير الأسواق، كما أن اللجوء إلى صندوق النقد الدولي والبنك العالمي لمساعدة المكسيك في معالجة الأزمة منع امتدادها إلى بلدان أخرى. أما على المستوى الداخلي فقد تم دعم البنوك والمقترضين، حيث قام البنك المركزي وبمساعدة المؤسسات المالية العالمية كصندوق النقد الدولي والبنك العالمي، بتوفير سيولة نقدية من العملات الأجنبية ووضعها تحت تصرف المصارف التجارية لمساعدتها في دفع مستحقاتها المالية دون تأخير.

ولكن هذه الإجراءات التصحيحية وهذا الدعم الهائل للمؤسسات المصرفية لم يكن بدون تكلفة، إذ قدرت تكلفة المحافظة على وضع مالي سليم يعيد الثقة للمقرضين بـ 12% من حجم الناتج المحلي الإجمالي لسنة 1997 تستهلك على مدى 30 سنة، وهي كبيرة ولكنها جنبت المكسيك انهيار نظامه المالي وربما انهيار النظام المالي العالمي، كما ساعدت الاقتصاد المكسيكي على استعادة قوته، حيث شهد معدلات نمو مرتفعة لم تبلغها المكسيك من قبل.

المطلب الثاني: الأزمة المالية الآسيوية

استحق الأداء الاقتصادي المبهر الذي حققته دول جنوب شرق آسيا خلال نصف القرن منذ الحرب العالمية الثانية لفظ "المعجزة"، حيث حققت دول الآسيان معدلا سنويا لنمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (وفقا لأسعار عام 1990) قدر بـ 7,5% خلال الفترة (1980-1995)، مقارنة بمعدل نمو سنوي نسبته 2,4% في كل من دول

¹. عبد الحسين وداي العطية، مرجع سابق، ص.154.

منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ودول أمريكا اللاتينية.¹ وبهذا لم تعد دول جنوب شرق آسيا مجرد دول ذات عمالة رخيصة تقوم بتجميع بعض الصناعات للدول، بل أصبحت دول صناعية مستقلة. وهو ما دفع البعض إلى الاعتقاد أن هذه البلدان كانت إلى حد كبير ضحية لنجاحها ذاته، ذلك أنها لم تهتم عندما بدأت المشاكل تطفو على السطح اعتقاداً منها أنها محصنة ضد نمط الأزمات التي حدثت في أمريكا اللاتينية في ثمانينيات القرن العشرين. وهذه التجربة الرائدة للنمو الاقتصادي السريع تثير التساؤل عن كيفية قفز هذه الدول هذه القفزات السريعة وفي هذا الوقت المحدود.

1. مرحلة ما قبل الأزمة الآسيوية (1996-1990):

- احتلت بلدان جنوب شرق آسيا مركزاً مرموقاً بين دول العالم خلال السنوات التي سبقت الأزمة، نظراً لما تميزت به من أداء رائع في اقتصادياتها، وقد اتسم نموذج التنمية في بلدان جنوب شرق آسيا بعدة سمات أهمها:²
- إستراتيجية استثمارية تقوم على إحداث تغييرات هيكلية في بنية الاقتصاد، وبالتحديد إحداث تعديل جوهري في مكونات الهيكل الصناعي، والجديد في تجربة البلدان الآسيوية هي أنها نجحت في تحقيق تغيير جذري في البنية الصناعية، وجعلها أكثر تحيزاً للصناعات الحديثة عالية التكنولوجيا؛
 - نظام تجاري يقوم على التحيز التصديري؛
 - البعد الثقافي والمؤسسي، من حيث احترام قيمة العمل والجودة والإتقان والاهتمام برأس المال البشري وتنميته؛
 - التقدم في قطاع الزراعة بالاعتماد على الرأسمالية الوطنية في هذه الدول، والاهتمام بالبنية الأساسية؛
 - التقدم في مجال التكنولوجيا واحتياز حاجز التقنية العالية؛
 - إتباع بلدان جنوب شرق آسيا لنموذج الإوز الطائر* للتكامل بين اقتصاديات تمر بمراحل مختلفة من التنمية والتصنيع؛
 - اعتبارات الأمن القومي، حيث اعتبرت القيادات السياسية في تلك البلدان أن بناء عناصر القوة الاقتصادية يشكل أحد مقومات الأمن القومي؛
 - انخفاض معدلات التضخم والسيطرة على الديون الخارجية؛

1. شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص. 9.

2. محمود عبد الفضيل، العرب والتجربة الآسيوية: الدروس المستفادة، (بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية، 2000)، ص ص. 183-188.

* يرتبط نموذج "الإوز الطائر" بدورة المنتج التي تمر عادة بثلاث مراحل: حيث يبدأ البلد الآخذ في النمو في المرحلة الأولى باستيراد السلعة من البلد المتقدم القريب منه في آسيا (اليابان كانت في البداية ذلك البلد المتقدم) وفي المرحلة الثانية يحاول البلد الآخذ في النمو إنتاج السلعة على أرضه، بتمويل مشترك أو من دون تمويل من البلد المتقدم. أما في المرحلة الثالثة فيبدأ البلد الآخذ في النمو في تصدير السلعة إلى البلدان الآسيوية المجاورة الأقل تقدماً. وهكذا يتم ارتفاع السلم التصنيعي والتقني تدريجياً لبلدان آسيا، عبر منظومة هرمية ذات طبيعة ديناميكية، من خلال إعادة توزيع التقسيم الإقليمي للعمل على شكل أسراب من الإوز الطائر، اليابان في الدرجة الأولى (الاقتصاد الفاطرة)، تليها المجموعة الأولى (كوريا الجنوبية، تايوان، هونغ كونغ) لكن على ارتفاع أقل. ثم تليها المجموعة الثانية (ماليزيا، تايلاند، وإندونيسيا) لكن على مسافة مكانية وزمنية أبعد. أنظر محمود عبد الفضيل، مرجع سابق، ص ص. 156-158.

- تحقيق قفزة كبيرة في معدلات الادخار والاستثمار؛¹
- انضباط المالية العامة؛
- الدور الفعال الذي اضطلعت به الدولة وتمكنت خلاله من خلق بيئة اقتصادية كلية مواتية للاستثمار؛
- تمتع بلدان جنوب شرق آسيا بمؤسسات اقتصادية قوية وجهاز إداري يعمل بخبرة وحكمة الخبراء الفنيين، وتعاون بناء بين القطاع الخاص والحكومي بهدف تحقيق الصالح القومي بالدرجة الأولى، وتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

2. أسباب الأزمة المالية الآسيوية (1997-1998):

رغم ضخامة الإنجازات التي حققتها بلدان جنوب شرق آسيا، إلا أن الأزمة جاءت لتعصف باقتصادياتها، وتثير الشكوك حول حقيقة النجاح الذي حققته. ويمكن حصر أسباب الأزمة في بلدان جنوب شرق آسيا فيما يلي:

أ. الإفراط في القروض الخارجية قصيرة الأجل:

اعتمدت دول جنوب شرق آسيا في سدها لفجوة الموارد المحلية على القروض الأجنبية، سواء القروض الحكومية أو قروض القطاع الخاص التي كانت تمثل الجزء الأكبر من الدين الخارجي، أكثر من اعتمادها على الاستثمار الأجنبي المباشر، وكانت معظم هذه القروض قروض قصيرة الأجل بأسعار فائدة عالية وفترة استحقاق قصيرة مما شكل خطراً وعبئاً على تلك الاقتصاديات.

الجدول رقم 4

الديون المستحقة للبنوك الأجنبية واحتياطيات النقد الأجنبي في عدد من بلدان الأزمة في جوان 1997

(مليار دولار)

الإجمالي	ديون القطاع المصرفي	ديون القطاع العام	ديون القطاع الخاص غير البنكي	ديون قصيرة الأجل	احتياطيات النقد الأجنبي	نسبة الدين قصير الأجل إلى الاحتياطيات	
58.7	12.4	6.5	39.7	34.7	20.3	1.7	إندونيسيا
28.8	10.5	1.9	16.5	16.3	26.6	0.6	ماليزيا
14.1	5.5	1.9	6.8	8.3	9.8	0.8	الفلبين
69.4	26.1	2.0	41.3	45.6	31.4	1.5	تايلاند
103.4	67.3	4.4	31.7	70.2	34.1	2.1	كوريا
274.4	121.8	16.7	136.0	175.1	-	-	الإجمالي

Source: Olivier Davanne, *Instabilité du Système Financier International*, (Paris : La Documentation Française, 1998), P. 49.

¹. عمرو محي الدين، "ماذا حدث في شرق وجنوب شرق آسيا؟ تحليل لأزمة العملات وأسواق المال في هذه الدول: سماتها، أسبابها ونتائجها"، كراسات التنمية، العدد الثاني (مركز دراسات وبحوث الدول النامية، جامعة القاهرة، جويلية 1998)، ص. 17.

يظهر من خلال الجدول رقم (4) أن نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي المديونية في منتصف عام 1997 بلغت حوالي 59% في أندونيسيا، 55% في ماليزيا، 57% في الفلبين، 66% في تايلاند و68% في كوريا. وتعكس هذه النسب المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها هذه البلدان، نتيجة تشوه وعدم ملائمة هيكل المديونية.

كما نلاحظ أيضا أن نسبة الديون قصيرة الأجل إلى احتياطات النقد الأجنبي كانت تزيد عن الواحد الصحيح في بعض هذه البلدان (أندونيسيا، تايلاند وكوريا)، وهو ما يعني تزايد قابلية تعرض هذه البلدان للأزمات، إذ بينت الدراسات التجريبية أن نسبة معينة من الدين قصير الأجل إلى الاحتياطات تعتبر مقياسا إرشاديا مهما في التنبؤ باحتمال حدوث أزمات السيولة ومدى عمقها.¹

وعلى العموم، فالمشكلة لا تكمن في حجم المديونية ولكن في استخدامها، ذلك أن جزءا كبيرا من هذا التمويل لم يستخدم لبناء طاقات إنتاجية جديدة بواسطة هذه الشركات، ولكن استخدم في مجال العقارات والأوراق المالية أو القروض الاستهلاكية.² كما أن استخدام الأموال قصيرة المدى لتمويل أنشطة طويلة الأمد مثل عمليات التنمية العقارية ينطوي على مخاطر شديدة.

ب. إتباع دول جنوب شرق آسيا نظام الصرف الثابت:

اعتمدت معظم دول جنوب شرق آسيا على ربط عملتها بالدولار الأمريكي، وقد لعب ذلك دورا هاما في تدهور القدرة التنافسية للصادرات الآسيوية عندما ارتفعت قيمة الدولار وانخفضت قيمة الين الياباني عام 1995. كما قام الكثير من دول جنوب شرق آسيا خلال السبعينيات من القرن العشرين بتحرير تحركات رؤوس الأموال، في حين حافظت على ثبات أسعار الصرف محددة عند مستويات ظهر بعد ذلك أنها غير مناسبة. وكانت محصلة ذلك أنها فقدت السيطرة على السياسة النقدية.³ وأصبحت بذلك قيمة عملاتها دون المستوى الذي كان يمكنها بلوغه إذا ما تم تعويمها بحرية. وكانت النتيجة هي حدوث مضاربات على العملة، ومن ثم حدوث أزمة مالية نقدية.

ج. هروب رؤوس الأموال والمضاربة على عملات دول جنوب شرق آسيا:

أدى تعرض دول جنوب شرق آسيا لحركة واسعة من المضاربات على عملتها إلى فقدان المستثمرين ثقتهم في عملات تلك الدول وفي أسواقها المالية، وترتب على ذلك هروب رؤوس الأموال إلى الخارج بكميات كبيرة جدا باحثة

¹ كريستيان ملدر، "تقييم المخاطر: تحديد مكامن التعرض للمخاطر المالية مفتاح الوقاية من الأزمات"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002)، ص ص. 9-10.

² عمرو محي الدين، "ماذا حدث في شرق وجنوب شرق آسيا؟ تحليل لأزمة العملات وأسواق المال في هذه الدول: سماتها، أسبابه، نتائجها"، مرجع سابق، ص ص. 20-23.

³ جاك آدا، مرجع سابق، ص. 124.

عن الربح في أسواق أكثر أمنا بعقلية تشبه "سلوك القطيع"، ولعل ما زاد في اتساع هذه الحركة التخفيضات التي أجرتها السلطات النقدية والمالية في هذه البلدان في قيمة العملات المحلية إلى مستويات لم تكن مبررة.

الجدول رقم 5

صافي تدفقات رأس المال إلى اقتصاديات الأزمة الخمسة: اندونيسيا - كوريا - ماليزيا - الفلبين - تايلاند

(مليار دولار)

1998	1997	1996	1995	1994	
17.6-	26.0-	54.9-	41.3-	24.6-	ميزان الحساب الجاري
15.2	15.2	92.8	80.9	47.4	صافي التمويل الخارجي
9.4	12.1-	93.0	77.4	40.5	صافي التدفقات الخاصة
7.9	4.5-	19.1	15.5	12.2	1- استثمارات سهمية
9.8	7.2	7.0	4.9	4.7	* استثمارات مباشرة
1.9	11.6-	12.1	10.6	4.6	* استثمارات مالية
17.3-	7.6-	74.0	61.8	28.2	2- ائتمانات خاصة
14.1-	21.3-	55.5	49.0	24.0	* بنوك تجارية
3.2-	13.7	18.4	12.4	4.2	* غير مصرفية
24.6	27.2	0.2-	3.6	7.0	صافي التدفقات الرسمية
27.1-	22.7	18.3-	13.7-	5.4-	تدفقات احتياطي النقد الأجنبي

المصدر: أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، (مصر: دار النيل للطباعة والنشر، 2001)، ص. 52.

يتضح من خلال الجدول رقم (5) ارتفاع صافي تدفق رأس المال الوافد إلى بلدان الأزمة الخمس من 40,5 مليار دولار عام 1994 إلى 93 مليار دولار عام 1996، وخلال ثلاث سنوات فقط (1994-1996) تلقت هذه البلدان تمويلا خارجيا صافيا يقدر بنحو 221 مليار دولار سيطرت عليها قروض البنوك التجارية. كما نلاحظ أيضا أن هناك تدفقات عكسية لرؤوس الأموال نحو الخارج في السنوات الموالية للأزمة ولكن بدرجات متفاوتة، إذ تنصدها تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل متمثلة في قروض البنوك التجارية ثم تليها الاستثمارات المالية، في حين لم تتأثر الاستثمارات الأجنبية المباشرة.¹ وقد أرجع البعض ذلك إلى نظرية المؤامرة التي أعلن عنها "مهاتير محمد" رئيس وزراء ماليزيا في قوله: "إن أي فرد يمتلك بضعة ملايين من الدولارات يستطيع أن يدمر ما بنينا من تقدم طوال 40 عاما.

¹. يوري دادوشي، ديباك داستجوتتا، ديليب راثا، " دور الديون قصيرة الأجل في الأزمة الأخيرة"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2000)، ص. 56.

لقد قالوا علينا أن نكون متفتحين، وأن التجارة والتداول النقدي ينبغي تحريرهما كلية... ولكن لحساب من؟ لحساب المضاربين والفوضويين الذين يريدون تدمير الدول الضعيفة في حملة صليبية من أمثال جورج سورس¹.

إلى جانب ما سبق، نلاحظ أن احتياطات النقد الأجنبي لهذه البلدان كانت في استنزاف مستمر طوال الفترة (1994-1998). ولعل ذلك يعود إلى تدهور قدرة البلد على الوصول إلى أسواق المال الدولية، وهروب رأس المال وغيرها من الأسباب الأخرى، وهذا ما جعل هذه البلدان معرضة للصدمات الخارجية.

د. انخفاض المدخرات المحلية بالمقارنة بحجم الاستثمار:

اعتمدت استراتيجيات التنمية والتصنيع في دول جنوب شرق آسيا على رأس المال الأجنبي أكثر من اعتمادها على الادخار المحلي، نظراً لضعف هذا الأخير مقارنة بحجم الاستثمار، مما أدى إلى لجوئها إلى الاقتراض الخارجي وبشكل مكثف.

هـ. ضعف النظم المالية والرقابة المصرفية:

يعتبر ضعف النظام المالي والمصرفي أحد أهم أسباب الأزمة المالية الآسيوية، من خلال الإفراط في منح الائتمان المصرفي بعيداً عن الضوابط المصرفية ودون تقييم للمخاطر. ولعل أهم المؤشرات المعبرة على ذلك هي نسبة القروض المتعثرة إلى مجموع الأصول، ونسبة كفاية رأس المال، حيث يترجم المؤشر الأول مدى كفاءة الرقابة الداخلية وكفاءة إدارة المخاطر، في حين يترجم المؤشر الثاني قدرة المؤسسة وكفاءتها في استيعاب الصدمات وامتصاصها. كما كان للتوسع المصرفي الكبير أثره في جعل الإشراف على الأنشطة المصرفية أكثر تعقيداً، وانتشرت بذلك ظاهرة امتلاك السياسيين ورجال الدولة للبنوك². فضلاً على نقص الثقة في القطاع المالي وفي مصداقية حساباته وفي سلامة الإدارة الحكيمة والإشراف الذي تقوم بهما البنوك المركزية في دول جنوب شرق آسيا.

و. العجز في الميزان التجاري وموازن المدفوعات:

لقد كان المصدر الرئيسي للعجز في موازين مدفوعات بلدان جنوب شرق آسيا هو العجز في الحساب الجاري، وتتمثل أهم الأسباب التي أدت إلى استمرار العجز في موازين مدفوعاتها في تراجع صادرات هذه البلدان ونمو معدل الواردات، إضافة إلى عجز حساب الخدمات وحساب الاستثمار في ميزان المدفوعات³.

¹. إبراهيم نافع، عبد المنعم سعيد، حسن أبو طالب، ما الذي يجري في آسيا؟، (القاهرة: مركز الأهرام للترجمة والنشر، 1998)، ص. 186.

². أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، (مصر: دار النيل للطباعة والنشر، 2001)، ص. 50.

³. المرجع نفسه، ص. 24-26.

الجدول رقم 6

عجز الحساب الجاري الخارجي للبلدان الآسيوية قبل الأزمة.

(% من PIB)

1997	1996	1995	
2.9-	3.3-	3.3-	اندونيسيا
3.9-	7.9-	8-	تايلند
4.5-	4.7-	4.4-	الفلبين
2.7	4.9	2-	كوريا
5.8-	4.9-	10-	ماليزيا

المصدر: غيليمو أورتيغ مارتنيز، "ماهي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا؟"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 1998)، ص.7.

ي. ضعف قطاع الأعمال:

اتسم الهيكل التمويلي في قطاع الأعمال في بلدان الأزمة الآسيوية بالاعتماد على الاقتراض المصرفي بدلا من الاعتماد على حقوق الملكية كالأسهم.¹ فبعد تحرير النظام اقتضت وحدات قطاع الأعمال في هذه الدول بالعملة الأجنبية دون وجود تأمين كاف في ظل سعر الصرف الثابت، وعندما تدهور سعر صرف العملات المحلية زادت أعباء السداد بالنسبة لهذه الوحدات. كما أن محاولة السلطات الدفاع عن سعر الصرف من خلال رفع سعر الفائدة أضاف دفعة جديدة إلى عبء السداد مما أدى إلى عجز العديد من الوحدات العائلية ووحدات قطاع الأعمال عن السداد، وما زاد الطين بلة تدهور أسعار كل من الأسهم والعقارات وهي ضمانات هذه القروض.²

ر. استراتيجيات النمو ذو التوجه التصديري:

اعتمدت استراتيجيات التنمية في دول جنوب شرق آسيا على الصادرات كمصدر أساسي للنمو الاقتصادي. وما يعيب على تلك الإستراتيجية هو ارتفاع درجة حساسية اقتصادياتها للتطورات الاقتصادية والإقليمية، وهو ما حدث بالفعل خلال التسعينيات من القرن العشرين مع زيادة حدة منافسة الصادرات الصينية وتأثيرها على القدرات التنافسية لصادرات دول جنوب شرق آسيا، مما أدى إلى تباطؤ نمو الصادرات في تلك الدول. علما أن بلدان جنوب شرق آسيا اتجهت مباشرة للتصدير من دون المرور بمرحلة الإحلال محل الواردات.³

¹ عمرو محي الدين، "ماذا حدث في شرق وجنوب شرق آسيا؟ تحليل لأزمة العملات وأسواق المال في هذه الدول: سماتها، أسبابها، نتائجها"، مرجع سابق، ص. 136-137.

² مصطفى كامل السيد، "أزمة الدول الصناعية الجديدة في شرق آسيا وقضية التنمية"، كراسات التنمية، العدد الثاني (مركز دراسات وبحوث الدول النامية، جامعة القاهرة، جويلية 1998)، ص.29.

³ محمود عبد الفضيل، مرجع سابق، ص.21.

وعموما رغم أن هناك عوامل كثيرة ساهمت في حدوث الأزمة المالية الآسيوية، إلا أن هناك توافقا في الرأي على أن العامل الأساسي هو الضعف وعدم فعالية الإشراف والتنظيم المالي في هذه البلدان، إلى جانب عدم التسلسل في تحرير مكونات حساب رأس المال، مع عدم مراعاة حجم الائتمان قصير الأجل الذي قد يعجز النظام المصرفي عن استيعابه.

3. مراحل الأزمة:

اعتبرت تايلاند كنقطة البداية في انفجار الأزمة الآسيوية، حيث تصاعد العجز في حسابها الجاري منذ الربع الأول من عام 1997، كما ارتفعت الديون الخارجية وأعباء خدماتها بشكل واضح، مما جعل الكثير من المتعاملين في سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي يتنبئون بعمليات تخفيض ستجربها السلطات على الباهت التايلندي، وهكذا تزايدت عمليات بيع الأصول المالية، وشراء الدولار من السوق المحلية وتحويله إلى الخارج. ولم تتوقف هذه الأوضاع في الحدود التايلندية ولكنها انتقلت بسرعة إلى باقي البلدان الآسيوية التي راحت تستخدم احتياطاتها من الصرف لحماية عملائها من الانهيار، كما قرر البعض منها الرقابة على خروج رؤوس الأموال، وهو ما هز ثقة المستثمرين وزاد من حدة المضاربة. ومع تعويم الباهت التايلندي، انفجرت الأزمة المالية لبلدان جنوب شرق آسيا وتطورت من خلال ثلاث مراحل أساسية:¹

- **المرحلة الأولى:** من 2 جويلية إلى منتصف أكتوبر 1997، كانت كل من تايلاند وماليزيا وأندونيسيا والفلبين في عمق الأزمة، حيث انهارت عملائها و اضطرت أوضاع البنوك المحلية بسبب ارتفاع خدمات الديون قصيرة الأجل المتعاقدة بالدولار الأمريكي.
 - **المرحلة الثانية:** انطلاقا من النصف الثاني من أكتوبر 1997، مع انتشار الضغوطات إلى كل البلدان الآسيوية، حيث تأثرت كل من الأسواق المالية وأسواق الصرف في هونغ كونغ وسنغافورة وتايوان وكوريا والصين، كما عرفت البنوك صعوبات حقيقية.
 - **المرحلة الثالثة:** مع نهاية عام 1997، حيث عرفت الأزمة توسعا عالميا، ومست كل من روسيا وأمريكا اللاتينية، وقد ساعد على الانتشار السريع للأزمة عبر كل الأسواق ما يعرف بعامل العدوى.
- وفي الأخير يمكن القول أن الأزمة المالية الآسيوية (1997-1998) رغم أنها مست في البداية بعض البلدان في المنطقة، إلا أنها تحولت بعد ذلك إلى أزمة ذات أبعاد عالمية، حيث تعدت إلى العديد من الاقتصاديات والأسواق المالية الأخرى على الصعيدين الإقليمي والدولي فيما يعرف بأثر العدوى.

¹. Michel Drouin, Op. Cit., P. 163.

4. الإجراءات المتبعة لعلاج الأزمة المالية الآسيوية:

دفعت الأزمة المالية الآسيوية، إلى التساؤل حول كيفية إدارة الأزمة وتسييرها. فما هي الإجراءات والتدابير التي اتخذت للحد من توسع هذه الأزمة؟

أ. رد فعل واستجابة سلطات دول الأزمة:

لقد كان أخطر ردود الفعل هي ما تم في ماليزيا وإلى حد ما في تايلاند، حيث قامت الحكومة في ماليزيا بمنع بعض أنواع التعامل في الأسهم، مما أدى إلى صعوبة خروج المستثمرين والمتعاملين الأجانب من السوق فخلق لديهم الشعور بوجودهم في مصيدة، وأن قوى السوق وآلياته لم تعد هي الحاكمة في حركة المتغيرات المالية والاقتصادية، وهنا بدأت بوادر أزمة الثقة التي دفعت المتعاملين للهروب إلى الخارج.¹

أما في تايلاند التي انطلقت منها الشرارة الأولى للأزمة، فقد اضطر البنك المركزي فيها إلى تعويم الباهت ولكن بعدما كان قد فقد كميات ضخمة من احتياطات النقد الأجنبي دفاعا عنه، كما أنفقت الحكومة كذلك مليارات الدولارات بالعملة المحلية من أجل دعم أو مساندة المؤسسات المصرفية المتأزمة دون التوجه نحو إغلاقها أو دمجها أو تأهيلها، وهذا ما أدى إلى حالة من الذعر المالي في البلد مع إدراك المستثمرين أن احتياطات النقد الأجنبي المتاحة لدى الدولة قد انخفضت إلى مستويات لا تسمح حتى بخدمة الديون القائمة قصيرة الأجل المستحقة للمصارف الدولية.² كما اتبعت البلدان الأخرى مجموعة من الإجراءات غير الملائمة، متسببة في تفاقم الأزمة.

ب. سياسة صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة:

ركزت بلدان الأزمة الآسيوية بشكل كبير على دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة والحد منها، وكانت القضية الأشد إلحاحا في البداية هي إمدادها بالتمويل الكافي لإعادة الثقة للسوق والتعامل مع أزمة السيولة التي نتجت عن الهروب المفاجئ لرؤوس الأموال وانحيار عملاتها. لكن بدلا من أن تؤدي برامج الصندوق إلى تهدئة الأوضاع، عجلت بهروب رؤوس الأموال من المنطقة. ويمكن أن نميز في هذا الإطار بين مرحلتين:³

- **المرحلة الأولى:** وقع خلالها صندوق النقد الدولي ثلاث اتفاقيات قروض طارئة مع كل من تايلاند وكوريا واندونيسيا، وكانت اتفاقيات القروض الثلاث متشابهة المضمون، حيث تضمنت ما يلي:
- يخصص جانب كبير من القروض للحكومات والبنوك المركزية لتمكينها من تعزيز قدرتها على خدمة الديون الأجنبية وعلى تثبيت أسعار الصرف؛
- ضمان توفير إطار اقتصادي كلي يتميز بتوازن الميزانية، وارتفاع أسعار الفائدة الاسمية، وتقييد الائتمان المحلي بما يتفق ومتطلبات استقرار أسعار الصرف؛

¹. مصطفى كامل السيد، مرجع سابق، ص ص. 30-31.

². أحمد يوسف الشحات، مرجع سابق، ص. 85.

³. المرجع نفسه، ص ص. 86-90.

- تبني إجراءات هيكلية وتوجيهية من أجل زيادة الشفافية والمنافسة، تتضمن التعجيل بإصلاح النظام المصرفي والتجاري والخصخصة، وغيرها.
- لقد كانت الأموال الموجهة لمساندة بلدان الأزمة الآسيوية ضخمة (36 مليار دولار لاندونيسيا، 8 مليار دولار لكوريا، و17 مليار دولار لتايلاند). وكانت أول خطوة في إطار سياسات الإصلاح هي استعادة الثقة في الأسواق المالية، غير أن هذه الإجراءات منيت بالفشل ولم يستطع الصندوق احتواء الأزمة واستعادة الثقة في الأسواق.
- المرحلة الثانية: ابتداء من 24 ديسمبر 1997، وتضمنت هذه المرحلة ما يلي:
 - التأجيل والتعليق الجزئي لمدفوعات الديون الأجنبية وفقا لاتفاقيات جماعية بين الدائنين والمدينين (كما في حالة كوريا) أو وفقا لاتفاقيات فردية بين الدائن والمدين (كما في أندونيسيا)؛
 - ضمان الحكومات لخصوم البنوك التجارية، مع التركيز على إعادة هيكله البنوك بدلا من إغلاقها؛
 - التخلي عن هدف تحقيق فائض الميزانية والتركيز فقط على محاولة تخفيف العجز فيها.
- إلى جانب الإبقاء على بعض المبادئ السابقة، كإصرار الصندوق على تثبيت أسعار الصرف، وتبني إجراءات هيكلية واسعة النطاق في مجالات التمويل والتجارة والرقابة على قطاع الأعمال.
- وعموما، منذ انفجار الأزمة المالية الآسيوية وما أفرزته من هشاشة الجهاز المصرفي، بدأت الدراسات والبحوث حول الأزمات المصرفية والأسباب التي أدت إليها، في محاولة لتتبع سلوك المتغيرات الإجمالية (كالنتائج المحلي الإجمالي، توازن الميزان الخارجي وسلوك سعر الصرف)، وبعض المتغيرات الجزئية (خاصة على مستوى المؤسسات المصرفية) قبل انفجار الأزمة المصرفية بفترة زمنية طويلة، بهدف التعرف على سلوك هذه المتغيرات واتجاهاتها قبل الأزمة ودرجة تغير هذا الاتجاه أو السلوك، وذلك من أجل بناء نظام للإنذار المبكر يمكن بواسطته توقع حدوث الأزمة المصرفية قبل وقوعها بل وحتى تحديد ميقات وقوعها.

المطلب الثالث: الأزمة المالية الروسية

شهد الاقتصاد الروسي منذ أواخر عام 1991 تطورات سياسية واقتصادية سريعة أطاحت بالاتحاد السوفيتي رسميا، وبالرئيس "جورباتشوف" سياسيا، وبالبريسترويكا والاشتراكية اقتصاديا، وعبرت جمهورية روسيا الاتحادية إلى اقتصاد السوق، من خلال برنامج للإصلاح الاقتصادي تضمن التخلي عن نظام الأوامر والتوجه نحو اقتصاد السوق وتحول روسيا إلى دولة رأسمالية. ولكن هذا التحول كما دمر النظام السياسي السابق وأقال جورباتشوف وأنهى عهد الحزب الشيوعي تماما، نجده أيضا سيدمر الاقتصاد الروسي لأن هذا التحول لم تسبقه خطوات تمهيدية.

إن للأزمة الروسية التي نشأت عام 1998 مكون مالي قوي، فابتداء من جوان 1998 احتلت روسيا مكان آسيا كمرکز للتوترات، حيث كانت المؤشرات تنبئ بأزمة وشيكة، عندما أعلنت روسيا عن التوقف عن سداد ديونها قصيرة الأجل لمدة ثلاثة أشهر وإعادة هيكله ديونها وكذلك انخفاض قيمة الروبل بـ 300%. ورغم المساعدات التي

تلقتها روسيا من مختلف الهيئات الدولية في جويلية 1998 لتفادي الانهيار التام، فإنها لم تتمكن من حماية عملتها بنفاذ احتياطياتها من الصرف في منتصف أوت 1998. كما أن البنوك الروسية خسرت خسارة كبيرة قدرت بـ 27 بليون دولار من القيمة الاسمية للأوراق المالية الحكومية، وزادت مطلوباتها من الديون الخارجية، هذا إلى جانب فرض الرقابة على الصرف في حساب رأس المال. أما بالنسبة لإعادة هيكلة الدين المحلي والبالغ 290 بليون روبل فهو يتكون من إصدارات (GKO's) و (OFZ's)*، حيث تبلغ هذه الأوراق 73% من الدين المحلي.¹

وعموما فإن تدهور النظام المصرفي والآثار السلبية على الميزانيات في القطاع غير المالي قاد إلى أزمة مالية حادة، إلى جانب عدم الاستقرار السياسي وانتشار الفساد بشكل غير مسبوق، واقتترانه بالجريمة المنظمة وسوء الإدارة العامة الروسية. كما أن سياسة تنفيذ الخصخصة بصورة عشوائية وبتسار لآلاف المؤسسات العامة وعدم مراعاة التدرج في الانتقال من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق أدى إلى تدمير الطاقات الإنتاجية التي كانت قائمة.

1. أهم ملامح الأزمة المالية الروسية: تمثلت أهم ملامح الأزمة الروسية فيما يلي:²

أ. انهيار سعر صرف الروبل:

سجل الروبل الروسي أكبر انخفاض له في 25 أوت 1998، مما اضطر البنك المركزي في اليوم الموالي إلى إيقاف تداول الروبل مقابل الدولار. وبالنسبة للأموال التي قدمها صندوق النقد الدولي إلى روسيا والبالغة 4,8 بليون دولار أمريكي، اتجه منها بليون دولار إلى وزارة المالية لمواجهة التزامات الدين العام، في حين استخدم البنك المركزي الباقي للدفاع عن الروبل.

ب. انهيار أسعار النفط الدولية:

يعتبر النفط أحد أهم المصادر الأساسية للإيرادات العامة في روسيا، وقد انخفضت أسعار هذا الأخير بـ 49,3% خلال الستة أشهر الأولى من عام 1998،³ وهو ما نتج عنه عجز في الميزان التجاري وميزان المدفوعات، ويرجع هذا الانهيار في جزء منه إلى الأزمة المالية الآسيوية وما أعقبها من انهيار في حجم النشاط الاقتصادي. ورغم هذا الانخفاض في الإيرادات فقد ظلت مستويات الإنفاق في روسيا على ما هي عليه بل تزايدت، خاصة فيما يتعلق ببرامج روسيا التسلحية، كما أن تباطؤ دخول العملات الصعبة لروسيا (عائدات الصادرات، استثمارات مباشرة،

* أوراق الدين GKO هي أدوات الخزينة الروسية قصيرة الأجل - تبلغ قيمة الكوبون صفرا- أما الأوراق OFZ فهي سندات للحكومة الفيدرالية لها كوبونات مستحقة دوريا. وقد دفع الاضطراب الذي أصاب سوق أوراق الدين الحكومية العائد على هذه الأوراق إلى ما يزيد على نسبة 60%. أنظر في ذلك: عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص. 249.

¹. عمرو محي الدين، أزمة النور الآسيوية، مرجع سابق، ص. 249-254.

². المرجع نفسه، ص. 249.

³. Jacques Sapir, "La crise Financière Russe d'Août 1998, Tournant de la Transition en Russie?", **Document de Travail** 01-1 CEMI (EHESS) (Mai 2001), P.6.

وغيرها) دفع البنك المركزي إلى استنفاد احتياطي الصرف من أجل تمويل العجز في الميزانية، ومع بداية جوان 1998 أصبح مستوى الاحتياطيات أقل من قيمة الدين المحلي قصير الأجل وهو ما دفع أيضا إلى تخفيض قيمة الروبل.

الجدول رقم 7

احتياطي الصرف لدى البنك المركزي الروسي

(الوحدة: مليار دولار)

1/6/98	1/4/98	1/1/98	1/12/97	1/10/97	1/7/97	1/1/97	التاريخ
14,9	16,9	17,9	16,8	23,1	24,5	15,3	إجمالي الاحتياطيات من:
9	11,9	12,9	12,2	18,7	20,4	11,3	العملة الصعبة
4,9	4,9	4,9	4,6	4,4	4,2	4,0	الذهب

Source : Jacques Sapir, "La crise Financière Russe d'Août 1998, Tournant de la Transition en Russie?", Document de Travail 01-1 CEMI (EHESS) (Mai 2001), P.6.

ج. عجز الموازنة العامة:

تعزى الأزمة المالية الروسية أساسا إلى فشل السياسات المحلية على مدى عدة سنوات في التعامل بفعالية مع مشكل العجز الكبير في الموازنة، الذي نشأ نتيجة الفشل في إصلاح النظام الضريبي، والافتقار إلى انضباط الإنفاق في مجالات مهمة، وبطء التقدم في الإصلاح الهيكلي، مما أثر سلبا على أداء الاقتصاد بشكل عام.¹ وقد زاد من عجز الموازنة أعباء خدمة الدين العام الذي يتسم بقصر أجله. وهكذا أصبح الدين أكثر استجابة لصدمات الثقة والجدارة الائتمانية وصدمات تقلبات السوق، وقد نتج عن ذلك أن استوعب سداد التزامات الدين حوالي 50% من الإيرادات العامة.

د. عدوى الأزمة المالية الآسيوية:

اتجهت العديد من المؤسسات في دول جنوب شرق آسيا منذ عام 1995 نحو الاستثمار في سوق الأسهم الروسية، وشراء أدوات الدين الحكومي الروسية حتى تلك المقومة بالروبل الروسي، نظرا لارتفاع عائدها وثبات سعر صرف الروبل. وعند انهيار أسواق هذه البلدان مع نهاية سنة 1997 وبداية سنة 1998 بدأت مؤسساتها المالية تعاني من شح في السيولة، وحاولت بعض هذه المؤسسات التي استثمرت في أوراق الدين الحكومي والأسهم الروسية التخلص من هذه الأوراق المالية التي تجاوزتها مما أدى إلى تسارع انهيار السوق المالي الروسي.

هـ. تدهور الميزان الخارجي الروسي:

عرف الفائض الكبير المحقق لعدة سنوات تراجعا انطلاقا من أواخر سنة 1996، وهذا ليس ناتجا فقط عن الانخفاض في أسعار المواد الأولية كأسعار المحروقات، ولكنه ناتج أيضا عن الارتفاع الكبير في أسعار الواردات.² ولم

¹. Peter Isard, Op. Cit., P. 149.

². Jacques Sapir, "La crise Financière Russe d'Août 1998, Tournant de la Transition en Russie?", Op. Cit., P.9.

يكن من المتوقع أن تزداد الصادرات استجابة لانخفاض سعر الروبل، فأغلب الصادرات السلعية الروسية مسعرة بالدولار الأمريكي، هذا إلى جانب أن ما يزيد على 50% من واردات روسيا تتمثل في سلع أساسية منخفضة المرونة. و. انهيار سوق الأسهم والسندات:

بدأت الضغوط على الروبل وعلى سوق الأسهم في روسيا منذ نهاية مارس عام 1998 رغم محاولات الحكومة إنعاش السوق المالية، وقد ترتب عن انهيار سوق الأسهم والسندات خسائر كبيرة غير مسبوقة في محافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك والمؤسسات المالية العالمية.

ي. ضعف وتدهور أوضاع الجهاز المصرفي:

عرف الجهاز المصرفي الروسي تدهورا كبيرا نتيجة التخفيض المستمر للروبل وإعادة هيكلة الدين الحكومي، وقد ترتب على هذين الإجراءين الضغط على البنوك لسحب الودائع، وقد عجزت بعض البنوك عن رد الودائع في حين اتجه بعضها إلى اتخاذ إجراءات الإفلاس، وأصبحت روسيا تعاني من أزمة سيولة غير عادية في النقد الأجنبي.

2. عدوى الأزمة المالية الروسية:

انتقلت آثار الأزمة الروسية إلى الأسواق المالية العالمية التي استجابت بانخفاض مؤشرات الأسهم فيها، فمثلا، انخفض مؤشر داوجونز حوالي 512 نقطة في سبتمبر 1998، كما انزلت الأسهم الآسيوية والأوروبية في بداية الأزمة وذلك وسط دوامة انهيار بورصة نيويورك، كما ترتب عن تدهور سعر صرف الروبل وإعادة هيكلة الدين الحكومي خسارة كبيرة للمستثمرين في الأدوات المالية المقومة بالروبل، فالأزمة الروسية أدت إلى تصاعد الضغوط لبيع الأسهم في أمريكا اللاتينية وأوروبا والولايات المتحدة الأمريكية، وخاصة لإشباع الحاجة إلى السيولة. كما ترتب على الأزمة الروسية وانهيار السوق الروسي تزايد أزمة عدم الثقة في الأسواق.

وفي خضم هذه الأزمة كان على روسيا اختيار أحد الحلين للخروج من الأزمة، إما العودة إلى الاقتصاد الموجه، وبذلك تخسر دعم الدول الغربية والمؤسسات الدولية لها، وإما أن تخضع لتعليمات صندوق النقد الدولي لتحصل منه على القروض. لذا فقد اختارت روسيا الخضوع لعلاج صندوق النقد الدولي لاقتصادها، وتطبيق العديد من السياسات المالية والنقدية لإصلاح الاقتصاد.

المطلب الرابع: أزمة البرازيل (1998-1999)

تعتبر البرازيل أكبر الاقتصاديات في أمريكا اللاتينية، ومن أبرز الأسواق الناشئة. وقد كانت الأوضاع في البرازيل مشابها لما حدث في روسيا، من حيث مشاكل الميزانية ودور الدولة في مركز الضغوطات، ومشابها لبلدان جنوب شرق آسيا، من حيث نظام الصرف واشتداد المضاربات على العملات.

لقد عملت البرازيل منذ عام 1994 على مكافحة التضخم المزمن، وهو ما دفع بالسلطات البرازيلية إلى الدفاع عن سعر الصرف من خلال طرح عملة جديدة "الريال" في جويلية 1994 وتثبيتته بالدولار، وقد نجحت هذه

العملية في البداية، لكن سرعان ما عادت الاختلالات لتظهر تحت ضغوط كبيرة أدت إلى نشوء أزمة في البرازيل، فبحلول يوم 15 جانفي 1999 تخلت البرازيل عن الدفاع عن سعر الصرف المغالى فيه للريال البرازيلي المرتبط بالدولار بعد مرور ما يزيد عن أربع سنوات ونصف من الدفاع المستمر عن سعر الصرف. وقد ترتب على القرار الخاص بتعويم الريال البرازيلي، دون أن يصاحب ذلك الالتزام بسياسة نقدية ومالية ملائمة، اختلالات مالية واقتصادية بدأت مع الأزمة المالية الآسيوية وتساعدت حدثها مع الأزمة الروسية.¹ وعموما نشأت أزمة البرازيل نتيجة العديد من الأسباب المتداخلة منها:²

- تفاقم عجز الموازنة وعدم قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها نظر لارتفاع أعباء المديونية؛
- انخفاض الاحتياطيات من النقد الأجنبي، بسبب حماية الريال البرازيلي عن طريق التدخل في سوق النقد؛
- انعدام التوازن في إدارة مالية الحكومة ممثلة في عجز كبير في الميزانية، وعدم وجود نظام ضريبي كفاء لتوفير الإيرادات المطلوبة، وهو ما أحل بقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها، وأشاع الفوضى وعدم الثقة في النظام المالي السائد؛
- التشكيك في قدرة البرازيل على تحمل أعباء المديونية التي اعتبرت أعلى نسبة دين في العالم (148 مليار دولار)؛
- ارتفاع الودرات وتفاقم العجز في ميزان المدفوعات؛
- انخفاض الإنتاجية وارتفاع نسبة البطالة (أعلى نسبة بطالة وفقير في العالم)؛
- هروب المستثمرين المفاجئ من سوق الأسهم البرازيلية، التي تعد أضخم سوق في أمريكا اللاتينية وثالث أكبر سوق أسهم ناشئة بعد تايوان وجنوب إفريقيا؛
- في أعقاب الأزمة الروسية، ولمنع تدفقات رأس المال الضخمة، ركز البنك المركزي على رفع أسعار الفائدة، ولكن نتج عن ذلك زيادة كبيرة في الديون؛³

ولا شك في أن الأزمة المالية البرازيلية مثلت مشكلة كبيرة للمؤسسات الدولية في العالم أجمع، نظرا لمكانة البرازيل في الاقتصاد العالمي. ولذلك تضافرت الجهود الدولية بقيادة صندوق النقد الدولي في نوفمبر 1998 على برنامج دولي لإنقاذ الاقتصاد البرازيلي بقيمة 41,5 مليار دولار⁴ مربوطا بخطة للإصلاح المالي والاقتصادي.

¹. عمرو محي الدين، أزمة النمر الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، مرجع سابق، ص ص. 254.

². عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص ص. 333-334.

³. Vincent Marcus, "Crises des Paiements :une Perspective Historique, 1980-2002 ", Rapport du Conseil d'Analyse Economique sur la : "Crises de la Dette : Prévention et Résolution", (Paris: la Documentation Française, 2003), P. 114.

⁴. عمرو محي الدين، أزمة النمر الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، مرجع سابق، ص ص. 254.

المطلب الخامس: أزمة الأرجنتين 2001

مع نهاية الثمانينيات من القرن العشرين عرفت الأرجنتين اثنتين من نقاط الضعف الرئيسية، فمن جهة - وبعد النصف الثاني من سبعينيات القرن العشرين - قامت الحكومة الأرجنتينية في ذلك الوقت بانفتاح شديد على العالم الخارجي في مجال الأنشطة الاقتصادية سواء الإنتاجية أو الاستهلاكية، معتمدة في ذلك على تمويل خارجي من خلال عمليات استئانة واسعة تفوق قدرة الأرجنتين على مواجهة أعباء سداد فوائدها التي انتقلت من 8 مليار دولار عام 1973 إلى 48 مليار عام 1983، ومن جهة أخرى عانت من ظاهرة التضخم الجامح (4900% في 1989).¹

ومنذ منتصف عام 1998 بدأت الأرجنتين تعاني من حالة ركود حاد لعدة أسباب نابعة عن سوء التخطيط الحكومي، فقد رأت الحكومة منذ بداية التسعينيات من القرن العشرين أن الحل الأمثل لمواجهة الارتفاع الرهيب للأسعار واستعادة مصداقية العملة هو ربط البيزو بالدولار الأميركي على أساس واحد بيزو يساوي واحد دولار،² أو ما يسمى بنظام مجالس العملة، أين يمارس الدولار مع البيزو جميع وظائف النقود. ويسمح هذا النظام بالسيطرة على التضخم وجذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال تقديم ضمانات ضد مخاطر العملة، كما يمنع التمويل النقدي للدين الحكومي. وهذا النظام وضع الاقتصاد الأرجنتيني تحت تبعية تدفقات رأس المال الأجنبي، كما أنه وفي الوقت نفسه، قضى على مرونة السياسة النقدية.³

ويعتبر المحللون أن ربط البيزو بالدولار هو ما جعل الصادرات الأرجنتينية أكثر كلفة من صادرات دول الجوار، فالمساواة بين عملتين لا مجال للمقارنة بين اقتصادهما نوعا وكما هو أكبر الأخطاء الاقتصادية التي وقعت في الأرجنتين. إضافة إلى فرض أعباء ضريبية وجمركية على بعض المواد المستخدمة في الصناعات الوطنية، ما أدى إلى ضعفها وفتح الأسواق أمام السلع الاستهلاكية المستوردة لتغطية احتياجات السوق المحلي، وبالطبع أدى هذا إلى حالة من الركود الحاد.⁴

إن الأزمات المتتالية التي هزت الأسواق الناشئة أثرت على الأرجنتين بإحداثها انخفاضا في قيمة عملات البلدان المنافسة لها، وجعل المستثمرين الأجانب أكثر ترددا. كما أن ما حدث في البرازيل من تخفيض لقيمة الريال البرازيلي جعل المبالغة في تقدير قيمة البيزو لا يطاق وأثار الشكوك حول القدرة على تحمل ارتفاع حجم الديون.⁵

وقد ترافقت هذه الظروف والتدابير، جنبا إلى جنب مع عمليات الخصخصة التي وفرت عائدات إضافية للدولة، والتي عرفت نجاحا حقيقيا حتى عام 1996. ومنذ ذلك الحين، بل ومنذ تخفيض قيمة الريال البرازيلي في

¹. Vincent Marcus, Op . Cit., PP .116-117.

². أسماء دردور، نسرين بن الزاوي، "الأزمة المالية الحالية ومستقبل العملة المالية"، الملتقى العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية"، (جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009)، ص ص.7-8.

³. Vincent Marcus, Op . Cit., PP .116-117.

⁴. أسماء دردور، نسرين بن الزاوي، مرجع سابق، ص ص.7-8.

⁵. Michel Aglietta, Macroéconomie Financière : Crises Financières et Régulation Monétaire, Op . Cit., P. 34.

جانفي 1999، شهدت الأرجنتين انخفاضا حادا في القدرة التنافسية السعيرية لصادراتها إلى البرازيل، وإلى العديد من البلدان الأخرى، ولجأت لتمويل العجز التجاري إلى الاستدانة الخارجية، الشيء الذي زاد في نفس الوقت من خدمة ديونها.¹

لقد كان أول تحذير من الأزمة في خريف عام 2000، أين تعذر الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية وأصبحت مصادر الديون الخارجية ناضبة تماما، وقد تطلب الأمر تخفيض بنسبة 13% من رواتب موظفي الخدمة المدنية، لدعم مسعى الحكومة لدى صندوق النقد الدولي للحصول على قرض بقيمة 1,3 مليار دولار، لكن هذا القرار قوبل بالرفض الاجتماعي، وظهر واضحا أن الحكومة عاجزة عن مواجهة الأزمة.

وفي الأشهر الأخيرة من عام 2001، تحولت الأزمة المالية إلى أزمة اجتماعية وسياسية، إذ أن الحد من النفقات العمومية زاد من حدة الركود، وخفض من عائدات الضرائب بطريقة زادت من العجز بدلا من أن تخفضه، كما ارتفعت أسعار الفائدة والأعباء المالية، وأدى انعدام الثقة لدى المستثمرين إلى هروب رؤوس المال. لكن وبدءا من أول نوفمبر أصبح التسرب تدافعا، وتراجعت احتياطات البنك المركزي بـ1,7 مليار دولار، وأصبح من الواضح أن الأرجنتين لا يمكنها تجنب التخلف عن سداد ديونها السيادية، إذ دمر اندفاع المودعين السيولة التي تضمن استمرارية هذا النظام، ودفع بالحكومة إلى اتخاذ تدابير جذرية للرقابة على الصرف. و في مطلع فيفري 2002 تم إلغاء نظام مجالس العملة رسميا واستبدله بنظام سعر صرف مرن.²

وعموما يتفق الكثير من المحللين مع المقولة التاريخية والاقتصادية والفلسفية بأن "التاريخ يعيد نفسه"، وأن الأزمات الاقتصادية تعود لتتكرر من جديد، وإن اختلفت صورا وأشكالا تحمل نفس الأسباب التي يتمثل أهمها في ذلك النقص الحاد في السيولة، والتقلبات في معدلات الفائدة وأسعار الصرف، والانحسار الشديد في الائتمان المصرفي، وانعدام الثقة بين الأفراد والمؤسسات المالية من جانب وبين المؤسسات المالية وبعضها البعض من جانب آخر.

ورغم ادعاء البعض بأن تلك الأزمات ما هي إلا أزمات عابرة غير مسبقة، إلا أن الأمر المؤكد هو أن ثمار الأزمات السابقة والحالية تحمل في طياتها بذورا لأزمات أخرى قادمة، بما يؤكد تكرار هذه الأزمات وإن اختلفت قليلا في مسبباتها، وأن من يدفع الثمن الأكبر في هذه الأزمات هم عادة غير المتسبين فيها وخاصة الفقراء، والأمثلة على ذلك كثيرة ومتعددة.

¹. Vincent Marcus, Op. Cit., PP. 116-117.

². Michel Aglietta, **Macroéconomie Financière: Crises Financières et Régulation Monétaire**, Op. Cit., PP. 34-35.

المبحث الثالث: النماذج المفسرة للأزمات المالية لما قبل الأزمة المالية الآسيوية

تعتبر نماذج الأزمات بمثابة المرجع لتفسير مختلف الاضطرابات التي تصيب الأنظمة المالية للبلدان، إذ أدى تكرار الأزمات إلى ولادة نقاش هام حول ما يتعلق بموضوع النماذج القياسية للهجمات المضاربة، التي تسمح بفهم أكبر للأزمات المالية. وفي هذا الإطار، نميز بين ثلاثة أجيال من نماذج الأزمات المالية.

المطلب الأول: نماذج الجيل الأول¹

تسمى أيضا بنماذج ميزان المدفوعات أو نماذج الهجمات المضاربة، ووفقا لهذه النماذج فإن أزمات الصرف تحدث كنتيجة لعدم كفاية احتياطي الصرف الناتج عن عجز دائم في ميزان المدفوعات، وعن مشاكل اقتصادية قاعدية، وأن تخفيض قيمة العملة يعيد توازن المبادلات الخارجية ويعيد بناء احتياطي الصرف ليضع حدا لأزمة الصرف هذه. لكن وعقب أزمة النظام النقدي الأوروبي (SME) (1992-1993)، تبين أن حالة الكليات الاقتصادية لا تفسر بشكل جيد أزمة الصرف، ولذلك، فإن الاقتصاديين انتقلوا إلى سيكولوجية المتعاملين وخاصة التحقيق الذاتي لتوقعاتهم، إذ يكفي أن يتوقع هؤلاء المتعاملون أن هجمتهم المضاربة تقود إلى تغيير في السياسة الاقتصادية وإلى تخفيض مستقبلي في قيمة العملة، وهو أساس الجيل الثاني لنماذج أزمات الصرف.

ظهر أول نموذج للجيل الأول على يد كروغمان (P.Krugman 1979) وفلود وغاربر (R.Flod, P.Garber 1984) وفلود وماريو (R.Flod, Mario 1998)، وقد جاءت هذه النماذج لمعالجة بعض المشاكل النقدية والاختلالات التي ظهرت في السبعينيات مع التخلي عن أسعار الصرف الثابتة وانحيار معيار الذهب، ودخول البلدان المختلفة في سلسلة من التخفيضات التنافسية لعملائها. ووفقا لهذه النماذج فإن الأزمة لا يمكن فصلها عن ظهور اختلالات دائمة في السوق النقدية أو في الميزانية، التي تصطدم مع محدودية احتياطيات الصرف في ظل نظام الصرف الثابت. كما أن ارتفاع معدل التضخم يفسر تراجعاً في تنافسية الأسعار، أين يولد العجز التجاري انخفاضاً في معدل الصرف الذي يجب تصحيحه. وعلى هذا الأساس يستخدم البنك المركزي احتياطيات الصرف من أجل شراء العملة والحفاظ على تماثل سعر الصرف، وهو ما يؤدي إلى بلوغ الاحتياطيات مستوى حرج أو حتى استنفادها. وفي هذه الحالة، فإن المستثمرين يرون في التخلي عن التماثل، والانسحاب من هذه البلدان من أجل حماية أنفسهم من الخسارة أمراً حتمياً. وعليه فالهجمة المضاربة تنطلق من قناعة هؤلاء المتعاملين بأن السلطات النقدية لا يمكنها الاستمرار في سياستها التوسعية دون التخلي عن نظام الصرف الثابت، وتبدأ الهجمة المضاربة قبل استنفاد احتياطيات الصرف كلياً. وهي تنتج عندما لا يتوافق معدل السوق مع التكافؤ الثابت بل مع معدل الصرف السائد عند تعويم العملة أي

¹. Flood, Robert P & Peter M. Garber (1984), "Collapsing exchange rate regimes: some linear examples", **journal of International Economics**, vol 17 (1984), PP. 1-7.

سعر صرف الظل (Shadow Exchange Rate). ولذلك، فالأزمة يمكن التنبؤ بها، وقد سمحت هذه النماذج بتفسير أزمة المكسيك (1973-1982)، وأزمة الأرجنتين (1978-1981).

لقد اعتبر كروغمان في نموذج ثبات معدل الصرف ما دام مستوى الاحتياطيات موجب، وفي الحالة العكسية فإن معدل الصرف يعوم. والفرضية التي انطلق منها هي وجود عجز في الميزانية يمول عن طريق الإصدار النقدي، واحتياطيات الصرف متناقصة في مقابل زيادة الدين المحلي لتمويل العجز. وقد عرّف كروغمان هذه الحالة بـ "الحالة التي يفقد فيها البلد تدريجياً احتياطياته من النقد الأجنبي".

ووفقاً لكروغمان فإن الحكومة تمول العجز في الميزانية بالاعتماد على احتياطيات الصرف الأجنبي، وأن الأزمة مرهونة بالحالة النفسية للمستثمرين المضاربين، والتي من خلالها تعتبر الهجمة على احتياطيات الصرف للحكومة كوسيلة لتغيير تركيبة محافظتهم وتحقيق الأرباح من خلال بيع العملة المحلية مقابل الاحتياطيات الأجنبية عند التكافؤ الثابت، والتي يعاد بيعها عند سعر صرف معوم بسعر أعلى بسبب اختلاف العائد. فالهجمة المضاربية ينتج عنها انخفاض في قيمة العملة، وهو ما يؤثر على احتياطيات الصرف. وهنا يمكن القول أن كروغمان اقترب من تحديد تاريخ انفجار الأزمة، فكلما كان مستوى الاحتياطيات مرتفعاً كلما تأخرت الهجمة المضاربية.

تمثل الأصول المتاحة وفقاً لفلود وغاربر "في كل من النقود والسندات المحلية، والعملة الصعبة والسندات الأجنبية. كما أن الحكومة تمتلك احتياطي صرف تستخدمه للدفاع على التكافؤ الثابت. والمتغير الأساسي الذي يميز الاختلالات النقدية هو الدين المحلي (D_t). وتبعاً لنموذج "فلود وغاربر" فإن المستثمرين يتوقعون انخفاض قيمة العملة بسبب تدهور المتغيرات الاقتصادية الكلية الأساسية، مسارعين إلى احتياطيات الصرف قبل استنفادها. وبعد الهجمة، فإن سعر الصرف لا يبقى ثابتاً ومستوى الاحتياطيات يصبح معدوماً. كما عمل كل من "فلود وغاربر" على تحديد توقيت الهجمة وهو ما يبرر إدخال معدل تناقص احتياطيات الصرف. وعلى هذا الأساس قاما بتشكيل النموذج الآتي:

$$\frac{M_t}{P_t} = \alpha_0 - \alpha_1 i_t \quad \text{avec } (\alpha > 0) \quad (1)$$

$$M_t = R_t + D_t \quad (2)$$

$$P_t = S_t P_t^* \quad (3)$$

$$i = i_t^* + \frac{\dot{S}_t}{S_t} \quad (4)$$

المعادلة رقم (1) تبين التوازن في سوق النقد، حيث أن M تمثل كمية النقد المحلي، P تمثل مستوى الأسعار المحلية، و i تمثل معدل الفائدة.

المعادلة رقم (2) تمثل دالة عرض النقود، حيث أن D يمثل الدين المحلي و R الاحتياطيات من الصرف الأجنبي.

المعادلة رقم (3) تمثل قاعدة تماثل القدرة الشرائية PPA ، حيث أن S يمثل سعر الصرف في حالة عدم اليقين، و P^* يمثل مستوى الأسعار الأجنبية.

المعادلة رقم (4) تمثل قاعدة تماثل أسعار الفائدة، حيث أن i يمثل معدل الفائدة المحلي، و i^* يمثل معدل الفائدة الأجنبي، و \dot{S} معدل الانخفاض المحتمل في قيمة للعملة.

لقد افترض كل من فلود وغاربر (1984) أن الدين المحلي ينمو بمعدل موجب u ، والذي يستجيب، كما بين كروغمان، لتمويل عجز الميزانية: $\dot{D}_t = u > 0$

بجمع المعادلات (1)، (3) و (4) تم التوصل إلى أن:

$$M = \left(\alpha_0 P_t^* - \alpha_1 i^* P_t^* \right) S_t - \left(\alpha_1 P_t^* \right) \dot{S}_t \quad (5)$$

$$= \beta S_t - \alpha \dot{S}_t$$

مع: $\alpha = \left(\alpha_1 P_t^* \right)$ و $\beta = \left(\alpha_0 P_t^* - \alpha_1 i^* P_t^* \right)$ ثوابت يفترض أنها موجبة.

في إطار نظام الصرف الثابت يكون $S_t = \bar{S}$ وهي قيمة ثابتة، وهذا يعني أن التغير في سعر الصرف يساوي صفر $\dot{S} = 0$. وعليه، وانطلاقاً من المعادلة رقم (4) يكون $i = i^*$. إضافة إلى ذلك وبالاعتماد على المعادلة رقم (3) فإن مستوى الأسعار المحلية يبقى ثابت إذا تم الإبقاء على سعر الصرف الثابت. ولذلك فإن توازن سوق النقد يتطلب إبقاء معدل الفائدة عند مستوى معدل الفائدة الأجنبي مع ثبات M ، بحيث تم الحصول انطلاقاً من المعادلة رقم (5) على ما يلي:

$$M = \beta \bar{S} \quad (6)$$

وبجمع المعادلتين (2) و (6) تم التوصل إلى الصيغة التالية:

$$R_t = \beta \bar{S} - D_t \quad (7)$$

مع ثبات كل من M و S وزيادة حجم الدين المحلي يتطلب الأمر تعديل احتياطات الصرف، استجابة للعجز في ميزان المدفوعات. وفي ظل هذه الشروط فإن معدل الانحراف يصبح كما يلي:

$$\dot{R}_t = -\dot{D}_t = -u \quad (8)$$

وهو ما يعني أن مستوى احتياطات الصرف ينخفض بنفس المقدار الذي يزيد به حجم الدين المحلي، وعلى هذا الأساس لا يمكن الاستمرار في الإبقاء على سعر الصرف الثابت مع $u > 0$ ، بسبب التراجع في احتياطات الصرف أو استنفادها. وهنا تصبح السياسة النقدية غير متلائمة مع الإبقاء على التكافؤ الثابت، وينهار نظام الصرف الثابت وتعمم العملة الوطنية، وتصبح أزمة الصرف متوقعة، بل حتمية.

بجمع المعادلات (2)، (6) و (8) تم الحصول على:

$$\begin{cases} R_t = R_0 - \mu t \\ D_t = D_0 + \mu t \\ M_t = R_t + D_t = R_0 + D_0 = \beta \bar{S} \end{cases} \quad (9)$$

حيث أن R_0 يمثل الاحتياطي الأولي من الصرف الأجنبي. ووفقا لهذه الشروط فإن احتياطي الصرف يصبح سالبا في اللحظة t .

$$t = \frac{R_0}{\mu} \quad (10)$$

لكن نظام الصرف الثابت يمكن أن ينهار قبل ذلك، وحتى يتم التعرف على تاريخ انفجار الأزمة، تم أولا المرور إلى سعر الصرف المعوم وإدخال مفهوم سعر صرف الظل $\tilde{S}_z = \bar{S}$ ، وهو قيمة سعر الصرف عند حدوث الهجمة المضاربية في تاريخ ما (Z) قبل التاريخ (t) . وعندما تتحقق الهجمة المضاربية فإن احتياطات الصرف تستنفذ وسعر الصرف يكون مساويا لسعر صرف الظل مباشرة عند التاريخ Z_+ ، كما يصبح الاستثمار صعبا في سوق الصرف، والتوازن في سوق النقد يتم مع سعر صرف معوم كما يلي:

$$M(z_+) = \beta \tilde{S}(z_+) - \alpha \dot{S}(z_+) \quad (11)$$

وهنا تكون

$$R(z_+) = 0 \quad \text{لأن} \quad M(z_+) = D(z_+) \quad \text{و} \quad \dot{M} = \dot{D} = u \quad (12)$$

وعندما لا ترغب الحكومة في التدخل في سوق الصرف، فإن سعر الصرف يعوم. وحتى يتم تحديد سعر الصرف الذي يعتبر كحل فإن كل من "فلود وغاربر" افترضوا سعر صرف الظل وفق الصيغة التالية:

$$\tilde{S}_t = \lambda_0 + \lambda_1 M_t \quad \text{pour} \quad t \geq Z \quad (13)$$

ومشتقة هذه المعادلة هي:

$$\dot{\tilde{S}} = \lambda_1 \dot{M}_t$$

وبالاعتماد على المعادلة رقم (12) يكون:

$$\dot{\tilde{S}} = \lambda_1 \dot{M}_t = \lambda_1 u \quad (14)$$

وبتعويض قيمة $\dot{\tilde{S}}$ في المعادلة رقم (5) تم الحصول على:

$$\begin{cases} M_t = \beta S_t - \alpha \dot{S}_t \\ = \beta \tilde{S}_t - \alpha \dot{S}_t \\ = \beta \tilde{S}_t - \alpha \lambda_1 u \end{cases} \Leftrightarrow \begin{cases} \tilde{S}_t = \frac{1}{\beta} M_t + \frac{\alpha \lambda_1 u}{\beta} \\ \tilde{S}_t = \lambda_0 + \lambda_1 M_0 \end{cases}$$

$$\text{حيث أن: } \lambda_0 = \frac{\alpha\mu}{\beta^2} \text{ و } \lambda_1 = \frac{1}{\beta}$$

وبعبارة أخرى يأخذ سعر صرف الظل الصيغة التالية:

$$\tilde{S}_t = \frac{\alpha \mu}{\beta^2} + \frac{1}{\beta} M_t, \quad t \geq z \quad (15)$$

وهذه المعادلة تترجم عبارة سعر الصرف عند التاريخ t (تاريخ الهجمة المضاربية). وعند تاريخ الانتهاء يكون $t=z$ وسعر صرف الظل يبقى مساويا لسعر الصرف الثابت لفترة ما قبل الأزمة $S_z = \bar{S}$ ، و $R_z \geq 0$ ، وبذلك تصبح المعادلة رقم (15) على النحو الآتي:

$$\bar{S} = \frac{\alpha \mu}{\beta^2} + \frac{1}{\beta} D_t \quad (16)$$

وعند استنفاد احتياطات الصرف:

$$M(t) = D(t) = D_0 + \mu t \quad (17)$$

ويجمع المعادلتين (16) و (17) تم تحديد تاريخ الهجمة المضاربية ($t=z$) وفق الصيغة التالية:

$$z = t = \frac{\beta \bar{S} - D_0 - (\alpha\mu/\beta)}{\mu} \quad (18)$$

وانطلاقا من المعادلة رقم (7) يكون:

$$R_0 = \beta \bar{S} - D_0$$

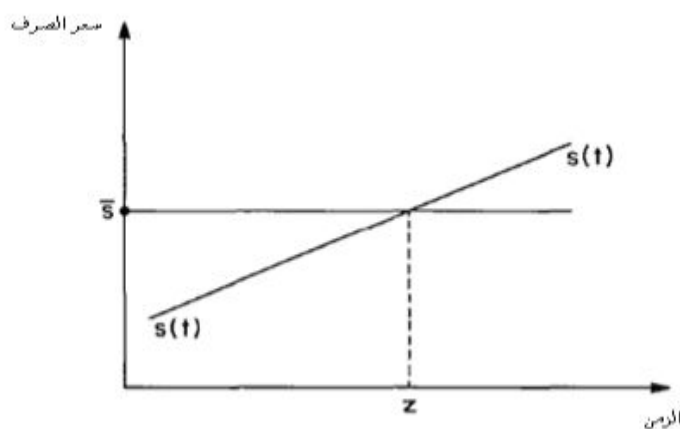
ويجمع هذه المعادلة مع المعادلة رقم (18) تم الحصول على:

$$z = \frac{1}{\mu} R_0 - \frac{\alpha}{\beta} \quad (19)$$

بمقارنة المعادلة رقم (10) بالمعادلة رقم (19) يظهر أن $t > z$ ، فالهجمة المضاربية هي التي تدفع إلى التخلي عن نظام الصرف الثابت، أي أنه كلما كان مستوى احتياطات الصرف الأولي عند التاريخ $t=0$ مرتفعا، وكانت هذه الاحتياطات كافية للتصدي للهجمة المضاربية فإن الأزمة تتأخر أو أنها لن تحدث أصلا. وفي نفس الوقت فإن نمو معدل الدين المحلي يسرع من انفجار الأزمة. وعليه فإن الأساسيات الكلية من خلال نموذج "فلود وغاربر" تتمثل أساسا في احتياطات الصرف والدين المحلي.

الشكل رقم 13

سعر صرف الظل وتاريخ الهجمة المضاربة وفق نماذج الجيل الأول

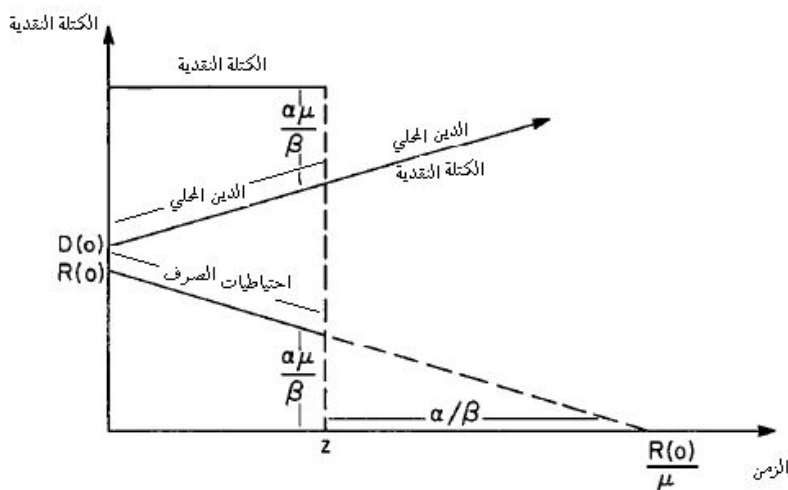


Source: Flood, Robert P & Peter M. Garber (1984), "Collapsing exchange rate regimes: some linear examples", **journal of International Economics**, vol 17 (1984), Op. cit., P.6.

يظهر من خلال الشكل رقم (13) أن سعر الصرف الثابت يتم الحفاظ عليه قبل الهجمة المضاربة إلى غاية التاريخ Z ، وهي نقطة التقاطع بين المنحنيين، أين يعوم سعر الصرف الثابت، وتحدث أزمة ميزان المدفوعات.

الشكل رقم 14

الأساسيات الاقتصادية الكلية وتاريخ الهجمة المضاربة وفق نماذج الجيل الأول



Source: Flood, Robert P & Peter M. Garber (1984), "Collapsing exchange rate regimes: some linear examples", **journal of International Economics**, vol 17 (1984), P. 6.

كما يوضح الشكل رقم (14) تطور احتياطات الصرف R_0 ، والدين المحلي D_0 ، وكذلك عرض النقود M حول تاريخ الهجمة المضاربة. فقبل الهجمة المضاربة، تتراكم الكتلة النقدية من الدين المحلي الذي ينمو بمعدل μ واحتياطات الصرف التي تتناقص تدريجياً بنفس المعدل. وعند تاريخ الهجمة المضاربة Z ، فإن عرض النقود وكذلك احتياطات الصرف تتناقص بمعدل $\frac{\alpha\mu}{\beta}$. ومباشرة بعد الهجمة فإن حجم احتياطات الصرف $R_0 = \frac{\alpha\mu}{\beta}$ ، وهذه

الاحتياطات سيتم استنفادها بعد الهجمة المضاربية، بالشكل الذي تصبح فيه الكتلة النقدية مكونة فقط من الدين المحلي، وهنا تحدث أزمة الصرف.

من خلال التحليل السابق، يمكن القول أن كل من "فلود وغاربر" (1984) حاولا تحديد بعض المفاهيم الجديدة، كمفهوم سعر الظل لسعر الصرف الموعوم، كما قاما بحساب تاريخ الهجمة المضاربية وحصر أهم الكليات الاقتصادية المرتبطة بحدوثها والمتمثلة في احتياطات الصرف والدين المحلي، كما أنهما أشارا في نهاية عملهما إلى ما يسمى بسلوك التحقيق الذاتي (Aauto-Realisateur) الذي يقدم تفسيراً للأزمة بمعزل عن الكليات الأساسية. ويمكن الحصول على نظرة أخرى متعمقة لنماذج الجيل الأول، تتمثل أساساً في تلك النظرة المقدمة من طرف "فلود وماريو" (Robert Flood, Nancy Marion, 1998)¹ اللذان أضافا بعض العناصر المبسطة في حل النماذج، مستخدمين في ذلك نموذج الجيل الأول "لفلود وغاربر" وتوصلا إلى نفس النتائج، كما تمكنا أيضاً من تحديد تاريخ انفجار الأزمة.

وما يلاحظ على كل هذه الأعمال أنها اتخذت من أعمال كروغمان (1979) قاعدة لها، ولذلك فإن الأساسيات التي تم أخذها بعين الاعتبار في كلا النموذجين تدعم نتائج كروغمان. وزيادة على وجود عجز الموازنة وانخفاض احتياطات الصرف ونمو الدين المحلي، أضيف كمتغير للتحليل في حالة الأزمة الآسيوية الارتفاع في معدلات الفائدة. إلا أن ما يؤخذ على نماذج الجيل الأول هو أنها لم تفرق بين المضاربين المقيمين والمضاربين غير المقيمين، ولم تهتم كثيراً بحركية رؤوس الأموال التي لعبت دوراً جوهرياً في الأزمات المالية في البلدان الناشئة. وهنا تجدر الإشارة إلى أن نماذج الجيل الأول تمكنت من تقديم تفسير لكل من الأزمة المكسيكية وأزمة الأرجنتين لسنوات الثمانينيات، كما أن أزمات الصرف وفقاً لهذه النماذج متوقعة ويمكن التنبؤ بها وترتكز على التراجع المتوقع للمتغيرات الأساسية.

المطلب الثاني: نماذج الجيل الثاني

ظهرت نماذج الجيل الثاني بعد أزمة النظام النقدي الأوروبي (1992-1993) التي شكلت أولى تجارب العولمة المالية في البلدان المتقدمة. والقاسم المشترك لنماذج الجيل الثاني في تفسيرها لأزمات الصرف هو محاولتها التأكيد على حدوث الأزمة رغم عدم تدهور سلوك المتغيرات الاقتصادية الأساسية، بمعنى الأزمات التي تحدثها سلوكيات وتوقعات المضاربين، والتي ليس لها صلة بحالة المتغيرات الاقتصادية الكلية والسياسات التي تتبعها الحكومات، وهو ما يعرف بالهجمات التي تتحقق ذاتياً.

فالأزمة تحقق ذاتها إذا انفجرت رغم توفر كمية كافية من احتياطات الصرف، تمنع حدوث أزمة ميزان المدفوعات التقليدية، أي أن فقدان الثقة في دولة ما قد يخلق أزمة اقتصادية تبرر هذا فقدان الثقة، وفي هذه الحالة

¹. Robert Flood & Nancy Marion , "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", **Journal of International Economics** (September 1998), PP .1-7.

فإن الأزمة لا ترجع إلى الإفراط في الدين المحلي، ولا إلى نخوف فيما يخص احتياطات الصرف، ولا من العجز في الحساب الجاري، بل إنها ترجع إلى التفاعل بين الغايات المستقبلية للحكومة من خلال تصريحتها واستجابات المضاربين، أي أن الأزمات تعتبر كنتيجة لعدم التوافق بين الإبقاء على نظام الصرف الثابت ورغبة الحكومة في إتباع سياسة نقدية أكثر توسعا، وعندما يتوقع المستثمرون انهيار نظام الصرف الثابت فإن ارتفاع معدلات الفائدة قادر على دفع الحكومة إلى التخلي الفعلي عن نظام الصرف الثابت دون أن يسبق ذلك انهيار فعلي للمتغيرات الأساسية الكلية. ولا شك أن أزمة دول جنوب شرق آسيا في التسعينيات، من وجهة نظر أصحاب هذا الرأي، تؤكد ذلك.¹

وعلى هذا الأساس فنحن أمام شكل من أشكال التوازن المتعدد والأزمات التي تحقق ذاتها، فسلوكيات السلطات النقدية والحكومات تبقى في مركز صيرورة الأزمة، لكن وفق توجه منطقي مختلف تماما. كما أن توقعات المستثمرين لا تتوقف على حركة الكليات الاقتصادية في اللحظة (t)، ولكن على مدى استمرارية الخيارات الكلية للبلد بفعل التقييم حول مدى استمرارية الوضع عند التاريخ (t+1). وهو ما يفسر إدخال بعض المتغيرات، كمعدل البطالة أو مخزون الدين الحكومي أو الدين الخارجي.

يعتبر النموذج المقترح من طرف أوبستفلد (Obstfeld, 1994) أكثر نماذج الجيل الثاني شهرة، وجاء بعده نموذج بن سعيد وجيان (B.Bensaid & O.Jeanne). وقد بنى كل منهما نموذجه في تفسير الأزمات المالية على متغير معين، حيث يرجع أوبستفلد مصدر الأزمات إلى توقع انخفاض سعر الفائدة في سوق ما، والتي تحول اتجاه تدفقات رؤوس الأموال إلى البلدان التي لا يتوقع أن ينخفض فيها سعر الفائدة. أما في نموذجه الثاني فإنه يقتنع بأن الأزمات قد تحدث نتيجة إتباع الحكومة لإستراتيجية معينة، كأن تهدف إلى تقليص معدل البطالة، من خلال التحكيم بين التضخم ومعدل البطالة، إلى جانب تكلفة نوعية تتمثل في مصداقية الحكومة، وهو ما يدفع بالحكومة إلى تطبيق خيار التخفيض.²

وحسب نموذج أوبستفلد الأول فإن توقعات تخفيض العملة تنعكس على أسعار الفائدة، وبالتالي تخفض الحكومة قيمة النقد تحت ضغط ارتفاع تكلفة تسديد خدمة الدين؛ فالحكومة تقوم بالبحث عن القيمة الدنيا لدالة الخسارة بواسطة دالة لاغرانج:³

$$L = \frac{1}{2} \tau^2 + \frac{\theta}{2} \varepsilon^2 + cZ$$

حيث يمثل τ رسم على تسديد الدين، ε معدل انخفاض النقد، θ يمثل تكلفة إعادة التخطيط أو التنظيم للحكومة، و Z متغير حيادي يعبر عن وجود تخفيض إذا كان $Z=1$. فعندما تنخفض قيمة العملة إلى معدل

¹. عمرو محي الدين، أزمة النمر الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، مرجع سابق، ص ص. 82-85.

². Samir Zouari, "Modèles des crises financières, indicateurs de vulnérabilité et implication du secteur bancaire dans la crise asiatique de 1997-1998", Thèse Doctorat au Science Economique, Université Pantheon-Assas (Paris II), (2005), PP. 63.

³. Henri Bourguinat, **Finance Internationale**, (Paris : Presse Universitaire de France, 1999), PP. 585-586.

$\varepsilon_2 > \varepsilon$ يرتفع معدل الفائدة إلى i_2 . وبالتالي تقارن الحكومة بين أثر توقعات المتعاملين للتخفيض على أسعار الفائدة وتكلفة الحفاظ على التماثل.

وبالاستناد إلى أزمة الاتحاد الأوروبي (1992-1993) فإن أوبستفلد بيّن أن هذه الأزمة لا يمكن تفسيرها من خلال منطق كروغمان (1979)، الذي لم يأخذ بعين الاعتبار رد فعل السلطات اتجاه الهجمات المضاربية، واعتبر أن المضاربين يبادرون في المضاربة والحكومة تقرر التخفيض وهذا ما يولد ميزة التحقيق الذاتي للأزمات عندما تتآكل الثقة في الأسواق.¹ والتاريخ النقدي والمالي يعطي لنا العديد من الأمثلة التي تؤكد ظهور جيل جديد من نماذج الأزمات يتوافق مع النمو المتزايد لسيكولوجية السوق.²

أما في نموذجه الثاني، يعتقد أوبستفلد أن التخفيض يكون برغبة الحكومة في مواجهة صدمات سلبية للإنتاج، ولكن أي تغير مفاجئ في السوق فيما يتعلق برغبة الحكومة بالسماح بمعدل معين للتضخم يمكن أن يؤدي إلى تخفيض العملة، وتضع الحكومة دالة الخسارة التالية عند قيمة دنيا:

$$L = \frac{\theta}{2} \varepsilon^2 + \frac{1}{2} [\alpha(e-w) - U - y^*] + cZ$$

حيث أن w يمثل الأجر الاسمية، y^* الإنتاج التوازني، U معدل البطالة.

ولتحديد قاعدة التخفيض لا بد من حساب قيمة L عند سعر الصرف الثابت I^F ، ثم قيمة L عند التخفيض I^D ، فإذا كان $I^D < I^F$ فإن تكلفة الاحتفاظ بالتماثل أكبر من تكلفة التخفيض وبالتالي فإن التخفيض هو الأنسب، والفرق $I^D - I^F > 0$ يعطي قيمتين لـ U هما \bar{U} و \underline{U} فإذا كانت:

$\bar{U} < U$: الحكومة تخفض قيمة العملة.

$\underline{U} > U$: الحكومة لا تخفض قيمة العملة.

وهناك مجال $[\bar{U}, \underline{U}]$ من القيم التي لا يمكن أن يحدث فيها التعديل إلا تحت تأثير توقعات المتعاملين، اللذين قد تؤدي توقعاتهم عن التخفيض إلى توازنات متعددة.

وفي سنة 1997 قدم بن سعيد وجيان نموذجاً، يفترض فيه أن تكلفة الدفاع عن سعر الصرف الثابت أو (التماثل) يأتي من البطالة ومن أسعار الفائدة، فإذا كان الدفاع عن العملة مقيداً بمستويات البطالة تعظم دالة الخسارة عند قيمة دنيا:

$$L = U^2 \cdot \delta F$$

حيث أن U معدل البطالة، F تكلفة التخلي عن التماثل و δ يساوي واحد إذا كان هناك تخفيض ويساوي صفر إذا لم يكن هناك تخفيض. ويتم حساب القيمتين L^D و L^F وهما القيمتين A و B . فأكثر من B

¹. André Cartapanis, "Le Déclenchement des Crises de Change : Qu'avons-nous Appris Depuis Dix ans?", *Revue Économie Internationale*, N° 97 (Paris, 2004), PP. 11-12.

². Robert Boyer, Mario Dehove & Dominique Plihon, Op. Cit., P.273.

تكون البطالة مرتفعة وبالتالي ترتفع تكلفة الحفاظ على سعر الصرف الثابت ولا بد من التخفيض في هذه الحالة، وأقل من A تكون البطالة ضعيفة فلا يكون هناك تخفيض. ولكن يوجد هناك مجال $[B, A]$ الذي يمثل المنطقة الحرجة لمستويات البطالة حيث تستطيع توقعات المتعاملين المتحققة ذاتيا أن تنقل الاقتصاد من توازن الأزمة إلى توازن اللاأزمة.

وفي نموذجهما الثاني يقوم بن سعيد وجيان بترجمة التكلفة الممثلة بارتفاع أسعار الفائدة المتولد بسبب الدفاع عن العملة، وعند تصغير دالة الخسارة التالية:

$$L = [S + \eta]^2 - \delta F$$

S : يمكن أن يكون أي متغير (نظام مصرفي، قرض عمومي...) يدخل ضمن دالة هدف الحكومة ويتأثر بسعر الفائدة i ويتم الحصول على مجال $[B, A]$ الذي يمثل المنطقة الحرجة لتدخل توقعات المتعاملين.

لقد وصف كل من بن سعيد وجيان (Bensaid & Jeanne, 1996) هذا النوع من الأزمات بـ "حروب الريا" "Guerres d'Usure" بين الحكومة والمضاربين، فالحكومة تعد أداة لمقاومة الهجمة المضاربية فتزيد من معدلات الفائدة وتصبح بذلك التوظيفات بالعملة المحلية أكثر مردودية، وهو ما يسمح بالإبقاء على نظام الصرف الثابت، غير أن هذه السياسة تكون مكلفة للحكومة، فالمضاربون يقومون بتقوية هجمتهم المضاربية، وبالتالي تتشكل حلقة مفرغة ليس لها أي علاقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.¹

من خلال ما سبق يتضح أن نماذج الجيل الثاني مع التوازن المتعدد، تعني أنه من أجل نفس الحجم من الدين، يمكن أن يظهر سواء توازن في الصرف الثابت، أو اختلال في التوازن مع توقعات تتحقق ذاتيا. وعليه فإن أزمة الصرف يمكن أن تحدث بشكل مستقل عن التراجع المتزايد للمتغيرات الاقتصادية الكلية، وترجع مسؤولية حدوث أو عدم حدوث أزمة الصرف إلى نزعة المخاطرة للمتعاملين الخواص.

المطلب الثالث: حدود نماذج الجيل الأول والجيل الثاني

رغم تطور أدوات التحليل يواجه متخذي القرار دائما صعوبات في الوقاية من الأزمات المالية والتنبؤ بميقات وقوعها. وبعد تعرضنا لنماذج الجيل الأول والثاني لأزمات ميزان المدفوعات نتساءل: هل كان بإمكان هذه النماذج التنبؤ بالأزمة المالية الآسيوية وتقديم تفسير لها؟

فوفق نماذج الجيل الأول، كما سبق وأشرنا، تنتج أزمة الصرف عن مشاكل السياسات الاقتصادية الكلية، في ظل نظام الصرف الثابت. والمتغيرات المسؤولة عن ذلك هي عجز الميزانية، الارتفاع في معدلات الفائدة والنمو المتزايد في الدين المحلي، في حين أن التعارض بين السياسة النقدية ونظام الصرف الثابت يؤدي إلى خطر العجز الجاري الممول من خلال دخول رأس المال الأجنبي ومن ثم الارتفاع في قيمة العملة المحلية. وقد تمت دراسة كل متغير من

¹. Samir Zouari, Op. Cit., P. 64.

المتغيرات السابقة على حده من خلال دراسة لسمير زواري بين من خلالها مدى صلاحية نماذج الجيل الأول والثاني في تفسير الأزمة المالية في بلدان جنوب شرق آسيا.¹

فبالنسبة لأسعار الصرف بينت الدراسة أن عملات هذه البلدان عرفت انخفاضا كبيرا انطلاقا من النصف الثاني من سنة 1997، كما هو موضح في الجدول رقم (8).

الجدول رقم 8

معدل الصرف خلال سنوات التسعينيات في بعض بلدان الأزمة الآسيوية.

(العملة الوطنية مقابل الدولار)

ماليزيا		كوريا		أندونيسيا		تايلاند		البلد السنة
-	2,70	-	716,40	-	1901	-	25,29	1990
D	2,72	D	760,8	D	1992	A	25,28	1991
A	2,61	D	788,4	D	2062	D	25,52	1992
D	2,7	D	808,10	D	2110,00	D	25,54	1993
A	2,56	A	788,7	D	2200	A	25,09	1994
A	2,54	A	774,7	D	2308	D	25,19	1995
A	2,53	D	844,2	D	2383	D	25,61	1996
D	3,89	D	1695	D	4650	D	47,25	1997
A	3,80	A	1204	D	8025	A	36,69	1998

Source : SFI du FMI.

D: انخفاض قيمة العملة المحلية مقارنة بالدولار الأمريكي.

A: ارتفاع قيمة العملة المحلية مقارنة بالدولار الأمريكي.

أما فيما يتعلق باحتياطيات الصرف فإن هذه البلدان عرفت تزايدا في قيمة احتياطياتها خلال الفترة (1990-1996)، لتعرف بعد ذلك هذه الاحتياطيات انهيارا في الفترة (1996-1997) ناتج عن الآثار السلبية لأزمة 1997.

الجدول رقم 9

احتياطيات الصرف في بعض بلدان الأزمة الآسيوية

(مليون دولار)

ماليزيا	كوريا	أندونيسيا	تايلاند	البلد السنة
9754,08	14793	7459,06	13305,1	1990
10885,6	13701,1	9257,94	17517,2	1991
17227,5	17120,6	10448,6	20358,6	1992
27249,2	20228,2	11262,7	24472,9	1993
25422,9	25639,3	12132,7	29332,2	1994
23774,4	32677,7	13708,2	35982	1995
27009,4	34037,1	18251,1	37731,2	1996
20788,2	20367,9	16586,9	26179,5	1997
25559,4	51974,5	22713,4	28825,1	1998

Source : SFI du FMI.

¹. Ibid., PP. 95-99.

وإذا انتقلنا إلى حالة الميزانية وقيمة الناتج الداخلي الخام (PIB) فإن الملاحظ هو أن هناك نوعا من الاستقرار في حالة الميزانية، وبالتالي فإن عجز الميزانية في هذه الاقتصاديات ليس السبب في حدوث هذه الأزمة.

الجدول رقم 10

تطور الميزانية وقيمة PIB خلال سنوات التسعينيات في بعض بلدان الأزمة الآسيوية

(مليار عملة محلية)

ماليزيا		كوريا		أندونيسيا		تايلاند		البلد السنة
PIB	العجز/الفائض	PIB	العجز/الفائض	PIB	العجز/الفائض	PIB	العجز/الفائض	
115,7	-3,44	178797	-1207	210866	798	2183,54	107,5	1990
132,38	-2,64	216511	-3494	249969	982	2506,63	100,46	1991
148,54	-1,24	245700	-1188	282395	-1096	2830,91	71,79	1992
165,21	0,35	277496	1704	329776	2018	3179,5	55,62	1993
190,27	4,41	323407	984	382220	3581	3634,8	101,24	1994
218,67	1,86	377350	1035	454514	10085	4194,6	134,97	1995
249,5	1,82	418479	431	532568	7647	4689,6	43,30	1996
275,37	6,63	453276	-5747	627695	8748	4675,46	-15,06	1997
/	-5	449509	/	942843	/	4604,39	-128,95	1998

Source : SFI du FMI

لقد عرفت بلدان الأزمة نموا سريعا في الدين المحلي قبل الأزمة، إذ تضاعف حجم الدين في كل البلدان، لكن هذه الديون لم تكن موجهة لتمويل عجز الميزانية الذي لم تكن تعاني منه أصلا هذه الاقتصاديات. كما عرفت معدلات الفائدة أيضا تزايدت معتبرا في كل بلدان العينة خلال عشرية التسعينيات وحتى خلال سنوات الأزمة.

بعد هذا التحليل للمتغيرات الكلية الواردة في نماذج الجيل الأول، بينت الدراسة أن هذه النماذج لم يكن بإمكانها التنبؤ بالأزمة المالية الآسيوية أو حتى تفسيرها.

أما فيما يخص نماذج الجيل الثاني فإن ما يميزها هو إيضاحها مدى أهمية ميزة التحقيق الذاتي للتوقعات في أزمات الصرف، فالبطالة لا يمكن اعتبارها كمسبب للأزمة نتيجة لانخفاض معدلاتها في هذه البلدان في فترة ما قبل الأزمة.¹

¹. Ibid., PP. 102-105.

الجدول رقم 11

معدلات البطالة خلال سنوات التسعينيات في بلدان الأزمة الآسيوية

(% من مجموع الأيدي العاملة)

ماليزيا	كوريا	أندونيسيا	تايلاند	البلد السنة
5,10	2,4	2,57	2,2	1990
4,3	2,3	2,66	2,7	1991
3,7	2,4	2,82	1,4	1992
3	2,79	2,84	1,5	1993
2,9	2,4	4,67	1,3	1994
2,8	2,02	/	1,1	1995
2,5	2	4,23	1,1	1996
2,5	2,59	4,7	0,9	1997
	6,84		/	1998

Source : SFI du FMI.

يلاحظ من خلال الجدول رقم (11) ضعف معدلات البطالة قبل الأزمة، وهو ما يعني أن معدل البطالة ليس له أي علاقة بالأزمة المالية الآسيوية لسنة 1997.

وبالنسبة للدين العمومي كنسبة من الدخل المحلي الإجمالي لكل بلد، فإن انخفاض هذه المعدلات قبل الأزمة يؤكد عدم مسؤولية حجم الدين العمومي في حدوث الأزمة.

الجدول رقم 12

الدين العمومي في بعض بلدان الأزمة الآسيوية

(% من قيمة PIB)

ماليزيا	كوريا	أندونيسيا	تايلاند	البلد السنة
81,39	5,67	77,65	19,11	1990
74,63	8,63	74,34	15,42	1991
65,31	9,14	84,61	13,15	1992
58,05	9,06	37,50	10,94	1993
48,92	8,79	39,41	8,16	1994
41,78	8,36	36,48	6,60	1995
35,94	8,36	30,79	5,67	1996
32,65	11,12	105,02	9,72	1997
			24,35	1998

Source : SFI du FMI

يظهر من خلال الجدول رقم (12) التناقص المستمر لمعدل الدين في البلدان الأربعة إلى غاية سنة 1996، وهي ضعيفة على وجه الخصوص في تايلاند وكوريا، وأكثر بقليل في كل من أندونيسيا وماليزيا. لكن وفي كل الأحوال فإن الدين العمومي لا يمكن اعتباره سببا في حدوث الأزمة المالية الآسيوية.

الجدول رقم 13

نسبة التغير في PIB خلال سنوات التسعينيات في بعض بلدان الأزمة الآسيوية

ماليزيا	كوريا	أندونيسيا	تايلاند	البلد السنة
8,60	9,23	6,95	8,56	1991
7,80	5,44	6,46	8,08	1992
8,35	5,49	6,50	8,71	1993
9,30	8,25	7,54	8,62	1994
9,36	8,92	8,22	8,83	1995
8,60	6,75	7,82	5,52	1996
7,70	5,01	4,70	-0,43	1997
-7,40	-5,84	-13,51	-10,17	1998

Source : SFI du FMI

من خلال الجدول يظهر أن معدل تغير PIB يتراوح بين 5,5% و 9,4% خلال الفترة (1990-1996). في حين أنه وبعد سنة 1997 عرفت هذه البلدان تراجعاً في معدلات النمو بل وحتى نمواً سلبياً. بناءً على ما سبق، يستخلص أن المتغيرات الكلية المسؤولة عن حدوث الأزمات والواردة في نماذج الجيل الأول والثاني، باستثناء الائتمان المحلي ومعدل النمو الاقتصادي، لا تتبع التطور المطلوب في هذه النماذج، ولم تكن تشكل تهديداً حقيقياً في بلدان جنوب شرق آسيا، كما أن هذه النماذج لم تأخذ بعين الاعتبار العجز المصرفي الذي يعتبر أحد أهم أسباب الأزمة المالية الآسيوية.

وعلى هذا الأساس فإن هذه المتغيرات الكلية لا يمكن أن تكون أسباباً لحدوث الأزمة الآسيوية، وأن تطبيق هذه النماذج التي تم تقديرها على إثر الأزمة في أمريكا اللاتينية في الثمانينات، وأزمة النظام النقدي الأوروبي (1992-1993) كان بعيداً عن توفير التشخيص الصحيح لأزمة الدول الآسيوية، وغير كافي لتفسير الأزمات المالية التي تلت الأزمة المالية الآسيوية والتنبؤ بها، وخاصة ما يتعلق ببعض مظاهر العدوى.

المبحث الرابع: نماذج الأزمات لما بعد الأزمة المالية الآسيوية (نماذج الجيل الثالث)¹

حرك انفجار الأزمة المالية الآسيوية (1997-1998) النقاش حول أسباب الأزمات المالية وآليات تسيرها والوقاية منها، حيث ارتكز النقاش عما إذا كان الدرع المالي هو أساس حدوث الأزمة، أم أن المسؤولية تعود إلى تراجع بعض الأساسيات وإلى الخطر المعنوي؟

لقد ظهرت نماذج الجيل الثالث عقب الأزمة المالية الآسيوية. وقد جمعت هذه النماذج، حسب كروغمان (2001)، بين مجموعة من خصائص الأزمات التي تم تحديدها في الجيلين الأول والثاني. وقد تم من خلال هذه النماذج تحليل الأزمات المالية بالارتكاز على عوامل الاقتصاد الجزئي، وتتمحور أوجه القصور في إطار هذه النماذج في

¹. Delphine Lahet, "L'occurrence d'une crise financière dans un modèle de troisième génération", **Revue française d'économie**, Volume 16, N° 2 (2001), P.188.

الأسواق المالية، أسواق العقار، هشاشة النظام المصرفي، عدم الاستقرار السياسي والمخاطرة دون التغطية بضمانات، بدلا عن التشوهات على مستوى الاقتصاد الكلي.

إن الأزمة المصرفية وفق نماذج الجيل الثالث تكمن أساسا في اختلال هيكل ميزانيات البنوك، خاصة في جانب الأصول أين يكون حجم قروض البنك للقطاع الخاص ذا أهمية بالغة. كما أن هذه النماذج عملت على توضيح مفهوم الأزمات التوأم. فالأزمة المالية الآسيوية هي أزمة متسلسلة بدأت بذعر مالي حاد تحول إلى أزمة مصرفية ثم إلى انهيار في البورصة وفي الأخير إلى أزمة صرف. وبالتالي انتقال التحليل إلى القطاع المصرفي، إلى جانب التعرض لأزمات الصرف، موضحة المكانة التي تحتلها الحركة الدولية لرؤوس الأموال في الانتشار الفعلي للأزمات.

المطلب الأول: التوازن المتعدد في نماذج الجيل الثالث

توضح نماذج الجيل الثالث أن الأزمة المالية تحدث من خلال الانتقال من توازن اللاأزمة إلا توازن الأزمة، بسبب تغير توقعات المستثمرين، بشرط تراجع بعض الأساسيات. وقد كانت نقطة البداية هي في نماذج الجيل الأول لفلود وماريو (Flood & Marion, 1996,1998)، أجنور وبهانداري وفلود (Agénor, Bhandari & Flood, 1992)، حيث تم إدخال اللوغاريتم على المتغيرات باستثناء معدل الفائدة، والنموذج يتكون من أربع معادلات كما يلي:¹

$$m_{dt} - p_t = \lambda y_t - \rho i_t \quad (1)$$

$$m_{st} = \gamma c_t + \beta r_t \quad (2)$$

$$i_t = i^* + \pi_{t-1} \dot{e} \quad (3)$$

$$p_t = p^* + e_t \quad (4)$$

حيث يمثل كل من m_{st} و m_{dt} على التوالي، الطلب على النقود وعرض النقود، p_t و p^* المستوى العام للأسعار المحلية والأجنبية، i و i^* تمثل معدل الفائدة المحلي والأجنبي على التوالي، e_t معدل الصرف و \dot{e} معدل انخفاض قيمة العملة، y_t يمثل النمو الاقتصادي، c_t يمثل الائتمان المصرفي الممنوح من طرف البنوك المحلية للقطاع الخاص، r_t احتياطات الصرف، π_{t-1} يمثل الاحتمال المشكل من طرف الأسواق بتخفيض قيمة العملة بالمقدار \dot{e} في الفترة $t-1$ من أجل الفترة t .

المعادلة رقم (1) تترجم الطلب على النقود، وهي ناتجة عن الانتقال إلى لوغاريتم معادلة الطلب $\frac{M_{dt}}{P_t} = Y_t e^{\lambda - \rho i}$ ، حيث أن λ تمثل مرونة الطلب M_d مقارنة بالدخل Y ، و ρ معامل مضاعف (Coefficient Multiplicatif) لمعدل الفائدة عند المستوى i (كل من λ و ρ معاملات موجبة).

¹. Ibid., PP.182-182.

المعادلة رقم (2) تم الحصول عليها من خلال تبسيط لمعادلة عرض النقود $M_{st} = D_t + R_t$ الموضوع من طرف "فلود وماريو" (Flood & Marion, 1996) باستخدام اللوغاريتم، حيث أن المعروض من النقود هو مجموع الدين المحلي D واحتياطيات الصرف R ، و γ يمثل حصة الائتمان المحلي من مجموع عرض النقود عندما $\gamma = 1 - \beta, \gamma, \beta > 0$. وفي المعادلة المختارة تم الافتراض أن الائتمان المحلي D ينخفض إلى مستوى الائتمان المصرفي المحلي الممنوح للقطاع الخاص C ، بمعنى أن القروض الممنوحة للقطاع الخاص هي المكون الأساسي للدين المحلي.

من جهة أخرى فإن الحجة المقدمة من طرف ساش، تورنل وفيلاسكو (Sachs, Tornell & Velasco, 1996) تشير إلى أن دخول رؤوس الأموال الأجنبية تضخم من احتياطيات الصرف R ، وإذا كانت سياسات التعقيم للسلطات النقدية فاشلة، فإن هذا يسمح بزيادة الدين المحلي D من خلال مكونه الأساسي وهو الائتمان المصرفي للقطاع الخاص، وخاصة في بداية مرحلة التحرير المالي. ويتم تعويض الائتمان المحلي بالائتمان المصرفي للقطاع الخاص C_t في المعادلة رقم (2).

بالنسبة للمعادلتين رقم (3) و(4) على التوالي تمثلان قاعدة تكافؤ معدل الفائدة وقاعدة تكافؤ القدرة الشرائية.

المعادلة رقم (3) عدلت بإدخال احتمال الأزمة، هذا الشكل الجديد للمعادلة يركز على إضافات كل من بن سعيد وجيان (Bensaid & Jeanne, 1997)، ماسو (Masson, 1999) وأرتيس (Artus, 2000)، بالمقارنة مع نماذج الجيل الأول حيث تم إدخال الائتمان المصرفي في عرض النقود، واحتمال الأزمة المشكل من طرف المستثمرين في معادلة تكافؤ معدلات الفائدة. ومن أجل حل النموذج تم افتراض أن كل من i^* و p^* ثابتة معدومة.

$$i^* = 0 \text{ و } p^* = 0$$

وبمساواة العرض (2) والطلب على النقود (1) يكون بذلك حل النموذج كما يلي:

$$\begin{aligned} \gamma c_t + \beta r_t - e_t &= \lambda y_t - \rho \pi_{t-1} \dot{e} \\ \Leftrightarrow r_t + \frac{1}{\beta} (\gamma c_t - e_t) &= \frac{1}{\beta} (\lambda y_t - \rho \pi_{t-1} \dot{e}) \\ \Leftrightarrow r_t - r_{\min} &= \frac{\lambda}{\beta} y_t - r_{\min} - \frac{\gamma}{\beta} c_t + \frac{1}{\beta} e_t - \frac{\rho}{\beta} \dot{e} \pi_{t-1} \quad (5) \\ &= b_t - \alpha \pi_{t-1} \end{aligned}$$

حيث أن r_{\min} يمثل مستوى أكيد من احتياطي الصرف (عتبة دنيا) أين تتغلب الهجمة المضاربية على جهود السلطات النقدية للدفاع عن التكافؤ:

$$b_t = \frac{\lambda}{\beta} y_t - r_{\min} - \frac{\gamma}{\beta} c_t + \frac{1}{\beta} e_t \quad (6)$$

$$\alpha = \frac{\rho}{\beta} \dot{e} \quad \text{و}$$

حيث أن b_t يمثل الأساسيات الاقتصادية، α تعني معدل الانخفاض المحتمل. وبواسطة b_t تم توسيع مجال الكليات الأساسية مقارنة بنماذج الجيل الأول والثاني، مع الأخذ بعين الاعتبار المتغير C_t كمتغير حاسم في صيرورة الأزمة الآسيوية.

في هذه المرحلة، ومن خلال الطرف الأيمن للمعادلة رقم (5) تمت صياغة مشكلة انفجار أزمة الصرف كما صاغها جيان (Jeanne, 1997). وفي الواقع إذا كانت أزمة الصرف تظهر كهجمة مضاربية على احتياطات الصرف، كما هو الحال في نماذج الجيل الأول، فإن الأزمة تحدث عند التاريخ t إذا كان $r_t - r_{\min} \leq 0$ ، وهنا تم التوصل إلى عبارة احتمال حدوث الأزمة لـ "جيان" (Jeanne, 1997)، كما يلي:

$$\begin{aligned} \pi_{t-1} &= pr\{r_t - r_{\min} \leq 0\} \\ &= pr\{b_t \leq \alpha\pi_{t-1}\} \end{aligned} \quad (7)$$

مع π_{t-1} ، الاحتمال المكون من طرف المستثمرين في التاريخ $t-1$ بتخفيض قيمة العملة في التاريخ t . لدينا $\varepsilon_t = b_t - \phi_{t-1}$ متغير عشوائي، في دالة الكثافة f (Fonction Densite) ودالة التراكم F (Fonction d'accumulation)، مع $\phi_{t-1} = E_{t-1}b_t$ يمثل التوقع المشكل من طرف المستثمرين في التاريخ $t-1$ حول حالة الكليات الأساسية في الفترة t . وعليه فإن: $b_t = \varepsilon_t + \phi_{t-1}$ والمعادلة رقم (7) تصبح على النحو التالي:

$$\begin{aligned} \pi_{t-1} &= pr\{\varepsilon_t \leq \alpha\pi_{t-1} - \phi_{t-1}\} \\ &= F\{\alpha\pi_{t-1} - \phi_{t-1}\} \end{aligned} \quad (8)$$

تصف المعادلة رقم (8) تشكل التوقعات من طرف المستثمرين كما هو لدى جيان (Jeanne, 1997) وماسو (Masson, 1999). كما بين جيان أن كل جانب من جوانب المعادلة يعتمد إيجابياً على π_{t-1} ، فعملية تشكل التوقعات من طرف المستثمرين تتميز بحلول متعددة، كما أن مستوى محدد من الأساسيات ϕ يمكن أن يتوافق مع مجموعة من القيم لاحتمال الأزمة π . من أجل هذا، هناك شرط أساسي وهو $\alpha f(0) > 1$.

إن العلاقة بين احتمال الأزمة والتوقعات حول المتغيرات الأساسية، وكذلك إمكانية التوازن المتعدد والشروط الأساسية موضحة في المعلم (ϕ, π) (شكل رقم 15). وعليه إذا كان $\alpha f(0) > 1$ ، فإن هناك قيمتين لـ ϕ : $\phi < \bar{\phi}$ وهي:

- إذا كان $\phi < \bar{\phi}$ أو $\phi > \bar{\phi}$ فإن احتمال الأزمة π يعرّف بشكل وحيد من خلال قيمة واحدة لـ ϕ . في الحالة الأولى فإن تخفيض قيمة العملة لا يتم، فالأساسيات قوية، وقيمة r أكثر بكثير من r_{\min} و π يساوي الصفر. في الحالة الثانية فإن الأساسيات متدهورة، و π قوي، مساوي للواحد، العتبة r_{\min} تم اجتيازها، والاحتياطات مستنفذة وبذلك تنفجر الأزمة.

- إذا كان $\phi \in [\bar{\phi}; \phi]$ ، وهذا المجال يسمى المنطقة الحرجة، حيث أن الأساسيات في هذه الحالة تكون هشة، واحتمال الأزمة المكون من طرف المتعاملين يأخذ ثلاث قيم من أجل نفس القيمة لـ ϕ . وفي حالة أخذ

الاحتمالات المتطرفة بعين الاعتبار، وهي π_1 احتمال الأزمة ضعيف وحتى منعدم، و π_2 احتمال قوي بحدوث الأزمة (قريب أو يساوي الواحد). أما بالنسبة للاحتمال الوسيط فإنه يعني احتمال متوسط بحدوث الأزمة. ولكن بالنسبة للمستثمرين إما أن هناك أزمة، وإما لا، فليس هناك حالة وسيطة.

من أجل قيمتي π_1 ، π_2 مرتبة ترتيباً تصاعدياً، فهما توافقان قيمتين لاحتياطات الصرف وكذلك قيمتين لسعر الصرف.

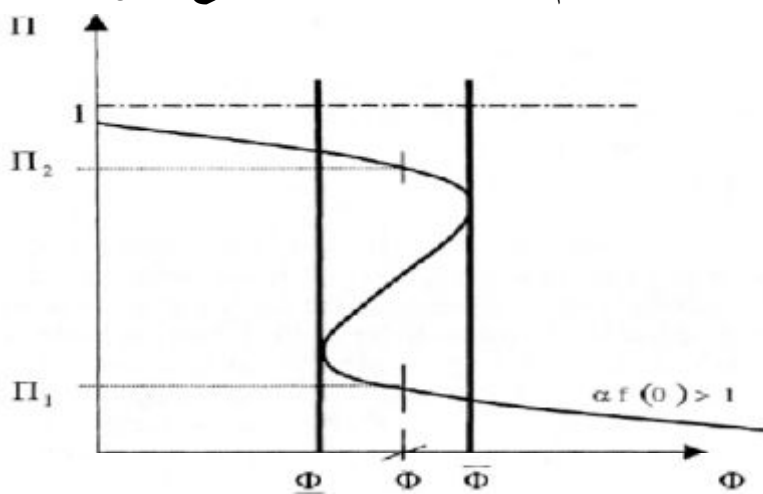
• π_1 تقابل \bar{e} : وهي الحالة التي لا يتم فيها تخفيض قيمة العملة، وقيمة r أعلى من r_{\min} رغم عدم استقرار قيم المتغيرات الأساسية الكلية.

• π_2 تقابل $\bar{e}_2 > \bar{e}$: وهي الحالة التي يتم فيها التخفيض مع $r \leq r_{\min}$.

عندما تكون أساسيات الاقتصاد الكلي في تدهور ويدرك المستثمرون ذلك، تستنفذ احتياطات الصرف، نتيجة سحب رؤوس الأموال، وتتجه نحو قيمة r_{\min} (كما هو الحال في نماذج الجيل الأول). هذا المتغير يشكل جزءاً من الأساسيات b_i (المعادلة رقم 6)، والذي على أساسه يكوّن المستثمرون توقعاتهم ϕ . هذه العتبة تنتمي إلى مجال القيم الحرجة $[\underline{\phi}; \bar{\phi}]$ ، الذي من أجله يغير المستثمرون توقعاتهم (كما هو الحال في نماذج الجيل الثاني)، والأزمة في هذه الحالة قد تحدث كما قد لا تحدث. وبالتالي r_{\min} يقابل مفهوم العتبة الحرجة بالنسبة للمستثمرين. وعند هذه العتبة يدرك المستثمرون والمقرضون الأجانب أن الديون الخاصة الوطنية لم تعد مضمونة بواسطة احتياطات الصرف، ولذلك يغير المستثمرون توقعاتهم عند هذه العتبة التي تكشف عدم قدرة البلد على ضمان مديونية المتعاملين.

الشكل رقم 15

التوازن المتعدد ومجال القيم الحرجة للأساسيات وفق نماذج الجيل الثالث.



Source: Delphine Lahet, "L'occurrence d'une crise financière dans un modèle de troisième génération", *Revue française d'économie*, Volume 16, Numéro 2 (2001), P.188.

يظهر من خلال الشكل رقم (15) أن الأزمة يمكن أن تترجم كقفزة غير متوقعة في المنطقة الحرجة، من π_1 (احتمال ضعيف بحدوث الأزمة) إلى π_2 (احتمال قوي بحدوث الأزمة)، مولد من نزعة المخاطرة للسوق التي تركز توقعات المتعاملين نحو احتمالات الأزمة سواء كانت قوية أو ضعيفة، فمثلا، رد فعل المتعاملين على إعلان سياسي حول إفلاس المؤسسات المهمة (شيبول في كوريا، المؤسسات المالية في تايلاند) ينهار في ظل ارتفاع حجم الديون المصرفية، وهو ما يدفع بالمتعاملين إلى التقليد، انطلاقا من اللحظة التي تكون فيها الأساسيات ضعيفة، إلى جانب ضعف النظام المصرفي، كما أن التوقعات تتحدد من خلال متغيرات أخرى غير تلك المذكورة في نماذج الجيل الثاني.

وعندما يكون π يساوي π_2 ، يكون المستثمرون في حالة من الذعر، ينعكس في تهاافت وهجوم على التوظيفات في البنوك والبورصات، والمطالبة بتحويلها إلى العملة الصعبة، وهو ما يحث على انخيار الاحتياطات. وحدث انخفاض واسع يؤكد توقعات المستثمرين ويكشف الاختلالات المصرفية والاقتصادية الموجودة من قبل بل ويعقدها. وهكذا تنفجر الأزمة مع نتائج كارثية على الاقتصاد الحقيقي.

من مجمل ما سبق، يتبين أن نماذج الجيل الثالث تفسر حدوث الأزمات المالية من خلال عملية التوازنات المتعددة، بمعنى الانتقال من توازن اللاأزمة إلى توازن الأزمة، في ظل تغير التوقعات من طرف المستثمرين، بشرط أن تتراجع الأساسيات بشكل كاف. وفي هذه الحالة تتضمن الأساسيات المتغيرات المصرفية، وتتفق مع مفهوم الأزمة التوأم. وقد بين كل من فلود وماريو "Flood & Marion, 1998"، وماسو "Masson, 1999" أن الهجمة المضاربية على احتياطات الصرف وتغير التوازن هي عوامل مفجرة لأزمة الصرف.

المطلب الثاني: آلية حدوث الأزمة وفق نماذج الجيل الثالث¹

من أجل دراسة آلية حدوث الأزمة تم الانطلاق من كون أن الأزمة هي عبارة عن هجمة مضاربية على احتياطات الصرف، وعليه من الضروري تحديد تطور الاحتياطات، وهو ما يسمح بتحديد الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام صرف معوم، الشيء الذي يترجم انفجار الأزمة تبعا للآليات الموضحة في نماذج الجيل الأول. فدراسة حدوث الأزمة لا يعني تحديد تاريخ انفجارها وإنما تحديد العوامل والمتغيرات التي تسرع أو تؤخر من حدوثها. وعلى هذا الأساس ارتكز النموذج على افتراض أن جزءا متزايدا من الائتمان المصرفي C_t يتحول إلى قروض مشكوك فيها أو قروض غير عاملة "Credits Non Performants"، CNP . كما أن القروض الاستهلاكية والقروض العقارية تشكل الجزء الأكبر من هذه القروض. وقد قدر كل من كورستي، بيسنتي و روييني (Corsetti, Pesenti & Roubini, 1998) حصة القروض المشكوك فيها من مجموع القروض المصرفية لسنة 1996، وقدرت بـ 13% في كل من تايلاند وأندونيسيا، 10% في ماليزيا و 8% في كوريا.

¹. Ibid., PP. 190-195 .

كما أشار كل من ساش، تورنل وفيلاسكو (Sache, Tornell & Velasco, 1996) إلى هذا الاتجاه، فعندما تزيد القروض الممنوحة للقطاع الخاص بشكل كبير خلال فترة قصيرة من الزمن، تكون قدرة البنوك على الرقابة على نوعية المشاريع الاستثمارية ضعيفة مع وجود مقترضين دون ملاءة لمشاريع دون عائد ومهمة بالنسبة لأصول البنوك. ومن ناحية أخرى قام رادلت وساش (Radelet & Sachs, 1998) بتحليل حالة مديونية مقترض لعدد من البنوك، فإذا كان الاستثمار لا يحقق الأموال الضرورية لتسديد الفوائد، يقوم هذا المستثمر بإبرام عقد مع بنك جديد على قرض إضافي يسمح له بتسديد فوائد الدين، وهو ما يزيد من عبء التسديد الفعلي لقروض البنوك الأولى. ومن خلال المتغيرات CNP_t ، c_t ، وكذلك CP_t الذي يمثل قيمة القروض المسددة، تم تقدير هشاشة النظام المصرفي في النموذج وفق الصيغة التالية:

$$\begin{aligned} c_t &= (1-\eta)CP_t + \eta CNP \\ \dot{CP} &= \mu > 0 \\ \dot{CNP} &= \theta > 0 \\ \dot{c} &= (1-\eta)\mu - \eta\theta > 0 \end{aligned} \quad (10)$$

حيث $0 < \eta$ وهي تمثل حصة CNP_t في قيمة c_t وترجم أيضا تقسيم القروض المصرفية بين القروض الجيدة C_t والقروض المشكوك في تحصيلها، كما أن نمو c_t لن يتحقق إلا بتراكم الديون المشكوك فيها إذا كان $\theta > \mu$ (حيث أن θ و μ ثابت موجب).

كما تم افتراض أن $\dot{y} = n$ ، حيث أن n ثابت موجب يترجم معدل نمو الدخل الاقتصادي، وعلى عكس أغلب الأعمال من هذا النوع، لا يتم اعتبار الدخل كثابت. وفي حالة اقتصاد يتبع نظام صرف ثابت فإن، $e_t = \bar{e}$ و $\dot{e} = 0$ تم التوصل إلى:

$$\begin{aligned} \gamma c_t + \beta r_t - e_t &= \lambda y_t - \rho \pi_{t-1} \dot{e} \\ \gamma c_t + \beta r_t - \bar{e} &= \lambda y_t \end{aligned} \quad (11)$$

وعليه:

$$\beta r_t = \lambda y_t + \bar{e} - \gamma c_t \quad (12)$$

وفي هذه الحالة، فإن احتمال الأزمة المكوّن من طرف المستثمرين إما يساوي الصفر، وهو يقع في الجهة اليمنى من المنطقة الحرجة، ويسمح بالحفاظ على نظام الصرف الثابت (معادلة رقم 12)، وإما أن يأخذ الاحتمال القيمة π_1 من بين القيم الممكنة، وهو ما يولد نفس النتائج عندما $\dot{e} = 0$ ، رغم عدم استقرار الأساسيات. وفي مثل هذا النظام، يتم تعديل الاحتياطات لضمان توازن سوق النقد، وبمفاضلة المعادلة رقم (12) تم الحصول على صيغة تطور احتياطات الصرف عبر الزمن.

$$\begin{aligned} \dot{r}_t &= \frac{1}{\beta} (\lambda \dot{y}_t - \gamma \dot{c}_t) \\ &= \frac{1}{\beta} (\lambda n - \gamma [(1-\eta)\mu + \eta\theta]) \end{aligned} \quad (13)$$

إن مستوى احتياطات الصرف يبقى ثابت، إذا كان $\lambda \dot{y}_t - \gamma \dot{c}_t = 0$ ، أو إذا كان نمو الدخل y يتناسب مع الائتمان المصرفي للقطاع الخاص. أما إذا كان $\left(\frac{\gamma}{\lambda} c\right)$ أعلى من نمو الدخل، فهذا يعني أن الاحتياطات تستنفذ تدريجياً، وأن نظام الصرف سيتعرض لهجمة.

إن هذا النموذج يعتمد على منطق كروغمان (1979) أين تؤدي زيادة في حجم الائتمان إلى الأزمة، لكن سيتم حصر الأساسيات، بالاعتماد على أعمال كل من فلود وغاربر (Flood & Garbre, 1984) وفلود وماريو (Flood & Marion, 1998)، في انخفاض النمو الاقتصادي n ، ونمو الائتمان المصرفي للقطاع الخاص ومكونه القروض المشكوك في تحصيلها $\eta\theta$.

لقد تم افتراض أن الأزمة تحدث في التاريخ t ، وتقع في اللحظة المحددة أين يتعرض معدل الصرف الثابت \bar{e} إلى هجمة تدفع بالحكومة إلى الدفاع عن العملة، ويتم الانتقال إلى سعر الصرف المعوم $\bar{e} = \tilde{e}$ ، أو "سعر صرف الظل" مع $(\dot{e} \neq 0)$. وهي أيضا اللحظة التي تكون فيها احتياطات الصرف عند مستوى العتبة الحرجة r_{\min} ،

حيث أن $r_t = r_{\min}$. وتصبح المعادلة رقم (12) على الشكل التالي:

$$\begin{aligned} \gamma c_t + \beta r_{\min} - \tilde{e} &= \lambda y_t - \rho \pi_{t-1} \dot{e} \\ \tilde{e} &= -\lambda y_t + \rho \pi_{t-1} \dot{e} + \gamma c_t + \beta r_{\min} \end{aligned} \quad (14)$$

وبالتالي:

بمفاضلة المعادلة رقم (14) تم الحصول على: $\dot{e} = -\lambda n + \gamma [(1-\eta)\mu + \eta\theta]$ وبتعويضها في المعادلة رقم (14) تم الحصول على:

$$\tilde{e} = \gamma c_t + \beta r_{\min} - \lambda y_t + \rho \pi_{t-1} [\gamma [(1-\eta)\mu + \eta\theta] - \lambda n] \quad (15)$$

وإذا حدثت الأزمة في الفترة t ، فإن π_{t-1} (احتمال حدوث الأزمة المكون من طرف المستثمرين في الفترة $(t-1)$ من أجل اللحظة t) يأخذ القيمة π_2 (يساوي 1 لتبسيط الحساب) تحت تأثير التغير في التوقعات، وهو ما يفجر الأزمة فعلا. كما أنه واعتمادا على المعادلة رقم (15) تم التوصل إلى ما يلي:

$$\tilde{e} = \gamma c_t + \beta r_{\min} - \lambda y_t + \rho [\gamma [(1-\eta)\mu + \eta\theta] - \lambda n] \quad (16)$$

فكلما ارتفع مستوى الائتمان المصرفي، وكلما كان الدخل ضعيفا ونموه أقل من نمو الائتمان المصرفي كلما تم التخلي عن تكافؤ العملة. كما تم افتراض أن كل من الدخل والائتمان المصرفي يتبعان التطور التالي:

$$\begin{aligned} y^1 &= y_0 + nt \\ c^1 &= c_0 + [(1-\eta)\mu + \eta\theta]t \end{aligned}$$

يمثل كل من y_0 و c_0 القيم الأولية للمتغيرات y و c في اللحظة $t=0$ ، وتصبح المعادلة (16) كما يلي:

$$\begin{aligned} \tilde{e} &= \gamma[c_0 + [(1-\eta)\mu + \eta\theta]t] + \beta r_{\min} - \lambda(y_0 + nt) + \rho[\gamma[(1-\eta)\mu + \eta\theta] - \lambda n] \\ &= t[\gamma(1-\eta)\mu + \gamma\eta\theta - \lambda n] - \lambda y_0 + \gamma c_0 + \beta r_{\min} + \rho[\gamma[(1-\eta)\mu + \eta\theta] - \lambda n] \\ &= \bar{e} \end{aligned} \quad (17)$$

وذلك لأن الأزمة تحدث في اللحظة t ، عندما $\tilde{e} = \bar{e}$. وفي هذه اللحظة فإن احتياطات الصرف تكون عند العتبة الحرجة $r_t = r_{\min}$ ، لكن تتناقص قبل ذلك في t_- ، حيث $\dot{r} < 0$.

بالاعتماد على المعادلة رقم (12) يمكن الحصول على عبارة احتياطات الصرف في التاريخ $(t=0)$ $\beta r_0 = \bar{e} + \lambda y_0 - \gamma c_0$ ، وعليه تسمح المعادلة رقم (17) بوصف حدوث الأزمة:

$$t = \frac{\beta(r_0 - r_{\min}) - \rho[\gamma[(1-\eta)\mu + \eta\theta] - \lambda n]}{\gamma[(1-\eta)\mu + \eta\theta]\lambda n} \quad (18)$$

وعليه كلما كان المستوى الأولي لاحتياطات الصرف مرتفعا والعتبة الدنيا ضعيفة، كلما تأخر حدوث الأزمة. وكلما كان نمو الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص مرتفعا، وحجم القروض المشكوك في تحصيلها مهم، كلما اقترب تاريخ انفجار الأزمة. وفي المقابل فإن زيادة مرتفعة للدخل تساهم في الحفاظ ولفترات طويلة على نظام الصرف الثابت، وأن نمو الائتمان المحلي بشكل يفوق نمو الدخل يعجل من حدوث الأزمة. كما سيتم الدخول في منطلق الأزمات التوأم (المزدوجة) أين يسرع النمو المستمر للائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص من ظهور أزمة الصرف.

عموما ومع الأخذ بعين الاعتبار العوامل المسرعة للأزمة، كانهض مستوى الاحتياطات، تباطؤ النمو الاقتصادي والإفراط في المديونية المصرفية، فإن هذا يعني أن الكليات الاقتصادية في تراجع وأنها تنتمي إلى المنطقة الحرجة للقيم، وأن الاقتصاد معرض للتغير في توقعات المستثمرين، وكلما كان تراجع الأساسيات كبيرا كلما كان الاقتصاد أكثر هشاشة والأزمة حتمية.

المطلب الثالث: الخطر المعنوي كسبب في حدوث الأزمة¹

إن المخاطر المعنوية، والإفراط في المجازفة، بسبب توقع الدعم المالي، تظهر مسؤولة عن سوء تخصيص رأس المال وعدم كفاءة الوسطاء الماليين في بلدان جنوب شرق آسيا. وبشكل أعم اعتبر ديولي (Dooley,1997,1999) ضمانات الإنقاذ وسياسات التأمين كأسباب لدخول رؤوس الأموال الأجنبية، هذه الأخيرة تعكس ثقة المستثمرين في قدرة الحكومة على توفير الضمانات ومعدلات العائد المرتفعة في ظل نظام الصرف الثابت. كما أن مشكل المصدقية في تطبيق هذه الضمانات سيتسبب في خروج رؤوس الأموال وبالتالي أزمة الصرف. وعليه يمكن النظر إلى دخول رؤوس الأموال والخطر المعنوي بوصفها عوامل قد تؤدي إلى هجمة مضاربية متوقعة على احتياطات النقد الأجنبي. فعندما يكون مستوى احتياطات الصرف معادلاً لقيمة الائتمان المصرفي للقطاع الخاص في اقتصاد ما فإن هذا يبين عدم قدرة الحكومة على ضمان ديونها، وإنقاذ الدائنين سوف يكون موضع شك، وهو ما يؤدي إلى تحويلات هائلة من رأس المال وحدثت أزمة عملة. ولغرض التحليل بمزيد من الدقة، تم إضافة متغير آخر يعبر على حجم ديون المؤسسات والبنوك الوطنية الممنوحة من طرف مقرضين أجنب. كما أن القروض المصرفية للمؤسسات المحلية من طرف بنوك وطنية تكشف عن تبعية النظام المصرفي. فإذا تعرضت مؤسسة ما للإفلاس فإنها لا تدفع للبنك، والذي بدوره لا يسدد ديونه للمقرضين الأجنب. كما أن ارتفاع حجم مديونية البنوك المحلية تكشف للمقرض الأجنبي عن مدى هشاشة النظام المصرفي للبلد، وتمكنه من تعديل توقعاته وسحب أمواله.

وعموماً، إذا كانت الاحتياطات أعلى من قيمة الديون فإن الضمانات تكون سارية والمقرض يواصل التمويل، وإذا كانت الاحتياطات مساوية لهذا المبلغ، فإن الضمان يصبح مشكوكاً فيه، وبذلك يتوقف المقرضون عن منح التمويل. وهذا يحدث من أجل r_{\min} من الاحتياطات: $r_{\min} = c_t$. في هذه الحالة فإن المعادلة (16) تصبح على النحو التالي:

$$\tilde{e} = (\gamma + \beta)c_t - \lambda y_t + \rho[(\gamma + \beta)((1 - \eta)\mu + \eta\theta) - \lambda n] \quad (19)$$

وتصبح المعادلة رقم (17) كما يلي:

$$\tilde{e} = t((\gamma + \beta)(1 - \eta)\mu + (\gamma + \beta)\eta\theta - \lambda n) - \lambda y_0 + (\gamma + \beta)c_0 + \rho[(\gamma + \beta)((1 - \eta)\mu + \eta\theta) - \lambda n] \quad (20)$$

إذا بالاعتماد على المعادلة رقم (12) فإن المعادلة رقم (18) تصبح كما يلي:

$$t = \frac{\beta(r_0 - c_0) - \rho[(\gamma + \beta)((1 - \eta)\mu + \eta\theta) - \lambda n]}{(\gamma + \beta)((1 - \eta)\mu + \eta\theta) - \lambda n} \quad (21)$$

وعليه فإن تاريخ الأزمة تابع للمستوى الأولي لاحتياطات الصرف r_0 القادرة على ضمان المستوى الأولي من الديون المصرفية c_0 ، وهو ما يضمن دخول رؤوس الأموال الأجنبية، وإذا كان $r_0 < c_0$ ، فإن رأس المال يترك البلد،

¹. Ibid., PP. 196-200.

ولا تكون هناك تدفقات جديدة، ويتم التعجيل بحدوث الأزمة. وإذا كان $r_0 > c_0$ فإن حجم الاحتياطات كافية لضمان الديون ويكون احتمال حدوث الأزمة بعيدا. إضافة إلى ذلك، فإن الأزمة تكون تابعة بقوة لحجم الائتمان المصرفي $(\gamma + \beta)$ بدلا عن γ .

وهكذا، فإن المخاطر المعنوية تلعب دورا رئيسيا في جذب أو تحويل اتجاه رأس المال وهو عنصر ضمني في انتشار الأزمة، كما حدث في آسيا، فالمؤسسات كانت تقترض دون الكشف عن طبيعة نشاطها للبنوك تحت ستار يضمن لها الدعم عند خسارتها. كما كانت البنوك تقرض أكثر مما تبررها حالة الاقتصاد، وهذا ما يترجم من خلال نمو الائتمان المصرفي c' بشكل مبالغ فيه أكثر من ذلك السائد في محيط دون خطر معنوي c . ومعدل نمو القروض الجيدة والقروض المشكوك فيها، في إطار التحليل الذي يقوم على المخاطر المعنوية، كلاهما مرتفعان، ولذلك: $\mu' \geq \mu$ و $\theta' \geq \theta$. فالمخاطر المعنوية تقلل من قدرة البنك على مراقبة المشاريع، وتؤدي إلى تدهور نوعية القروض وتحويلها إلى ديون معدومة، وهو ما يسرع في حدوث الأزمة.

$$c' = (1 - \eta')\mu' + \eta'\theta' > c = (1 - \eta)\mu + \eta\theta \quad (22)$$

حيث أن η' تمثل حصة القروض المشكوك فيها في حجم الائتمان المصرفي في محيط يخضع للخطر المعنوي.

بناء على ما سبق، يتبين أن نماذج الجيل الثالث جاءت لتحديد مفهوم الأزمة المالية التوأم، وحصر أهم العوامل المفسرة للأزمة المالية الآسيوية، التي تمثلت أساسا في هشاشة النظام المصرفي والخطر المعنوي، الذي تزامن مع حالة من الذعر ميزت تصرفات المتعاملين. فإمكانية تحول جزء معتبر من الائتمان المصرفي إلى ديون معدومة، مع احتمال الأزمة المشكل من طرف المستثمرين، وانطلاقا من اللحظة التي تكون فيها الأساسيات الكلية متدهورة بما فيه الكفاية وتدخل في المنطقة الحرجة، تحدث الأزمة بانتقال المتعاملين، من خلال حركة من الذعر، من توازن اللاأزمة إلى توازن الأزمة.

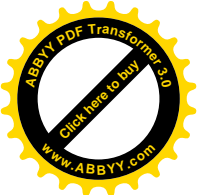
عموما ما يلاحظ على النماذج النظرية لهجمات المضاربة هو أنها لا تقدم سوى تفسير بعدي لأزمات الصرف، وليس لها القدرة على التنبؤ بفعالية بإمكانية حدوث الأزمات، وهذا ما ظهر جليا من خلال فشل نماذج الجيلين الأول والثاني في التنبؤ بالأزمة المالية الآسيوية، إذ يبدو أنه محكوم عليها "بالتنبؤ بالماضي"¹. كما أن الأزمة المالية لبلدان جنوب شرق آسيا (1997) قد شكلت القطيعة بين فترتين مهمتين للنشاط المالي الدولي، فهل كان بإمكان نماذج الجيل الثالث التي جاءت مفسرة لهذه الأزمة التنبؤ بأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية (2007 - 2008)؟

¹. Francois Combe & Thibaut Lepinat, Op. Cit., P. 228.

خلاصة الفصل الثالث:

تعتبر الأزمات المالية ظاهرة مثيرة للقلق، لما لها من آثار سلبية هددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي والاجتماعي للبلدان المعنية. ورغم تشابه الأزمات المالية من حيث المبدأ، واتفاق الجميع حول تأثير عامل العدوى فيما يتعلق بانتقال الأزمات بين البلدان المختلفة، إلا أنه يبقى لكل أزمة مميزاتا وخصوصياتها من حيث نوعيتها والظروف التي ترتبط بها، كما أنها تتباين في حدتها ومدتها بحسب الظروف المؤسسية والهيكلية التي واجهت هذه الدول، وتتمثل أهم هذه الأزمات في أزمة الكساد الكبير (1929) وأزمة أكتوبر (1987) والأزمة المالية الآسيوية (1997). كما تختلف أغلب تلك الأزمات في أسبابها وفي الحلول المتبعة لاحتوائها، ويمكن حصر أهم هذه الأسباب في التوسع في الائتمان المصرفي وخاصة القروض قصيرة الأجل وارتفاع حجم القروض المتعثرة، مع تنامي المخاطر المعنوية، إلى جانب التقلبات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف وهشاشة النظام المالي والمصرفي وغياب الرقابة والشفافية والإفصاح عن المعلومات.

ونظرا لشدة الأزمات المالية وخطورة النتائج المترتبة عنها، وخاصة منها أزمات الصرف والأزمات المصرفية، فإن هناك العديد من المنظرين على اختلاف أفكارهم قاموا بتفسيرها من خلال نماذج يتم بناءها إما لبلد واحد أو لعينة من البلدان الصناعية أو الناشئة ولفترة زمنية معينة. والهدف منها هو حصر أهم محددات أزمات الصرف والأزمات المصرفية بشكل يمكن من استعمالها كمؤشرات مرجعية في التنبؤ بهذه الأحداث. إلا أن الملاحظ هو أن النماذج النظرية لهجمات المضاربة لا تقدم سوى تفسير بعدي لأزمات الصرف، وليس لها القدرة على التنبؤ بفعالية بالأزمات اللاحقة. كما أنه وباستثناء صندوق النقد الدولي وبعض المصارف الدولية الكبرى، فإن فائدة هذه النماذج تقتصر على الدوائر الأكاديمية وقيمتها العملية لا تتحقق إلا عند الأزمة القادمة. وهو ما يتطلب إجراء دراسة خاصة لكل أزمة على حدة والإحاطة بمتغيراتها وأسبابها، لحصر أهم المؤشرات التي تسمح بالتنبؤ بالأزمات المالية قبل وقوعها، واستخلاص أجمع السبل والإجراءات اللازمة لتسييرها وإدارتها. إلى جانب ضرورة تفعيل دور صندوق النقد الدولي الذي يظهر في كل مرة عاجزا ليس فقط على التنبؤ بهذه الأزمات بل وأيضا في إدارتها والتصدي لها باعتباره المؤسسة النقدية الموكلة إليها مهمة سلامة النظام النقدي والمالي الدولي، ومساعدة دول الأزمة على إدارتها.



الفصل الرابع:

دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية

الفصل الرابع:

دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

تعتبر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية من أشد الأزمات المالية التي هزت أكبر اقتصاديات العالم، وزعزعت استقرار أسواق المالية الدولية، وامتدت تداعياتها لتهدد بإغراق الاقتصاد العالمي. وقد بدأت بوادرها سنة 2007 لتتعمق أكثر سنة 2008، وتطلب الأمر خططا هائلة لإنقاذ البنوك لتجنب ما يقول البعض إنه قد يكون أكبر أزمة مالية منذ أزمة الكساد العظيم سنة 1929، كما كشفت عن هشاشة النظام الأمريكي القائم على الرأسمالية الليبرالية. وباعتبار الشراكة الأولى للأزمة كانت في قطاع العقار فإن الأمر يتطلب أولا فهما وتدقيقا في آلية التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

المبحث الأول: التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية

يسمح تأمين القرض بضمان التخفيض من مخاطر المقرض وتقليل التكاليف بالنسبة للمقترض، كما يجعل الحصول على القروض أكثر سهولة. ولعل الشكل الأكثر شيوعا في القروض المؤمنة يتمثل في الرهونات (قرض مؤمن بعقارات قائمة مثل المباني أو الأراضي). وباعتبار الإسكان المكون الأكبر في احتياطي رأس المال في أي بلد، فإن الحاجة إلى تمويله كبيرة، ومن ثم يعتبر سوق الرهونات في كثير من البلدان أحد أكبر أسواق الدين.¹ وهو ما نجده في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يعتبر العقار أكبر مصدر للإقراض والاقتراض، إذ شهدت القروض الموجهة لضعيفي الملاءة لشراء العقارات السكنية طفرة انطلاقا من النصف الثاني من تسعينيات القرن العشرين، ولم يكن هناك ما هو أسهل من الحصول على قرض سكني. وحتى يتسنى لنا أن نفهم كيف تغيرت سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية ونتعرف على موضوع انبعاثها وتبين نقاط ضعفها الهيكلية وكيف انتشر الاضطراب المالي إلى ما وراء الحدود حتى وصل إلى اقتصاديات أخرى متقدمة ونامية، فإن الأمر يتطلب تبعا لنشأة وتطور سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

المطلب الأول: نشأة وتطور السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية

شهدت نظم التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية تغيرا جذريا، من هيكل تقدم فيه مؤسسات الإيداع المحلية منح قروض إلى هيكل يتركز في مصارف وول ستريت الرئيسية وشركات الأوراق المالية التي تستخدم أحدث ما أنتجته الهندسة المالية لإعادة تشكيل الرهونات في صورة أوراق مالية.

¹. ماثيو كوهين، الأسواق والمؤسسات المالية الفرص والمخاطر، ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، (القاهرة: دار الفجر للنشر، 2007)، ص. 131.

فقد كانت سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية قبل سنة 1938 تتألف أساساً من مؤسسات إيداع منظمة مثل، المصارف ومؤسسات الادخار والقروض. وكانت هذه المؤسسات تستخدم ودائعها في تمويل قروض شراء المنازل، وبذلك كانت تتحمل المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق ومخاطر السيولة* الناتجة عن تمويل أصول طويلة الأجل بخصوم قصيرة الأجل.¹

ولعل من أبرز الخطوات التي انتهجتها الحكومة الأمريكية* لتنشيط السوق الثانوي لقروض الرهن العقاري، هو الدور الذي لعبته إدارة الإسكان الفيدرالي (FHA) (Federal Housing Administration) التي تأسست عام 1934، وإدارة خدمة المحاربين القدامى (VA) (Veterans Administration) التي تأسست عام 1944، وقد عملت هاتين الإدارتين على حماية المستثمرين في تلك القروض، فأوكل للإدارة الأولى مهمة تقديم خدمة تأمينية ضد توقف المقترض عن السداد، بينما عملت الإدارة الثانية على ضمان القروض التي تمنحها المؤسسات المالية لأغراض الإسكان.

وقد اقتضت الحماية التي تقدمها المؤسسات الحكومية على القروض الممنوحة للذين يصعب عليهم أن يكونوا في مركز قوة تفاوضي على تلك القروض،* وهم الطبقات ذات الدخل المحدود والشباب في بداية حياتهم الزوجية والمحاربين القدامى، أما القروض ذاتها فكانت تقدمها الشركات العقارية والبنوك المملوكة لمودعيها. وبالنسبة للمستثمرين في تلك القروض أي مشتروها، فهي شركات التأمين التي تشتري القروض التي تقدمها الشركات العقارية. هذا وقد يمتد تاريخ استحقاق قروض الرهن العقاري إلى ثلاثين سنة.²

* مخاطر الائتمان أو مخاطر العجز عن السداد وتعني عدم قدرة المدين على الوفاء بالفوائد وأصل الدين في التواريخ المتفق عليها، أما مخاطر السيولة والسوق فهي تعني على التوالي: مخاطر السيولة تعني عدم إمكانية التصرف في الورقة المالية بسرعة وسهولة، دون أن يتعرض سعرها لانخفاض ملموس، مقارنة بالسعر الذي أبرمت على أساسه آخر صفقة على تلك الورقة. أما مخاطر السوق هي مخاطر أن تؤثر ظروف السوق الأخرى مثل مسار أسعار الفائدة على نحو أعم، على قيمة الورقة المالية. أنظر في ذلك: لورا كودرس، " أزمة ثقة... وأكثر من ذلك"، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 45، عدد 2 (صندوق النقد الدولي، جوان 2008)، ص. 10.

¹. راندال دود، "رهونات العقارية مجسات أزمة"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2007)، ص. 15-16.

* أدت مشاركة الحكومة في مجال تمويل الإسكان إلى تفاقم تذبذبات أسعار المساكن وتضخم نمو الائتمان العقاري في الفترة السابقة على أزمة الرهن العقاري، لا سيما في بعض البلدان المتقدمة. ونجد في متوسط الحالات أن البلدان ذات المشاركة الحكومية الأكبر تعرضت أيضاً لانخفاضات أعمق في أسعار المنازل. أنظر في ذلك: مرغريت وستن، "تمويل الإسكان والاستقرار المالي، عودة إلى الأسس؟"، تقرير الاستقرار المالي العالمي، (أفريل 2011)، ص. 2. www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/gfsr/2011/01/pdf/pressa.pdf visité le 16/12/2011

* أحلت المؤسسات المالية بالقانون التقليدي للإقراض الذي يكفل منح القروض للقادرين على إعادتها أو المؤسسات ذات التصنيف الائتماني الجيد، من خلال منحها القروض للأفراد الأكثر مجازفة ومقامرة، أو الأفراد ذوي الدخول الضعيفة، وبدون وجود ضمانات حقيقية (المقترضين خارج قوانين الإقراض المتعارف عليها) لشراء العقارات السكنية، لاعتقادها أنه ليس هناك ما يدعو للقلق طالما أن أسعار المنازل في ارتفاع مستمر. أنظر: "النظام المالي الإسلامي والصيرفة: البديل الممكن في أعقاب الأزمة المالية العالمية، الجزء الأول"، مرجع سابق، ص. 3.

². منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، (الإسكندرية: منشأة المعارف للنشر والتوزيع، د ت ن)، ص. 410-411.

وهكذا خلق سوق ثانوي جديد لقروض الرهن العقاري، بفضل الدور الحكومي في ضمان القروض والتأمين ضد توقف المقرض عن السداد. كما أصبحت تلك القروض مشابهاً للسندات، وأصبح لها سوق ثانوي نشط له رواده الذين أصبحوا لا يعانون من صعوبة في تسهيل تلك القروض. ولقد أدى هذا بدوره إلى إمكانية قيام الجهات المنشئة (Originators) لتلك القروض ببيعها واستخدام حصيلتها في تقديم قروض جديدة. وهنا أصبح من الصعب الحديث عن سوق القروض العقارية كسوق مستقل كان يوصف في العادة بضعف السيولة، ليصبح بفضل التوريق جزءاً يصعب فصله عن سوق السندات التقليدية.

ولدعم السوق الثانوي للقروض العقارية وبغية توفير السيولة ومزيداً من رؤوس الأموال لهذه السوق، تم إنشاء مؤسسة الرهن القومية (FNMA) (Fédéral National Mortgage Association) عام 1938، والتي تحددت مهمتها حينذاك في تقديم قروض مباشرة للراغبين في الحصول على قروض إسكان، شرط أن يتوافر في تلك القروض الشروط التي تخضعها لحماية "FHA" و"VA" وعلى أن يعاد بيع تلك القروض للقطاع الخاص. وبعد إعادة تنظيم هذه المؤسسة سنة 1954، أصبح الهدف الرئيسي لها تنشيط السوق الثانوي للقروض المؤمن عليها والمضمونة من إدارة الإسكان الفدرالي وإدارة خدمة المحاربين القدامى.

ومن أجل إنجاز مهمة تلك المؤسسة وتوفير السكن لمحدودي الدخل، فإن الكونغرس الأمريكي استبعد سعر الفائدة على تلك القروض من نطاق التحرير، وترك أمره لقرار من بنك الاحتياطي الفدرالي، كما اشترط أن يكون سعر الفائدة ثابتاً غير معوم.* وكل ذلك لأجل ترك أسعار الفائدة عند مستوى منخفض. أما مصدر تمويل مؤسسة الرهن القومية الفيدرالية لشراء تلك القروض فيأتي من محصلات سندات تصدرها.¹

لقد كانت مؤسسة (FNMA) ملكاً للحكومة، وتمثل مهمتها في خلق سوق ثانوي للرهن العقاري، وكانت تشتري رهونات العقارية من منشئها وتعيد الحصيلة النقدية إلى المؤسسات. وعن طريق شراء رهونات العقارية مباشرة والاحتفاظ بها في محفظة، كانت مؤسسة (FNMA) تستحوذ على مخاطر الائتمان ومخاطر السوق ومخاطر السيولة، وكانت في وضع أفضل من مؤسسات الإيداع في التعامل مع مخاطر السيولة والسوق لأنها كانت تستطيع الاقتراض لآجال طويلة. كما كانت الأقدر على إدارة مخاطر الائتمان لاحتفاظها بمحفظة رهونات عقارية متنوعة

* رغم أن معدل الفائدة الثابت هو الاتجاه الشائع، إلا أن اتجاهها جديداً بدأ في الظهور، هو القروض العقارية التي تحمل سعر فائدة متغير يرتبط في حركته بسعر الفائدة على أصل مالي مرجعي "Variable-Rate Mortgage"، كما ظهرت كذلك القروض العقارية البالونية "Balloon Mortgage"، أين يتم فيه استحقاق جزء كبير من رصيد أصل القرض الأصلي عند حلول تاريخ استحقاق القرض (أكبر أقساطه آخرها). أنظر في ذلك: : التمويل المنظم: مسرد مصطلحات عملية التوريق، ص.4. www.kantakji.com/fiqh/Files/Dictionaries/32.pdf visité le 22/10/2010

¹. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، مرجع سابق، ص. 413-414.

على المستوى الوطني، وهو ما كانت حتى أكبر البنوك تجد صعوبة في القيام به بسبب القيود التنظيمية على المعاملات المصرفية بين الولايات.

وقد أثبتت هذه المؤسسة نجاحها، وشكلت عمليات الإقراض التي قامت بها لتمويل مشترياتها من الرهونات العقارية بحلول الستينيات من القرن العشرين حصة مهمة من الديون التي في ذمة حكومة الولايات المتحدة. ولتحريك أنشطة (FNMA) خارج نطاق ميزانية التشغيل الاتحادية تم إعادة تنظيم سوق الرهن العقاري التي ترعاها الحكومة أثناء إدارة الرئيس جونسون سنة 1968، وقد نتجت عن إعادة التنظيم، الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (جيني ماي) "Ginnie Mae" للتعامل مع الرهونات العقارية المضمونة من الحكومة من خلال برامج الإسكان الاتحادية للمحاربين القدماء وغيرها من برامج الإسكان الاتحادية. وقامت أيضا بخصخصة ما تبقى من أنشطة ضمن مؤسسة مملوكة ملكية خاصة ومرخصة على المستوى الاتحادي، سميت رسميا "فاني ماي" "Fannie Mae" تحتفظ ببعض التزامات المصلحة العامة لإسكان ذوي الدخل المنخفض. وفي عام 1970 تم إنشاء الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري "فريدي ماك" "Freddie Mac" وذلك بغرض توريق الرهونات العقارية التقليدية، وتوفير المنافسة لهيئة "فاني ماي" التي تم خصخصتها. ومع مرور الزمن تلاقت نماذج الأعمال التي تتبعها "فاني ماي" و"فريدي ماك" ووفرتا قدرا كبيرا من التمويل للرهنات الأمريكية، عن طريق شراء الرهونات العقارية المتوافقة والاحتفاظ بها، وتحويل مبالغ كبيرة على نحو مماثل من قروض الإسكان إلى سندات مالية مضمونة برهونات عقارية والتي أزال مخاطر السوق ليس فقط من الميزانيات العمومية للمؤسسات المنشئة للرهنات العقارية مثل البنوك، بل أيضا من ميزانيتي هيئتي "فاني ماي" و"فريدي ماك".¹

المطلب الثاني: تحرير أسواق الرهن العقاري

خضعت أسواق الرهن العقاري لدرجة عالية من التنظيم حتى ثمانينيات القرن العشرين، وكان الائتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الإقراض المتخصصة التي واجهت قدرا محدودا من التنافس. وقد وضعت القواعد التنظيمية حدودا قصوى لأسعار الفائدة وحدودا للقروض العقارية وفترات السداد. وهو ما أسفر عن ترشيد استخدام الائتمان في أسواق الرهن العقاري بصفة مزممة أو مؤقتة، وأدى إلى صعوبة حصول الأسر على القروض العقارية.²

ومع تحرير أسواق الرهن العقاري في أوائل الثمانينيات في العديد من البلدان المتقدمة ظهرت الضغوط التنافسية من جهات الإقراض غير التقليدية، وكانت النتيجة أن أصبحت الأسعار أكثر تفاعلا واتسع نطاق الخدمات المتاحة، مما أدى إلى زيادة فرص الأسر للحصول على القروض العقارية. ففي الولايات المتحدة تزامنت عملية التحرير مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة بموجب القاعدة التنظيمية "Régulation Q" في أوائل الثمانينيات. وفي

¹. راندال دود، "الرهونات العقارية مجسات أزمة"، مرجع سابق، ص 16.

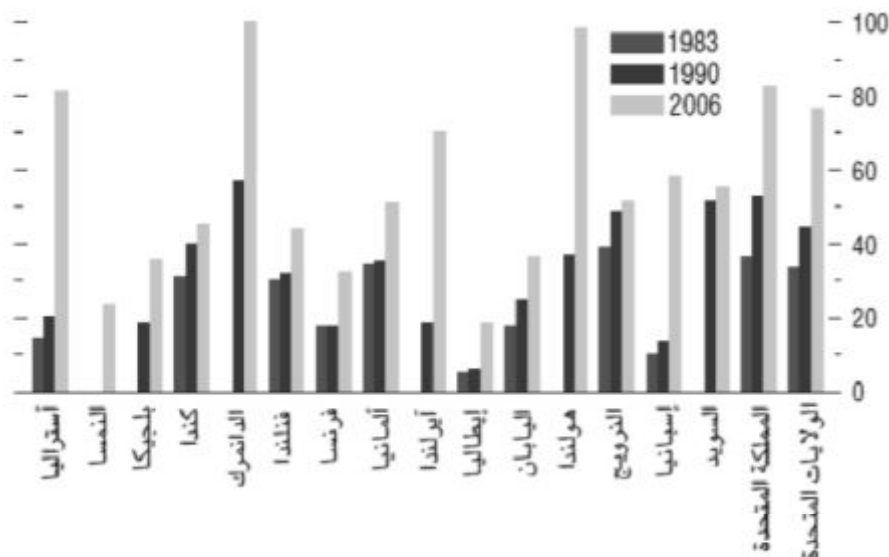
². صندوق النقد الدولي، "الإسكان والدورة الاقتصادية"، مرجع سابق، ص 104.

المملكة المتحدة كان رفع قيود الائتمان هو المدخل الأساسي للتحرير، فقد ألغي نظام شد الأحزمة عام 1980، وفي كندا وأستراليا وبلدان الشمال الأوروبي كان تحرير أسواق التمويل العقاري بخطى حثيثة نسبياً واكتمل تقريباً بحلول أواسط الثمانينيات. وفي كل هذه البلدان كان إلغاء الحد الأقصى للإقراض ولأسعار الفائدة على الودائع وإلغاء القيود على الائتمان وراء فتح المجال أمام زيادة التنافس في قطاعات جديدة في سوق الائتمان. وفي الوقت ذاته، ترتب على نشأة سوق ثانوي للرهن العقاري سهولة كبيرة في تمويل القروض العقارية عن طريق الأسواق الرأسمالية. وأدت هذه الأمور مجتمعة إلى تشجيع مجموعة كبيرة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى على دخول سوق الرهن العقاري. واقترن هذا التحول باستحداث أدوات جديدة مرتبطة بالقروض العقارية وسياسات إقراض أكثر مسايرة للتطورات، وأسهمت كل هذه التغيرات في سرعة نمو الائتمان العقاري في هذه البلدان.¹

الشكل رقم 16

الديون العقارية القائمة في بعض البلدان المتقدمة

(% من الناتج الإجمالي المحلي)



المصدر: صندوق النقد الدولي، "الإسكان والدورة الاقتصادية"، أفاق الاقتصاد العالمي (أفريل 2008)، ص. 105.

يظهر من خلال الشكل رقم (16) أن هناك نمواً متسارعاً وتوجهاً كبيراً نحو منح الائتمان العقاري في البلدان المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، هولندا، أيرلندا، الدانمارك وأستراليا. وتستند فرص الأسر للحصول على التمويل السكني إلى بعض الخصائص المؤسسية الرئيسية في أسواق الرهن العقاري، وهي كالتالي:²

¹. المرجع نفسه، ص. 105.

². المرجع نفسه، ص. 106.

- نسبة القرض إلى القيمة* (LTV) حسب المعتاد (أي نسبة القرض العقاري إلى قيمة الممتلكات) ومدة القرض المعتادة: فارتفاع نسبة القرض إلى القيمة يفسح المجال أمام المقترضين لاقتراض المزيد، بينما تسمح فترات السداد الأطول بالمحافظة على نسبة خدمة الدين إلى الدخل في حدود يمكن استيعابها؛
- إمكانية تكرار الاقتراض بضمان قيمة المسكن والسداد المبكر للقرض بدون رسوم (إعادة التمويل): فإمكانية الاقتراض بضمان القيمة المتراكمة للمساكن تسمح للأسر بالاستفادة مباشرة من ثروتها السكنية والحصول على المزيد من القروض عند ارتفاع أسعار المنازل. وتتسبب رسوم السداد المبكر في تقييد قدرة الأسر على إعادة تمويل قروضها العقارية في حال انخفاض أسعار الفائدة؛
- إنشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية: إذ أن تطور أسواق القروض العقارية الثانوية، مع تساوي الشروط الأخرى، يسهل على المقترضين الحصول على التمويل عبر الأسواق الرأسمالية وتقديم القروض للأسر المعيشية. وقد تم إعداد مؤشر مركبي لتطورات أسواق الرهن العقاري لبعض البلدان، كمتوسط بسيط لخمس مؤشرات، ويتراوح المؤشر بين الصفر و الواحد، والقيم الأعلى تشير إلى سهولة حصول الأسر على القروض العقارية.

* نسبة القرض إلى القيمة (Loan To Value-LTV) يقصد بها رصيد القرض المضمون برهن إما مقسوما على قيمة العقار الذي يموله القرض أو مقسوما على السعر الذي يدفعه المقترض من أجل اقتناء العقار. وتعد نسبة القرض إلى القيمة مقياسا لكمية الحصة التي يمتلكها المقترض من الأصل الذي يضمن القرض. وكلما زادت نسبة القرض إلى القيمة، كلما قلت حصة المقترض المعرضة للمخاطر، وقلت الحماية المتاحة للمقرض بسبب ترتيب الضمان.

الجدول رقم 14

الفروق المؤسسية في أسواق الرهن العقاري الوطنية ومؤشر أسواق الرهن العقاري*

مؤشر أسواق الرهن العقاري	MBS إصدار من القروض (%) السكنية القائمة (2)	إصدار السندات المغطاة من القروض (%) السكنية القائمة (2)	متوسط مدة القرض المعتاد (سنوات) (1)	نسبة القرض إلى القيمة حسب المعتاد (%) (1)	إعادة التمويل (السداد المبكر بدون رسوم) (1)	الاقتراض بضمان قيمة المسكن (1)	البلد
0,69	7,9	--	25	80	محدودة	نعم	استراليا
0,31	--	2,2	25	60	لا	لا	النمسا
0,34	1,9	--	20	80	لا	لا	بلجيكا
0,57	3,6	--	25	60	لا	نعم	كندا
0,82	0,1	57,5	30	83	نعم	نعم	الدانمرك
0,49	--	2,6	17	75	لا	نعم	فلندا
0,23	1,0	1,6	15	80	لا	لا	فرنسا
0,28	0,2	3,6	25	75	لا	لا	ألمانيا
0,35	6,2	--	17	75	لا	لا	اليونان
0,39	6,6	4,0	20	70	لا	محدودة	أيرلندا
0,26	4,7	--	15	50	لا	لا	إيطاليا
0,39	4,7	--	25	80	لا	لا	اليابان
0,71	4,6	0,7	30	90	نعم	نعم	هولندا
0,59	--	--	14	70	لا	نعم	النرويج
0,40	5,7	11,1	20	70	لا	محدودة	اسبانيا
0,66	0,9	10,1	25	80	نعم	نعم	السويد
0,58	6,4	0,9	25	75	محدودة	نعم	المملكة المتحدة
0,98	20,1	--	30	80	نعم	نعم	الولايات المتحدة

المصدر: صندوق النقد الدولي، "الإسكان والدورة الاقتصادية"، أفاق الاقتصاد العالمي (أفريل 2008)، ص. 107.

(1) : البنك المركزي الأوروبي 2003

(2) : متوسط 2002-2003

يظهر من خلال الجدول رقم (14) وجود فروق كبيرة في الخصائص المؤسسية لأسواق الرهن العقاري فيما بين الاقتصاديات، فالولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة والدانمرك وأستراليا والسويد وهولندا لديها أسواق رهن عقاري أكثر مرونة وهي في نفس الوقت أسواق "كاملة"، وفي هذه البلدان تبلغ نسبة القرض إلى القيمة حسب المعتاد نحو 80% وتبلغ مدة القرض المعتادة 30 سنة، ويجرى تسويق منتجات القروض العقارية المصممة خصيصا للاقتراض

* بالنسبة إلى "الاقتراض بضمان قيمة المسكن" وإعادة التمويل (بدون رسوم للسداد المبكر) تم تحديد قيم تتراوح بين صفر و0,5 و1 لكل بلد حسب وضع الاقتراض بضمان قيمة المسكن والسداد المبكر بدون رسوم سواء كان معدوما أو محدودا أو واسع الانتشار على التوالي. وبالنسبة للمتغيرات الأربعة الأخرى في الجدول يحدد لكل بلد قيمة بين صفر و الواحد. تعادل النسبة إلى الحد الأقصى للقيمة في مختلف البلدان.

بضمان قيمة المسكن على نطاق واسع. كما تنطوي القروض المعتادة على خيار السداد المبكر بدون تعويض المقرض عن خسائر القيمة الرأسمالية أو القيمة السوقية. إضافة إلى ذلك، نجد أن الأسواق المالية في هذه البلدان لها أهمية كبيرة نسبياً كمصدر لتمويل القروض العقارية.

المطلب الثالث: محددات أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية

إن التحول الذي طرأ على سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية عام 2006 جاء بعد مرحلة من النمو الاستثنائي ابتداء من عام 1995 (الشكل رقم 17)، حيث ارتفع عدد الأسر المالكة في الفترة (1995-2006) وبلغت القيمة الخام لثرواتها السكنية حوالي 22300 مليار دولار، وبذلك أصبح الحلم حقيقة واقعة لنحو 15 مليون أسرة. و أدى ذلك إلى جو محموم في قطاع العقارات، من خلال ارتفاع الأسعار وتسريع وتيرة ديون الأسر (100% من دخل الأسر سنة 2006). وقد تزامن ذلك مع تصريحات الرئيس كلينتون الذي أكد أن العقار السكني كان دائماً أساس الحلم الأميركي، وأن الشراكة بين الحكومة الاتحادية والقطاع الخاص قد جعلت هذا الحلم أقرب إلى الواقع لجميع المواطنين، وبعدها جاءت تصريحات الرئيس بوش في نفس السياق. وهذه الزيادة في الثروة العقارية سمحت للأسر بتخفيف الخسارة في قيمة أصولها المالية بعد أزمة فقاعة شركات الإنترنت* (2000-2002).¹

الشكل رقم 17

نسبة ملكية المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية



Source : Stéphane Sorbe, "Éclatement de la bulle sur le marché immobilier américain", Éditeur Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi Direction générale du Trésor et de la Politique économique, TRÉSOR-ÉCO, n° 40 (Juillet 2008), P.4.

* بدأت هذه الأزمة حين أدرجت أسهم تلك الشركات في سوق الأوراق المالية الأمريكية والذي يعرف بمؤشر ناسداك (NASDAQ) حيث ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات في البداية بشكل كبير في وقت حقق فيه عدد قليل من تلك الشركات أرباحاً حقيقية مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة سنة 2000. تزامن هذا الانخفاض مع حدوث هجمات سبتمبر 2001 التي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية، واستمر هذا الانخفاض حتى عام 2002. وقد قام بنك الاحتياطي الفدرالي بخفض معدل الفائدة من 6,25% إلى 1%، كحل استعجالي لعلاج قيمة الأسهم المنهارة، ومنع الاقتصاد الأمريكي من أن يدخل في دوامة الكساد والركود. انظر في ذلك: فوزي محرق وعقبة عبد اللاوي، "مصيصة السيولة الكينزية كأحد حلول الأزمة.. بين وصمة من انتكاس رأسمالي ووصفة من طرح إسلامي"، الملتقى الدولي الثاني حول: "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، (جامعة خميس مليانة، 5-6 ماي 2009)، ص. 7.

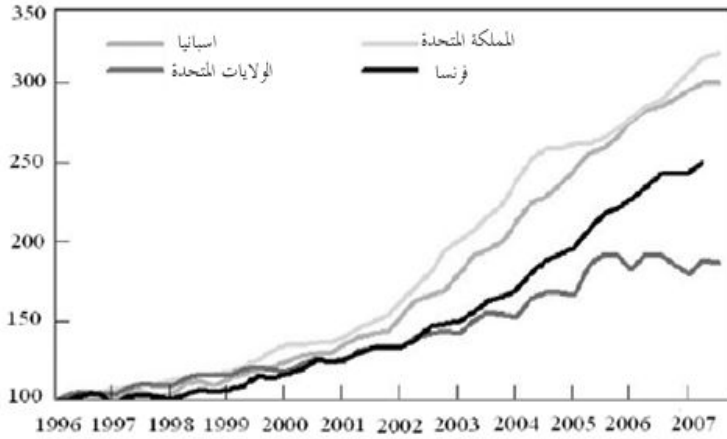
¹. Alain Sand-Zantman, " La Fin De L'American Dream", **Revue de l'OFCE**, N° 101 (Avril 2007), PP . 194-199.

إن الارتفاع في أسعار العقارات ما كان ليتم لو لم يكن هناك بعض الظروف الاستثنائية التي ساعدت على ذلك، كأسعار الفائدة المنخفضة، والسياسة العامة لدعم تملك المنازل، ووفرة السيولة بفضل توريق القروض العقارية. أما بالنسبة للأسر التي استفادت من هذه القروض فتنتهي إلى جميع فئات السكان، ولكن هذا النمو كان أقوى بين الفئات التي كانت في السابق مستبعدة من مصادر التمويل وهي الأقليات السود، والبيض من أصل إسباني، والشباب والأسر ذات الدخل الضعيف.¹ وهذا الوضع يكون أكثر صعوبة عندما تكون القروض مبنية على أساس الدخل المصرح به دون التحقق من قبل البنك، وهذه الممارسة برزت وأصبحت أكثر شعبية منذ عام 2002، حيث كانت الطريقة الوحيدة لحصول عدد معتبر من الأسر الأمريكية على قروض وامتلاك عقار هو تضخيم دخلها.²

الشكل رقم 18

تطور أسعار العقارات في بعض البلدان المتقدمة

سنة الأساس 1990



Source : Patrick Artus & Autres, "La Crise des Subprimes", Rapports du Conseil d'Analyse Economique, (Paris : La Documentation Française, 2008), P. 24.

لقد ارتفعت الأسعار الاسمية للمنازل في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (2000-2006) بما يقرب 60%، قبل أن تبدأ في الانخفاض انطلاقاً من صيف عام 2007. وكانت هذه الزيادة في الأسعار نتيجة للارتفاع الكبير في الطلب على المساكن والندرة النسبية في العرض بسبب نقص الأراضي المتاحة للبناء في الولايات الأكثر تحضراً. وعلاوة على ذلك، فإن الطلب على المساكن ارتفع بشكل ملحوظ بسبب سهولة الحصول على الإقراض العقاري، والتوقعات المفرطة حول الارتفاع المتواصل في أسعار العقارات، والسياسة النقدية التوسعية التي اتبعتها الحكومة الأمريكية.³

¹ Ibid., P. 101.

² Ibid., PP. 216-217.

³ Stéphane Sorbe, "Éclatement de la Bulle sur le Marché Immobilier Américain", Éditeur Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique, TRÉSOR-ÉCO, N° 40 (Juillet 2008), PP. 1-2.

إن محددات أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية تظهر مختلفة تماما وذلك حسب المناطق، وفي هذا الإطار يمكن أن نميز بين نمط نمو الأسعار في المناطق "الريفية" ونمط نموها في المناطق "الحضرية" (المدن الكبرى)، ففي المدن الريفية تظهر الأسعار الحقيقية للمنازل مستقرة نسبياً، على عكس المدن الكبرى في الغرب والشمال الشرقي، التي عرفت فيها الأسعار تقلبات هامة في العقود الأخيرة (أنظر الملحق رقم 5)، كما أنها تتغير بشكل أكثر دورية حول اتجاه متزايد منذ عام 1975.

إن الاختلاف في اتجاه الأسعار بين المناطق الريفية والمدن الكبرى يفسر أساساً من خلال خصائص عرض المنازل، ففي المناطق الريفية تكون فرص بناء منازل جديدة غير محدودة تقريباً، كما أن الأسعار الحقيقية للمنازل على المدى الطويل تعتمد فقط على تكاليف البناء. أما في المدن الكبرى فإن هناك ندرة في عرض المنازل والتي زادت بشكل كبير انطلاقاً من سنة 1970، نظراً لتشدد السلطات في توزيع رخص البناء، وهو ما يجعل الطلب على المساكن هو المحدد الرئيسي للأسعار.¹

المطلب الرابع: الاستثمارات السكنية في الولايات المتحدة الأمريكية

إن ديناميكية قطاع الإسكان وارتباطه بالنشاط الاقتصادي يمكن أن تتباين إلى حد كبير حسب العوامل المحلية المختلفة التي تؤثر في قوى العرض والطلب على المساكن، فعلى سبيل المثال، قد تؤدي تقلبات الطلب في البلدان التي تتمتع بأسواق عمل أكثر مرونة وقطاعات بناء أكثر كثافة لاستخدام الأيدي العاملة إلى استجابات أقوى في المعروض من السكن وفي توظيف العمالة في مجال البناء، وبالتالي تصبح أكثر تأثيراً على النشاط الاقتصادي. والولايات المتحدة تحتل مرتبة عالية في مؤشرات مرونة أسواق العمل وكثافة استخدام الأيدي العاملة في قطاع البناء.²

ويرجع أصل دورات الانتعاش في سوق السكن بالولايات المتحدة الأمريكية والعديد من اقتصاديات أوروبا الغربية منذ أوائل العقد الماضي إلى هبوط أسعار الفائدة الحقيقية وقوة النمو، وفي بعض الأحيان سرعة الهجرة الوافدة. غير أن التوسع، لا سيما في الولايات المتحدة الأمريكية، كان مدفوعاً أيضاً بظهور أساليب تمويلية جديدة تستند إلى التوريق و إلى استمرار ضعف معايير الإقراض.³

وتمثل نسبة الاستثمارات السكنية إلى إجمالي الناتج مقياساً لمدى تعرض الاقتصاد لمخاطر ضعف سوق السكن. غير أن الاستثمارات السكنية لا تسهم في العادة بحصة كبيرة جداً في الاقتصاد. ومن الاستثناءات المهمة في هذا الشأن إيرلندا وإسبانيا، التي بلغت فيها مساهمة الاستثمارات السكنية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي في نهاية سنة

* Sont Considérés Comme États Urbains : Californie, Connecticut, District of Columbia, Delaware, Florida, Illinois, Massachusetts, Maryland, Maine, Michigan, New Hampshire, New Jersey, New York, Pennsylvania, Rhode Island, Virginia, Vermont, Washington.

¹ Ibid., P . 2.

² صندوق النقد الدولي، "الإسكان والدورة الاقتصادية"، آفاق الاقتصاد العالمي، (أفريل 2008)، ص. 109.

³ صندوق النقد الدولي، "الضغط المالي والهبوط الاقتصادي"، آفاق الاقتصاد العالمي، (أكتوبر 2008)، ص. 10.

2007، 12% و 9% على التوالي، في مقابل المتوسط المشاهد في الاقتصاديات المتقدمة والذي يقارب 6,5%. والانخفاض النسبي في حصة أنشطة بناء المساكن في إجمالي الناتج المحلي يعتبر من العوامل المساعدة على تفسير سبب انخفاض متوسط مساهمة الاستثمارات السكنية في النمو الاقتصادي في الاقتصاديات المتقدمة على مدار العقود الثلاثة الماضية، حيث بلغ نحو 5%.¹

ورغم ذلك نجد أن إجراء تصحيحات كبيرة جدا في أنشطة بناء المنازل قد يؤثر بقدر ليس بالضئيل على النمو الاقتصادي، ففي الولايات المتحدة على سبيل المثال، أدى انخفاض الاستثمارات السكنية بنسبة 1,5% من إجمالي الناتج المحلي منذ أواخر 2005 إلى تراجع نمو إجمالي الناتج المحلي بنسبة 0,75% في الفترة (2006-2007).² وتشير أهمية قيمة المنازل باعتبارها حصة من مجموع ثروة الأسر المعيشية إلى احتمال تأثير تقلبات أسعار المساكن في الإنفاق الاستهلاكي من خلال آثار الثروة. غير أن هذه الآثار تتسم بالتعقيد لأن السكنات لها دور مزدوج، فهي أصول حقيقية ونفقات ضرورية (سلعة تنتج خدمات إسكانية). ونتيجة لذلك، فإن حدوث زيادة في أسعار المنازل تؤدي إلى إعادة توزيع الثروة* في قطاع الأسر، وليس إلى تعزيز صافي مجمل الثروة.

وإذا نظرنا للأمر من هذه الزاوية، نجد أن الأثر الدوري لأسعار المساكن على الإنفاق الاستهلاكي يعكس أهمية دور السكن كضمان، فقد تؤدي زيادة أسعار المساكن المتكررة إلى رفع قيمة الضمانات المتاحة للأسر المعيشية، وإرخاء القيود على الاقتراض، ودعم الإنفاق. وقد تزداد قوة هذا التأثير خاصة إذا ما ارتفعت توقعات الدخل في نفس الوقت الذي ترتفع فيه أسعار المنازل، مما يمنح الأسر فرصة للاقتراض مقابل هذا الارتفاع المتوقع في الدخل.³ وعليه يمكن القول أن أهم مبرر لعمليات الإقراض الخطر في الولايات المتحدة الأمريكية تمثل في الارتفاع المستمر في أسعار المنازل على النطاق القومي منذ ثلاثينيات القرن العشرين. ومن ثم كان يمكن تخفيف أي مشاكل محتملة في السداد أو القضاء عليها بزيادة أسعار الضمانات المعنية وانخفاض نسبة القرض إلى قيمة الضمان.

المطلب الخامس: آلية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي

من المصاعب التي تواجهها المؤسسات المالية وغير المالية في سوق الرهن العقاري هو انعدام السيولة، ولتنشيط هذه السوق قامت السلطات النقدية والمالية بتوريق محفظة الرهون العقارية وإصدار أوراق مالية جديدة. وقد ظهرت تقنية التوريق في سنوات السبعينيات من القرن العشرين، وتوسعت لتشمل مجموعة كبيرة من القروض في سنوات

¹ صندوق النقد الدولي، "الإسكان والدورة الاقتصادية"، مرجع سابق، ص. 114.

² المرجع نفسه، ص. 114.

* ارتفاع أسعار المنازل يعيد توزيع الثروة أساسا من اللذين يعتمون استهلاك خدمات إسكانية أكثر في المستقبل إلى اللذين يعتمون استهلاك قدر أقل منها. ونظرا لأن أحوال قطاع الأسر ككل لا تتحسن بالضرورة من خلال ارتفاع مستويات أسعار المنازل، فإن تأثير ارتفاع أسعار المنازل على الاستهلاك سيكون في حدود الصفر على المدى البعيد، وإن كان يتوقع حدوث تأثير صاف كبير في المدى القريب إذا اختلفت درجات الميل الحدي للاستهلاك اختلافا كبيرا فيما بين مجموعات الأسر المختلفة. أنظر: صندوق النقد الدولي، "الإسكان والدورة الاقتصادية"، مرجع سابق، ص. 110.

³ المرجع نفسه، ص. 110.

الثمانينيات، أين أمكن توريق كل أنواع القروض كقروض الرهن العقاري، القروض الموجهة للمؤسسات، قروض الاستهلاك، قروض السيارات ومستحقات بطاقات الائتمان، وكل هذه السندات شكلت ما يسمى الأوراق المالية المضمونة بأصول (ABS) (Asset Backed Securities) والتي بلغت قيمتها سنة 2006 حوالي 11000 مليار دولار.¹ وهي بذلك تمكن مؤسسة الإقراض الأصلية من نقل مخاطر الائتمان إلى المستثمرين.

1. تعريف عملية التوريق:

نعني بعملية التوريق أو التسنييد تحويل قرض مصرفي إلى سند يمكن أن يكون محلا للمعاملات.² وبعبارة أخرى فإن آلية التوريق؛ تعني عملية إجراء مبادلة الديون المستحقة على الشركات أو الأفراد أو الدول بأوراق مالية متداولة بالبورصة سواء كانت في شكل أسهم أو سندات، وقد طبق هذا الأسلوب في العديد من دول العالم منذ أزمة الكساد الكبير (1929-1933).³

ويستوجب توريق الديون قيام البنك أو المؤسسة المالية منشئة الأصول بطرح أوراق مالية مقابل مجموعة من الديون التي لديها كالديون بضمان رهونات على اختلاف أنواعها، أو بيع هذه الديون مباشرة إلى مؤسسات مالية أخرى متخصصة في شراء الديون، والتي عادة ما تحصل على خصم على قيمة هذه الديون ثم تقوم بتوريقها.⁴ وبذلك يعمل التوريق على تحويل القروض المصرفية إلى أوراق مالية قابلة للتداول فيما يعرف بنموذج الإنشاء للتوزيع (Originators-to-Distribute)؛ أي توزيع القروض من خلال عمليات التوريق على عدد كبير من المستثمرين في السوق (Destribute) بدل الاحتفاظ بها ضمن بنود الميزانية للمؤسسات المنشئة (Originators) وهي في الغالب بنوك، وتوفير السيولة اللازمة لمتابعة البنك أو المؤسسة المالية لنشاطها الاستثماري دون الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق لاستعادة قيمة القرض. وهو ما يسمح بتخلي المؤسسات المنشئة للديون عن مسؤوليتها في تحمل مخاطر عدم السداد، مما يساعد على منح مزيد من الائتمان مع التساهل في شروط منحه إلى حد إغراق الاقتصاد به.⁵ ولعل هذا ما ميز أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

2. تطور سوق التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية:

يعطي العقار لمالكه الحق في الاقتراض من البنك الذي يستخدم بدوره محفظة الرهن العقاري التي بحوزته ليقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وتستمر العملية بحيث يولد العقار طبقات متتابعة من

¹. Jacque Adda, "Comment la Finance est Devenue Folle", **Alternatives Economiques-Hors Série Poche**, N° 38 (Avril 2009), PP.13-15.

². Ibid., P.13.

³. عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية: أزمة الرهن العقاري الأمريكية، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 2009)، ص.137.

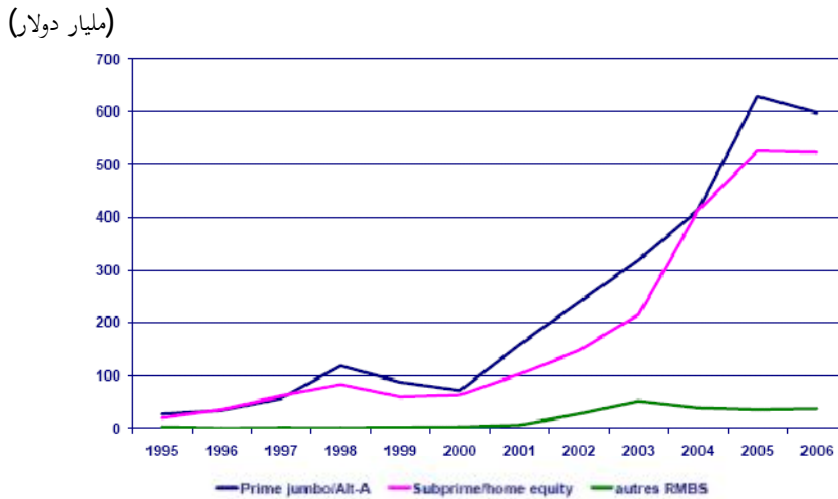
⁴. أشرف محمد دوابة، الأزمة المالية العالمية، رؤية إسلامية، (القاهرة: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، 2009)، ص. 34.

⁵. أحمد مهدي بلواني، مرجع سابق، ص. 115.

الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى. وهكذا أدى تركيز الإقراض في الولايات المتحدة الأمريكية في قطاع العقار إلى زيادة المخاطر، وساعدت الأدوات المالية الجديدة "المشتقات" على تفاقم هذا الخطر بزيادة أحجام الإقراض.¹ فالقروض العقارية أصل مالي يدر عائدا للبنك أو الصندوق الاستثماري الذي يملكها، وعليه فإن أوراق الرهون العقارية هي أصول مشتقة، أي شكل من أشكال المشتقات المالية.² كما أن نمو أسعار العقارات أدى إلى تطوير هذه الهندسة المالية وزيادة الطلب على هذه المنتجات بعيدا عن أي رقابة،³ فمثلا تطور إجمالي سوق الأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني (RMBS) "Residential Mortgage Backed Securities" انطلاقا من سنة 1995 لتعرف دفعة قوية انطلاقا من سنة 2000 (أنظر الشكل رقم 19). لكن مع انهيار أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية انهارت قيمة المشتقات المالية وحدث زعر في الأسواق المالية نتيجة لتهاافت الجميع على تصفية مراكزهم فانخفضت مؤشرات الأسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شللها.⁴

الشكل رقم 19

إصدارات RMBS ذات المصدر الخاص في الولايات المتحدة الأمريكية. (باستثناء RMBS المصدرة من طرف الوكالات الفدرالية)



Source: Carine Romey & Bastien Drut, "une Analyse de la Notation sur le Marché des RMBS « SUBPRIME » aux Etats-Unis", **Rapport** sur « Risques et Tendances », N° 4 (FMI, Janvier 200), P. 7.

¹. حازم الببلاوي، مرجع سابق، ص.5.

². إبراهيم علوش، "نحو فهم منهجي للأزمة المالية العالمية"، ص.3. <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/FE3852AF-FB9E-4E4C-8537-F4EB34C27B17.htm>. visité le 25/02/2009.

³. René Ricol, Rapport sur: "la crise financière", Mission confiée par le Président de la République Dans le contexte de la Présidence française de l'Union européenne 2008, P. 26.

<http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/084000587/0000.pdf>. visité le 25/02/2009.

⁴. محمد عبد الحليم عمر، "قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية"، ندوة حول: "الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصاديات العربية"، (جامعة الأزهر، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، 11 أكتوبر 2008)، ص.9.

إن اللبنة الأساسية للتوريق في الولايات المتحدة الأمريكية وضعتها مؤسسة الرهن القومية الحكومية "GNMA"، حينما التزمت بضمان سداد الفوائد والأصل في تاريخ الاستحقاق، حتى لو تعرض المقترض لمخاطر التخلف عن السداد، وهذا الضمان كان بمثابة نقطة التحول التي مهدت الطريق أمام المهندسين الماليين لوضع الأساس لإمكانية تحويل قروض الرهن العقاري إلى أوراق مالية تتسم بدرجة عالية من السيولة. وتبدأ خطوات هذه الفكرة بقيام الجهة المقدمة لتلك القروض ببناء محفظة منها، ثم إصدار سندات في مقابلها بقيمة اسمية صغيرة تجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين مقارنة بالقروض التي تتسم بضخامة قيمة كل منها.¹ وتسمح عملية التوريق للمؤسسات المنشئة للأوراق المالية بالحصول على إيراد من الأتعاب على أنشطتها لضمان التغطية دون أن تترك نفسها عرضة لمخاطر الائتمان أو السوق أو السيولة، لأنها تبيع القروض التي تبرمها. ويمكن للمؤسسات المنشئة للأوراق المالية أن تعيد شراء مخاطر السوق عن طريق شراء السندات المالية. ويحصل المستثمرون على أصول رهونات عقارية أكثر سيولة وتنوعاً. كما تحصل سوق الرهن العقاري ككل على منافذ أكبر إلى رأس المال، في حين تحصل شركات خدمة الرهن العقاري على أتعاب مجزية وإيرادات من الفوائد. كما يكسب مصدرو السندات المالية المضمونة بروهونات عقارية أتعاباً عن ضمان التغطية. وتكسب "فاني ماي" و "فريدي ماك" أتعاب ضمان لإصداراتها المورقة.²

ولضمان الاستثمار في الأصول العقارية تفننت الهندسة المالية في تصميم توريق السندات من قروض الرهن العقاري بشكل جعل الاستثمار في تلك السندات يتسم بالأمان إلى حد كبير بينما يفوق سعر الفائدة الذي تحمله معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر (وهو ما يعد مرضياً للمستثمر) وإن كان أقل من سعر الفائدة على القروض التي تم توريقها (وهو ما يعد مرضياً للجهة المصدرة)، وسندات من هذا النوع لا بد وأن تتسم بدرجة عالية من السيولة. ولتحقيق المزيد من الأمان للمستثمرين في تلك السندات، عادة ما ينص في نشرة الاكتتاب على استخدام محفظة القروض محل التوريق كرهن يضمن سداد قيمة تلك السندات وذلك لدى طرف ثالث (حارس) تقع عليه أيضاً مسؤولية التأكد من التزام الجهة المصدرة بكل شروط الإصدار كما تضمنتها نشرة الاكتتاب. وتظل الجهة المنشئة لقروض الرهن العقاري مسؤولة عن خدمة المحفظة، بما في ذلك تحصيل أصل وفوائد القروض التي منها تسدد الفوائد والقيمة الاسمية للسندات التي تم توريقها. ويتابع الحارس على الدوام رصيد القروض للتأكد من المحافظة على نسبة السندات التي تم توريقها إلى ذلك الرصيد، وإذا ما انخفض الرصيد بسبب السداد المبكر لقيمة بعض القروض أو توقف بعض المقترضين عن السداد، تلتزم الجهة المصدرة بإحلال قروض جديدة محلها. كما أن بعض تلك القروض أو كلها قد تكون مضمونة من قبل إدارة الإسكان الفيدرالية أو إدارة المتطوعين، وإذا ما كانت المحفظة غير مضمونة من أي من هاتين الإدارتين، حينئذ قد تسعى الجهة المنشئة للحصول على خطاب ضمان من البنك يدعم

¹. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، مرجع سابق، ص.421.

². راندال دود، "رهونات العقارية محسّات أزمة"، مرجع سابق، ص. 16.

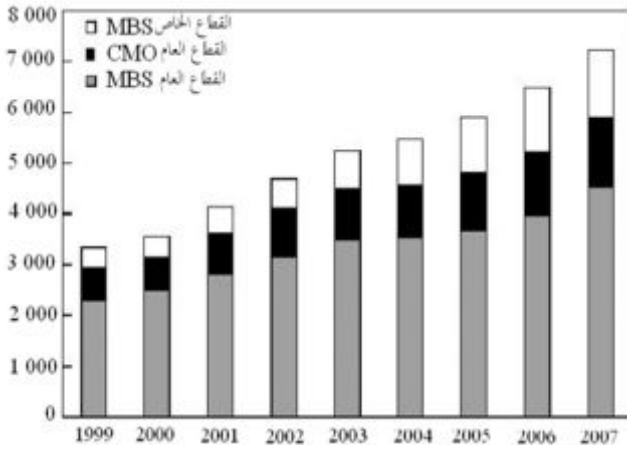
مركزها ضد احتمال توقف بعض المدينين عن سداد الفوائد إضافة إلى قيمة القروض المكونة للمحفظة محل التوريق. وهي ميزة إضافية للمستثمر في تلك السندات لا بد أن يدفع ثمنها في مقابلها، والثمن هنا قد يكون سعر فائدة منخفض على السندات المورقة، أو تخفيض نسبة التغطية، أي نسبة السندات المصدرة إلى قيمة القروض المكونة المحفظة.¹

الشكل رقم 20

سوق التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية (مليار دولار)

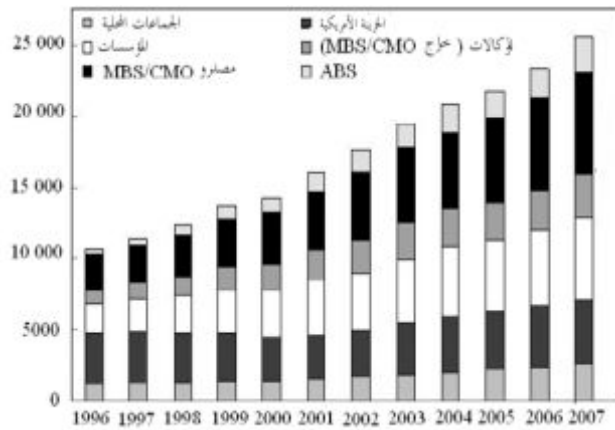
شكل رقم 20-2

سوق MBS



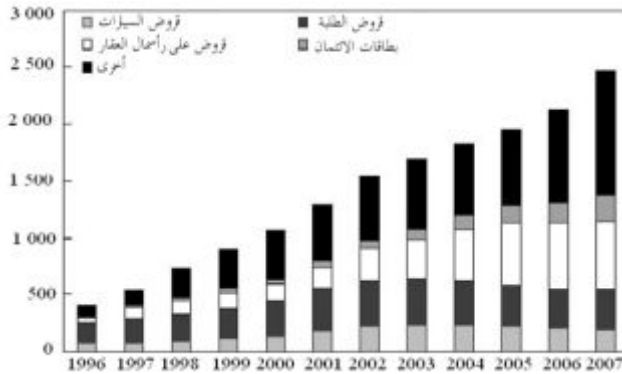
شكل رقم 20-1

سوق الأوراق المالية من طرف المصدرين



الشكل رقم 20 - 3

سوق ABS



Source : Patrick Artus & Autres, " La Crise des Subprimes", Rapports du Conseil d'Analyse Economique, (Paris : La Documentation Française, 2008), PP. 38-39.

¹. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، مرجع سابق، ص 224-226.

ويتمثل مفتاح تحريك ديون الرهن العقاري الثانوي "Subprime Mortgage" في أنحاء السوق في تقسيم المخاطر، وخلق شرائح من الفئة الاستثمارية منخفضة المخاطر، وشرائح مرتفعة المخاطر من مجمع الرهونات العقارية. ولذلك، استخدم شارع وول ستريت التزام الدين المعزز بضمان (CDO)*، الذي أنشأته سنة 1987 شركة الاستثمار "دريكسل بيرنهام لامبيرث" "Drexel Burnham Lambert" كجزء من تمويلها بسندات عالية المخاطر غير مأمونة العائد لعمليات الشراء بأموال مقترضة.

لكن وخلافاً للسندات المالية والعقود الآجلة المتداولة علناً، فإن التزامات الديون المعززة بضمان والمشتقات الائتمانية لا تتداول في أسواق الأوراق المالية. وتعمل أسواق الأوراق المالية كوسيط في كل عملية بيع، ويتم التداول علناً وفي أسواق خارج البورصة، أين يتم التداول ثنائياً بين العملاء والسماسرة دون الإفصاح عن أسعار وأحجام التداول. ولا تتسم عملية اكتشاف السعر بالشفافية، كما لا توجد مراقبة للسوق لتحديد أين توجد مراكز كبيرة أو معرضة للخطر. وعلاوة على ذلك، فإن المعاملات خارج البورصة، خلافاً لأسواق الأوراق المالية، لا يوجد لها صناع سوق أو معينون أو اكتسبوا في غير ذلك صفة مؤسسية لضمان السيولة. ونتيجة لذلك، فإنه عندما تتذبذب الأسعار بفعل أحداث كبرى يتوقف السماسرة عن التصرف كصناع للسوق، وقد يتوقف التداول.¹

وفي الولايات المتحدة الأمريكية فإن الجزء الأكبر من توريق قروض الرهن العقاري يتم من طرف مؤسستين مائيتين مكونتين من طرف الحكومة الأمريكية وهي "فاني ماي وفريدي ماك" "Fannie Mae & Freddie Mac"، وقد شكل سوق سندات الرهن العقاري أكبر سوق للسندات في العالم، بعد سوق سندات الخزانة الأمريكية.

3. خطوات عملية توريق قروض الرهن العقاري:

تتمثل الجهات المنشئة للقروض، التي يشير إليها الشكل رقم (21)، في شركات الإقراض العقاري والبنوك المملوكة لمودعيها والبنوك التجارية وما يماثلها، والتي عادة ما تقوم ببناء محفظة من تلك القروض. أما بالنسبة للجهات المنشئة التي تمتلك محفظة قروض صغيرة لا يسمح لها ببناء محفظة يتم توريق محتوياتها، فإنها تبيع تلك القروض لمؤسسة "فاني ماي" أو "فريدي ماك"، التي تقوم بدورها ببناء تلك المحافظ وبمساعدة بنكي استثمار، يتم إصدار أوراق مالية تباع للمستثمرين المؤسسيين وشركات التأمين على الحياة وصناديق المعاشات وما يماثلها. كما تشتري تلك الأوراق من

* هي سندات تعتمد مدفوعات دخلها ومدفوعات سداد مبلغها الأصلي على مجموعة من الأدوات. وعادة ما يكون التزام الدين المعزز بضمان مضموناً بمجموعة متنوعة من القروض وأدوات الأوراق المالية إما مشتراً في سوق الثانوية أو من الميزانية العمومية لبنك تجاري. وتميز الطبيعة المتنوعة للأدوات التزام الدين المعزز بضمان عن الورقة المالية المضمونة بأصل (ABS) والتي تكون مضمونة بمجموعة متجانسة من الأدوات، كالرهونات العقارية وقروض بطاقات، الائتمان. أنظر في ذلك: "إحصاءات الدين الخارجي: مرشد لمعديها ومستخدميها"، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة، (2003)، ص. 219.

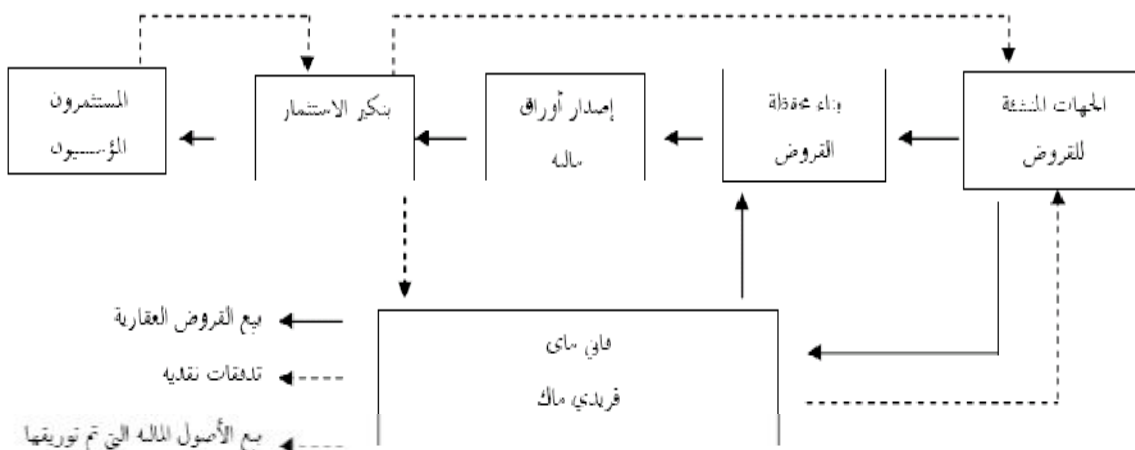
¹. راندال دود، "الرهونات العقارية الثانوية: بحسب أزمة"، مرجع سابق، ص. 17-18.

* المؤسسات التي تدعمها الحكومة تحوز على 50% من القروض العقارية الأمريكية، كما أن حيازات أسهم هذه المؤسسات منتشرة في مختلف أنحاء النظام المالي العالمي وظلت بمثابة الوسيط الرئيسي لتمويل عجز الحساب الجاري الأمريكي من الخارج.

الجهات المنشئة للقروض العقارية ذاتها، كنوع من الاستثمار، على أساس أن تلك الأوراق تتميز بمستوى سيولة جيد. كما أن حصيلة البيع تذهب إلى الجهة التي أصدرت الأوراق لصالحها، هذا ويطلق على الأوراق المالية التي يتم توريقها من محفظة مؤسسة الرهن القومية الفدرالية بشهادات المشاركة، كما يطلق على الأوراق التي يتم توريقها من محافظ الشركة الفدرالية بالأوراق المضمونة بالرهن العقاري (MBS) (Mortgage Baked Securities).*

الشكل رقم 21

خطوات عملية التوريق والتسويق لقروض الرهن العقاري.



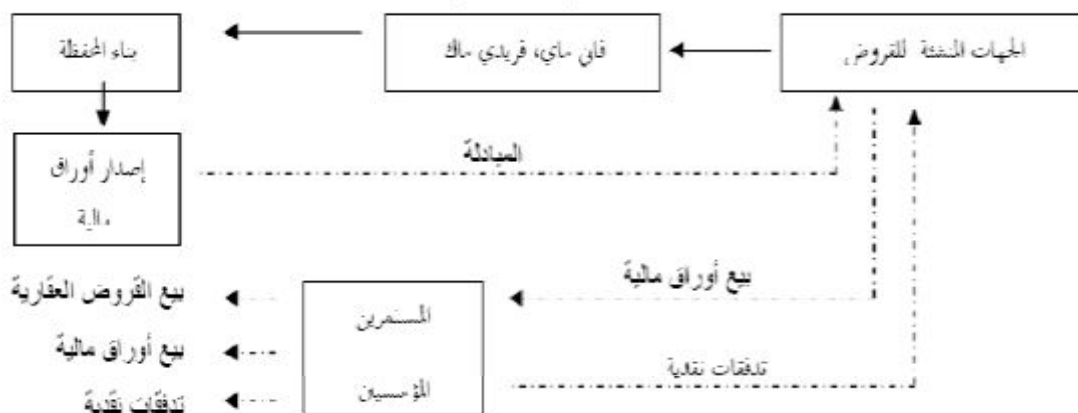
المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، (الإسكندرية: منشأة المعارف للنشر والتوزيع، د ت ن)، ص. 436.

وفي عام 1981 أسهمت الهندسة المالية في تطوير برنامج للشركة الفدرالية لقروض الإسكان، أتبعها برنامج لمؤسسة الرهن القومية الفيدرالية، أطلق عليه برنامج المبادلة (أنظر الشكل رقم 22)، ووفقا لهذا البرنامج تقوم "فريدي ماك" و"فاني ماي" بشراء القروض العقارية من الجهات المنشئة لها، ثم تقوم ببناء محفظة منها، بهدف توريق محتوياتها على أن يعاد بيع تلك الأوراق للجهات المنشئة لها، ويمكن لتلك الجهات أن تحتفظ بتلك الأوراق، أو أن تعيد بيعها إلى مستثمرين مؤسسيين مثل صناديق الاستثمار وشركات التأمين على الحياة، ليعاد استخدام حصيلتها في تقديم قروض جديدة.¹

* تمثل الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS) أبسط صور التوريق وشكل من أشكال الأوراق المالية المضمونة بأصول. وهي تتسم بدرجة عالية من السيولة والأمان، وسعر الفائدة الذي تحمله يفوق معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، وإن كان أقل من سعر الفائدة على القروض التي تم توريقها. وهناك طرف ثالث (حارس) تقع عليه مسؤولية التأكد من التزام الجهة المصدرة بكل شروط الإصدار، وتظل الجهة المنشئة لقروض الرهن العقاري مسؤولة عن خدمة المحفظة، بما في ذلك تحصيل أصل وفوائد القروض، التي منها تسدد الفوائد والقيمة الاسمية للسندات التي تم توريقها. أنظر في ذلك: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، مرجع سابق، ص. 424-425.¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، مرجع سابق، ص. 437.

الشكل رقم 22

برنامج المبادلة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشقات، (الإسكندرية: منشأة المعارف للنشر والتوزيع، دت)، ص. 438.

ولعل أهم ما يميز محفظة الأوراق المالية الناتجة عن عمليات التوريق بصفة عامة هي أن القروض المكونة للمحفظة عادة ما تحمل نفس سعر الفائدة للأوراق التي تم توريقها منها. أما تاريخ استحقاق تلك الأوراق فيشترط أن يكون هو نفسه تاريخ استحقاق القروض المكونة للمحفظة، إذا كانت كلها بتاريخ استحقاق واحد. أما إذا تباينت تواريخ استحقاق القروض داخل المحفظة، حينئذ ينبغي أن يكون أقصر تاريخ استحقاق لتلك القروض، أطول من تاريخ استحقاق الأوراق المالية التي تم توريقها. وبالتالي فلا تخسر الجهة المنشئة لتلك القروض شيئاً سوى رسوم تدفعها لكل من "فاني ماي" و"فريدي ماك" مقابل جهودهما.¹

من مجمل ما سبق، يتبين لنا الدور الكبير الذي اضطلعت به الحكومة الأمريكية فيما يتعلق بتطوير سوق الرهن العقاري، وتشجيع عمليات تحويل قروض الرهن العقاري إلى أوراق مالية تتسم بدرجة عالية من السيولة. مساهمة بذلك في خلق وتغذية مشكل المخاطر المعنوية، من خلال تقديم الضمانات للبنوك في حال تعرض المقرض لمخاطر التخلف عن السداد، وهو ما جعل من احتمال حدوث أزمة في قطاع العقار أمراً وارداً وفي أية لحظة.

المبحث الثاني: طبيعة وأسباب أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية

رغم أن هناك الكثير ممن يرجعون أسباب الأزمات المالية بشكل عام، وأزمة الرهن العقاري بشكل خاص، إلى طبيعة النظام الرأسمالي وآليات عمله باعتباره نظاماً اقتصادياً متعشراً، إلا أن هذا لا يلغي الدور الكبير الذي لعبه القطاع المصرفي - والقطاع المالي بصفة عامة - في حدوث الأزمة من خلال التوسع في منح الائتمان، وزيادة حجم الأصول المالية المتداولة وزيادة الثقة فيها. وهكذا تظهر حقيقة هذه الأزمة باعتبارها "أزمة مالية" بالدرجة الأولى نجمت

¹. المرجع نفسه، ص. 437.

عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل عما يحدث في الاقتصاد العيني.¹ وهنا نتساءل عن كيف أمكن لزيادة بنسبة 3% في رهونات الثانوية متأخرة السداد،² أن تحدث صدعا في النظام المالي للولايات المتحدة الأمريكية، أعقبه وقوع اضطراب مالي عالمي؟

المطلب الأول: وفرة السيولة العالمية

عرفت السوق الأمريكية والعديد من الدول الكبرى تدفقات هائلة لرؤوس الأموال (رغم أن أزمة الرهن العقاري تميزت بشح في السيولة)^{*} من خلال البنوك وصناديق الاستثمار، لتمويل الإنفاق الهائل لهذا الاقتصاد بقطاعيه الخاص العام، حيث نجد أن نسبة الكتلة النقدية بمعناها الضيق M1 إلى الناتج المحلي الإجمالي لست دول كبرى (الولايات المتحدة الأمريكية، منطقة الأورو، اليابان، الصين، المملكة المتحدة وكندا) تجاوزت من 18 إلى 20% كمتوسط خلال الفترة (1980-2000)، وإلى أكثر من 26% عام 2002، حتى بلغت 30% في الفترة (2006-2007).³ وقد استخدمت نسبة كبيرة من هذه الأموال في الولايات المتحدة الأمريكية على صعيد القطاع الخاص لتمويل النفقات الاستهلاكية، إلى جانب تنافس مدراء البنوك والمؤسسات العقارية وشركات التأمين في منح التسهيلات الائتمانية لجميع الأفراد الراغبين في الحصول على الائتمان، دون التأكد من جدارتهم المالية، والغاية من ذلك هي جني الأرباح والمكافآت. أما على صعيد القطاع العام فقد استخدمت الإدارة الأمريكية تلك الأموال للتوسع في الإنفاق، وخاصة في المجالات العسكرية لتمويل الحروب الأمريكية في أفغانستان والعراق وغيرها، إضافة إلى برامج غزو الفضاء. الشيء الذي أسهم في رفع المديونية العامة للولايات المتحدة إلى مستويات خطيرة وغير مسبوقة.⁴

وعليه فإن نقطة الانطلاق في هذه الأزمة تمثلت في وفرة السيولة، التي كان أغلبها خارجيا، كنتيجة لارتفاع الكبير في احتياطات الصرف لدى البنوك المركزية في البلدان الناشئة (وخاصة الصين) والبلدان المصدرة للمواد الخام (خاصة منها الفوائض النفطية)، وهذا الارتفاع في الاحتياطات ناتج عن الفوائض الكبيرة في الموازين التجارية ومعدلات الادخار المرتفعة. وقد ساعد ذلك في الحد من التباطؤ في معدلات النمو في بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (L'OCDE). كما عملت مؤسسات المال الأمريكية على جذب الأموال الضخمة من الخارج تحت إغراء

¹. حازم البيلاوي، مرجع سابق، ص.3.

². واندال دود، "رهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة"، مرجع سابق، ص. 15.

^{*} كانت مخاطر السيولة النظامية في صلب الأزمة الأخيرة، فقد نضبت أسواق التمويل أمام المؤسسات المالية واضطرت البنوك المركزية إلى التدخل بمبالغ غير مسبوقة وأساليب غير معتادة. أنظر: مرغريت وستن، مرجع سابق، ص. 1.

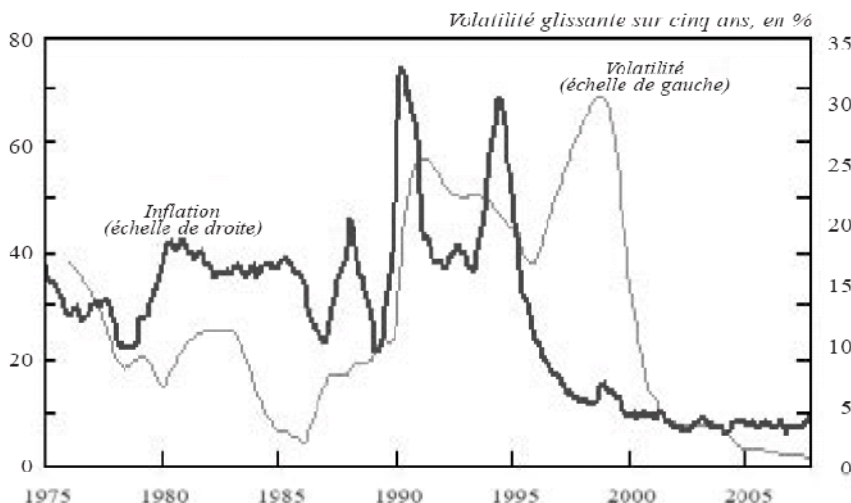
³. Patrick Artus & Autres, "La Crise des Subprimes", Rapports du Conseil d'Analyse Economique, (Paris : La Documentation Française, 2008), P.15.

⁴. طالب عوض، أثر التقلبات المالية الدولية على أسواق الدول النامية"، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية، ص. 3-4.

www.ju.edu.jo/Resources/.../الازمة%20المالية.pdf visité le 10/04/2012

الأرباح الاستثنائية من خلال أدوات استثمارية تبين بعد الأزمة أنها كانت من الأصل المسموم.¹ ومن هذه الأدوات الاستثمارية السندات المدعومة بالقروض العقارية.

الشكل رقم 23 التضخم العالمي وتقلباته.



Source: Patrick Artus & Autres, " La Crise des Subprimes", Rapports du Conseil d'Analyse Economique, (Paris : La Documentation Française, 2008), P. 16.

ومهما كانت الأسباب فإن هذه الوفرة في السيولة لم تكن لها آثار تضخمية على السلع والخدمات، كما يظهر ذلك من خلال الشكل رقم (23)، الذي يبين كيف انخفض معدل التضخم العالمي من مستوى متوسط 12% إلى أقل من 5% في مدة عشر سنوات تقريبا. إذ كانت معدلات التضخم تحت السيطرة نتيجة المصادقية التي اكتسبتها البنوك المركزية.²

المطلب الثاني: تراخي قيود الإقراض* والإفراط في منح القروض العقارية عالية المخاطر

أصبح الدين آلية بقاء الأسر المعيشية في الولايات المتحدة الأمريكية انطلاقا من أواخر تسعينيات القرن العشرين، حيث ارتفع إجمالي مديونية الأسر من حوالي 50% من الناتج المحلي الإجمالي عام 1980 إلى ما يقرب من 100% في

¹. Patrick Artus & Autres, Op. Cit., P.15.

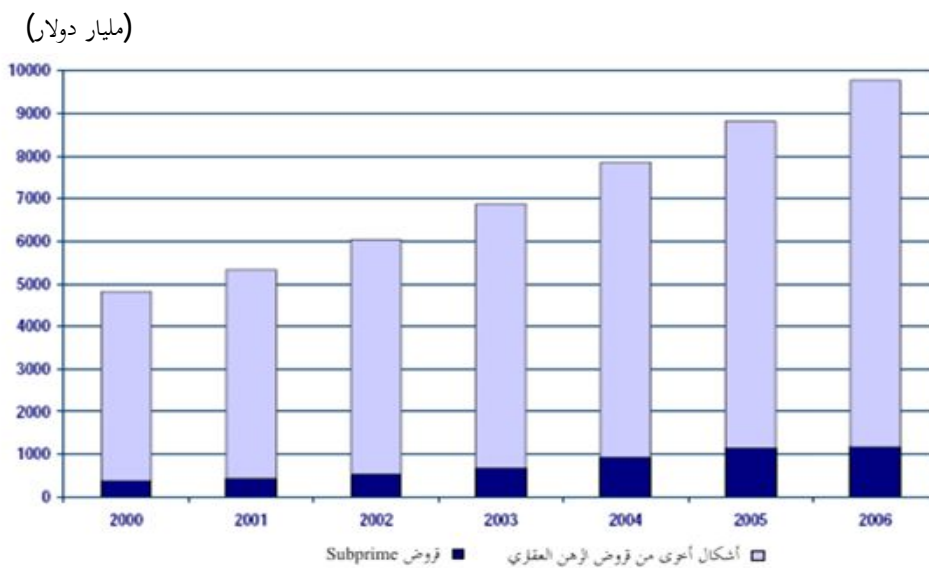
². Ibid., P.15.

* هناك سمة من سمات الأزمة يشترك فيها الكثير من البلدان، وهي فرط النمو الائتماني وسوء توزيعه، مما ساعد على ظهور الطفرات التي حدثت في أسواق الإسكان. كما أن نظم تمويل العقارات السكنية أدت إلى تعميق الكساد العقاري وعدم الاستقرار المالي. أنظر في ذلك: تقرير الاستقرار المالي العالمي، "ملخص واف"، عدد أبريل 2011، ص.3 www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/gfsr/2011/01/pdf/suma.pdf، visited le 16/12/2011.

عام 2007، قبل أن تتراجع عام 2008.¹ في حين ارتفعت نسبة القروض العقارية إلى الدخل المتاح للعائلات من 65% عام 2000 إلى 101% عام 2007،² وهكذا تغير منطق مديونية العائلات في الولايات المتحدة الأمريكية انطلاقاً من سنة 1990، حيث اتبعت القروض الاستهلاكية والقروض العقارية آلية نموذجية لنظام التراكم "الفوردي" "Fordien"،* وأصبحت قروض الرهن العقاري تسيطر على تمويل الإسكان في الولايات المتحدة، وتزاحم الأنواع الأخرى من القروض غير العقارية، كما أصبحت أداة من أدوات الائتمان العالمي، باعتبارها شكلاً من الأشكال التقليدية للقروض الاستهلاكية.³

الشكل رقم 24

قروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الأمريكية



Source: Carine Romey & Bastien Drut, "une Analyse de la Notation sur le Marché des RMBS «Subprime» aux Etats-Unis", Rapport sur Risques et Tendances, N° 4 (FMI, Janvier 2008), P. 5.

يظهر من خلال الشكل رقم (24) التصاعد المستمر في حجم القروض العقارية الموجهة للعائلات حيث حيث انتقلت من حوالي 5000 مليار دولار سنة 2000 إلى ما يقارب 10000 مليار دولار سنة 2006، وقد تزامن ذلك مع تصاعد في حجم قروض الرهن العقاري عالية المخاطر "Subprime" التي بلغت قيمتها حوالي 1000 مليار دولار في حدود سنة 2006، وهو ما يعكس التراخي في شروط الإقراض في سوق الرهن العقاري.

¹. Stéphane Sorbe, "Saisies Immobilières aux États-Unis et Pertes des Institutions Financières", Éditeur Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique, TRÉSOR-ÉCO, N° 57 (Mai 2009), P.3.

². Laurent Clerc, "Valorisation et Stabilité Financière", **Revue la Stabilité Financière**, Banque de France, N° 12 (Octobre 2008), P. 32.

* الفوردية نسبة إلى طريقة التصنيع التي أنشأها في العشرينيات هنري فورد (1863-1947) مؤسس شركة فورد العالمية.

³. Jacques Sapir, "Les Racines Sociales de la Crise Financière Implications Pour L'Europe", P. 2. <http://www.france.attac.org/spip.php?article9400>. visité le 02/03/ 2009.

لقد اعتمد سوق قروض الرهونات الذي انبثق بعد الكساد الكبير بكثافة على مقرضي الرهونات المتخصصين، وكانت أصولهم الأساسية متمثلة في قروض الرهونات ذات السعر الثابت طويل الأجل، وخصومهم الأساسية متمثلة في الإيداع قصير الأجل، ومثل هذا الكشف للميزانية كان يعاني كثيرا من خطورة عدم مواءمة تواريخ الاستحقاق. ولترتيب قروض الرهونات بأمان أكثر تم تغيير طبيعة هذه القروض لتلاءم بصورة أفضل مصادر التمويل مع قروض برهونات ذات سعر قابل للتعديل،¹ أي القرض المضمون بالرهن بسعر متغير (ARM) (Adjustable Rate Mortgage) وهي قروض مضمونة بالرهن بحيث يتغير سعر فائدتها بصفة دورية بناء على سعر مؤشر محدد.² وبعبارة أخرى هي قروض بسعر فائدة أولي، ثابت خلال العامين أو ثلاثة أعوام الأولى، وبعد ذلك يعاد تقييمها كل عام أو كل ستة أشهر خلال 27 أو 28 سنة المقبلة. وهذا النوع من القروض كان الأكثر انتشارا في سوق قروض الرهن العقاري الثانوية.³ أما الجدارة الائتمانية للأفراد في هذه السوق فهي جد منخفضة، وهو ما يضع الأسر في مصيدة حقيقية.

إن القرض المضمون بالرهن بسعر متغير يسمح بتخفيض مخاطر سعر الفائدة بالنسبة للمقرض عند الارتفاع في سعر الفائدة، وهذا لا يعني اختفاء مخاطر سعر الفائدة بل إنها انتقلت من المقرض إلى المقترض، ونقل مخاطر سعر الفائدة إلى المقترض له مشاكله بالنسبة للمقرض والمقترض معا، إذ أن تخفيض مخاطر سعر الفائدة يأتي على حساب زيادة مخاطر الائتمان وخاصة مع توفر معلومات مضللة من جانب المقرضين، والتي قد تؤدي إلى حالات كارثية عند التعديل الشهري للمدفوعات. وعليه فإن الكثير من حالات (ARM) أثارت موضوعات حساسة حول الحد الذي يمكن أن يرفع إليه سعر الفائدة سنويا، وحوال الحد الأقصى الذي يمكن أن يصل إليه على مدى حياة قرض الرهن.

وعليه فإن أحد الحلول المقترحة في هذا المجال هو ترك قروض الرهن ذات الأسعار الثابتة كما هي، ولكن جعل تمويلها ليس عن طريق المؤسسات الوسيطة الإيداعية، بل عن طريق المؤسسات المالية طويلة الأجل مثل صناديق المعاشات، وشركات التأمين على الحياة، لأن خصوم مثل هؤلاء المقرضين طويلة الأجل والإقراض برهونات لا يعرضها إلى مخاطر أسعار الفائدة. يضاف إلى ذلك، أنه إذا كانت هذه المؤسسات تستطيع تمويل الإقراض برهونات على المستوى القومي، فسوف يخلق هذا سوقا قومية متكامل فيها أسواق قروض الرهونات المحلية.⁴ ومن بين القروض التي صنفت على أساس أنها قروض رهن عقاري عالية المخاطر ما يلي:⁵

- قروض الرهن العقاري الثانوية (دون الممتازة) (Subprime): وهي قروض لمقترضين من ذوي الدخل المتدني أو غير المستقر، ويتميزون بنسبة الدين إلى الدخل تتعدى 55% ونسبة مبلغ القرض إلى قيمة

¹ . ماثيير كوهين، مرجع سابق، ص ص. 146-150.

² . Global Financial Stability Report, "Durable Financial Stability – Getting There From Here", (April 2011), P, 159.

³ Gary B. Gorton, "The Subprime Panic", NBER Working Paper Series (October 2008), p.4.

⁴ . ماثيير كوهين، مرجع سابق، ص ص. 152-153.

⁵ . Jacques Sapir, "Les Racines Sociales de la Crise Financière Implications Pour L'Europe", Op. Cit., P. 3

الممتلكات تتجاوز 85%، أي أنها تمنح لمقترضين لا يتمتعون بسجل مالي قوي (Ninja) ولا تتوفر فيهم شروط الملاءة المعهودة والقدرة على تسديد الديون. وهي ترتب بمدة استحقاق تدوم حوالي 30 سنة بمعدلات فائدة محدودة في السنوات الأولى ثم بمعدلات متغيرة وأكثر ارتفاعا فيما بعد، كما أن جزءا كبيرا منها منح للعائلات عن طريق وسطاء لا يخضعون لأية رقابة.¹ وهذا النظام لا يمكنه العمل إلا إذا بقيت معدلات القروض منخفضة وقيمة العقارات في تزايد مستمر، ضامنة بذلك رأس المال والفوائد.

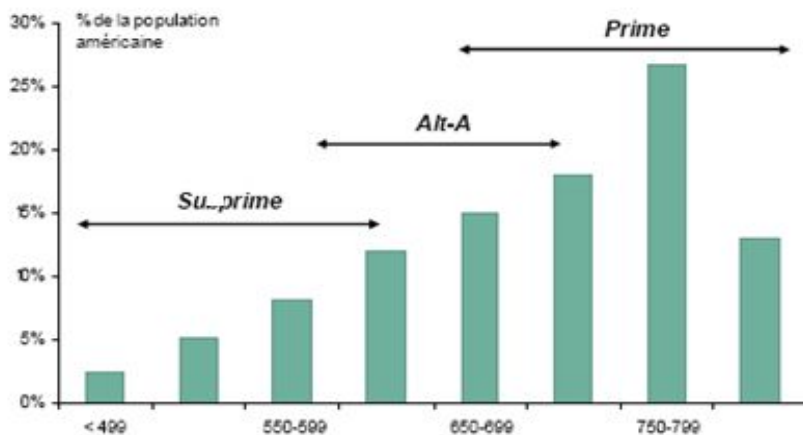
- **قروض (Alt A):** وهي قروض مقدمة إلى المقترضين الذين تقل لديهم نسبة القرض إلى القيمة مقارنة بقروض الرهن العقاري الثانوية، أي أنها ممنوحة لمقترضين جدارتهم الائتمانية أكبر من جدارة عملاء الرهونات الثانوية، لكنهم يمثلون مخاطر أكثر من مقترض القروض الممتازين،² ويعد عدم اكتمال الوثائق بمثابة السبب الرئيسي وراء تصنيف القرض "كالقرض البديل من الفئة أ"؛

- **قروض (Jumbo):** وهي قروض ذات مبالغ كبيرة (500 ألف دولار إلى مليون دولار أمريكي).

إن الأفراد يخضعون لتصنيف درجة الائتمان لديهم من قبل ما يعرف بنقاط الفيكو (FICO)، حيث نجد أن القروض الممتازة (prime) والقروض الضخمة (jumbo) تبلغ نقاط الفيكو أكثر من 700، أما بالنسبة لقروض (Alt-A) فنجدها تتراوح بين 640-730، وبالنسبة لقروض الرهن العقاري الثانوية فتتراوح فيها نقاط الفيكو بين 500-660.³

شكل رقم: 25

توزيع العائلات الأمريكية حسب تصنيف درجة الائتمان من خلال نقاط الفيكو (FICO)



Source : Marie-Charlotte Husson, Gwenaëlle Paris, Slimaine Bsiss, Amaury Planchenault, "Crises des Subprimes: Origine, déclenchement et contagion". <http://happytreeflash.com/crise-des-subprimes-ppt>. visité le 20/10/2011.

¹ فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. 20.

² راندال دود، "الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة"، مرجع سابق، ص. 16.

³ Gary B. Gorton, Op. Cit., P.4.

وهنا تجدر الإشارة إلى أن المقترضين الذين يتميزون بنسبة القرض إلى القيمة (LTV) بين 65-80% يحصلون على القروض الضخمة والقروض الممتازة، أما قروض (AL-A) فتكون نسبة القرض إلى القيمة تتراوح بين 70-100%، بينما تكون هذه النسبة بين 60-100% بالنسبة لقروض الرهن العقاري الثانوي.¹

الشكل رقم 26

قروض الرهن العقاري عالية المخاطر "Subprimes"

(% من إجمالي القروض العقارية)



Source: Stéphane Sorbe, "Saisies immobilières aux États-Unis et pertes des institutions financières", Éditeur Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi Direction générale du Trésor et de la Politique économique, TRÉSOR-ÉCO, N° 57 (Mai 2009), P. 6.

ما يلاحظ من خلال الشكل رقم (26) أن هناك تصاعدا في نسبة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر انطلاقا من سنة 1998 لتبلغ 14% من مجموع قروض الرهن العقاري في عام 2007، أي حوالي 10% من الناتج المحلي الإجمالي.² ورغم أن هذه السوق موجودة منذ عام 1960، غير أن الأزمة كشفت عن النمو غير المنضبط في هذا القطاع خلال السنوات الأخيرة، إلى جانب تمركزها، حيث أن حوالي 62,2% من قروض الرهن العقاري عالية المخاطر صدرت من قبل 10% من مجموع المؤسسات في الربع الثالث من عام 2006.³

لقد ارتكز اقتراض الأسر الأمريكية على معدل فائدة جد منخفض انطلاقا من سنة 2001 بعد أزمة البورصة لقيم "الانترنت"، إضافة إلى ذلك، فإن المواطن الأمريكي الذي يشتري بيته بالدين مقابل رهن العقار، يمكنه الحصول على قرض جديد من الدرجة الثانية عند ارتفاع قيمة هذا العقار، ومنهما جاءت التسمية بأنها رهون الأقل جودة،⁴ وهي معرضة أكثر للمخاطر في حال انخفاض قيمة العقارات. فمثلا، ومنذ منتصف أكتوبر 2007، عرفت 16% من

¹ Ibid., P. 4.

² Lefebvre Frédéric, " Emprunts Immobilier à Taux Variable, " **Assemblée National** (2008), p.10.

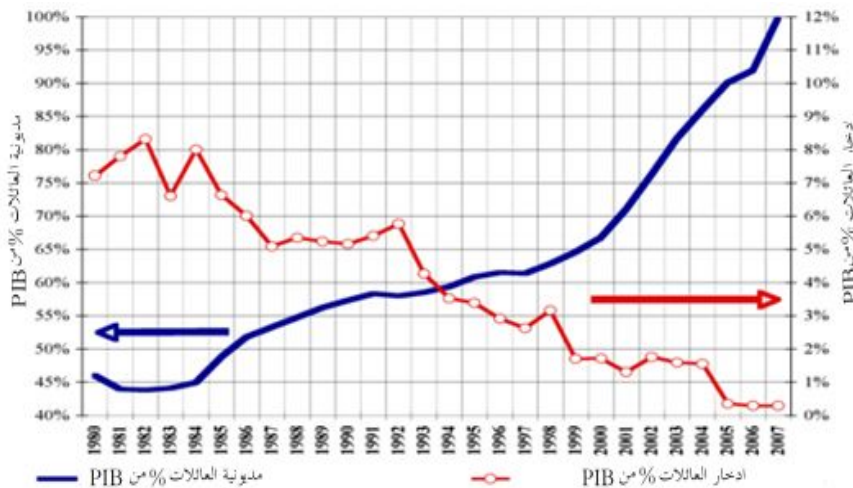
³ Alain Sand-Zantman, Op. Cit., PP . 216-217.

⁴ حازم البيلاوي، مرجع سابق، ص. 6.

قروض الرهن العقاري الثانوية تأخر في التسديد بأكثر من 90 يوما، أو أنها في إطار التصفية. كما أن تصاعد مديونية العائلات الأمريكية، رافقه تراجع كبير في معدل الادخار.

الشكل رقم 27

مقارنة بين مديونية العائلات وادخارها في الولايات المتحدة الأمريكية.



Source : Jacques Sapir, « Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe ». P.4.

<http://www.france.attaq.org/spip.php?article9400>. visité le 02/03/ 2009.

يظهر من خلال الشكل رقم (27) أن مديونية الأسر بقيت مستقرة وتراوح ما بين 40 و45% من قيمة الناتج الداخلي الخام خلال الفترة (1960-1970)، لتعرف أول ارتفاع لها سنة 1984 قبل أن تنفجر فعليا سنة 2001، في حين انهار معدل ادخار العائلات حيث انخفض إلى 0,3% من قيمة PIB.

وفي هذا السياق، تجدر الإشارة إلى أن هناك اختلافا في مديونية العائلات بالنسبة للبلدان الأوروبية (أنظر الجدول رقم 15)، فإسبانيا وبريطانيا مثلا، لها معدلات مديونية تضاهي تلك السائدة في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ أن الأسر في هذه البلدان استفادت من إمكانية الاقتراض من خلال الارتفاع في قيمة ثروتها العقارية، فيما يعرف بـ (l'Hypothèque Rechargeable). ويمكن أن نلاحظ أثر ذلك بوضوح في إسبانيا أين ارتفعت أسعار العقارات بـ247% للفترة (1997-2005)، وارتفعت مديونية العائلات الإسبانية من 84% إلى 100% من قيمة PIB خلال الفترة (2006-2007).¹ كما أن هذه البلدان عرفت ارتفاعا في حجم قروض الرهن العقاري المشكوك في تحصيلها (أنظر ملحق رقم 09). وعلى العكس بالنسبة لكل من إيطاليا وفرنسا، فإن مديونية العائلات تظهر متواضعة.

¹. Jacques Sapir, " Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe ", Op. Cit., PP .4-5.

الجدول رقم 15

مديونية العائلات في بعض البلدان الأوروبية

(نسبة مئوية من قيمة PIB لسنة 2006)

فرنسا	ألمانيا	اسبانيا	بريطانيا	إيطاليا
%45	%68	%84	%107	%39

Sources : Jacques Sapir, " Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe ". P.5.
http://www.france.attac.org/spip.php?article9400. visité le 02/03/ 2009.

يستخلص مما سبق، أن البلدان التي اتبعت النموذج الأمريكي من خلال تبني نموذج نيوليبرالي للاقتصاد المالي المفتوح، والحفاظ على استمرار النمو من خلال اللجوء إلى مديونية كبيرة للعائلات تعرضت إلى ارتفاع التفاوت الاجتماعي، كما يمكن القول أنه في أغلب البلدان، فإن نسبة كبيرة من حجم القروض العقارية موجهة للعائلات، وهو ما يفسر النمو الكبير للمديونية في هذه البلدان. فالنموذج الأمريكي إذن كشف بحق عن "مصيدة الدين" للعائلات الأكثر تواضعا.

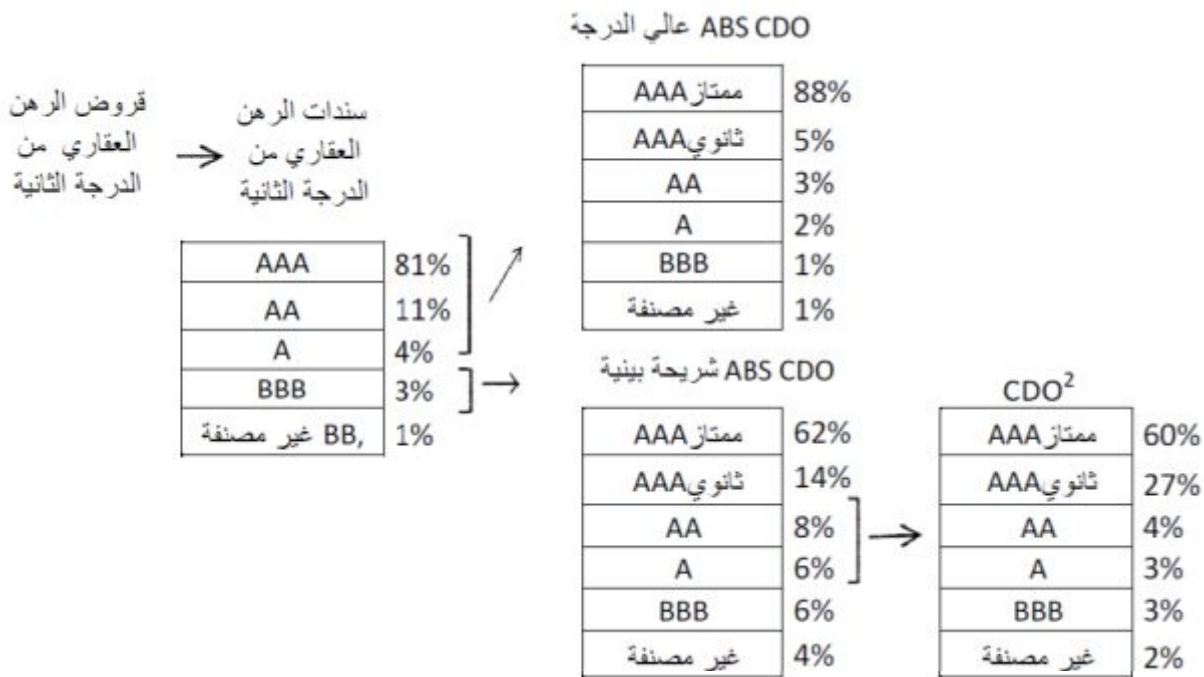
المطلب الثالث: التوريق ومخاطر التمويل المهيكل

يقتضي التمويل المهيكل عادة تجميع مخاطر أساسية معينة عن طريق تجميع الصكوك المعرضة لتلك المخاطر (السندات والقروض والأوراق المالية التي يدعمها رهن)، ثم تقسيم التدفقات النقدية الناجمة إلى "شرائح" أو أجزاء تدفع لحائزين مختلفين. ويتم سداد المدفوعات من الجمع لحائزي هذه الشرائح بنظام محدد، يبدأ بالشرائح الممتازة (Senior) (الأقل خطورة) ويتسلسل نازلا من خلال مستويات مختلفة إلى شرائح أكثر خطورة. وفي نموذج بسيط من ثلاث شرائح (أنظر الشكل رقم 28)، تكون للشريحة الأدنى مخاطر، أو الشريحة الممتازة (Senior) الحق الأول في الحصول على المدفوعات من رهونات العقارية المجمعة، وتحظى الشريحة الممتازة بأعلى تصنيف ائتماني قد يبلغ أحيانا فئة (AAA) وتحصل على سعر فائدة أدنى. وبعد تسديد الحقوق الممتازة، تتلقى الشريحة الوسطى أو الشريحة البينية (Mezzanine)، مدفوعاتها، وتمثل الشريحة البينية مخاطر أكبر بكثير، وعادة ما تحظى بتصنيفات ائتمانية دون الدرجة الاستثمارية، ومعدل عائد أعلى. ولا تتلقى الشريحة الدنيا أو شريحة أسهم حق الملكية (Equity) مدفوعات إلا إذا تم سداد مدفوعات الشرائح الممتازة والبينية بالكامل، حيث أنه إذا لم يكن جزء من التدفقات النقدية المتوقع وفادتها إلى الجمع وشيك الحدوث (مثلا بسبب التخلف عن سداد القروض)، فعندئذ يتعين على حائزي الشرائح الأكثر خطورة أن يتحملوا هم أولا نقص المدفوعات، وذلك بعد استنفاد الاحتياطي من التدفقات النقدية.¹

¹. راندال دود، مرجع سابق، ص.17.

الشكل رقم 28

تشرح قروض الرهن العقاري من الدرجة الثانية



Source : Gary B. Gorton, "The Subprime Panic", NBER Working Paper Series (October 2008), p. 13.

لقد سمحت عملية توريق الديون المدعومة وتجميعها كمشتقات مالية، دون الإفصاح عن حقيقتها، وإعادة بيعها بأسعار أعلى من قيمتها الحقيقية في البورصات العالمية، بزيادة حجم المضاربات شبه الوهمية بمبالغ تريليونية، تفوق بكثير حجم الأصول الحقيقية، ليفسح المجال واسعا أمام مهام اقتصادية أقل ما يقال عنها أنها "طفيلية" تفوق حجم الاستثمارات الحقيقية، وقد مولت هذه المضاربات بأموال مقترضة بأسعار فائدة منخفضة على اعتبار حتمية التبرج. * المتحصل عليه من هذه المشتقات من جهتين، جهة الفرق بين سعر فائدة الأموال الممولة لعمليات الشراء، ومعدل العائد من هذه المشتقات، إضافة إلى ارتفاع القيمة السوقية لهذه المشتقات بفعل المضاربات.¹

وقد تطورت عمليات التوريق بسرعة فائقة وعرفت نموا مذهلا؛ إذ بلغ حجم سوق MBS، و CMO، و ABS على سبيل المثال في نهاية عام 2007 مستوى 10 تريليون دولار أمريكي، وتمثل هذه السوق قرابة 40% من سوق السندات، وهو مبلغ بعيد جدا عن حجم السندات التي أصدرتها الشركات (5,8 تريليون دولار) أو السندات

* الفرق بين الربح والتبرج أن الربح ناتج عن عمليات الاستثمار الحقيقي في حين التبرج ناتج عن عوائد الاستثمار الوهمية في الأسواق المالية.

¹. عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، مرجع سابق، ص. 13.

* يقصد بالتزام الرهن المضمون (CMO) الورقة المالية المضمونة بمجموع القروض المضمونة بالرهن أو بعض مجموعات القروض المضمونة بالرهن العقاري السكني وأوراق الوكالة المالية. وتصدرها شركات الاستثمار العقاري وعادة ما تتضمن العملية التي يتم فيها إصدار التزامات الرهن المضمون فئات متعددة من الأوراق المالية ويكون لها تواريخ استحقاق وكوبونات مختلفة. أنظر في ذلك: التمويل المنظم: مسرد مصطلحات عملية التوريق، مرجع سابق، ص. 8.

التي أصدرتها الخزانة (4,5 تريليون دولار) وهي جذابة للغاية لكونها تقدم عوائد عالية مقارنة بسندات الشركات ذات التصنيف المماثل.¹ وهو ما أسهم في تطوير سوق الرهن العقاري منذ عام 1998.

الجدول رقم 16

إصدارات السندات المالية المضمونة بروهونات عقارية دون الفئة الاستثمارية للفترة (2003 - 2006)

(مليار دولار - نسبة مئوية من المجموع)

النوع	2003	جانفي - جوان 2006
ممتاز	57,6 (52)	67,2 (26)
ثانوي	37,4 (34)	114,3 (44)
Alt-A	15,8 (14)	76,5 (30)
المجموع	110,8	258

المصدر: راندال دود، "الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2007)، ص. 17.

وفي هذا السياق تجدر الإشارة إلى أن 87% من إصدارات الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS) عام 2000 كان مصدرها مؤسسات ترعاها الحكومة، لكن وبحلول عام 2006 تراجعت هذه النسبة لتبلغ 67% عام 2006، ولعل سبب ذلك هو ارتفاع حصة المؤسسات التي لا ترعاها الحكومة من إجمالي إصدارات (MBS) التي انتقلت من 13% عام 2000 لتبلغ حوالي 33% عام 2006 (أنظر الجدول رقم 17).

جدول رقم 17

حصة الوكالات الحكومية وغير الحكومية من إصدارات (MBS)

نسبة مئوية من مجموع MBS					الحجم مليار دولار						
وكالات غير حكومية (% من مجموع MBS)					وكالات غير حكومية						
Subprime	Alt-A	Jumbo	المجموع	أوراق الوكالة المالية	Subprime	Alt-A	Jumbo	المجموع	أوراق الوكالة المالية	مجموع MBS	السنة
3%	1%	8%	13%	87%	81	44	252	377	2625	3003	2000
3%	1%	8%	13%	87%	109	50	275	434	2975	3409	2001
4%	2%	7%	13%	87%	167	67	256	489	3313	3802	2002
6%	3%	6%	15%	85%	245	10	254	611	3394	4005	2003
10%	5%	8%	23%	77%	431	230	353	1014	3467	4481	2004
12%	10%	8%	31%	69%	641	510	441	1593	3608	5201	2005
13%	13%	8%	33%	67%	732	730	462	1924	3905	5829	2006
12%	13%	8%	33%	67%	730	765	468	1963	4021	5984	2007

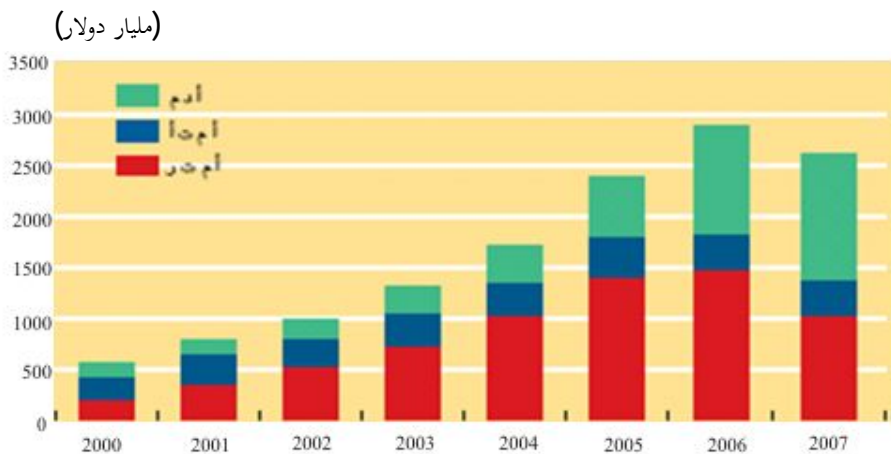
Source: Gary B. Gorton, "The Subprime Panic", NBER Working Paper Series (2008), P. 4.

¹ عبد المجيد قدي، "الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 46 (القاهرة، ربيع 2009)، ص. 13.

لقد شجع انخفاض سعر الفائدة الاسمي، السيولة الوفيرة، قلة تقلب الأسواق المالية، الإفراط في تسعير الأوراق المالية والإحساس العام بالرضا، أنواعا كثيرة من المستثمرين على تحمل المزيد من المخاطر. كما أخفى إبهام وغموض الحشد المتنامي من منتجات الائتمان المهيكلة موقع وحجم وفاعلية المراكز المحتفظ بها، أحيانا حتى عن المؤسسات المالية نفسها. وبحلول عام 2007 بدأ كبار المديرين في بعض أكبر المؤسسات المالية يعربون عن قلق عام، خاصة فيما يتعلق بالأوراق المالية المهيكلة التي تساندها القروض والرهنات دون الممتازة. لكن نظرا لاستمرار انخفاض أسعار الفائدة ووفرة السيولة، استمر الطلب على منتجات الائتمان المهيكلة ذات المرتبة (AAA) حتى منتصف 2007.¹

الشكل رقم 29

تصاعد إصدار الائتمانات المهيكلة الأوروبية والأمريكية



المصدر: لورا كودرس، " أزمة ثقة... وأكثر من ذلك"، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 45، عدد 2 (صندوق النقد الدولي، جوان 2008)، ص. 9. أ.د.م: التزامات ديون مضمونة. أ.م.ت.أ: أوراق مالية تساندها أصول، تشمل السيارات، وبطاقات الائتمان، .. إلخ. وبإستبعاد أ.د.م، وأ.م.ت.أ: أوراق مالية تساندها رهونات.

وفي المناخ المالي المستقر ومع وفرة السيولة، لم يشعر المستثمرون بأنهم مضطرون إلى أن يولوا كثيرا من الاهتمام لهذه المخاطر التي تنطوي عليها المنتجات المهيكلة التي اشتروها. وقد وثقوا بوكالات التصنيف الائتماني لتقييم المخاطر بصورة سليمة، دون الاهتمام بتوثيق المنتجات أو التحري المستقل عن الصكوك المعنية. ورغم أن وكالات التصنيف حاولت التأكيد بأنها لم تصنف سوى مخاطر الائتمان، فقد انطوت هذه المنتجات على مخاطر السيولة والسوق. كما أن هيكل الحوافز لدى وكالات التصنيف لعب أيضا دورا في انتشار منتجات الائتمان المهيكلة، إذ كان يتعين على واضعي الهياكل أن يطالبوا بتصنيف لمختلف شرائح المخاطر داخل كل هيكل. فإذا بدت أحجام أو سمات مختلف الشرائح وكأنها غير كافية لتحقيق التصنيف المطلوب لإشباع الطلب المتوقع على الشرائح، كان يتعين على وكالات التصنيف أن تقترح تغيير الهياكل (مثلا، مزيد من الإفراط في الضمان) لتحقيقها. وأقل ما يقال هو أن الكر والفر بين

¹ لورا كودرس، مرجع سابق، ص. 10.

واضعي الهياكل الذين يدفعون أجر التصنيف، ووكالات التصنيف التي توفره قد قوّض استقلال عملية التصنيف. وفي النهاية عانت هذه المنتجات المهيكلة من تدهور الضمانات المعنية (أساسا الرهن دون الممتاز).¹ وعندما حدثت الأزمة تم تسهيل السندات المالية المضمونة برهونات عقارية ثانوية، في نفس الوقت الذي كان فيه المستثمرون ذوو الاستدانة العالية كصناديق التغطية، يحتاجون إلى تصحيح مراكزهم أو التعامل بعيدا عن المراكز الخاسرة. كما واجهت هذه الصناديق طلبات تغطية للضمانات الإضافية من سماسرتها الأساسيين.* وقد تفاقم الموقف، لأنه في غياب التداول لم تكن هناك أية طريقة لتحديد قيمة مختلف شرائح المخاطر. ولذلك توقفت صناديق التغطية عن التعامل، ولم يعد هناك وجود لسوق التزامات الديون المعززة بضمان وما يتصل بها من أسواق المشتقات الائتمانية، ولم يتمكن مصدرها هذه الالتزامات من بيع ما لديهم من رصيد، ومن ثم توقيف أي تدابير لإصدارات جديدة.

وفي ظل غياب المشترين عن السوق الثانوية، لم يتمكن منشئو الرهونات العقارية الثانوية من بيع القروض التي أبرموها. وقد ألقى ذلك ضغطا هائلا على الكثيرين من منشئي الرهونات. وبدورها قامت البنوك التي تتعامل مع هؤلاء المنشئين بسحب التمويل المقدم منها. وعجز المنشئون عن تحمل عبء رصيد الرهونات العقارية التي أصدروها، وتوقفوا فوراً عن منح قروض جديدة، على الأقل القروض الثانوية، وقدم بعضهم طلبات للحماية من الإفلاس.²

يستخلص مما سبق، أن عملية التوريق لا يمكن اعتبارها سببا مباشرا في حدوث أزمة الرهن العقاري، فآلية التوريق تسمح بزيادة مصادر التمويل وتوفير السيولة اللازمة للبنوك للاستمرار والتوسع في أنشطتها المختلفة، كما أنها أحسن طريقة لتوزيع المخاطر باعتبار أن أوراق الرهن العقاري هي شكل من أشكال المشتقات المالية. وعليه فإن أهم طرف مسبب للأزمة تمثل في وكالات التصنيف الائتماني، إلى جانب الأساس الذي بنيت عليه عملية التوريق المتمثل في القروض عالية المخاطر الممنوحة بمعدلات فائدة متغيرة.

المطلب الرابع: التقلبات في معدلات الفائدة

لقد منحت قروض الرهن العقاري بمعدل فائدة متغير ومرتبطة بسعر فائدة البنك المركزي، وهذا يعني أن الأعباء المالية للتسديد عند الانطلاق تكون منخفضة لاجتذاب المقترضين ثم تزيد بالتدريج، وإذا تأخر المدين عن سداد أي دفعة تضاعفت أسعار الفائدة، كما أن المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد الفوائد، مما يعني أن المدفوعات لا تذهب إلى ملكية جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاث سنوات.³ وعلى إثر

¹. المرجع نفسه، ص. 10.

* تقوم صناديق التغطية بالافتراض مقابل قيمة أصولها، وعندما تنخفض تلك القيم تحتاج صناديق التغطية لاستحلاب رؤوس أموال جديدة، أو تباع ما لديها من أصول لتسديد القرض.

². راندال دود، مرجع سابق، ص. 18.

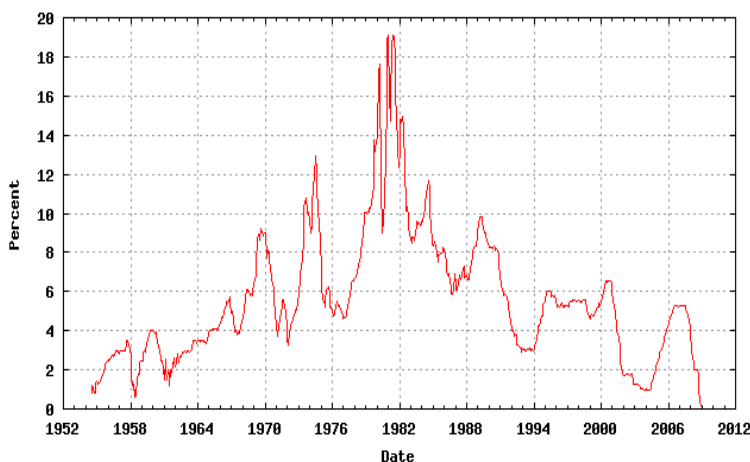
³. سامر مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص. 28.

انفجار أزمة فقاعة الإنترنت وبعدها أحداث 11 سبتمبر 2001، ونتيجة لانخفاض علاوات المخاطرة،¹ وكذلك الانخفاض في معدلات التضخم، قام البنك المركزي للولايات المتحدة الأمريكية بخفض مؤشر أسعار فائدة الإقراض بين البنوك أكثر من عشر مرات من 6,5% نهاية عام 2000 إلى 1,75% نهاية عام 2001.² وكان ذلك أدنى مستوى له منذ عام 1961.

الشكل رقم 30

تطور مؤشر أسعار الفائدة للاحتياطي الفدرالي للإقراض ما بين البنوك

للفترة جويلية 1954 إلى ديسمبر 2008



Source: http://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/e/e2/Federal_Funds_Rate_%28effective%29.png visité le 25/5/2011

واستجابة لانخفاض سعر الفائدة الرسمي انخفضت أسعار الفائدة السوقية فمثلا، انخفض سعر فائدة الليبور* لستة أشهر من 5,36% في شهر جانفي 2001 إلى 1,983% في شهر ديسمبر من نفس السنة. وبذلك يكون هامش أسعار الفائدة للعملاء المفضلين والعملاء ذوي المخاطر العالية قد انخفض بأكثر من ثلاث نقاط مئوية خلال الفترة (2004-2001).³ وهو ما ساهم في زيادة حجم الإقراض لذوي المخاطر المرتفعة.

¹. Patrick Artus & autres, Op. Cit., P. 19.

². René Ricol, Op. Cit., P.26

* سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (LIBOR)؛ هو سعر الفائدة على المعاملات المصرفية بين البنوك لندن على الودائع، ومثاله سعر الفائدة على المعاملات المصرفية بين البنوك لندن على الودائع بالدولار الأمريكي لأجل ستة أشهر. ويعتبر هذا السعر سعر فائدة مرجعي للأسواق المصرفية الدولية ويتم على أساسه في المعتاد تحديد هوامش الإقراض. وبذلك فإن اتفاق القرض الأصلي أو اتفاق إعادة الجدولة قد يحدد سعر الفائدة على المقترض بأنه سعر الفائدة على المعاملات المصرفية بين بنوك لندن على الودائع بالدولار الأمريكي لأجل ستة أشهر زائدا 1.5% مع إجراء تعديلات نصف سنوية تراعي التغيرات في سعر ليبور؛ كما أن أسعار الفائدة على مبادلات سعر الفائدة تعلن استنادا إلى سعر ليبور، أي أن سعر الفائدة المعلن هو الجانب ذو سعر

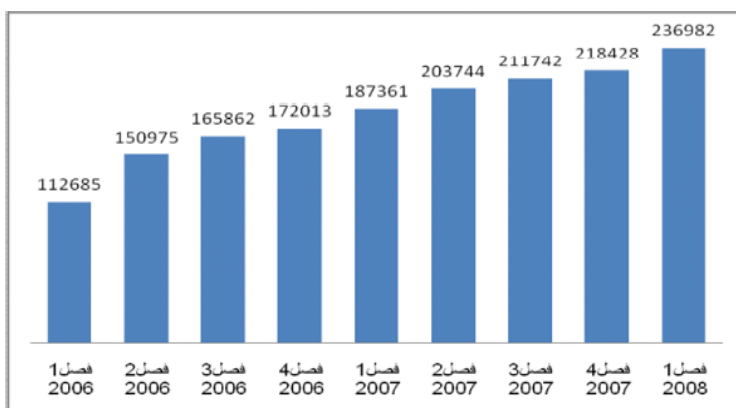
الفائدة الثابت في المبادلة لأن جانب سعر الفائدة المتغير هو سعر ليبور. أنظر في ذلك: fr.wikipedia.org/wiki/Libor

³. علي قندح، " الأزمة المالية العالمية الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة"، مجلة إتحاد المصارف العربية، العدد 335 (بيروت، لبنان، أكتوبر 2008)، ص ص. 45-41.

لقد أدى الانخفاض المستمر في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى غاية منتصف سنة 2004 إلى تنشيط سوق السكن، من خلال زيادة الاستثمارات السكنية، وارتفاع أسعار العقار حتى أواسط سنة 2005،¹ وبالتالي خلق شروط تكوين فقاعة مضاربة في قطاع العقار. وقد أدى رفع معدل الفائدة انطلاقاً من سنة 2005 ليلعب في منتصف سنة 2006 5,25%. وذلك نتيجة للزيادة غير المسبوقة في أسعار الغذاء والطاقة التي أدت إلى ضغوط تضخمية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (2005-2006)،² وهو ما جعل الأسر الأمريكية ضعيفة الملاءة غير قادرة على تحمل أعباء ديونها وتفاقت الأزمة بحلول النصف الثاني من عام 2007، حيث توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم. وزاد عددهم مع مرور الوقت ليخلق جواً من الذعر في أسواق المال وفي أوساط المستثمرين في قطاع العقار.

الشكل رقم 31

تطور عدد حالات إفلاس العائلات في الولايات المتحدة



Source : Clémence Fugain, "Un An de Crise", **Le Journal Des Finances**, N° 6300, (août 2008), p.4.

لقد كان ارتفاع معدل التخلف عن سداد القروض السكنية بمثابة نقطة الانطلاق في أزمة السكن والأزمة المالية التي بدأت في صيف عام 2007. وأدى بأسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية إلى الانخفاض إلى أقل من قيمة القروض التي تفترض هذه المنازل كضمانات لها، كما أن إعادة بيع المنازل المرهونة زاد من حدة الانخفاض في أسعار المنازل وزيادة خسائر المقرضين وخاصة البنوك المتخصصة في القروض العالية المخاطر. كما ترتب عن ارتفاع معدلات العجز عن السداد ارتفاع حالات الحجز على المنازل في الكثير من الولايات الأمريكية (أنظر الملحق رقم 2)، حيث انتقل معدل الحجز من 0,4% من إجمالي القروض في منتصف عام 2006 إلى 1,2% بحلول منتصف عام 2008، أي أنه تضاعفت ثلاث مرات، وهو أعلى مستوى له منذ إنشاء السلسلة في عام 1979.³

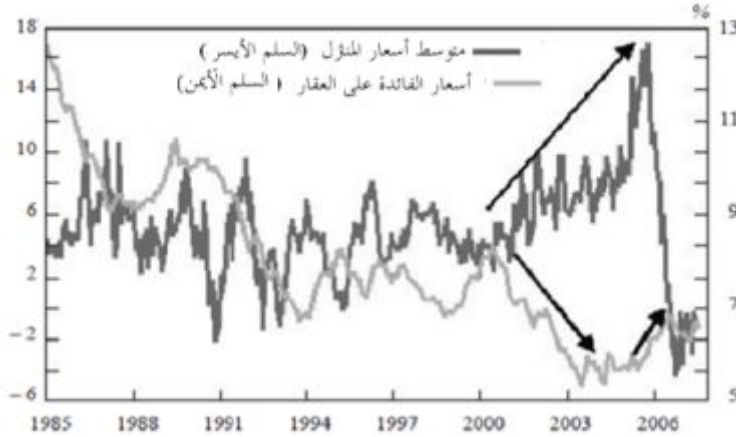
¹. صندوق النقد الدولي، "الإسكان والدورة الاقتصادية"، مرجع سابق، ص. 121.

². "النظام المالي الإسلامي والصيرفة: البديل الممكن في أعقاب الأزمة المالية العالمية، الجزء الأول"، مرجع سابق، ص. 3.

³. Stéphane Sorbe, "Saisies Immobilières Aux États-Unis et Pertes des Institutions Financières", Op. Cit., P. 2.

الشكل رقم 32

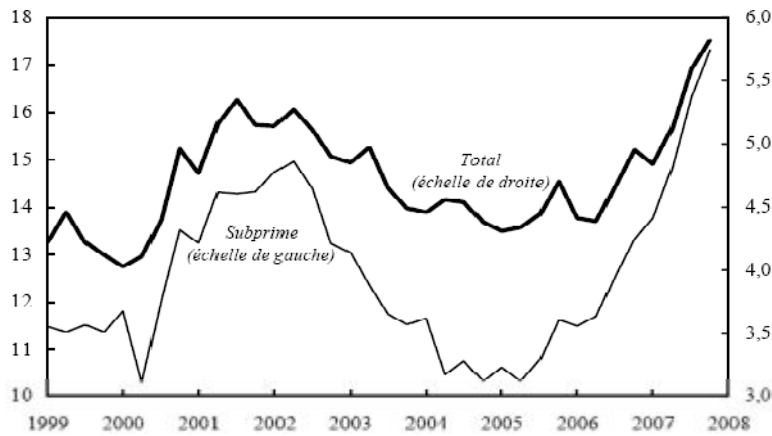
علاقة أسعار العقارات بمعدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية (%)



Source: Patrick Artus & Autres, "La Crise des Subprimes", Rapports du Conseil d'Analyse Economique, (Paris : La Documentation Française, 2008), P.47.

الشكل رقم 33

معدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري (%)



Source : Patrick Artus & Autres, "La Crise des Subprimes", Rapports du Conseil d'Analyse Economique, (Paris : La Documentation Française, 2008), P.72 .

يلاحظ من خلال الشكلين رقم (32) و(33) أن هناك تزامنا بين التراجع الكبير في أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية انطلاقا من سنة 2006 من جهة، وبين الارتفاع في معدل الفائدة وفي معدل عجز العائلات عن تسديد قيمة القروض العقارية من جهة أخرى.

المطلب الخامس: دور وكالات التصنيف الائتماني

إن إحدى السبل لتحقيق الأمان للمستثمرين في السندات التي تم توريقها من قروض الرهن العقاري، هو الشفافية بشأن المخاطر التي تنطوي عليها تلك السندات، وذلك يكون بتحديد جودتها من خلال إحدى وكالات التصنيف الائتماني مثل مؤسسات (ستاندار أند بورز، فيتش وموديز) (Standard & Poors, Fitch & Moodys)، ويتم التصنيف الائتماني لتلك السندات بالاعتماد على مجموعة من المعطيات من أبرزها:¹

- جودة محفظة القروض، التي تتوقف على ما إذا كانت هذه القروض مضمونة كلياً أو جزئياً من مؤسسات حكومية أو خاصة، وكذلك نسبة تغطية السندات، أي قيمة السندات المصدرة إلى قيمة محفظة القروض؛
- التوزيع الجغرافي للقروض المكونة للمحفظة؛
- متوسط سعر الفائدة على القروض المكونة للمحفظة، فكلما ارتفع سعر الفائدة على تلك القروض، تحقق ضمان أكبر لحملة السندات؛
- مدى احتمال سداد قيمة القروض قبل تاريخ الاستحقاق، فالسداد المبكر من شأنه أن يؤثر عكسياً على نسبة تغطية السندات.

وعلى هذا الأساس فإن جودة القروض التي تتضمنها المحفظة، على ضوء العناصر المشار إليها، هي التي تحدد مدى قدرة الجهة المنشئة على الوفاء لحملة السندات بقيمة الفوائد إضافة إلى القيمة الاسمية للسندات في تواريخ استحقاقها. وهكذا تحدد جودة محفظة القروض مستوى المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات التي تم توريقها منها، والتي ينبغي أن يعرض عنها المستثمر بغلة تتناسب مع حجم تلك المخاطر.² وتستخدم هذه الوكالات نظام الترتيب المتدرج الذي يبدأ بالدرجة (D) وينتهي بالدرجة (AAA) كما يظهر من خلال الجدول رقم (18).

¹. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، مرجع سابق، ص.426.

². المرجع نفسه، ص.427.

الجدول رقم 18

موجز للترتيب الائتماني للأوراق المالية.

S&P'S	موديز	درجة مرتبة الاستثمار
AAA	Aaa	النوعية الأعلى
AA	Aa	نوعية عالمية
A	A	المتوسط العالي
BBB	Baa	المتوسط
BB	Ba	مضاربة معتدلة
B	B	مضاربة
CCC	Caa	مضاربة مرتفعة
CC	Ca	نوعية ردية
C	C	نوعية فقيرة بدون ربح
D	--	عجز ومتأخرات

المصدر: توماس ماير، جيمس إس دوسنبري، دوبرت زد ألبير، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، أحمد بديع بليح، (المملكة السعودية: دار المريخ للنشر، 2002)، ص. 106.

ورغم أن الديون العقارية ذات مخاطر مرتفعة، إلا أن وكالات التصنيف الائتماني قامت بمنح السندات التي تضم مجموعة من هذه الديون عالية المخاطر تصنيفاً مرتفعاً (AAA) متحملة بذلك جزءاً كبيراً من مسؤولية حدوث الأزمة المالية.

إن التصنيف غير الدقيق، نتيجة لصعوبة حصر مخاطر عدم الدفع التي تكمن في هذه المنتجات، جعل الكثير من البنوك والمؤسسات المالية تمتلك هذا النوع من الأوراق المالية المهيكلة متجاهلة حجم المخاطر المعرضة لها. وهنا ظهر مشكل عدم تماثل المعلومات من خلال الشك حول نوعية المنتجات المالية، خاصة تلك المتعلقة بقروض الرهن العقاري، الشيء الذي أدى إلى انخفاض قيمتها¹ وتراجع ترتيبها من المرتبة "AAA" بأكثر من مرتبة واحدة في نفس الوقت. وهنا أدرك المستثمرون أن احتمال تعرض الأوراق المالية الائتمانية المهيكلة للتدهور سريع وحاد أكبر من احتمال حدوث ذلك لسندات الشركات (أنظر الشكل رقم 34).

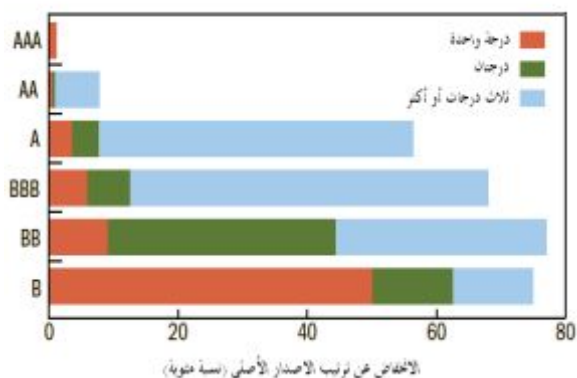
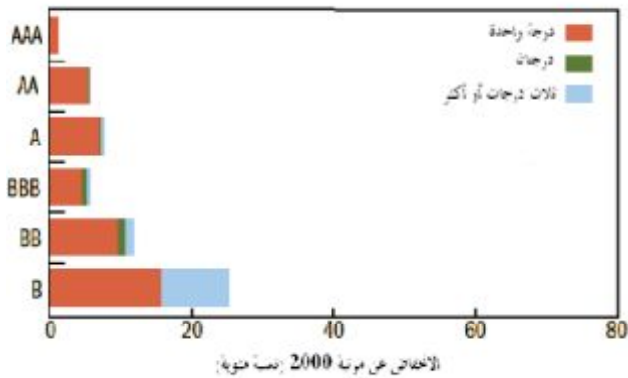
¹ Henri Bogaert, "La crise financière et ses effets sur l'économie belge : premiers constats et perspectives ", **Rapport au Parlement**, Commission du Secteur privé, de la Politique Scientifique, de l'Enseignement, des Institutions Scientifiques et Culturelles Nationales, des Commerçants et de l'Agriculture de la Chambre des Représentants, (7 janvier. 2009), P.5. http://www.plan.be/admin/uploaded/200901151649150.2661_final.pdf. visité le 19/03/2009.

الشكل رقم 34

تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية.

الأوراق المالية للشركات

الأوراق المالية المرتبطة برهون عقارية عالية المخاطر



المصدر : راندال دود وبول ميلز، " تفشي المرض: عدوى الرهونات دون المتانة الأمريكية"، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 45، عدد 2 (جوان 2008)، ص.16.

كما أن عملية التصنيف لم تستند إلى معايير موضوعية، لأن وكالات التصنيف الائتماني تقوم بتقديم المشورة للبنوك حول تصميم هذه المنتجات، كما أنها تتلقى أجرها من مصدري القروض الذين يطلبون التصنيف، وعليه فقد يكون لديها حافز لتصنيف الأوراق المالية المعنية بأعلى من قيمتها بكثير لتضمن قدرة مصدرها على جذب المشترين، وتتفادى عندما تتدهور الظروف، أن تنزل بمرتبة التصنيف الائتماني سريعا ليبدو أن لديها نظاما للتصنيف مستقرا وموثوقا به. ويتم التخفيف من هذه الحوافز المعاكسة، بدرجة ما على الأقل، بفعل الحاجة إلى الاتسام بالدقة والواقعية في عملية تحليل مخاطر الائتمان وذلك لضمان المصدقية والطلب النهائي على الأوراق المالية المصنفة. وتبين وفيات الحجم في جمع المعلومات عن المنتجات المركبة وتحليلها أن الإبقاء على مجالين مستقلين داخل الوكالة الواحدة أمر مكلف وغير كفء. وقد اقترح البعض أن تتولى الوكالات التنظيمية القيام بدور فحص تحاليل وكالات التصنيف ونمذجتها كمراجعة ثانية على الدقة¹ وهو ما يقتضي مقارنة ندره الخبرة والنفقات الإضافية بحجم المنافع المتحققة.

المطلب السادس: ضعف النظام الرقابي وغياب الشفافية وعدم تماثل المعلومات

أثبتت أزمة الرهن العقاري وما ترتب عنها من إفلاس العديد من الشركات الكبيرة، فشل الحوكمة في ضمان وحماية حقوق المساهمين وضبط أداء الشركات، وذلك بسبب فشل مجالس الإدارة في القيام بدورها الإداري والإشرافي والتنظيمي بطريقة جيدة، وخاصة في بعض المؤسسات المالية، حيث ساهم ضعف الإطار التنظيمي والرقابي في هذه المؤسسات والتقدير الضعيف للمخاطر بقدر كبير في حدوث الأزمة، فمثلا، تخضع البنوك التجارية في معظم الدول

¹. لورا كودرس، مرجع سابق، ص. 12-13.

لرقابة دقيقة من طرف البنوك المركزية، في حين تضعف هذه الرقابة أو تنعدم في مؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وصناديق التحوط، وسماسة الرهون العقارية وغيرها.¹

وقد مهد للأزمة الحالية بيئة تنظيمية وتشريعية تناسبها، فسوق مشتقات الائتمان كان شبه معدوم في أواخر تسعينيات القرن العشرين، لكنه نما بدرجة غير عادية بعدما أقر الكونغرس الأمريكي تشريعا عام 2000 يمنع تنظيم وتقييد أسواق المشتقات. وسبق في عام 1999 صدور تشريع آخر يسمح للبنوك التجارية بالدخول في سوق الأوراق المالية والسمسة، وهكذا أصبح الباب مفتوحا على مصرعيه لأهم المؤسسات المالية وهي البنوك، لتغامر بأخطار الأدوات المالية وهي المشتقات، وفي أهم الأصول الاقتصادية وهي العقارات.² ويعتبر تغاضي السلطات الرقابية الأمريكية عن ذلك وسماعها للبنوك بعدم التقيد بقواعد التحوط بمثابة استمرار لموجة التحرير المالي وإزالة القوانين التي بدأت في ثمانينيات القرن الماضي.

كما يعتبر مشكل تبادل المعلومات والتنسيق بين مختلف الجهات الفاعلة في الرقابة المالية أحد أهم أسباب الأزمة، إضافة إلى عدم تماثل المعلومات من خلال الشك حول نوعية الابتكارات المالية، خاصة تلك المتعلقة بقروض الرهن العقاري، الشيء الذي أدى إلى تراجع قيمتها، بل وحتى إلى اختفاء هذه السوق في حد ذاتها. وقد انتشر مشكل عدم تماثل المعلومات إلى سوق مابين البنوك نتيجة التخوف والشك حول ملاءة البنوك، وبالتالي رفع معدلات الفائدة في هذه السوق وحدث شح في السيولة.³ إلى جانب بيع كميات ضخمة من الأصول "الجيدة" التي لم تتأثر بالأزمة وهو ما أدى إلى انخفاض في أسعارها، وجعل العديد من المؤسسات المالية على وشك الإفلاس.⁴

وقد عمق الافتقار للشفافية حول أسعار السوق لصكوك الائتمان المهيكّل، التحديات المتعلقة بالمحاسبة والتقييم التي طرحتها الأزمة، وأدى إلى تفاقم الموقف في أسواق المعاملات خارج البورصة.⁵ وهكذا أصاب الرعب المستثمرين، وهولوا من شأن مخاطر الرهونات العقارية الثانوية، وانصرفوا حتى عن الشرائح الممتازة من الفئة الاستثمارية.

المطلب السابع: علاقة صناديق التحوط وشركات التأمين بأزمة الائتمان العالمي

صناديق التحوط هي عبارة عن صناديق استثمارية تستعمل تقنيات التحوط ضد المخاطر المالية في الأسواق المالية، وهذه الصناديق تفتقر للشفافية في معاملاتها ولا تخضع لقيود تنظيمية وإشرافية لتنظيم عملها. وهو ما جعلها في كثير من الأحيان تشكل خطرا يهدد النظام المالي، ولعل أبرز مثال على ذلك إفلاس صندوق إدارة رؤوس الأموال

¹. حازم البيلوي، مرجع سابق، ص.5.

². المرجع نفسه، ص. 45-46.

³. Henri Bogaert, Op. Cit., P.5.

⁴. Sebastian Paulo, "L'Europe et la Crise Economique Mondiale", Publications de La Fondation Robert Schuman (Avril 2011), P. 3.

⁵. راندال دود وبول ميلز، "نفشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية"، مرجع سابق، ص. 18.

طويلة الأجل (LTCM) عام 1998، وكذلك أزمة الرهن العقاري التي كشفت عن المخاطر المترتبة عن تعامل صناديق التحوط في المنتجات المهيكلة. وقد قاد لانتشار هذه الظاهرة السيولة النقدية الهائلة والمكسب السريع الذي تحققه هذه الصناديق، إذ تسيطر على ثلث مداورات الأسهم، وبجورتها أصول بقيمة تريليونين دولار،¹ إلا أن خطورتها تكمن في خصائصها وأسلوب عملها. ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:²

- صناديق التحوط أداة استثمار جماعي تضم عدد محدود جدا من المستثمرين الأثرياء اللذين يبحثون عن معدلات عائد مرتفعة، ونظرا لخطورتها وحفاظا على مصالح المستثمرين يحضر عليها الترويج لنشاطها؛
- أغلبية هذه الصناديق مسجلة في الملاذات الضريبية، وإدارتها تتم من قبل مسيرين في دول أخرى، وتفقد للشفافية لأنها ليست ملزمة بنشر معلومات مفصلة حول محافظها، ولا تخضع لأي تنظيمات ماعدا تلك التي تحكم التعامل في الأسواق التي تنشط فيها. وتعتبر بذلك من أهم وسائل تبييض الأموال في العالم؛
- الاستعمال المفرط للرفع المالي من خلال العمل على أساس الاقتراض من المؤسسات المالية كالبنوك بأسعار فائدة منخفضة، واستثمار هذه الأموال مقابل فوائد مرتفعة والاستفادة من الفرق بين القيمتين؛
- استعمالها لاستراتيجيات الإدارة البديلة لمحافظها، والتي تقوم على فكرة أخذ وضعية بيع ووضعية شراء في نفس الوقت للأصول التي تعتقد أنها ابتعدت عن قيمتها الأساسية أو لوجود خلل في أسعارها، كما تأخذ عدة أشكال، حسب اتجاه السوق، أو الأحداث أو غيرها، وكلها استراتيجيات تعرضها لمخاطر عالية لتحقيق أكبر عائد خاصة وأن مسيرها يتقاضون عمولة 2% من قيمة الأصول المدارة و20% من عائد المحافظ؛

- تستعمل حق التصويت الذي تملكه في المؤسسات من أجل التأثير على قراراتها وسياساتها.
- ونظرا لكون صناديق التحوط لا تتسم بالشفافية وتستثمر في مشروعات عالية المخاطر، فإنها استثمرت في سندات معتمدة على القروض الممنوحة في سوق الرهن العقاري، وأصبحت من أكبر المتعاملين في تجارة منتجات التوريق، فهي تمتلك حوالي نصف إصدارات التزامات الدين المعزز بضمان (CDO) (أنظر الجدول رقم 19)، وحصتها مرتفعة خاصة بالنسبة للشرائح الأكثر مخاطرة وهي الشرائح الدنيا والوسطى (Equity & Mezzanine)، والتي تعتبر الأكثر عرضة لتراجع قيمة الأصول. فإذا كانت الخسائر على مجمع ABS (Pool de ABS) أكبر بكثير من تلك المتوقعة من طرف الوكالات أثناء قيامها بتنقيط تلك السندات، فإن كل الشرائح الدنيا والوسطى تنهار كما تعرض الشرائح الممتازة أيضا لهجمة. وتؤدي عملية إعادة تقييم المخاطر في النهاية إلى انهيار كل سلسلة التوريق. وهو ما حدث فعلا لصناديق التحوط التي أصبحت انطلاقا من مارس 2008 تعاني من شح في السيولة،³ فمثلا، قام صندوقا

¹. حازم البيلاوي، مرجع سابق، ص. 10.

². بن نعمون حمادو، مرجع سابق، ص. 18.

³. Michel Agleitta & Sandra Rigot, " Le Rôle Spécifique des Hedge Funds dans la Transmission du Risques Systémique : une Contribution au Débat Réglementaire", Rapports du Conseil d'Analyse Economique sur : " La Crise des Subprimes", (Paris : La Documentation Française, 2008), P.238.

التحوط التابعان لشركة "بير-ستيرنز" و"البنك الاستثماري النيويوركي"، بجمع مئات ملايين الدولارات من مستثمرين أثرياء، واقترضا أضعاف المبلغ من أكبر البنوك في وول ستريت، وبدأ التداول بسندات سوق القروض العقارية الثانوية حتى أعلننا إفلاسهما.¹ وقد شهد الوضع تدهورا كبيرا في أعقاب اتساع الأزمة المالية بشكل هائل في شهر سبتمبر 2008، حيث بيعت أصول سائلة بأسعار البيع الاضطراري، وألغيت خطوط الائتمان المقدمة للصناديق التحوطية وغيرها من الوسطاء الماليين المعتمدين على الرفع المالي فيما يسمى "الجهاز المصرفي غير الرسمي".²

جدول رقم 19

المتعاملين بالتزامات الدين المضمونة (CDO)

Asset managers	بنوك	صناديق التحوط	شركات التأمين	
18.8	24.9	46.5	9.8	المجموع (%)
5.8	14.5	12.1	6.9	AAA
4.0	3.5	4.0	1.2	AA
2.9	1.4	4.6	0.3	A
4.0	0.3	4.3	0.6	BBB
0.3	0.3	2.3	0.0	BB
1.7	4.9	19.1	0.9	Equité
564	746	1396	295	المجموع (مليار دولار)

Source : Michel Agleitta & Sandra Rigot, " Le Rôle Spécifique des Hedge Funds dans la Transmission du Risques Systémique : une Contribution au Débat Réglementaire", Rapports du Conseil d'Analyse Economique sur : " La Crise des Subprimes", (Paris : La Documentation Française, 2008), P.237.

إن البنوك لم تجد صعوبة في إقراض الفئات الأقل جدارة لأن المخاطر يتحملها غيرهم، كشرركات التأمين التي قامت بتأمين ديون البنوك، مما شجع هذه الأخيرة على الإقراض، وبيع القروض على شكل سندات، مع التأمين على هذه السندات. فمن يشتري هذه السندات يشتري ديونا مؤمنا عليها، ولذلك لا يهتم إذا كان المقترض قادر على السداد أو لا. وحيث أن القروض مؤمن عليها، فلا يهتم ملاءة المقترض أو جدارته الائتمانية، بل المهم هي الرسوم التي يحصلها البنك وغيره من المؤسسات المالية من عمليات التمويل والتسديد وما يتصل بها. وتكمن مصالح شركات التأمين وصناديق التحوط من التأمين على هذه القروض فيما يلي:³

- الرسوم النقدية التي تحصل عليها، وهي رسوم مغرية إذا كانت المحفظة كبيرة. كما أن حوافز المدراء تعتمد على مقدار الدخل المتحقق، ولذلك كلما زادت الرسوم زادت الحوافز؛
- طالما كانت أسعار العقار أو الأصول التي يتم تمويلها في ارتفاع، فلن يكون هناك مخاطر تعثر. فالتأمين يشجع على الإقراض، والإقراض يساهم في رفع أسعار العقار، وهو ما يشجع على التأمين على القروض لانخفاض المخاطر،

¹. حازم البيلاوي، مرجع سابق، ص. 12.

². صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، مرجع سابق، ص. 2.

³. السويلم سامي إبراهيم، مرجع سابق، ص. 42-43.

كما يشجع على المزيد من الإقراض. وهكذا أصبحت حلقة الإقراض والتأمين تغذي بعضها بعضاً، مما أدى إلى تضاعف حجم الفقاعة انطلاقاً من سنة 2004 وحتى أوائل سنة 2007؛

- بإمكان المؤمن أن يبيع المخاطر إلى آخرين، على شكل سندات تحاكي سندات القروض نفسها، ويحصل على رسوم إضافية مقابل ذلك. والمشتري لهذه السندات يمكنه بدوره بيعها ونقل المخاطر إلى آخرين. وكلما كان السوق أكبر واللاعبون فيه أكثر، كلما كان انفجار كرة الخطر بيد أحدهم أقل، فيكون قبول هذه المخاطر أكبر. ولهذا كان تضخم السوق من مصلحة الجازفين، وهذا ما يفسر تضاعف سوق مخاطر الائتمان.

وعموماً وبدون هذا التأمين لم يكن من الممكن لهذه الحلقة أن تتضخم وتستفحل إلى هذا الحد، ولم يكن من الممكن نشوء ما يسمى "الأصول السامة" التي كانت بؤرة الخطر في الفقاعة والأساس الهش الذي قامت عليه سندات القروض. وقد أدت المشتقات إلى تركيز المخاطر بدلاً من تفتيتها، وإخفائها بدلاً من تقليلها.¹

المطلب الثامن: أسباب أخرى للأزمة

إلى جانب الأسباب السالفة الذكر، يمكن الإشارة إلى جملة أخرى من الأسباب التي أدت إلى حدوث أزمة الرهن العقاري، والتي يمكن اعتبارها كأسباب غير مباشرة تعكس جذور الأزمة وعلاقتها بخصائص وطبيعة الاقتصاد الأمريكي.

1. التوسع في الإنفاق:

تبني الفلسفة الاقتصادية الرأسمالية على الإنفاق الاستهلاكي من خلال العمل على خلق الطلب. كما يشكل الإنفاق الحربي أكبر نزيه للسيولة في العالم، وأن دخول الولايات المتحدة الأمريكية في الحروب ضد العراق وأفغانستان وغيرها في مناطق أخرى أدى لإنفاق مبالغ طائلة، مما حدا بالحكومة الأمريكية إلى المبالغة في الإصدار النقدي وخاصة في الفترة السابقة لظهور الأزمة المالية لتمويل التوسع الهائل في النفقات العامة، والاقتراض من دول العالم لسد هذا العجز من خلال أذونات الخزينة الأمريكية، ومن السوق الأمريكية الداخلية، أي من البنوك التجارية والصناديق السيادية بتسهيل منح الإقراض.² الأمر الذي ساهم في زيادة المديونية العامة وإلى تراجع مستمر في قيمة الدولار الأمريكي مقابل باقي العملات الدولية الرئيسية.

وعلى هذا الأساس تتفاقم المشكلة الاقتصادية في الاقتصاد الرأسمالي بشكل عام والاقتصاد الأمريكي على وجه الخصوص، حيث الموارد محدودة والحاجات غير متناهية لاتجاه هذا الاقتصاد بفلسفته نحو مزيد من الإنفاق، وبالتالي إيجاد مزيد من الموارد ولو اضطر لاستخدام القوة العسكرية، كما يتوجه إلى تحفيز الطلب بشتى الطرق، ويشكل كل ذلك مدخلاً للأزمات.

¹. المرجع نفسه، ص. 42.

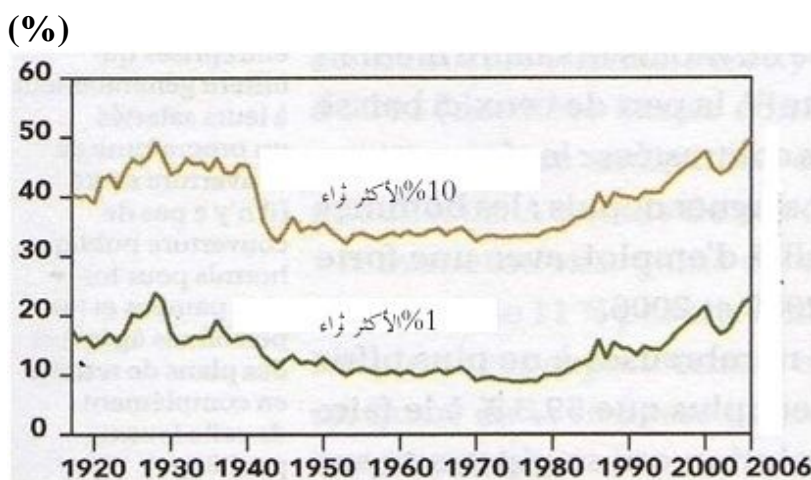
². طالب عوض، مرجع سابق، ص. 4.

2. الجذور الاجتماعية للأزمة:

عرفت الولايات المتحدة الأمريكية تشجيعاً على مديونية العائلات بداية بالسياسة التي أديرت تحت رئاسة "رولاند ريغن" انطلاقاً من سنة 1984، الذي ابتدأ فترة حكمه بتطبيق سياسات تحرير الأسواق عموماً، بما فيها أسواق المال من أي ضوابط ارتباطاً بأيدولوجيات الليبرالية الجديدة التي اعتمدها هو ورئيسة وزراء بريطانيا آنذاك (مارغريت تاتشر). وقد تسارعت هذه العملية انطلاقاً من سنة 1998 تحت رئاسة "بيل كلينتون"، قبل أن تنفجر فعلياً مع رئاسة "جورج فولكر بوش" انطلاقاً من سنة 2001. والسبب في ذلك هو ضعف مستوى الأجور الذي ضاعف من عدد العمال الفقراء، ففي العالم وفي الولايات المتحدة على وجه الخصوص، كان هناك تفاوت في الأجور منذ ما يزيد عن عشرين عاماً، ووفقاً لدراسة قام بها الاقتصاديين "توماس بكتي وإيمانويل سيز" (Thomas Piketty & Emmanuel Saez) خلال الفترة (2002-2006) فإن ثلاث أرباع قيمة الناتج في الولايات المتحدة الأمريكية ينتهي في جيوب 1% من الأمريكيين الأكثر ثراءً.¹

الشكل رقم 35

حصة مداخيل الطبقة الأكثر ثراء من إجمالي المداخيل



Source : Christian Chavagneu, "Etats-Unis : le Pays de L'insécurité Sociale", **Alternatives Economique-Hors Serie Poche**, N° 38 (Avril 2009), P.30.

وعلى عكس ما يمكن توقعه فإن الأثرياء في الولايات المتحدة الأمريكية يصبحون أكثر ثراء نتيجة النمو الكبير لأجور فئة قليلة من المجتمع. وهذه الظاهرة برزت انطلاقاً من سنوات السبعينيات لتصبح أقوى انطلاقاً من منتصف تسعينيات القرن العشرين، إذ أن 1% من مجموع السكان الأكثر ثراء حصلوا على 12% من مجموع الأجور مقابل 5% خلال السبعينيات من القرن العشرين. وهكذا ظهرت طبقة جديدة من "العمال الأغنياء" في الولايات

¹. Christian Chavagneu, "Etats-Unis : le Pays de L'insécurité Sociale", **Alternatives Economique-Hors Série Poche**, N° 38 (Avril 2009), PP. 28-29.

المتحدة الأمريكية أضيفت منذ 30 سنة، والتي برزت من خلال أعمال الاقتصادي غالبريث " James Kenneth Galbraith".¹

وفي هذا السياق يؤكد المحلل "جاك أتالي" "Jacques Attali" في مؤلفه حول الأزمة المالية مكونات وآثار هذه الأخيرة، إلى أن الأزمة نتجت عن نقص في المداحيل والطلب في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي هذا التفسير رجوع واضح للمقاربات الكنزية. فهو يلاحظ ارتفاعا كبيرا في أرباح القطاع المالي الذي انتقل نصيبه من الدخل الإجمالي من 14% عام 1960 إلى ما يقرب من 40% عام 2007. وقد صاحب ذلك تفاقم في الفوارق الاجتماعية، حيث انخفضت القيمة النسبية للأجور رغم أن معدل نمو الاقتصاد الأمريكي يقدر بنحو 4% سنويا منذ عام 1990. وهذه الفوارق أثرت على طلبات الفئات الوسطى التي لم تعد قادرة على الزيادة في استهلاكها. فكان على المنظومة التمويلية أن تعمل على خلق الطلب عن طريق الاقتراض، أي أن الاقتراض حل محل توزيع المداحيل ليدفع بالحركية الاقتصادية. واستمر ذلك عدة سنوات دون الخضوع لأي ضوابط وقيود، وهو ما أدى في النهاية إلى الأزمة.² وهنا تصديق لنبوء الاقتصادي النمساوي "شومبيتر" في كتابه المعنون بـ "الرأسمالية والاشتراكية والديمقراطية" عام 1942 حين قرر أن الرأسمالية لا بد أن تنفجر في وقت ما لأن هناك تناقضا أساسيا بين جماعية عملية الإنتاج الاقتصادي، وفردية الاستحواذ على الفائض.³

وعلى هذا الأساس فالمشكلة الأهم لا يتمثل في فروض الرهن العقاري الأقل جودة، بل إن أصل المشكلة هو الفقر المتزايد والتوزيع غير المتكافئ للمداحيل والثروات الذي تراكمت مكوناته منذ بداية ثمانينيات القرن العشرين. فالأزمة إذن هي أزمة عمالة وسوء إعادة توزيع الثروات، أي أنها أزمة اجتماعية.

3. الجوانب السلوكية والأخلاقية للأزمة:

تعتبر السلوكيات غير السوية من جانب المتعاملين في المجال المالي كالطمع والجشع من أهم أسباب الأزمة، إذ كشفت الأزمة المالية العالمية عن جشع المديرين وسعيهم نحو تحقيق الربح السريع وفي وقت قصير دون البحث عن جودة العميل وقدرته على السداد، وقد نال كبار المصرفيين ومديري الشركات ملايين الدولارات كرواتب ومكافآت بظواهر تشييط القروض، وتحقيق أرقام للتوظيف خاصة القروض العقارية دون مراعاة المخاطر المحتملة، ثم ما لبث أن تعثر عملاء هؤلاء القروض، وانكشف زيف الإدارة وجشعها.⁴ إلى جانب الممارسات غير الأخلاقية التي انتشرت في المؤسسات والأسواق المالية مثل الفساد والمعلومات المضللة، وذلك لأن أهم دافع للمتعاملين في الأسواق المالية هو المضاربة والحصول على الأرباح وليس الاستثمار الحقيقي. كما أن أغلب المضاربين في الأسواق المالية يسلكون

¹. Ibid., P. 29.

². فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص 131-132.

³. عبد العزيز قاسم محارب، مرجع سابق، ص 93.

⁴. أشرف محمد دوابة، مرجع سابق، ص 84.

أسلوب القطيع، فسلوكتهم مبني على الإشاعات وعلى معلومات وتحليلات غير حقيقية.¹ وبعبارة أخرى فإن الفصل بين الروابط القائمة بين الاقتصاد من جهة، والأخلاقيات والقيم الإنسانية من جهة أخرى، جعل العالم عرضة لمخاطر كبيرة. فأزمة الرهن العقاري هي أزمة أخلاقية، اجتماعية وسياسية في آن واحد. وما يجب السعي إلى تحقيقه هو نظام يقوم على مبادئ العدل يسخر النمو الاقتصادي لخدمة المجتمع. بناء على ما سبق يستخلص أن أزمة الرهن العقاري (2007-2008) هي في الواقع جزء من أزمات أكبر ضربت النظام المالي الأمريكي في السنوات الأخيرة وكانت قد بدأت بانفجار "فقاعة الإنترنت" ثم تضخم الفقاعة العقارية حتى سنة 2006، وانتهت بذبوبان قطاع العقارات، وإفلاس مصارف كبرى كانت معتمدة على هذين القطاعين، لتنتشر بعد ذلك وتتحول إلى أزمة مالية عالمية.

المبحث الثالث: عدوى أزمة الرهن العقاري وأهم الآثار المترتبة عنها

ألقت أزمة الرهن العقاري الأمريكية بتوابعها على الاقتصاد العالمي، وطالت مختلف القطاعات الاقتصادية في الولايات المتحدة وأوروبا وأدت إلى خسائر مالية يصعب حصرها. ونظرا لمكانة الاقتصاد الأمريكي بين اقتصاديات العالم، فقد كان لتشابك العلاقات الاقتصادية بينه وبين غيره من دول العالم الأخرى -وخاصة المتقدم- الأثر الواضح في تعدي آثار الأزمة المالية إلى جميع أنحاء العالم، في وقت قياسي لم يكن أحد ليتوقعه.

المطلب الأول: عدوى أزمة الرهن العقاري وأهم قنوات انتقالها

نشأت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وبلغت ذروتها في سبتمبر/أكتوبر عام 2008 عندما قررت الحكومة عدم إنقاذ بنك الاستثمار "ليمان براذرز" "Lehman Brother's" في حين كانت الحكومة الأمريكية قد ساعدت قبل ذلك، بنك الاستثمار بير ستيرنز "Bear Sterns"، والوكالات العقارية "فريدي ماك" و "فاني ماي"، والقرار العكسي في حالة بنك "ليمان براذرز" زعزع الاستقرار في الأسواق المالية العالمية.² وقد تطورت الأزمة بعد ذلك بصورة سريعة مؤثرة بذلك على شركات التأمين كمجموعة أمريكان إنترناشيونال غروب (AIG) التي تعتبر أكبر شركة تأمين في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى جانب كثرة حالات الاندماج القسري للبنوك بطريق الاستحواذ، وحالات إشهار الإفلاس التي طالت العشرات من البنوك والمؤسسات المالية العملاقة، حتى بلغ عددها في الولايات المتحدة الأمريكية وحدها، بعد شهرين فقط من انفجار الأزمة المالية، تسعة عشر بنكا عملاقا كإفلاس بنك "ليمان براذرز" "Lehman Brother's"، وميريل لنش "Mirill Lynch" الذي اشتراه بنك أوف أمريكا "Bank of Américain"، وتحول بنكي مورجان ستانلي "Morgan Stenley" وجولدمان ساكس "Goldman Sacks"

¹. محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص.13.

². Sebastian Paulo, Op.Cit., P. 3.

بإرادتهما إلى مجموعتين مصرفيتين قابضتين تابعتين لبنك الاحتياط الفيدرالي للحصول على مساعدته في مواجهة الأزمة.¹

وقد انتقلت عدوى الأزمة إلى الأسواق المالية وكانت أسهم القطاع المصرفي قاطرة الانهيار في أسعار الأسهم، وقد زادت الأمور توترا بعد فشل بنكي الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي في التخفيف من تراجع المؤشرات، فمثلا، تراجع أسهم "سي تي جروب" بنسبة 15 %، وهبطت أسهم "غولدمان ساكس" بـ 12 % وتراجعت أسهم "جي بي مورغان تشيس آند كومباني" بنسبة 10 %. أما "مورغان ستانلي"، أكبر شركات التعامل في الأوراق المالية للخزانة الأمريكية، فقد تراجعت أسهمه بنسبة 14 %، وتملك الخوف باقي البنوك التي بدأت تضيق الخناق على عمليات الإقراض مما هدد المحرك الرئيسي للاقتصاد الأمريكي المتمثل في الائتمان.²

إن الأزمات والاضطرابات التي تعصف بالاقتصاد الأمريكي تتعدى الحدود الأمريكية لتلقي بضالها على غير قليل من الدول، وهو ما تؤكد ماديات انتشار أزمة الرهن العقاري. ويعزى ذلك إلى قوة الاقتصاد الأمريكي، فهو يمثل ما يقارب ثلث الناتج العالمي، ويستأثر بأكثر من ثلث التجارة العالمية، وارتكازا على عدد من المؤشرات:³

- معدل التشابه المرتفع في البنية الاقتصادية تأثيرا وتأثرا. في ما ارتبط منه بالمراكز الرأسمالية؛
- معدل الارتباط المرتفع بين المراكز الرأسمالية وبين القطب الأمريكي من خلال الصادرات والواردات؛
- معدل ارتباط الأطراف (الدول النامية) بصفتها مستودع للخامات بالاقتصاد الأمريكي.

أما فيما يخص قنوات انتشار الأزمة وتحولها إلى أزمة مالية عالمية فهناك من يحددها في ثلاث قنوات فيما يعرف بـ "قوة التعولم الثلاثي"^{*} وهناك من يترجمها في أكثر من ذلك، وعموما يمكن تلخيص هذه القنوات فيما يلي:

1. آلية التوقعات ودور سلوك المستثمرين:

تقوم الوحدات الاقتصادية المختلفة وخاصة المستثمرين والمضاربين بالتوقع حول المستقبل عند اتخاذ قراراتها، وتتأثر توقعاتها بعوامل اقتصادية ونفسية معقدة الأمر الذي يجعلها ذات طبيعة غير منتظمة ولا تستند بالضرورة إلى المنطق أو الرشد الاقتصادي.

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2009)، ص. 47-48.

² حازم البيلاوي، مرجع سابق، ص. 9-10.

³ عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، مرجع سابق، ص. 10.

* منذ أن هزت أزمة الرهن العقاري أركان الاقتصاد العالمي، والأطروحات تتوالد بين "التنظير" و"التنظيم" لها، لأسبابها، تداعياتها، وآثارها... إلخ، ولعل أكثر ما حضي منها ببالغ التركيز هي ما اصطلح عليه بقضية قنوات "التعولم الثلاثي" التي سلكتها تجاوزا لجغرافيا الولايات المتحدة الأمريكية، وقفزا فوق قطاع العقارات وأسواق المال الأمريكيين لتلقي ضالها على الاقتصاد والسياسة الدوليين، وتثير تحفظات اهتمامات المختصين بالقضايا الاجتماعية وحتى الثقافية على المستوى العالمي ثلاثيا بين: أولا: تفشيها دوليا كأزمة (تعولم الأزمة)، ثانيا: انتشارها علميا عبر تداعياتها وآثارها (تعولم الأثر)، ثالثا: توسعها علميا كإشكالية يجب حلها (عولمة الحل). أنظر في ذلك: فوزي محبرق وعقبة عبد اللاوي، مرجع سابق، ص. 16.

ويصنف الاقتصاديون التوقعات إلى توقعات متفائلة وتوقعات متشائمة. فإذا تفاعل المستثمرون أو المضاربون حول المستقبل فإنهم يقومون بالتوسع في استثماراتهم ومضارباتهم. أما في حالة التشاؤم فيحجمون عن الاستثمار مما يؤدي إلى آثار انكماشية مضاعفة. ونظرا للطبيعة المعقدة لهذه التوقعات فإن أحدا لا يستطيع التنبؤ باتجاهها. وعلى صعيد أزمة الرهن العقاري لعبت التوقعات دورا كبيرا وساهمت في تفاقم الأزمة، فانفجار الفقاعة العقارية قد أوجد حالة من التوقعات التشاؤمية حول التطورات الاقتصادية المستقبلية وحول قيمة الأصول المالية، الأمر الذي دفع بالمستثمرين إلى الإحجام عن الاستثمارات الجديدة أو تقليصها على الأقل، ودفع بالبنوك إلى الإحجام عن الإقراض سواء فيما بينها أو للأفراد مما ساهم في ارتفاع معدلات الفوائد وخلق شح في السيولة. ومن جهة أخرى أدت التوقعات المتشائمة إلى موجة من الهلع في أوساط الأفراد العاديين والمضاربين ودفعتهم إلى الإقبال الشديد على بيع الأسهم وغيرها من الأصول لتجنب الخسائر المحتملة،¹ الأمر الذي أدى بدوره إلى مزيد من الانهيار الاقتصادي.

2. قناة الأسواق المالية:

قد يؤدي أي خلل مالي في أحد الأسواق المالية الدولية الرئيسية إلى اختلالات موازية في الأسواق المالية العالمية الأخرى ما تلبث أن تتحول إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، نظرا لتعاظم دور سوق الأوراق المالية في الدول، وتوجه الكثير من المستثمرين نحوها رغبة في تحقيق الأرباح استنادا إلى عمليات المضاربة التي تتم في هذه السوق. وبما أن السوق الأمريكي يلعب دور القائد للأسواق العالمية (يشكل حوالي ثلث حجم السوق المالي العالمي)، ونظرا لارتباط السوق الأمريكي ارتباطا عضويا وخاصة بالاقتصاد الأوروبي والآسيوي، فإن أي تراجع في نشاط الاقتصاد الأمريكي يجعل الشركات في هذه الدول تعاني من انخفاض حجم مبيعاتها وتراجع ربحيتها. وعندما تظهر مؤشرات هذا التراجع تبدأ البورصات العالمية في التقهقر، وينعكس ذلك في انخفاض أسعار الأسهم على المستوى العالمي، أخذين في الاعتبار أن مؤسسات المال العالمية سواء كانت أمريكية أو أوروبية تحرص على تنويع محافظها المالية عن طريق الاستثمار في كافة بورصات الأوراق المالية بما فيها البورصات الناشئة، وذلك لتقليل درجة المخاطر المترتبة على تراجع الأسهم في أي من البورصات العالمية.

وعلى هذا الأساس كانت إحدى الآثار الأولية لأزمة الرهن العقاري التي تم ملاحظتها تتمثل في انخفاض وتراجع أهم مؤشرات البورصات العالمية (أنظر الملحق رقم 11)، حيث تراجع مؤشر "Dow Jones" بنسبة 12%، مؤشر "Nikkei" بنسبة 26%، ومؤشر "CAC40" بنسبة 22%، ومؤشر "Dax" بنسبة 19% ومؤشر Footsie بنسبة 12%. وتراجعت أسواق المال في كل من تايلاند وماليزيا وهونج كونج وأندونيسيا وكوريا وسنغافورة وتايوان، في حين كان تراجع سوق الصين أقل من نظيراتها الآسيوية، باعتبار أن الصين لا تمتلك استثمارات مرتبطة بمشكلات الرهن العقاري الأمريكي. كما عرفت كل الأسواق المالية الأوروبية هبوطا، حيث تراجعت أسواق السويد، هولندا، النرويج،

¹. طالب عوض، مرجع سابق، ص. 5.

بلجيكا، النمسا، الدنمرك، فنلندا، بريطانيا وألمانيا، بينما فقد مؤشر "ناسداك" نحو 1,7 من قيمته.¹ وهذا التراجع لم يقتصر على أسهم الشركات المالية ولكن جميع الأوراق المالية المدرجة، وذلك يعكس أن الصعوبات التي تواجهها المؤسسات المالية يمكن أن تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي.²

لقد كان لآلية التوريق الدور الكبير في عدوى وانتشار أزمة الرهن العقاري، من خلال قيام البنوك الأمريكية بتحويل الكثير من القروض العقارية إلى سندات مغطاة بأصول وطرحها للتداول في البورصات الأمريكية بأقل من قيمتها تحت ضغط الحاجة للسيولة، الشيء الذي أثار حالة تهافت عالمية لاقتنائها شملت، بالإضافة إلى مستثمرين أمريكيين، الكثير من المستثمرين من غير الأمريكيين، حيث تم اقتناء تلك الأصول من طرف البنوك وصناديق الاستثمار وشركات التأمين من مختلف أنحاء العالم، وهو السبب الجوهري الذي منح الأزمة عند نشوبها بعدا عالميا.³

كما أن العديد من البنوك، ولأنها لا تتوافر على الخبرة اللازمة لتحليل التعرض إلى مخاطر الأوراق المالية، اعتمدت بصورة كبيرة على وكالات التصنيف الائتماني في ضمان الدقة الواجبة، وبالتالي عندما بدأ تدهور مرتبة الأوراق المالية التي تساندها أصول من المرتبة (AAA) في جويلية 2007 تكبدت الشركات العقارية المانحة للقروض خسائر كبيرة.⁴

أما بالنسبة لصناديق التحوط فقد كان لها دور كبير في انتشار الأزمة والاضطرابات عبر الحدود، وذلك من خلال ضخامة موقعها بالنسبة إلى كل من أوراق مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) "Credit Default Swap" المنحدرة من قروض المؤسسات و CDO و ABS المنحدرة من عملية التوريق، ولأنها تمثل أكبر مشتر للالتزامات الدين المضمونة والمدعومة بقروض الرهن العقاري الثانوية والبالغة 1396 مليار دولار،⁵ فإن انهيار أسعار الشرائح عالية المخاطر دفع إلى بيع أصول أخرى، خاصة تلك التي لها أرباح كبيرة غير محققة مثل أسهم الأسواق الناشئة، وهبطت بذلك أسواق الأسهم على مستوى العالم، كما هبطت بالمثل معظم عملات الأسواق الناشئة من حيث القيمة وإن استردت عافيتها سريعا.⁶

تأسيسا على ما سبق يمكن القول أن أزمة الرهن العقاري كان من الممكن أن تنحصر في الولايات المتحدة الأمريكية، ويقتصر موضوع انهيار سوق الإسكان كأزمة إسكان فقط؛ ولكن الحجم الكبير للدين الأمريكي

¹ . حازم البيلوي، مرجع سابق، ص. 7.

² . Christophe Blot , & Autres ,”La Finance Mondiale Discreditée”, **Revue de l’OFCE** , N° 105 (2008 \2), PP. 285-286. sur le site <http://www.cairn.info>. visité le 20/05/2009.

³ . عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، مرجع سابق، ص. 12.

⁴ . راندل دود و بول ميلز، " تنفشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية"، مرجع سابق، ص. 16.

⁵ . Michel Agleitta & Sandra Rigot, Op.Cit., PP. 234-237

⁶ . راندال دود، "الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة"، مرجع سابق، ص. 19.

والاستخدام الواسع للمنتجات المالية المهيكلة المرتكزة على الرهن العقاري في السوق المالي العالمي دفعت بالأزمة إلى أسواق مالية أخرى خارج الولايات المتحدة ترافق مع شح كبير في السيولة.

2. قناة سعر الصرف:

يعتبر سوق النقد جزء من أسواق المال وفيه تتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل وفي مقدمتها العملات، وهذه السوق أكثر عرضة للتأثر من غيرها بالأزمة الاقتصادية العالمية. فقد ساهم الدولار الأمريكي، باعتباره من أهم العملات المتداولة في هذه السوق، في تدويل الأزمة وإعطائها بعدا عالميا فيما يعرف بـ "الاحتباس الدولار"، باعتبار أنه ومنذ نهايات الحرب العالمية الثانية والاقتصاد العالمي محتبس ضمن العملة الأمريكية الدولار: عملة "التجارة العالمية" دون منازع و"وحدة الاحتياطات الدولية" دون شريك و"آلية التسوية الدولية" دون أدنى تحفظات.¹

لقد كان للتوتر الذي أصاب الأسواق المالية أثر على أسواق النقد الأجنبي، إذ انخفض سعر الصرف الفعلي للدولار الأمريكي مقارنة بما كان عليه في منتصف عام 2007 بما يقارب 15% منذ بداية ديسمبر 2008 مقابل اليورو، في ظل تراجع الاستثمارات الأجنبية في السندات والأسهم الأمريكية نتيجة لانخفاض مستوى الثقة في سيولة هذه الأصول والعائد عليها.² كما سجلت قيمة الدولار في احتياطات العملات العالمية تراجعاً، حيث كانت في منتصف عام 2008 تشكل 62,4% فقط من العملات التي تحتفظ بها البنوك المركزية، مقارنة بنحو 71,2% في نهاية عام 2000، وخلال الفترة ذاتها ارتفع نصيب اليورو من 17% إلى 28% على المستوى العالمي، أما الين الياباني الذي يقف شاهداً على قوة اليابان في الفترة (1970-1990) فقد تدهور هو الآخر من 6,1% إلى 3,4%. فمنذ اللحظة الأولى لتطبيق خطة الإنقاذ الأمريكية تهاوى الدولار في جولة من جولات التهاوي المتكررة والمستمرة. وفي ظل هذه المعطيات فإن السياسة النقدية التي تقوم على الارتباط بالدولار في دول العالم تحتاج إلى وقفة للوقاية من عدوى الأزمة الأمريكية واستفحالتها. وذلك للاعتبارات التالية:³

- إن استمرار تراجع الدولار يلقي بظلاله على اقتصاديات الدول المرتبطة عملاتها بالدولار، وذلك نتيجة الارتباط المرتفع عبر قناة الصفقات التجارية مع الولايات المتحدة الأمريكية، فانخفاض سعر صرف الدولار له تأثير مزدوج على اقتصاديات هذه الدول، نتيجة للارتباط الدولار من جهة، وبسبب تسعير الصادرات والواردات السلعية من جهة أخرى. وبذلك تكون الخسائر مزدوجة؛
- من جهة التحليل الاقتصادي الكلي فإن ارتباط عملات الدول التابعة بالدولار الأمريكي يؤدي قسراً إلى تبني السلطات النقدية في هذه الدول نفس مسار الدولار الأمريكي، ففي حالة انتهاج الولايات المتحدة الأمريكية سياسة نقدية توسعية عن طريق آلية خفض سعر الفائدة على الدولار، فإنه يستوجب خفض

¹ عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادى، مرجع سابق، ص. 14.

² صندوق النقد الدولي، "الإسكان والدورة الاقتصادية"، مرجع سابق، ص. 48.

³ عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادى، مرجع سابق، ص. 14-15.

معدل الفائدة تلقائياً على عملات الدول التابعة رغم اختلاف طبيعة البنيان الاقتصادي لهذه الدول عن الاقتصاد الأمريكي، وقد تدخل السياسة الاقتصادية لهذه الدول حالة من "اللاتوافق" على اعتبار أن اقتصاد هذه الدول قد لا يعاني من أزمة ولا يشكو من تباطؤ في النمو ولا تخيم عليه حالة من الكود؛

- هذا المنحى في السياسة النقدية، وإن كان يناسب الاقتصاد الأمريكي المتعثر، فإنه لا يناسب اقتصاديات الدول التابعة، ويقلل من آليات ضبط التضخم، كنتيجة لارتفاع المعروض النقدي، كما أنه يؤدي إلى انخفاض قيمة احتياطات الدول في مقابل العملات الأخرى، وهو ما يعني خسارة المليارات من العملات المحلية بسبب تراجع الدولار. ولعل هذا ما يدفع بالعديد من الدول إلى الخروج من مضلة الدولار.

مما سبق يتبين صدق رؤى عالم الاقتصاد الأمريكي "جون ماينر كينز" الإستشرافية حول الأزمات التي قد يتسبب فيها الدولار، فرغم أنه حارب ضد هيمنة الدولار، واقترح نظاماً مالياً يعتمد على وحدة حسابية تكون عملة دولية تحمل اسم "بانكور" لكن ميزان القوى حينها كان في غير مصلحته، وتخطمت حجته آنذاك على صخرة القوة الأمريكية.¹

لكن ورغم كل ما حدث، بقي الدولار الأمريكي كعملة عالمية إلى حد ما. ويتبين ذلك عند مقارنته بباقي العملات إذ تقدر حصة الدولار 36% من إصدار السندات و52% من فورة التجارة العالمية و65% من احتياطات الصرف في البنوك المركزية، كما يبلغ حجم السوق المالي الأمريكي حوالي 58 تريليون دولار.²

وعموماً، فإنه وفي كل مرة يتراجع فيها الدولار مقابل العملات الأخرى الرئيسية فهو يعني خسارة نقدية للاستثمارات المالية بالدولار سواء في الولايات المتحدة أم خارجها. وتمتد هذه الخسارة أيضاً وبنفس النسبة تقريباً إلى الدول التي تثبت قيم عملاتها المحلية مع الدولار الأمريكي. ويقود إلى سحب الاستثمارات من هذه الأقطار لتتوطن في دول أخرى ذات عملات أقل عرضة لمخاطر الانهيار.

3. قناة المعاملات التجارية الخارجية وآثار التغذية العكسية:

إضافة إلى تدفقات الأموال والأصول بين الدول فإن التحرير التجاري المصاحب لتعزيز ظاهرة العولمة قد أدى إلى مضاعفة حجم التجارة الدولية في السلع والخدمات. وتعتبر السوق الأمريكية من أكبر الأسواق العالمية من حيث الحجم والقوة الشرائية، فهي الأولى على صعيد صادرات الخدمات التجارية، حيث تصل مساهمتها إلى حوالي 14% من تجارة الخدمات التجارية العالمية، كما تعتبر الولايات المتحدة أكبر مستورد في العالم. وهذا ما يوفر آلية أخرى لنقل تغيرات أسعار السلع المتاجر فيها دولياً،³ فإلى جانب تأثير الدولار على أسعار السلع الأساسية يمكن أن يساهم أيضاً

¹. المرجع نفسه، ص. 13-14.

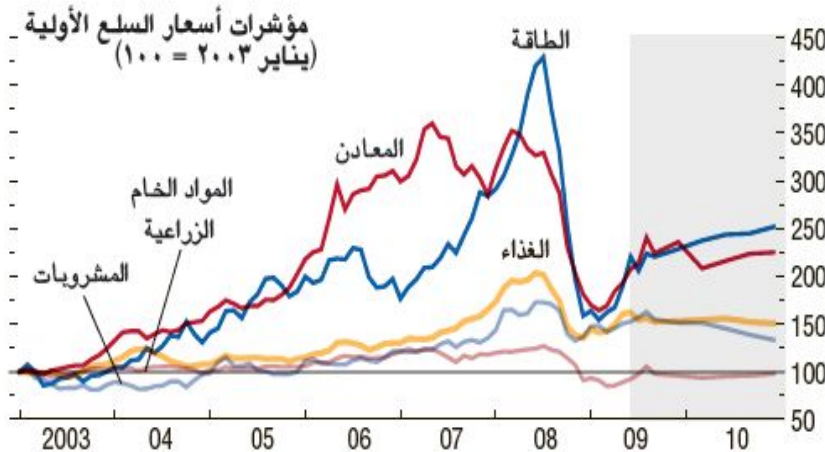
². Emmanuel Lechyper, "Que Vaut Encore Le Dollar?", L'Expansion, N° 731 (juin 2008), P. 44.

³. عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، مرجع سابق، ص. 4.

في انتشار الأزمة من خلال قناة التجارة، نظرا لحجم الدولار في فورة التجارة العالمية، وهو ما يعني أن دخول الولايات المتحدة في ركود سيقود تراجعاً بدرجات متفاوتة في اقتصاديات كافة الدول الأخرى.

الشكل رقم 36

أسعار السلع الأولية والبتروال (مؤشرات أسعار السلع الأولية جانفي 2003=100)



المصدر: صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، أفاق الاقتصاد العالمي (أكتوبر 2009)، ص.45.

يلاحظ من خلال الشكل رقم (36) أن أسعار السلع الأولية (الذهب، الألمنيوم، النحاس، الذرة، القمح...) عرفت انهياراً كبيراً خلال النصف الثاني من سنة 2008، لتعرف بعد ذلك استقراراً في أوائل 2009 على الرغم من الزيادة الكبيرة في المخزون نتيجة ضعف الطلب أثناء فترة الركود. فقد قام المستثمرون بتصفية مراكزهم في أصول السلع الأولية لذات الأسباب التي أدت إلى خفض نسب التمويل بالديون بطريقة غير منظمة، فالكثير من الأدوات الاستثمارية المرتبطة بالسلع الأولية هي منتجات مالية متداولة في السوق الثانوية. كما أن المستثمرين اضطروا إلى تصفية بعض المراكز في استثمارات السلع الأولية التي كانت تعتمد على الرفع المالي بدرجة كبيرة، إضافة إلى سعيهم إلى زيادة حيازاتهم من الأصول الآمنة.¹

لقد بلغت الواردات السلعية للولايات المتحدة الأمريكية حسب إحصائيات التجارة الخارجية لعام 2006 الصادرة عن منظمة التجارة العالمية 1919 مليار دولار أي 15,5% من الواردات العالمية.² لتعرف انخفاضاً خلال الفترة (2006-2008) لتبلغ حوالي 14,35% من إجمالي واردات العالم عام 2008،³ أي مع بداية أزمة الرهن العقاري، ويرجع ذلك في جزء منه إلى انخفاض استهلاك العائلات الأمريكية الذي يرتبط بشكل وثيق بالزيادة في الدخل والشرء الشخصي للأسر، إلى جانب ما استفادت منه الأسر الأمريكية من الارتفاع في أسواق العقارات والأوراق المالية على

¹. صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، مرجع سابق، ص.45.

². زياد علوش، "فلسفة الاقتصاد المتوحش"، المركز اللبناني للأبحاث والاستشارات.

<http://www.center-lcrc.com/index.php?s=3&ss=5&id=3421> visité le 03/02/2011

³. UNCTAD HANDBOOK OF STATISTICS, United Nation Publication, (New York and Geneva, 2008).
<http://unctad.org>

مدى العقد السابق. ويعود هذا الانخفاض في جزء منه إلى التراجع الكبير في أسعار العقارات، وإلى تشديد معايير الإقراض وارتفاع معدلات البطالة، بينما بلغ الانخفاض معدلات سالبة بحلول عام 2008.

وعموماً، ساهم انخفاض الطلب وانكماش التجارة الدولية في انتشار الأزمة، حيث خضعت البلدان الأكثر توجهاً نحو التصدير لانكماش كبير في الناتج المحلي الإجمالي (ألمانيا 4,7-%، اليابان 5,2-%). كما ظهر بعض التأثير على صادرات عدد من الاقتصاديات التي تربطها بالولايات المتحدة معاملات تجارية كثيفة. وتأثرت البلدان النامية بشكل متباين، حيث حدث تراجع في إيرادات الصادرات التي تحققها البلدان المصدرة للمعادن نظراً لانخفاض أسعارها عن الذروة التي كانت وصلتها في منتصف عام 2007، وعانى آخرون من تراجع في التحويلات المالية من المهاجرين أو انخفاض في الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث انخفض حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في جميع أنحاء العالم بنسبة 37% عام 2009.¹ أما في البلدان الناشئة فقد كان امتداد المشاكل محدوداً، ولم تنشأ أزمة كبرى، كما لم يحدث هروب لرأس المال على نحو يزعزع الاستقرار.² غير أن النشاط التجاري ككل استمر عند مستوى جيد، إذ ارتفع حجم التجارة العالمية من السلع والخدمات ولكن بمعدل نمو أقل مقارنة بالسنوات السابقة، حيث بلغ حجم التجارة العالمية (متوسط التغير السنوي للصادرات والواردات العالمية كنسبة مئوية) 3,3% عام 2008، مقارنة بما نسبته 7,2% عام 2007، 9,2% عام 2006 و7,7% عام 2005.³

ومن الجدير بالذكر أن الآليات والقنوات السابقة الذكر لا تعمل بشكل منفصل عن بعضها البعض بل تتفاعل بشكل آني فيما بينها. فالضغوط والأزمات التي يتعرض لها الاقتصاد الأمريكي بما يترتب عنها من آثار يمكن أن تنتشر من خلال القنوات المذكورة أعلاه إلى بقية دول العالم ولكن بدرجات متفاوتة وذلك اعتماداً على درجة انفتاحها ومدى ارتباط أسواقها بالسوق الأمريكي.

المطلب الثاني: أهم الآثار المترتبة عن الأزمة المالية العالمية

لما كانت الأزمة المالية العالمية هي أشد الأزمات التي شهدتها العالم منذ "الكساد الكبير" فقد ترتب عنها العديد من الآثار المدمرة في معظم الاقتصاديات المتقدمة والناشئة والنامية، وفي كل القطاعات وعلى كل المستويات، ويمكن حصر أهم تلك الآثار فيما يلي:

1. آثار الأزمة المالية على معدلات النمو:

تعتبر الأزمة المالية العالمية أعنف أزمة منذ الكساد الكبير سنة 1929، ولعل أكبر المخاطر التي نجمت عنها هو حصول تباطؤ اقتصادي عالمي، حيث أعلن صندوق النقد الدولي وبعده العديد من الحكومات أن اقتصاديات

¹. Sebastian Paulo, Op.Cit., P. 4.

². راندال دود و بول ميلز، "تفشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية"، مرجع سابق، ص. 18.

³. صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، مرجع سابق، ص. 204.

البلدان المتقدمة ستتقل من مرحلة النمو البطيء إلى مرحلة الجمود فالانحسار ثم الانكماش وربما الانهيار، أي أن وتيرة نموها ستكون سالبة خلال سنة 2009 وهو ما حدث فعلا،¹ حيث خضعت اقتصاديات العالم لهبوط حاد في النشاط الاقتصادي الذي انتقل ليمس الاقتصاد الحقيقي مع نهاية سنة 2008، إذ تشير التقديرات إلى أن إجمالي الناتج المحلي العالمي انكمش بمعدل مثير للخوف بلغ 6,25% (محسوبا على أساس سنوي) في الربع الأخير من عام 2008 (وهو نقلة كبيرة من معدل النمو البالغ 4% المتحقق في العام السابق)، واستمر الانخفاض بنفس السرعة تقريبا سنة 2009. وهو أول ركود عالمي منذ الحرب العالمية الثانية. وقد تأثرت كل الاقتصاديات بشكل خطير، رغم أن اتجاه الضربات جاء مختلفا. فقد شهدت الاقتصاديات المتقدمة هبوطا غير مسبوق بلغ معدله 7,5% في الربع الأخير من عام 2008، وبات معظم هذه الاقتصاديات يعاني من ركود اقتصادي عميق.

ورغم أن الاقتصاد الأمريكي قد يكون الأكثر تضررا من التوترات المالية المكثفة واستمرار الهبوط في قطاع المساكن، فإن بلدان أوروبا الغربية وبعض بلدان آسيا تعرضت لضربة شديدة جراء انهيار التجارة العالمية، إضافة إلى تزايد مشكلاتها المالية وتصحيحات أسعار المساكن في بعض الأسواق القومية. كما عانت الاقتصاديات الصاعدة هي الأخرى معاناة شديدة، حيث بلغ الانكماش الإجمالي 4% في الربع الرابع من عام 2008. وتنتقل هذه الأضرار من خلال قنوات مالية وتجارية في آن واحد، فقد عرف النشاط الاقتصادي في بلدان شرق آسيا التي تعتمد اعتمادا كبيرا على صادرات الصناعة التحويلية هبوطا حاد، وإن كانت أقل في الهند والصين نظرا لانخفاض حصص قطاعي الصادرات من الإنتاج المحلي لدى كل منهما ولكون الطلب المحلي في اقتصاديهما أكثر صمودا. كما أن الأثر كان كبيرا بالنسبة للاقتصاديات التي تعتمد على التدفقات الرأسمالية القوية في دفع عجلة النمو الاقتصادي.² فقد كان من بين الآثار الجانبية للأزمة هو التوجه إلى الاستثمارات الآمنة والارتفاع المستمر في التحيز للاستثمار المحلي، حيث انكمش إجمالي التدفقات الرأسمالية العالمية انكماشاً حادا في الربع الأخير من عام 2008 واتجهت التدفقات بالقيمة الصافية لصالح البلدان التي لديها أسواق للأوراق المالية الحكومية تتمتع بأعلى درجات الأمان والسيولة، وانهار صافي التدفقات الخاصة المتجهة إلى الاقتصاديات الصاعدة والنامية.³

وتوازيا مع الهبوط السريع في النشاط الاقتصادي العالمي حدث انحسار سريع في الضغوط التضخمية. فقد شهدت أسعار السلع الأولية انخفاضا حادا عن مستوياتها المرتفعة، وهو ما أسفر عن خسارة بالغة في دخل الاقتصاديات المصدرة لهذه السلع كالاقتصاديات الشرق الأوسط ودول كومنولث الدول المستقلة وبعض بلدان أمريكا اللاتينية وإفريقيا. وفي الوقت نفسه، أدى التباطؤ الاقتصادي إلى احتواء زيادات الأجور وتقليص هوامش الربح.

¹. فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. 43.

². صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، مرجع سابق، ص. 4.

³. المرجع نفسه، ص. 5.

ومع استمرار عدم اليقين المحيط بالاستجابات على مستوى السياسات، زادت حدة الضغوط المالية في حلقة عالمية من التأثيرات المرتدة المدمرة التي أضعفت تأثير جهود صانعي السياسات من أجل علاج الوضع. وهكذا، فقد أصبح التأثير على النشاط الاقتصادي محسوسا وعلى نطاق واسع. فقط هبط الإنتاج الصناعي وتجارة البضائع العامة هبوطا حادا في الربع الأخير من عام 2008 واستمر في الهبوط السريع في أوائل عام 2009 في الاقتصاديات المتقدمة والصاعدة على السواء، حيث تدهورت مشتريات السلع الاستثمارية والسلع الاستهلاكية المعمرة، كالسيارات والإلكترونيات، وبدأت المخزونات في التراكم السريع.¹

ولعل أهم سبب في تراجع معدلات النمو الاقتصادي تمثل أساسا في تراجع وتقليص عرض القروض الممنوحة من طرف البنوك، وهذا ما أدى إلى الركود وأضر بالشركات ولا سيما الشركات الصغيرة والمتوسطة التي تعتمد أكثر على التمويل من خلال الاقتراض مقارنة بالشركات الكبيرة.² ففي السنة التي أعقبت اندلاع أزمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية في أوت 2007 تباطأ النشاط الاقتصادي بسبب تشديد قيود الائتمان، وانزلاق الاقتصاديات المتقدمة في حالة من الركود رغم الجهود التي بذلها صانعو السياسات للحفاظ على سيولة الأسواق ورؤوس أموالها، حيث حدث اضطراب مكثف في تدفقات تمويل التجارة ورأس المال العامل، وعمدت البنوك إلى تشديد معايير الإقراض، كما شهدت أسعار الأسهم هبوطا حادا. ونظرا لأن التجاوزات والإخفاقات أصابت صلب الجهاز المصرفي، فقد انتقلت المضاعفات بسرعة إلى كل القطاعات وإلى كل البلدان في الاقتصاد العالمي.³ وقد أثر التباطؤ في الاقتصاد الأمريكي بشكل سريع على نظيره الأوروبي وعلى اقتصاديات أخرى مختلفة، وأدى في النهاية إلى تراجع النمو العالمي.

2. الأزمة المالية والبطالة:

لقد ارتفعت معدلات البطالة بشكل دراماتيكي على إثر الأزمة المالية، وعرفت البنوك ومختلف المؤسسات موجة من تسريح العمال، وخاصة مع إعلان صندوق النقد الدولي توقعاته حول انخفاض نسبة نمو الاقتصاد العالمي خلال عام 2009، فمثلا ارتفع معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية من 5,8% عام 2008 إلى 9,7% عام 2010، كما انتقل معدل البطالة في البلدان الأوربية من 6,1% عام 2008 إلى حوالي 10% عام 2010. ويعتبر القطاع المالي وقطاع السيارات من بين القطاعات الأكثر تعرضا لتسريح العمال.⁴ ومع ذلك بقيت معدلات البطالة في حدود أقل مما وصلت إليه خلال أزمة الثلاثينيات (9,3% سنة 2009 مقابل 25% سنة 1933 في الولايات المتحدة).⁵

¹. المرجع نفسه، ص. 4.

². Sebastian Paulo, Op.Cit., P. 4.

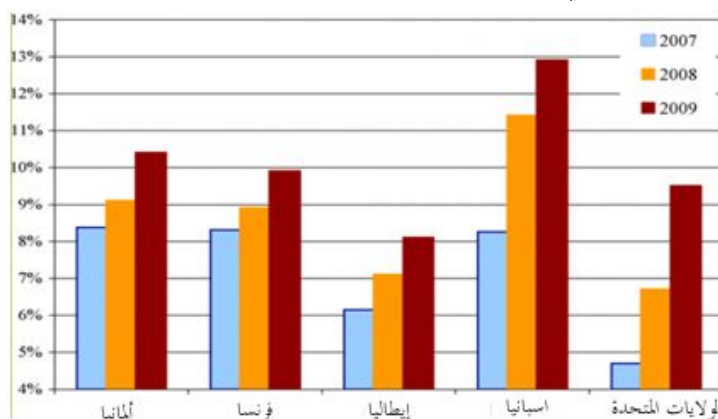
³. صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، مرجع سابق، ص. 2-3.

⁴. Sebastian Paulo, Op.Cit., P. 4.

⁵ فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. 43.

الشكل رقم 37

تطور معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض البلدان الأوروبية (%)



Source: Jacques Sapir, "Les Racines Sociales de la Crise Financière: Implications Pour l'Europe". P.14. <http://www.france.attac.org/spip.php?article9400>. visité le 02/03/ 2009.

يظهر من خلال الشكل رقم (37) التصاعد الكبير في معدلات البطالة خلال سنوات الأزمة. وهنا تجدر الإشارة إلى أن معدل البطالة المرتفع أصلاً في منطقة اليورو، عرف زيادة قدرها حوالي 2%¹، وكانت البلدان التي تعرضت لصدمات كبيرة مرتبطة بقطاع العقارات، مثل إسبانيا، قد شهدت ارتفاعاً أكبر في معدلات البطالة نتيجة الانكماش الحاد في الوظائف المتاحة في قطاع البناء والتشييد. أما الزيادة المعقولة في معدلات البطالة في أوروبا فكانت من نصيب تلك الاقتصاديات التي كانت أكثر ميلاً نحو تعديل فاتورة الأجور لمواجهة التغيرات في الطلب عن طريق خفض ساعات العمل بدلاً من أعداد العاملين.

ولا يقتصر الأمر على البلدان الصناعية فحسب، بل تواجه البلدان النامية أيضاً تحدياً جديداً ناشئاً عن الأزمة المالية العالمية، التي تتحول بسرعة إلى أزمة بطالة. وتقوم مجموعة البنك الدولي بالمساعدة في إنقاذ الأوضاع المالية، بيد أنها ترى ضرورة مواصلة تركيزها على إنقاذ الأوضاع الإنسانية للملايين من المتضررين.

3. أزمة الائتمان العالمي والفقر:

لقد أدت أزمة المواد الغذائية والوقود اللتان وقعتا في الفترة الأخيرة إلى إعادة الملايين من البشر إلى براثن الفقر والجوع، إذ أدت إلى وقوع ما بين 130 إلى 155 مليون شخص في براثن الفقر في البلدان النامية،² كما أن ارتفاع أسعار الفائدة منذ جوان عام 2004، والتراجع في أسعار العقارات منذ عام 2006، والتباطؤ الاقتصادي جعل الوضع صعباً بالنسبة لمعظم الأسر ذات الدخل الضعيف. فحلم امتلاك منزل أصبح حقيقة بالنسبة للبعض، بينما تحول إلى كابوس بالنسبة للبعض الآخر. كما أن الآثار الاجتماعية كانت مؤلمة بالنسبة للأفراد الذين عانوا بالفعل من آثار عدم المساواة، فالتضييق الائتماني الشديد وانخفاض معدلات النمو يؤدي إلى تقليص إيرادات الحكومات وقدرتها على

¹. صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، مرجع سابق، ص. 7.

². التقرير السنوي للبنك الدولي، 2009، ص. 14.

الاستثمار من أجل الوفاء باحتياجات الأهداف الموضوعية لقطاعي التعليم والرعاية الصحية، فضلا عن الإنفاق على البنية الأساسية اللازمة لاستدامة النمو. فالفقراء هم الأشد تضررا من هذه الأزمة، مثلما كانوا في سابقاتها.¹ وعليه، انصب تركيز البنك الدولي على سرعة تعبئة الموارد اللازمة لمساندة المشروعات والناس اللذين يحتاجونها، والتي تهدف في جانب كبير منها إلى تحسين خدمات البنية الأساسية المصاحبة لتخفيض أعداد الفقراء وتعزيز تحقيق النمو. ففي السنة المالية 2009، على سبيل المثال، ارتبطت مجموعة البنك الدولي بتقديم مبلغ 20,7 مليار دولار لمشروعات البنية الأساسية، باعتباره قطاعا بالغ الأهمية في إتاحة الأساس اللازم لتحقيق الانتعاش السريع من الأزمة ومساندة خلق فرص العمل.²

وعموما تتحول الأزمات المالية إلى أزمات إنسانية وخاصة إذا ترك الفقراء وحدهم في الدفاع عن أنفسهم. وفي هذا الصدد يتعين على الحكومات الوفاء بالتزاماتها تجاه زيادة المعونات إلى الأشخاص الأكثر معاناة.

4. الأثر على سوق النفط:

يعتبر قطاع المحروقات عنصرا مهما في تطور الاقتصاد العالمي، وإلى غاية السبعينيات من القرن العشرين ساهم في ارتفاع التراكم والنمو في البلدان الغربية بسبب تواضع أسعار النفط وتحكم الشركات الكبرى في مسلسل الإنتاج.³

الشكل رقم 38

تطور سعر البرميل من البترول الخام (برنت)



Source: Christian Chavagneun, "Etats-Unis :le Pays de L'insécurité Sociale", *Alternatives Economique-Hors Serie Poche*, n° 38 (Avril 2009), P. 29.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (38) الارتفاع المستمر في أسعار النفط انطلاقا من النصف الثاني من تسعينيات القرن العشرين لتبلغ أقصى حد لها مع منتصف عام 2008، أي حوالي 140 دولار للبرميل. وقد أدى تباطؤ

¹ الأزمة المالية: مدلولاتها بالنسبة للبلدان النامية،

<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC,~theSitePK:469372,00.html>. visité le 12/10/2010

² المرجع نفسه، ص. 7.

³ فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. 163.

معدلات النمو الاقتصادي العالمي على إثر أزمة الرهن العقاري إلى تراجع الطلب على النفط الذي يشكل حوالي 60% من إجمالي الصادرات العربية،¹ وهو ما أدى إلى انخفاض سعر النفط بمدة ليصل في بداية عام 2009 إلى أقل من 40 دولار،² ويعطي بذلك الدليل على بداية تقلص الطلب عالمياً وانتشار عوامل الأزمة.

5. انعكاسات الأزمة على الاقتصاديات العربية:³

تأثرت اقتصاديات الدول العربية باعتبارها جزءاً لا يتجزأ من منظومة الاقتصاد العالمي، ومن المؤكد أن درجة تأثرها تختلف بين الدول العربية تبعاً لدرجة ارتباطها واندماجها بالاقتصاد العالمي، فعلاقة الاقتصاد العربي بالاقتصادات العالمية تظهر من خلال مؤشرات اقتصادية كميزان المدفوعات، أسواق المال العالمية والاستثمارات الأجنبية وفي هذا الإطار تم تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات من حيث مدى تأثرها بالأزمة،⁴ كما يلي:

- مجموعة الدول العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفعة، وتشمل دول مجلس التعاون الخليجي وهي السعودية، البحرين، عمان، قطر، الكويت، والإمارات العربية المتحدة.
- مجموعة الدول العربية ذات درجة الانفتاح المتوسطة وتشمل مصر، الأردن، المغرب وتونس.
- مجموعة الدول العربية ذات درجة الانفتاح المنخفض وتشمل ليبيا، السودان، سوريا والعراق.

وتمثل المجموعة الأولى دول الخليج العربي النفطية والتي تعرضت بشكل مباشر لخسائر مالية بسبب الأزمة وحدثت الصدمة في أسواق المال التي انتقلت آثارها إلى الاقتصاد المحلي لتلك الدول، نتيجة لدرجة الانفتاح الكبيرة على الأسواق المالية وحركية رؤوس الأموال التي تجري بسرعة ودون قيود أو ضوابط أو رقابة تحد من عمليات المضاربة. كما انعكست تداعيات الأزمة المالية على دول مجلس التعاون الخليجي الست، إذ انخفضت أسعار النفط بنسبة 50%، وهو ما يؤثر على صادراتها، وينعكس سلباً على معدلات النمو الاقتصادي، ومن ناحية أخرى تشير بعض التقارير أن صناديق الثروات السيادية التي تستثمرها دول الخليج في الولايات المتحدة وأوروبا عرفت تراجعاً في مداخيلها بنسبة 30% وخسرت 450 مليار دولار وهي قيمة تساوي مجموع مداخيل النفط لدول الخليج لعام كامل، كما تأثر الاستثمارات العربية بالخارج وتختلف درجة تأثرها بحسب الجهة التي يتم الاستثمار بها.

وبالنسبة للبورصات العربية فقد سادها الهلع مما أصاب المستثمرين في العالم، حيث تراجعت أسواق المال العربية وشهدت مؤشرات انخفاضات مستمرة بنسبة 37% وسجلت خسائر كبيرة خاصة في قطاعي العقارات والبنوك في مختلف الأسواق. كما أدى خوف المتعاملين من تداعيات الأزمة إلى ارتفاع معدل المسحوبات من البنوك العربية

¹. سامر مظهر قطجي، مرجع سابق، ص. 70.

². فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. 163.

³. فريد كورتل، كمال رزق، مرجع سابق، ص. 11-14.

⁴. ثريا الحزرجي، "الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة"، المؤتمر العلمي الثالث حول: "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول -التحديات والآفاق المستقبلية-"، (الأردن، جامعة الإسرء الخاصة وبالاشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 29-28 أبريل 2009)، ص. 23.

مما سبب خللا في حركية التدفقات النقدية والمالية واضطر البنوك في دول الخليج إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية الطلب على النقد مما أحدث ارتباكا في سوق النقد والمال وأثر على الاحتياطات النقدية بالبنوك المركزية العربية.

أما بالنسبة للدول العربية ذات درجة الانفتاح المتوسط والضعيف فإنها واجهت مجموعة من الآثار الناجمة عن الأزمة ولكن بنسبة أقل مقارنة بالمجموعة الأولى من الدول. أما عن تأثير الأزمة على الاقتصاد الجزائري فهو أقل مقارنة بالدول العربية الأخرى وذلك للأسباب التالية:¹

- عدم وجود سوق مالية بالمعنى الحقيقي في الجزائر؛
- عدم وجود ارتباطات مصرفية للبنوك الجزائرية مع البنوك العالمية بالشكل الذي يؤثر عليها؛
- انغلاق الاقتصاد الجزائري بشكل نسبي على الاقتصاد العالمي، ذلك أن الإنتاج الجزائري لا يعتمد على التصدير باستثناء المحروقات وذلك ما يجعله في مأمن من أي كساد قد يصيب الاقتصاد العالمي؛
- اعتماد الحكومة الجزائرية على موازنة بسعر مرجعي يقل كثيرا عن أسعار السوق وهذا ما يجنبها أي انعكاسات في حالة انخفاض أسعار البترول.

وبصفة عامة فإن تأثر الاقتصاد الجزائري بالأزمة المالية يتوقف على درجة وكيفية اندماجها في الاقتصاد العالمي. وفي الحالة الراهنة للاقتصاد الجزائري يمكن أن تنتقل تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة إليه من خلال قنوات عدة، أهمها: أشكال توظيف واستثمار احتياطات الصرف الوطنية، وتقلب كل من قيمة عملات احتياطات الصرف وسعر برميل النفط ومعدلات الفائدة على الذمم والديون الخارجية وأسعار السلع والخدمات المستوردة.

المطلب الثالث: أزمة الرهن العقاري وحدود نماذج الجيل الثالث

أدت أزمة الرهن العقاري إلى تغيير مركز الأزمة من آسيا إلى أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية. وتغيرت أيضا العبارات المستخدمة، أين تبدوا عملية التوريق والرهونات دون الممتازة، مختلفة جذريا عن قضايا ربط العملات واقتراض الشركات التي هيمنت على الأزمة الآسيوية. وتتمل أهم أوجه الشبه بين الأزميتين فيما يلي:²

1. وفرة السيولة والتوسع غير الحريص في الائتمان:

عرفت البلدان الآسيوية قبل الأزمة تصاعدا في تدفقات رؤوس الأموال إلى المنطقة، مما أدى إلى ارتفاع حاد في الائتمان المصرفي في شكل إقراض مرتبط بكيانات كبيرة من الشركات والمشروعات الكبيرة وبقطاع العقارات. كما اشترى المستثمرون الأجانب الأوراق المالية الآسيوية مرتفعة العائد أو صكوك الديون الأمريكية المقومة بالدولار مفترضين أن الاقتصاديات الآسيوية ستواصل نموها السريع وأن ربط العملات سيستمر إلى مالا نهاية. وبالمثل سبقت

¹. صالح مفتاح، دليلا معارفي، "قراءة في الأزمة المالية العالمية رؤية شرعية إسلامية"، الملتقى الدولي حول: "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، (جامعة قسنطينة، 6-7 أبريل 2009)، ص. 8.

². خور هوى أي، وكوي روي زيونج، "آسيا منظور عن أزمة الرهونات دون الممتازة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 2 (صندوق النقد الدولي، جوان 2008)، ص. 19-20.

أزمة الرهن العقاري تدفقات كبيرة من رأس المال إلى الولايات المتحدة لتمويل عجز حسابها الجاري، وقد توسطت المؤسسات المالية في تحويل السيولة الوفيرة إلى ائتمان للمستهلكين، وخاصة قروض الرهن من الفئة دون الممتازة، التي حولت إلى أوراق مالية تساندها رهونات، وقد شجع البحث عن العائد الطلب على هذه المنتجات المهيكلة من طرف المستثمرين الذين استندت قرارات كثيرين منهم فقط على قوة التصنيف الائتماني لهذه الأوراق المالية.

2. مشكلة الأصل والوكيل:

إن عدم الحرص في تقديم الائتمان الذي أبداه المقرضون في كلتا الأزميتين، يعكس مشكلة الأصل والوكيل التقليدية. فخلال الأزمة المالية الآسيوية، تجاهل مديرو البنوك مصالح حملة الأسهم، وأقرضوا شركات ومشروعات معينة دون تمييز، إما بناء على طلب الحكومة أو لأن هذه المشروعات ترتبط بأصحاب النفوذ من حملة الأسهم. وفي أزمة الرهونات دون الممتازة، كان المستثمرون في التزامات الديون المضمونة والأوراق المالية التي تساندها رهونات، يتوقعون أن يحافظ مقرضو الرهونات على معاييرهم الائتمانية. ولكن مع نموذج "إصدار القروض وتوزيعها"، كان لدى المقرضين حافز قليل للقلق بشأن معايير الائتمان. فقد كانوا يبحثون عن تعظيم إيرادهم من الرسوم الناتجة عن التوريق وليس نتيجة لإيرادات الفائدة من القروض. ومع الملكية القليلة للقروض المعنية أو انعدام هذه الملكية، تدهورت معايير الائتمان بصورة حادة، مما أدى إلى معدلات إعسار أعلى عند كساد سوق الممتلكات.

3. الزيادة السريعة في أسعار أصول الممتلكات:

لقد ارتفعت أسعار الممتلكات في الولايات المتحدة بحوالي 50% في الفترة (2001-2006). والواقع أن فقاعات الأصول هذه ارتبطت في أزمت الماضي بتوافر الائتمان السهل. وحسب فرضية "منسكي" الشهيرة عن عدم الاستقرار المالي (1992)، فإن فترة النمو القوي شجعت على الإفراط في الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية. وقد صنف "منسكي" المقرضين في ثلاثة أنواع في نظام تنازلي من حيث قدرتهم على دفع الفائدة والأصل هم، مقرضو التغطية الذين يستطيعون دفع التزاماتهم (أصل الدين والفوائد المترتبة عليه) من التدفقات النقدية التي تتحقق من عمليات مختلفة. والمقرضون المضاربون (المجازفون) اللذين لا يستطيعون سوى سداد الفائدة لكنهم يقعون على أصل الدين إما بتأخير موعد السداد أو بمزيد من الاقتراض، ومقرضو "بونزي"* اللذين لا يستطيعون دفع الفائدة أو الأصل ويتعين عليهم أن يقترضوا، أو يبيعوا الأصول، لمجرد الوفاء بفاتورة الفائدة، ويؤدي نمو عدد المقرضين للمضاربة ومقرضي

* أطلق هذا الاسم على التمويل غير القابل للاستمرار؛ إما بسبب الخداع، أو بسبب الوهم والإغراء الحاصل من تطور أسعار وعوائد أصل من الأصول بطريقة غير قائمة على أساسيات اقتصادية، وإنما مردها إلى الفقاعة وعوامل السياسات النقدية التي تسهم في زيادة إقبال الوحدات الاقتصادية على تلقي (المقرضون) ومنح (المقرضون) مزيد من الائتمان. وكلمة بونزي تعود نسبتها إلى الإيطالي المحتال "نشارلز بونزي" "Charles Ponzi" الذي عاش في الولايات المتحدة في عشرينيات القرن العشرين ومارس عمليات احتيال واسعة قائمة على هرم غير قابل للاستمرار؛ حيث كان يقدم معدلات عوائد مرتفعة، وفي فترة قصيرة وكان يعتمد على التسديد ودفع العوائد التي يحل أجل استحقاقها من المبالغ التي تدفع له من الزبائن الجدد. وهكذا فإنه بمجرد انكشاف هذا الأمر في لحظة ما وتأثر فئة تتبعها الفئات الأخرى نتيجة للتراطبات الهرمي. وقد عمم بعد ذلك هذا المصطلح وأصبح يعرف في الأدبيات المالية بمخطط أو برنامج بونزي (Ponzi Cheme). أنظر في ذلك: أحمد مهدي بلواني، مرجع سابق، ص. 112.

بونزي أولاً إلى ظهور فقاعة الأصول، ثم إلى إدراك واسع النطاق بأن الافتراض المتزايد أمر لا يمكن استدامته والنتيجة تراجع التمويل وحدوث انهيار اقتصادي.

4. عدم الاستقرار المالي:

ربما أوقع نمو الرهن دون الممتاز، والذي يمثل الافتراض المضارب وافتراض بونزي، الولايات المتحدة في فخ دورة لأسعار المنازل، حميدة في ظاهرها وأثيمة في باطنها. ففي حين كانت أسعار المنازل قد بدأت في الارتفاع، كان الدائنون يشعرون بالأمان في الافتراض مقابل ضمان ترتفع قيمته، الأمر الذي أشعل بدوره الطلب على السكن وأسعارها. وبالمثل فإن الإقراض المقدم للكيانات من الشركات في آسيا حثه ازدهار الاقتصاديات وسهولة الحصول على الائتمان، مع توجيه الكثير من القروض لمشروعات غير مربحة، لا تستمر إلا بمزيد من ضخ الديون. وكان قدراً محتوماً أن تنحل كلتا هاتين الدورتين غير القابلتين للاستدامة.

5. المخاطر المعنوية:

كانت بعض النظم المصرفية والمشروعات العملاقة الآسيوية تحظى قبل الأزمة بضمانات من حكوماتها، مما شجع البنوك على أن تقرض دون اعتبار لقدرة المشروعات على البقاء تجارياً. وبالمثل افتراض كثير من البنوك والكيانات من الشركات بالعملة الأجنبية بأسعار فائدة أقل، بافتراض أن أسعار الصرف المربوطة بأسعار عملة أخرى ستستمر إلى مالا نهاية. وفي أزمة الرهن العقاري، استثمرت البنوك والمستثمرون في منتجات مالية طويلة معقدة ومهيكلية مثل، الأوراق المالية التي تساندها رهونات، والتزامات الديون المضمونة، باستخدام أموال قصيرة الأجل، بافتراض أن الحصول على تمويل متجدد متاح دائماً في أسواق ما بين البنوك وأسواق النقد عالية السيولة لأن البنوك المركزية تستطيع ضخ السيولة عند الاقتضاء.

كما توسعت المؤسسات المالية الأمريكية في منح قروض سكنية لعدد كبير من الأفراد لتمويل شراء سكنات وارتفع معدل التمليك السكني في الولايات المتحدة من 64% سنة 1996 إلى 69,2% سنة 2004، وتم تشجيع هذه العملية من قبل الحكومة الأمريكية بمقتضى القانون الصادر سنة 1977 والذي ينص على إمكانية أن تحصل أي مؤسسة مالية على ضمانات لودائعها المالية من الهيئة الفدرالية للتأمين على الودائع إذا التزمت بالإقراض إلى أسر أمريكية من ذوي الدخل المتواضع، وتوسع البنوك والمؤسسات المالية في نسب التمويل العقاري دون ضمانات كافية أثر سلباً على قدرتها المالية.¹

لقد تركت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 العديد من التساؤلات فيما إذا وقعت دون سابق إنذار؟ ولماذا فشل الكل في التنبؤ بما رغب كل ما هو متوفر من مؤشرات ودلائل؟

¹. فريد كورتل، "الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية"، مؤتمر: "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، (جامعة الخنان، لبنان، 13-14 مارس 2009)، ص. 8.

ونشير بداية إلى أن هناك قلة من الاقتصاديين الذين أكدوا بأن الأزمة لم تكن مفاجأة، فالبعض اتخذ موقفا نقديا من التوجهات الليبرالية السائدة مثل الفرنسي موريس آلي (Maurice Allais)، الحائز على جائزة نوبل للاقتصاد، والذي كتب سنة 1998 يحذر من "كون الاقتصاد العالمي يعتمد على أهرامات ضخمة من الديون تستند كل واحدة إلى الأخرى ضمن توازن يتسم بالهشاشة"¹. وهذا الرأي أكده أستاذ الاقتصاد الأمريكي جوزيف ستيجليتز (Joseph Stiglitz)، الفائز بجائزة نوبل في الاقتصاد لسنة 2001، والإطار السابق بالبنك الدولي، حيث قال: "ما هو مخزن تماما في الأزمة المالية الحالية هو أن التنبؤ بها كان قائما وبالتالي كان ممكنا تفاديها"². فهنا نجد أن قوله جاء متضمنا إشارة إلى وجود ملامح التنبؤ بهذه الأزمة المالية العالمية. كما تجب الإشارة كذلك إلى الجامعيين الأمريكيين نوريل روايني (جامعة نيويورك) وروبير شيلر (جامعة يال) (Nouriel Roibini/Robert Shiller) اللذين دقا ناقوس الخطر في الفترة (2005-2006) حول اقتراب انفجار الأزمة دون أن يعارا الانتباه.³

لقد بدأت معالم الأزمة مع انهيار نحو 60 شركة للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية عام 2006، على الرغم من أن هذه الشركات تحوز على أنظمة رقابة ومعايير صارمة، لكن القائمين عليها قاموا بتزوير أرقام وإخفاء بعض الحقائق. كما تؤكد بعض التقارير أن هناك تزوير في بعض المصارف يرجع لتسابق مديري ورؤساء المؤسسات المالية الأمريكية على منح القروض والرهن من غير ضمانات حقيقية من أجل الحصول على مكافآت وعمولات بملايين الدولارات. في حين أن صندوق النقد الدولي الذي تجوب فرقه دول العالم لتقدم الوصفات وحل الأزمات الاقتصادية لم يتمكن خبراءه من التنبؤ بالأزمة.⁴

تأسيسا على ما سبق، يمكن القول أن مشاكل الوكالة المتكررة والمخاطر المعنوية، وضعف الهيكل المالي، ووفرة السيولة، وتراخي قيود الإقراض والإفراط في منح القروض غير المنتجة، كالقروض الاستهلاكية والقروض العقارية، وارتفاع حجم القروض المشكوك في تحصيلها، تعتبر سمات مشتركة بين الأزمة المالية الآسيوية والأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية، وهي تكشف عن العجز المالي من خلال غياب الإشراف والرقابة المصرفية في هذه البلدان، كما يمكن أن تكون دليلا على أنها مشاكل نظامية. وعليه فقد كان بالإمكان التنبؤ بأزمة الرهن العقاري لولا بعض السلوكيات غير المسؤولة للقائمين على مستوى النظام المالي والمصرفي الأمريكي، وخاصة منها إخفاء العديد من الحقائق وعدم الإفصاح عن المعلومات، وذلك بدافع الطمع والبحث عن الربح السريع.

¹. فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. 126.

². فريد كورتل، "الأزمة المالية العالمية: التنبؤ بالأزمة، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهةها"، الملتقى الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، (جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009)، ص. 7.

³. فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. 126.

⁴. فريد كورتل، "الأزمة المالية العالمية: التنبؤ بالأزمة، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهةها"، مرجع سابق، ص. 7.

المبحث الرابع: أهم الإجراءات المتبعة لاحتواء الأزمة

هناك الكثير من الإجراءات والسياسات التي اقترحت لتفادي الوقوع في الأزمات المالية واحتوائها. وقبل حوالي خمسة عشر سنة وعلى إثر الأزمة المالية التي أصابت دول جنوب شرق آسيا والأزمات التي سبقتها، تم اقتراح عدد من الحلول للتقليل من آثار الأزمات واحتوائها وكان من بين أهم الإجراءات، ضخ أموال هائلة لإنقاذ النظام المصرفي المتعثر، وإعادة الثقة لآلة الاستهلاك والإنفاق حتى لا تطول فترة الركود. وها هو التاريخ يعيد نفسه حيث أن من ضمن الحلول التي اقترحت لاحتواء الأزمة المالية العالمية هو ضخ أموال عامة، وتدخل كبير من قبل الحكومات في النظام المالي، وقد كان هذا المقترح محل نقاش واعتراض من قبل كثير من الاقتصاديين الذي شككوا في جدواه.

المطلب الأول: الخطة الأمريكية لمواجهة الأزمة

تدخلت الحكومة في الولايات المتحدة الأمريكية كما حدث في مراحل تاريخية سابقة،* حيث أوصى كل من محافظ البنك الفدرالي ووزير الخزانة الأمريكي بضرورة توفير التمويل الكافي لإعادة الاستقرار للقطاع المالي الأمريكي، غير أن خطة الإنقاذ المالي لم تسلم من المعارضة من طرف الأمريكيين الذين أكدوا أنه ليس من مسؤولية الحكومة إنقاذ الشركات الخاصة، حتى لو أدى انهيارها إلى الإضرار بالاقتصاد الأمريكي، كما لا يجب أن يتحمل دافعو الضرائب أفعالهم براء منها واستفاد منها غيرهم.

لكن ومع النتائج الخطيرة والمتسارعة لاندلاع الأزمة المالية، وإزاء الإلحاح المستمر من القيادة السياسية في الولايات المتحدة، وإصرار السلطات المالية فيها على السرعة في إصدار "قانون تأمين الاستقرار الاقتصادي العاجل لسنة 2008" المتضمن خطة الإنقاذ الأمريكية، أضطر الكونجرس الأمريكي إلى إقرار مشروع هذا القانون في النهاية، بعد إدخال تعديلات أساسية عليه تتعلق بحماية دافعي الضرائب، وتهدف إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية، التي تعود إلى دافعي الضرائب، وحماية الملكية، وتشجيع النمو الاقتصادي. وبموجب قانون الاستقرار المالي هذا، تم منح وزير الخزانة "هنري بولسون" صلاحيات واسعة لإنقاذ القطاع المصرفي.¹

ولعل أهم تدخل في بداية انطلاقة الأزمة هو الذي ارتبط بما يسمى "مخطط بولسون"، الذي خصص 700 مليار دولار لشراء "الديون الموبوءة" وإبعادها من محافظ البنوك حتى لا تنتشر عدواها. لكن وبعد مرور ثلاثة أشهر على وضع البرنامج، تبين أن ضخ 700 مليار دولار لم تكن كافية لإخراج البنوك من المنغلق الذي وصلت إليه. وهو ما تطلب تخصيص اعتمادات إضافية في حدود 2000 مليار دولار لتوقيف المسار الانهياي للمنظومة البنكية. وأدى

* سبقت مؤسسة الاحتياطي الفدرالي (البنك المركزي) تدخلات الحكومة الأمريكية، فمنحت تسهيلات للبنوك الأمريكية قصد ضمان ملاءمتها في جانفي 2008، وصاحبه في هذه العملية مجموعة من الصناديق السيادية الخليجية والصينية والسنغافورية. كما أقبل على تخفيض معدل فائدته الريادي بثلاث أرباع حيث وصل إلى حدود 3,5% في 22 جانفي 2008. أنظر في ذلك: فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. 25.

¹. إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص. 103-108.

في النهاية إلى التدخل في رؤوس أموال البنوك بمقادير وصلت إلى 400 مليار دولار بين سبتمبر 2008 ومارس 2009. حيث تجلّى أن الأصول الموبوءة مست موازنات البنوك بشكل كبير مما كرس أزمة الثقة في المنظومة البنكية. وهذا ما دفع الحكومات إلى متابعة الانخراط في عمليات التأميم رغم رفض البعض لهذا الاتجاه لاعتبارات إيديولوجية.¹

لقد كان للتأخر في اتخاذ القرارات تكاليف كبيرة. فعندما ظهرت بوادر الأزمة في أوت 2007 لم تتجاوز الخسائر 500 مليار دولار، وعندما شاعت الأزمة المصرفية ارتفعت الخسائر، ولما انخفضت البورصة تبخرت قيمة الأسهم. وكل هذا فرض برنامجا تكميليا لإنقاذ المنظومة البنكية قدمه كاتب الدولة في الخزينة الجديد "تيموثي غيثر" "Timothy Geithner" في 10 فيفري 2009. وبالتالي أصبح العمل على واجهتين: الواجهة الاقتصادية عبر البرنامج الإنعاشي، والواجهة البنكية عبر الشوط الثاني من برنامج إنقاذ البنوك.² (أنظر الملحق رقم 16)

المطلب الثاني: الجهود الأوروبية في مواجهة الأزمة

بمجرد انفجار الأزمة وتعدي آثارها إلى جميع البلدان، أعلنت كل دولة من الدول الأوروبية عن تحركات أحادية تفتقر إلى التنسيق المشترك وتتضمن خطط إنقاذ مالية هائلة:³

- ففي بريطانيا: تم تخصيص حوالي 3 مليار دولار لشراء أسهم في عدد من كبرى البنوك البريطانية، وفي نهاية نوفمبر 2008 أعلنت الحكومة عن خطة أخرى لإنعاش الاقتصاد بقيمة 30 مليار دولار وتخفيض ضريبة القيمة المضافة على السلع الاستهلاكية، وتعويض نقص الحصيلة الضريبية الناجم عن ذلك من خلال رفع سعر الضريبة على الدخل بنسبة 5% على كل من يتجاوز صافي دخله السنوي 150 ألف جنيه إسترليني ليصل إلى 45% بدلا من 40%.

- وفي فرنسا: أعلن الرئيس الفرنسي "نيكولا ساركوزي" أن بلاده أعدت خطتين لمساعدة البنوك للتغلب على الأزمة المالية الأولى بقيمة 300 مليار يورو، كضمانات للقروض المشتركة بين البنوك. والأخرى بقيمة 40 مليار يورو، للحصول على حصص في الشركات والمؤسسات المالية المتعثرة. فضلا عن إنشاء صندوق سيادي لمصلحة الشركات الإستراتيجية التي تواجه صعوبات مالية.

كما تقدم باقتراح لإنشاء صندوق أوروبي برأسمال قدره 300 مليار يورو لمساعدة البنوك الأوروبية. إلا أن ألمانيا رفضت هذا الاقتراح. وفي نهاية شهر نوفمبر 2008 أعلن عن خطة جديدة لمساعدة قطاعات الإسكان والسيارات بقيمة 26 مليار يورو (حوالي 32,84 مليار دولار)، ليرتفع عجز الموازنة إلى 4% من إجمالي الناتج المحلي سنة 2009 .

¹. فتح الله ولعلو، المرجع السابق، ص ص. 26-28.

². المرجع نفسه، ص ص. 29-32.

³. إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص ص. 114-119.

- وفي ألمانيا: أعلنت المستشار الألمانية "إنجيلا ميركل" عن خطة إنقاذ قيمتها 500 مليار يورو، لدعم القاعدة الرأسمالية للمؤسسات المالية حتى نهاية سنة 2009، مع تخصيص 400 مليار يورو كضمانات مصرفية، بالإضافة إلى توفير 100 مليار يورو، من بينها 80 مليار يورو لإعادة رسملة المؤسسات المصرفية.

- وفي اسبانيا: أقرت الحكومة قانونا يضمن الديون حتى نهاية سنة 2009 بقيمة 100 مليار يورو. وأعلنت عن إمكانية شراء كميات من الأسهم في المؤسسات المالية، في إطار إجراءات حكومات الاتحاد الأوروبي لدعم البنوك.
- وفي إيطاليا: حاولت السلطات الإيطالية، ومديرو البنوك تهدئة الأسواق، من خلال إطلاق تصريحات حول محدودية المخاطر التي تتعرض لها إيطاليا بفضل ممارسات الإقراض المتحفظة، وأعلنت الحكومة عن خطة إنقاذ بقيمة 20 مليار يورو لقطاع البنوك.

- وأقرت الدنمرك حزمة إجراءات لتأمين ضمانات المودعين لدى جميع البنوك الدنمركية، بهدف استعادة الثقة في القطاع المصرفي.

- وفي هولندا: قررت الحكومة الهولندية توفير مبلغ 20 مليار يورو للمؤسسات المالية الهولندية، بما في ذلك البنوك وشركات التأمين، لتفادي المزيد من عدم الاستقرار في القطاع المالي.

- وفي نيوزيلندا: أعلنت الحكومة النيوزلندية ضمانها لودائع العملاء في جميع البنوك، والمؤسسات المالية الأخرى، بهدف تعزيز الثقة في نظامها المالي.

- وتدخلت الحكومة الاسترالية بطريقة مماثلة حينما قررت ضمانها لكل الودائع المصرفية لمدة ثلاث سنوات، وضمانها كذلك تمويل البنوك الاسترالية بمبالغ كبيرة، وتخفيض أسعار الفائدة بشكل حاد، وتوفير 2,6 مليون دولار أمريكي للسندات التي يدعمها الرهن العقاري للمساعدة في الحفاظ على السيولة للمقرضين غير البنوك.

لقد بلغ الأمر ببعض الإجراءات التي اتخذت في بعض الدول الأوروبية، مثل أيسلندا، إلى التأثير على غيرها من دول المنطقة ولذلك، فطنت دول الاتحاد الأوروبي إلى أهمية التحرك المنسق فيما بينها، في مواجهة الأزمة، وقد عرفت عملية التنسيق مستويات مختلفة انطلاقاً من المستوى الأوروبي، إلى مستوى أوروبا - الولايات المتحدة الأمريكية، ومستوى أوروبا - الولايات المتحدة الأمريكية - الصين، ومستوى البلدان الغربية - بلدان الخليج، ومستوى البلدان الآسيوية. وفي الأخير ساهمت كل هذه الاجتماعات إلى التئام مجموعة العشرين* في 15 نوفمبر 2008. ولم يكن ممكناً لهذا الاجتماع أن يتجاوز مستوى التوصيات، بسبب مرحلة الانتقال السياسي التي كانت تمر بها الولايات المتحدة الأمريكية. وهذه التوصيات كانت تتعلق أساساً بضرورة إعادة الثقة بالمنظومات البنكية، والعمل على إصلاح النظام المالي العالمي، إضافة إلى دعوة مختلف الدول لتسارع إلى إقرار برامج إنعاشية والسهر على إحداث قنوات

* تضم مجموعة العشرين: جنوب أفريقيا، ألمانيا، المملكة العربية السعودية، الأرجنتين، أستراليا، البرازيل، كندا، الصين، كوريا الجنوبية، الولايات المتحدة، فرنسا، الهند، اندونيسيا، إيطاليا، اليابان، المكسيك، المملكة المتحدة، روسيا، تركيا، الاتحاد الأوروبي.

التنسيق والتقاطع بينها. وقد التأم الاجتماع الثاني لمجموعة العشرين في لندن يوم 2 أبريل 2009 من أجل مواجهة تداعيات الأزمة.¹ ويمكن تلخيص نص التصريح العام الذي وصل إليه لقاء مجموعة العشرين في ثمانية محاور:²

- الاهتمام بالمقاربة التحفيزية: عن طريق توظيف قدرات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنوك التنمية وتمكينها من موارد جديدة قدرت بحوالي 1100 مليار دولار. كما أكد التصريح أن مجموع الاعتمادات المخصصة للإنعاش ستصل في نهاية 2010 إلى حدود 5000 مليار دولار، وأن جزء هام من الاعتمادات سيوجه لدعم "الاقتصاد الأخضر"؛
 - دعم المبادلات التجارية: حيث تقرر تخصيص 250 مليار دولار لتمويل التجارة الدولية عن طريق الوكالات المتخصصة في مساعدة الصادرات والاستثمار وكذلك مختلف بنوك التنمية عالميا وجهويا؛
 - مناهضة الحمائية: وفضح كل الإجراءات الحمائية التي قد تتخذها بعض الأقطاب؛
 - إقرار أدوات الضبط والمراقبة المالية: وذلك لإحداث مؤسسة جديدة "مجلس التثبيت المالي" الذي يتكفل بتقديم الإشارات المسبقة عن احتمال حصول أزمات مالية بالتعاون مع صندوق النقد الدولي، إلى جانب تعزيز أدوات المتابعة والمراقبة لتطبق على كل المنتجات المالية، وتغيير الضوابط القانونية المتعلقة برؤوس الأموال الذاتية للبنوك ومحاربة الجنان الضريبية. وستكلف هذه الآلية الجديدة بمراقبة البنوك المتعددة الجنسيات؛
 - تقنين الصناديق المضاربة: في إطار توسيع مجال المتابعة والمراقبة على كل المؤسسات المالية؛
 - إقرار ضوابط حسابية معيارية: وذات مصداقية بالتعاون بين المكلفين بالمراقبة والضبط من أجل تحسين أدوات تقييم الأصول، مما يفرض الزيادة في مستوى احتياطات البنوك في مراحل الرجاء لاستعمالها في حقب الأزمات؛
 - تحديد مداخيل الوسطاء: ومنع الغلو فيها، وخاصة ما يخص التعويضات والعمولات، باعتبار أن المبالغة في رفع هذه المداخيل ساهم في الدفع بالمضاربة وزاد من حدة المخاطر؛
 - محاربة الجنان الضريبي: على أساس "نهاية عهد السرية البنكية". ولقد اعتمدت مجموعة العشرين على لائحة هذه المواقع والتزمت هذه الأخيرة بالخضوع لضوابط الشفافية والتخلي عن الاستثناءات الضريبية.
- وقد توصل الاجتماع إلى نتائج قد تؤدي في حال تطبيقها إلى إحداث تغييرات مهمة في تدبير الأنشطة الاقتصادية، وهذا ما دفع بعض المتفائلين إلى القول بميلاد "قواعد جديدة لرأسمالية جديدة".

¹. فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. 38.

². المرجع نفسه، ص. 181-183.

وعموما يمكن حصر أهم الإجراءات التي اتبعت للتخفيف من حدة الأزمة فيما يلي:¹

- تخفيض معدلات الفائدة من طرف البنوك المركزية بمعدل يتراوح بين 0% و 1% فيما يعرف بسياسة مصيدة السيولة الكينزية؛²

- تدخل البنوك المركزية في سوق ما بين البنوك، كمقرض الملاذ الأخير؛

- بعض التدابير الموجهة لتحقيق الاستقرار في النظام المالي، كالحفاظ على معدل فائدة عند مستوى منخفض لفترة طويلة، والتدخل المباشر في الأسواق المالية من خلال شراء المنتجات المالية للتأثير على منحى العائد؛

- نظرا لتصاعد المخاوف المتعلقة بمدى التراجع الاقتصادي وحدود حركة السياسة النقدية، لجأت الحكومات أيضا إلى استخدام سياسة المالية العامة في دعم الطلب؛³

- دعم حكومات البلدان المتقدمة للمؤسسات المالية المتعثرة عن طريق:

• تقديم ضمانات لتسهيل وصول البنوك للتمويل؛

• شراء أو ضمان الأصول "السامة".

أما بالنسبة لحجم التدخلات فهي متباينة من بلد إلى آخر، حيث كانت أكثر ارتفاعا في البلدان التي تمتلك قطاع مالي أكبر حجما وأكثر تطورا مقارنة بحجم الاقتصاد الحقيقي.

لقد سمح انفجار الأزمة لصندوق النقد الدولي بأن يعود للواجهة، بعد التراجع الملحوظ في نشاطه، لكن رغم إعلان الصندوق في بداية شهر أكتوبر 2008 بأن لديه خطط طوارئ فعالة لتوفير القروض للدول التي تعاني من الأزمة، إلا أن سياساته التي اعتاد على إملائها على الدول التي تلجأ إليه خلال الأزمات المالية السابقة كانت على رأس الأسباب التي أدت إلى تغير النظرة إليه، والتوجه إلى غيره من المؤسسات المالية الدولية لمواجهة الأزمة.⁴

من مجمل ما سبق يمكن القول، أن وصفة العلاج التي قدمتها الدول الغربية وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية لمواجهة الأزمة تتعارض مع ما تنادي به دائما من حرية القطاع المالي. فقد حدثت تغيرات عميقة في تدبير الشأن الاقتصادي من خلال تخفيض معدلات الفائدة، فرض قيود على حركة رؤوس الأموال، إنشاء مؤسسة عالمية مخصصة لمراقبة تلك التحركات وتشديد رقابة السلطات النقدية على المصارف ومطالبة تلك السلطات بالتطبيق الصارم لمعايير إدارة المخاطر في هذه المؤسسات، إضافة إلى إغلاق أسواق المال لفترة محدودة حتى لا تحدث حالات هلع كبرى تساهم في إحداث البلبلة والفوضى، والدعوة بالحاح إلى تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، وهو ما يعني العودة إلى مبادئ الفكر الكينزي الذي كشف عن عدم كفاءة آليات اقتصاد السوق. ولا شك أن كل التدابير والإجراءات التي اتبعت تعالج مظاهر الأزمة ولا تغوص في مسبباتها الجوهرية.

¹.Sebastian Paulo, Op.Cit., P. 4.

². فوزي محيرق وعقبة عبد اللاوي، مرجع سابق، ص. 10.

³. صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، مرجع سابق، ص. 7.

⁴. إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص. 150.

المطلب الثالث: إجراءات مواجهة الأزمة في دول الخليج العربي

اضطرت البنوك المركزية في دول الخليج العربي إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية احتياجات الطلب على النقد مما أحدث ارتباكاً في سوق النقد والمال وأثر على الاحتياطيات النقدية بالبنوك العربية. وعموماً يبقى تأثير الأزمة المالية محدوداً خاصة بعد اجتماع وزراء المالية ومحافظو البنوك المركزية لاتخاذ إجراءات وسياسات تحول دون انتقال تبعات الأزمة المالية للقطاع المصرفي العربي، ومن أبرزها ضخ أموال في النظام المصرفي لمواجهة نقص السيولة، وتحديد نسبة التمويل الموجه للرهن العقاري، ومراقبة المؤسسات المالية العربية المرتبطة بالمؤسسات الدولية.¹ وعقب ذلك قامت العديد من الدول باتخاذ مجموعة من الإجراءات كما هي موضحة في الجدول رقم (20).

الجدول رقم 20

الإجراءات المالية المتخذة من دول مجلس التعاون الخليجي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية

الدولة	الإجراءات المتخذة
الكويت	- خفض نسبة الفائدة 1,5% . - خفض الأجل 1,5% . - ضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق. - عرض أموال لليلة واحدة، ولأسبوع، ولشهر.
الإمارات	- قروض قصيرة الأجل بقيمة 13,6 مليار دولار أمريكي. - إعادة شراء كل شهادات الإيداع المتبقي من أجلها 14 يوم.
قطر	- شراء ما بين 10-20% من رأسمال البنوك المدرجة. - شراء أسهم محلية لدعم الأسعار.
السعودية	- طرح خيار للبنوك بإقراض 75% من الأوراق الحكومية. - خفض نسبة الفائدة 5% وخفض معدل الاحتياطي الإجباري.
البحرين	- عدم اتخاذ أي إجراءات لسلامة الأوضاع البنكية.

المصدر: تامر عبد العزيز، "إجراءات دول الخليج في مواجهة أزمة المال.."، يومية الحريدة، العدد 462، الصادرة بتاريخ 16 نوفمبر 2008، ص. 27. www.aljarida.com نقلاً عن فريد كورتل، كمال رزق، مرجع سابق، ص. 13.

ولعل أهم ما ترتب على تداعيات الأزمة المالية على دول مجلس التعاون الخليجي الست هو تضرر عملائها، وهو ما جعلها تدرك أن ربط عملائها بالدولار لم يعد مناسباً في ظل الانخفاض الحاد في أسعار البترول وأسعار الأسهم، وهو ما دعا إلى عقد اجتماع يومي 29 - 30 ديسمبر 2008 للاتفاق على وحدة نقدية موحدة ووضع مقر إطار عمل البنك المركزي الخليجي.²

¹. فريد كورتل، كمال رزق، مرجع سابق، ص. 12.

². المرجع نفسه، ص. 14.

المطلب الرابع: دور الصناديق السيادية في مواجهة الأزمة

تمتلك جميع الدول احتياطات بعملات أجنبية تقيم بصفة نموذجية بالدولار أو اليورو أو الين. وعندما يتراكم لدي بلد احتياطات أكثر مما يحتاجه لأغراض آنية فإنه يستطيع إنشاء صندوق سيادي لإدارة تلك السيولة الإضافية. وقد وجدت الصناديق السيادية منذ الخمسينات من القرن العشرين، ولكن حجمها الإجمالي على النطاق العالمي قد زاد بصورة كبيرة على مدى العشريتين الأخيرتين، وهي تعمل أساسا على تدوير المدخرات على المستوى الدولي. وحاليا لدى أكثر من 20 دولة تلك الصناديق، ويقدر ما بحوزتها حوالي ثلاث تريليونات دولار، وتبقى الحيازات متركزة وتمثل أكبر خمسة صناديق نحو 70% من إجمالي الأصول، ويقع نصف تلك الأصول في أيدي البلدان التي تصدر كميات ضخمة من النفط والغاز. لكن ما يجب معرفته عن الصناديق السيادية، هو أن القليل منها فقط هي التي تنشر معلومات عن أصولها أو التزاماتها أو إستراتيجيتها الاستثمارية.¹ كما أنها تشجع النزعة لحماية حساب رأس المال، الذي تستطيع الدول من خلاله أن تختار بحرية من الذي يمكنه الاستثمار وفي ماذا.²

لقد لعبت صناديق الثروة السيادية دورا كبيرا في استقرار الاقتصاد العالمي عقب الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، من خلال ضخ سيولة كبيرة في البنوك الأمريكية والأوروبية، التي عانت من خسائر فادحة بسبب الأزمة. كما مثل نشاط هذه الصناديق حوالي 35% من مجموع عمليات الدمج والاستحواذ في العالم عام 2007. واستنادا إلى اللجنة الاقتصادية للكونغرس الأمريكي، فإن هذه الصناديق استثمرت بين سبتمبر 2007 وفيفري 2008، ما لا يقل على 62 مليار دولار في البنوك والمؤسسات المالية في بلدان منظمة التعاون والتنمية التي تعاني من آثار الأزمة المرتبطة بقروض الرهن العقاري الثانوي. وعلى مدى عام 2007 والأشهر الأولى من عام 2008، بلغت استثمارات الصناديق السيادية في الولايات المتحدة وفي قطاعات مختلفة، حوالي 85 مليار دولار. كما أن استعداد هذه الصناديق لتقديم الأموال إلى بنوك الاستثمار والبنوك التجارية التي تعاني من ضائقة مالية، علامة على الدور الإيجابي الذي يمكن أن تلعبه هذه المؤسسات في تحقيق الاستقرار المالي العالمي.³ إذ وبدون هذه الجيوب كان من الصعب على "ميريل لينش" و"مورغان ستانلي" و"سي تي غروب" وغيرها أن تجدد خزائنها، وربما تكون الأزمة أعمق.

من مجمل ما سبق، وبعد التمعن في حيثيات الأزمة وتشريح مسيبتها وأهم الآثار المترتبة عنها، والإجراءات المتبعة لعلاجها، يمكن القول أن ما يعيشه العالم من أزمة شاملة لكل القطاعات، وعلى كل المستويات وفي أغلب البلدان، لا يمكن بأي حال من الأحوال تلخيصها في أزمة مالية وفصلها عن أبعادها الفكرية والأيدولوجية، فهي أزمة مالية تجذورها في طبيعة وأسس عمل الفكر الرأسمالي، الذي يعتبر في وقتنا الحالي محل جدل كبير. كما أن كل ما تم تقديمه من علاجات ما هي إلا وصفات لتسكين الداء لا لشفائه واستئصاله.

¹. Jean-Michel Fourgous & Olivier Dassault, "Sortie de Crise, capitalisme et fonds souverains", Assemblée Nationale (Avril 2009), PP. 9-10.

². سيمون جونسون، " صعود صناديق الثروات السيادية"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2007)، ص. 56.

³. راندال دود وبول ميلز، "تفشي المرض، عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية"، مرجع سابق، ص. 18.

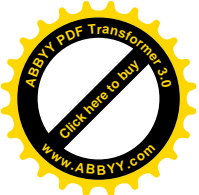
خلاصة الفصل الرابع:

خضع السوق الثانوي للتمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية حتى ثمانينيات القرن العشرين لدرجة كبيرة من التنظيم، وكان الائتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الإقراض المتخصصة، كما كان للدولة دور كبير في خلق هذه السوق من خلال ضمان القروض والتأمين ضد توقف المقترضين عن السداد، وهو ما ساعد على تنامي مشكل المخاطر المعنوية. وقد كان لتوريق القروض العقارية دور كبير في تحسين سيولة هذه السوق، وأصبح الاستثمار في تلك الأوراق المالية يتسم بقدر كبير من الأمان بفضل التصنيف الجيد لها. وهو ما ساعد على نمو الائتمان العقاري وتضخم أسعار المساكن في الفترة السابقة على أزمة الرهن العقاري، لا سيما في بعض البلدان المتقدمة.

ومن خلال تحليلنا لأزمة الرهن العقاري والتعمق في مسبباتها، تبين أن إرهابات الأزمة بدأت على إثر أزمة فقاعة الانترنت عام 2000، وأحداث 11 سبتمبر 2001 عندما بدأت حالة من الركود الاقتصادي تلقي بظلالها على الاقتصاد الأمريكي، وهو ما دفع بالبنك الفدرالي الأمريكي إلى تخفيض معدلات الفائدة لتشجيع الاقتراض، بهدف إنعاش الاقتصاد الأمريكي، وهو ما ترتب عنه تضخم حاد في أسعار كل السلع الاستهلاكية، وتشكل الفقاعة في قطاع العقارات التي انفجرت بمجرد رفع معدلات الفائدة وعجز العائلات عن تسديد التزاماتها، إلى جانب غياب الشفافية في التعامل بالمشتقات المالية وفي تصنيفها وانعدام العدالة في توزيع الثروة بين أفراد المجتمع.

كما اتضح أيضاً أن الأزمة تركزت في البداية في قطاع العقار، وترتب عنها انكماش سوق الإسكان، وسيادة حالة من الذعر الشديد وشح في السيولة في أسواق الأوراق المالية وأسواق الائتمان، واختيار أسعار العقارات. كما أن الأزمة لم تقتصر على الأسواق المالية للولايات المتحدة الأمريكية بل امتدت وانتقلت عدواها إلى الأسواق المالية في أوروبا ثم إلى العديد من البلدان الأخرى، وذلك عبر قنوات عديدة أهمها قناة أسواق المال، وقناة سعر الصرف، وقناة التجارة الخارجية، إضافة إلى آلية التوقعات ودور سلوك المستثمرين. ولم تتوقف تأثيرات هذه الأزمة على البنوك أو النظام المالي فقط بل تعدته إلى الاقتصاد الحقيقي، وما ترتب عنه من تراجع معدلات النمو الاقتصادي، وانخفاض الطلب على المواد الأولية الأساسية وتعرض عدد كبير من المؤسسات المالية والشركات للإفلاس، ومن ثم تفاقم مشكل البطالة من خلال تسريح عدد كبير من العمال وخاصة في كبريات الشركات، وارتفاع مستوى الفقر.

وأمام خطورة الأزمة، أسرع معظم الدول وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية إلى اتخاذ الإجراءات اللازمة لاحتواء الأزمة والحد من توسعها. وقد كان هناك اتفاق على ضرورة التحرك السريع لإنقاذ العالم من الأزمة، رغم الاختلاف في طرق وسياسات التدخل. كما أن جميع الحلول التي اقترحت كانت حلول مؤقتة بالنظر إلى عمق الأزمة وشدتها، إذ لم يكن بالإمكان القضاء عليها من خلال تخفيض معدل الفائدة، فهو ضروري لكن غير كاف، أو من خلال ضخ السيولة أو برامج إصلاح محدودة، بل كان الخروج من هذه الأزمة يتطلب وضع حد للعوامل التي أدت إلى تفجيرها من خلال إعادة النظر في طبيعة وهيكل النظام المالي الدولي القائم على الرأسمالية الليبرالية.



الفصل الخامس:

أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية
دراسة قياسية للفترة (1998 - 2008)

الفصل الخامس: أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

دراسة قياسية للفترة (1998-2008)

يتطلب بناء النموذج أو النماذج المفسرة للقياس تحديدا واضحا للظاهرة المراد تفسيرها أو التنبؤ بها، وكذا تحديد العوامل التي لها دور في تفسيرها، وينطوي هذا التحديد على القيام بعملية "تجريد" للظاهرة محل الاهتمام عن غيرها من الظواهر التي قد تتشابه معها أو ترتبط بها، إلى جانب استيعاب بعض العوامل التي لا تؤثر إلا تأثيرا محدودا عليها وصولا إلى جوهر الظاهرة وتحديد أهم المتغيرات الحاكمة لسلوكها. وعملية التجريد أو التبسيط هذه تكون مرغوبة طالما أنها لا تخل بشيء جوهري في الظاهرة.¹

ولغرض بناء نموذج قياسي للأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، يهدف إلى تقديم تفسير كمي للأزمة وتحديد أهم الأسباب المباشرة التي أدت إلى حدوثها انطلاقا من التوسع في منح الائتمان العقاري وصولا إلى انفجار الفقاعة في قطاع العقار، دون التطرق إلى أسباب انتشار هذه الأزمة من القطاع المصرفي إلى الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية ومنها إلى باقي البنوك والأسواق المالية الدولية وتحولها إلى أزمة مالية عالمية، تم صياغة نموذج مكون من ثلاث معادلات سلوكية.

وعموما يمر أي نموذج قياسي بأربعة مراحل أساسية وهي:²

- المرحلة الأولى تتمثل في تعيين النموذج "Specification of the Model" أو كما تسمى بمرحلة إعداد الفروض.
- المرحلة الثانية وهي مرحلة تقدير معلمات النموذج "Estimation of the Model" أو مرحلة اختبار الفروض.
- المرحلة الثالثة وتتمثل في تقييم معلمات النموذج "Evaluation of the Estimâtes".
- المرحلة الرابعة تتمثل في اختبار صلاحية النموذج "Validity of the Model" ومقدرته على التنبؤ بالسلوك المستقبلي للظاهرة الاقتصادية محل الدراسة.

ولعل الاهتمام في هذه الدراسة يخص تحديد العلاقة بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة والتفاعل فيما بينها، وقياس تأثير كل متغير على المتغيرات الأخرى ودوره في إحداث الأزمة. وتغطي هذه الدراسة الفترة (1998-2008)، لأنه انطلاقا من سنة 1998 انتهجت الولايات المتحدة العديد من السياسات، كما تتابعت العديد من الأحداث التي تفاعلت فيما بينها لتنتهي في النهاية بحدوث الأزمة. فقد شهدت الولايات

¹. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، (الإسكندرية: دار الجامعة للنشر، 2000)، ص. 15.

². المرجع نفسه، ص. 15.

المتحدة الأمريكية تشجعا على مديونية العائلات تحت رئاسة "بيل كلينتون" انطلاقا من سنة 1998، قبل أن تنفجر فعليا مع رئاسة "جورج فلوكر بوش" سنة 2001. كما تعود الأزمة إلى أكتوبر 1999، حينما أصدر الكونغرس الأمريكي الخاضع لسيطرة الجمهوريين تشريعا بإلغاء ما تبقى من قيود صارمة كانت مفروضة على نظام المال الأمريكي منذ سنوات الكساد العظيم في الثلاثينيات من القرن العشرين، ونظرا لغياب تلك الرقابة الصارمة تتابعت الأزمات. كما كان لأزمة قطاع تكنولوجيا المعلومات وشركات الإنترنت أو ما يسمى "فقاعة الإنترنت" سنة 2000 وتدني معدلات العائد على الاستثمار في القطاعات البديلة لقطاع تكنولوجيا المعلومات، وكذلك سياسة التحفيز التي انتهجتها الحكومة الأمريكية لتشجيع المواطنين الأمريكيين على شراء العقارات خاصة من خلال تخفيض معدلات الفائدة، دورا كبيرا في زيادة الطلب على العقارات بنسبة تجاوزت 100% خلال الفترة (2001-2003)، ولقد أحدثت حالة الازدهار والانتعاش في قطاع العقار تفاؤلا لدى المستثمرين والشركات العقارية أدت، إضافة إلى عوامل أخرى، إلى تشجيع الشركات العقارية والمؤسسات المقرضة على تخفيض معايير الإقراض، هذه الأخيرة كانت أحد الأسباب الرئيسية لنشوء أزمة الرهن العقاري. كما أن عملية التوريق امتدت لتشمل قروض الرهن العقاري عالية المخاطر انطلاقا من منتصف التسعينيات وتزايدت انطلاقا من سنة 2000.

المبحث الأول: تعيين نموذج أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية

يقصد بتعيين النموذج صياغة العلاقات الاقتصادية محل البحث في صورة رياضية حتى يمكن قياس معالمها باستخدام ما يسمى بالطرق القياسية¹. وذلك من خلال تحديد المتغيرات المستقلة والتابعة الداخلة في النموذج الاقتصادي القياسي، من خلال إسقاط منطق القاعدة النظرية، والتوقع النظري المسبق بإشارات وحجم المعلمات المقدرة، هذا فضلا عن شكل النموذج (معادلة فردية أو معادلات آنية). ومن خلال دراستنا لأزمة الرهن العقاري تم صياغة العلاقات الاقتصادية لمتغير الأزمة خلال فترة الدراسة في صورة ثلاث معادلات رياضية سلوكية تتمثل في: معادلة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات ومعادلة العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، إضافة إلى معادلة أسعار المنازل. والصياغة الرياضية لمعادلات النموذج تسهل عملية تقدير وتقييم معالم النموذج باستخدام ما يسمى بالطرق القياسية، وتنطوي مرحلة تعيين النموذج على عدة خطوات.

المطلب الأول: تحديد متغيرات النموذج

الخطوة الأولى في تعيين نموذج الأزمة تتمثل في تحديد المتغيرات التي يتضمنها النموذج انطلاقا من قاعدة النظرية الاقتصادية، والمعلومات المتاحة عن متغيرات الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية التي تم التطرق إليها في الفصل الرابع من الدراسة.

¹. النشرة الاقتصادية لمجموعة سامبا المالية، الرياض، المملكة العربية السعودية، (أفريل 2011)، ص. 15.

1. المتغيرات التابعة: المتغيرات الاقتصادية المراد تفسير سلوكها خلال الفترة (1998-2008) من خلال النموذج والتي تعتبر محور عملية البحث تتمثل في:

- حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات ($CIMM_t$): الذي يمثل أهم سبب في تشكل الفقاعة في قطاع العقار.

- معدل العجز عن تسديد القروض العقارية عالية المخاطر ($TDSUB_t$): باعتباره أولى مظاهر الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية.

- أسعار المنازل ($PLOG_t$): وقد تم الاعتماد في ذلك على محددات أسعار العقار السكني في المدن الكبرى، باعتبار أن التقلبات في أسعار المنازل في الولايات المتحدة كانت مرتبطة بأسعارها في هذه المناطق. على عكس الولايات الريفية التي تظهر فيها الأسعار الحقيقية للمنازل استقرارا نسبيا.

2. المتغيرات المفسرة (المستقلة): تنقسم المتغيرات المفسرة إلى ثلاث مجموعات حسب عدد المتغيرات التابعة، حيث أن كل مجموعة تمثل متغيرات تفسيرية لمتغير تابع، آخذين بعين الاعتبار القاعدة النظرية والدراسة التحليلية لأزمة الرهن العقاري، بالإضافة إلى مدى توفر البيانات الخاصة بكل متغير.

* المجموعة الأولى: وتمثل المتغيرات المتحركة في منح قروض الرهن العقاري للعائلات وتتمثل في:

- معدل الفائدة (I_t): يمثل معدل الفائدة ما بين البنوك (ليبور ثلاثة أشهر)، والذي يعتبر متغيرا جوهريا في كل مراحل الأزمة.

- أسعار المنازل للفترة t ($PLOG_t$) وأسعار المنازل للفترة $(t-1)$ ($PLOG_{t-1}$):

ويعكس كل متغير من هذين المتغيرين علاقة التوسع في منح الائتمان العقاري للعائلات بحركة واتجاه أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة الدراسة، حيث وكما تمت الإشارة إليه في الفصل الرابع فإن إمكانية الاقتراض بضمن القيمة المتراكمة للمساكن تسمح للأسر بالاستفادة من ثروتها السكنية، والحصول على المزيد من القروض عند ارتفاع أسعار المنازل. كما تم الاعتماد على أسعار المنازل للفترة $(t-1)$ على أساس أن الاستمرار في منح الائتمان العقاري مرهون بالاستمرار في ارتفاع أسعار المنازل، وأن تراجع أسعار المنازل في الفترة $(t-1)$ سيغير سياسة الإقراض مباشرة في الفترة (t) ، ويؤدي إلى تراجع حجم القروض الممنوحة.

- الكتلة النقدية ($M2_t$): حيث أن نقطة الانطلاق في هذه الأزمة تمثلت في وفرة السيولة، التي كان أغلبها خارجيا.

- معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$): حيث أن انخفاض معدلات العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر يسمح بالاستمرار في منح الائتمان العقاري للعائلات.

- حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t): إن إنشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية سهل على المقرضين الحصول على التمويل عبر الأسواق الرأسمالية ومن ثم تقديم المزيد من القروض للعائلات.

- *المجموعة الثانية: وتمثل المتغيرات المفسرة لعجز العائلات عن تسديد القروض العقارية عالية المخاطر وهي:
- معدل الفائدة للفترة (t-1) $(I_{t-1})^*$: تم استخدام معدل الفائدة للفترة (t-1)، وهو ما يعني أن أثر التغير في معدل الفائدة في الفترة (t) ينعكس على قدرة العائلات على تسديد التزاماتها في الفترة للاحقة (t+1).
 - أسعار المنازل $(PLOG_t)$: فقد كان لأسعار المنازل علاقة كبيرة بتفاقم حالات التخلف عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، حيث أن أسعار المنازل تراجعت إلى أقل من قيمة القروض التي تعتبر هذه المنازل كضمانات لها.
 - معدل التضخم (IN_t) : إن الانخفاض في معدلات التضخم دفع البنك المركزي للولايات المتحدة الأمريكية بخفض مؤشر أسعار فائدة الإقراض بين البنوك، ومن ثم فإن الارتفاع في معدلات التضخم من شأنه رفع معدلات الفائدة وبالتالي زيادة حالات العجز عن السداد.
 - معدل البطالة (TC_t) : إن قروض الرهن العقاري عالية المخاطر منحت دون تحري السمعة الائتمانية للمقترضين، وقد استفاد منها أساسا أشخاص عديمي الدخل أو الأشخاص ذوي الدخل المنخفض.
 - معدل نمو الناتج الداخلي الخام (PIB_t) : وقد تم الاعتماد على الناتج المحلي الإجمالي على اعتبار أن نموه يعكس نمواً في نصيب الفرد من إجمالي الناتج الداخلي الخام.
- بالنسبة لكل من معدل البطالة ومعدل نمو الناتج الداخلي الخام تم الاعتماد عليهما كمتغيرين مفسرين لعجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر وهما يعكسان بعض الجوانب الاجتماعية للأزمة.
- *المجموعة الثالثة: وتمثل المتغيرات المتحركة في حركة واتجاه أسعار المنازل خلال فترة الدراسة وهي:
- معدل الفائدة (I_t) : حيث يعتبر معدل الفائدة سببا جوهريا في تشكل الفقاعة في قطاع العقار من جهة، وفي تراجع أسعار المنازل وانفجار الفقاعة العقارية من جهة أخرى.
 - معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر $(TDSUB_t)$: لقد اعتبر تخلف العائلات عن سداد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر أولى ملامح الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وسببا مباشرا في التراجع الكبير في أسعار المنازل والتي انتهت بانفجار الفقاعة في قطاع العقار.
 - معدل التضخم (IN_t) : لمعدل التضخم علاقة وتأثير مباشر على مختلف الأسعار السائدة في السوق ومن بينها أسعار العقارات.

* تمت عملية التقدير باستخدام معدل الفائدة لسنة القياس (t) وتم التوصل إلى أن العلاقة بين معدل الفائدة ومعدل العجز عن سداد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر علاقة عكسية، وهو ما يتناقض تماما مع منطوق القاعدة النظرية. كما تم الاعتماد في ذلك أيضا على دراسة "Jean-Marc Lucas" الذي ربط فيها معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري بمعدل الفائدة للفترة (t-1)، أنظر في ذلك

- عدد المنازل المعروضة للبيع (OF_t): تم الاعتماد على المنازل المعروضة للبيع كمتغير مفسر لحركة أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية، لأن أي زيادة في حجم المعروض بدون أن يقابله زيادة في الطلب على المنازل سيؤدي بالضرورة إلى تراجع في أسعارها، وهو ما ميز أزمة الرهن العقاري، حيث كان هناك توجه كبير نحو إعادة بيع المنازل المرهونة الشيء الذي زاد من حدة الانخفاض في أسعار المنازل.

- أسعار المنازل للفترة ($t-1$) ($PLOG_{t-1}$): تم الاعتماد على أسعار المنازل للفترة ($t-1$) كمتغير مفسر لحركة أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية باعتباره كمؤشر يسمح بالتعرف على اتجاه أسعار المنازل في الفترة (t).

- حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t): فآلية توريق قروض الرهن العقاري سمحت للبنوك بالحصول على السيولة اللازمة لمتابعة نشاطها الإقراضي، ومن ثم تشجيع العائلات على شراء المنازل والتأثير على أسعارها.

وتجدر الإشارة إلى أن العمل بهذه المجموعات كمتغيرات مفسرة لسلوك الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل كلي أو جزئي يتوقف على نتائج التقدير، بمعنى أن المتغير التابع قد يأخذ المتغيرات المفسرة أو بعضها حسب الأهمية التي تظهرها نتائج تقدير النموذج. بالإضافة إلى ذلك، فإن بعض المتغيرات التفسيرية هي متغيرات داخلية في نفس الوقت بالنسبة للنموذج.

المطلب الثاني: تحديد الشكل الرياضي للنموذج

بعد تحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المفسرة للأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، يتعين في هذه المرحلة تحديد الأشكال الرياضية للمعادلات السلوكية التي يحتوي عليها نموذج الأزمة. وهنا سيتم طرح بديلين في إعداد شكل النموذج وهما الشكل الخطي والشكل غير الخطي. وسيتم تحديد الشكل الرياضي المناسب لمعادلات النموذج من خلال دراسة انتشار البيانات الفعلية للمتغيرات المفسرة ونتائج التقدير.

1. تحديد الشكل الخطي للنموذج: يتكون نموذج الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية من ثلاث معادلات سلوكية وهي:

أ. معادلة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات: تكون هذه المعادلة خطية وتأخذ الشكل التالي:

$$CIM_t = \alpha_1 + \alpha_2 I_t + \alpha_3 PLOG_t + \alpha_4 M2_t + \alpha_5 TDSUB_t + \alpha_6 PLOG_{t-1} + \alpha_7 MBS_t + \varepsilon_t \quad ..(1)$$

حيث أن: α_i تمثل معالم معادلة قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات وتفسر كالتالي:

α_1 : تعكس تأثير جميع المتغيرات التفسيرية التي لم تؤخذ بعين الاعتبار في الدالة، كإفصاح الإفصاح عن المعلومات، الخطر المعنوي، غياب الرقابة على الجهاز المصرفي، الفساد المالي والإداري وعدم مراعاة قواعد الحوكمة في البنوك.

α_2 : تمثل مقدار التغيير في حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات عند تغير معدل الفائدة بوحدة مئوية واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة حتى تبين الأثر السلبي لمعدل الفائدة على حجم الائتمان العقاري.

α_3 : تمثل مقدار التغيير في حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات عند التغيير في أسعار المنازل بوحدة واحدة، وحسب القاعدة النظرية والدراسة التحليلية لأزمة الرهن العقاري تكون إشارتها موجبة.

α_4 : تمثل مقدار التغيير في حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات عند التغيير في حجم الكتلة النقدية بوحدة واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

α_5 : تمثل مقدار التغيير في حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات عند التغيير في معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بوحدة مئوية واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة.

α_6 : تمثل مقدار التغيير في حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات عند التغيير في أسعار المنازل للفترة (t-1) بوحدة واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

α_7 : تمثل مقدار التغيير في حجم القروض العقارية الممنوحة للعائلات عند التغيير في حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري بوحدة واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

ε_t : تمثل المتغير أو الخطأ العشوائي.

ب. معادلة العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر: تأخذ المعادلة الشكل الخطي التالي:

$$TDSUB_t = \beta_1 + \beta_2 I_{t-1} + \beta_3 PLOG_t + \beta_4 TC_t + \beta_5 PIB_t + \beta_6 IN_t + \varepsilon_t \dots (2)$$

حيث أن: β_i تمثل معالم معادلة العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر وتفسر كالتالي:

β_1 : تعكس تأثير جميع المتغيرات التفسيرية التي لم تؤخذ بعين الاعتبار في الدالة، كإفصاح عن المعلومات، الخطر المعنوي وغياب الرقابة على الجهاز المصرفي، والفساد المالي والإداري وعدم مراعاة قواعد الحوكمة في البنوك.

β_2 : تمثل مقدار التغيير في معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر عندما يتغير معدل الفائدة للفترة (t-1) بوحدة مئوية واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

β_3 : تمثل مقدار التغيير في معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر عند التغيير في أسعار المنازل بوحدة واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة.

β_4 : تمثل مقدار التغيير في معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر عندما يتغير معدل البطالة بوحدة مئوية واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

β_5 : تمثل مقدار التغيير في معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر عندما يتغير معدل نمو الناتج الداخلي الخام بوحدة مئوية واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة.

β_6 : تمثل مقدار التغير في معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر عندما يتغير معدل التضخم بوحدة مئوية واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

ε_t : تمثل المتغير أو الخطأ العشوائي.

ج. معادلة أسعار المنازل: تأخذ المعادلة الشكل الخطي التالي:

$$PLOG_t = \lambda_1 + \lambda_2 I_t + \lambda_3 TDSUB_t + \lambda_4 IN_t + \lambda_5 OF_t + \lambda_6 MBS_t + \lambda_7 PLOG_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots (3)$$

حيث أن: λ_i تمثل معالم معادلة أسعار المنازل وتفسر كالتالي:

λ_1 : تعكس تأثير جميع المتغيرات التفسيرية التي لم تؤخذ بعين الاعتبار في الدالة، كدور وكالات التصنيف الائتماني وتكاليف البناء.

λ_2 : تمثل مقدار التغير في أسعار المنازل عندما يتغير معدل الفائدة بوحدة واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة.

λ_3 : تمثل مقدار التغير في أسعار المنازل عندما يتغير معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بوحدة واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة.

λ_4 : تمثل مقدار التغير في أسعار المنازل عند التغير في معدل التضخم بوحدة واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

λ_5 : تمثل مقدار التغير في أسعار المنازل عند التغير في عدد المنازل المعروضة للبيع بوحدة واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة.

λ_6 : تمثل مقدار التغير في أسعار المنازل عندما يتغير حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري بوحدة واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

α_7 : تمثل مقدار التغير في أسعار المنازل في الفترة (t) الناتج عن التغير في أسعارها في الفترة (t-1) بوحدة واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

ε_t : تمثل المتغير أو الخطأ العشوائي.

وبالتالي يكون الشكل العام للنموذج كما يلي:

$$\begin{cases} CIM_t = \alpha_1 + \alpha_2 I_t + \alpha_3 PLOG_t + \alpha_4 M2_t + \alpha_5 TDSUB_t + \alpha_6 PLOG_{t-1} + \alpha_7 MBS_t + \varepsilon_t \\ TDSUB_t = \beta_1 + \beta_2 I_{t-1} + \beta_3 PLOG_t + \beta_4 TC_t + \beta_5 PIB_t + \beta_6 IN_t + \varepsilon_t \\ PLOG_t = \lambda_1 + \lambda_2 I_t + \lambda_3 TDSUB_t + \lambda_4 IN_t + \lambda_5 OF_t + \lambda_6 MBS_t + \lambda_7 PLOG_{t-1} + \varepsilon_t \end{cases}$$

2. تحديد الشكل غير الخطي للنموذج: يتكون نموذج الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية من ثلاث معادلات سلوكية غير خطية.

أ. معادلة حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات: تأخذ المعادلة الشكل اللوغاريتمي التالي:

$$\text{LnCIM}_t = \alpha_1 + \alpha_2 \text{LnI}_t + \alpha_3 \text{LnPLOG}_t + \alpha_4 \text{LnM2}_t + \alpha_5 \text{LnTDSUB}_t + \alpha_6 \text{LnPLOG}_{t-1} + \alpha_7 \text{LnMBS}_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

حيث أن: α_i تمثل معالم معادلة قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات وتفسر كالتالي:

α_1 : تعكس تأثير جميع المتغيرات التفسيرية التي لم تؤخذ بعين الاعتبار في الدالة، كدور وكالات التصنيف، انعدام الشفافية والإفصاح عن المعلومات، الخطر المعنوي وغياب الرقابة على الجهاز المصرفي، الفساد الإداري وعدم مراعاة قواعد الحوكمة المصرفية.

α_2 : تمثل مقدار التغيير في حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات عندما يتغير معدل الفائدة للفترة (t-1) ب 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة.

α_3 : تمثل نسبة التغيير في حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات عند التغيير في أسعار المنازل ب 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

α_4 : تمثل نسبة التغيير في حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات عند التغيير في حجم الكتلة النقدية ب 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

α_5 : تمثل نسبة التغيير في حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات عند التغيير في معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ب 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة.

α_6 : تمثل نسبة التغيير في حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات عند التغيير في أسعار المنازل للفترة (t-1) ب 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

α_7 : تمثل نسبة التغيير في حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات عند التغيير في حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري ب 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

ε_t : تمثل المتغير أو الخطأ العشوائي.

ب. معادلة العجز عن تسديد القروض العقارية عالية المخاطر: تأخذ المعادلة الشكل اللوغاريتمي التالي:

$$\text{LnTDSUB}_t = \beta_1 + \beta_2 \text{LnI}_{t-1} + \beta_3 \text{LnPLOG}_t + \beta_4 \text{LnTC}_t + \beta_5 \text{LnPIB}_t + \beta_6 \text{LnIN} + \varepsilon_t \quad \dots (5)$$

حيث أن: β_i تمثل معالم معادلة العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر وتفسر كالتالي:

β_1 : تعكس نسبة تأثير جميع المتغيرات التفسيرية التي لم تؤخذ بعين الاعتبار في الدالة، كإفصاح عن المعلومات، الخطر المعنوي وغياب الرقابة على الجهاز المصرفي، وغيرها من المتغيرات التي تم ذكرها في الجانب النظري.

β_2 : تمثل نسبة التغير في معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عندما يتغير معدل الفائدة للفترة (t-1) ب 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

β_3 : تمثل نسبة التغير في معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عند التغير في أسعار المنازل ب 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة.

β_4 : تمثل نسبة التغير في معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عندما يتغير معدل البطالة ب 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

β_5 : تمثل نسبة التغير في معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عند التغير في معدل نمو الناتج الداخلي الخام ب 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة.

β_6 : تمثل مقدار التغير في معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عندما يتغير معدل التضخم بوحدة مئوية واحدة، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

ε_t : تمثل المتغير أو الخطأ العشوائي.

ج. معادلة أسعار المنازل: تأخذ المعادلة الشكل اللوغاريتمي التالي:

$$\ln PLOG_t = \lambda_1 + \lambda_2 \ln I_t + \lambda_3 \ln TDSUB_t + \lambda_4 \ln IN_t + \lambda_5 \ln OF_t + \lambda_6 \ln MBS_t + \ln PLOG_{t-1} + \varepsilon_t \quad ..(6)$$

حيث أن: λ_i تمثل معالم معادلة أسعار المنازل وتفسر كالتالي:

λ_1 : تعكس نسبة تأثير جميع المتغيرات التفسيرية التي لم تؤخذ بعين الاعتبار في الدالة، كدور وكالات التصنيف، وتكاليف البناء.

λ_2 : تمثل نسبة التغير في أسعار المنازل عندما يتغير معدل الفائدة ب 1%، وتكون إشارتها سالبة.

λ_3 : تمثل نسبة التغير في أسعار المنازل عند التغير في معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ب 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة.

λ_4 : تمثل نسبة التغير في أسعار المنازل عندما يتغير معدل التضخم ب 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

λ_5 : تمثل نسبة التغير في أسعار المنازل عندما يتغير عدد المنازل المعروضة للبيع ب 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة.

λ_6 : تمثل نسبة التغير في أسعار المنازل عند التغير في حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري بـ 1%، وتكون إشارتها موجبة.

λ_7 . تمثل مقدار التغير في أسعار المنازل في الفترة (t) عندما تتغير أسعار المنازل في الفترة (t-1) بـ 1%، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.
 ε : تمثل المتغير أو الخطأ العشوائي.

المبحث الثاني: تقدير نموذج الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية

بعد صياغة الشكل الرياضي لعلاقات نموذج الأزمة وتحديد طبيعة إشارات المعلمات من منطق القاعدة النظرية ودراستنا لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، تأتي مرحلة القياس وتمثل في تقدير معلمات النموذج، وسيتم الاعتماد في عملية التقدير على بيانات فعلية تتعلق بمتغيرات النموذج وعلى طرق قياسية تستخدم في عملية التقدير وتسمى بـ "المقدرات" "Estimators"، وتتضمن هذه المرحلة أربعة خطوات أساسية:

المطلب الأول: تجميع البيانات

تم جمع البيانات المتعلقة بكل المتغيرات التي يتضمنها نموذج الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية والذي هو بصدد الإعداد من مصادر مختلفة وأهمها بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، صندوق النقد الدولي، البنك الدولي، بنك كندا. وهذه البيانات هي بيانات سلسلة زمنية. والجدول رقم (21) يبين قيم المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة في نموذج أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1998-2008) بالأسعار الجارية.

الجدول رقم 21

قيم متغيرات نموذج أزمة الرهن العقاري بالأسعار الجارية للفترة (1998-2008)

السنة	فروض الرهن العقاري للعائلات (CIM _t) (نسبة التغير السنوي)	عدد المنازل المعروضة للبيع (OF _t) (نسبة التغير السنوي)	معدل البطالة (%) (TC _t)	معدل الفائدة مابين البنوك (%) (I _t)	معدل الفائدة مابين البنوك للفترة t-1 (%) (I _{t-1})	معدل العجز عن سداد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر (TDSUB _t) (% من إجمالي قروض الرهن العقاري)	معدل التضخم (نسبة التغير السنوي) (IN _t)	أسعار المنازل (نسبة التغير السنوي) (PLOG _t)	أسعار المنازل للفترة t-1 (نسبة التغير السنوي) (PILOG _{t-1})	معدل نمو الناتج الداخلي الخام (%) (PIB _t)	حجم الكتلة النقدية (M2 _t) (نسبة التغير السنوي)	حجم الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري (MBS _t) (مليون دولار)
1998	7,86	6,03	4,50	5,56	5,74	4,91	1,50	5,10	3,5	1,55	15,99	41852801,8
1999	9,95	43,34	4,20	5,41	5,56	6,69	2,20	4,80	5,1	2,2	7,38	53919396,5
2000	9,20	-13,71	4,00	6,53	5,41	7,72	3,40	6,50	4,8	3,4	5,99	59677024,5
2001	10,32	10,88	4,80	3,77	6,53	10,78	2,80	7,70	6,5	0,8	8,73	49874500,8
2002	12,12	-34,19	5,80	1,79	3,77	11,71	1,60	6,40	7,7	1,6	7,54	50239195,2
2003	13,36	2,15	6,00	1,21	1,79	9,56	2,30	6,30	6,4	2,5	6,87	46160837,4
2004	13,40	2,91	5,50	1,61	1,21	6,94	2,70	9,50	6,3	3,6	4,67	48591999,2
2005	13,62	45,63	5,10	3,55	1,61	5,94	3,40	11,50	9,5	2,9	4,25	53558104,5
2006	13,12	-23,73	4,60	5,19	3,55	6,75	3,20	7,50	11,5	2,8	5,25	50341795,3
2007	7,97	-0,37	4,60	5,30	5,19	10,85	2,90	2,20	7,5	2	6,30	45381089
2008	2,06	0,94	5,80	2,91	5,3	19,23	4,30	-2,50	2,2	1,1	7,11	49028879,6

المصدر: تم إعداد الجدول من طرف الباحثة بالاعتماد على:

- International Monetary Fund, [World Economic Outlook Database, April 2009](#)
- Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, N° 84. Novembre 2008
- Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, N° 88. 2010
- Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections SUR http://www.oecd-ilibrary.org/economics/prix-du-logement-2009_20743858-2009-table17
- Document de travail du département des affaires économiques de l'OCDE. N° 475 . 2006.
- Base de données des comptes nationaux des pays de l'OCDE
- <http://www.oecd.org/dataoecd/37/50/37416655.xls>
- Fédéral Reserve.
- <http://www.economagic.com/>
- Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP Paribas. www.bnpparibas.com

المطلب الثاني: اختيار الطريقة المناسبة للقياس

توجد العديد من الطرق المساعدة في قياس العلاقات الاقتصادية التي يحتوي عليها النموذج ومن أهمها طرق المعادلة الواحدة والتي تطبق على كل معادلة من معادلات النموذج على حده، والمتكونة من متغير داخلي أو تابع واحد، ومتغير خارجي أو مفسر واحد أو أكثر. وهذه النماذج الأحادية تستعين بطريقة المربعات الصغرى العادية في إيجاد مقدرات النموذج. وهي بذلك تتميز بعدم وجود اعتماد متبادل بين المتغيرات المفسرة والتابعة، ولا بين المتغيرات المفسرة ذاتها أو التابعة ذاتها. ومثل هذه النماذج تعكس علاقات أحادية الجانب دون أن يكون بينها ارتباط متبادل. غير أن الظواهر الاقتصادية لا تكون دائما بهذه البساطة، فعادة ما تتميز هذه الظواهر بالتعقيد والتشابك والعلاقات المتبادلة التي يصبح من المستحيل وصفها وتحليلها باستخدام معادلة واحدة، وهنا يتم اللجوء إلى ما يعرف بالنماذج ذات المعادلات المتعددة.¹ وتتضمن نماذج المعادلات المتعددة أنواع مختلفة من المتغيرات أهمها:

- المتغيرات الداخلية Endogenous: وهي متغيرات تتحدد قيمها التوازنية داخل النموذج كما يحتاج التغير فيها إلى تفسير.

- المتغيرات الخارجية Exogenous variables: وهي متغيرات تتحدد قيمها من خارج النموذج.

ونظرا لأن الهدف من إعداد نموذج أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية هو تفسير هذه الأزمة وتحديد مسبباتها، وقياس تأثير كل متغير ودوره في تشكل الفقاعة في قطاع العقار، ولكون هذه الظاهرة ليست بالظاهرة البسيطة، بل هي ظاهرة معقدة ومتشابكة، فإنه لا يمكن تفسيرها بمعادلة واحدة. وعلى هذا الأساس ارتأت الباحثة التعبير عن أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال ثلاث معادلات تشكل لنا نموذج معادلات آنية.

إن نظام المعادلات الآنية هو النظام الذي يكون فيه هناك تأثير للمتغير التابع Y على الأقل على أحد المتغيرات المستقلة بالإضافة إلى التأثير الموجود من المتغيرات المفسرة على المتغير التابع، أي أن التأثير يكون باتجاهين. وعليه فإن الطريقة المناسبة لعملية التقدير هي طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين باعتبارها أفضل طريقة تقدير في هذه الحالة.

وتستخدم طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين في تقدير النماذج أو المعادلات زائدة التعريف. ولما كان من بين المشاكل التي تعاني منها النماذج ذات المعادلات الآنية وجود ارتباط بين المتغيرات التفسيرية والحد العشوائي، والذي يعتبر حرقا لأحد فروض طريقة المربعات الصغرى العادية (لأن مقدرات المربعات الصغرى العادية تكون متحيزة في هذه الحالة)²، فإن طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين تحاول إزالة هذه المشكلة عن طريق إيجاد المتغير الوسيط

¹. وليد إسماعيل السيفو، فيصل مفتاح شلوف، صائب جواد إبراهيم جواد، مشاكل الاقتصاد القياسي التحليلي: التنبؤ والاختبارات القياسية من الدرجة الثانية، (عمان: الأهلية للنشر والتوزيع، 2006)، ص ص. 229-230.

². عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سابق، ص. 557.

(Instrumental Variable) انطلاقاً من الشكل المختزل للمعادلات الذي يحتوي على متغيرات داخلية في الجانب الأيسر والمتغيرات الخارجية في الجانب الأيمن، ويستخدم المتغير الوسيط بدلاً من المتغير التفسيري المرتبط بالحد العشوائي على أن يتوافر في هذا المتغير الوسيط عدد من الخصائص وهي:¹

- أن يكون المتغير الوسيط مرتبطاً ارتباطاً قوياً مع المتغير التفسيري الأصلي حتى يمكن أن يكون ممثلاً عنه أو بديلاً عنه؛
- أن يكون المتغير الوسيط غير مرتبط مع الحد العشوائي.

وإذا تم استبدال المتغير الداخلي الأصلي بالمتغير الوسيط المقابل له والمقدر من خلال الشكل المختزل ليظهر كمتغير مفسر وغير مرتبط بالخطأ العشوائي، فإن ذلك يعني تجنب حرق فرض من فروض طريقة المربعات الصغرى العادية. وهنا يمكن استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في عملية التقدير، بحيث تبقى المتغيرات التابعة هي نفسها المتغيرات الداخلية الأصلية، ويكون التغيير فقط بالنسبة للمتغيرات الداخلية الموجودة في الجانب الأيمن من المعادلات.

1. شروط تطبيق طريقة المربعات الصغرى المزدوجة:

- عندما يكون النموذج ناقص التعريف لا يمكن تقدير واختبار النموذج؛
- عندما يكون النموذج معرف أو زائد التعريف نستطيع تمييز الطريقة المستعملة لكل معادلة حسب نوع التعريف؛
- نستطيع أن نستعمل طريقة المربعات الصغرى أو طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين عندما تكون المعادلة معرفة؛
- وفي حالة كون المعادلة زائدة التعريف يتم استعمال طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين في تقدير النموذج.

2. شروط التعرف:

يمكن التمييز بين المعادلات المعرفة وزائدة التعريف وناقصة التعريف على النحو التالي:²

$g =$ عدد المتغيرات الداخلية في النموذج (أو عدد المعادلات المكونة للنموذج).

$K =$ عدد المتغيرات الخارجية في النموذج.

$g' =$ عدد المتغيرات الداخلية الموجودة في كل معادلة.

$K' =$ عدد المتغيرات الخارجية الموجودة في كل معادلة.

وتكون شروط التعرف كالتالي:

إذا كان $g - 1 < g' + k - k'$ فإن المعادلة ناقصة التعريف.

¹. المرجع نفسه، ص. 557.

² Regis Bourbonnais, **Econométrie**, 4^{ème} Edition (Paris : Dunod, 2002).

إذا كان $k-k'+g-g'=g-1$ فإن المعادلة تامة التعريف (معرفة).

إذا كان $k-k'+g-g'>g-1$ فإن المعادلة زائدة التعريف.

ويمكن تطبيق شروط التعرف على نموذجنا المستعمل في الدراسة كما يلي:

أ. المعادلة الأولى:

المتغيرات الداخلية هي المتغيرات التي يتم تحديدها من خلال نظام المعادلات، إذ أنه إذا حدث تغير في أي منها فإن ذلك سيتبع بتغير في النظام ككل ثم يعود إلى المتغير المسبب. ومتغير قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات لا يعتبر داخلي وذلك لأنه يظهر مره واحدة في النظام ولا يعاد تأثيره مرة أخرى في النظام. لذلك يمكن تقدير هذا النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية.

$$CIM_t = \alpha_1 + \alpha_2 I_t + \alpha_3 PLOG_t + \alpha_4 M2_t + \alpha_5 TDSUB_t + \alpha_6 PIOG_{t-1} + \alpha_7 MBS_t + \varepsilon_t \quad \dots(7)$$

ب. بالنسبة للمعادلة الثانية.

متغير معدل العجز عن سداد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر يظهر مرة كمتغير تابع في المعادلة رقم (8) ومرة كمتغير مفسر في المعادلة رقم (9) والمعادلة رقم (7)، وعليه فهو متغير داخلي يتم تحديده من خلال نظام المعادلات.

$$TDSUB_t = \beta_1 + \beta_2 I_{t-1} + \beta_3 PLOG_t + \beta_4 TC_t + \beta_5 PIB_t + \beta_6 IN_t + \varepsilon_t \quad \dots(8)$$

$$3 = g$$

$$9 = k$$

$$2 = g'$$

$$4 = K'$$

$$g-1 = 2$$

$$k-k'+g-g'=9-4+3-2=6$$

$$k-k'+g-g'=6 > g-1=2$$

وبالتالي فإن المعادلة رقم (8) زائدة التعريف.

ج. بالنسبة للمعادلة الثانية.

متغير أسعار المنازل نجده مرة كمتغير تابع في المعادلة رقم (9) ومرة أخرى كمتغير مفسر في المعادلة رقم (8) والمعادلة رقم (7) وعليه فهو متغير داخلي تتحدد قيمته داخل النظام.

$$PLOG_t = \lambda_1 + \lambda_2 I_t + \lambda_3 TDSUB_t + \lambda_4 IN_t + \lambda_5 OF_t + \lambda_6 MBS_t + \lambda_7 PLOG_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots(9)$$

$$3 = g$$

$$9 = k$$

$$2 = g'$$

$$5=K'$$

$$g-1=2$$

$$k-k'+g-g'=9-5+3-2=5$$

$$k-k'+g-g'=5>g-1=2$$

وبالتالي المعادلة رقم (9) زائدة التعريف.

في نموذجنا المعادلات زائدة التعريف وبالتالي نستطيع استعمال طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين في تقدير واختبار النموذج المكون من المعادلة رقم (8) والمعادلة رقم (9) وهي أحد الطرق الأكثر استعمالاً في الدراسات القياسية.

المطلب الثالث: تحديد الشكل المناسب للنموذج

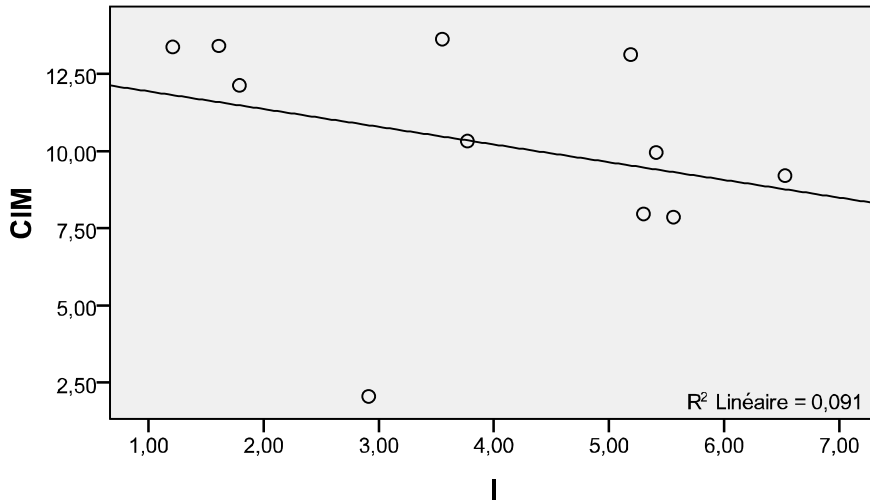
يتوقف اختيار الشكل المناسب للنموذج ما إذا كان خطي أو غير خطي على انتشار البيانات القطاعية وتقدير معالم النموذج، ولقد تم الاعتماد في ذلك على أسلوب الانحدار المتعدد وبمساعدة البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17".

1. انتشار البيانات القطاعية لنموذج قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات: للتأكد من شكل المعادلة السلوكية لحجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات خلال الفترة (1998-2008) لا بد من أخذ فكرة أولية عن انتشار البيانات القطاعية الخاصة بالمتغيرات المقترحة للمعادلة في علاقتها بمتغير قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات وهي: معدل الفائدة (I_t)، أسعار المنازل ($PLOG_t$)، الكتلة النقدية ($M2_t$)، معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$)، حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t) وأسعار المنازل للفترة ($t-1$) ($PLOG_{t-1}$).

- **علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بمعدل الفائدة:** تبرز علاقة حجم الائتمان العقاري الممنوحة للعائلات بتغير معدل الفائدة تأثير السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية في قرارات البنوك الائتمانية. وما يلاحظ من خلال الشكل رقم (39) أن البيانات القطاعية لها اتجاه عام تنازلي خلال فترة الدراسة، وهو ما يؤكد ملائمة الشكل الخطي للعلاقة بين منح قروض الرهن العقاري للعائلات ومعدل الفائدة.

الشكل رقم 39

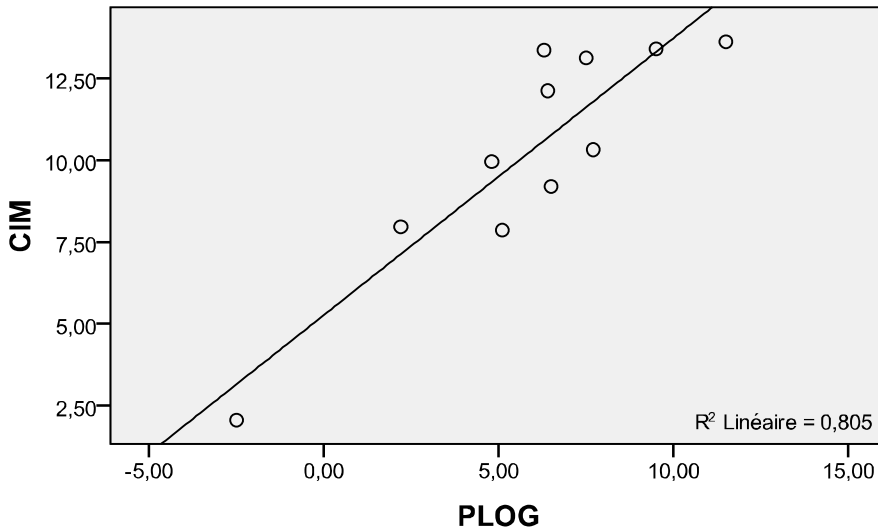
علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بمعدل الفائدة



- علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بأسعار المنازل: ما يلاحظ من الشكل رقم (40) أن انتشار البيانات التقاطعية لها اتجاه عام تصاعدي خلال فترة الدراسة، وهو ما يؤكد ملائمة الشكل الخطي للعلاقة بين حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات وأسعار المنازل.

الشكل رقم 40

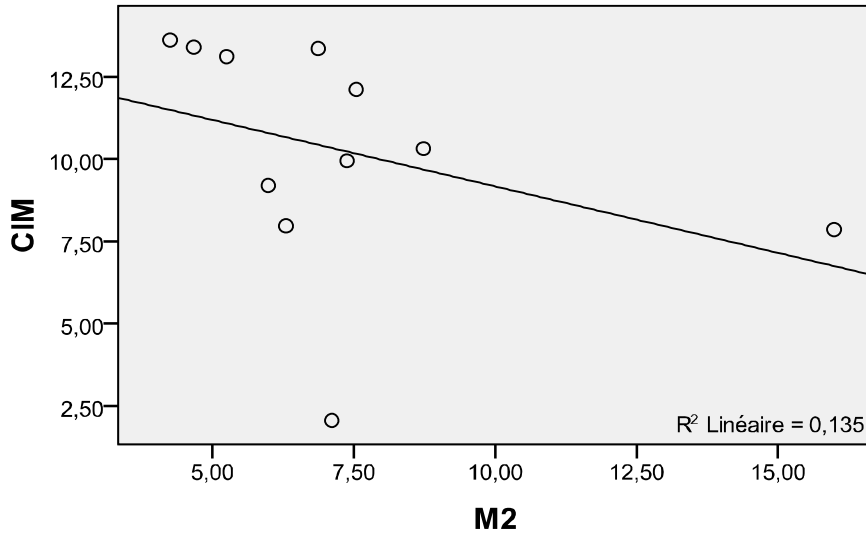
علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بأسعار المنازل



- علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بحجم الكتلة النقدية: ما يلاحظ من الشكل رقم (41) أن البيانات التقاطعية لحجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات وحجم الكتلة النقدية ليس لها اتجاه عام واضح خلال فترة الدراسة، واختيار الشكل الخطي سيكون مؤشرا ضعيفا في تمثيل البيات الفعلية إذا ما أخذت هذه العلاقة بشكل منفرد.

الشكل رقم 41

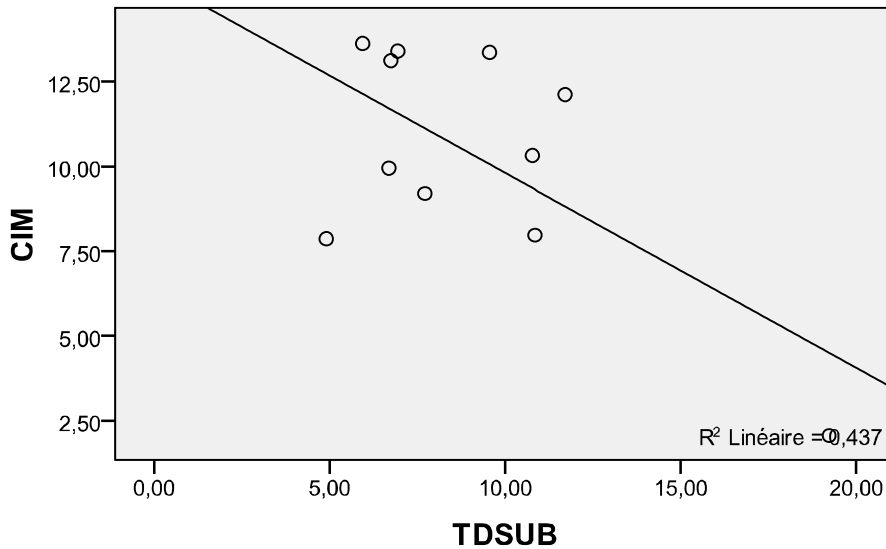
علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بحجم الكتلة النقدية



- علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بمعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر: ما يلاحظ من خلال الشكل رقم (42) أن البيانات التقاطعية لها اتجاه عام تنازلي خلال فترة الدراسة، وهو ما يؤكد أن ارتفاع حالات العجز عن السداد تدفع إلى تراجع حجم الائتمان العقاري، والشكل الخطي هو الشكل الملائم لهذه العلاقة.

الشكل رقم 42

علاقة حجم قروض الرهن العقاري للعائلات بمعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر

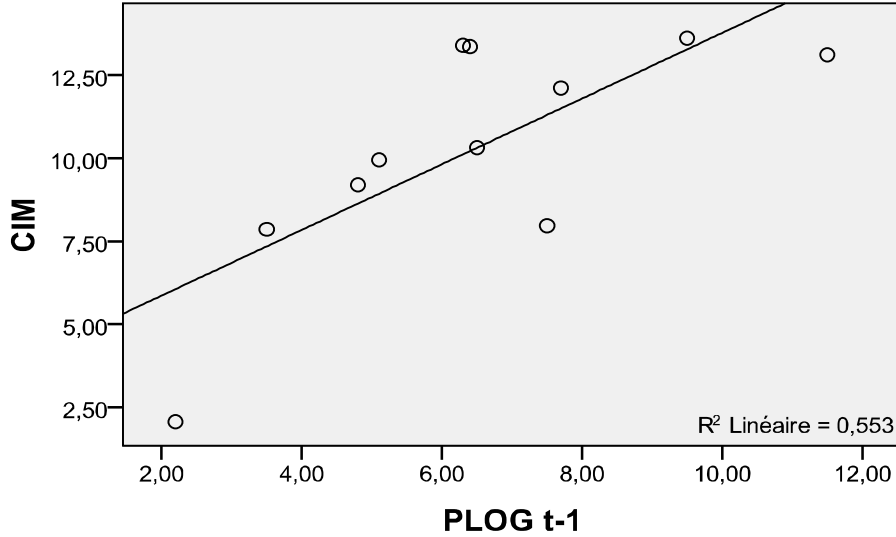


- علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بأسعار المنازل للفترة (t-1): ما يلاحظ على انتشار البيانات القطاعية الخاصة بمتغير حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات وأسعار المنازل للفترة

(t-1) والمبينة في الشكل رقم (43) أن هذه البيانات لها اتجاه عام تصاعدي خلال فترة الدراسة، كما أن تذبذبها فوق وتحت خط الاتجاه العام يؤكد صلاحية الشكل الخطي للعلاقة بين المتغيرين.

الشكل رقم 43

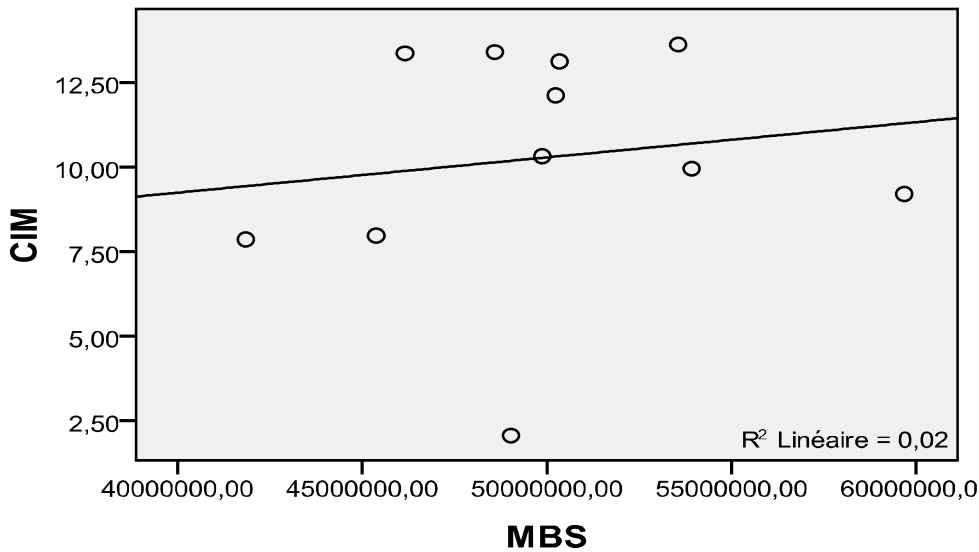
علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بأسعار المنازل للفترة (t-1)



- علاقة الائتمان العقاري بحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t): ما يلاحظ من خلال الشكل رقم (44) أن البيانات التقاطعية لها اتجاه عام خلال فترة الدراسة، وهو ما يؤكد ملائمة الشكل الخطي للعلاقة بين حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات وحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري.

الشكل رقم 44

علاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات بحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري



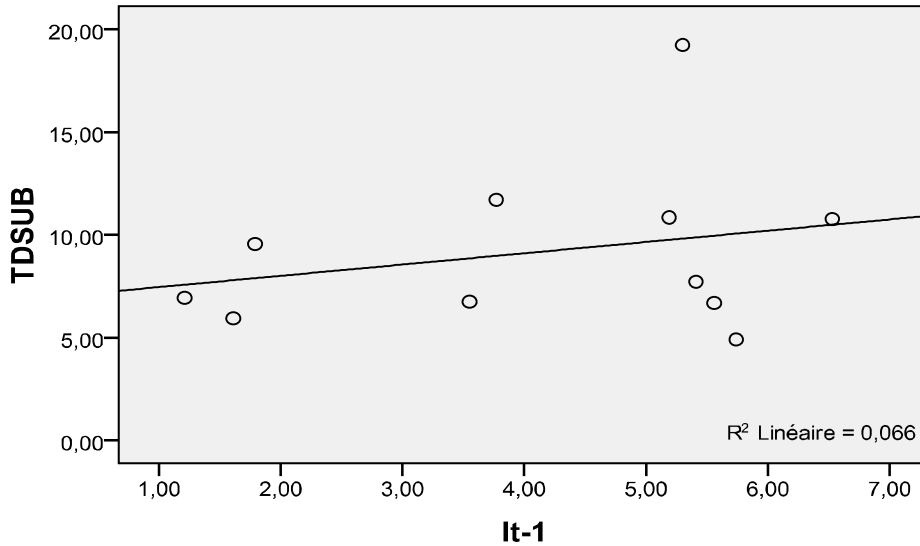
مما سبق يمكن القول أنه قد تم أخذ فكرة أولية عن علاقة الائتمان العقاري الممنوح للعائلات كمتغير تابع بكل متغير مستقل على حده، إلا أن الإشكال لا زال قائماً عند تحديد الشكل الملائم لعلاقة حجم قروض الرهن العقاري الممنوح للعائلات كمتغير تابع بالمتغيرات المستقلة جملة واحداً. وعليه يبقى قبول الشكل الخطي قائماً، ونتائج التقدير هي الفاصل في الشكل النهائي لمعادلة الائتمان العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

2. انتشار البيانات القطاعية لنموذج معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر: للتأكد من شكل المعادلة السلوكية لمعدل العجز عن تسديد القروض العقارية عالية المخاطر لا بد من أخذ فكرة أولية عن انتشار البيانات القطاعية الخاصة بالمتغيرات المقترحة للمعادلة في علاقتها بمتغير العجز عن تسديد القروض العقارية عالية المخاطر خلال فترة الدراسة وهي: معدل الفائدة (I_{t-1}) ، أسعار المنازل $PLOG_t$ ، معدل البطالة (TC_t) ، معدل نمو الناتج الداخلي الخام (PIB_t) ومعدل التضخم (IN_t) .

- علاقة معدل العجز عن السداد بمعدل الفائدة للفترة $(t-1)$: ما يلاحظ على انتشار البيانات القطاعية الخاصة بمتغير معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ومعدل الفائدة والمبينة في الشكل رقم (45) أن هذه البيانات لها اتجاه عام كما أن تذبذبها فوق وتحت خط الاتجاه العام يؤكد صلاحية الشكل الخطي للعلاقة بين المتغيرين.

الشكل رقم 45

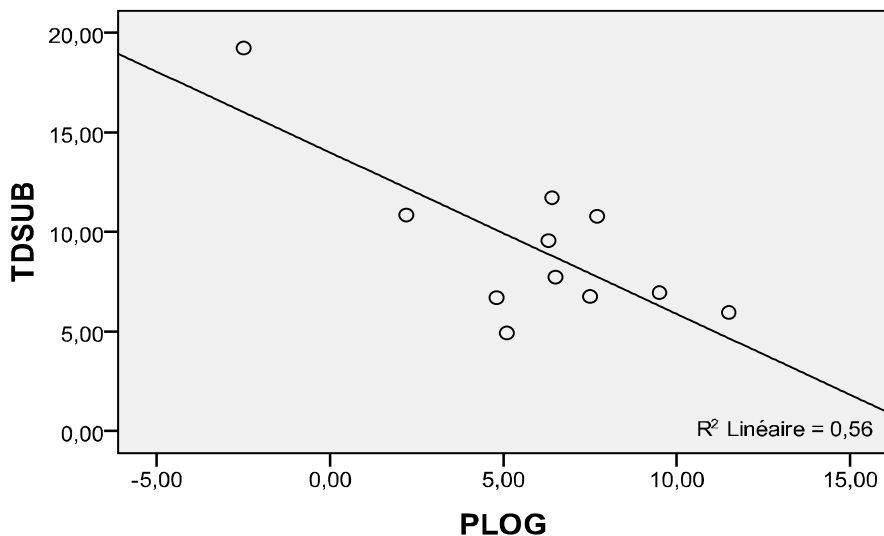
علاقة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بمعدل الفائدة للفترة $(t-1)$



- علاقة معدل العجز عن السداد بأسعار المنازل: ما يلاحظ على انتشار البيانات القطاعية الخاصة بمتغير معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر وأسعار المنازل كما هو مبين في الشكل رقم (46) أن له اتجاه عام واضح، واختيار الشكل الخطي سيكون مؤشراً قوياً في تمثيل البيانات الفعلية إذا ما أخذت هذه العلاقة بشكل منفرد.

الشكل رقم 46

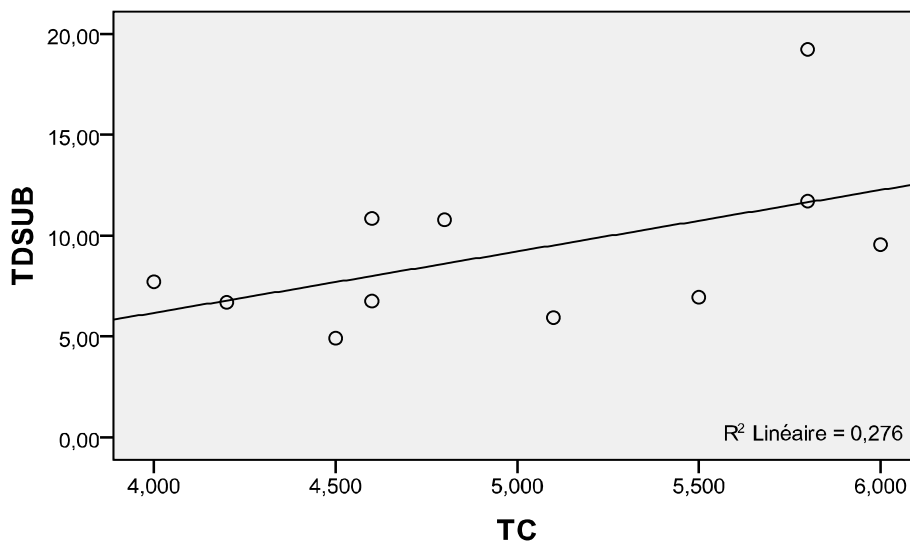
علاقة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بأسعار المنازل



- علاقة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بمعدل البطالة: يظهر الشكل رقم (47) أن انتشار البيانات التقاطعية لمعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر في علاقته بمعدل البطالة يأخذ اتجاه عام واضح، وما يمكن استنتاجه أن الشكل الخطي لهذه العلاقة يكون أفضل من غيره من الأشكال.

الشكل رقم 47

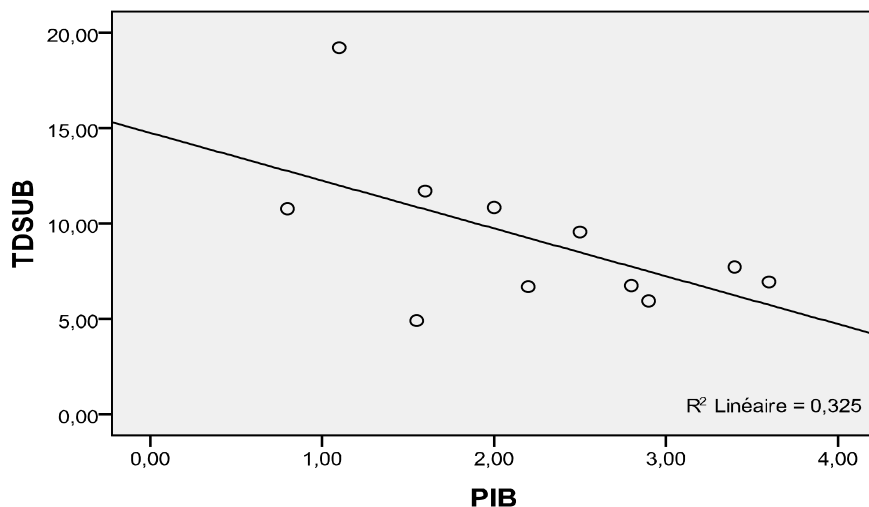
علاقة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بمعدل البطالة



- علاقة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بمعدل نمو الناتج الداخلي الخام (PIB_t): انتشار البيانات التقاطعية كما هو مبين في الشكل رقم (48) له اتجاه عام واضح، حيث تأخذ العلاقة تجاه تنازلي خلال طلية فترة الدراسة، كما يبين وجود قيم فعلية فوق خط الاتجاه العام وأخرى تحت الخط، وهو ما يعطي فكرة أولية عن ملائمة الشكل الخطي للعلاقة بين المتغيرين.

الشكل رقم 48

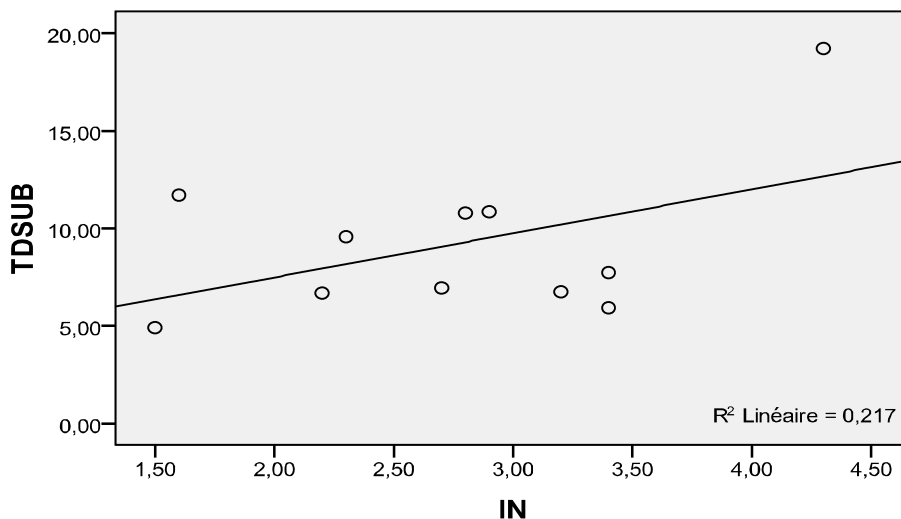
علاقة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بمعدل نمو الناتج الداخلي الخام



- علاقة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بمعدل التضخم: يظهر الشكل رقم (49) انتشار البيانات التقاطعية لمعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر في علاقته بمعدل التضخم، حيث أن لها اتجاه عام واضح خلال فترة الدراسة، كما أن تذبذبها فوق وتحت خط الاتجاه العام يؤكد صلاحية الشكل الخطي للعلاقة بين المتغيرين.

الشكل رقم 49

علاقة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بمعدل التضخم (IN_t)



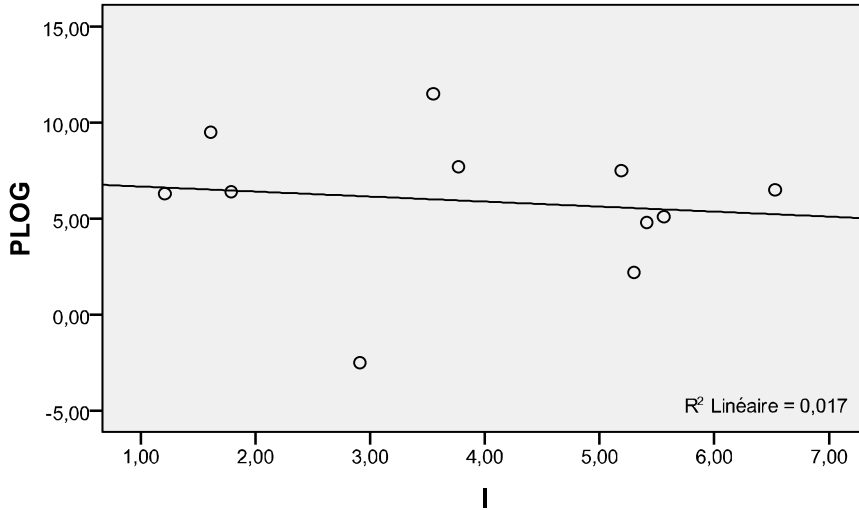
ما يلاحظ من هذه الأشكال أن كل انتشارات البيانات التقاطعية لها اتجاه عام واضح، وهو ما يزيد من أهمية الشكل الخطي للنموذج إذا ما تم أخذ العلاقات بين المتغيرات بشكل انفرادي. وعموما يبقى قبول الشكل الخطي قائما وتبقى نتائج التقدير هي الفاصل في الشكل النهائي لمعادلة العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر.

3. انتشار البيانات التقاطعية لمتغيرات نموذج أسعار المنازل: للتأكد من شكل المعادلة السلوكية لأسعار المنازل خلال فترة الدراسة لا بد من أخذ فكرة أولية عن انتشار البيانات التقاطعية الخاصة بالمتغيرات المقترحة للمعادلة في علاقتها بمتغير أسعار المنازل، وهذه المتغيرات تتمثل في معدل الفائدة (I_t) ، معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر $(TDSUB_{t-1})$ ، معدل التضخم (IN_t) ، عدد المنازل المعروضة للبيع (OF_t) ، حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t) وأسعار المنازل للفترة $(t-1)$ $(PLOG_{t-1})$.

- علاقة أسعار المنازل بمعدل الفائدة: يبين الشكل رقم (50) العلاقة بين أسعار المنازل ومعدل الفائدة خلال فترة الدراسة، وهذه العلاقة تبرز مدى تأثير السياسة النقدية والمصرفية في الولايات المتحدة الأمريكية على قطاع العقار، وما يلاحظ على انتشار البيانات التقاطعية الخاصة بالمتغيرين أنها تتلاءم والشكل الخطي للنموذج.

الشكل رقم 50

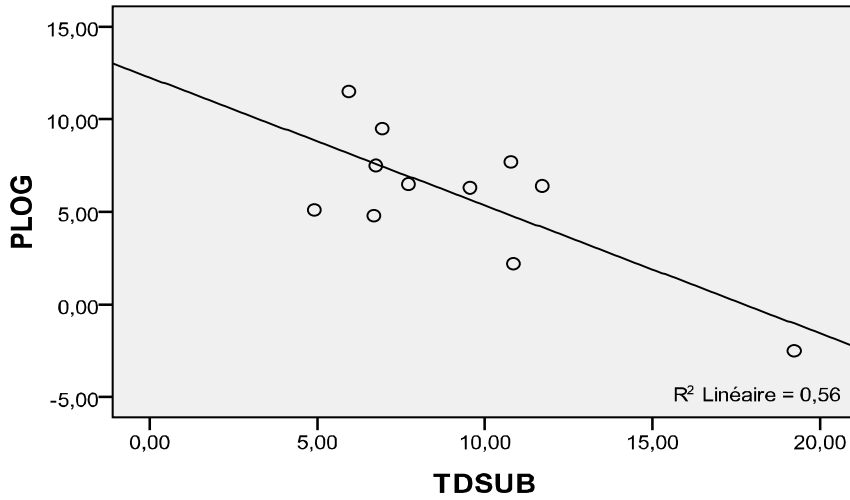
علاقة أسعار المنازل بمعدل الفائدة



- علاقة أسعار المنازل بمعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر: ما يلاحظ على انتشار البيانات القطاعية المبينة في الشكل رقم (51) الاتجاه التنازلي للعلاقة بين متغير أسعار المنازل ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر خلال فترة الدراسة، وهو ما يؤكد ملائمة الشكل الخطي للعلاقة بين المتغيرين.

الشكل رقم 51

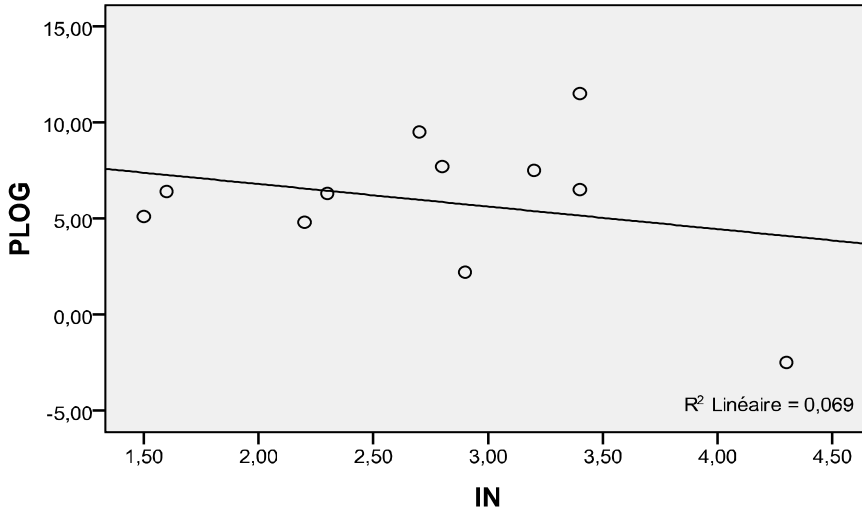
علاقة أسعار المنازل بمعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر



- علاقة أسعار المنازل بمعدل التضخم: يلاحظ على انتشار البيانات القطاعية (الشكل رقم 52) الخاصة بمتغير أسعار المنازل وبتغير معدل التضخم خلال فترة الدراسة أن هذه البيانات لها اتجاه عام واضح، وهو ما يؤكد صلاحية الشكل الخطي للعلاقة بين المتغيرين.

الشكل رقم 52

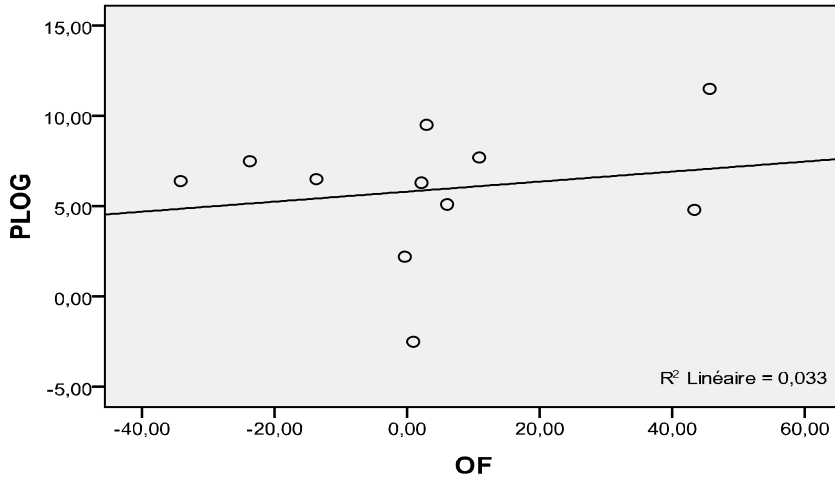
علاقة أسعار المنازل بمعدل التضخم



- علاقة أسعار المنازل بعدد المنازل المعروضة للبيع: يظهر من خلال الشكل رقم (53) أن انتشار البيانات التقاطعية الخاصة بمتغير أسعار المنازل وعدد المنازل المعروضة للبيع له اتجاه عام واضح خلال فترة الدراسة، واختيار الشكل الخطي سيكون مؤشر جيد في تمثيل البيانات الفعلية إذا ما أخذت هذه العلاقة بشكل منفرد.

الشكل رقم 53

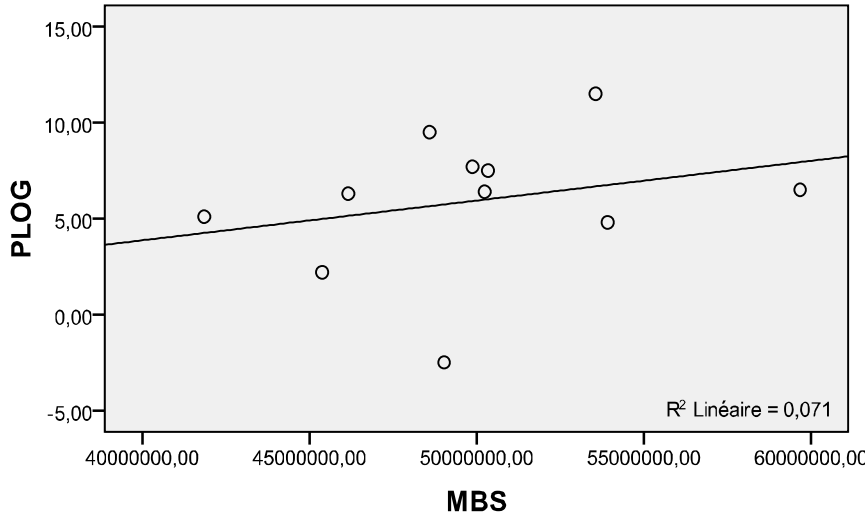
علاقة أسعار المنازل بعدد المنازل المعروضة للبيع



- علاقة أسعار المنازل بحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري: يأخذ انتشار البيانات التقاطعية الفعلية في الشكل رقم (54) اتجاه تصاعدي، وهو ما يعطي فكرة أولية عن ملائمة الشكل الخطي للعلاقة بين المتغيرين.

الشكل رقم 54

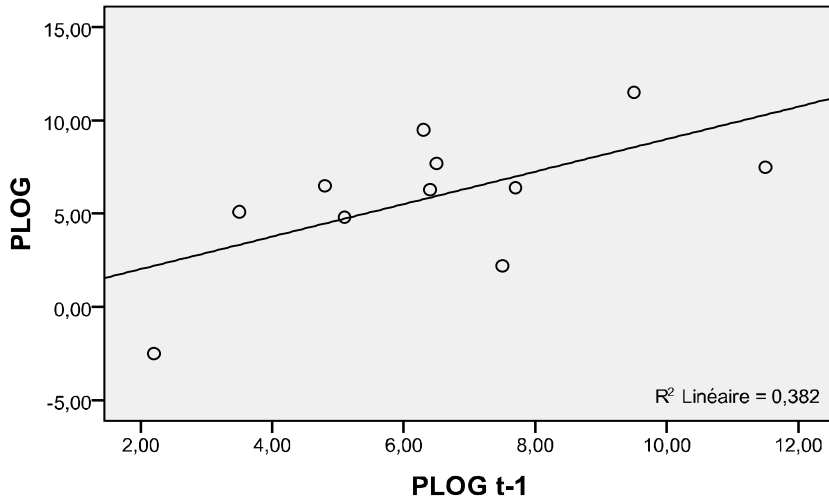
علاقة أسعار المنازل بحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري



- علاقة أسعار المنازل للفترة (t) بأسعار المنازل للفترة (t-1): يأخذ انتشار البيانات التقاطعية الخاصة بمتغير أسعار المنازل للفترة (t) ومتغير أسعار المنازل للفترة (t-1) كما هو مبين في الشكل رقم (55) اتجاه عام تصاعدي خلال فترة الدراسة، وهو ما يؤكد ملائمة الشكل الخطي لهذه العلاقة.

الشكل رقم 55

علاقة أسعار المنازل للفترة (t) بأسعار المنازل للفترة (t-1)



من خلال ما سبق يمكن القول أنه قد تم أخذ فكرة أولية عن علاقة أسعار المنازل كمتغير تابع بكل متغير مستقل على حده، إلا أن الإشكال ما زال قائماً عند تحديد الشكل الملائم لعلاقة أسعار المنازل كمتغير تابع بالمتغيرات المستقلة جملة واحدة. لهذا وكما تمت الإشارة إليه في تحليل سابق لا بد من الاستعانة بنتائج التقدير ومحاولة اختيار النماذج الأكثر ملائمة.

المطلب الرابع: تقدير معاملات نموذج الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1998-2008)

بعد صياغة الشكل الرياضي لعلاقات نموذج الأزمة وتحديد طبيعة إشارات المعلمات من منطق القاعدة النظرية، وبعد أخذ فكرة عن الشكل الذي يمكن أن تأخذه معادلات النموذج تأتي عملية تقدير معاملات النموذج للفترة (1998-2008) باستخدام البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17" وباعتماد طريقة الانحدار الخطي المتعدد واستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين. وكمرحلة أولى يتم أولاً تقدير الشكل المختزل للنموذج.

1. تقدير الشكل المختزل للنموذج:

أ- إيجاد الشكل المختزل للنموذج:

بتعويض متغير أسعار المنازل بما يساويه في المعادلة رقم (8) نحصل على ما يلي:

$$\begin{aligned}
 TDSUB_t &= \beta_1 + \beta_2 I_{t-1} + \beta_3 PLOG_t + \beta_4 TC_t + \beta_5 PIB_t + \varepsilon_t \\
 TDSUB_t &= \beta_1 + \beta_2 I_{t-1} + \beta_3 (\lambda_1 + \lambda_2 I_t + \lambda_3 TDSUB_t + \lambda_4 IN_t + \lambda_5 OF_t + \lambda_6 MBS_t + \lambda_7 PLOG_{t-1} + \varepsilon_t) \\
 &+ \beta_4 TC_t + \beta_5 PIB_t + \varepsilon_t \quad \dots(10) \\
 TDSUB_t &= \mu_1 + \mu_2 I_{t-1} + \mu_3 I_t + \mu_4 IN_t + \mu_5 OF_t + \mu_6 MBS_t + \mu_7 PLOG_{t-1} + \mu_8 TC_t + \mu_9 PIB_t + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

بتعويض متغير معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر بما يساويه في المعادلة رقم (9) نحصل على:

$$\begin{aligned}
 PLOG_t &= \lambda_1 + \lambda_2 I_t + \lambda_3 TDSUB_t + \lambda_4 IN_t + \lambda_5 OF_t + \lambda_6 MBS_t + \lambda_7 PLOG_{t-1} + \varepsilon_t \\
 PLOG_t &= \lambda_1 + \lambda_2 I_t + \lambda_3 (\beta_1 + \beta_2 I_{t-1} + \beta_3 PLOG_t + \beta_4 TC_t + \beta_5 PIB_t + \varepsilon_t) + \lambda_4 IN_t + \lambda_5 OF_t \\
 &+ \lambda_6 MBS_t + \lambda_7 PLOG_{t-1} + \varepsilon_t \\
 PLOG_t &= \gamma_1 + \gamma_2 I_t + \gamma_3 I_{t-1} + \gamma_4 TC_t + \gamma_5 PIB_t + \gamma_6 IN_t + \gamma_7 OF_t + \gamma_8 MBS_t + \gamma_9 PLOG_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots(11)
 \end{aligned}$$

ب- تقدير معادلات الشكل المختزل للنموذج: يتم تقدير معلمات معادلات الشكل المختزل للفترة (1998-2008) باستخدام البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17"، وباعتماد أسلوب الانحدار الخطي المتعدد واستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية. وقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

$$\begin{aligned}
 \hat{TDSUB}_t &= -131,463 + 6,352(I_{t-1}) + 1,321(I_t) + 131,463(IN_t) + 0,078(E_t) - 1,092 * 10^7 (MBS_t) + \\
 &0,925(PLOG_t) + 17,991(TC_t) + 7,181(PIB_t)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \hat{PLOG}_t &= 210,889 - 4,14(I_t) - 9,17(I_{t-1}) + 27,85(TC_t) + 12,798(PIB_t) + 1,058(IN_t) + 0,153(OE_t) \\
 &+ 4,441 * 10^7 (MBS_t) + 1,218(PLOG_{t-1}) + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

الجدول رقم 22

نتائج تقدير الشكل المختزل لنموذج أزمة الرهن العقاري للفترة (1998-2008) بالأسعار الجارية

معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر (\hat{TDSUB}_t)	أسعار المنازل (\hat{PLOG}_t)	السنة
4,98	5,06	1998
6,63	5,81	1999
7,95	5,68	2000
11,14	7,01	2001
11,15	6,76	2002
10,61	5,18	2003
6,43	10,20	2004
5,72	11,11	2005
7,10	8,27	2006
10,30	1,79	2007
19,08	-1,87	2008

المصدر: من إعداد الباحثة انطلاقاً من معطيات الجدول رقم (21) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17"

2. تقدير معاملات المعادلة السلوكية لحجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات: بعد أخذ فكرة عن الشكل الذي يمكن أن تأخذه معادلة الائتمان العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية تأتي عملية تقدير معاملات المعادلة خلال للفترة (1998-2008) باستخدام البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17"، وباعتماد أسلوب الانحدار الخطي المتعدد في عملية تقدير معاملات المعادلة وتم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول رقم (23).

الجدول رقم 23

نتائج تقدير المعادلة السلوكية لحجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1998-2008)

المتغير التابع	الثابت	المتغيرات المستقلة (I_t) ($PLOG_t$) ($M2_t$) ($TDSUB$) ($PLOG_{t-1}$) (MBS_t)	معامل التحديد المعدل $\overline{R^2}$	اختبار F	معامل التحديد R^2	معامل الارتباط r	اختبار DW
CIM_t اختبار T انحراف معياري	6,485 0,893 7,263	(-1,164)(-0,031)(0,091)(-0,592)(0,638) (1,837E-7) (-3,018)(-0,11) (0,438) (-2,742) (2,685) (1,281) (0,386) (0,282) (0,207) (0,216) (0,238) (0,000)	0,915	18,994	0,966	0,983	1,695
CIM_t اختبار T انحراف معياري	9,608 3,137 3,063	(-1,091) (-0,545) (0,534) (1,306E-7) (-6,435) (-7,878) (4,770) (2,193) (0,169) (0,069) (0,112) (0,000)	0,968	83,361	0,979	0,990	2,034

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17"

تظهر نتائج تقدير معاملات معادلة قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات في الولايات المتحدة الأمريكية المبينة في الجدول رقم (23) التوصل إلى معادلتين سلوكيتين بديلتين للائتمان العقاري تغطيان الفترة (1998-2008). وسيقع الاختيار على معادلة واحدة كنموذج للائتمان العقاري بعد إجراء الاختبارات الإحصائية والقياسية والاقتصادية على نتائج التقدير.

2. تقدير المعادلة السلوكية لمعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر:

بعد أخذ فكرة عن الشكل الذي يمكن أن تأخذه معادلة الائتمان العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية تأتي عملية تقدير معاملات المعادلة خلال فترة الدراسة باستخدام البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17"، وباعتماد أسلوب الانحدار الخطي المتعدد في عملية تقدير معاملات المعادلة وتم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول رقم (24).

الجدول رقم 24

نتائج تقدير المعادلة السلوكية لمعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1998-2008)

المتغير التابع	الثابت	المتغيرات المستقلة (I_{t-1}) ($PLOG_t$) (TC_t) (PIB_t) (IN_t)	معامل التحديد المعدل $\overline{R^2}$	اختبار F	معامل التحديد R^2	معامل الارتباط r	اختبار DW
($TDSUB_t$) اختبار T انحراف معياري	-34,803 -2,610 13,336	(1,891) (-0,193) (6,01) (0,961) (1,869) (2,499) (-1,091) (3,977) (0,906) (3,823) (0,757) (0,177) (1,511) (1,061) (0,489)	0,917	23,128	0,959	0,979	2,405
($TDSUB_t$) اختبار T انحراف معياري	-24,323 -3,717 6,544	(1,293) (-0,248) (4,860) (1,942) (3,541) (-1,518) (6,007) (4,089) (0,365) (0,163) (0,809) (0,475)	0,920	29,586	0,952	0,976	2,452

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17".

تظهر نتائج تقدير معاملات معادلة العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر المبينة في الجدول رقم (24) التوصل إلى معادلتين سلوكيتين لتفسير عجز العائلات الأمريكية عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر خلال الفترة (1998-2008). وسيقع الاختيار على معادلة واحدة كنموذج للائتمان العقاري بعد إجراء الاختبارات الإحصائية والقياسية والاقتصادية على نتائج التقدير.

3. تقدير معاملات المعادلة السلوكية لأسعار المنازل: بعد أخذ فكرة عن الشكل الذي يمكن أن تأخذه معادلة أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية تأتي عملية تقدير معاملات المعادلة خلال فترة الدراسة باستخدام البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17"، وباعتماد أسلوب الانحدار الخطي المتعدد في عملية تقدير معاملات المعادلة تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول رقم (25).

الجدول رقم 25

نتائج تقدير المعادلة السلوكية لأسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة
2008-1998

المتغير التابع	الثابت	المتغيرات المستقلة (I_t) ($\hat{T}D_{SUB_t}$) (IN) (OF_t) (MB_t) ($PLOG_{t-1}$)	معامل التحديد المعدل $\overline{R^2}$	اختبار F	معامل التحديد R^2	معامل الارتباط r	اختبار DW
($PLOG_{t-1}$) اختبار T انحراف معياري	3,337 0,420 7,938	(-1,006)(-0,779)(-0,324)(0,000)(2,136E-7)(0,325) (-2,370)(-2,765) (0,279) (-0,016) (1,359) (1,051) (0,424) (0,282) (1,161) (0,031) (0,000) (0,309)	0,705	4,988	0,882	0,939	2,022
($PLOG_{t-1}$) اختبار T انحراف معياري	2,468 0,414 5,957	(-0,968) (-0,732) (2,342E-7) (0,349) (-2,952) (-4,652) (2,014) (1,544) (0,328) (0,157) (0,000) (0,226)	0,799	10,95 1	0,880	0,938	2,228

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17".

تظهر نتائج تقدير معاملات معادلة أسعار المنازل المبينة في الجدول رقم (25) التوصل إلى معادلتين سلوكيتين لتفسير حركة أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (2008-1998). وسيقع الاختيار على معادلة واحدة كنموذج لأسعار المنازل بعد إجراء الاختبارات الإحصائية والقياسية والاقتصادية على نتائج التقدير.

المبحث الثالث: تقييم معاملات النموذج Evaluation of the Estimates

بعد الانتهاء من عملية تقدير معاملات نموذج الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية والحصول على قيم رقمية من خلال استخدام البيانات المتعلقة بكل متغيرات النموذج تأتي مرحلة تقييم القيم المقدرة لمعاملات النموذج للتأكد مما إذا كانت هذه القيم لها مدلول أو معنى من الناحيتين الإحصائية والاقتصادية. وتوجد ثلاث أنواع من المعايير التي يستند عليها في عمليات التقييم وهي المعايير الإحصائية والمعايير القياسية والمعايير الاقتصادية.

المطلب الأول: المعايير الإحصائية (اختبارات الدرجة الأولى) Statistical criteria

تهدف المعايير الإحصائية إلى اختبار معنوية معاملات نموذج الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن أهم اختبارات الرتبة الأولى (First Order Tests) اختبار التوزيع T واختبار التوزيع F بمستوى معنوية معين ودرجات حرية محددة ومعامل الارتباط ومعامل التحديد والانحراف المعياري للمعاملات. وفيما يلي اختبار معنوية معاملات معادلات نموذج أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

1. اختبار معنوية معاملات معادلة قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات للفترة (1998-2008):

ما يلاحظ من خلال نتائج تقدير معادلة الائتمان العقاري الممنوح للعائلات في الولايات المتحدة للفترة (1998-2008) المبينة في الجدول رقم (23) أن هناك معادلتين تغطيان فترة الدراسة. المعادلة الأولى تبين أن الائتمان العقاري هو دالة في معدل الفائدة (I_t) وأسعار المنازل ($PLOG_t$) والكتلة النقدية ($M2_t$) ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$) وأسعار المنازل للفترة (t-1) ($PLOG_{t-1}$) وحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t)، والمعادلة الثانية هي دالة في معدل الفائدة (I_t) ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$) وأسعار المنازل للفترة t-1 ($PLOG_{t-1}$) وحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t). وسيقع الاختيار على معادلة واحدة فقط وهي المعادلة التي ستثبت الاختبارات صلاحيتها.

أ. اختبار T: يساعد هذا الاختبار على التعرف على مدى معنوية المعلمات، وهو مبني على فرضيتين هما فرضية العدم H_0 والفرضية البديلة H_1 ، ففي حالة كون t المحسوبة أقل من t الجدولية، فهذا يعني عدم وجود علاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وهو ما يعني قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة. وفي حالة كون t المحسوبة أكبر من t الجدولية فهذا يعني قبول الفرضية البديلة ورفض فرضية العدم، أي وجود علاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

من نتائج التقدير بالنسبة للمعادلة الأولى الخاصة بحجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات للفترة (1998-2008) تظهر قيم t للمعاملات كالتالي :

$$t_{\alpha 1}=0,893, t_{\alpha 2}=-3,018, t_{\alpha 3}=-0,110, t_{\alpha 4}=0,438, t_{\alpha 5}=-2,742, t_{\alpha 6}=2,658, t_{\alpha 7}=1,281.$$

وحيث أن القيمة المعيارية للتوزيع t وعند 4 درجات حرية وبمستوى ثقة 95% هي¹:

$t_{\alpha}^{0,025} = t_{4}^{0,025} = 2,776$ وهو ما يدل على رفض فرض العدم بالنسبة للمعلمة α_2 وهي معلمة معدل الفائدة (I_t)، أما بالنسبة للمعاملات α_5 و α_6 وهي معاملات كل من معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$) ومعلمة أسعار المنازل للفترة (t-1) ($PIOG_{t-1}$) فلها معنوية إحصائية عند مستوى ثقة 90% لأن قيمة التوزيع الجدولية هي: $t_{4}^{0,05} = 2,132$ أي أن هذه الأخيرة تختلف قيمتها عن الصفر. وبالنسبة لمعلمة حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t) فلها معنوية إحصائية عند مستوى ثقة 70% حيث أن قيمة التوزيع الجدولية هي $t_{4}^{0,15} = 1,190$. وهذا يدل على أن معدل الفائدة (I_t) ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$) وأسعار المنازل للفترة (t-1) ($PLOG_{t-1}$) وحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t) هي متغيرات لها معنوية إحصائية بمستوى ثقة 95%، 90% و 70% في تفسير سلوك الائتمان العقاري في

¹. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سابق، ص.813.

الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1998-2008). أما بالنسبة لمعلمة الكتلة النقدية ($M2_t$) ومعلمة أسعار المنازل ($PLOG_t$) فليس لها معنوية إحصائية، مما يؤكد قبول فرضية العدم والتي تقضي بأن تكون $0=\alpha_4=\alpha_3$. بعد حذف متغير الكتلة النقدية ومتغير أسعار المنازل والحصول على المعادلة الثانية المبينة في الجدول رقم (23) نلاحظ تحسن في معنوية المعلمات حيث:

$$t_{\alpha 1}= 3,137, t_{\alpha 2}= -6,435, t_{\alpha 3}= -7,878, t_{\alpha 4}=4,770, t_{\alpha 5}= 2,193.$$

وحيث أن القيمة المعيارية للتوزيع t وعند 6 درجات حرية وبمستوى ثقة 95 % هي: $t_6^{0,025} = 2,447$ وهو ما يدل على رفض فرض العدم بالنسبة للمعلمات $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ أي أن هذه الأخيرة تختلف قيمها عن الصفر. وهو ما يعني أن كل من ثابت الدالة ومعدل الفائدة (I_t) ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$) وأسعار المنازل للفترة t-1 ($PLOG_t$)، هي متغيرات لها معنوية إحصائية بمستوى ثقة 95% في تفسير سلوك الائتمان العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1998-2008)، أما بالنسبة لمعلمة حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t) فلها معنوية إحصائية عند مستوى ثقة 90% لأن قيمة التوزيع الجدولية هي: $t_6^{0,05} = 1,943$.

ب. الانحراف المعياري: ما يلاحظ من خلال النتائج المبينة في الجدول رقم (23) أن الانحراف المعياري للمعلمات ذات المعنوية الإحصائية قد انخفض في المعادلة الثانية بعد حذف كل من متغير الكتلة النقدية ومتغير أسعار المنازل للفترة (t)، من قائمة المتغيرات المفسرة لسياسة الائتمان العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث انخفضت $\delta_{\alpha 1}$ من 7,263 إلى 3,063 وانخفض $\delta_{\alpha 2}$ من 0,386 إلى 0,169، كما انخفض الانحراف المعياري للمعلمة α_3 من 0,216 إلى 0,069 وانخفض $\delta_{\alpha 4}$ من 0,238 إلى 0,112، في حين بقي الانحراف المعياري للمعلمة α_5 ثابتا ويساوي صفر، هذا التأثير الطفيف يدل على قوة الدلالة الإحصائية للمعادلة الثانية.

ج. معامل التحديد ومعامل الارتباط: عند الاعتماد على المعادلة الثانية والتي تتميز بالمعنوية الإحصائية لمعلماتها عند مستوى ثقة 95% و 90% يكون معامل التحديد ومعامل التحديد المعدل ومعامل الارتباط المبينة في الجدول رقم (23) كما يلي:

$$r=0,99, R^2 = 0,979, \overline{R^2} = 0,968$$

هذه النتائج تبين القدرة التفسيرية للنموذج، وتبين أثر المتغيرات المستقلة ومساهمتها في تحديد وتفسير التغيرات الحاصلة في حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات. فمثلا تبين قيمة معامل التحديد أن 97,9% من التغيرات الحاصلة في حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات الأمريكية يساهم في تحديدها وتفسيرها المتغيرات المستقلة الموجودة في النموذج والتي تتمثل في معدل الفائدة (I_t) ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$) وأسعار المنازل للفترة (t-1) ($PLOG_{t-1}$) وحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t)،

¹. المرجع نفسه، ص.813.

وأن 2,1% يعود تفسيرها إلى متغيرات أخرى تؤثر فيها وغير داخلية في النموذج إما لعدم معرفتنا بها أو لصعوبة قياسها وترجع إلى المتغير العشوائي ε . بالإضافة إلى ذلك فإن قيم معاملات الارتباط الجزئي تعبر على وجود علاقات معتبرة بين المتغيرات كما هي مبينة في الجدول رقم (26):

الجدول رقم 26

الارتباطات الجزئية للمعادلة الثانية لنموذج الائتمان العقاري في الو.م.أ للفترة (1998 - 2008)

Coefficients ^a			
Modèle النموذج 1	Corrélations الارتباطات		
	Corrélation simple	Partielle	Partie
I	,120	-,925	-,349
TDSUB	-,851	-,948	-,427
PLOG t-1	,876	,874	,259
MBS	,389	,638	,119

a. Variable dépendante : CRIM

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17".

ما يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن الارتباطات الجزئية بين المتغيرات المفسرة من جهة ومتغير أسعار المنازل من جهة أخرى قوية جدا وهي كالتالي:

$$r_{CIM_t, PLOG_{t-1}} = 0,874 \quad r_{CIM_t, I_t} = -0,925$$

$$r_{CIM_t, MBS_t} = 0,638 \quad r_{CIM_t, TDSUB_t} = -0,948$$

وهذه النتائج تثبت مرة أخرى قوة الدلالة الإحصائية للمعادلة الثانية.

د. اختبار F: يفيد توزيع فيشر في اختبار صحة الشكل الرياضي للمعادلة وكلما كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية وبدرجات حرية معينة فإنه يتم رفض فرضية العدم H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 ، أي أن كل المعلمات تختلف عن الصفر. وهو ما يدل على معنوية معادلة الانحدار ووجود تأثير لبعض المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

وحسب الجدول الإحصائي للتوزيع F وب 4 و 6 درجات حرية وبدرجة ثقة 95% فإن القيمة الجدولية هي:¹

$$F_{4,6}^{0,025} = F_{2(K,n-K-1)}^{\alpha} = 4,53 \quad \text{أما القيمة المحسوبة للمعادلة فهي: } 83,361 \text{ (أنظر الجدول رقم 23) وهو ما يؤكد}$$

¹. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سابق، ص. 816.

سلامة المعادلة الثانية من مشكل تخصيص شكل المعادلة "Specification Error". وما يمكن استنتاجه من تطبيق المعايير الإحصائية أن المعادلة الثانية معنوية وبمستوى ثقة 95% و90% خلال الفترة (1998-2008) وهي كالتالي:

$$CIM_t = 9,608 - 1,091(I_t) - 0,545(TDSUB_t) + 0,534(PLOG_{t-1}) + 1,306 * 10^{-7}(MBS_t) + \varepsilon_t \quad ..(12)$$

قيم t الإحصائية	(3,137)	(-6,435)	(-7,878)	(4,770)	(2,193)
قيم الانحراف المعياري	(3,063)	(0,169)	(0,069)	(0,112)	(0,000)

2. اختبار معنوية نموذج معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر للفترة (1998-2008):

نلاحظ من خلال نتائج تقدير معادلة العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر في الولايات المتحدة للفترة (1998-2008) المبينة في الجدول رقم (24) أن هناك معادلتين تغطيان فترة الدراسة، المعادلة الأولى تبين أن معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر هو دالة في معدل الفائدة للفترة (t-1) (I_{t-1}) وأسعار المنازل $(PLOG_t)$ ومعدل البطالة (TC_t) ومعدل نمو الناتج الداخلي الخام (PIB_t) ومعدل التضخم (IN_t) ، والمعادلة الثانية تبين أن معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر هو دالة في معدل الفائدة للفترة (t-1) (I_{t-1}) وأسعار المنازل $(PLOG_t)$ ومعدل البطالة (TC_t) ومعدل التضخم (IN_t) . وسيقع الاختيار على معادلة واحدة فقط وهي المعادلة التي ستثبت الاختبارات صلاحيتها.

أ. اختبار T: تبين نتائج التقدير بالنسبة لمعادلة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر وللفترة 1998-2008. أن قيم t للمعاملات هي كالتالي:

$$t_{\beta_1} = -2,610. \quad t_{\beta_2} = 2,499. \quad t_{\beta_3} = -1,091. \quad t_{\beta_4} = 3,977. \quad t_{\beta_5} = 0,906. \quad t_{\beta_6} = 3,823.$$

وحيث أن القيمة المعيارية للتوزيع t وعند 5 درجات حرية وبمستوى ثقة 95% هي: $T_5^{0,025} = 2,571$ تكون المعلمات $\beta_1, \beta_4, \beta_6$ ذات معنوية إحصائية، أما بالنسبة لمعلمة معدل الفائدة فهي ذات معنوية إحصائية عند مستوى ثقة 90% لأن قيمة التوزيع الجدولية هي: $T_5^{0,05} = 2,015$ ، وبالنسبة لمعلمة أسعار المنازل ومعلمة معدل نمو الناتج الداخلي الخام فليس لها معنوية إحصائية. وما يمكن قوله هو أنه يرفض فرض العدم بالنسبة للمعاملات $\beta_1, \beta_2, \beta_4, \beta_6$ ويقبل بالنسبة للمعاملات β_3, β_5 ، وهو ما يدل على أن كل من معدل الفائدة ومعدل البطالة ومعدل التضخم هي المتغيرات التي تتمتع بالمعنوية الإحصائية وبمستوى ثقة 95% و90% في تفسير عجز العائلات الأمريكية عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر خلال فترة الدراسة، أما متغير أسعار المنازل ومتغير معدل نمو الناتج الداخلي الخام فيقبل إهمالها إحصائياً كمتغيرات مفسرة لعجز العائلات الأمريكية عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر.

¹. المرجع نفسه، ص. 813.

بعد حذف متغير معدل نمو الناتج الداخلي الخام على أساس أنه الأقل معنوية إحصائية ونظرا لكون إشارته لا تتناسب والضوابط التي تضعها النظرية الاقتصادية والاحتفاظ بمتغير أسعار المنازل تم الحصول على معادلة تقدير ثنائية وهي مبينة في السطر الثاني من الجدول رقم (24). ويلاحظ من خلال النتائج أن معنوية معاملات المتغيرات المتبقية قد تحسنت وأصبحت تأخذ القيم التالية:

$$t_{\beta_1} = -3,717. \quad t_{\beta_2} = 3,541. \quad t_{\beta_3} = -1,518. \quad t_{\beta_4} = 6,007. \quad t_{\beta_5} = 4,089.$$

وحيث أن القيمة المعيارية للتوزيع t وعند 6 درجات حرية وبمستوى ثقة 95 % هي: $t_6^{0.025} = 2,447$ وهو ما يدل على رفض فرض عدم بالنسبة للمعاملات $\beta_1, \beta_2, \beta_4, \beta_5$ وهي معلمة ثابت الدالة، ومعلمة معدل الفائدة للفترة (t-1) (I_{t-1}) ومعلمة معدل البطالة (TC_t) ، أما بالنسبة لمعلمة أسعار المنازل $(PLOG_t)$ فلها معنوية إحصائية عند مستوى ثقة 80 % لأن قيمة التوزيع الجدولية هي: $t_6^{0.10} = 1,440$ ، وهو ما يدل على أن معدل الفائدة للفترة (t-1) (I_{t-1}) ومعدل البطالة (TC_t) ومعدل التضخم (IN_t) وأسعار المنازل $(PLOG_t)$ هي متغيرات لها معنوية إحصائية بمستوى ثقة 95 % و 80 % في تفسير عجز العائلات الأمريكية عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر خلال الفترة (1998-2008).

ب. الانحراف المعياري: ما يلاحظ من خلال النتائج المبينة في الجدول رقم (24) أن الانحراف المعياري للمعاملات ذات المعنوية الإحصائية قد انخفض في المعادلة الثانية بعد حذف متغير معدل نمو الناتج الداخلي الخام، من قائمة المتغيرات المفسرة لعجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، حيث انخفضت δ_{β_1} من 13,336 إلى 6,544 وانخفض δ_{β_2} من 0,757 إلى 0,365، كما انخفض الانحراف المعياري للمعلمة β_3 من 0,177 إلى 0,163 وانخفض δ_{β_4} من 1,511 إلى 0,809 وانخفض δ_{β_5} من 0,489 إلى 0,475. إن الانخفاض في الانحراف المعياري لمعاملات المتغيرات المفسرة يؤكد مرة أخرى قوة الدلالة الإحصائية للمعادلة الثانية.

ج. معامل التحديد ومعامل الارتباط: عند الاعتماد على المعادلة الثانية والتي تتميز بالمعنوية الإحصائية لمعاملاتها عند مستوى ثقة 95 % و 80 % يكون معامل التحديد ومعامل الارتباط كما هي مبينة في الجدول رقم (24) كالتالي:

$$r = 0,976, \quad R^2 = 0,952, \quad \overline{R^2} = 0,920$$

رغم أن هذه النتائج تبين أن هناك تراجعاً طفيفاً في نسبة معامل التحديد ومعامل التحديد المعدل إلا أن متغير معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر يبقى يتأثر بشكل كبير بكل من أسعار المنازل $(PLOG_t)$ ، معدل البطالة (TC_t) ، معدل الفائدة للفترة t-1 (I_{t-1}) ومعدل التضخم (IN_t) .

أما فيما يتعلق بالارتباطات الجزئية بين المتغيرات المفسرة للدالة الثانية ذات الدلالة الإحصائية فهي مبينة في الجدول رقم (27):

¹. المرجع نفسه، ص. 813.

الجدول رقم 27

الارتباطات الجزئية للمعادلة الثانية لنموذج معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1998-2008).

Coefficients^a

Modèle النموذج 2	Corrélations الارتباطات		
	Corrélation simple	Partielle	Partie
It-1	,257	,822	,318
$P\hat{L}OG$	-,752	-,527	-,136
TC	,525	,926	,539
IN	,466	,858	,367

a. Variable dépendante : TDSUB

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17".

ما يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن الارتباطات الجزئية بين المتغيرات المفسرة من جهة ومتغير معدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر من جهة كبيرة حيث تأخذ القيم التالية:

$$r_{TDSUB_t,TC_t} = 0,926 \quad r_{TDSUB_t,It-1} = 0,822$$

$$r_{TDSUB_t,IN_t} = 0,858 \quad r_{TDSUB_t,P\hat{L}OG_t} = -0,527$$

هذه القيم تعبر على قوة العلاقة بين المتغيرات المفسرة المذكورة ومعدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، وهو ما يثبت مرة أخرى قوة الدلالة الإحصائية لهذه المعادلة.

د. اختبار F: يطبق الاختبار F للتأكد من سلامة الشكل الرياضي لنموذج معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، وهي المعادلة الثانية والتي اختيرت على أساس قوة دلالتها الإحصائية. وكما هو الشأن بالنسبة للنموذج السابق، فكلما كانت القيمة المحسوبة للاختبار أكبر من القيمة الجدولية وبدرجات حرية معينة فإنه يتم قبول فرضية أن كل المعلمات تختلف عن الصفر (أي رفض فرضية العدم).

وحسب الجدول الإحصائي للتوزيع F وب 4 و 6 درجات حرية وبدرجة ثقة 95% فإن القيمة الجدولية هي: ¹ $F_{4,6}^{0,025} = 4,53$ ، أما القيمة المحسوبة للمعادلة فهي: 29,586 وهو ما يؤكد وبنسبة 95% أن اختيار الشكل الخطي للمعادلة سليم إحصائياً وأن المعادلة سليمة من مشكل تخصيص شكل المعادلة.

¹. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سابق، ص. 816.

ما يمكن استنتاجه من تطبيق المعايير الإحصائية أن المعادلة الثانية معنوية وبمستوى ثقة 95% و 80% للفترة (1998-2008) وهي كالتالي:

$$TDSUB_t = -24,323 + 1,293(I_{t-1}) - 0,248(PLOG_t) + 4,860(TC_t) + 1,942(IN_t) + \varepsilon_t \quad \dots(13)$$

قيم t الإحصائية	(-3,717)	(3,541)	(-1,518)	(6,007)	(4,089)
قيم الانحراف المعياري	(6,544)	(0,365)	(0,163)	(0,809)	(0,475)

3. اختبار معنوية نموذج أسعار المنازل للفترة (1998-2008):

ما يلاحظ من خلال نتائج تقدير معادلة أسعار المنازل في الولايات المتحدة للفترة (1998-2008) المبينة في الجدول رقم (25) أن هناك معادلتين تغطيان فترة الدراسة. المعادلة الأولى تبين أن أسعار المنازل هي دالة في معدل الفائدة (I_t) ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$) ومعدل التضخم (IN_t) وعدد المنازل المعروضة للبيع (OF_t) وحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t) وأسعار المنازل للفترة (t-1) ($PLOG_{t-1}$)، أما المعادلة الثانية فهي دالة في معدل الفائدة (I_t) ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$) وحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t) وأسعار المنازل للفترة (t-1) ($PLOG_{t-1}$). وسيقع الاختيار على المعادلة الأكثر معنوية إحصائية.

أ. اختبار T: تبين نتائج التقدير بالنسبة للمعادلة الأولى الخاصة بأسعار المنازل وللفترة (1998-2008) أن قيم t للمعاملات هي كالتالي:

$$t_{\lambda_1}=0,420, t_{\lambda_2}=-2,370, t_{\lambda_3}=-2,765, t_{\lambda_4}=0,279, t_{\lambda_5}=-0,016, t_{\lambda_6}=1,359, t_{\lambda_7}=1,051.$$

وحيث أن القيمة المعيارية للتوزيع t وعند 4 درجات حرية وبمستوى ثقة 90% هي: $t_{4}^{0,05} = 2,132$ تكون المعلمات λ_2 و λ_3 ذات معنوية إحصائية، أما المعلمة λ_6 فهي ذات معنوية إحصائية بمستوى ثقة فقط 70%، وبالنسبة للمعاملات $\lambda_1, \lambda_4, \lambda_5, \lambda_7$ وليس لها معنوية إحصائية. وما يمكن قوله أنه يرفض فرض العدم بشأن المعلمات $\lambda_2, \lambda_3, \lambda_6$ ، ويقبل بالنسبة للمعاملات $\lambda_1, \lambda_4, \lambda_5, \lambda_7$ ، أي أن $\lambda_1 = \lambda_4 = \lambda_5 = \lambda_7 = 0$. وهذا ما يدل على أن معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$) ومعدل الفائدة (I_t) وحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t) هي متغيرات تختلف قيمتها عن الصفر وتمتع بالمعنوية الإحصائية بمستوى ثقة 90% و 70% في تفسير سلوك وحركة أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1998-2008). أما بالنسبة لمتغير معدل التضخم ومتغير عدد المنازل المعروضة للبيع وأسعار المنازل للفترة (t-1) ($PLOG_{t-1}$) فيقبل إهمالها كمتغيرات مفسرة لحركة أسعار المنازل خلال فترة الدراسة.

¹. المرجع نفسه، ص. 813.

كخطوة ثانية في عملية التقدير تم حذف كل من معدل التضخم (IN_t) ومتغير المنازل المعروضة للبيع (OF_t) مع الإبقاء على متغير أسعار المنازل للفترة (t-1) باعتبار أن معلمة هذا المتغير أكثر معنوية مقارنة بمعلمي معدل التضخم وعدد المنازل المعروضة للبيع، والملاحظ من خلال نتائج التقدير أن قيم t للمعلمات قد تحسنت وهي كالتالي:

$$t_{\lambda_1} = 0,414, t_{\lambda_2} = -2,952, t_{\lambda_3} = -4,652, t_{\lambda_4} = 2,014, t_{\lambda_5} = 1,544.$$

وحيث أن القيمة الجدولية للتوزيع t وعند 6 درجات حرية وبمستوى ثقة 95% هي: $t_6^{0,025} = 2,447$ فإن كل من المعلمات λ_2 و λ_3 هي معلمات تختلف قيمها عن الصفر. وهذا يدل على أن معدل الفائدة (I_t) ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$) هي المتغيرات التي لها معنوية إحصائية بمستوى ثقة 95% في تفسير سلوك وحركة أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1998-2008). أما بالنسبة لمعلمة حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS) فلها معنوية إحصائية عند مستوى ثقة 90% لأن القيمة الجدولية للتوزيع (t) في هذه الحالة هي: $t_6^{0,05} = 1,943$ ، وبالنسبة لمعلمة أسعار المنازل للفترة (t-1) فلها معنوية إحصائية عند مستوى ثقة 80% لأن القيمة الجدولية للتوزيع (t) هي: $t_7^{0,1} = 1,134$.

ب. الانحراف المعياري: ما يلاحظ من خلال النتائج المبينة في الجدول رقم (25) أن الانحراف المعياري للمعلمات ذات المعنوية الإحصائية خلال الفترة (1998-2008) تأثرت بعد حذف متغير معدل التضخم (IN_t) ومتغير عدد المنازل المعروضة للبيع (OF_t) من قائمة المتغيرات المفسرة لحركة أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث انخفض δ_{λ_1} من 7,938 إلى 5,957 وانخفض الانحراف المعياري للمعلمة λ_2 من 0,424 إلى 0,328 وانخفض δ_{λ_3} من 0,282 إلى 0,157 وانخفض الانحراف المعياري للمعلمة λ_5 من 0,309 إلى 0,226 في حين بقي الانحراف المعياري للمعلمة λ_4 ثابت ويساوي الصفر. إن انخفاض الانحراف المعياري لأغلب معلمات المتغيرات المفسرة يعبر على قوة الدلالة الإحصائية للمعادلة الثانية.

ج. معامل التحديد ومعامل الارتباط: عند الاعتماد على المعادلة الثانية التي تتميز بالمعنوية الإحصائية لمعلماتها يكون معامل التحديد ومعامل الارتباط المعدل ومعامل الارتباط كما يلي:

$$r = 0,938, R^2 = 0,880, \bar{R}^2 = 0,799$$

هذه النتائج تبين أن التغير في أسعار المنازل يتأثر بشكل قوي بمعدل الفائدة (I_t) ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري ($TDSUB_t$) وحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS) وأسعار المنازل للفترة (t-1) ($PLOG_{t-1}$). إضافة إلى ذلك فإن قيم معاملات الارتباط الجزئي تعبر على وجود علاقات قوية بين هذه المتغيرات كما هي مبينة في الجدول رقم (28):

¹. المرجع نفسه، ص. 813.

الجدول رقم 28

الارتباطات الجزئية للمعادلة الثانية لنموذج أسعار المنازل (1998-2008)

Coefficients^a

Modèle النموذج	Corrélations الارتباطات		
	Corrélation simple	Partielle	Partie
3 I	-,129	-,770	-,418
<i>T</i> \hat{D} <i>SUB</i>	-,742	-,885	-,659
MBS	,267	,635	,285
PLOG t-1	,618	,533	,219

a. Variable dépendante : PLOG

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17".

ما يلاحظ من خلال الجدول رقم (28) أن الارتباطات الجزئية بين المتغيرات المفسرة من جهة ومتغير أسعار المنازل من جهة أخرى خلال الفترة (1998-2008) معتبرة، وهي كالتالي:

$$r_{PLOG_t, T\hat{D}SUB_t} = -0,885, \quad r_{PLOG_t, I_t} = -0,770$$

$$r_{PLOG_t, PLOG_{t-1}} = 0,533, \quad r_{PLOG_t, MBS_t} = 0,635$$

وهذه النتائج تثبت مرة أخرى قوة الدلالة الإحصائية للمعادلة الثانية.

د. اختبار **F**: حسب الجدول الإحصائي للتوزيع **F** و 4 و 6 درجات حرية وبدرجة ثقة 95% فإن القيمة الجدولية هي: $F_{4,6}^{0,025} = 4,53$ ¹ أما القيمة المحسوبة للمعادلة فهي: 10,951 وهو ما يؤكد سلامة المعادلة الثانية من مشكل تخصيص شكل المعادلة Specification Error.

ما يمكن استنتاجه من تطبيق المعايير الإحصائية أن المعادلة الثانية معنوية وبمستوى ثقة 95% و 90% و 80% للفترة (1998-2008) وهي كالتالي:

$$PLOG_t = 2,468 - 0,968(I_t) - 0,732(T\hat{D}SUB_t) + 2,342 \times 10^{-7}(MBS_t) + 0,349(PLOG_{t-1}) + \varepsilon_t \quad \dots(14)$$

قيم t الإحصائية	(0,414)	(-2,952)	(-4,652)	(2,014)	(1,544)
قيم الانحراف المعياري	(5,957)	(0,328)	(0,157)	(0,000)	(0,226)

¹. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سابق، ص. 816.

المطلب الثاني: المعايير القياسية (اختبارات الدرجة الثانية): Econometric Criteria

تهدف المعايير القياسية إلى التأكد من أن الافتراضات التي تقوم عليها المعايير الإحصائية السابقة منطبقة مع الواقع العملي. فإذا ما كانت هذه الافتراضات متوفرة في الواقع فهذا يكسب المعلمة المقدرة صفات معينة أهمها عدم التحيز والاتساق، أما إذا كان غير ذلك فإنها تفقد بعض الصفات السابقة مما يؤدي إلى عدم صلاحية المعايير الإحصائية نفسها لقياس درجة الثقة في المعلمة المقدرة. وما يمكن استنتاجه مما سبق أن المعايير القياسية تستخدم في اختبار صلاحية المعايير الإحصائية. ولهذا يطلق على المعايير القياسية باختبارات الرتبة الثانية " Second Order Tests" وتمثل في معايير الارتباط الذاتي، معايير الامتداد الخطي المتعدد، ومعايير ثبات التباين وغيرها.

وللتأكد من سلامة نموذج الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية من المشاكل القياسية المذكورة تجري الاختبارات اللازمة على كل معادلات النموذج والتي تم اختيارها على أساس المعنوية الإحصائية.

1. نموذج قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات للفترة (1998-2008):

أفرز تطبيق المعايير الإحصائية على نموذج قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات المعنوية الإحصائية لمعادلة واحدة من أصل معادلتين لتجري عليها الاختبارات القياسية اللازمة.

إذا كانت الصيغة الرياضية لنموذج الائتمان العقاري للعائلات والخاص بالفترة (1998-2008) والمختار كنموذج للائتمان العقاري على أساس معايير الدرجة الأولى هي كالتالي:

$$CIM_t = 9,061 - 1,075(I_t) - 0,574(TDSUB_t) + 0,579(PLOG_{t-1}) + 1,39 * 10^{-7}(MBS_t) + \varepsilon_t \quad \dots(15)$$

وللتأكد من السلامة القياسية لهذه المعادلة تجري عليها اختبارات الرتبة الثانية وهي كالتالي:

أ. اختبار الامتداد الخطي المتعدد: Multicollinearity

يشير الامتداد الخطي المتعدد إلى وجود ارتباط خطي بين عدد من المتغيرات المفسرة في النموذج، واختبار سلامة نموذج الأزمة في الولايات المتحدة من هذا المشكل يستخدم اختبار "كلاين"، "Klein"¹. حيث أن مشكل الامتداد الخطي قد يكون مطروحا إذا توفر الشرط التالي:

$$R^2_{I_t, TDSUB_t, PLOG_{t-1}, MBS_t} > R^2$$

في هذا الشأن تظهر نتائج التقدير الارتباطات الجزئية بين المتغيرات المفسرة للمعادلة رقم (15) كما هو موضح في الجدول رقم (29):

¹. المرجع نفسه، ص. 419.

الجدول رقم 29

مصفوفة الارتباطات الجزئية لمعادلة الائتمان العقاري للعائلات للفترة (1998-2008)

Coefficients de Corrélation^s

Modèle	المتغيرات المفسرة	MBS	PLOG t-1	I	TDSUB
1	Corrélations				
	الارتباطات	MBS	PLOG t-1	I	TDSUB
		MBS	PLOG t-1	I	TDSUB
		MBS	PLOG t-1	I	TDSUB
		MBS	PLOG t-1	I	TDSUB
		MBS	PLOG t-1	I	TDSUB
		MBS	PLOG t-1	I	TDSUB
		MBS	PLOG t-1	I	TDSUB

a. Variable dépendante : CRIM

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17".

من خلال الجدول لدينا:

$$R^2_{It,PLOGt-1} = 0,065 \text{ ومنه يكون } r_{It,PLOGt-1} = 0,256$$

$$R^2_{It,TDSUBt} = 0,236 \text{ ومنه يكون } r_{It,TDSUBt} = 0,486$$

$$R^2_{It,MBS_t} = 0,092 \text{ ومنه يكون } r_{It,MBS_t} = -0,304$$

$$R^2_{PLOGt-1,TDSUBt} = 0,508 \text{ ومنه يكون } r_{PLOGt-1,TDSUBt} = 0,713$$

$$R^2_{PLOGt-1,MBS_t} = 0,046 \text{ ومنه يكون } r_{PLOGt-1,MBS_t} = -0,216$$

$$R^2_{TDSUBt,MBS_t} = 0,000 \text{ ومنه يكون } r_{TDSUBt,MBS_t} = -0,009$$

وحيث أن معامل التحديد للمعادلة كما هو مبين في الجدول رقم (23) يساوي 0,979 أي: $R^2 = 0,979$

وهو ما يؤكد سلامة المعادلة رقم (15) من مشكلة الامتداد الخطي.

ب. اختبار الارتباط الذاتي: Autocorrelation

يعتبر اختبار "دربين-واتسون"، "Durbin-watson"¹ من أهم الاختبارات المستخدمة في التأكد من سلامة المعادلة من مشكلة الارتباط الذاتي، إلا أنه يشترط أن يكون حجم العينة على الأقل 15. وما دامت الدراسة تغطي فترة 11 سنة فقط، فيكفي الأخذ بقيم أصغر عينة وهي 15 مشاهدة في عملية الاختبار، بحيث أنه كلما كانت قيمة الاختبار DW المحسوبة قريبة من القيمة الجدولية للاختبار ولأصغر عينة بعدد معين من المتغيرات التفسيرية وبمستوى معنوية 1%، كلما تم قبول نسبياً بفرضية العدم (أي عدم وجود ارتباط ذاتي).

يستخدم الاختبار بحساب d وتقرن القيمة المحسوبة مع القيم الجدولية ل d_L و d_U والمتحصل عليها من الجدول الإحصائي، ثم تجرى المقارنة لاتخاذ القرار الإحصائي اللازم.

¹. المرجع نفسه، ص. 393.

من خلال نتائج التقدير المبينة في الجدول رقم (23) تكون قيمة درين - واتسون المحسوبة كالتالي:

$$DW=2,034$$

أما القيم الجدولية عند $n=15$ وبمستوى معنوية 1% و 4 متغيرات تفسيرية هي:¹

القيمة الصغرى: $dL=0,49$ و القيمة الكبرى: $dU=1,70$ ، وتكون المعادلة خالية من مشكل الارتباط الذاتي إذا

$$4 - du > d > dl \quad \text{تحقق}$$

$$4 - du = 4 - 1,70 = 2,3 > 2,034 > 0,49 \quad \text{أي أن:}$$

وهو ما يؤكد أن المعادلة رقم (15) سليمة من مشكلة الارتباط الذاتي.

ج. اختبار عدم ثبات التباين: Heteroscedasticity

يشير عدم ثبات التباين إلى تغير تباين الحد العشوائي مع تغير قيم المتغير التفسيري، وهو ما يؤثر على كفاءة المعلومات المقدرة بطريقة المربعات الصغرى في عملية التقدير والتنبؤ.

ومن بين الاختبارات المستخدمة في الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين اختبار Pagan & Breush² والذي يعتمد على قيمة التوزيع χ^2 . فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية يقبل وجود مشكل عدم ثبات التباين. وتظهر مشكلة عدم ثبات التباين وعند مستوى معنوية معين عند تحقق الشرط التالي:

$$\chi^2_{P-1} < \text{القيمة الجدولية}$$

حيث: P-1 درجات الحرية.

بالنسبة للقيمة الجدولية والمحسوبة للتوزيع الإحصائي والخاصة بمعادلة الائتمان العقاري وعند مستوى معنوية 5% فهي مبينة في الجدول رقم (30):

الجدول رقم 30

قيم التوزيع χ^2 لنموذج الائتمان العقاري الممنوح للعائلات للفترة (1998 - 2008)

MBS	PLOG t-1	TDSUB	I	المتغيرات المفسرة
0,000	0,000	0,000	0,000	المحسوبة (a,b,c,d) Khi-deux
10	10	10	10	Df درجات الحرية
18,31	18,31	18,31	18,31	Critical Chi-Square الجدولية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17".

ما يلاحظ من خلال الجدول رقم (30) أن القيم المحسوبة أقل من القيم الجدولية وهو ما يؤكد ثبات تباين الحد العشوائي. هذه النتيجة تؤكد سلامة المعادلة من مشكل عدم ثبات التباين.

¹. المرجع نفسه، ص. 818.

². المرجع نفسه، ص. 445.

د. اختبار التوزيع الطبيعي (Normalité) لبواقي المعادلة:

لمعرفة طبيعية السلاسل الزمنية (la Normalité) نستخدم اختبار Jarque-Bera (فرضية العدم: سلسلة البواقي لها توزيع طبيعي) وقد تم التوصل إلى أن قيمة Jarque-Bera لبواقي المعادلة والمقدرة بـ 0,42077 أقل من القيمة الجدولة $X^2_{0,95}=12,83$ (أنظر الملحق رقم 13) ومنه نقبل فرضية العدم أي أن بواقي المعادلة تتبع التوزيع الطبيعي، وهذا ما تشير إليه القيمة الاحتمالية (Prob=0,810272)، وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

من خلال اختبارات الدرجة الثانية التي أجريت على المعادلة رقم (15) تتأكد صلاحيتها وقبولها من الناحية القياسية كنموذج للأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية.

2. نموذج معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر للفترة (1998-2008):

أفرز تطبيق المعايير الإحصائية على نموذج العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر عن المعنوية الإحصائية لمعادلة واحدة لتجري عليها الاختبارات القياسية اللازمة للتأكد من قدرتها على القياس والتنبؤ. إذا كانت الصيغة الرياضية لمعادلة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر والخاص بالفترة (1998-2008) والمختارة كنموذج لمعدل العجز على أساس معايير الدرجة الأولى هي كالتالي:

$$TDSUB_t = -24,323 + 1,293(I_{t-1}) - 0,248(PLOG_t) + 4,860(TC_t) + 1,942(IN_t) + \varepsilon_t \quad \dots(16)$$

وبإتباع نفس الخطوات السابقة نجري عليها اختبارات الرتبة الثانية للتأكد من سلامة المعادلة من مشاكل القياس.

أ. اختبار الامتداد الخطي المتعدد: Multicollinearity

يطرح مشكل الامتداد الخطي في هذه الحالة إذا توفر الشرط التالي:

$$R^2_{It-1, PLOG_t, TC_t, IN_t} > R^2$$

في هذا الشأن تظهر نتائج التقدير الارتباطات الجزئية بين المتغيرات المفسرة للدالة كما هو موضح في الجدول

رقم (31):

الجدول رقم 31

مصفوفة الارتباطات الجزئية لمعادلة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري للفترة (2008-1998).

Coefficients de corrélation^a

Modèle	المتغيرات المفسرة	IN	It-1	TC	PLOG	
2	Corrélations	IN	1,000	,317	,250	,406
	الارتباطات	It-1	,317	1,000	,764	,774
		TC	,250	,764	1,000	,630
		PLOG	,406	,774	,630	1,000

a. Variable dépendante : TDSUB

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17".

من خلال الجدول رقم (31) يمكن حساب الآتي:

$$R^2_{It-1, PLOG_t} = 0,599 \text{ ومنه يكون } r_{It-1, PLOG_t} = 0,774$$

$$R^2_{It-1, TC_t} = 0,583 \text{ ومنه يكون } r_{It-1, TC_t} = 0,764$$

$$R^2_{It, IN_t} = 0,1 \text{ ومنه يكون } r_{It, IN_t} = 0,317$$

$$R^2_{PLOG_t, TC_t} = 0,396 \text{ ومنه يكون } r_{PLOG_t, TC_t} = 0,63$$

$$R^2_{PLOG_t, IN_t} = 0,164 \text{ ومنه يكون } r_{PLOG_t, IN_t} = 0,406$$

$$R^2_{IN_t, TC_t} = 0,0625 \text{ ومنه يكون } r_{IN_t, TC_t} = 0,25$$

وحيث أن معامل التحديد للمعادلة كما هو مبين في الجدول رقم (24) يساوي إلى 0,952 أي: $R^2 = 0,952$ وهو ما يؤكد سلامة المعادلة رقم (16) من مشكلة الامتداد الخطي.

ب. اختبار الارتباط الذاتي: Autocorreation

من خلال نتائج التقدير المبينة في الجدول رقم (24) تكون قيمة دربين - واتسون المحسوبة هي: $DW=2,452$ أما القيم الجدولية عند $n=15$ وبمستوى معنوية 1% و 4 متغيرات تفسيرية هي: ¹

القيمة الصغرى: $dL=0,49$ و القيمة الكبرى: $dU=1,7$ ، وتكون المعادلة خالية من مشكل الارتباط الذاتي إذا تحقق

$$4 - du > d > dl$$

$$4 - 1,7 = 2,3 < 2,452 > 0,49 \text{ أي أن:}$$

¹. المرجع نفسه، ص. 818.

وما يلاحظ أن القيمة $DW=2,452$ تقع في منطقة عدم اليقين، وحتى نتأكد من وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من عدمه، نلجأ إلى اختبار Correlogram للبواقي، وما نلاحظه من خلال الشكل رقم (56) هو أن الارتباطات جميعها صغيرة وليست ذات معنوية حيث أن كل قيم (Prob) أكبر من 5%. وعليه يمكن القول أن المعادلة رقم (16) سليمة من مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء.

الشكل رقم 56

نتائج اختبار Correlogram للبواقي لنموذج معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر للفترة (1998-2008)

Sample: 1998 2008
Included observations: 11

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.423	-0.423	2.5591	0.110
		2	0.042	-0.167	2.5865	0.274
		3	0.105	0.069	2.7835	0.426
		4	-0.472	-0.488	7.3426	0.119
		5	0.380	-0.017	10.791	0.056
		6	-0.196	-0.143	11.894	0.064
		7	0.161	0.136	12.823	0.077
		8	0.061	-0.072	12.999	0.112
		9	-0.225	-0.049	16.633	0.055

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وعلى البرنامج الإحصائي "Eviews 4"

ج. اختبار عدم ثبات التباين: Heteroscedasticity

كما تمت الإشارة إليه سابقا إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية للتوزيع χ^2 يقبل وجود مشكل عدم ثبات التباين، أي عند تحقق الشرط التالي: القيمة المحسوبة ل $\chi^2 <$ من القيمة الجدولية. بالنسبة للقيمة الجدولية والمحسوبة للتوزيع الإحصائي والخاصة بمعادلة الائتمان العقاري وعند مستوى معنوية 5% فهي مبينة في الجدول رقم (32):

الجدول رقم 32

قيم التوزيع χ^2 لمعادلة معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر للفترة (1998-2008)

IN	TC	$P\hat{L}OG$	It-1	المتغيرات المفسرة
,818	1,273	0,000	0,000	Khi-deux (a,b,c,d) المحسوبة
9	8	10	10	Df درجات الحرية
16,92	15,51	18,31	18,31	Critical Chi-Square الجدولية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17".

ما يلاحظ من خلال الجدول أن القيم المحسوبة أقل من القيم الجدولية وهو ما يؤكد ثبات تباين الحد العشوائي. وهذه النتيجة تؤكد سلامة المعادلة من مشكل عدم ثبات التباين.

د. اختبار التوزيع الطبيعي (Normalité) لبواقي المعادلة:

لمعرفة طبيعية السلاسل الزمنية (la Normalité) نستخدم اختبار Jarque-Bera (فرضية العدم: سلسلة البواقي لها توزيع طبيعي) وقد تم التوصل إلى أن قيمة Jarque-Bera لبواقي المعادلة والمقدرة بـ 0,0635 أقل من القيمة الجدولة $X^2_{0,95}=12,83$ (أنظر الملحق رقم 14) ومنه نقبل فرضية العدم أي أن بواقي المعادلة تتبع التوزيع الطبيعي، وهذا ما تشير إليه القيمة الاحتمالية (Prob=0,968)، وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%. من خلال اختبارات الدرجة الثانية التي أجريت على المعادلة رقم (16) تتأكد صلاحيتها من الناحية القياسية كنموذج لتفسير الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1998-2008).

3. نموذج أسعار المنازل للفترة (1998-2008)

نتج عن عملية تطبيق المعايير الإحصائية على نموذج أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية والخاصة بالفترة (1998-2008) المعنوية الإحصائية لمعادلة واحدة هي كالتالي:

$$PLOG_t = 2,468 - 0,968(I_t) - 0,732(T\hat{D}SUB_{t-1}) + 2,342 \times 10^{-7}(MBS_t) + 0,349(PLOG_{t-1}) + \varepsilon_t \quad ..(17)$$

وللتأكد من السلامة القياسية لهذه المعادلة تجري عليها اختبارات الرتبة الثانية وهي كالتالي:

أ. اختبار الامتداد الخطي المتعدد: Multicollinearity

حتى تكون هذه المعادلة ملائمة لاعتمادها كنموذج لأسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1998-2008) لا بد وأن تكون خالية من مشكل الامتداد الخطي المتعدد أي عند تحقق الشرط التالي:

$$R^2_{I_t, T\hat{D}SUB_t, MBS_t, PLOG_{t-1}} < R^2$$

وهنا تظهر نتائج التقدير الارتباطات الجزئية بين المتغيرات المفسرة للدالة كما هو موضح في الجدول رقم (33):

الجدول رقم 33

مصفوفة الارتباطات الجزئية لنموذج أسعار المنازل للفترة (1998 - 2008)

Modèle	النموذج		PLOG t-1	I	MBS	T\hat{D}SUB
3	Corrélations الارتباطات	PLOG t-1	1,000	,254	-,164	,446
		I	,254	1,000	-,298	,410
		MBS	-,164	-,298	1,000	-,084
		T\hat{D}SUB	,446	,410	-,084	1,000

a. Variable dépendante : PLOG

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17".

من خلال الجدول رقم (33) يمكن حساب الآتي:

$$R^2_{It, \hat{T}DSUB_t} = 0,068 \text{ ومنه يكون } r_{It, \hat{T}DSUB_t} = 0,410$$

$$R^2_{It, MBS_t} = 0,088 \text{ ومنه يكون } r_{It, MBS_t} = -0,298$$

$$R^2_{It, PLOG_{t-1}} = 0,064 \text{ ومنه يكون } r_{It, PLOG_{t-1}} = 0,254$$

$$R^2_{\hat{T}DSUB_t, MBS_t} = 0,007 \text{ ومنه يكون } r_{\hat{T}DSUB_t, MBS_t} = -0,084$$

$$R^2_{\hat{T}DSUB_t, PLOG_{t-1}} = 0,198 \text{ ومنه يكون } r_{\hat{T}DSUB_t, PLOG_{t-1}} = 0,446$$

$$R^2_{MBS_t, PLOG_{t-1}} = 0,026 \text{ ومنه يكون } r_{MBS_t, PLOG_{t-1}} = -0,164$$

وحيث أن معامل التحديد للمعادلة كما هو مبين في الجدول رقم (25) يساوي إلى 0,88 أي: $R^2 = 0,88$ وهو ما يؤكد سلامة المعادلة رقم (17) من مشكلة الامتداد الخطي.

ب. اختبار الارتباط الذاتي: Autocorrelation

نظرا لوجود القيمة المبطة لأسعار المنازل ($PLOG_{t-1}$) ضمن المتغيرات التفسيرية لنموذج أسعار المنازل للفترة t ($PLOG_t$)، فإن إحصائية (DW) المقدرة لا تصلح للتحقق من وجود ارتباط ذاتي بين القيم الحقيقية الخطأ العشوائي للانحدار، إذ يتعين ألا يحتوي نموذج الانحدار الأصلي على المتغير التابع ذات الفجوة الزمنية كأحد متغيراته التفسيرية.¹ وفي هذه الحالة تكون إحصائية (DW) المقدرة متحيزة اتجاه قيمتها المثلى وهي (2)، مما يفضي إلى قبول فرض عدم غالبا، بالرغم من وجود ارتباط ذاتي في الحقيقة ولذلك يتم استخدام إحصائية (h-Durbin).
وفرضيات هذا الاختبار هي:²

- H_0 فرضية عدم وتعني عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.

- H_1 الفرضية البديلة وتعني وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.

ومن أجل حساب إحصائية (h)، نحتاج إلى البيانات التالية:³

- عدد المشاهدات (N=11)

- إحصائية (DW) المقدرة والتي رمزنا لها بالرمز (d) وتساوي 2,228 (أنظر الجدول رقم 25).

- تباين المتغير التفسيري المبطة ولنرمز له بالرمز $Var(PLOG_{t-1})$.

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سابق، ص. 393.

² Hélène Hamisultane, "Econométrie", Document inspiré de l'ouvrage de Bourbonnais (2000), Econométrie, Dunod, P.41. <http://helene-hamisultane.voila.net/travaux/ECONOMETRIE.pdf> visité le 12/03/2012

³ أحمد أبو الفتوح علي الناقه، "قياس أثر المستوى العام للأسعار والأرصدة الحقيقية على سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي: في ضوء المسلمات الأساسية للاقتصاد الإسلامي"، المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، ص. 38.

ولهذا فإن إحصائية الاختبار هي: ¹

$$h = (1 - \frac{1}{2}d) \sqrt{\frac{N}{1 - N(\text{Var}[PLOG_{t-1}]^2)}} = h = (1 - \frac{1}{2}(2,228)) \sqrt{\frac{11}{1 - 11(0,226)^2}} = -0,57119$$

ونظرا لأن (h) لها قيم موزعة توزيعا طبيعيا معياريا فقيماتها تقارن بقيم توزيع (Z)، وهو المتغير الطبيعي المعياري، عند مستوى معنوية 5%، وحيث أن ($|h| = 0,57119$)، وهي أقل من قيمة ($Z=1,96$)، وهو ما يؤكد أن المعادلة رقم (17) سليمة من مشكلة الارتباط الذاتي.

ج. اختبار عدم ثبات التباين: Heteroscedasticity

يقبل وجود مشكل عدم ثبات التباين عند تحقق الشرط التالي:

القيمة المحسوبة ل χ^2 أكبر من القيمة الجدولية

حيث: P-1 درجات الحرية.

بالنسبة للقيمة الجدولية والمحسوبة للتوزيع الإحصائي والخاصة بمعادلة أسعار المنازل وعند مستوى معنوية 5% فهي مبينة في الجدول رقم (34).

الجدول رقم 34

قيم التوزيع χ^2 لنموذج أسعار المنازل للفترة (1998-2008)

PLOG t-1	MBS	TDSUB	I	المتغيرات المفسرة
0,000	0,000	0,000	0,000	المحسوبة (a,b,c,d) Khi-deux
11	10	10	11	Df درجات الحرية
19,68	18,31	18,31	19,68	Critical Chi-Square الجدولية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي "SPSS Version 17".

ما يلاحظ من خلال الجدول رقم (34) أن القيم المحسوبة أقل من القيم الجدولية وهو ما يؤكد ثبات تباين الحد العشوائي. هذه النتيجة تؤكد سلامة المعادلة رقم (17) من مشكلة عدم ثبات التباين.

د. اختبار التوزيع الطبيعي (Normalité) لبواقي المعادلة:

لمعرفة طبيعية السلاسل الزمنية (la Normalité) نستخدم اختبار Jarque-Bera (فرضية العدم): سلسلة البواقي لها توزيع طبيعي) وقد تم التوصل إلى أن قيمة Jarque-Bera لبواقي المعادلة والمقدرة بـ 2,788 أقل من القيمة الجدولة $X^2_{0,95} = 12,83$ (أنظر الملحق رقم 15) ومنه نقبل فرضية العدم أي أن بواقي المعادلة تتبع التوزيع الطبيعي، وهذا ما تشير إليه القيمة الاحتمالية (Prob=0,248)، وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

¹. المرجع نفسه، ص. 38.

من خلال اختبارات الدرجة الثانية التي أجريت على المعادلة رقم (17) تتأكد صلاحيتها من الناحية القياسية كنموذج للأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية.

إن اختبارات الدرجة الثانية أثبتت سلامة ثلاث معادلات، ويمكن إدراج جميع معادلات أزمة قطاع العقار في الولايات المتحدة الأمريكية والتي أثبتت الاختبارات الإحصائية والقياسية سلامتها في الجدول رقم (35).

الجدول رقم 35

المعادلات ذات المعنوية الإحصائية والقياسية في نموذج أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1998-2008)

النموذج	المعادلة	R ²	الفترة
قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات	$CIM_t = 9,061 - 1,075(I_t) - 0,574(TDSUB_t) + 0,579(PLOG_{t-1}) + 1,39 * 10^{-7}(MBS_t) + \varepsilon_t$	0,979	1998 - 2008
العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر	$TDSUB_t = -24,323 + 1,293(I_{t-1}) - 0,248(PLOG_t) + 4,860(TC_t) + 1,942(IN_t) + \varepsilon_t$	0,952	1998 - 2008
أسعار المنازل في الو.م. أ.	$PLOG_t = 2,468 - 0,968(I_t) - 0,732(TDSUB_t) + 2,342 * 10^{-7}(MBS_t) + 0,349(PLOG_{t-1}) + \varepsilon_t$	0,880	1998 - 2008

ما يلاحظ من خلال الجدول رقم (35) أن اختبارات الرتبة الأولى والرتبة الثانية قد أفرزت ثلاث معادلات سلوكية ذات دلالة إحصائية وسليمة من كل مشاكل القياس، وتبقى المعايير الاقتصادية هي الفاصل التي تسمح باستخدامها في عمليات التنبؤ.

المطلب الثالث: المعايير الاقتصادية: Economic Criteria

تتحدد هذه المعايير بناء على قواعد النظرية الاقتصادية، وتتعلق هذه المعايير بحجم وإشارة المعلمات المقدرة. فالنظرية الاقتصادية قد تضع قيودا مسبقا حول إشارة وحجم المعلمة وذلك بناء على منطق معين. فإذا ما تم الحصول على قيم للمعلمات المقدرة تتنافى والقاعدة النظرية، فإن ذلك سيكون مبررا قويا لرفض صحة تقدير هذه المعلمات. ويطلق بعض المفكرين على النماذج التي لا تتطابق قيم معلماتها مع القيود التي تضعها النظرية الاقتصادية، وقبولها لوجود مبررات منطقية قوية أخرى تتعلق بالظاهرة الاقتصادية محل الدراسة بـ "النماذج الغير متجانسة"، وهذا ما يحدث كثيرا في اقتصاديات الدول النامية. إن الاختلاف بين النظرية والتقدير قد يكون نتيجة قصور في البيانات المستخدمة في تقدير النموذج، أو نتيجة لكون بعض فروض الطريقة القياسية المستخدمة في التقدير غير صحيحة. من هذا المنطلق سيتم تطبيق المعايير الاقتصادية لانتقاء المعادلات السلوكية الأكثر تناسبا مع سلوك الأزمة في قطاع العقار في الولايات المتحدة الأمريكية.

1. نموذج قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات:

ما يلاحظ من خلال الجدول رقم (35) أن هذا النموذج يحتوي على معادلة سلوكية واحدة، وقد أثبتت الاختبارات السابقة قوة الدلالة الإحصائية والقياسية لها. وهي تعكس العلاقة الفنية بين متغير الائتمان في قطاع الرهن العقاري ومجموعة المتغيرات التفسيرية والمكونة من معدل الفائدة (I_t) وأسعار المنازل للفترة $t-1$ ($PLOG_{t-1}$) ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$) وحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t)، وهو أيضا ما يؤكد أن التوسع في منح قروض الرهن العقاري اعتمد على التسهيلات التي قدمتها الإدارة الأمريكية من خلال التخفيض في معدل الفائدة كأحد أهم الحوافز التي قدمت خاصة للعائلات ضعيفة الملاءة للاقتراض بغرض الحصول على منازل، إلى جانب الارتفاع المستمر في أسعار المنازل الذي ساعد العائلات على الحصول على قروض إضافية من خلال رهن نفس العقار.

كما أن التوسع في منح الائتمان العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، كان مدفوعا أيضا بظهور أساليب تمويلية جديدة تستند إلى التوريق وإلى استمرار ضعف معايير الإقراض. وتظهر أيضا من خلال هذا النموذج العلاقة بين حجم القروض العقارية الممنوحة للعائلات ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، إذ ومع ارتفاع معدلات العجز عن السداد انطلقا من سنة 2006 بدأ حجم القروض العقارية الممنوحة للعائلات في التراجع. كما أن إشارات معلمات هذه المعادلة تتناسب تماما مع القيود التي تضعها النظرية الاقتصادية، حيث أن حجم الائتمان العقاري في علاقة عكسية مع كل من معدل الفائدة ومعدل العجز عن تسديد القروض العقارية عالية المخاطر، أما بالنسبة لمعلمة أسعار المنازل ومعلمة حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري فهي موجبة وتعبر عن العلاقة الطردية والتأثير الإيجابي لكلا المتغيرين على حجم قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات. وعليه فإن العوامل السابقة الذكر من انخفاض في معدلات الفائدة وارتفاع مستمر في أسعار المنازل والتوسع في عملية توريق الرهون العقارية، ساهمت بشكل مباشر في التوسع في منح قروض الرهن العقاري للعائلات وفي تشكل الفقاعة في قطاع العقار في الولايات المتحدة الأمريكية وتضخمها.

وما يمكن استنتاجه من هذا النموذج هو أن سعر الفائدة متغير مؤثر ومفسر للطلب على قروض الرهن العقاري، وعليه يتطلب الأمر تحكما أكبر في السياسة النقدية وتفاذي أي تقلبات في معدل الفائدة من شأنها أن تحدث اضطرابات في القطاع المصرفي والقطاع العقاري على حد سواء. أما بالنسبة لأسعار المنازل للفترة $(t-1)$ كمتغير مفسر للطلب على قروض الرهن العقاري فإن هذا يعني أنه من الخطأ الاعتماد على الارتفاع المستمر في أسعار المنازل وأسعار العقارات بشكل عام في منح قروض إضافية من خلال رهن نفس العقار، لأن أي تقلب أو تراجع في أسعار المنازل سيزيد من أعباء العائلات ويعرض البنوك للإفلاس. وبالنسبة لحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري ونظرا لدورها المباشر في توفير السيولة اللازمة للبنوك بما يسمح لها بالتوسع في منح الائتمان وخاصة قروض الرهن العقاري للعائلات وما يترتب عنه من زيادة الطلب على العقارات وارتفاع أسعارها، فإن الأمر يتطلب تقنين هذه العملية وضبطها.

2. نموذج العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر:

إن ما أفرزته الاختبارات السابقة هو أن نموذج العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر يتكون من معادلة سلوكية واحدة، كما يظهر ذلك من خلال الجدول رقم (35)، وهي تعكس العلاقة الفنية بين متغير العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ومجموعة المتغيرات التفسيرية والمتكونة من معدل الفائدة للفترة $(t-1)$ (I_{t-1}) وأسعار المنازل $(PLOG_t)$ ومعدل البطالة (TC_t) ومعدل التضخم (IN_t) وهي مقدرة للفترة (1998-2008)، وهذا يعني أن الشراكة الأولى في أزمة الرهن العقاري والتي بدأت من خلال عجز العائلات الأمريكية عن تسديد قروض الرهن العقاري كانت كنتيجة أساسية للارتفاع في معدلات التضخم وما ترتب عنه من ارتفاع في معدلات الفائدة ثم التراجع في أسعار المنازل، إذ أن القيمة السوقية لبعض العقارات لم تعد تغطي حتى قيمة القروض التي اعتبرت هذه الأخيرة كضمانات لها، إلى جانب الارتفاع في معدلات البطالة الذي يمثل أحد الجوانب الاجتماعية للأزمة، باعتبار أن قروض الرهن العقاري عالية المخاطر قد منحت لأشخاص ضعيفي الملاءة. كما أن إشارات معلمات هذه المعادلة تتناسب تماما والضوابط التي تضعها النظرية الاقتصادية، حيث أن معلمة معدل الفائدة موجبة وهي تعبر عن العلاقة الطردية بين معدل الفائدة ومعدل العجز عن تسديد القروض العقارية عالية المخاطر، أي أن لهما نفس الاتجاه فانخفاض معدلات الفائدة يخفض من حالات العجز عن السداد والعكس صحيح. أما بالنسبة لمعلمة أسعار المنازل فهي سالبة وهي تعبر عن العلاقة العكسية بين أسعار المنازل وعجز العائلات عن تسديد التزاماتها من قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، كما أن إشارة كل من معدل البطالة ومعدل التضخم موجبة وهو ما يعكس تأثيرهما الإيجابي ودورهما في ارتفاع معدلات العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، ومن ثم انفجار الفقاعة في قطاع العقار.

مما تقدم يتأكد الدور المحوري الذي لعبه معدل الفائدة في الأزمة من خلال علاقته المباشرة بمعدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر، وهو ما يجعل لزاما على السلطات المعنية الرقابة على هذا المتغير وتجنب أي تقلبات تحدث فيه، مع ضرورة التحكم في معدلات التضخم. أما بالنسبة لمعدل البطالة كمتغير مفسر لمعدل العجز عن السداد فهذا يعني ضرورة التأكد من ملاءة المقترضين ومن الضمانات التي يقدمونها عند منحهم الائتمان. وبالنسبة لأسعار المنازل كمتغير مؤثر ومفسر لعجز العائلات عن السداد فهو يؤكد التأثير السلبي لتراجع أسعار المنازل ودورها في تعميق الأزمة من خلال زيادة حالات العجز عن السداد، حيث أصبحت أسعار المنازل أقل من قيمة القروض التي تفتقر هذه المنازل كضمانات لها وهو ما يعني أن الاعتماد على الارتفاع في أسعار العقارات في الحصول على الائتمان سمح بتضخيم الفقاعة في قطاع العقار من جهة، كما أدى إلى رفع حالات العجز عن السداد عند انفجار تلك الفقاعة.

3. نموذج أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية:

ما يلاحظ من خلال الجدول رقم (35) أن هذا النموذج يحتوي على معادلة سلوكية واحدة، وقد أثبتت الاختبارات السابقة قوة الدلالة الإحصائية والقياسية لها. وهي تعكس العلاقة الفنية بين متغير أسعار المنازل وكل من

الفصل الخامس: أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية دراسة قياسية للفترة (1998-2008)

معدل الفائدة (I_t) ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر ($TDSUB_t$) وأسعار المنازل للفترة (t-1) وحجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS_t)، وهو ما يؤكد أن تضخم الفقاعة في قطاع العقار وخاصة في المدن الكبرى كان نتيجة لانخفاض معدلات الفائدة والتوسع في توريق قروض الرهن العقاري، إلى جانب الانخفاض في معدلات العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر والارتفاع المستمر في أسعار المنازل. كما تبين أيضا من خلال النموذج أن المتغيرات المتسببة في تشكل الفقاعة العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية هي نفسها المتغيرات المفجرة لهذه الفقاعة. أما بالنسبة لإشارات معلمات هذه المعادلة فهي تتناسب تماما مع القيود التي تضعها النظرية الاقتصادية، حيث أن أسعار المنازل في علاقة عكسية مع كل من معدل الفائدة ومعدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري، وفي علاقة طردية مع حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري وأسعار المنازل للفترة (t-1).

من مجمل ما سبق، يمكن القول أن الأمر يتطلب بالدرجة الأولى وجود قطاع مالي ومصرفي يتوفر على جهاز رقابي وإشرافي تتم فيه معاملات على درجة عالية من الشفافية، مع ضبط عملية منح الائتمان وتوجيهه إلى القطاعات المنتجة، والتحكم قدر الإمكان في أدوات السياسة النقدية، والتي هي من صلاحيات البنوك المركزية، وتجنب السياسات النقدية التوسعية التي عادة ما ينتج عنها آثار تضخمية يترتب عنها تشكل فقاعات في القطاعات المعنية تنتهي بأزمات مالية. وباعتبار أسعار الفائدة أداة رقابة في يد السلطات النقدية فلا بد من استخدامها بالشكل الذي يحقق التوازن النقدي ويسمح بالتحكم في معدلات التضخم بما يتناسب مع تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية الحقيقية. إلى جانب التحكم في معدلات البطالة وتقنين عمليات التوريق وضبطها وخاصة فيما يتعلق بالأصول التي تستند إليها هذه المنتجات المهيكلة وأن لا تكون لقروض عالية المخاطر.

وخلاصة لما تقدم يتضح الإطار النهائي لنموذج الأزمة في الو.م.أ كما هو موضح في الجدول رقم (36).

الجدول رقم 36

نموذج أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (1998-2008)

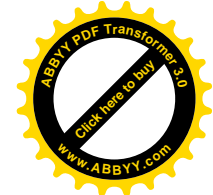
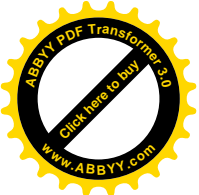
النموذج	المعادلة	R ²	الفترة
قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات	$CIM_t = 9,061 - 1,075(I_t) - 0,574(TDSUB_t) + 0,579(PLOG_{t-1}) + 1,39 * 10^{-7}(MBS_t) + \varepsilon_t$	0,979	1998 - 2008
العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر	$TDSUB_t = -24,323 + 1,293(I_{t-1}) - 0,248(PLOG_t) + 4,860(TC_t) + 1,942(IN_t) + \varepsilon_t$	0,952	1998 - 2008
أسعار المنازل في الو.م.أ	$PLOG_t = 2,468 - 0,968(I_t) - 0,732(TDSUB_t) + 2,342 * 10^{-7}(MBS_t) + 0,349(PLOG_{t-1}) + \varepsilon_t$	0,880	1998 - 2008

خلاصة الفصل الخامس:

تناول هذا الفصل دراسة قياسية تتضمن نموذج يترجم أهم العوامل التي ساعدت على تضخم الفقاعة في قطاع العقار في الولايات المتحدة الأمريكية، وأهم أسباب انفجار هذه الفقاعة، وقد تمت الإجابة على بعض فرضيات الدراسة، حيث أظهرت النتائج أن أهم العوامل التي ساهمت في تضخم أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية تمثلت أساساً في الإفراط في منح قروض الرهن العقاري للعائلات الأمريكية، وذلك من خلال تخفيض معدلات الفائدة على هذه القروض، حيث تم التوصل إلى أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من متغير قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات ومعدل الفائدة، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الارتفاع في أسعار المنازل والتوسع في منح قروض الرهن العقاري للعائلات، باعتبار أن الارتفاع في أسعار المنازل سمح للأسر بالاستفادة مباشرة من ثروتها السكنية والحصول على المزيد من القروض بضمان قيمة المسكن.

كما أظهرت نتائج التقدير وجود علاقة طردية قوية بين الارتفاع في معدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر من جهة، وبين معدل الفائدة ومعدل التضخم وكذا معدل البطالة من جهة أخرى، وهو ما ترتب عنه التراجع في أسعار المنازل التي هي محل تلك الديون. إلى جانب تأكيد دور آلية التوريق وعلاقتها بأزمة الرهن العقاري من خلال دراسة علاقة حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري بكل من حجم قروض الرهن العقاري ومتغير أسعار المنازل. وتم التوصل إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الارتفاع في حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري، وبين التوسع في منح قروض الرهن العقاري للعائلات والارتفاع في أسعار المنازل.

وعلى ضوء ما سبق، ومن خلال دراسة التفاعل بين متغيرات النموذج وتحديد تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة ودورها في حدوث الأزمة، تؤكد في النهاية أن النتائج المتوصل إليها تتناسب تماماً والضوابط التي تضعها النظرية الاقتصادية، كما أنها تتوافق مع نتائج الدراسة التحليلية، حيث تؤكد أهمية معدل الفائدة، باعتباره متغير حاسم في صيرورة الأزمة، من خلال دوره الأساسي والجوهري في عملية اتخاذ القرارات الائتمانية، بداية بتخفيض معدلات الفائدة وتبني سياسة نقدية توسعية لتشجيع البنوك على منح قروض الرهن العقاري لكل فئات المجتمع، وصولاً إلى ارتفاع حجم القروض المتعثرة وخاصة منها قروض الرهن العقاري عالية المخاطر وعجز العائلات عن تسديد ما عليها من التزامات بمجرد الارتفاع في معدل الفائدة وتراجع أسعار المنازل، وهو ما أدى في النهاية إلى انفجار الفقاعة في قطاع العقار، وانتقالها لتشمل معظم قطاعات الاقتصاد الأمريكي وتحويل إلى أزمة مالية عالمية.



الفصل السادس:

الوقاية من الأزمات المالية وآليات العلاج

الفصل السادس:

الوقاية من الأزمات المالية وآليات العلاج

تبين النظريات الحديثة أن هشاشة النظام المالي والأزمات المالية تعتبر بمثابة مميزات جوهرية للمالية الدولية، فالأزمات تعتبر ثمنا لتطور وتكامل الأسواق المالية. وهنا تظهر ضرورة وضع نصوص تنظيمية وحملات وقائية يمكنها تخفيض عدد الأزمات المالية قدر المستطاع. وفي هذا الصدد هناك إستراتيجيتان: الأولى تتمثل في العمل على تقليص عوامل الهشاشة المالية وبالتالي الوقاية من الأزمات، والثانية تتمثل في العلاج الأمثل والأسرع عندما لا يكون بالإمكان تفادي تلك الأزمات. والشيء المثالي بطبيعة الحال، هو الوقاية من الأزمات من خلال التقدير الدقيق للمخاطر.

المبحث الأول: نظم الإنذار المبكر والتنبؤ بالأزمات المالية

هناك العديد من النماذج النظرية والدراسات العملية التي تحلل الأزمات المالية بصفة عامة. بعض الدراسات تحاول الوقوف على جذور وأسباب وعواقب أزمات العملة، وهي دراسات تركز أساسا على عوامل الاقتصاد الكلي والضعف في المؤشرات الاقتصادية الكلية. كما أن هناك دراسات أخرى تركز على الأزمات المصرفية، أسبابها، ومؤشراتها كإطار لتحليل سلامة المصارف كل على حده. وهناك قائمة ثالثة من الدراسات تركز على الاضطرابات في سوق الأوراق المالية. إلى جانب قائمة طويلة تتطرق إلى أنواع أخرى من الأزمات المالية مثل الأزمات التوأم، أزمات الديون، أزمات السيولة وأزمات التخلف عن السداد وضعف وكالات التصنيف الائتماني.¹ وذلك بهدف رصد مجموعة من المؤشرات التي تقف وراء حدوث الأزمات المالية في محاولة لوضع نظم للإنذار المبكر من شأنها إصدار إشارات بحدوث الاضطرابات المالية.

المطلب الأول: مفهوم نظام الإنذار المبكر

يمكن تعريف نظام الإنذار المبكر على أنه "تلك الأداة القادرة على توقع حدوث الأزمات من خلال تقييم ملف المخاطر الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والبيئية والضغط السكانية وغيرها لبلد ما. حيث يشمل أسس نظرية ومجموعة من الإجراءات العلمية المتسلسلة والمتناسقة، التي يتم من خلالها تحديد المخاطر الإجمالية في مجال ما، لبلد ما، لتوفير المعلومات المناسبة لمتخذي القرارات والتي تفيد مسبقا في توقع حدوث الأزمة في البلد المعني".²

كما يعرف صندوق النقد الدولي نظم الإنذار المبكر على أنها نماذج من الاقتصاد القياسي تستخدم من طرف الصندوق في سعيه للتنبؤ بأزمات العملة قبل حدوثها. وترتكز هذه النماذج على التقلبات الخارجية، وتستغل

¹ Mahfoud Djebbar, " Predicting Financial Crises: Myth and Reality", Recueil de Communications du Colloque International Sur : "La Crise Financière et Economique et Gouvernance Mondiale", (Algérie, Sétif, Université Farhat Abbas, du 20 au 21 Octobre 2009), P. 3.

² أوكيل نسيم، مرجع سابق، ص. 340.

العلاقة المنتظمة التي تظهر من البيانات التاريخية بين المتغيرات التي من شأنها أن تتسبب في حدوث الأزمات.¹ ويشير صندوق النقد الدولي إلى أن الإطار المنهجي العلمي التحريبي للنظام يعتمد على توليفة من المتغيرات والمؤشرات القيادية الممثلة لحالة التغير (التي تظهر تغيراً غير طبيعي في سلوكها في حالة الأزمات)، بينما تركز دقة نتائجه على نوعية ودرجة تردد البيانات حول حالة المخاطرة.²

ويرى بيكمان "Beckmann, 2006" أن عالم نظم الإنذار المبكر له خمسة أبعاد وهي، متغيرات النظام، فترة العينة، بلدان العينة، إلى جانب تعريف الأزمة وطريقة تطبيق هذا النظام. وكل نظام للإنذار المبكر هو مزيج من هذه الأبعاد الخمسة"، وطريقة تطبيقها هي عادة نموذج اقتصادي قياسي.³

ويتمثل الهدف الرئيسي لوضع نظام الإنذار المبكر في فهم مصادر الأزمات المالية، وتحليل نقاط الضعف في البلد المعني وبالتالي تدارك أو تجنب حدوثها، من خلال وضع سياسات الاستجابة السريعة في المراحل الأولى للأزمات قبل تطورها، ومن ثم تجنب التكاليف الكبيرة التي قد تنجم عنها في حال حدوثها.⁴

من مجمل ما سبق يمكن القول أن نظام الإنذار المبكر هو مزيج من المؤشرات يستخدم للتنبؤ واختبار مدى إمكانية حدوث أزمة ما في فترة محددة من الزمن، بهدف تجنبها وتفادي التكاليف التي قد تترتب عنها في حال حدوثها، كما تعتبر أداة مفيدة جدا لصناع القرار للتنبؤ في المجالات الاقتصادية والمالية.

المطلب الثاني: أهمية نظم الإنذار المبكر

تتبع أهمية نظم الإنذار المبكر من قيمتها بأنها أداة دائمة ومستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مالية، وذلك قبل وقوع الحدث لاتخاذ ما يلزم من سياسات وإجراءات وقائية أو مانعة، كما تساعد نظم الإنذار المبكر على ما يلي:⁵

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

¹. كريستان ميلدر، "عين العاصفة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، العدد 4 (صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002)، ص. 6.

². أوكيل نسيمية، مرجع سابق، ص. 340.

³. Mahfoud Djebbar, Op. Cit., P. 14.

⁴. Ibid., P. 14.

⁵. عبد النبي إسماعيل الطوخي، مرجع سابق، ص. 6.

كما يرجع سبب الاهتمام بدراسة الأزمات المالية ومحاولة إيجاد مؤشرات تتسم بالقدرة التنبؤية لها قبل وقوعها إلى تكرار تلك الأزمات وفي فترات متقاربة من ناحية، وإلى الخسائر والتكلفة العالية لتلك الأزمات من ناحية أخرى، وقد قدر البنك الدولي الخسائر الناجمة عن تلك الأزمات بحوالي 15% من الناتج المحلي الإجمالي، تفاوتت من دولة لأخرى وتجاوزت 25% في بعض الحالات (الأرجنتين، الشيلي، كوت ديفوار) كما يظهر من خلال الجدول التالي:¹

الجدول رقم 37

خسائر الأزمات المالية في بعض البلدان.

الخسائر كنسبة من الناتج المحلي	الفترة	الدولة	
17	85-77	اسبانيا	1
8	93-91	فنلندا	2
6	92-91	السويد	3
4	89-87	النرويج	4
3	91-84	الولايات المتحدة	5
18	95-94، 83-80	فنزويلا	6
13 - 55	1985 ، 82-80	الأرجنتين	7
15- 12	95-94	المكسيك	8
4 - 10	1996-94	البرازيل	9

Source: I M F ,World Economic Survey, 1998, P. 78

وعلى العموم، فإن الباحثين والمحللين التابعين لعدد من المؤسسات، كبنك الاحتياطي الفدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية، صندوق النقد الدولي وبنك التسويات الدولية، المهتمين بدراسة الأزمات المالية ومعرفة أسبابها، بينوا أن بعض النماذج يمكن استخدامها لتوقع الأزمات، ولكن الأمر يتطلب المزيد من العمل لفهم أكثر لأسبابها.

المطلب الثالث: استنباط مؤشرات لتوفير إنذار مبكر بالأزمات المالية

إن تطوير مؤشرات أساسية تقدم إنذارا مبكرا بالأزمات المالية في مراحلها الأولى يعد خطوة أساسية لتفادي آثارها السلبية وتحسين قدرة البلدان على إدارة اقتصادياتها. فالدراسة التحليلية لأكثر الأزمات الدولية التي حدثت انطلاقا من تسعينيات القرن العشرين توضح تطورا في بنية وطبيعة الأزمات. فمثلا، بدأت أزمة المديونية لسنوات الثمانينيات مع تعليق المدفوعات من طرف المكسيك في أوت سنة 1982 واستمرت قرابة عقد من الزمن، وقد حدد معظم المحللين مجموعة من العوامل الخارجية التي أدت إلى حدوث الأزمة كتدهور معدلات التبادل التجاري، الارتفاع المسجل في أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي وتباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي، والتي اقترنت بمجموعة من

¹. المرجع نفسه، ص. 1.

الاختلالات الداخلية، كالعجز في الميزانية، المبالغة في تقدير قيمة العملة، وسوء إدارة تدفقات رأس المال بسبب الضمانات الضمنية لسعر الصرف الممنوحة من طرف القطاعين الخاص والعام.

وفي المقابل، أرجع العديد من المراقبين الأزمة المكسيكية وانحيار البيزو إلى التنبؤات المحققة لذاتها للمتعاملين في السوق، إلى جانب العجز الكبير في الحساب الجاري الناتج عن الإفراط في تقييم العملة بعد تثبيت التضخم، كما تسببت سياسة إدارة الدين قبل الأزمة في تراكم الديون القصيرة الأجل المقومة بالدولار، بالإضافة إلى التوسع السريع في القطاع المالي المحلي الذي أدى إلى تكوين محافظ القروض المنخفضة الجودة، والتعرض الكبير لمخاطر انخفاض قيمة سعر الصرف.

أما بالنسبة للأزمة الآسيوية فقد كان الموقف المالي قوي ومعدلات التضخم معتدلة أو منخفضة لسنوات عديدة قبل الأزمة. وباستثناء تايلاند، لم تسجل أسعار الصرف الحقيقية أي ارتفاع في السنوات التي سبقت الأزمة، رغم أن بعض اقتصاديات المنطقة شهدت تباطؤاً في نمو الصادرات انطلاقاً من سنة 1996 بعد عدة سنوات من التوسع القوي. غير أن هشاشة القطاع المالي والمؤسسي وسوء القرارات المتخذة في مجال الإقراض والاستثمار كانت السمات المشتركة بين الاقتصادات الآسيوية المتضررة من الأزمة. كما كان لسلوك القطيع دوراً مهماً في عدوى الأزمة الآسيوية وانتشارها بين مختلف البلدان.¹

وعليه فإن تحديد نموذج اقتصادي مشترك لكل هذه الأزمات صعب جداً، رغم وجود مجموعة من الظواهر والعلامات المشتركة بينها، كالاخفاض في مستوى احتياطات الصرف، الارتفاع في التزامات الدين الخارجي مقارنة بإجمالي الاقتصاد وحالة ميزان المدفوعات الخارجي للبلدان، وغيرها. وعموماً، يمكن حصر أهم مؤشرات الإنذار المبكر بكل من الأزمات المصرفية وأزمات العملة فيما يلي:

1. مؤشرات الإنذار المبكر بالأزمات المصرفية:

هناك الكثير من التساؤلات التي تطرح نفسها، حول المؤشرات التي تسبق حدوث الأزمات المصرفية فمثلاً، لماذا لا تفلس جميع البنوك رغم تعرضها لنفس الصدمة؟ وهل توجد مؤشرات تكون بمثابة مقياس للضغط تشير إلى احتمال مباشر لإفلاس البنوك؟ وما مدى قدرة هذه المؤشرات على تقييم درجة ضائقة النظام المصرفي قبل حدوث أزمة؟ وكيف يمكن قياس "الخطر المعنوي" الذي ينشأ عندما تقدم البنوك على مخاطر مفرطة تقوم على افتراضات بأن أطرافاً ثالثة سوف تحميها ضد الخسائر المحتملة؟ وكيف يمكن أن تحدث العدوى المصرفية؟

إن الأزمات المصرفية كثيراً ما تسبقها تدفقات ضخمة من رأس المال قصير الأجل وتوسع سريع في الائتمان المحلي، كما يمكن إرجاع اضطراب وإفلاس البنوك إلى كونها تتأثر بمخاطر السوق ومخاطر عدم السداد ومخاطر السيولة. وتوضح الدراسات بأن التحرير المالي دون تقوية القواعد التنظيمية يؤدي في كثير من الحالات إلى توفير الظروف

¹. Andrew Berg & Catherine Pattillo, "L'art Difficile de Prévoir les Crises Economiques", **Dossiers Economiques**, F M I, (Juillet 2000), PP.3-4.

المناسبة لأزمة مصرفية، بل يجعل أيضا من الصعب التغلب على الأزمة عند وقوعها. كما أن هناك عاملين آخرين مهمين في إفلاس البنوك وهما العدوى والخطر المعنوي.¹

وفي هذا الإطار تشير البيانات المستمدة مما يقرب من أربعة آلاف بنك لمدة تزيد عن ثمانية أعوام، في دراسة خمسة أزمات حدثت في النظام المصرفي، ثلاثة منها في الولايات المتحدة خلال الفترة (1986-1993) واحدة في المكسيك (1994-1995) وأخرى في كولومبيا (1982-1987)، على أن ثمة سمات مختلفة للبنوك غير السليمة والبنوك السليمة كان من الممكن ملاحظتها قبل حدوث إفلاس البنوك بفترات طويلة، كما تشير هذه البيانات إلى أن هذين النوعين من البنوك اختلفا بصورة رئيسية في نهجها إزاء المخاطرة.

وتم استخلاص نتيجة مهمة وهي أن القروض المشكوك فيها كانت تزداد بصورة حادة وأن نسبة رأسمال البنوك كانت تتدهور بسرعة. وكانت هذه المؤشرات تقدم إشارات واضحة بالاحتمال المتزايد لإفلاس البنوك. كما تم وضع مؤشر مركب مبني على نسبة رأس المال زائد احتياطيات القروض ناقصا نسبة القروض المشكوك في سدادها إلى إجمالي الأصول (نسبة التغطية) للتوصل إلى مؤشر أشمل لهشاشة البنوك. ويتميز التركيز على نسبة التغطية بأنه يأخذ في الاعتبار إمكانية أن يكون هناك بنكان لهما نسبتان متساويتان من القروض المشكوك في سدادها إلى إجمالي الأصول في وضع مالي مختلف، وذلك إذا وضع بنك منهما جانبا احتياطيات كبيرة لتغطية قروضه المشكوك في سدادها أو زاد رأس ماله ولم يفعل البنك الآخر ذلك.²

وعموما، يمكن القول أن الضغوطات التي يواجهها النظام المصرفي يصعب تحديدها كليا بدرجة أكبر من تلك الضغوطات الموجودة في أسواق العملة. كما أن كلا من عوامل الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي مهمة في تقرير إفلاس البنوك وضائقتها المالية وخصوصا مستوى سعر الصرف الحقيقي ورصيد الحساب الجاري، وكذلك تلك التي تصف الحالة الاقتصادية الكلية المحلية، مثل أرصدة الميزانية ونمو الائتمان المحلي. كما يظهر بوضوح أن ارتفاع نسبة القروض المشكوك في سدادها، وانخفاض نسبة رأس المال إلى إجمالي الأصول، يشيران إلى ضائقة مالية يمر بها البنك، و إلى زيادة في احتمال إفلاسه في وقت لاحق، إلى جانب غياب الشفافية وعدم الإفصاح عن المعلومات.

2. مؤشرات الإنذار المبكر بأزمات العملة:

عند بناء نظام الإنذار المبكر يجب الأخذ بعين الاعتبار مؤشرات الحساسية، بمعنى المؤشرات التي تقيس احتمال نجاح الدفاع عن العملة في حالة هجمة مضاربية، حيث لا يرجح أن تتعرض العملات الأقل حساسية لهجمات مضاربية خطيرة وعلى سبيل التحديد، تعتبر التغطية التي يوفرها مستوى الاحتياطيات الدولية قياسا إلى الخصوم الممكنة قصيرة الأجل المحلية والخارجية بمثابة مقياس من مقاييس حساسية العملة المحلية لهجمات المضاربة ويمكن استكمال هذه المتغيرات ببيانات أخرى، كبيانات المركز الآجل للبنك المركزي وغيره من المؤسسات الرسمية

¹. سونيل شارما، "تحدي التنبؤ بالأزمات الاقتصادية"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 1999)، ص.41.

². نفس المرجع، ص.38.

أو الخاصة وخطوط الائتمان المتاحة، وإن كان من الصعب الحصول على مثل هذه البيانات. وتؤدي كل من العوامل الاقتصادية الأساسية ومؤشرات الحساسية دورا تكامليا، فالبلدان التي تتسم بضعف العوامل الاقتصادية الأساسية مع توفر مستوى جيد من السيولة لا يمكن أن تستمر في قوتها لمدة طويلة، في حين أن البلدان التي لها سيولة ضعيفة نسبيا ولكن عواملها الاقتصادية الأساسية قوية فإن احتمال تعرضها للهجمات أقل، وإن لم تكن محصنة تماما من هجمات المستثمرين "المضللين" غير العالمين بمجريات الأمور، كما يكون احتمال نجاحها في التصدي للهجمات أقوى.¹

وعموما يمكن حصر أهم المؤشرات التي تعتبر بمثابة تحذيرات من أزمة عملة في المغالاة في تقدير سعر الصرف الحقيقي، والنمو السريع للائتمان المحلي، والتوسع في منح الائتمان للقطاع العام، وارتفاع نسبة النقود بمعناها الواسع إلى الاحتياطي من العملات الأجنبية، والزيادة في سعر الفائدة في البلدان الصناعية. إضافة إلى عوامل أخرى كاتساع العجز التجاري وزيادة عجز المالية العامة وتدهور الأداء التصديري وتباطؤ النمو الحقيقي لإجمالي الناتج المحلي.²

وعموما، لبناء نظام فعال للإنذار المبكر بالأزمات المالية فإن المؤشرات الأساسية الدالة على قرب وقوع الأزمة يجب أن تكون قابلة للمقارنة عبر مختلف الفترات وبين مختلف البلدان. غير أن هناك الكثير من العوامل التي يمكن أن تسهم في التنبؤ بالأزمات ولكن لا يمكن قياسها بسهولة ولا تستجيب لهذا المعيار، ومن الأمثلة على ذلك، تلك البيانات الدالة على مدى صحة النظم المالية، مثل نسبة القروض المتعثرة وكفاية رأس المال. وبالمثل، قد يكون قياس متغيرات معينة ناقصا لأسباب مختلفة فعلى سبيل المثال، من الصعب جدا، الحصول على معلومات كاملة ودقيقة عن الديون الخارجية قصيرة الأجل للقطاع الخاص في معظم البلدان. هذه المشاكل في القياس وفي مدى توافر البيانات يعني أنه من الصعب أن تدرج في نظم الإنذار المبكر محسوبة على أساس مراحل تاريخية.³

كما قد يكون للمؤشرات الدالة على الشعور السائد في السوق دور كبير في نظام الإنذار المبكر، مثل المؤشرات التي يمكن أن تشتق من أسعار الأصول أو التطورات التي تحدث في بلدان أخرى، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى خطر انتقال العدوى. لكن ولصعوبة تقديره، فإن المؤشرات المرتبطة به من الممكن أن تكون غير فعالة، لأنها تميل إلى التأخر في إصدار إشاراتها خلال فترة تكوّن الأزمة. ومع ذلك، يجب على المحللين الأخذ في الاعتبار كل العلامات الدالة على الشعور السائد في السوق وإدخالها في نظام الإنذار المبكر.⁴

بناء على ما سبق، يمكن القول أن اختلاف المنهجيات والفترات الزمنية والبلدان التي تتخذ كعينة، إلى جانب التعاريف المختلفة لما قد يشكل ضغطا على أسواق الصرف والنظام المصرفي، وصعوبة تكميم بعض العوامل التي يمكن أن تسهم في التنبؤ بالأزمات، وكذلك النقص في البيانات الذي يعيق القدرة على التنبؤ بالأزمات (خاصة المصرفية)، يجعل من الصعب مقارنة النتائج بين الدراسات المختلفة والوصول إلى مجموعة ثابتة من المؤشرات المبكرة على احتمال حدوث أزمة مالية. والجدول رقم (38) يظهر أهم المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للأزمات المالية.

¹. Andrew Berg & Catherine Pattillo, Op. Cit., PP. 5-6.

². سونيل شارما، مرجع سابق، ص، 41.

³. Andrew Berg & Catherine Pattillo, Op. Cit., P. 7.

⁴. Ibid., P. 6.

الجدول رقم 38

بعض المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للأزمات المالية.

التطورات في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية أو البنوية
- ارتفاع معدل التضخم؛	- نظام جمود معدلات التبادل؛
- نمو سريع في التدفق النقدي؛	- إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات؛
- انخفاض حقيقي في معدل نمو الصادرات؛	- قطاع التصدير أكثر تركيزاً؛
- عجز مالي متزايد؛	- ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية؛
- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد؛	- ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل؛
- النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة	- تحرر سوق المال الحديث؛
مئوية من الناتج القومي الإجمالي؛	- إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها؛
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض؛	- أسواق الائتمان بأصول مالية أو عقارية؛
- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية	- انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم؛
من الناتج القومي الإجمالي؛	- سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم؛
- نمو الديون الخارجية وزيادة الديون بالعملات	- سيطرة بعض الصناعات على سوق الأسهم؛
الأجنبية؛	- الرقابة على دخول السوق والخروج منه.
- انخفاض الاحتياطي العالمي؛	
- انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي؛	
- ارتفاع معدل الأسعار والأرباح؛	
- ارتفاع معدل الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة.	

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشراوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم: عدوى الأزمات المالية، (الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2003)، ص. 39.

المطلب الرابع: بناء نماذج نظم الإنذار المبكر

إن الأزمات المالية، بما تفرزه من تكاليف كبيرة، تجعل من بناء أداة للرصد، في شكل نظم للإنذار المبكر، مهماً جداً. ولبناء نموذج لنظام الإنذار المبكر، وبعد تحديد خصائص أحداث معينة باعتبارها أزمات، استخدم الباحثون منهجين تطبيقيين في سعيهم إلى تحديد مجموعة من المتغيرات أو "المؤشرات الأساسية" التي يمكن أن تستخدم للتنبؤ بالأزمات في أسواق العملة والأنظمة المصرفية وهما:¹

1. نهج الإشارة "Signalling Approach" (منهجية المؤشرات الرائدة): وينطوي على رصد مجموعة من المؤشرات الرائدة التي تتكرر بشكل كبير وتميل إلى أن تتصرف بشكل مختلف قبل الأزمة، ودراسة ما إذا كانت، فردية أو مجتمعة،

¹. Mahfoud Djebbar, Op. Cit., P. 15.

قد بلغت قيمة العتبة التي ترتبط من الناحية التاريخية ببداية أزمة مالية. وبالتالي، فإن التعرض للأزمة يكون عندما يخرج متغير عن مستواه العادي بقيمة تتجاوز عتبة معينة. وهي إشارة بخاطر انفجار أزمة خلال 24 شهر التالية والذي يسمى بأفق الإشارة "Horison du Signal"، وفي هذه الحالة فإن الإشارة التي تتبعها أزمة خلال 24 شهر التالية تسمى "إشارة جيدة" أما الإشارة التي لا تتبع بأزمة خلال نفس المجال الزمني تسمى "إشارة خاطئة" أو "ضوضاء".¹

الجدول رقم 39

مصفوفة مؤشرات الأزمات

البيان	وقوع أزمة بعد 24 شهر تالية	عدم وقوع أزمة بعد 24 شهر تالية
إصدار المؤشرات لإشارة	A	B
عدم إصدار المؤشر لإشارة	C	D

Source: Graciela L, kaminsky & Carmen M.Reinhart, "The twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", **The American Economic Review**, Vol 89, N^o 3 (June, 1999), P.488.

الحالة (A): المؤشر جيد لأنه يصدر إشارات إنذار مبكر بحدوث أزمة وبالفعل تقع الأزمة بعد 24 شهر تالية.

الحالة (B): المؤشر غير جيد لأنه يصدر إشارة بحدوث أزمة ولكنها لا تقع حتى بعد 24 شهر تالية (مؤشر كاذب).

الحالة (C): المؤشر غير جيد لأنه لا يصدر إشارة إنذار مبكر بحدوث أزمة ولكن تقع الأزمة بعد مرور 24 شهر.

الحالة (D): المؤشر جيد لأنه لا يصدر إشارة إنذار مبكر بحدوث أزمة وبالفعل لا تقع أزمة خلال 24 شهر.

ووفقاً لمنهج المؤشرات الرائدة فإن بناء نظام الإنذار المبكر يمر بالخطوات التالية:²

الخطوة الأولى. تعريف الأزمة. من خلال تحديد خصائص الوضع الذي يمكن أن يوصف بأنه أزمة كاملة للعملة أو للبنوك أو لكليهما أو أي نوع آخر من الأزمات.

الخطوة الثانية. اختيار مجموعة من المؤشرات الرئيسية. فمثلاً من بين مؤشرات الأزمات المختلفة: مستوى الاحتياطيات الأجنبية، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الاحتياطيات، سعر الفائدة الحقيقي، إضافة إلى أسعار الأسهم ونسبة الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي وغيرها من المؤشرات. ولكل مؤشر ثلاث خصائص يجب أخذها بعين الاعتبار تتمثل في: المستوى، التغير والانحراف عن اتجاهه. وينتظر من المؤشرات التنبؤ بالأزمات خلال فترة زمنية تعرف باسم "أفق الإشارة".

¹ Graciela L, kaminsky & Carmen M.Reinhart, "The twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", **The American Economic Review**, Vol 89, N^o 3 (June, 1999), P.488.

² Mahfoud Djebbar, Op. Cit., P. 15.

الخطوة الثالثة. اختيار عتبات المؤشرات الرائدة. يرى تشوانغ "Zhuang, 2002" أن لكل مؤشر عتبة تقسم توزيعه بين المنطقة الطبيعية (العادية) و المنطقة غير الطبيعية (غير العادية) والتي تتوافق مع وجود احتمال اشتداد الأزمات، فإذا لوحظ من نتائج المؤشر أنه يقع في المنطقة غير الطبيعية، فهذا المؤشر يعتبر كمرسل لإشارة إنذار.

الخطوة الرابعة. حساب نسب الإشارات الزائفة إلى تلك الحقيقية. "Respective Noise-to-signal Ration".

الخطوة الخامسة. اختيار القيم الحدية التي تقلل من الضوضاء إلى نسب الإشارة "Noise-to-signal Ration"، وكلما زاد عدد المؤشرات التي تشير إلى حدوث أزمة، كلما ارتفع الاحتمال بأن هذه الأزمة من شأنها أن تحدث فعلا.

2. منهجية النماذج الاحتمالية: "The Approach That Uses Probit/ Logit Models"

يسمح هذا النهج بالتعرف على المؤشرات التي تؤثر في احتمال وجود أزمة، وتستخدم نماذج نظم الإنذار المبكر Probit/Logit (المعروفة باسم نماذج الاستجابة الكيفية) وهو اختبار متعدد المتغيرات يسمح باختبارات ذات دلالة إحصائية للمتغيرات التفسيرية. ويمكن أن نذكر هنا على سبيل المثال أعمال كل من فرانكل وروز، كلاين وماريو، وغولدفاجن وفالداز (Frankel & Rose, 1996, Klein & Marion, 1997, Goldfajn & Valdes 1998)، وقد استخدم هؤلاء نماذج Probit / Logit من أجل تقدير احتمال حدوث أزمة في الفترة $t+1$ بفعل مجموعة من المتغيرات التفسيرية في الفترة t .¹

وهناك سمة مشتركة بين جميع نظم الإنذار المبكر الحالية وهي استخدام المحددات الأساسية للقطاعات الداخلية والخارجية كمتغيرات تفسيرية. إذ يتم المقارنة بين ملاحظات ما قبل الأزمة (سلوك الأساسيات) خلال فترات الهدوء والأزمة/ وسلوكها في فترة ما بعد الأزمة على حد سواء.² والتقدير في هذه الحالة يتطلب مزيدا من المعلومات عن أكبر عدد ممكن من المتغيرات ذات الدلالة.

المطلب الخامس: مدى فعالية نظم الإنذار المبكر

لقد تم، بالاعتماد على معايير مختلفة، بناء عدة نماذج لمساعدة الموظفين العموميين على توقع حدوث أزمات في المستقبل، ولكن لم يتم الحصول إلى غاية الآن سوى على نتائج محدودة. وقد تم اختبار النماذج بطريقتين:³

- على أساس البيانات والفترة الزمنية التي صممت لأجلها (الأداء ضمن العينة)؛
- على أساس البيانات أو الفترة الزمنية التي لم تصمم خصيصا لها (الأداء خارج العينة).

ومن الواضح أن النموذج المفيد يجب أن يقدم إشارات ذات مغزى إلى الخارج من العينة، بمعنى خارج الفترة الزمنية التي قدر لها النموذج نفسه.

¹ Ahmed Ksaier, "Essai d'Elaboration d'un Système Préventif de Crise de Change", Séminaire Doctoral du GDRI EMMA. Organiser par le CEMAFI, Université de Nise sophia Antipolis. 25-26 Mars 2004, p.11.

² Mahfoud Djebbar, Op. Cit., P. 12.

³ Andrew Berg & Catherine Pattillo, Op. Cit., P.8.

وقد طبقت اختبارات على أربع نماذج تجريبية أنجزت قبل الأزمة الآسيوية وبينت أن أفضلها قادر على توقع نصف عدد الأزمات "داخل العينة" وثلاثها خارج العينة. وكانت الإنذارات الكاذبة كثيرة، ففي أكثر من نصف الحالات أين توقعت هذه النماذج حدوث الأزمة، لم تتحقق أي أزمة.

ورغم صعوبة التنبؤ بتوقيت الأزمات، فإن بعض النماذج تمكنت أكثر من غيرها من التنبؤ بالشدة النسبية للأزمات في بلدان مختلفة. وهذا ما أدى إلى التفكير بأن النماذج هي أكثر إفادة ربما فيما يتعلق بتحديد البلدان الأكثر عرضة لأزمة في فترة الاضطرابات المالية الدولية أكثر مما تفيد بالتنبؤ بتوقيت الأزمات النقدية، ويعد هذا إسهاما قيما من جانب نظم الإنذار المبكر، إذ أن مثل هذه النماذج قادرة على لفت الانتباه في البلدان التي تحتاج إلى تعديلات في سياساتها قبل انفجار الأزمة وتطورها، وتسهيل الضوء على المتغيرات التي تعتبر المحددات الأكثر أهمية للأزمات.¹ كما توصل بيكمان وآخرون (Beckmann, & Ail, 2006)، إلى أن نظم الإنذار المبكر لها سلطة تنبؤية قوية، والتغيرات في الأساسيات إشارة على مشاكل في المستقبل، فهي تساعد واضعي السياسات على منع وقوع الأزمات.²

وفي المقابل، يعترف العديد من الأكاديميين بأن عدد كبير من الأزمات المالية لم تكن متوقعة، رغم وضع عدد كبير من النماذج للمتغيرات المختلفة التي تترافق مع تلك الأزمات، فمثلا تعرضت وكالات التصنيف للانتقاد لفشلها في التنبؤ بالأزمة الآسيوية، كما تعرضت للمساءلة بسبب أزمة الرهن العقاري 2008، إذ بين أيشنجرين³ "Eichengreen, 2008" أن وكالات التصنيف فشلت في التمييز بين مخاطر الأوراق المالية المختلفة. كما أنها فشلت (نظرا لنقص النماذج المستخدمة)، في تصنيف درجة الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري،³ إلى جانب فشلها في التنبؤ بالأزمات في العديد من الشركات مثل "انرون" و"ورلدكوم" و"بارمالات".

إن التنبؤ بتوقيت أحداث مثل الأزمات المالية، والتي تعتمد بشكل أساسي على متغيرات يصعب تحديدها مثل السمات الهيكلية لاقتصاد بلد ما، أو التغيرات في الأوضاع السياسية للبلاد أو توقعات المتعاملين المحليين والأجانب في مختلف الأسواق، أمر في غاية الصعوبة. والأهم من ذلك، أن لعملية صنع السياسة ورد فعل السياسات نفسها، تأثيرا حاسما على ما إذا كانت أوضاع الضائقة المالية ستتحول إلى أزمة أم لا. والواقع أن هذه الظواهر لا يمكن تكميمها وأخذها في الحسبان عند بناء نماذج الإنذار، ومن ثم ليس من المستغرب فشل تلك النماذج.

¹ Ibid., P.9.

² Mahfoud Djebbar, Op. Cit., P. 12.

³ Ibid., PP. 16-17.

والملاحظ -أيضا- هو أن أغلب الأزمات يتم تفسيرها بعد وقوعها، غير أنه من الجلي أن انتظار حدوث أزمة لكي يمكن تفسيرها لا يعتبر إستراتيجية جيدة.¹ وعليه يتطلب الأمر اتباع تدابير من شأنها الإشارة إلى تزايد احتمالات الأزمات قبل حدوثها.

وبناء على ما سبق، يمكن القول أن نماذج الإنذار المبكر تعتبر أدوات ناقصة، فهي غالبا ما تصدر إشارات زائفة تتنبأ بأزمات لا تحدث وتفوتها أزمات تقع بالفعل، ومع ذلك فهي توفر معلومات مفيدة. وتمثل ميزة النماذج في أنها تصف بصورة منظمة وموضوعية العلاقة التاريخية بين المتغيرات المرتبطة بالظروف المؤدية إلى الأزمات وبين الأزمات ذاتها. أما عيبها، فيتمثل في أنها تحاول أن تجمع كل البلدان والأزمات في سلة واحدة. مع إغفال كم هائل من المعلومات التي لا يمكن قياسها بسهولة. وعليه فإن الأدبيات الحديثة تركز على الوضع المالي التفصيلي لمختلف القطاعات (الحكومة، البنك المركزي، البنوك التجارية، قطاع الأعمال غير المصرفي) بدلا من التركيز على الوضع المالي للقطر ككل الذي يمكن أن يخفي بعض الاختلالات على المستوى القطاعي.²

وعليه، يكون الحل الذي طال البحث عنه للتنبؤ بالأزمات أمر يصعب التوصل إليه فعليا، فالأزمات التي تنفجر بسبب تراجع وضعف في المؤشرات الاقتصادية الأساسية قد يكون من الممكن التنبؤ بها. ولكن يقل احتمال أن تكون نماذج الإنذار قادرة على توقع الأزمات التي تترتب بسبب نقص الرقابة والإشراف وانعدام الشفافية في البنوك والأسواق المالية، وكذلك تلك التي تنتج عن عوامل وأحداث يصعب تكميمها، أو عن الخطر المعنوي، أو من تأثير العدوى وسلوك المستثمرين، وعليه فإن الفهم الجيد للأسباب التي أدت للأزمات الماضية لا يكفي، ولكن المطلوب أيضا هو الإحاطة والإدراك الجيد للأحداث التي يمكن أن تعجل بالأزمات المالية في البيئة المالية الدولية المعولة.

المبحث الثاني: دور صندوق النقد الدولي في الوقاية من الأزمات المالية

لعل أهم إجراءات الوقاية من الأزمات المالية تتمثل في تلك التي يقوم بها صندوق النقد الدولي من خلال تطبيق الإصلاحات التي تهدف إلى تقوية هيكل نظام النقد والتمويل الدولي، إلى جانب تعزيز مشاركته الخاصة في الوقاية من أزمات التمويل وحلها، وتبسيط الشروط التي يفرضها على الدول للحصول على القروض التي يقدمها لها. ويعتبر تقييم الأخطار أحد المفاتيح الرئيسية التي يأخذها الباحثون في الصندوق بعين الاعتبار لتحسين المعلومات عن المخاطر التي يحتمل أن تتنامى.³ وحرصا على تعزيز عملية تقييم المخاطر في النظام المالي، يقوم صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بإجراء فحوصات شاملة لقياس مدى صحة القطاعات المالية للبلدان الأعضاء. كما يقوم الصندوق بتقييم ورفع تقارير عن مدى التزام البلدان الأعضاء بالمعايير والمدونات الدولية، بما فيها المتعلقة بتنظيم وإدارة

¹. بريندا جونتايلث - إرموسيو، " إستنباط مؤشرات لتوفير إنذار مبكر بالأزمات المصرفية"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 1999)، ص. 36.

². أوكيل نسيمه، مرجع سابق، ص. 350.

³. كريستان ميلدر، مرجع سابق، ص. 6.

الشركات، والمعايير المحاسبية، ونشر البيانات، وشفافية السياسات الضريبية والنقدية. ويسمح التزام البلدان بهذه المقاييس بتوافر معلومات قيمة تمكن الحكومات من معالجة أوجه الضعف، وتساعد الأسواق على تسعير المخاطر. ومع تواتر الأزمات وتعقدتها، تم إقامة نظام خاص، لتدعيم قدرة صندوق النقد الدولي على التعرف على البلدان ذات الأسواق الناشئة المعرضة للمخاطر. وهو ما من شأنه أن يمكّن الصندوق من إسداء مشورة أفضل إلى هذه البلدان بشأن تجنب المشاكل، وتوجيه إنذارات مبكرة إلى بلدان أخرى، حتى يتسنى لها بناء أسوار واقية تمنع وقوع الأزمات. ورغم ذلك، وحتى عندما يتم التعرف على أوجه الضعف ويكون تقييم الموقف بأن هناك مخاطر عالية، فإن البلدان لا تستطيع أو لا تتخذ دائما جميع الإجراءات اللازمة لمنعها.¹ ويستخدم الخبراء الاقتصاديون بالصندوق عددا من المدخلات التحليلية لتحديد أوجه الضعف، كنظم الإنذار المبكر، ووسائل مراقبة السيولة، وغيرها.

المطلب الأول: نظم الإنذار المبكر

يستخدمها صندوق النقد الدولي في سعيه للتنبؤ بأزمات العملة. وترتكز هذه النماذج على التقلبات الخارجية، وتستغل العلاقة المنتظمة التي تظهر من البيانات التاريخية بين المتغيرات التي يمكن أن تؤدي إلى حدوث الأزمات، وتشمل هذه المتغيرات نسبة الدين قصير الأجل إلى احتياطات النقد الأجنبي، الارتفاع في سعر الصرف الحقيقي بالنسبة للاتجاه السائد والعجز في الحساب الجاري للمعاملات الخارجية، وكلما ارتفعت قيمة كل متغير من هذه المتغيرات، ازداد احتمال وقوع أزمة. وترتكز هذه النماذج على مجال تنبؤ طويل نسبيا يمتد من 12 إلى 24 شهرا، لإعطاء البلدان مهلة مسبقة كافية لتبني سياسات تصحيحية، أي أن التركيز ينصب على الوقاية.

ويستخدم الصندوق نماذج نظام الإنذار المبكر باعتبارها مؤشرا واحدا فحسب لمشكلة ما، وذلك بسبب ظهور إشارات زائفة، ولأن هناك وسائل أخرى تصدر إشارات مختلفة، ووصفات السياسات تعتمد على تحليل مدى التعرض للخطر، وتختلف الوصفات اختلافا واسعا حسب التشخيص الدقيق لمشكلات بلد ما.

المطلب الثاني: وسائل مراقبة السيولة

يعد الافتقار لاحتياطي من السيولة مؤشرا أساسيا في التنبؤ باحتمال وقوع أزمة عملة ومدى عمقها. والاحتياطات الرسمية بالنسبة لبلدان الأسواق الناشئة، قد تتراجع بشكل سريع في مناخ حسابات رأس المال المفتوحة، بسبب هروب رأس المال وتدهور قدرة البلد على الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية. وفي هذه الظروف يمكن وضع تقديرات لما يلي:

- احتياجات البلد من التمويل الخارجي، بما في ذلك عجز الحساب الجاري، والتزامات الديون التي يحل موعد استحقاقها خلال الفترة القادمة، ومقدار الأموال التي يحتمل أن يحولها المقيمون إلى الخارج؛

¹. المرجع نفسه، ص. 8.

- المصادر التمويلية، المضمونة بصورة أو بأخرى، بما فيها الاستثمار الأجنبي المباشر، والاقتراض من السوق على هيئة سندات وقروض مضمونة بالفعل، والتمويل الرسمي؛
- والفجوة التمويلية المتبقية.

ويتم تجميع هذه البيانات بصورة منتظمة وتلخيصها في جداول الاحتياجات التمويلية، والتي تمثل أداة فحص وتدقيق تبادلي لاحتياجات التمويل العالمية، وتسمح بتقييم حجم الطلب الممكن على موارد صندوق النقد الدولي. ويركز تقييم مخاطر أزمة السيولة، باعتبارها مفجر الأزمة بالنسبة للبلدان الناشئة تركيزا كبيرا على نسبة الدين قصير الأجل إلى الاحتياطيات إلا أن هناك عددا من العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار كعجز الحساب الجاري، ونوعية إدارة دين القطاع الخاص، والمبالغة في تقدير قيمة العملة وغيرها. ويعتبر تحليل مدى كفاية الاحتياطي، الذي يركز على مخاطر السيولة مكتملا وثيق الصلة بتحليل مدى استدامة دين بلد ما، الذي يركز على مخاطر الملاءة المالية أو التسديد.¹ فالاقتصاديون ينظرون، كجزء من العمل المتصل بمؤشرات التعرض للمخاطر، إلى المستوى الذي يكون فيه الدين قابلا للاستدامة بالنسبة لاقتصاد ما، فإذا ما كانت الديون المتراكمة على بلد ما تفوق قدرته على خدمتها، فقد تنشأ أزمة دين يحتمل أن تنطوي على تكاليف اقتصادية واجتماعية مكلفة. وتستند المؤشرات التي تم اختيارها لإلقاء الضوء على أوضاع بلد ما إلى الأساليب التحليلية (بما في ذلك تحليل الميزانية العمومية) والنماذج التجريبية (مثل نماذج أزمات العملات).²

المطلب الثالث: نبض السوق

من أجل تقييم التعرض للمخاطر، يمكن الاعتماد على معلومات الأسواق المالية، وترتكز هذه الدراسات التقييمية على مخاطر السداد، وليس على مخاطر أزمات العملات أو التقلبات الخارجية التي تعتبر بؤرة اهتمام نظام الإنذار المبكر أو على دراسات تقييم السيولة ومدى استدامة الدين، ويعكس كل من علاوات أسواق السندات وتحديد المراتب الائتمانية في جوهرهما مخاطر السداد، فمثلا، العلاوات الكبيرة، قد تعطي إشارة لتوقعات السوق باقتراب حالة تعثر وشيكة، كما أن تحليل مسلك السوق يساعد البلدان في أن تقيم ما إذا كان في وسعها استخدام سياسات مالية توسعية لتعويض بعضا من آثار الطلب السلبية لأزمة ما، أو ما إذا كان هذا التصرف من شأنه أن يزيد الأزمة تفاقمًا، وثمة مثال آخر للمعلومات السوقية المفيدة، هو الارتباط بين العلاوات عبر بلدان كثيرة، وهو الأمر الذي قد يقدم دليلا على اتجاهات تفشي العدوى.

وفي نفس السياق، وعلى إثر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أشارت اللجنة الدولية للشؤون المالية والنقدية المنبثقة عن مجلس محافظي صندوق النقد الدولي المنعقد في 4 أكتوبر 2009 في اجتماعها العشرين باسطنبول بتركيا وبمشاركة 24 وزير مالية، في بيانها أنها أطلقت عملية الإنذار المبكر المشتركة بين الصندوق

¹. المرجع نفسه، ص. 10.

². كريستينا ديسكينج، "الدين مهما كان فهو أكثر مما ينبغي؟"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، عدد 4 (ديسمبر 2002)، ص. 12.

ومجلس الاستقرار المالي، كما أشارت إلى أنه مع انحسار الأزمة المالية العالمية وبداية ظهور بوادر الانفراج، تزداد أهمية الدور الرقابي لصندوق النقد الدولي لتشخيص الاختلالات المالية والاقتصادية في دولة أو مجموعة من الدول والتي قد يكون لها تداعيات على سلامة الاقتصاد العالمي.¹

وعموماً، وإزاء الأزمات المتعاقبة، فإن صندوق النقد الدولي لم يكن له دور مهم في الوقاية منها ولم يتقدم بحلول جذرية لمواجهتها، إلا إذا كان في إمكانه تشجيع البلدان وإقناعها على اللجوء المبكر إليه طالبا للمشورة الفنية والمساعدة المالية قبل حدوث الأزمات. وهنا بدأت المطالبة بدور أعمق للصندوق لا يشمل فقط إنقاذ الدول من الأزمات بعد وقوعها، ولكن أيضاً ضرورة التنبؤ بالأزمات مع تقديم القروض الوقائية والنصائح والإرشادات للدول التي تكون عرضة لمثل هذه الأزمات. ورغم ذلك فإن الاعتماد على دور الصندوق سوف لن يكون كافياً. وستظل أغلب سبل الوقاية والعلاج في البحث عن آليات أخرى بديلة، وعناصر أخرى متعددة يمكن أن تتضمنها استراتيجيات رشيدة لتفادي الأزمات وإدارتها بكفاءة حين لا يكون هناك مفر من مواجهتها.

المبحث الثالث: بعض الآليات الحديثة للوقاية من الأزمات المالية

أمام عجز نظم الإنذار المبكر في التنبؤ بالأزمات المالية وعدم التوصل إلى جملة من المؤشرات المشتركة التي تنذر باحتمال حدوث الأزمات، وكذلك عجز صندوق النقد الدولي في الوقاية منها، تطلب الأمر البحث والتفكير في مداخل مبتكرة ومستحدثة من شأنها الوقاية من الأزمات المالية وتحقيق هدف الاستقرار المالي.

المطلب الأول: إصلاح النظام المالي والنقدي الدولي

أظهرت العديد من التجارب أن الدول التي تتمتع بقطاع مالي ومصرفي متحرر ومتطور هي في الغالب الدول التي استفادت من الاستثمارات وحقق أداء اقتصادياً أفضل. وعلى هذا الأساس يكون من الأفضل التعامل بجرأة مع المشاكل الأساسية في القطاع المالي، وخلق البيئة السليمة التي يمكن من خلالها استخدام رؤوس الأموال عندما تستأنف تدفقها إلى الداخل استخداماً منتجاً، والمهم هو التسلسل الملائم في تحرير حساب رأس المال، لضمان أن يكون النظام المالي في البلد المعني قادراً على توجيه رأس المال في قنوات الاستثمار المنتج.

وفي هذا الإطار تشارك منظمات دولية عديدة في مسؤولية الرقابة والإشراف على النظام المالي الدولي كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنك التسويات الدولية، كما تضطلع بعمليات وممارسات التعاون والتنسيق لأعمال الرقابة والإشراف مجموعات دولية مختلفة من المنظمين والمشرفين كل منها خاص بقطاع محدد² كلجنة بازل

¹. شريقي عمر، مرجع سابق، ص. 12.

². سيم كاراكاداج ومايكل تيلور، "نحو معيار مصرفي عالمي جديد - مقترحات لجنة بازل -"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي)، ديسمبر (2000)، ص. 50.

المعنية بالإشراف والرقابة المصرفية، والمنظمة الدولية للجان الأوراق المالية، وتوجد أيضا مجموعات من خبراء البنوك المركزية المهتمين بالبنية الأساسية للأسواق وتشغيلها.

لكن وبما أن العولمة تتضمن تحديات كثيرة، ونظرا للقصور الشديد الذي تعاني منه البلدان الناشئة والبلدان النامية، وكذلك النقص والغموض وعدم الإفصاح الذي يشوب المعلومات في الأسواق المالية، فإن المستثمرين الدوليين ومنظمي الأسواق المالية، وصانعي السياسة الاقتصادية في أنحاء العالم، لديهم حافز قوي لتطوير التدابير اللازمة لتحقيق الاستقرار المالي، إذ وحسب قول "جورج سورس" أحد أكبر المضاربين في العالم: "هناك خياران أمامنا فيما أن نصح وننظم قوى الأسواق المالية العالمية عن طريق عمل عالمي، وإلا فالخيار الثاني سيدفع الدول لتصبح صمامات أمان تسمح للمال العالمي لدخول بلدانها، وتمنع من خروجه متوخية مصالحها، وبذلك يتم تعطيل عمل النظام المالي العالمي الذي يتمتع بإمكانية الحركة والدوران السريعين... إن هناك حاجة ملحة بإعادة التفكير في إصلاح النظام الرأسمالي العالمي وإني أخشى أن تؤدي النتائج السياسية الناتجة عن الأزمات المالية الأخيرة إلى انهيار النظام الرأسمالي العالمي برمته".¹ ولعل أهم الشروط التي يجب تحقيقها من أجل بناء نظام مالي سليم هي:

1. استقرار الاقتصاد الكلي:

إن العناصر الأساسية لنظام مالي سليم هي بيئة سليمة للاقتصاد الكلي، وقطاع خاص نشيط وإطار قانوني يوفر إدارة داخلية قوية في المؤسسات المالية وانضباطها خارجيا من خلال قوى السوق، وتنظيم وإشراف قوي. وغني عن القول، أن استقرار الاقتصاد الكلي مرتبط بوجود نظام مصرفي ومالي قوي، وليس ممكنا تحقيق السلامة المصرفية والحفاظ عليها، ما لم تتطور الأسعار والمتغيرات الاسمية في الاقتصاد بشكل ثابت نسبيا، وما لم يتوسع النشاط الاقتصادي بخطوات معقولة.²

وعموما فإن إتباع كل بلد سياسات داخلية سليمة في مجال الاقتصاد الكلي، لتعزيز استقرار هذا الاقتصاد ونموه، يعتبر عنصرا أساسيا لجذب رأس المال الخاص، وأن تنسيق سياسات الاقتصاد الكلي ووجود بيئة اقتصادية دولية موثوقة يؤديان دورا هاما في تعزيز فعالية هذه السياسات.

2. أهمية سلامة البنوك:

لا تزال البنوك تمثل لب النظام المالي في البلدان الناشئة والبلدان النامية على حد سواء؛ إذ يسيطر القطاع المصرفي على النظام المالي وهو بذلك مصدر دائم للخطر النظامي، خاصة بعد التحولات الكبيرة التي عرفتتها الساحة المالية في السنوات الأخيرة وعلى رأسها التطور الكبير للمبتكرات المالية بفعل الانتشار الواسع للهندسة المالية. فتحول البنوك من بنوك تقليدية تعتمد بالأساس على تقبل الودائع ومنح القروض إلى بنوك شاملة، يعتبر إستراتيجية تنويع جيدة للتقليل من المخاطر، لكن التجربة أثبتت أن هذا الانتشار يعرض البنوك للمزيد من الأخطار لكون المهن

¹. عبد المحي محي زلوم، مرجع سابق، ص. 26.

². مالكولم نايت، مرجع سابق، ص. 32.

الجديدة التي أدرجتها البنوك ضمن نشاطاتها هي بالأساس مهن الأوراق المالية، أي نشاطات تتم في الأسواق المالية ولا تخضع إلى نفس القوانين الصارمة التي تحكم النشاط المصرفي التقليدي.

ويعتبر الاستعمال المكثف لتقنية التوريد من قبل البنوك أهم عنصر في هذا التحول، والذي شجعها على توزيع الأخطار بشكل متساوي على كافة المتعاملين، وهو ما يتنافى مع الواقع الذي تعيشه البنوك حالياً، فقد أظهرت الأزمات السابقة والأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية على حد سواء، عدم صحة ذلك، بإقدام البنوك على التوسع الكبير وغير المدروس في منح الائتمان في فترات الرواج يؤدي إلى إغراق السوق بالقروض الرديئة ويساهم في تشكل فقاعات المضاربة، والسبب يكمن في أن اهتمام البنوك ينصب أساساً على تحقيق العائد، دون أن تبدي العناية الكافية للتأكد من السمعة الائتمانية للمقترضين، كما أن البنوك التي تمنح هذه القروض تتخلص منها بعد ذلك من خلال توريثها، حيث انتقلت من النموذج التقليدي القائم على مبدأ العلاقة القوية مع الزبائن والاحتفاظ بالقروض حتى الاستحقاق إلى مجرد موزع للقروض، ومن ثم بائعاً لها في سوق ثانوي بطريقة تفتقد للشفافية. إلى جانب تطبيق المعايير المحاسبية الجديدة (LAS/IFRS) في القطاع المالي بهدف إحكام الرقابة على نشاط البنك وإضفاء المزيد من الشفافية على أعمالها، إلا أن إفرازات أزمة الرهن العقاري أظهرت ضرورة إعادة النظر في كيفية تطبيقها، فالانتقال من محاسبة تقليدية تقوم على مبدأ التكلفة التاريخية إلى نظام محاسبي جديد يقوم على مفهوم القيمة الحقيقية أو القيمة السوقية تنقل الانخفاض الذي عرفته الأصول المالية إبان الأزمة إلى ميزانية البنوك، وتسبب في إفلاس وتعثر العديد منها على الرغم من متانة مركزها المالي، الأمر الذي دفع بالمختصين إلى التأكيد على وجوب إدخال بعض التعديلات على هذه المعايير كإقترح وقف العمل بمبدأ القيمة الحقيقية والعودة إلى القيمة التاريخية عندما تكون الأسواق المالية في حالة من عدم الاستقرار.¹

وعموماً، تشمل تدابير تقوية البنوك رفع نسبة كفاية رأس المال ومتطلبات مخصصات خسائر القروض، تحسين تقييم الائتمان وإدارة السيولة، زيادة المشاركة الأجنبية في القطاع المصرفي والتوجه نحو الخصوصية، إجراء عمليات تفتيش دقيقة في الموقع.² إلى جانب التأكد من السمعة الائتمانية للمقترضين، وعدم التدخل الحكومي الذي يعتبر من أهم الأسباب التي تفسر ضعف القطاع المصرفي في كثير من البلدان النامية.

3. الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية والالتزام بمقررات لجنة بازل:

مع استمرار تطور الأسواق المالية سيكون على سلطات الإشراف والتنظيم أن تتحمل قدراً كبيراً من عبء إقامة أنظمة مالية قوية ومواجهة الأزمات عند حدوثها. وفي السنوات الأخيرة كان هناك توافقاً في الآراء بين المشرفين على النظام المالي في كثير من البلدان على ضرورة استحداث إطار دولي متماسك للمعايير المالية والإشرافية، وهو أفضل الأساليب التي يمكن أن تعزز الأنظمة المالية القوية في جميع البلدان.

¹. بن نعمون حمادو، مرجع سابق، ص. 19-21.

². مالكولم نايت، مرجع سابق، ص. 33.

وتشكل المبادرات التي تتم على المستويات الوطنية والدولية لتقوية الإدارة والتنظيم في المؤسسات المالية، وتحسين نوعية وتوقيت الإفصاح عن البيانات، إستراتيجية شاملة يتعين أن تخلق على المدى الطويل حوافز للبلدان الناشئة والبلدان النامية لسد الفجوات في أسواقها المالية ومعالجة أوجه الضعف في أنظمتها الإشرافية، وإذا انتهجت هذه الإستراتيجية فإنها سوف تخلق نظاما ماليا دوليا أكثر كفاءة مما هو عليه اليوم.¹ وتأخذ عملية الإشراف والرقابة على المؤسسات المالية ثلاث أشكال:²

- الرقابة الداخلية، تتحقق من خلال المؤسسات نفسها (استخدام طريقة value-at-risk)؛³
- الرقابة الخارجية، التي تفرضها الأسواق ووكالات التصنيف؛
- تدخلات السلطات العمومية عن طريق التنظيم التحوطي.

وباعتبار البنوك مصدرا لعدم الاستقرار، وخاصة في الاقتصاديات المفتوحة، فقد اعتمد أول اتفاق دولي بشأن رؤوس الأموال المصرفية، المعروف باسم إطار بازل الأول الصادر عن لجنة بازل للرقابة المصرفية عام 1988. غير أن قواعده بشأن تحديد اشتراطات رأس المال كانت بسيطة جدا، واستطاعت المصارف النشطة دوليا أن تتحايل عليه.

وفي جوان 2004، نشرت لجنة بازل إطارا جديدا لاشتراطات رأس المال للمؤسسات الائتمانية، يعرف بإطار بازل الثاني، الذي تم إصداره في النهاية في جوان 2006، وإبجازا، يربط إطار بازل الثاني اشتراطات رأس المال بالمخاطر التي تتكبدتها المصارف بشكل أوثق.⁴ كما ترمي اشتراطاته الصارمة فيما يتعلق بإدارة المخاطر ورأس المال، إلى النهوض بالاستقرار المالي الدولي بضمان قدرة البنوك على تقييم مخاطرها وإدارتها بصورة فعالة.

وبالنسبة لحساب متطلبات رأس المال بموجب إطار بازل الثاني، فإن شرط الحد الأدنى لرأس المال الذي يبلغ 8% من الأصول المرجحة بالمخاطر لا يتغير، لكن يتم توزيع أوزان المخاطر استنادا إما إلى التصنيف الائتماني الذي توفره وكالات خارجية مؤهلة، أو استنادا إلى نماذج البنوك الخاصة ونظم التصنيف الائتمانية الداخلية، كما توسع بصورة كبيرة نطاق عوامل التخفيف (مثل الكفالات والضمانات) المتاحة لتقليل التعرض لمخاطر الائتمان، ولم يكن إطار بازل الأول يغطي مخاطر التشغيل، ولكن بموجب إطار بازل الثاني، فإنه يمكن حساب نفقات رأس المال المتعلقة بذلك استنادا إما إلى إجمالي الإيراد السنوي أو نماذج البنك الخاصة بتقدير الخسائر. وبالنسبة لمخاطر السوق، فلا

¹. المرجع نفسه، ص. 35.

². Francois Combe & Thibaut Lepinat, "Op. Cit.", P. 229.

³. القيمة المعرضة للخطر "Value At Risk"، هو مصطلح يستخدم عادة لقياس مخاطر السوق لحفظ من الأدوات المالية. وهو يمثل وسيلة مباشرة للتحديد الكمي للمخاطر بناء على الخبرة التاريخية، حيث يقدر، وبنسبة مئوية من الثقة، المبلغ الأقصى الذي يمكن للحافظة أن تخسره من حيث القيمة خلال فترة محددة، ويراعي هذا التدبير المتعلق بالمخاطر كل العوامل التي يمكن أن تسفر عن انخفاض في القيمة السوقية للحافظة. أنظر في ذلك: "تمكين السكان الريفيين الفقراء من التغلب على الفقر: مستوى الاحتياطي العام"، تقرير الصندوق الدولي للتنمية الزراعية، نوفمبر 2010، ص. 9.

⁴. جيزوس ساورينا، "العمل المصرفي على الطريق الصحيح"، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 45، العدد 2 (صندوق النقد الدولي، جوان 2008)، ص. 30.

تتغير أساليب حساب نفقات رأس المال، ويمكن أن تستند إما إلى صيغ الجهات القائمة بالإشراف أو نماذج البنوك الخاصة. ويقوم إطار بازل الثاني على ثلاث دعائم أساسية تتمثل فيما يلي:¹

- **الدعامة الأولى**، تشير إلى مجموعة من القواعد المتوفرة لحساب الحد الأدنى من رأس المال الذي يتعين الاحتفاظ به في مواجهة مخاطر أساسية، كمخاطر الائتمان، ومخاطر السوق ومخاطر التشغيل؛

- **الدعامة الثانية**، تحدد أربعة مبادئ تعين التوقعات بشأن دور ومسؤوليات البنوك، ومجالسها والجهات المشرفة عليها في تحديد وتقييم كل المخاطر التي تواجهها (ويشمل ذلك، بل ويتجاوز، المخاطر التي تغطيها الدعامة الأولى، مثل خطر تركيز الائتمان، وخطر سعر الصرف في دفاتر البنك، والمخاطر الإستراتيجية)، والاحتفاظ برأسمال كاف اتساقا مع صورة المخاطر فيها. وفي الجوهر، توفر الدعامة الثانية دافعا قويا لتدعيم إدارة المخاطر ونظم الإشراف المصرفي معا؛

- **الدعامة الثالثة (انضباط السوق)** وتسعى لتنفيذ جهود الإشراف ببناء شراكة قوية مع المشاركين الآخرين في السوق. وتتطلب من البنوك أن تفصح عن معلومات كافية بشأن مخاطر الدعامة الأولى لتمكين أصحاب المصلحة الآخرين من رصد أحوال البنك.

كما يدعم إطار بازل الثاني، المعالجة الرأسمالية القانونية لتعرض البنك لمخاطر التوريق من خلال تقدير رأس المال الذي يتعين على البنك الاحتفاظ به لمواجهة تعرضه لمخاطر المنتجات المورقة. وزيادة رأس المال المطلوب لدعم توريق الأصول عالية المخاطر. وتورد الدعامة الثانية الأعمال التي يمكن لجهات الإشراف أن تقوم بها إذا كانت البنوك تقدم دعما ضمينا أو غير تعاقدي، كما تورد الدعامة الثالثة صيغة منفصلة للإفصاح بشأن التعرض لمخاطر التوريق.²

إن الإشراف على المستوى الجزئي، لا سيما من قبل المصارف، ضروري لكنه لا يكفي لتحقيق الاستقرار المالي العالمي. وعليه، لا بد أن تستكمل التدابير على المستوى الجزئي بمقاربة كلية للحديقة من أجل استقرار النظام المصرفي والمالي على المستوى الكلي، واحتواء المخاطر النظامية.³ ويعتقد أنه عندما يطبق إطار بازل الثاني بالكامل في كل الدول، فإنه سيقطع شوطا صوب علاج الكثير من أوجه الضعف في إدارة المخاطر في البنوك والإشراف عليها. إلا أنه ليس من المؤكد أنه سيققل من المخاطر النظامية للنظام المالي ككل.

¹. خاتم كاروانا وأديتيا نارايين، "استخدام مزيد من الأموال في العمل المصرفي"، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 45، العدد 2 (صندوق النقد الدولي، جوان 2008)، ص. 25.

². المرجع نفسه، ص. 27.

³. André Cartapanis & Philippe Gilles, "Prévention et Gestion Des Crises Financiers Internationales : Une Analyse Rétrospective De H. Thorenton", **International Conférence sur :** " Le Prêteur En Dernier Ressort : Expériences, Analyse, Controverses", (Paris, Centre d'Economie et de Finances Internationales, CNRS-Université de la Méditerranée, Aix-Marseille II, 23-24 septembre 2002), P.

4. ضرورة استقلال جهات الإشراف والتنظيم:

هناك ضرورة ملحة لاستقلال جهات تنظيم ومراقبة القطاع المالي، فالتدخل السياسي مثلا في عمليات تنظيم القطاع المالي والإشراف عليه أسهم في تعميق وفداحة كافة الأزمات المالية، فلو أدرك المسؤولون في البنوك مقدما أنه سيجري إغلاق البنوك المعسرة، فإن سلوكياتهم ستكون أكثر حذرا، وهو ما يؤدي إلى التقليل من احتمال وقوع أزمات مصرفية. وحتى تكون الوكالات فعالة فإنها يجب أن تتمتع بالاستقلال في أربع نواحي:¹

- **الاستقلال التنظيمي:** إذ ينبغي أن تتمتع الوكالات بدرجة ملائمة من الاستقلال في وضع تنظيمات تحوطية؛
- **الاستقلال الإشرافي:** لحماية نزاهة المشرفين، يجب أن يحظوا بحماية قانونية في أثناء مزاولتهم لمسؤولياتهم. كما أن دفع مرتبات ملائمة يساعد الوكالات على جذب الموظفين الأكفاء والاحتفاظ بهم ويحبط قبول الرشوة، وإدخال نظم للجزاءات والتدخلات يمكن أن يؤدي أيضا إلى عدم تشجيع التدخل غير المناسب؛
- **الاستقلال المؤسسي:** من خلال ترتيبات واضحة لتعيين وفصل كبار الموظفين، وتحديد هيكل التنظيم والإدارة في الوكالة، وأدوار ومسؤوليات أعضاء مجلس الإدارة، والشفافية في عملية اتخاذ القرار. كما ينبغي أن يعطي المشرفون السلطة الوحيدة لمنح وسحب التراخيص. إلى جانب وضع الأسس القانونية للأعمال التي يقوم بها المشرفون، والتحديد الواضح للعلاقات مع الفروع التنفيذية والتشريعية والقضائية في الحكومة، وقواعد الخضوع للمساءلة عن الموازنة وقواعد دعم الشفافية.
- **استقلال الموازنة:** وهو مطلوب حتى تكون لدى الوكالة حرية تقرير تعيين الموظفين وتدريبهم، وما تحتاجه لدفع مكافآتهم.

ورغم أهمية الاستقلال التنظيمي كأحد مكونات حسن التنظيم والإدارة، فإن الممارسات الحالية في كثير من البلدان مازالت قاصرة. ومن أجل تحقيق الاستقرار المالي، ينبغي بذل أقصى ما يمكن من الاهتمام لضمان الاستقلال للوكالات التنظيمية بنفس القدر الذي أعطي لضمان استقلالية البنك المركزي. على أن الاستقلال الفعال لا يمكن بلوغه دون مساندة البيئة السياسية، فالمصالح السياسية المكتسبة في القطاع المالي تظل قوية في كثير من أنحاء العالم، ومع هذا، فإن الحاجة مازالت كبيرة لتحقيق هدف استقلال جهات التنظيم وخضوعها للمساءلة لمصلحة الاستقرار المالي في الأجل الطويل ويجب على رجال السياسة أن يقتنعوا بهذا الرأي.

5. استقلالية البنوك المركزية:

شهدت العلاقات بين البنوك المركزية والسلطات السياسية تراوحا بين التدخل الكبير والحرية شبه المطلقة خلال القرنين الماضيين. ففي القرن التاسع عشر، حيث سادت أفكار الحرية الاقتصادية وكانت قاعدة الذهب هي

¹. أديبيرس. داس، مارك كويتين، مايكل و. تايلور، "ضرورة استقلال جهات التنظيم المالي"، صندوق النقد الدولي، والتنمية، مجلد 39، عدد 4، (صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002)، ص. 23.

القاعدة المحتكم إليها، تجلّى استقلال البنوك المركزية خاصة في أوروبا. ولكن، تلاحق الأزمات الاقتصادية بعد الحرب العالمية الأولى، والترويج لوجهة النظر الكنزية المحبذة لتدخل الدولة، نال بعض الشيء من استقلالية البنوك المركزية، ثم ما لبث أن استعادت البنوك المركزية قدرا من استقلالها مرة أخرى بعد استقرار الأوضاع الاقتصادية، والتحول إلى قوى السوق، وتعالى النداءات الداعية إلى جعل البنوك المركزية مستقلة عن الجهاز الحكومي في اتخاذ القرار.¹

لقد جرت الدعوة إلى الأخذ بمبدأ استقلالية البنك المركزي كشرط ضروري لتحقيق سياسة مالية واقتصادية متوازنة، وتعود مرجعية مبدأ الاستقلالية إلى معاهدة ماستريخت (7 فيفري 1992) التي وضعت النظام الأوروبي للمصارف المركزية للدول الأعضاء على مبدأ أساسي يقضي بأن تكون مستقلة عن السلطات السياسية وعن أي تدخلات أخرى تؤثر في هدفها الرئيسي القاضي بتحقيق استقرار الأسعار (الحفاظ على قيمة العملة). وبموجب ذلك تتمتع المصارف المركزية عن أخذ تعليماتها من حكوماتها أو من أي جهة أخرى، وأن تتمتع عن تقديم أي تسهيلات مالية لمصلحة الحكومة أو أي سلطة عامة أخرى، وأن يكون لحسابات تلك المصارف مدققون خارجيون مستقلون.

وتستند استقلالية البنك المركزي إلى منطق ضرورة الفصل بين القدرة على إنفاق النقود والقدرة على توفيرها، إذ أن هناك أدلة كثيرة تشير إلى أن سوء استغلال الحكومات لسلطتها في طبع العملة ينتج عنها معدلات عالية من التضخم نظرا لوجود نقود كثيرة مقابل سلع وخدمات محدودة، ولتحقيق أهداف سياسية، قد تلجأ بعض الحكومات في المدى القصير إلى التلاعب بأسعار الفائدة (خفضها) وبالتالي زيادة الإنفاق والعمالة، إلا أن قيامها بذلك يؤدي إلى معدلات تضخم عالية على المدى البعيد.

ومن جهة أخرى تعتبر استقلالية البنك المركزي في واقعها جزءا من سياسة اقتصادية أكثر شمولية لذا، فلا يوجد معنى حقيقي في فصل السياسة المالية والسياسة النقدية عن السياسات المعتمدة في جانب تحقيق العمالة وتنظيم التجارة، ذلك أن عملية الفصل في السياسات تؤدي إلى تقاطع الأهداف وبالتالي الصعوبة في إيجاد حل مشترك، فمن غير المعقول فصل موضوع السيطرة على النقود أو جعله خارج سيطرة الحكومة المسؤولة عن وضع القوانين والضرائب، ويعتقد كثير من السياسيين، أن إعطاء الموظفين غير المنتخبين في البنك المركزي قرارات خاصة بتحديد أسعار الفائدة وأسعار الصرف وتقوم كفاءة أداء النظام المالي ومواضيع نقدية أخرى يعتبر عملا بعيدا عن مبدأ الديمقراطية ومفهوم الحكومة المنتخبة، ذلك المبدأ الذي يقضي باتخاذ القرارات الرئيسية المهمة كافة من قبلها، لذا فإن المنطق يقضي إطلاع الحكومة والرأي العام وفي شكل مستمر على برنامج السياسة النقدية المعتمدة، وألا يكون البنك المركزي مستقلا كلية بحيث لا يمكن مساءلته من قبل أي جهة أخرى، وأن يبقى للمشرع الحق في إصدار القوانين والتعليمات

¹. منى كمال، "الإطار النظري للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية"، نوفمبر 2010، ص. 2.

الخاصة بنشاط البنك المركزي، نظرا لأن السلطات الحكومية مسؤولة عن تحقيق الأهداف الاقتصادية وضمن حسن تنفيذها فالحكومات تنتخب ويقوم أداؤها في ضوء ما تحققه من إنجازات لناخبيها.¹

إن استقلالية البنك المركزي أهم من أن ينظر إليها بصورة مجردة كأن إصدار قانون يقضي بذلك يكفي لتحقيقها، كما أن بإمكانه العمل في شكل مستقل حتى وإن كانت القوانين تسمح بالتدخل الحكومي في القرارات النقدية، وعليه فإن استقلالية البنك المركزي تعتمد على الإطار السياسي والاقتصادي للبلد وأصحاب القرار.

6. الإفصاح العام عن المعلومات المالية:

راعت جميع الإصلاحات التأكيد على أهمية الإفصاح المالي، ذلك أن أهم شروط حرية السوق وضمن الفرص المتكافئة فيها والقضاء على محاولات الغش والتلاعب، أن يوفر لجميع المتعاملين قدر كاف من المعلومات والبيانات المالية.² ورغم وجود عقبات كثيرة تعوق تنمية المؤسسات والأسواق المالية غير المصرفية، فإن نقص الإفصاح عن بيانات اقتصادية ومالية موثوق فيها ودقيقة يعتبر أحد أهم هذه العقبات.

لقد أحرز في الآونة الأخيرة تقدما ملحوظا فيما يتعلق بتحسين شفافية المعلومات الاقتصادية والمالية في النظام المصرفي وقد أوضحت لجنة بازل للرقابة المصرفية مواصفات المصارف فيما يتعلق بتقنية المعلومات التي يتم إبلاغها للمنظمين ونشرها لإدارة الأسواق. كما أن الدعامة الثالثة لإطار بازل الثاني، مكرسة لتعزيز انضباط السوق وتركز على إيصال المعلومات الموثوقة بشكل دوري من قبل البنوك.³

ورغم أن نوعية المعلومات شرط ضروري، إلا أنه غير كاف لتحقيق الأداء السليم للأسواق. والمزايا المتعلقة بأفضل المعلومات حول السوق، ينبغي عدم المغالاة فيها لأن نوعية المعلومات لا تحسن أداء الأسواق إلا إذا كانت هذه الأخيرة تتسم بالكفاءة. غير أن التجارب تدل على أن الأسواق بصفة عامة بعيدة عن الكفاءة، لأن المتعاملين الماليين لهم سلوكيات تكييفية في أوقات الأزمات.⁴ كما أن المعلومات التي يجري تداولها في الأسواق الحديثة تم تطويرها من طرف الفاعلين الذين يشكلون ما يعرف "بصناعة الأرقام" "L'Industrie du Chiffre". وهم المحللون الماليون، وشركات مراجعة الحسابات، وبنوك الاستثمار ووكالات التصنيف. غير أن هذا التقسيم، لا يزال بعيدا عن ضمان كفاءة السوق، كما أنه يعاني من:⁵

- احتكار القلة في هياكل السوق، فبنوك الأعمال مهيمنة من خلال الثلاثي الأمريكي الكبير (غولدمان ساكس ومورغان ستانلي وميريل لينش)، في حين أن سوق التقييم هو شبه الاحتكار الثنائي الأمريكي (وكالات ستاندرد أند بورز وموديز) ، والوكالة الأوروبية (Fitch IBCA).

¹. أوكيل نسيمية، مرجع سابق، ص ص. 380-387.

². سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، (القاهرة: مكتبة مدبولي للنشر 1999)، ص. 136.

³. Robert Boyer , Mario Dehove & Dominique Plihon, Op. Cit., P.156

⁴. Ibid., P.161.

⁵. Ibid., P.158

- اللاعبون في هذه الصناعة كثيرا ما يعانون من تضارب المصالح بين واجباتهم في الرصد والتقييم والرقابة، من ناحية، والخدمات الاستشارية من ناحية أخرى.

ورغم أن السائد، قبل أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية أن عدم الإفصاح سمة من سمات الدول النامية فقط، إلا أن انهيار مؤسسات مالية كبرى خلال هذه الأزمة أثبت عكس ذلك. كما بينت هذه الأزمة أن القروض العادية يمكن أن تصبح مصدرا كبيرا للخطر وعدم اليقين عند توريقها إلى منتجات مالية مركبة وغير شفافة.¹ وينبغي على الجهات القائمة على التنظيم أن تضمن توافر معلومات شاملة عن المنتجات والكيانات الجديدة بسهولة بما يسمح لجهات الإشراف ومحلي السوق بفهم ورصد المخاطر المتزايدة في النظام المالي.

7. ضبط السياسة النقدية والسياسة المالية والتنسيق بينهما:

تعتبر السياسة النقدية عنصرا أساسيا من عناصر برامج الإصلاح التي تتبعها أغلب البلدان في إطار توجيهها نحو التحرير الاقتصادي والانفتاح على العالم الخارجي، فإذا كان على المؤسسات المالية أن تدعم دورها في الوساطة بصورة مناسبة فإن ذلك يتطلب تحقيق معدلات تضخم منخفض ومستقر. كما يجب وضع ضوابط للتقليل من خطر التوسع في الإقراض غير العقلاني من طرف البنوك والذي ينشأ عن سياسة غير مناسبة للاقتصاد الكلي.

وعليه، يجب تطبيق السياسات النقدية بطريقة محكمة جدا لتجنب التضخم وأسعار الصرف المغالى فيها، وإذا حدث تراخي للسياسة النقدية المتبعة ونتج عن ذلك زيادة في التضخم مع انخفاض التنافس الدولي بين المنتجين، فإن ذلك قد يؤدي إلى مشاكل عديدة ويؤثر على القطاع المالي.² فالسياسة النقدية ينبغي أن تشمل الاستقرار المالي من بين أهدافها، والبنك المركزي يجب أن يتمتع بالاستقلالية ويكون محميا من المحسوبية والفساد.

كما تعتبر السياسة المالية عنصرا مهما في إنجاح قابلية حساب رأس المال للتحويل والمحافظة عليها، إذ يعتبر الإجراء المالي مهما لمواجهة القوى التضخمية داخل الاقتصاد، فهي تمكن أصحاب القرار من محاربة التضخم، كما أنها مهمة لدعم واستقرار القطاع المالي، فمثلا قد يتم تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة عن طريق الإصدار النقدي وذلك بطبع نقود جديدة وهذا ما يؤدي إلى رفع معدل التضخم، ومن ثم التأثير في مناخ الاستثمار، وهو ظاهرة تدمر الثقة في العملة المحلية، وتدفع الاستثمار نحو القنوات غير المنتجة كالمضاربة على العملة، والبحث عن الاستثمارات سريعة المردود، كما يؤدي إلى خفض معدل العائد على الاستثمار.

ونظرا لارتباط السياسة النقدية والسياسة المالية ببعضها بعضا وكذا بإستراتيجية إدارة الدين العام، فإن الأمر يتطلب نوعا من التنسيق بينها، في إطارين زمنيين: الإطار الزمني قصير الأجل، حيث يتمثل الهدف الرئيسي لهذه

¹. خور هوى أي، وكي روى زيونج، مرجع سابق، ص. 23.

². طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، مرجع سابق، ص. 43-44.

السياسات في العمل على تطوير الأدوات المالية لتحقيق الاستقرار في الأسعار، بينما يتضمن الإطار الزمني طويل الأجل التنسيق بين تلك السياسات للحفاظ على استمرارية الاقتصاد في مساره التوازني والحد من العجز المالي.¹

8. سعر الصرف والاحتياطات:

يعتبر سعر الصرف المتفق مع توازن السوق ضروريا لكفالة التوازن الخارجي، وعلاوة على ذلك، فإن الأمر يقتضي أن تصطب سياسات الاقتصاد الكلي الكفؤة باحتياطات دولية كافية، تفاديا للتقلبات الواسعة في أسعار الصرف.² التي قد تكون مكلفة لأقصى حد، ليس فقط بالنسبة للبلدان المعنية بشكل مباشر بالأزمة، بل أيضا لباقي بلدان العالم. وهو ما يتطلب إطارا للتعاون الدولي لتحقيق استقرار أسعار الصرف.³

وعليه يبقى النقاش كبيرا ومتزايدا وخاصة في البلدان الناشئة التي ترى في سياسة الصرف عاملا جوهريا في تطورها الاقتصادي. كما أن التطور الكبير لحركية رؤوس الأموال لا يجعل الاختيار سهلا، بين التعويم التام، الذي نادر ما يطبق من طرف السلطات النقدية وبين مجالس العملة "Currency Board"، فالعودة إلى نظام الصرف الثابت لا يبدو ممكنا، كما أن التقلبات الكبيرة في أسعار الصرف الناجمة عن التعويم يعطل الاقتصاد.⁴

وفي الواقع، ليس هناك نظام صرف واحد يناسب كافة الدول، وأن اختيار نظام للصرف بالنسبة للبلدان الناشئة يستجيب لاعتبارات اقتصادية وسياسية محددة بدقة، وهناك عدة عوامل تؤثر في هذا الاختيار كهيكل التجارة الخارجية، وحجم ودرجة الانفتاح الاقتصادي، ومدى قوة الالتزام السياسي بإتباع سياسات الاقتصاد الكلي - وبشكل خاص السياسات المالية والنقدية - التي تتضمن الاستقرار الداخلي والخارجي،⁵ كما تعتبر طبيعة وحجم الصدمات المرجح أن يتعرض لها الاقتصاد، والخصائص الهيكلية التي يتميز بها أسواق السلع والعمل والسوق المالية فيه، اعتبارات مهمة في اختيار نظام سعر الصرف. لكن، مهما كان النظام المختار، فإن البلدان يجب أن تتقبل النقائص الملازمة للنظام المختار، وتتخلى عن المزايا المحصل عليها من الحلول الأخرى الممكنة، إذ أن تجربة الثلاثين سنة الأخيرة بينت أنه ليس هناك نظام صرف كامل ومثالي.

وعليه، فقد دعا الكثير من الاقتصاديين إلى ضرورة العودة إلى العمل بنظام القاعدة الذهبية، معتبرين أن تحقيق هدف الاستقرار المالي يتطلب الرجوع إلى القاعدة الذهبية. وبالتالي يصبح للنقد قيمة ذاتية ثابتة ولا يتحكم نقد دولة في الدول الأخرى، ويتحقق الاستقرار والثبات للقوة الشرائية للعملات، ولا يكون هناك مجال لحدوث

¹. منى كمال، مرجع سابق، ص. 4.

². صالح م. نصولي ومنير راشد، "تحرير حساب رأس المال في جنوبي البحر المتوسط"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، ديسمبر 1998)، ص. 25.

³. بينو كيريه وجان بيزاني فيري، "قضية الإهمال بحسن نية للعمل على استقرار سعر الصرف"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، سبتمبر 1999)، ص. 5.

⁴ Francois combe & thibaut lepinat, Op. Cit., P.220.

⁵. فيتو تانزي، "التحول الاقتصادي والدور المتغير للحكومة"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 1999)، ص. 30.

أزمات مالية أو مشاكل اقتصادية، إذ يرى "جرينسبان" "Alan Greenspan" مدير البنك المركزي الأمريكي الأسبق أنه لا يمكن حماية الأوراق النقدية وتحقيق الاستقرار المالي إلا بربطها بالذهب، حيث قال:¹ "إن في غياب نظام الربط بالذهب لا توجد طريقة لحماية المدخرات من المصادرة عن طريق التضخم. إنه لا يوجد هناك مستودع أمين للثروة".

9. إعادة النظر في طريقة عمل وكالات التصنيف:

يتمثل دور وكالات التصنيف في وضع المعلومات التي يجوزتها حول الدول والمؤسسات والأصول المالية المختلفة المتداولة والمصدرة حديثاً تحت تصرف المستثمرين، إذ من الصعب عليهم الوصول إلى ذلك بإمكانياتهم الخاصة في الوقت اللازم وبتكلفة مقبولة نظراً للعدد الهائل للأوراق المتداولة ودرجة التعقيد التي وصلت إليها. وعليه فإن وكالات التصنيف تساهم في كفاءة الأسواق المالية بتوفير المعلومة الدقيقة للجميع وبتكلفة تقترب من الصفر.

لكن أزمة الرهن العقاري كما سبق وأشرنا، أثبتت فشل هذه الوكالات في هذه المهمة الحيوية، ولعل حل هذا الإشكال يتمثل وببساطة في الفصل بين مهمة التنقيط والاستشارة، وكسر الاحتكار الذي تمارسه كبريات هذه الوكالات بفتح المجال للمنافسة وتسهيل إجراءات الحصول على الاعتماد لوكالات جديدة وجعل الوكالات مسؤولة عن النقطة التي تمنحها. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، بدأ التفكير في هذا الإصلاح سنة 2006 بمشروع قانون "Credit Agency Reform Act" والذي بدأ العمل به من قبل الوكالة الفيدرالية الأمريكية للتنظيم والإشراف على الأسواق المالية "SEC" سنة 2007. ومن الإصلاحات المقترحة بخصوص هذه الوكالات ما يلي:²

- إلزامها بتحسين طريقة تقييم الأصول المالية المهيكلة بوضع نماذج تتلاءم والطبيعة الخاصة لهذه المنتجات؛
- أن يحضر على الوكالة تقييم الأصول المهيكلة قبل الحصول على كافة المعلومات الضرورية لذلك؛
- إجبار الوكالات على نشر كافة النقاط الممنوحة وكذا كل التعديلات التي أجريت من قبلها على هذه النقطة وبشفافية كاملة؛
- خدمة لمصلحة المستثمرين وحرصاً على تحقيق مبدأ كفاءة السوق من الضروري نشر كل المعلومات حول الأصول التحتية "Les Actifs Sous-jacents" التي تستند إليها هذه المنتجات المهيكلة؛
- الفصل بين النقاط الممنوحة للمنتجات المهيكلة وغيرها من الأصول المالية الأخرى بإعطائها رموز مميزة حرصاً على رفع اللبس وحفاظاً على مصالح المستثمرين؛
- إلغاء إلزامية التنقيط في بعض المجالات تحجيماً لدور وكالات التنقيط، على غرار اعتماد نماذج التقييم الداخلي في اتفاقية بازل 2.

¹ محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، (الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2011)، ص. ص. 275-276.

² بن نعمون حمادو، مرجع سابق، ص. ص. 14-15.

10. إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية:

عرفت الأسواق الخاصة بالمشتقات المالية تطورات كبيرة جعلتها مصدرا لأغلبية المبتكرات المالية منذ عام 1990، وفي الحقيقة، وحتى انفجار الأزمة المالية العالمية (2007-2008)، لم يكن الكثير من الناس على وعي بهذه المشتقات رغم أن هذا النوع من الأدوات المالية يشكل السوق المالية الأكبر في العالم.¹ وتشير إحصائيات بنك التسويات الدولية، في تقريره المؤرخ في ديسمبر 2009، أن حجم الأسواق المنظمة الخاصة بمختلف المشتقات المالية بلغ في نهاية الثلاثي الثالث من سنة 2007 ما قيمته 681000 مليار دولار أمريكي، أما بالنسبة لأسواق عقود المفاوضة بالتراضي (Les Marchés de Gré a Gré) فيشير نفس التقرير السابق، أن حجمها في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2007 كان 516000 مليار دولار بزيادة قدرها 135% عما كان عليه في سنة 2004. وهذا النمو، جعلها تحتل مركز الصدارة بين الأسواق المالية نظرا لتنامي حجم ونوعية الأخطار المغطاة، واستفحال ظاهرة المضاربة بالإضافة إلى أن منتجاتها المالية تنطوي على قيمة مضافة عالية بالمقارنة بالأصول المالية التقليدية، لكنها في نفس الوقت أكثر خطورة خاصة بسبب تعقدها و تركيز الأخطار في محفظة واحدة أو طرف واحد والذي قد يؤدي لسبب طارئ إلى حدوث حالة إفلاس تنتقل بفعل العدوى المالية إلى باقي مكونات النظام المالي متسببة في حدوث أزمة نظامية.

ولتفادي هذا الانزلاق الخطير تبنت الولايات المتحدة الأمريكية اقتراحا يقضي بإعادة تنظيم أسواق المشتقات واتخاذ التدابير الضرورية من أجل تحويل معظم الصفقات من الأسواق غير المنظمة نحو الأسواق المنظمة، أما ما تبقى من تعاملات في الأسواق غير المنظمة فيجب إخضاعه لرقابة صارمة لتفادي التراكم العشوائي للأخطار لدى طرف واحد يكون سبب في بروز الخطر النظامي،² وذلك لانعدام الشفافية في تلك الصفقات والتي تشجع البعض على المبالغة في تحمل المخاطر وتعريض النظام المالي للانحيار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك كون الصفقات ثنائية غير مسجلة.

المطلب الثاني: بدائل أخرى لمواجهة الأزمات المالية

إضافة إلى جملة السياسات والإجراءات الوقائية التي تم التطرق إليها، يمكن رصد مجموعة أخرى من البدائل والآليات الوقائية من الأزمات المالية وحصرها فيما يلي:

1. نظام التأمين* على الودائع وأهميته في منهج الإصلاح المصرفي:

جاءت فكرة التأمين على الودائع في كثير من الدول إثر أزمات تعرضت لها البنوك وخاصة بعد أزمة الكساد العالمي 1929، وزادت أهميته مع اتساع رقعة التعامل المصرفي واحتلال الجهاز المصرفي مركز الصدارة في النشاط المالي

¹ النظام المالي الإسلامي والصيرفة: البديل الممكن في أعقاب الأزمة المالية العالمية، الجزء الأول"، مرجع سابق، ص. 6.

² بن نعمون حمادو، مرجع سابق، ص. 16-17.

* نعي به نظام ضمان الودائع باعتبار أن ضمان الودائع المصرفية نوع من تطبيقات عقود التأمين

والاقتصادي في كل البلدان، فضلا عن اعتماد البنوك على الودائع كمصدر أساسي للتمويل مقارنة بمواردها الذاتية مما جعلها مدينة بأرصدة ضخمة من أموال المودعين لدرجة لا تتناسب مع حقوق الملكية لدى هذه المصارف. ولهذا أوضحت مؤسسات ضمان الودائع أمرا لا فكاك عنه بالنسبة لعمل النظام المصرفي الحديث.¹

أ. مفهوم نظام التأمين على الودائع: ينصرف مفهوم نظام التأمين على الودائع إلى حماية ودائع العملاء وتعويضهم كليا أو جزئيا، من خلال مساهمة البنوك المشتركة عادة في صندوق التأمين على الودائع، إذا ما تعرضت الودائع للخطر نتيجة تعثر البنك، حيث يمول هذا الصندوق بموجب رسوم أو اشتراكات أو مساهمات يلتزم البنك العضو بسدادها الأمر الذي يؤدي إلى تعزيز الثقة في الجهاز المصرفي وعدم ترك هذه الثقة للصدفة أو للظروف الطارئة، إضافة إلى تقوية المنافسة بين البنوك على جذب الودائع وتقديم الخدمات المصرفية.²

ب. دور نظام التأمين على البنوك التجارية: يمكن حصر دور نظام التأمين على الودائع فيما يلي:³

- الدور الوقائي: تهدف تشريعات أنظمة التأمين على الودائع الحماية الوقائية وليس العلاجية، أي أنها تهدف إلى حماية أموال المودعين من خلال الرقابة على البنوك قبل وصول البنك مرحلة التوقف عن الدفع.

- الدور العلاجي: تقوم من خلاله مؤسسات الحماية بمعالجة الأوضاع المالية للمصارف المتعثرة،⁴ كضخ السيولة للمصرف المتعثر لتصحيح أوضاعه، وإعادة تنظيم المصرف إداريا وماليا. وهناك العديد من المشاكل التي تتسبب في إفلاس بنك أو إعمساره، وللوقوف على دور نظام التأمين على الودائع في معالجة المشاكل المصرفية يجب عرض تلك المشاكل والدور المنوط بتلك النظم.

• مشكلات الائتمان الرديء: التي تعتبر من أصعب المشاكل التي تواجه البنوك، وهي تعني أن تمنح البنوك قروضا لا تستطيع استعادتها ومن باب أولى الفوائد المحصلة.

وإزاء ذلك فإن نظام التأمين على الودائع يحدد نسبة من القروض إلى حقوق الملكية والودائع، كما يتدخل في تحديد نسب الديون المشكوك فيها ومراجعة بعض القروض للتحقق من استيفاء البنك للسياسات الائتمانية السليمة.

• عجز السيولة: رغم أن البنوك تتوفر على حجم مناسب من الودائع ومن القروض الجيدة إلا أنها قد تعاني من عجز في السيولة، وعليه تعتبر مراقبة نسبة السيولة لدى المصارف من أهم انشغالات نظام التأمين على الودائع.

¹. عثمان بابكر أحمد، نظام حماية الودائع لدى المصارف الإسلامية، (جدة: البنك الإسلامي للتنمية، 2000)، ص.19.

². المرجع نفسه، ص. 116.

³. بلعوز بن علي، مرجع سابق، ص. 117-118.

⁴. عثمان بابكر أحمد، مرجع سابق، ص. 37.

ج. نظام ضمان الودائع بين التأييد والمعارضة:

رغم ما يمكن أن يحققه نظام التأمين على الودائع من مزايا، إلا أن هناك من لا يرى أي فائدة مرجوة من هذه المؤسسات بحجة أنها تعيق العمل المصرفي الحر. ولأنه يسمح بتداخل صلاحيات مؤسسات ضمان الودائع مع سلطات الرقابة التي تطبقها المصارف المركزية لأجل سلامة الجهاز المصرفي، إلى جانب ما يترتب عن تطبيق هذا النظام من عبء مالي على الدولة التي ربما تضطر لفرض ضرائب لمقابلة التزامها عندما تواجه البنوك مصاعب مالية تستدعي تدخل الدولة.¹ كما أن المصارف الكبيرة لم تتحمس لفكرة ضمان الودائع طالما أنها ستتحمل كلفة المشاركة في هذا النظام مع المصارف الصغيرة الأكثر عرضة للهزات المالية.

وقد بينت عدة دراسات أن تطبيق نظام ضمان الودائع قد ينشأ عنه ما يسمى "بمشكلة الدوافع" وما يرتبط بها مما يسمى بالخطر المعنوي، حيث تقوم المصارف المؤمن على ودائعها بتمويل استثمارات ذات مخاطر عالية وبأموال المودعين معتمدة في ذلك على ضمانات الودائع التي تقدمها الحكومة. كما أنها تحتفظ بمعدلات سيولة منخفضة أقل مما تحدده لوائح وقوانين الرقابة والإشراف على المصارف.

على أنه مهما كان موقف المعارضين لفكرة ضمان الودائع، فإن أهميتها تتأكد من كونها تساعد على إعادة التوازن للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى وتجاوز المواقف المالية العصبية خاصة في حالة حدوث تحاقت من جانب المودعين بسحب أموالهم من المصارف. كما تعمل على التقليل من انتشار الذعر المالي ليطول مؤسسات أخرى لها علاقة بالمؤسسات المالية المتعثرة. وتجعل البنوك المركزية أكثر تحمرا في القيام بدور المنقذ الأخير. كما تساعد البنوك الصغيرة على مواجهة منافسة المصارف الكبيرة ذات التاريخ الطويل في العمل المصرفي.

وعلى كل، نلاحظ أن الرأي الراجح هو رأي المؤيدين لفكرة ضمان الودائع، إذ أنه، ومع التوسع الكبير في الخدمات المصرفية وكثرة تدفق الموارد المالية بين الدول، ومع تزايد الخطر المعنوي، أصبحت المؤسسات المالية بما فيها المصارف عرضة للأزمات المالية التي ربما تخرجها من السوق المصرفي تماما، وهو ما يقتضي وجود مؤسسات تدعم الموقف المالي للمصارف التي تعتمد بصورة أساسية على الودائع لتمويل أنشطتها.² في حين يبقى دائما البحث عن البدائل المناسبة لنظام حماية الودائع في ضوء الإقرار بما ينشأ عنها من خطر أخلاقي، وتفشي ظاهرة الإفلاس والمشاكل المالية وسط البنوك وضعف رؤوس أموال المصارف مقارنة بالودائع التي هي محل الضمان، وتراخي المصارف في تطبيق الأسس المصرفية السليمة لمنح الائتمان.

¹. المرجع نفسه، ص. 25.

². المرجع نفسه، ص. 20-25.

2. أهمية بيانات الميزانية في تحاشي الأزمات:

بينت الأزمات المالية لعقد التسعينيات من القرن العشرين إمكانية اكتشاف إشارات وقوع متاعب وشيكة الحدوث من خلال فحص دقيق لبيانات ميزانيات البلدان، وبالتحديد ما يتعلق بعدم التوافق بين رصيد أصول بلد ما ورصيد ديونه، وفي هذا الإطار ينبغي إيلاء عناية كبيرة إلى بيانات الميزانية للقطاعات فرادى، وتشمل القطاعات الرئيسية قطاع الحكومة (البنك المركزي)، القطاع المالي الخاص (وخاصة البنوك)، والقطاع غير المالي (الشركات والأسر المعيشية). وكثيرا ما تكون بيانات الميزانية القطاعية مرتبطة ببعضها بعضا - أي أن دين قطاع ما يكون أصلا لقطاع آخر، وفي هذه الحالة إذا واجه القطاع الأول صعوبات في خدمة دينه، فإن أصول القطاع الثاني تتدهور ويمكن بدوره أن يواجه صعوبة في السداد لدائنيه.

ويتطلب الأمر إجراء تحليل لبيانات الميزانية في الوقت المناسب لإتاحة الفرصة للمسؤولين لتحديد وتصحيح أوجه الضعف قبل أن تسهم في إثارة الصعوبات المالية. وقد لا يتيح كشف هذه الأنواع من مخاطر بيانات الميزانية التنبؤ بالتوقيت الدقيق لوقوع أزمة ما، إذ قد يستمر الضعف في بيانات الميزانية لسنوات عديدة، ولكنها يمكن أن تسهم في استيعاب ديناميكيات الأزمات التي قد تحدث ومن ثم اتخاذ الإجراءات لمنع نشوب أزمات أخرى.¹

إن الحكومة التي تدير بحكمة ميزانيتها، بالحفاظ على قدر سليم من الاحتياطات، وعدم الإسراف في الاقتراض، إنما تسهم في الحفاظ على سلامة الميزانية الإجمالية، ولعل من بين العوامل التي تساعد على ذلك هو التسلسل في تحرير حساب رأس المال.

3. التسلسل في تحرير حساب رأس المال:

يعرف تحرير حساب رأس المال على أنه "التحرر من الحظر على المعاملات في حسابات رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات".² والواقع أن التماثل مباشر مع قابلية الحساب الجاري للتحويل، فالمادة الثامنة من اتفاقية إنشاء صندوق النقد الدولي التي تعرف قابلية الحساب الجاري للتحويل، على أنها التحرر من القيود على القيام بالمدفوعات والتحويلات إزاء المعاملات الدولية الجارية، لا تمنع فرض بعض القيود كالرسوم الجمركية وضرائب الواردات على المعاملات الأساسية، وعليه فإن قابلية حساب رأس المال للتحويل تعني إلغاء القيود على النقد الأجنبي والضوابط الأخرى، ولكنها لا تلغي بالضرورة كل الوسائل الشبيهة بالضرية المفروضة على المعاملات الأساسية، والتي لا يشترط النظر إليها على أنها تتعارض مع الهدف المرغوب المتمثل في تحرير حساب رأس المال.

¹. كريستيان كيلر وكريستوف روزنجر ونوريل روبيني و وبرد سيتسر، "أهمية بيانات الميزانية في تحاشي الأزمات"، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 39، عدد 4 (صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002) ص ص. 15-18.

². باري آشنجرين و مايكل موسى، "صندوق النقد الدولي وتحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، ديسمبر 1998)، ص. 18.

ورغم أن العديد من التحديات التي يتطلبها تحرير حساب رأس المال لا تختلف عن تلك التي يتطلبها تحرير الأنظمة المالية المحلية، إلا أنه يضيف بعدا خارجيا وضرورة ملحة لإصلاح القطاع المالي.¹ وفي هذا الصدد ولزيادة مزايا تحرير حساب رأس المال وتقليل المخاطر الناجمة عنه، يجب التفكير جيدا في السرعة والتسلسل، حيث تؤكد وجهة النظر التقليدية على أهمية تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي وتطوير المؤسسات المالية المحلية والأسواق والأدوات المالية قبل تحرير حساب رأس المال. أما وجهة النظر البديلة، فتبرر القيود التي تقف في وجه الإصلاح والقدرة المحدودة للبلدان على إصلاح ذاتها في غياب الضغوط الخارجية للإصلاح، وتفضل تحرير حساب رأس المال المبكر الذي يمكن أن يكون عاملا مساعدا لإصلاحات اقتصادية أوسع، ويتغلب على معارضة الإصلاح من جانب أصحاب المصالح المكتسبة، وترى وجهة نظر متوسطة أن تحرير حساب رأس المال يجب أن يكون جزءا من أسلوب معالجة متزامن ومتكامل وشامل للإصلاح الاقتصادي الكلي والهيكلية، ومن وجهة النظر هذه يكون التنسيق بين الإصلاحات في القطاعات المحلية والخارجية هو المسألة الرئيسية.

و مزايا ومخاطر كل من هذه الاستراتيجيات الثلاث تتحقق من بلد لآخر، تبعا لظروف كل منها في البداية ولأهدافها الاقتصادية، ويمكن أن يكون أحد الأساليب هو التركيز على مساهمة كل إستراتيجية في تحقيق الأهداف العريضة الخاصة بتحسين كفاءة حشد وتخصيص الموارد وتعزيز الاستقرار المالي والاقتصادي الكلي.²

لكن وفي أعقاب الأزمة المالية الآسيوية ونظرا لمخاطر حدوث انعكاس مفاجئ في اتجاهات تدفق الأموال، تؤكد عمليا أهمية وجود موقف اقتصادي كلي قوي ومؤسسات سليمة، وتتابع منظم للإصلاحات من أجل تعظيم فوائد تحرير حساب رأس المال. إذ يعد من الخطر التعجيل بإلغاء القيود على معاملات حساب رأس المال قبل التصدي للمشاكل الرئيسية في النظام المالي. وهذا يعني أن على البلدان أن تحرر حساب رأس المال بالتدرج. كما أن التحرير الذي يقتصر على التدفقات عبر النظام المصرفي يمكن أن يخلق مخاطر شديدة، وبالتالي يجب أن يسير تحرير تدفقات رأس المال على أوسع جبهة ممكنة بدءا بتدفقات الاستثمار المباشر.

وفي حين يجب دراسة مواضيع مثل سرعة التحرير وتعاقب خطواته دراسة مجردة، فإن ترجمتها إلى إجراءات وسياسات عملية تعتمد على الوضع في كل بلد. كما أن التحرير المنظم لتدفقات رأس المال يتطلب استحداث قواعد وإجراءات توافق عليها جميع البلدان وتكون مرنة بما يكفي لتغطية جميع الحالات النظرية المحتملة، ويتمثل أهمها فيما يلي:³

¹. المرجع نفسه، ص. 18.

². باري جونستون، "تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، ديسمبر 1998)، ص. 23.

³. مانويل غيتان، "تأثير التدفقات المالية العالمية على السياسات الاقتصادية"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، مارس 1999)، ص. 27.

- مجموعة من القواعد التحوطية* تستند إلى الممارسات المعترف بها بصفة عامة لدعم وكفالة الإدارة السليمة للمخاطر العابرة للحدود؛
- حكم يسمح للبلدان بقدر من المرونة في تحرير معاملات رأس المال، أي وضع ترتيب انتقالي يعطي البلدان الفرصة لتحديد سرعة وتعاقب العمليات، وفقا لظروف كل منها؛
- مبدأ التقبل الدولي المؤقت للتدابير التقييدية المفروضة على معاملات رأس المال عندما تكون تلك التدابير ضرورية لأسباب تتعلق بميزان المدفوعات، أو بالإدارة الاقتصادية الكلية؛
- حكم يسمح للبلدان باللجوء بصفة مؤقتة إلى فرض الضوابط في الحالات الطارئة؛
- ويمكن لهذه المبادئ، إذا ما نفذت على الوجه الصحيح، أن تعالج قضايا تحرير حساب رأس المال بالنسبة لجميع البلدان.

4. التوافق المحاسبي الدولي:

يقصد بالتوافق المحاسبي الدولي الاحتكام إلى جملة من المعايير المحاسبية، تحظى بصفة القبول الدولي، وتهدف إلى إضفاء الانسجام على الممارسة المحاسبية، أي أن التوافق يشمل المعايير المحاسبية التي يجب أن تكون موحدة بين كل الدول، والممارسة المحاسبية التي يفترض أن تكون متجانسة بين المؤسسات. ويعتبر التوافق المحاسبي (Harmonisation) مفهوما ملازما للمحاسبة الدولية، يفيد الحد من الفروق أو التباين بين الأنظمة المحاسبية الوطنية. ويتميز عن التوحيد (Normalisation) الذي يفترض أساسا توحيد كلي للقواعد المحاسبية على المستوى الدولي. وهو ما يعتبر مستحيلا وغير نافع مادامت المحاسبة جزء مكمل للمحيط الثقافي الذي تتميز به كل دولة.¹

وقد تزامنت أعمال التوافق المحاسبي في إطار العولمة، التي شملت كل مناحي الحياة السياسية والاجتماعية والثقافية والاقتصادية، وأفرزت توسعا في النشاط الاقتصادي للمؤسسات، ما أدى بدوره إلى تطور أسواق المال الذي رافقه احتياج لتبادل المعلومات نتيجة قصور الأنظمة المحاسبية الوطنية عن الإمداد بقواعد محاسبية فوق القطاعية أو فوق الوطنية. ويهدف التوافق المحاسبي الدولي إلى تجاوز كل الاختلافات التي تنتج في الواقع عن التباين في الأنظمة التي تحكم الممارسة المحاسبية الدولية، والتي أصبحت تشكل عائقا أمام الاستثمار الدولي ومصدر اضطراب لحركة

* الإجراءات التحوطية تعرف بشكل عام بأنها الأعمال الرسمية (القوانين والقواعد التنظيمية) والسياسات والإجراءات المعتمدة رسميا والتي:

- تعزز سلامة المؤسسات المالية، كل على حده بضمان الإدارة المناسبة للمخاطر والتوجيه الداخلي الفعال، وبتعزيز انضباط السوق؛

- تحمي المستثمرين من الغش والممارسات الخداعية، وضمان قيام الوكلاء الماليين بالمسؤوليات التي تسند إليهم؛

إلا أن الإجراءات التحوطية تطبق في العادة على الأنشطة المحلية والأجنبية للمؤسسات المالية فقط، وفيما يتعلق بالاستثمارات التي لا تمر من خلال وساطة المؤسسات المالية، تميل الإجراءات التحوطية إلى أن تقتصر على السماح بدخول أدوات الاستثمار والتجارة فيها وتوفير الخدمات المتعلقة بها في السوق المحلية. وفي الدول ذات الأنظمة المالية الضعيفة تصبح كل من سرعة تحرير حساب رأس المال وتصميم التدابير التحوطية أكثر تعقيدا، وللأغراض التحوطية تحتاج هذه الدول إلى إنشاء مؤسسات وأسواق وأدوات مالية قبل أن تستطيع تحرير حساب رأس المال تحريرا قابلا للاستمرار.

¹. مداني بن بلغيث، "التوافق المحاسبي الدولي-المفهوم، المبررات والأهداف"، مجلة الباحث، عدد 4 (2006)، ص. 115.

الأسواق المالية العالمية، إلى جانب تحقيق الكفاءة التي تقتضيها التبادلات الاقتصادية الدولية، إضافة إلى أهداف أخرى مرتبطة بطبيعة الأطراف المهتمة بعملية التوافق وخاصة الأطراف المستعملة للقوائم المالية، حيث تمكن المستثمرين الدوليين من مقارنة المعلومات المتاحة عن كل المؤسسات، بعد إلغاء أثر اختلاف الأنظمة التي كان يفترض أن تعد كل مؤسسة معلوماتها على أساسها لأجل اتخاذ قرارات الاستثمار الملائمة. كما يسمح التوافق المحاسبي بإنجاح عمليات الرقابة والمتابعة التي تقوم بها بعض الهيئات،¹ مثل الاتحاد الأوروبي، الأمم المتحدة، هيئات مراقبة الأسواق المالية الوطنية أو الدولية والبنك الدولي على المؤسسات.

5. الرقابة على حركية رأس المال:

يعترف بنك التسويات الدولية، وهو الوصي على الاستقرار المالي الدولي، في تقريره لعام 2003 أن الضوابط على رأس المال يمكنها في بعض الحالات، إذا ما أحسن وضعها وتطبيقها، أن تساعد في دعم السياسات الأخرى أو أن تحمي الاقتصاد ضد العوامل المزعزعة للاستقرار. كما أظهر كروغمان (1999) أن البلدان الناشئة التي لم تمسها الأزمات المالية (مثل الصين والهند) كانت أقل تحريراً لنظامها المالي وحافظت على أنظمة لضوابط رأس المال، وهو ما دفع بالعديد إلى الدعوة إلى ضرورة فرض قيود على حركية رأس المال.

ولعل من أبرز المقترحات المعروفة في هذا الشأن "ضريبة توبن" نسبة للاقتصادي جيمس توبين (1972)، والتي تعني فرض ضريبة على المضاربات في سوق النقد من أجل تحويل الأولوية لقطاع الإنتاج،² والحد من تقلبات سعر الصرف، والحفاظ على استقلالية السياسات الوطنية من "ديكتاتورية" الأسواق المالية، كما يمكن أن تشكل المداحيل المحققة من هذه الضريبة مورداً مالياً للبلدان النامية.³

لقد طبقت بعض البلدان مجموعة من تدابير الرقابة على حركية رؤوس الأموال صنفت في ثلاث فئات هي:⁴

- الضرائب المفروضة على تدفقات رأس المال (البرازيل وشيلي وكولومبيا)؛
 - المقاييس الكمية (الجمهورية التشيكية، وماليزيا)؛
 - التدابير الاحترازية أو التحوطية (اندونيسيا والفلبين وتايواند).
- و النموذج الشيلي الذي استمر خلال الفترة (1991-1998)، ينظر إليه عادة باعتباره الأكثر كفاءة. إلا أن هناك العديد من الملاحظات التي تخص هذه الإجراءات:
- ضوابط رأس المال لم تقلل من تحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل؛
 - آثار تدابير الرقابة على رأس المال تميل - كأى جهاز - للضعف بمرور الزمن لأن المتعاملين الخواص يتكيفون ويعملون وفق الترتيبات القائمة، الشيء الذي يستدعي إعادة تطوير تلك التدابير؛

¹. المرجع نفسه، ص. 118.

². رحيم حسين مرجع سابق، ص. 21.

³. Francois Combe, Thibaut Lepinat, Op. Cit., P, 223.

⁴. Robert Boyer, Mario Dehove & Dominique Plihon, Op. Cit., P.191.

- فعالية تدابير الرقابة على رأس المال متعلقة بالسياسة التي تلازمها (سياسات استقرار الاقتصاد الكلي، السياسات التحوطية).
- أما بالنسبة للحجج التي تساق ضد ضريبة توبين فتتمثل في أن:¹
- التنفيذ الفعال لهذه الضرائب يواجه مقاومة سياسية قوية؛
- كفاءة الضريبة لا تتحقق إلا من خلال تعميمها، على جميع المراكز المالية في العالم، والخطر هو أن يساعد ذلك على هجرة رؤوس الأموال إلى ملاذات ضريبية معينة لا تطبقها؛
- لكي تكون هذه الضريبة فعالة، يجب أن تشمل جميع المنتجات المالية، فإذا كانت تقتصر فقط على المعاملات النقدية، فإنه قد تشجع على تطوير منتجات أخرى بديلة؛
- كما أن فعالية هذه الضريبة تتطلب تحديد دقيقا لوعائها وكيفية تجميعه دوليا والتكاليف المرتبطة بجمعه، إضافة إلى العمل على ضمان تعاون جيد بين السلطات الوطنية المختلفة، وتحديد المعايير التي ينبغي أن تقوم عليها عملية إعادة توزيع عائدات هذه الضرائب.

6. ضرورة تعبئة المدخرات المحلية في البلدان النامية:

لقد كان التدخل الحكومي الواسع هو القاعدة في الأسواق المالية للبلدان النامية خلال ثمانينيات القرن العشرين، فكانت تفرض أسقفا على معدلات الفوائد المصرفية، وكان تخصيص الائتمان يتم بقرارات إدارية بدلا من أن يتم طبقا لمعايير السوق، وكان تدفق رؤوس الأموال الأجنبية مقيدا بصرامة، إلا أن العديد من البلدان النامية توجهت نحو تحرير أسواقها المالية وإلغاء كل القيود التي تعيقها، بعد أن اقتنعت بالحجج النظرية المؤيدة للتحرير، وتجربة عدد كبير من البلدان التي حققت معدلات نمو مرتفعة.²

ولعل أهم ما نجم عن هذا التوجه، هو تدويل مدخرات البلدان النامية من خلال استثمارها خارج حدود الوطن، رغم ارتفاع ديونها الخارجية، والعجز الكبير في موازين مدفوعاتها. كما يحدث هذا أيضا في الوقت الذي تسارع فيه هذه الدول نحو جذب رأس المال الأجنبي وخاصة الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال التسابق على منحه الكثير من المزايا والإعفاءات والحوافز.³

وعليه يتطلب الأمر توفير كل الشروط والظروف الملائمة لاستقرار رأس المال الوطني واستثماره محليا، شأنه في ذلك شأن رأس المال الأجنبي، إذ يمكن القول أنه من دون تدفقات رأس المال المحلي نحو الخارج، فإن احتياجات التمويل الخارجي لهذه البلدان سوف تنخفض، وتكون هذه البلدان أقل عرضة للمخاطر، خاصة ما يتعلق بديونها المقومة بالعملات الأجنبية.

¹. Francois Combe, Thibaut Lepinat, Op. Cit., P, 225.

². هيوبيل و محمود برادان، "التحرر المالي في افريقيا وآسيا"، مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي، جوان 1997)، ص. 7.

³. رمزي زكي، "المخاطر الناجمة عن العوالة المالية"، مرجع سابق، ص ص. 50-53.

7. تفعيل دور الدولة في الحياة الاقتصادية:

تكوّن نظام الدولة الحديثة في القرن السابع عشر، وأصبحت تعني كيانا إقليميا محددًا وسلطة سياسية مهيمنة وخاصة بعد أن استطاعت تقليص سلطة الإقطاع، وساعدت على نشوء الرأسمالية وتطورها. وبدءًا من نشوء الرأسمالية أين، تتحول الدولة من حارسة إلى تدخلية¹ حسب الحاجة وبما يخدم مصلحة النظام الرأسمالي، وحتى الآن، تغيرت النظرة إلى دور الدولة واختلفت من مرحلة إلى أخرى وخاصة في المجال الاقتصادي.

ومع ظهور البوادر الأولى لعملية العولمة، بدأت أركان الدولة الوطنية كفاعل محوري في العلاقات الدولية تهتز، نظرا للتحوّلات العميقة التي صاحبت هذه الظاهرة في مختلف الميادين، مع بروز فاعلين جدد باتوا ينافسون الدولة في تدبير وظائفها الأساسية، أضف إلى ذلك الضعف الذي يعتري بعض الدول التي توجد سيادتها موضع نزاع داخلي.

وتجدر الإشارة إلى وجود تيارين فكريين متناقضين تماما حول مصير الدولة الوطنية في ظل العولمة. فمن جهة هناك "غلاة العولمة" الذين تعني العولمة بالنسبة لهم توسيع السوق العالمية، وأن هذه الصيرورة ستقود إلى فقدان الدولة لجزء مهم من سلطتها، وأن سيادة الدولة آيلة إلى الانحلال. بدءا بإمانويل كانط (Immanuel Kant) في كتابه "السلم الدائم" (1795) مرورًا بكارل ماركس، إلى كتابات برتران راسل (Bertrand Russell) خلال الخمسينيات والستينيات من القرن العشرين.²

أما التيار المتفائل بمستقبل الدولة الوطنية، ورغم إقراره بأن التحوّلات التكنولوجية غيرت القواعد الاقتصادية للدول، وزعزعت مشروعيتها، وبأن الشركات عابرة القارات أصبحت لها السيطرة شبه الكاملة على الأنشطة التجارية والمالية، والتحوّلات التي طرأت على بنيات السياسة الدولية المالية والإنتاج والأمن والتعليم تعمل على تآكل السيادة شيئا فشيئا في جميع الميادين، إلا أن هذه التحوّلات لا تعني نهاية الدول، فالاقتصاد الحر والأسواق المنفتحة لا تستلزم بالضرورة الغياب التام للدولة عن النظام الاقتصادي، بل يجب أن يكون هناك تكامل بين الدولة والقطاع الخاص، وأن يكون تدخل الدولة بوسائل جديدة ناجعة لتحقيق مستويات عالية من نمو الناتج الوطني، وتوفير الخدمات الأساسية في المجالات الاجتماعية والتربوية والأمنية. وقد بينت تجربة بلدان شرق آسيا بوضوح إمكانية وجود ترابط إيجابي بين "تمركز عال للدولة" والنجاح في الاقتصاد المعولم. ودونها يتعذر على السوق أداء دورها.³

ومما زاد من الشكوك حول قدرة نظام "دعه يعمل دعه يمر" أزمة الكساد العظيم لسنة 1929، حتى أن بعضا من تلك الشكوك كان نابعا من داخل هذا النظام نفسه، وتجدر الإشارة هنا إلى المقال الذي كتبه كينز سنة 1926

¹. حيان سلمان، "دور الدولة الاقتصادي واقتصاد السوق"، مجلة الاقتصاد والنقل، العدد الثاني (جانفي 2005)، ص52.

². سعيد الصديقي، "هل تستطيع الدولة الوطنية أن تقاوم تحديات العولمة"، سلسلة كتب المستقبل العربي(38): "العولمة والنظام الدولي الجديد"، مركز دراسات الوحدة العربية، 2010، ص ص. 114-121.

³. المرجع نفسه، ص ص. 116-123.

تحت عنوان "نهاية دعه يعمل" الذي شكك فيه في آلية اليد الخفية في تحقيق توازن النظام، ويؤكد فيه ضرورة تحمل الدولة لمسئوليتها في هذا النظام، من خلال التدخل في الحياة الاقتصادية.¹

وعموماً، وفي كل مرة يشهد فيها العالم أزمات مالية تظهر نداءات تؤكد عيوب الفكر الرأسمالي، وتدعو إلى ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية. فالنظرية الكينزية رغم عجزها عن تقديم تفسير لظاهرة الكساد التضخمي الذي ميز سنوات السبعينيات، إلا أن أهم مبادئها، والمتمثل في ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، ما يزال محل قبول لدى أغلب الاقتصاديين والسياسيين، بما فيهم الرأسماليين، إلى يومنا هذا.

8. مراقبة نشاط صناديق التحوط ومحاربة الملاذات الضريبية:

- تشكل صناديق التحوط تهديداً كبيراً على استقرار النظام المالي العالمي نظراً لتزايد أعدادها وحجم الأصول التي تديرها، وتتمثل أهم إجراءات الحد من ظاهرة انتشار صناديق التحوط من خلال ما يلي:²
- تعزيز التعاون الدولي للقضاء على الملاذات الضريبية لكونها الفجوات التي تحتضن هذا النوع من الصناديق، فهي تمنحهم الحرية الكاملة لممارسة نشاطهم دون أي نوع من الرقابة؛
 - التزام صناديق التحوط بالتقيد بقواعد الاحتراس خاصة ما تعلق بمراجعة حد أدنى للأموال الخاصة يتناسب وحجم الأصول على غرار ما هو معمول به في البنوك (Ration Cooke)، وهو ما من شأنه إرغام مسيري صناديق التحوط على التقليل من المخاطرة والاستعمال الجنوبي للرفع المالي، فقد أثبتت الأزمة الحالية وقبلها الأزمة الآسيوية، أن الخطر النظامي لم يعد حكراً على النظام المصرفي فقط، فحجم هذه الصناديق والعلاقة القوية التي تربطها بالنظام المصرفي جعلتها سبب في الخطر النظامي ولذلك توجب إخضاعها لنفس القيود التنظيمية؛
 - إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية، يعتبر إجراء أساسياً للحد من خطورة هذه الصناديق التي تجد في هذه الأسواق مجالات ملائمة لتنفيذ استراتيجياتها المبنية على المضاربة خاصة في الأسواق غير المنضمة لما تتمتع به من عدم الشفافية وغياب الرقابة؛
 - وضع قيود على نشاط البنوك التجارية في تمويل صناديق التحوط وحرمانها من أهم مصدر للرفع المالي؛
 - إعادة النظر في نظام مكافأة مسيري الصناديق والقائم على ربطها بالنتائج المتحصل عليها الأمر الذي يدفعهم إلى المزيد من المخاطرة لرفع العائد وبالتالي المكافأة؛
 - إلزام الصناديق على رفع الحد الأدنى لقيمة الحصص الأمر الذي من شأنه تقليص عدد المستثمرين وحرمانهم من جزء كبير من مواردها، كما يجب توعية المستثمرين وحثهم على الاهتمام بكيفية إدارة أموالهم والأخطار التي يتحملونها.

¹. رحيم حسين، مرجع سابق، ص. 11-14.

². بن نعمون حمادو، مرجع سابق، ص. 19.

9. الحوكمة كآلية لاستقرار النظام المالي والوقاية من الأزمات المالية:

أدى ظهور نظرية الوكالة "Agency Theory" وما ارتبط بها من إلقاء الضوء على المشاكل التي تنشأ نتيجة تعارض المصالح بين أعضاء مجالس إدارة الشركات وبين المساهمين، إلى زيادة الاهتمام والتفكير في ضرورة وجود مجموعة من القوانين واللوائح التي تعمل على حماية مصالح المساهمين والحد من التلاعب المالي والإداري الذي قد يقوم به أعضاء مجالس الإدارة بهدف تعظيم مصالحهم الخاصة. وفي عام 1976 قام كل من "Jensen & Meckling" بالاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وإبراز أهميته في الحد أو التقليل من المشاكل التي قد تنشأ من الفصل بين الملكية والإدارة والتي مثلتها نظرية الوكالة.

لقد تزايد الاهتمام بمفهوم الحوكمة منذ تسعينيات القرن العشرين بعد الانهيارات الاقتصادية والمالية التي شهدتها العديد من البلدان في شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا، وكذلك ما شهدته الاقتصاد الأمريكي في بداية القرن الحالي، كما أن الأزمة المالية العالمية، التي فجرها الفساد الإداري والمالي وسوء الإدارة والفجوة الكبيرة بين مرتبات ومكافآت المديرين التنفيذيين في الشركات وبين أداء تلك الشركات، أدت إلى تكبد كثير من المساهمين لخسائر مالية فادحة وهو ما دفعهم، وخاصة المؤسسات الاستثمارية، إلى أن يعلنوا بوضوح أنهم ليسوا على استعداد لتحمل نتائج الفساد وسوء الإدارة. كما أصبح المستثمرون، قبل قيامهم بالاستثمار، يطلبون الأدلة على أن الشركات التي ترغب في جذب استثماراتهم، يتم إدارتها وفقا للممارسات السليمة للأعمال والتي تقلل إمكانيات الفساد وسوء الإدارة إلى أقل حد ممكن.¹

ورغم عدم الاتفاق على مفهوم محدد لحوكمة الشركات نظرا لتداخله في العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والاجتماعية للشركات إلا أنه يمكن تعريفه على أنه تعبير يعني "مجموعة من القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة (مثل حملة السندات، العمال، الدائنين والمواطنين) من ناحية أخرى" أو هو "نظام متكامل للرقابة المالية وغير المالية الذي عن طريقه يتم إدارة الشركة والرقابة عليها".²

أما من المنظور المصرفي، فتعني الحوكمة "التحكم بكافة العلاقات السلوكية للمنظمة والمتعاملين معها، أي الطريقة التي تدار بها أعمال المصرف بما في ذلك وضع الأهداف المؤسسية، وإدارة المخاطر، وإيجاد ترابط وتناسق بين الأنشطة والسلوكيات المؤسسية من جهة وتوقع أن تعمل الإدارة بأسلوب آمن وسليم من جهة أخرى".³ وتمثل أهداف الرقابة المصرفية جزءا من أهداف الحوكمة في الجهاز المصرفي.

¹. محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، (الاسكندرية: الدار الجامعية، 2006)، ص. 11-13.

². المرجع نفسه، ص. 15-16.

³. عبد الرزاق الشحادة، سمير إبراهيم البرغوثي، "ركائز الحوكمة ودورها في ضبط إدارة الأرباح في البيئة المصرفية في ظل الأزمة المالية العالمية"، الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص. 6.

ولأن البنوك تختلف عن باقي الشركات وانحيارها يؤثر على عدد كبير من الأطراف مقارنة بالشركات، كما قد يؤدي إلى انحيار النظام المالي ككل وحدثت أزمة مالية قد تتحول إلى أزمة اقتصادية، فقد أصدرت لجنة بازل للرقابة المصرفية العالمية معايير خاصة بالحوكمة في المؤسسات المصرفية والمالية تتمثل في:¹

- الإعلان عن الأهداف الإستراتيجية للجهاز المصرفي وتحديد مسؤوليات الإدارة؛
- التأكد من كفاءة أعضاء مجلس الإدارة وإدراكهم الكامل لمفهوم الحوكمة، وضمان توافر مراقبة ملائمة وعدم وجود أخطاء مقصودة من قبل الإدارة العليا؛
- ضمان فاعلية دور المراقبين وإدراكهم لأهمية دورهم الرقابي؛
- ضرورة توفر الشفافية والإفصاح في كافة أعمال وأنشطة البنك والإدارة؛
- النهوض بمستوى الكفاءات البشرية من خلال التدريب والاستفادة من عمل المراجعين الداخليين والخارجيين؛²
- ضمان توافق نظام الحوافز مع نظم البنك؛
- تطبيق المعايير المحاسبية الدولية.

ويعتبر وجود نظام مصرفي سليم أحد الركائز الأساسية لسلامة عمل سوق الأوراق المالية وقطاع الشركات، كما أن القطاع المصرفي السليم هو أحد أهم المؤسسات التي تسهم في بناء الإطار المؤسسي لحوكمة الشركات. ونجد أن اهتمام البنوك بقضايا حوكمة الشركات وتوفير الممارسات السليمة لها عند اتخاذ القرار بمنح الائتمان للعملاء هو المدخل الأساسي لتحفيز الشركات على تطبيق وتبني مفاهيم الحوكمة بحيث يكون توفر ممارسات سليمة للحوكمة عاملاً فاعلاً باتجاهين:³

- اعتبار الحوكمة إحدى أركان القرار الائتماني الأمر الذي يدفع المقترضين إلى الاهتمام بتبني الممارسات السليمة للحوكمة لتسهيل الحصول على الائتمان؛
 - أن تتضمن أسعار الفائدة الممنوحة للعملاء مرونة ملموسة تجاه التزامهم بالممارسات السليمة للحوكمة بحيث يقتنع العملاء بجودى الحوكمة ودورها في تسهيل الحصول على الائتمان بأسعار فائدة منخفضة؛
- إن اهتمام البنوك بقضايا الحوكمة عند اتخاذ القرار بمنح الائتمان لم يرق بعد إلى اعتباره أحد الركائز الأساسية لمنح الائتمان ويعزى ذلك إلى اعتبارات عديدة أهمها أن البنوك نفسها قد تنقصها الحوكمة.

¹. محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص. 282.

². عبد الرزاق الشحادة، سمير إبراهيم البرغوثي، مرجع سابق، ص. 5.

³. محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص. 296.

وعموماً لا يرتبط نجاح الحوكمة في المصارف فقط بوضع القواعد الرقابية، ولكن لا بد من تطبيقها بشكل سليم، وهذا بطبيعة الحال يعتمد بشكل كبير على البنك المركزي ودوره الإشرافي والرقابي من جهة وعلى البنوك المعنية من جهة أخرى.

مما سبق وبعد عرضنا لأهم آليات الوقاية من الأزمات المالية، تجدر الإشارة إلى أن هذه الآليات لا يمكن اعتبارها بديلة لبعضها البعض بل إنها تكمل بعضها بعضاً. ويبقى السؤال الذي يطرح نفسه هو ما مدى جدية البلدان وخاصة المتقدمة منها في احترامها لكل الترتيبات والسياسات الوقائية ومدى تجسيدها لها على أرض الواقع، فالدول المتقدمة التي وضعت قواعد الحوكمة لم تحترمها، كما وضعت معايير للرقابة المالية لم تطبقها، وطالبت الدول النامية بوضع قطاعاتها المالية تحت آليات للفحص من قبل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، في حين امتنعت عن الخضوع لها. كما أن أغلب هذه الآليات قد تم تطبيقها وفشلت في التوقي من حدوث الأزمات، لكن ومع ذلك يبقى من الضروري إعادة تفعيل الآليات السابقة الذكر مع البحث الدائم عن وسائل وآليات أخرى مبتكرة لتحقيق هدف الوقاية من الأزمات المالية.

المبحث الرابع: علاج الأزمات المالية وآليات التصدي

لتقييم جدوى وفعالية سياسات الرقابة على رأس المال، من الضروري أن نميز بين السياسات الوقائية (المسبقة) التي يتم وضعها لحماية الاقتصاد من مخاطر عدم الاستقرار المرتبط بتصاعد الاختلالات في الاقتصاد المعني، والسياسات العلاجية (اللاحقة) التي تعتبر ذات طبيعة مختلفة، لأنها تقرر وبشكل طارئ بعد انفجار الأزمة من خلال توفير المرونة الكافية للتعامل مع كل أزمة وفقاً لخصائصها، وحلها بشكل أسرع وبأقل تكلفة، وهناك جدل كبير حول مدى فعالية هذه السياسات العلاجية.

المطلب الأول: بعض السياسات العلاجية للأزمات المالية

رغم تحسن تقنيات توقي الأزمات المالية، إلا أن هذه الأخيرة تحدث باستمرار، وفي كل مرة تظهر الأزمة المالية بخصائص متميزة وتتطلب إجراءات مختلفة لعلاجها، كما تفرض على متخذي القرار التحرك بسرعة للحيلولة دون توسعها وتعمقها. ومن بين السياسات العلاجية ما يلي:¹

- يمكن للحكومة أن تبيع احتياطات الصرف الأجنبي لمساعدة البنوك والشركات لحماية أنفسها من مخاطر الصرف الأجنبي في محاولة لمنع حدوث أزمة في القطاع الخاص. ولكنها بذلك تخاطر بأن ينتهي بها الأمر إلى احتياطات غير كافية لتغطية ديونها قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية، وخاصة في حالة محاولتها حماية سعر صرف مبالغ في تقدير قيمته، كما يتوجب عليها عدم تشجيع الشركات الخاصة على تحمل المزيد

¹. كريستيان كيلر، كريستوف روزنبرج، نوريل روبيني، وبرايد سيتسر، مرجع سابق، ص. 17-18.

من الديون بالعملة الأجنبية حتى لو كانت الميزانية الحكومية قوية بما فيه الكفاية لجعل نشوب أزمة أمرًا غير مرجح؛

- قد يتعين على الحكومة أيضا أن تختار بين رفع أسعار الفائدة لوقف تدفقات رأس المال إلى الخارج ووقف تراجع قيمة العملة، والإبقاء على ثبات أسعار الفائدة للحفاظ على مستوى النشاط الاقتصادي. ويتطلب الأمر عادة أن يحقق المسؤولون التوازن بين التقييد النقدي وتصحيح سعر الصرف؛
- كما يمكن الحصول على التمويل الخارجي من أجل التصدي لأزمة وشيكة الحدوث أو منع خروج أزمة قد حدثت بالفعل عن نطاق السيطرة عليها. فالحصول على التمويل في المراحل المبكرة للأزمة، قبل أن تمتد الصعوبات في قطاع واحد إلى قطاعات أخرى، يمكن أن يمنع انتشار فقدان الثقة، وتجنب موجة من الطلب على الأصول الخارجية، والحاجة إلى تمويل خارجي أكبر مما يمكن أن يلبيه القطاع الرسمي؛

ورغم أن كل الأزمات لا تتطلب تدخلا رسميا، فإن بعض الحكومات لديها موارد كافية خاصة بها لتحاكي نشوب أزمة ما. وفي أزمات معينة قد تؤدي القروض الخارجية الإضافية إلى إضعاف القدرة على الاستمرار، وقد تكون إعادة هيكلة الدين أفضل لبلد ما من تحمل دين جديد.

وعليه، وبناء على دراستنا لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، تظهر ضرورة تدخل الدولة في المراحل الأولى، عند بداية بروز بوادر الأزمة، وليس حين تكون هناك مخاطر كبيرة لامتداد الأزمة إلى الاقتصاد بشكل واسع. وفي وسع الحكومة تمويل معظم هذه التدخلات بنفسها، لكن في بعض الحالات، قد تقتضي الضرورة الحصول على تمويل رسمي خارجي لتكوين احتياطياتها من العملة الأجنبية، حتى تستطيع التدخل بشكل فعال. وينبغي على الحكومات ألا تدعم سوى البنوك والشركات ذات الهياكل السليمة وأن تغلق المؤسسات غير السليمة فورا، على أن تقوي الحوافز للإدارة المالية الفطنة في القطاع الخاص.

وعموما وبما أن أغلب الأزمات المالية تنتهي بتحولها إلى أزمة اقتصادية، يمكن حصر أهم الإجراءات والسياسات التي يمكن أن تتخذ لمعالجة الأزمات المالية وأثارها الركودية على الاقتصاد، والتي تم استنباطها من جملة الإجراءات التي تم إتباعها لاحتواء الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية فيما يلي:¹

- **الإجراءات ذات الطابع النقدي:** والتي تتمثل في الإجراءات التي تتضمنها السياسة النقدية وتوفير السيولة في الاقتصاد، بما يضمن معالجة شح السيولة الناجم عن الأزمة وزيادة المعروض النقدي، والائتمان المصرفي والتوسع فيه، وهو الأمر الذي يصعب تحقيقه إذا كانت البنوك هي جزء مهم من الأزمة والتي ينبغي أن يقدم لها ما يمكنها من تجاوز الأزمة. فالأزمة في حد ذاتها تفرض على البنوك عدم التوسع في الائتمان وفرض شروط أكبر على منحه وضمأن تسديده، كما أنه ونتيجة للكساد ينقص

¹. فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص ص. 417-419.

الطلب على الاقتراض نتيجة إفلاس وخسائر المشروعات، وهو ما يضعف من فعالية السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية والاقتصادية؛

لقد كانت سياسة مصيدة السيولة الكينزية أحد الحلول الاستعجالية والخيارات المطبقة من خلال التأثير على كل من أسعار الأوراق المالية والطلب الكلي. فعندما يكون الاقتصاد ضمن المجال الكينزي (فخ السيولة) فإن أسعار الأوراق المالية ترتفع نتيجة لانخفاض معدلات الفائدة (بسبب العلاقة العكسية بين معدلات الفائدة وأسعار السندات)، إضافة إلى تأثيرات قانون العرض والطلب.

فبانخفاض أسعار الفائدة يوجه الأفراد مدخراتهم للاستثمار في حافظة أوراق السوق المالية (سندات، أسهم، مشتقات مالية..). بمرئى التربح من عائد أكبر من أسعار الفائدة في السوق النقدي، وبذلك يرتفع الطلب على الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تعميق ارتفاع أسعارها. وبذلك يعتبر هذا الارتفاع حل مبدئي لإنعاش قيم أسهم وسندات الرهون العقارية المنهارة جراء الأزمة.¹

كما تعتبر السياسة سألفة الذكر محاولة للحيلولة دون وقوع الاقصاديات المختلفة ضمن حالة من الركود، من خلال رفع الكتلة النقدية ورفع حجم الاستثمار؛ فبانخفاض سعر الفائدة، وعندما يصل تحديدا نسبة 0% (اقتصاد بلا سعر الفائدة)، يتم توسيع حجم الائتمان المصرفي بشكل أكبر، وبمعدلات فائدة إقراض منخفضة، مما يعزز ويرفع من قيمة الاستثمار، وهو ما يعظم من حجم الطلب الكلي.²

الإجراءات ذات الطابع المالي: بالارتكاز على سياسة مالية داعمة تتبعها الدولة والتي تحقق من خلالها تغييرا في الإنفاق الحكومي، أو تغييرا في الإيرادات الحكومية، بالشكل الذي يتم من خلاله توفير سيولة أكبر في الاقتصاد، وبالتالي تقديم المساعدة المالية للجهات التي تأثرت سلبا بالأزمة وتعزيز النشاط الاقتصادي.

- **الإجراءات ذات الطابع الحقيقي:** والتي تتمثل في تقديم الدعم والعون اللازم للمشروعات الاقتصادية من أجل تحفيزها على القيام بنشاطاتها، وتجاوز المشاكل التي اعترضتها أثناء الأزمة؛

- **الإجراءات ذات الطابع الدولي:** التي يمكن أن تتم بإيجاد مؤسسات فاعلة وقادرة وتتمتع بصلاحيات تمكنها من إدارة النظام المالي الدولي وتلافي الأزمات المالية المرتبطة بالعملة الاقتصادية عن طريق توليها مهمات الإشراف والتنظيم والرقابة بوضع قواعد منظمة لعمل المؤسسات والأسواق المالية والنقدية تسمح بالحد من حدوث الأزمات وتقديم القروض في حالة حصولها من أجل الحد من توسعها وإيقاف الذعر المالي الذي يرافقها والتقليل من أثارها ومن نتائجها السلبية.

¹. فوزي محيرق وعقبة عبد اللاوي، مرجع سابق، ص. 10.

². المرجع نفسه، ص. 11-13.

ومختلف الإجراءات السابقة الذكر ينبغي أن يكمل بعضها البعض دون أي تناقض فيما بينها، أي أن تصمم وتنفذ بشكل يتحقق من خلاله الانسجام والتناسق فيما بينها، بحيث يتم من خلالها تجاوز الأزمة والكساد، وتحقيق التوسع والانتعاش.

المطلب الثاني: صندوق النقد الدولي ودور مقرض الملاذ الأخير

يلعب مقرض الملاذ الأخير دوراً كبيراً في علاج الأزمات المالية، وهو عبارة عن مؤسسة نقدية تعمل على المحافظة على الثقة في سيولة الأسواق المالية،¹ حيث تلجأ إليه البنوك كمقرض أخير وقادر على انتشالها من أزمتها، لأنه المؤسسة التي تمتلك حق الإصدار النقدي. ولا يوجد على المستوى الدولي من يملك هذا الحق.²

وقد ظهرت فكرة مقرض الملاذ الأخير في بريطانيا في القرن التاسع عشر بعد مرورها بسلسلة من حالات الذعر المصرفي في النصف الأول من ذلك القرن. ونتيجة ردود الفعل والمواقف السيئة لبنك إنجلترا، مرر البرلمان سنة 1866 تشريعاً يطلب فيه من بنك إنجلترا تحمل مسؤولية توفير السيولة في حالة الأزمات. كما تبنت بلدان أخرى ترتيبات مماثلة. وفي نهاية القرن التاسع عشر، كان لدى معظم الاقتصاديات المتقدمة بنك مركزي يقوم بدور مقرض الملاذ الأخير. وتتمثل مبادئ تشغيل مقرض الملاذ الأخير وفقاً لاقتراحات اثنين من علماء الاقتصاد البريطانيين هنري ثورنتون وولتر باجهوت (Henry Thornton & Walter Bagehot) فيما يلي:³

- يجب أن يقرض مقرض الملاذ الأخير فقط مقابل ضمانات جيدة، أي أن مقرض الملجأ الأخير سوف يساعد البنوك التي تعاني من ضعف السيولة وليست المتوقفة عن السداد؛
- يجب أن يقبل كل الضمانات الجيدة؛
- يجب أن يتقاضى سعر فائدة كبير على قروضه، أي أن البنوك التي ليس لها اختيار آخر هي فقط التي سوف تلجأ إلى مقرض الملاذ الأخير؛
- يجب أن تكون هذه السياسات معروفة للجمهور، فمعرفة أن مقرض الملاذ الأخير مستعد لتقديم المساعدة يزيد من ثقة الجمهور ويقلل من احتمالات الذعر المصرفي.

وفي هذا السياق يمكن الرجوع أيضاً إلى فكرة "جون ماينرد كينز" في إطار مناقشات "بريتون وودز" حيث دعا إلى إنشاء بنك مركزي عالمي،⁴ له سلطة إصدار عملة عالمية. وأحد المواقف المتوقعة لهذا البنك المركزي هو على

¹. Michel Aglietta, "Le Prêteur en Dernier Ressort International et la Réforme du FMI", **Rapport du Conseil d'Analyse Economique**, "Crises de la Dette : Prévention et Résolution", (Paris : la Documentation Française, 2003), P.72.

². عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص ص. 290-291.

³. ماثيبر كوهين، مرجع سابق، ص ص. 598-600.

⁴. Charles Wyplose, Op. Cit., P.87

وجه التحديد مقرض الملاذ الأخير على الصعيد الدولي. لكن هذا المشروع قد رفض من طرف الولايات المتحدة الأمريكية في ذلك الوقت، لرغبتها تعزيز دور الدولار والقضاء على أي منافسة.

لقد جاء صندوق النقد الدولي هذه المؤسسة المالية المنبثقة عن مؤتمر "بريتن وودز" ليسهر على سلامة النظام المالي والنقدي الدولي، من خلال تقديم العون لأية دولة في حالة وقوعها أمام مشاكل السيولة. وتحليل الدور الذي يضطلع به صندوق النقد الدولي في إدارة الأزمات الأخيرة والمجادلات حول قدرته على أداء مهمته على أساس المقرض الدولي للملاذ الأخير، يمكن إرجاعها إلى أعمال "ثورنتون" (1802)، فالأزمات التي حدثت في الآونة الأخيرة، قريبة جدا من الآلية التراكمية التي تم تحليلها في "بحوث في طبيعة ونتائج أوراق القرض في بريطانيا" لثورنتون. وعلى وجه الخصوص، فإن هذه الأزمات هي مؤشر يدل على مدى المخاطر الناجمة عن غياب تنظيم الأنشطة الدولية للمصارف من جهة، و غياب مقرض ملاذ أخير دولي من جهة أخرى. ومن هنا، كانت الحاجة إلى تحديد طبيعة المؤسسة المالية الدولية القادرة على ضمان التنظيم، وبخاصة فن مقرض الملاذ الأخير.

ويتمتع صندوق النقد الدولي من الناحية النظرية بعدة خصائص تمكنه من القيام بوظيفة المقرض الدولي الأخير وفقا لثورنتون، أي صندوق نقد دولي جديد، له بصمة شمولية وتفرد في أهدافه ووظائفه. كما يمتلك بالفعل دور الشرعية السياسية الدولية للإقراض كملاذ أخير. وهو المؤسسة الوحيدة التي لها رؤية واطلاع على الحالة الاقتصادية الكلية للبلدان.¹ ويملك سمة من سمات السيادة النقدية الدولية وهي حقوق السحب الخاصة، فصندوق النقد الدولي يمكنه خلق النقود، وتوفير سيولة دولية شاملة غير محدودة تقريبا لا غنى عنها في إجراءات الإنقاذ المخولة لمقرض الملاذ الأخير. كما أن صندوق النقد الدولي يمكنه منح ما يعرف "بفرص الحصول الاستثنائي" على موارده لمساعدة البلدان التي تعاني من أزمات بشرط أن يستوفي البلد المعني المعايير التالية:²

- أن يتعرض لضغوط استثنائية في ميزان المدفوعات على حساب رأس المال أدت إلى نشأة الحاجة إلى تمويل صندوق النقد الدولي الذي لا يمكن الوفاء به في نطاق الحدود العادية؛
- أن التحليل الدقيق المنتظم يشير إلى أن دين البلد قابل للاستدامة؛
- أن يكون لدى البلد توقعات جيدة لاستعادة إمكانية وصوله إلى أسواق رأس المال الخاص، خلال الوقت الذي ستكون فيه موارد صندوق النقد الدولي ما زالت قائمة؛
- أن سياسات البلد - والتي لا تشمل خطط التصحيح فحسب بل تتضمن أيضا القدرة المؤسسية والسياسية على تنفيذ تلك الخطط - أمامها فرصة قوية للنجاح.

¹. André Cartapanis & Philippe Gilles, Op. Cit., PP. 27-28.

². إينوتو لوكونجا، مرجع سابق، ص. 22.

وقد تم إدخال عدد من الضمانات الإجرائية لتعزيز الخضوع للمساءلة عن القرارات الخاصة بمنح فرص الحصول الاستثنائي على موارد الصندوق. كما قام الصندوق بوضع تسهيلات ائتمانية لحالات الطوارئ، والتي أنشئت عام 1999 لمساعدة البلدان التي أصابها عدوى الأزمة المالية.

غير أن البعض يرى أن الصندوق لا يملك الموارد الكافية التي تسمح له بأن يكون مقرض الملاذ الأخير الدولي. وهذه النتيجة تركز أساسا على الفرق الأساسي بين صندوق النقد الدولي والبنك المركزي. ففي حين يتدخل البنك المركزي بإقراض النقود التي يصدرها هو بنفسه، فإن الصندوق يستخدم الموارد التي يمتلكها. ورغم قدرته على الاقتراض، إلا أن موارده تعتبر محدودة.¹

ويخص الاختلاف أيضا الخطر المعنوي، فعلى المستوى الوطني، ووفقا لمبدأ "Bagehot" فإن البنوك التي تصبح دون ملاءة تصفى والمساهمين يفقدون استثماراتهم. وهذه العقوبة اللاحقة تشجع على التسيير الوقائي والحذر. أما على المستوى الدولي، فإن مقرض الملاذ الأخير يتدخل للدفاع عن دولة ذات سيادة، وعليه لا يمكن أن تكون هناك عقوبة تلقائية مطابقة، كما أنه وفي كثير من الأحيان، فإن أصحاب المصالح المسؤولين جزئيا عن هذا الوضع المتأزم، يتكفون دون أن يحاسبوا، وقد اعتبر كالوميريس "Calomiris, 1998" أن هذه المشكلة مستعصية ولا بد من وجود عقوبات ردعية لمدراء البنوك والمسؤولين في أوقات الأزمات.

كما أن مقرض الملاذ الأخير الدولي هو الذي يتدخل لحساب بنك مركزي غير قادر على خلق السيولة المطلوبة، وهي حالة الأسواق الناشئة أين تكون البنوك والمؤسسات مدينة بالعملة الأجنبية، فأزمة مالية محلية تنتج نقل الطلب على السيولة إلى سوق الصرف، وفي هذه الحالة فإن قرض من طرف مؤسسة دولية، كصندوق النقد الدولي مثلا يسمح للبنك المركزي بأن يكون مقرض الملاذ الأخير، وهذا معناه تدخل دولي في دور المقرض الأخير لأن المشكل هنا هو إنشاء السيولة، إلا أن الأزمة المالية الآسيوية بينت أن هذا التدخل إذا لم يتم إدراجه في إطار نظام متكامل لإدارة الأزمة فسيكون له آثار مدمرة.²

كما أن شرطية صندوق النقد الدولي تعتبر عاملا محوريا في تحديد مدى الإقبال على برامجها، إذ أن البلدان التي تملك فرصة اللجوء إلى الأسواق المالية واستعمال مواردها لن تلجأ إليه، في أغلب الأحوال، وهذا ما يتطلب أن يكون عرض الصندوق مقبولا من نواحي حجم الإقراض وتكلفته والشروط التي تصاحبه، وإلا فسوف لن يكون هناك إقبال على الصندوق مادام بديل السوق متاحا. ورغم ذلك فإن الاتجاهات الحديثة تدعم تشديد شرطية الصندوق وتوسيع مجالها وليس العكس.

¹. Charles Wyplosz, "Un Prêteur en Dernier Ressort Mondial?", **Rapport du Conseil d'Analyse Economique**, "Crises de la Dette :Prévention et Résolution", (Paris : La Documentation Française, 2003), P. 86.

². Michel Aglietta, "Le Prêteur en Dernier Ressort International et la Réforme du FMI", Op. Cit, P.78.

وعليه فإن الكثير من نقاد برامج الصندوق -خاصة في آسيا- بينوا أن كثيرا من الشروط هي في الحقيقة ليست لخدمة مصالح البلدان المتلقية للقروض بقدر ما هي تكريس للمصالح السياسية والاقتصادية للدول الكبرى. كما أنها لا تعبر عن خيارات وطنية بقدر ما هي تعبير عن رغبات خارجية تفرض وقت الحاجة. وعليه فإن تطبيقها سيصبح أكثر صعوبة بسبب اتساع مجال الشرطية. وهناك عدة دراسات تبين أن هذه البرامج لا يتم تطبيقها بالكامل. وهو ما يعني أن شرطية الصندوق لن تكون فعالة لتفادي أزمات المستقبل.¹ كما أنها لا تتناسب ووظيفة مقرض الملاذ الأخير التي تتمثل أساسا في الحفاظ على سيولة السوق والقضاء على العدوى. في حين أن أغلب البلدان لا تستوفي جميع الشروط المفروضة للحصول على قروض صندوق النقد الدولي. لأجل هذه الأسباب، فإن صندوق النقد الدولي لا يمكنه في الوقت الراهن القيام بدور مقرض الملاذ الأخير على الصعيد الدولي بشكل كامل. وهو ما يتطلب إجراء تعديلات وإصلاحات على مواد صندوق النقد الدولي وتأهيله لإنجاز هذه المهمة.

المبحث الخامس: التعاون الإقليمي ودوره في تحقيق الاستقرار المالي والتصدي للأزمات

إن فكرة الإقليمية لم تكن وليدة التوجه الجديد نحو العالمية، بل يمكن وصفها بأنها إحدى النتائج المباشرة لنهاية الحرب العالمية الثانية وبداية الحرب الباردة التي قامت أساسا على فكرة التكتل وتقسيم العالم. وقد خرجت نزعة الإقليمية من رحم هذا التقسيم وتزامنه مع عصر ثورات التحرير التي اجتاحت مختلف دول العالم النامي معلنة نهاية الاستعمار وبداية تنامي النزعات الوطنية ثم اتساع نطاقها لتتحول إلى انتماءات قومية إقليمية.²

فالعالم المعولم لا يمكن أن يسير انطلاقا من منطق الأقطاب والدول ولو كانت عظيمة. إذ أن كل الأقطاب مطالبة بأن تنخرط في منطق الجهة التي تنتمي إليها جغرافيا، لتستمد من ذلك توسيعا لسوقها الداخلية ومناعة لمركبها الإنتاجي، وهذا ما بدأ العمل به في الأربعين سنة الأخيرة على مستوى الاتحاد الأوروبي ومنطقة الشمال الأمريكية والفضاء الآسيوي، فالأزمات تدفع بالبلدان لتستنجد بالقرب وتوظيفه لحماية الذات، واقتصاد اليوم والغد هو اقتصاد عالمي، وما بين العالمي والوطني هناك حاجة للجھوي (أو الإقليمي).³

وعليه، فإن وضع إستراتيجية شاملة لمواجهة الأزمات المالية تستدعي أن يتم توجيهها على أربع مستويات، إجراءات على المستوى الوطني للتقليل من احتمال حدوث أزمات في المستقبل، وإجراءات على المستوى الإقليمي للحد من انتشار الضرر في المنطقة المجاورة، وإجراءات دولية للتعاون الفعال في مجال منع الأزمات وإدارتها حين تحدث وأخيرا تقوية الرقابة والقواعد الاحترازية الدولية بهدف دعم الاستقرار العالمي.⁴

¹. محمد الفنيش، مرجع سابق، ص 42-43.

². أسامة المجذوب، العولمة والإقليمية -مستقبل العالم العربي في التجارة الدولية-، (القاهرة: الدار المصرية اللبنانية، 2001)، ص. 55.

³. فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. 178.

⁴. محمد الفنيش، مرجع سابق، ص. 75.

المطلب الأول: مبررات التعاون الإقليمي

إن التعاون على المستوى الإقليمي له ما يبرره، وخاصة بالنسبة للحكومات المتقاربة في وجهات النظر والتي هي على استعداد لإنشاء آليات دفاع إقليمية ضد عدم الاستقرار العالمي وانتشار عدوى الاضطرابات المالية، ولا شك أن التجربة الأوروبية للتعاون النقدي والمالي يمكن أن تقدم دروسا مفيدة في هذا المجال.

كما أن الترتيبات الإقليمية لمواجهة الأزمات المالية، أمر مهم لأنها تعكس مدى حاجة كل إقليم للمحافظة على مصالحه الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، ودعم المصدقية في الأسواق، كما يمكن المجموعة من ممارسة الضغوط المناسبة على أعضائها لانتهاج سياسات اقتصادية سليمة تخدم الإقليم، وعموما هناك الكثير من الأسباب والمبررات التي تجعل التعاون الإقليمي في هذا المجال أمرا في غاية الأهمية لعل أهمها ما يلي:¹

- زيادة سرعة وقوة التكامل الإقليمي في مجالات التجارة والاستثمار انطلاقا من حقبة التسعينيات، مما أدى إلى تعميق التداخل والاعتماد المتبادل في المجالات الاقتصادية والمالية داخل كل إقليم، وتقوية الآثار التي يمكن أن تنجم عن الأزمات المالية. كما أن حجم الأرصدة التي تتحرك في أسواق النقد الأجنبي يمكن أن تكون قابلة للاستعمال في الهجمات المضاربية، وهي من الكبر والضخامة، بحيث يمكن أن تطغي على القدرة الوطنية للتدخل في الأسواق.

وهذه الاعتبارات تدعو إلى ضرورة توجيه اهتمام أكبر إلى الدور الذي يمكن أن تقوم به المؤسسات الإقليمية لتكملة دور الترتيبات الوطنية والدولية، فمثلا يمكن لصناديق الاحتياطي الإقليمية أن تدفع على الأقل جزئيا هجمات المضاربين وأن تحول بينهم وبين الهجوم على العملات المختلفة داخل الإقليم، وبالتالي تمنع الآثار الأخرى العكسية من تهديد التجارة الإقليمية والعلاقات المالية، كما أنها يمكن أن تكون عنصرا مكملا للمساهمات المالية التي تأتي من المؤسسات الدولية، وبالأخص صندوق النقد الدولي، وبالتالي تقلل من الحاجة إلى دعمها.

- أغلب المقترحات لإصلاح النظام المالي الدولي تدعو إلى دعم وتقوية عدد قليل من المؤسسات الدولية، في حين يمكن لمؤسسات إقليمية وشبه إقليمية أن تلعب دورا مهما، من حيث زيادة استقرار النظام المالي العالمي، وتحقيق توازن أفضل للقوى على المستوى الدولي. رغم أن هناك صعوبة في الاطمئنان للدور الذي يمكن أن تقوم به هذه المؤسسات في مواجهة الأزمات. وقد يكون هناك شعور عام بالثقة في المؤسسات القائمة والتي لها سابق خبرة في إدارة الأزمات، رغم نواحي الضعف المعروفة فيها، والتي لا تخفى على البلدان المتضررة.

- حين الأخذ في الاعتبار الحقائق الإقليمية إلى جانب الحقائق والوقائع العالمية، يبدو أنه من المنطقي أن تعتمد البلدان النامية على الترتيبات الإقليمية كخط دفاع أول لمواجهة الأزمات المالية، وبدلا من ذلك

¹. المرجع نفسه، ص ص. 77-82.

فإنها الآن تجد نفسها مضطرة إلى اللجوء إلى الدفاعات الدولية، وذلك لأن دفاعاتها الإقليمية وترتيبات الدعم المتبادل بينها إما أنها شديدة الضعف أو أنها لم تخرج بعد إلى حيز الوجود.

إن اللجوء الأول للبلدان النامية إلى المؤسسات والتسهيلات الدولية لمواجهة ما هو أساسا قضايا ومشاكل إقليمية، يحول مسؤولية الحد من الضرر من يد حكومات الأقاليم إلى مؤسسات ومناطق نفوذ خارج الحدود الوطنية والإقليمية، وهذه الأخيرة ليس لها -بالضرورة- نفس النظرة والأهداف والمصالح وعلى العكس من ذلك، يمكن أن تكون لها أهداف ومصالح ونوايا (ظاهرة أو خفية) مختلفة أو حتى تناقض المصالح الإقليمية في الحد من الضرر والعودة السريعة إلى الانتعاش، وعليه وفي هذا الوضع وبدلا من أن تكون البلاد المتضررة في وضع المستفيد من عون وإدارة الجهات الدولية للأزمات، تتحول إلى وضع من تفرض عليه سياسات تصحيحية من جهات قد تنقصها المعرفة الكافية بالأوضاع المحلية والإقليمية والحساسية اللازمة حيالها.

- أغلب البلدان النامية ليس لديها الإمكانيات أو القدرة بمفردها لمواجهة الصدمات التي تسببها الأزمات المالية، وعليه يمكن أن يكون الطريق الوحيد المفتوح أمامها لمواجهة هذا الوضع هو اللجوء إلى إيجاد الآليات الإقليمية التي يكون لها فيها دور ونفوذ، ولكنها في نفس الوقت، تفرض عليها الالتزام باتخاذ إجراءات التصحيح الضرورية بقوة وحزم لمصلحتها ومصالحه الإقليم ككل، ومن المرجح أن تكون البلدان النامية أكثر اطمئنانا لشرطية المؤسسة الإقليمية مقارنة بالمؤسسة الدولية، على اعتبار أنه ليس لها صوت يعتد به في الثانية، كما أن هذه الأخيرة قد تكون أقل فهما للظروف ونوعية المشاكل التي تواجه الإقليم.
- أغلب المؤسسات المالية الإقليمية صغيرة الحجم، وبالتالي فإن تأثيرها محدود ولكن لا شك بأن دعمها وتقويتها سيكون له مردود جيد في الأمد الطويل، وعليه فمن المفيد أن يتضمن الهيكل المالي العالمي الجديد دوافع وحوافز لإنشاء مثل هذه المؤسسات.

بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تلعب المؤسسات الإقليمية دورا مركزيا في عمليات الرقابة بالنسبة للسياسات الاقتصادية الكلية وتأثيرها على البلدان المجاورة، وكذلك الأمر في مجال الإشراف على الأنظمة المالية والمصرفية المحلية.

إن إطارا مؤسسيا كهذا يتضمن صفتين إيجابيتين:¹

- يمكن أن يساعد على زيادة استقرار الاقتصاد العالمي عن طريق تقديم خدمات أساسية من الصعب أن يتم تقديمها عن طريق عدد قليل من المؤسسات الدولية، خاصة في ظروف هذا التزايد في الترابط والانفتاح الإقليمي؛

¹. محمد الفنيش، المرجع السابق، ص. 82.

- من زاوية التعاون في العلاقات الدولية، يعتبر هذا الإطار أكثر توازنا من نظام يقوم على أساس عدد محدود من المؤسسات الدولية. وعليه فيمكن أن يؤدي إلى زيادة التزام البلدان الصغيرة بالقواعد التي تساهم في تحقيق الاستقرار الإقليمي والعالمي.

المطلب الثاني: صيغ التعاون الإقليمي

- إن نوع الترتيبات والآليات الإقليمية التي يمكن أن تقام لتؤدي دورا في مجال منع الأزمات المالية وإدارتها، سوف لن يكون واحدا في كل الأحوال والأقاليم، وذلك سيتوقف تحديدا على خصائص وحاجات وظروف واستعدادات البلدان في كل إقليم. ومن الواضح أن إقامة ترتيبات إقليمية ذات طابع شمولي (مع المقدرة المؤسسية المطلوبة) يتطلب أن تشمل هذه الترتيبات الوظائف والقدرات الآتية:¹
- مقدرة الرقابة والإنذار المبكر مقرونة بقدرة مؤسسية تمكن المجموعة من مزاولة الضغط على الأعضاء لتحفيز على القيام بالتغييرات الأساسية في السياسات وتصحيح اتجاهاتها بسرعة وفعالية وحزم؛
 - القدرة على تفادي حدوث وتكرار عمليات التخفيض التنافسي للعملة في البلدان المجاورة، ومنع البلدان التي تتبنى سياسات إفقار الجار كوسيلة للخروج من أزمة يتوقع أن تشمل الإقليم كله؛
 - مقدرة كافية للتدخل في أسواق العملات والأسواق المالية وذلك للتمكين من استرجاع الثقة ومنع احتمال تدهور قيمة العملات وأهيار الأسواق؛
 - القدرة على تقديم سيولة كافية - في فترة ما بعد تحقيق الاستقرار المالي - وتمويل طويل الأجل يصاحب التمويل الذي تقدمه المؤسسات الإنمائية الدولية والإقليمية، وذلك لمنع اضطراب الأنظمة المالية وعرقلة النمو الاقتصادي والاستقرار الاجتماعي أثناء المراحل الحرجة لعمليات إعادة الاستقرار والتصحيح؛
 - المقدرة الجماعية لتحفيز على القيام بالتغييرات الهيكلية الأساسية طويلة الأجل في الأسواق والمؤسسات المالية، وكذلك تنمية مقدرة أكبر للرقابة الذاتية والسلوك الاحترازي من جانب مؤسسات القطاع الخاص، وكذلك السلطات الوطنية التي تتولى عملية الرقابة المالية والتشريع.

مثل هذه الترتيبات يمكن أن تقوم بدور مكمل لدور المؤسسات العالمية القائمة، ويمكن أيضا إلحاقها بالهيكل المؤسسية التي تم إنشاؤها في الصناديق وبنوك التنمية الإقليمية، فمثلا يمكن إنشاء أو توسيع شبكات إقليمية أو تسهيلات إقراضية قبل حدوث الأزمات أو أثناءها، كترتيبات بناء لمواجهة الطوارئ. كما أن عدم وجود مقرض دولي أخير فعال يفتح المجال أمام إمكان إيجاد أشكال أخرى من التعاون الإقليمي، كاقترح إنشاء صندوق نقد آسيوي،² إذ تدعمه الصين فكرة إنشاء صندوق نقد آسيوي بعد اقتراحه في ماي 2007 بالاشتراك مع اليابان وكوريا

¹. المرجع نفسه، ص ص. 82-84.

². فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص ص. 142-143.

الجنوبية، وسيكون تحت تصرف هذا الصندوق 80 مليار دولار مما يتيح لمنشئيه الثلاثة والأعضاء العشرة الممثلين في اتحاد دول جنوب شرق آسيا، ضمان الاستقرار المالي دون الحاجة إلى اللجوء إلى صندوق النقد الدولي، الذي لا تزال بين المنطقة وبينه خلافات لا تنسى.¹ وهو اقتراح من الجدير أن تبحث إمكانات تنفيذه في أقاليم أخرى.

وفي الأمد الطويل، ومع ازدياد التكامل الإقليمي في مجال التجارة والاستثمار في البلدان النامية يمكن النظر في صيغ أكثر تقدماً من التكامل النقدي عن طريق إنشاء كتل العملات الموحدة، إذ أن وجود مناطق عملة إقليمية يزود البلدان بترتيبات مؤسسية لها طابع رسمي لتجميع احتياطياتها من النقد الأجنبي وربط أنظمتها المصرفية وأسواق رأس المال فيها وربما الدخول في اتحادات نقدية، كما تسمح للبلدان التي تساند بعضها، من أن تكون في موقف أقوى للصمود في وجه هجمات المضاربين. وتوجد عدة محاولات في هذا المضمار أهمها: قرار الإتحاد الأوروبي بإنشاء العملة الأوروبية الموحدة، وهو ما ساهم في انخراط بلدان الإتحاد في سوق داخلية موسعة، وساعد العديد من هذه البلدان على مواجهة الأزمة المالية لسنة 2008، إذ لو لم يكن الأورو موجوداً لاضطرت جل هذه البلدان إلى خفض قيمة عملتها،² ومع ذلك فإن هشاشة أوضاع بعض الاقتصاديات المنتمية اليوم لمنطقة الأورو تساهم في ضرب العملة الأوروبية، ويتعلق الأمر بإسبانيا واليونان وأيرلندا والبرتغال، وهي بلدان استند نموها إلى حد كبير إلى العقار، لذا أصبحت تشكو من قصور في التمويل بسبب انفجار فقاعة العقار قبل أو أثناء الأزمة المالية. إلى جانب اتحاد شرق الكاريبي، ومحاولات أخرى في غرب وجنوب إفريقيا للسير في نفس الاتجاه.

من مجمل ما سبق، وبعد عرضنا لأهم الإجراءات الوقائية من الأزمات المالية وتدابير علاجها وإدارتها، يظهر جلياً قصور هذه الإجراءات وعجزها عن تحقيق الأهداف المرجوة منها، وذلك نظراً لاستمرار حدوث الأزمات المالية وتواترها. ولعل هذا ما يتطلب العمل على تفعيل تلك الإجراءات والبحث عن آليات وبدائل أخرى تتماشى مع التطورات التي يشهدها العالم، ولعل أهم البدائل المطروحة في وقتنا الحالي هو التوجه نحو تطبيق نظام التمويل الإسلامي كبديل لنظام التمويل التقليدي المتأزم.

¹. عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، مرجع سابق، ص.15.

². فتح الله ولعلو، مرجع سابق، ص. 142-143.

المبحث السادس: نظام التمويل الإسلامي كبديل للوقاية من الأزمات المالية وعلاجها

بعدها صُدمت الأوساط الاقتصادية العالمية بالأزمة المالية العالمية (2007-2008)، تعددت الرؤى والاجتهادات التي حاولت تفسير أسباب هذه الأزمة وتقديم الحلول الناجعة التي تحول دون تكرارها مستقبلاً. وفي خضم هذه الأحداث حضي الطرح الإسلامي حول الأزمة المالية العالمية بصدى واسع، ومنحت الصيرفة الإسلامية فرصة ذهبية لتقدم للعالم نموذج أعمالها بديلاً عن الصيرفة التقليدية، وذلك نتيجة لنجاح البنوك الإسلامية في مواجهة أزمة السيولة، وزيادة رؤوس أموالها، في وقت تتوالى فيه ضربات الأزمة المالية على الكثير من المصارف التقليدية. فإلى أي مدى يمكن لنظام التمويل الإسلامي الصمود أمام الأزمات المالية الدولية؟ وهل أنقذ نظام التمويل الإسلامي الدول التي تطبقه من الأزمة المالية العالمية؟

المطلب الأول: مفهوم التمويل الإسلامي وأهم صيغته

التمويل الإسلامي هو أسلوب في التمويل يستند إلى قاعدة فقهية معروفة ومهمة وهي أن الربح يستحق في الشريعة الإسلامية بالملك أو بالعمل وهو ما يعني أن عنصر العمل يمكن أن يدخل النشاط الاقتصادي على أساس الربح، وبما أن التمويل المصرفي يعتمد على الملك أساساً للربح، فإن القاعدة تقتضي أن من ملك شيئاً استحق أية زيادات تحصل في ذلك الشيء.¹

أما بالنسبة لصيغ التمويل الإسلامية فيقصد بها تلك الأساليب أو الأدوات التي تستخدم في تمويل المشروعات العامة أو الخاصة التي تتفق مع العدل والبعد عن الظلم، وتشجيع المشاركة في الأنشطة الاقتصادية في المجتمع، وتأخذ صيغ التمويل الإسلامية أحد شكلين، صيغ البيوع مثل بيع المراجحة وبيع السلم وصور المشاركة في الأرباح والخسائر والإنتاج كالمضاربة والمزارعة والمساقاة والمغارسة،² ورغم بساطة أدوات التمويل الإسلامية نظرياً فإنها قد تصبح أحياناً مركبة لأن بعض المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تستخدم الهندسة المالية بتركيب أو تشكيل أدوات جديدة انطلاقاً من مجموعة من الأدوات التمويلية تلبية لرغبات عملائها اللامتناهية، وتنقسم صيغ التمويل الإسلامية إلى:³

1. المضاربة: وهي عقد بين طرفين أو أكثر يقدم أحدهما المال والآخر يشارك بجهده على أن يتم الاتفاق على نصيب كل طرف في الربح بنسبة معلومة من الإيراد. وتحصر المصارف الإسلامية حرصاً شديداً على التعامل بصيغة المضاربة لأنها تقوم على التآلف الحقيقي بين من يملك المال وليس لديهم الخبرة أو الوقت لتشغيله وبين من يملكون الجهد والخبرة و الوقت الكافي إلا أن لا مال لهم أو أن طاقتهم الإنتاجية تفوق ما لديهم من مال.

¹ . بوفليح نبيل، عبد الله الحرتسي حميد، مرجع سابق، ص. 13.

² . عبد العزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج، (الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة، 2001)، ص. 231.

³ . بوفليح نبيل، عبد الله الحرتسي حميد، مرجع سابق، ص. 14-15.

2. المشاركة: وتتم عن طريق اشتراك المصرف الإسلامي مع طرف آخر لإنشاء مشروع استثماري يشترك الطرفان في إدارته وتمويله، وكذلك يتشاركان في أرباحه وخسائره بنسب متفقة مع حصة المشاركة في رأس المال. وتعتبر من أساليب التمويل المتميزة من حيث ملاءمتها لطبيعة المصارف الإسلامية، وتستخدم في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة.

3. المرابحة: تعتبر المرابحة من أكثر أساليب التمويل استعمالاً لدى المصارف الإسلامية وهي تتضمن إبرام عقود يلتزم بموجبها البائعون بنقل ملكية سلعهم أو حقوقهم العينية بمقابل نقدي يتضمن هامش ربح مقبول شرعاً، كما تعبر المرابحة عن قيام المصرف بتنفيذ طلب المتعاقد معه على أساس شراء الأول ما يطلبه الثاني بالنقد الذي يدفعه المصرف كلياً أو جزئياً وذلك في مقابل التزام الطالب بشراء ما أمر به وحسب الربح المتفق عليه عند الابتداء.

4. الإستصناع: يعبر المصرف الإسلامي من خلال هذا البيع عن رغبته في استصناع السلعة (طلب صناعتها من الصانع)، ويتم تحديد السلعة وثمنها ووقت تسليمها في عقد الإستصناع حيث يدفع المصرف ثمن السلعة معجلاً ثم يحصل على السلعة، ويقوم المصرف الإسلامي من خلال علاقاته الواسعة مع الصناعيين والتجار ببيع هذه السلعة بثمان عاجل أو آجل.¹

5. بيع السلم: السلم والسلف بمعنى واحد وهو بيع شيء موصوف في الذمة بثمان معجل، أما في الشرع فهو كما عرفه الإمام النووي أنه عقد على موصوف في الذمة ببذل يعطى عاجلاً، أي أن البضاعة المشتراه دين في الذمة ليست موجودة أمام المشتري ومع ذلك فإنه يدفع الثمن عاجلاً للبائع.²

6. القرض الحسن: هو إتاحة المصرف أو المؤسسة المالية مبلغاً محدداً لفرد من الأفراد أو لأحد عملائه من أصحاب السمعة الحسنة حيث يضمن سداد القرض الحسن واسترداد أصل القرض دون تحميل هذا الفرد أو العميل أية أعباء أو عمولات أو مطالبته بفوائد وعائد استثمار هذا المبلغ، وهي صيغة تعتمد عليها المصارف الإسلامية لتمويل مشاريع إنمائية تمنح للمستحقين من أفراد المجتمع على أن يرد المقرض المال المقرض له بعد تحسن أحواله.

7. الإجارة التشغيلية: يقوم المصرف الإسلامي وفقاً لهذا الأسلوب بشراء وحيارة الموجودات والممتلكات المختلفة التي تلي حاجات جمهور الزبائن والعملاء، ويعتمد المصرف على تأجير هذه الموجودات إلى من يرغب بالانتفاع منها تشغيلياً واستيفاء هذه المنافع خلال مدة معينة يتفق عليها وفي نهاية المدة يسترد المصرف حيازة تلك الموجودات ويمكن أن يعيد تأجيرها ثانية إلى مستخدم جديد يرغب بالانتفاع بها.

¹ محمد عبد الوهاب العزاوي و عبد السلام محسن خميس، الأزمات المالية، قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة، (الأردن: إثراء للنشر والتوزيع، 2010)، ص. 202.

² سعيد الحلاق، "الأزمة المالية العالمية ومعالجتها من منظور إسلامي"، مؤتمر "تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية"، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جمهورية مصر العربية، أبريل 2009، ص. 95.

8. الإجارة التمليلية: هي عملية إيجار تنتهي بتملك المستأجر للعين المؤجرة حيث يقوم المصرف بشراء أصول تجاوبا مع طلب أحد العملاء لتملك أحد الأصول عن طريق الإيجار المنتهي بالتمليك، وبالتالي يتم نقل ملكية الأصول المؤجرة في نهاية فترة الإجارة من المصرف المؤجر إلى العميل المستأجر بناء على وعد بذلك.

أما بالنسبة للخدمات المصرفية التي تقدمها البنوك الإسلامية فهي نفس الخدمات التي تقدمها البنوك التجارية الأخرى وذلك لعدم وجود شبهة الربا فيها أو عدم تعارضها مع مبادئ الشريعة الإسلامية كفتح الحسابات الجارية وما يتعلق بها من إصدارات الشيكات والبطاقات الائتمانية والحسابات الادخارية والاستثمارية، وتحصيل الأوراق التجارية، وعمليات الأوراق المالية (الأسهم دون السندات)، وتقديم الاستشارات ودراسات الجدوى الاقتصادية وغيرها.

المطلب الثاني: مؤسسات التمويل الإسلامي

رغم أن تجربة نظام التمويل الإسلامي حديثة - لا يتجاوز عمرها أربعة عقود من الزمن بالمقارنة مع نظام التمويل الكلاسيكي - إلا أن هناك تنوعا في المؤسسات المكونة لهذا النظام، وهي مؤسسات مشتقة من نظام التمويل الكلاسيكي، إلا أنها مؤسسات معدلة تخضع في جميع معاملاتها لمبادئ الشريعة الإسلامية، وتتمثل المؤسسات المشكلة لنظام التمويل الإسلامي الحديث فيما يلي:

1. المصارف الإسلامية: ترجع أسس النظام المصرفي الإسلامي إلى القرن السابع، حيث حدد الرسول "ص" عدة قواعد للمعاملات المالية الإسلامية تعكس الجو العام السائد في تلك الحقبة التي كان ينتشر فيها الربا، ثم بطل التعامل بهذه الأسس لفترة من الزمن، لتعود وتبعث من جديد على يد الدكتور أحمد النجار في مصر سنة 1963 الذي أسس ما يسمى ببنوك الادخار المحلية للتعامل مع صغار الفلاحين وفق أسس إسلامية، لكن الفكرة أجهضت سنة 1967، لتنتقل بعدها إلى دول الخليج أين أنشئ أول بنك إسلامي حديث في جدة بالمملكة العربية السعودية سنة 1975 وهو البنك الإسلامي للتنمية، حيث كانت ملكيته وتعامله أساسا مع الدول والحكومات خاصة منها الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي، وفي نفس السنة أنشئ أول بنك إسلامي خاص يتعامل مع الأفراد وهو بنك دبي الإسلامي.¹

لقد باشرت المصارف الإسلامية أعمالها في بيئة مصرفية تسيطر عليها الصيرفة التقليدية، واستطاعت رغم ذلك أن تقدم خدماتها المصرفية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية إلى قطاع عريض من المتعاملين. ولم يقف الأمر عند ذلك بل اتجهت المصارف التقليدية نفسها لتقديم خدمات المصارف الإسلامية محليا وإقليميا وعالميا. وقد فرضت المصارف الإسلامية التي انتشرت في معظم الأقطار نفسها على ساحة المعاملات الاقتصادية في العالم بقيامها بدور

¹. سليمان ناصر، مرجع سابق، ص. 23.

تنموي فعال داخل الدول التي تعمل فيها، وأحياناً خارج نطاق هذه الدول.¹ وقد انطلقت فكرة المصارف الإسلامية من ثلاث مبادئ أساسية:²

المبدأ الأول: التحريم الواضح والقطعي للربا: باعتباره محرماً في القرآن الكريم وفي السنة النبوية الشريفة وبإجماع العلماء.

المبدأ الثاني: ربط التنمية الاقتصادية بالتنمية الاجتماعية: إذ أن للمال وظيفة اجتماعية في الإسلام لذلك كان الاهتمام بالنواحي الاجتماعية أصلاً من أصول هذا الدين، فالمصرف الإسلامي يقوم بتعبئة مدخرات الأفراد واستثمارها في مختلف أوجه النشاط الاقتصادي بهدف توفير مناصب جديدة للشغل وتحقيق رفاهية المجتمع إلى جانب تحقيق الربح.

المبدأ الثالث: الاستثمار في الأنشطة الحلال: يعتمد المصرف الإسلامي في توظيف أمواله على الاستثمار بالمشاركة وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، كما أن الأعمال المصرفية تخضع لقواعد الحلال والحرام في الإسلام، والتي تستهدف حاجات المجتمع الأساسية ومصالحه العليا فينشط عمليات التنمية بالمجتمع.

2. **صناديق الاستثمار الإسلامية.** إن صناديق الاستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التقليدية بل إنها، بالإضافة إلى ذلك، تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل، حيث تقوم المؤسسات المالية (مصرف إسلامي أو شركة تأمين إسلامية) التي ترغب في تكوين صندوق معين بإعداد دراسته الاقتصادية لنشاط محدد، وتبين جدوى الاستثمار فيه ثم تقوم بتمويله عن طريق طرحه للاكتتاب العام للجمهور، والعقد الذي يربط بين إدارة الصندوق والمكتبتين فيه هو عقد المضاربة الشرعية. وبذلك يمكن تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها "عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتبتين فيه يمثل فيه المكتبتون في مجموعهم رب المال، فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتتولى تجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة وتدفع للمكتبتين صكوكاً بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشرة في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريق غير مباشر كبيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية وتوزيع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملزم بما من كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتبتين بصفتهم (رب المال) ما لم تفرط إدارة الصندوق المضارب فإن فرطت يقع الغرم عليها.³

¹ عبد المنعم محمد الطيب، "واقع المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية"، الملتقى الدولي حول "أزمة النظام المالي والمصرفي وبدائل البنوك الإسلامية"، جامعة قسنطينة، 5-6 ماي 2009، ص. 1.

² بوفليح نبيل، عبد الله الحرتسي حميد، مرجع سابق، ص. 16.

³ المرجع نفسه، ص. 17.

3. صندوق الزكاة: يمكن اعتبار صندوق الزكاة أداة مالية لها أهميتها في المساعدة على التخفيف من حدة الاضطرابات النقدية، ويتوقف ذلك الدور على طرق استعمال هذه الأداة المالية أثناء تحصيل الإيرادات من أوعية الزكاة المتنوعة، فالتحكم في طريقة جمع وتحصيل وإنفاق هذه الحصيلة له تأثيرات إيجابية في مجال تحقيق الاستقرار النقدي الذي يتناسب مع طبيعة الأوضاع الاقتصادية السائدة، كما أن لصندوق الزكاة دور استثماري يتمثل في استثمار جزء من أصوله في مشاريع إنتاجية لتشكل مصدر دخل دائم و متجدد لمستحقيها، كما يساهم صندوق الزكاة في زيادة الإنفاق الاستهلاكي للبلد من خلال توزيع الزكاة على فئات عريضة من المجتمع بصورة تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي و بالتالي ارتفاع مستويات الإنتاج ورفع معدلات النمو الاقتصادي وتخفيض مستويات البطالة.

4. الأسواق المالية الإسلامية: من أجل ضبط التعامل في الأسواق المالية وتنظيمها تنشئ جميع الدول ما يسمى بالجهات الإشرافية التي يطلق عليها "أسواق مالية" وهذا ما حدث في ماليزيا التي أنشأت السوق المالية الإسلامية في صورة جهة إشرافية لمراقبة وتنظيم التعامل في الصكوك الإسلامية التي كان للماليزيا فضل السبق بإصدارها بشكل كبير. ويمكن حصر أهم وظائف السوق المالي الإسلامي فيما يلي:¹

- المصادقة على الأدوات المالية المتداولة أو التي سيتم تداولها بين المؤسسات المالية الإسلامية والبنوك التقليدية والنوافذ الإسلامية في البنوك التقليدية. ومن خلال هذه المصادقة يمكن تقريب وجهات النظر بين الآراء الفقهية المختلفة مما يشمل قبولها و تداولها في أهم الأسواق المالية؛
- تسعى السوق إلى إعداد اللوائح و الضوابط للتعامل وفق مقتضيات الشريعة الإسلامية؛
- إعداد معايير موحدة عند إصدار الأدوات المالية الإسلامية أو عند تداولها يتبعها كل المشاركين في السوق المالية الإسلامية.

وتتمثل أدوات السوق المالي الإسلامي أساسا في الصكوك المالية الإسلامية وهي عبارة عن "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب، وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"، وهي أدوات لتمويل الاستثمار وفق صيغة من صيغ التمويل الإسلامي، حيث يدر هذا الصك مردود مالي يمثل عائد الصك، ويكون حامل الصك مالكا للحصة التي يمثلها هذا الصك في الأعيان المالية أو في رأس مال المشروع الذي يقام بقيمة هذه الصكوك، ويعتبر الصك قابلا للتداول بالبيع والشراء بحسب الشروط والضوابط الشرعية، والفارق بينه وبين السند التقليدي أن لا ربح مضمون فيه.² وتتمثل أهم الصكوك المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالي في صكوك الإجارة وصكوك المضاربة وصكوك المشاركة وصكوك الاستصناع.. وغيرها.

¹. المرجع نفسه، ص. 18.

². عبد العزيز قاسم محارب، مرجع سابق، ص. 234.

ويتضح الفرق بين الصكوك الإسلامية والصكوك التقليدية في أن الصكوك الإسلامية تقوم على أصول موجودة لا على ديون، كما أنه يراعى فيها المواصفات والمعايير والضوابط الشرعية وتمثل حصصاً شائعة في العين، أما الصكوك التقليدية، فإنها تتناول الديون والرهنات. وهنا تجدر الإشارة إلى أن الصكوك تقوم على أصول موجودة يجوز تداولها كصكوك الإجارة والمضاربة والمشاركة بينما لا يجوز تداول الصكوك التي تمثل ديوناً في الذمة كصكوك المرابحة والإستصناع والسلم لأن بيع الديون لا يجوز في الشريعة الإسلامية. كما أن الصكوك الإسلامية يشارك مالكيها في الربح والخسارة، وتتميز بانخفاض مخاطرها مقارنة بالصكوك التقليدية، وتسمح بالوقاية من التقلبات، وهي بمثابة حلول مبتكرة لإشكالية التمويل التي يصعب حلها بالأدوات التقليدية.

المطلب الثالث: مزايا ومخاطر التمويل الإسلامي

يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي وكذلك مؤسساته المالية على مجموعة من القواعد التي تحقق له الأمن والأمان والاستقرار وذلك بالمقارنة مع النظم الوضعية، كما أنه يمكن أن تتعرضه مجموعة من المخاطر.

1. قواعد وضوابط الأمن والاستقرار في الاقتصاد الإسلامي: تتمثل أهم قواعد وضوابط الاستقرار فيما يلي:¹
 - تنقل أساليب التمويل الإسلامية التمويل من أسلوب الضمان والعائد الثابت إلى أسلوب المخاطرة والمشاركة، إذ لا يمكن لأي طرف الاستفادة على حساب طرف آخر وهو ما يسمح بتحقيق معيار العدل في المعاملات؛
 - سعر الفائدة كثمن للإقراض والاقتراض هو ربا محرم شرعاً لقوله تعالى: (يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين، فإن لم تفعلوا فأذنوا بحرب من الله ورسوله وإن تبتم فلكم رؤوس أموالكم لا تظلمون ولا تظلمون) (سورة البقرة: 279-278)، فالفائدة في المؤسسات المالية التقليدية تمثل عائداً مؤكداً لصالح الجهة الدائنة بغض النظر عن ظروف الجهة المدينة ودون بذل مجهود حقيقي في العملية الإنتاجية، ودون الأخذ بعين الاعتبار قواعد الحيطة والحذر مما يعرض أموال المودعين لمختلف المخاطر المصاحبة لهذه العملية،² وهي عملية دخيلة على النظام البشري تؤدي إلى تضخيم النشاط التمويلي بالمقارنة مع النشاط الإنتاجي، وهذا بعكس أساليب التمويل الإسلامية التي تغلب النشاط الإنتاجي على النشاط المالي، كما أن الربا عنصر خفي محفز على التضخم؛
 - التمويل الإسلامي يحرم عمليات المضاربة الآجلة "عمليات الشراء والبيع المستقبلية" ويعتبرها ضمن البيع الغرر المحرم شرعاً بما أن هذه العمليات تهدف إلى المتاجرة في أصل لم يتحقق بعد وتهدف أساساً إلى تحقيق أكبر ربح للفرد دون أدنى مجهود وفي أقل مدة زمنية ممكنة؛

- تحريم نظام المشتقات المالية على اعتبار أنها ليست أدوات للتحوط، وإنما هي أدوات للمجازفة والرهان على الأسعار لأن المنصوص ليس تبادل الملكية وإنما المخاطرة. وذلك قد يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين: مرة بحجب

¹. بوفليح نبيل، عبد الله الحرتسي حميد، مرجع سابق، ص. 14.

². المرجع نفسه، ص. 6-7.

رؤوس الأموال عن النشاط الاقتصادي الحقيقي، ومرة عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المجازفات غير المسؤولة وضياع الثروة أو رأس المال نتيجة لذلك.¹ ولقد كيف فقهاء الاقتصاد الإسلامي مثل هذه المعاملات على أنها من المقامرات المنهى عنها شرعاً؛

- تنوع أساليب التمويل الإسلامية وتعددتها إذ توجد أساليب للتمويل قائمة على التبرعات والبر والإحسان، كالقرض الحسن والزكاة، وأساليب أخرى قائمة على المشاركات، كالمشاركة المنتهية بالتملك والمضاربة والمساواة والمزارعة، وأساليب تمويل أخرى قائمة على الائتمان التجاري، كبيع السلم وبيع الإستصناع والتأجير التمويلي وغيرها؛

- أساليب التمويل الإسلامية تقوم على أساس دراسات الجدوى من الناحية الاقتصادية وعلى أساس الحلال من الناحية الشرعية مما يحقق تخصيصاً أمثل للموارد ويحقق ما يصبو إليه البلد من تنمية اقتصادية واجتماعية مستدامة؛

- أساليب التمويل الإسلامية ليست نقيضاً للضمانات فهي لا تحول بين مؤسسات التمويل وأخذ الضمانات الكافية التي تؤمن أموالها؛

- يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على منظومة أخلاقية متكاملة من القيم والمثل والأخلاق مثل، الأمانة والمصادقية والتعاون والتكامل والتضامن، التي تحقق الاستقرار لكافة المتعاملين، وفي نفس الوقت تحرم الشريعة الإسلامية المعاملات المالية والاقتصادية التي تقوم على الكذب والمقامرة والاحتكار والاستغلال؛²

- حرمت الشريعة الإسلامية كافة صور وصيغ وأشكال بيع الدين بالدين مثل: خصم الأوراق التجارية وخصم الشيكات المؤجلة السداد، كما حرمت نظام جدولة الديون مع رفع سعر الفائدة؛

- محاربة الإسراف والتبذير، وضبط الإنفاق، والإنفاق الاستهلاكي على وجه التحديد، لما لذلك من دور في خلق التضخم، إلى جانب الحد من الحروب والمتاجرة في الأسلحة؛

- عدم إتباع سلوك القطيع في السوق بإتباع سلوك الشركات المهمة.³ قال صلى الله عليه وسلم: (لا تكونوا إمعة تقولون إن أحسن الناس أحسنا وإن ظلموا ظلمنا ولكن وطنوا أنفسكم إن أحسن الناس أن تحسنوا وإن أسأؤوا فلا تظلموا)؛

¹. سميرة عطوي قارة علي، "الأزمة المالية فرصة لتعزيز التمويل الإسلامي"، الملتقى الدولي حول " أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، جامعة قسنطينة، 06-07 أبريل 2009، ص. 11.

². حسين شحاتة، "أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي.

www.Darelmashora.com visité le 11/05/201

³. سامر مظهر قطنجي، مرجع سابق، ص. 120-121.

2. مخاطر العمل المصرفي الإسلامي: تتمثل أبرز مخاطر العمل المصرفي الإسلامي فيما يلي:¹

أ. مخاطر مصدرها المستثمرون:

للمستثمرين أهمية كبرى في المصارف الإسلامية منها في المصارف التقليدية، وذلك لارتباطهم مع المصرف الإسلامي بعلاقة المشاركة في الربح والخسارة، وحيث أن نتيجة عمل المشروع ستعتمد على إمكانيات وقدرات المستثمر أساسا فإن له دور في التأثير على ربحية العمل المصرفي الإسلامي وبالتالي يعتبر من أهم مصادر المخاطرة فيه.

ب. مخاطر مصدرها العاملون (مخاطر التشغيل):

إن الطابع العام لتوظيف الأموال في المصرف الإسلامي قائم على أسلوب الاستثمار الحقيقي وليس أسلوب التمويل، ناهيك عن تنوع أساليب الاستثمار، وعن العلاقة المميزة التي تربط المستثمر بالمصرف الإسلامي، والمقصود أن هناك متطلبات خاصة لهذا النشاط في مقدمتها الموارد البشرية ذات الكفاءة والخبرة الفنية والعملية في مجال تقييم عمليات الاستثمار والمستثمرين، وذات القدرة على متابعة كافة المراحل والتعامل مع كل ما يمكن أن يستجد من مشكلات أخذها بعين الاعتبار الطبيعية الحاكمة لعلاقة المستثمرين بالمصرف الإسلامي وهو ما يطلق عليه بمخاطر التشغيل، وعليه فإن غياب هذه المتطلبات يعرض المصرف الإسلامي لمخاطر كبيرة.

ج. المخاطر الخاصة بنظم العمل:

إن نظم وأساليب العمل لها دور في التأثير على مستوى المخاطر في العمل المصرفي الإسلامي والتي تشمل (نظم تلقي الأموال، نظام ملائم لدراسة الجدوى وتقييم المشروعات، نظام ملائم لدراسة واختيار العملاء المستثمرين ونظام ملائم للاستعلام).

د. مخاطر خاصة بصيغ التمويل:

وهي التي ترتبط بأسلوب التمويل المستخدم، فحيثما يطبق هذا الأسلوب تتواجد هذه المخاطر، ومثال ذلك أن للمضاربة طبيعة مخاطرة خاصة تختلف عن المراجحة أو الأساليب الأخرى. وتشمل أيضا مخاطر السيولة التي تزداد أهميتها في البنوك الإسلامية بسبب صعوبة تحسين وضع السيولة نتيجة لعدم إمكانية اللجوء للإقراض بأسلوب الفائدة وعدم إمكانية بيع الديون إلا بالقيمة الاسمية عند الحاجة للسيولة.

هـ. مخاطر خاصة بالسوق:

وهي مخاطر مرتبطة بطبيعة نشاط التمويل القائم على الاستثمار وما يتعرض له من مخاطر تشترك فيها المصارف الإسلامية مع المصارف التقليدية.

¹. سعيد الحلاق، مرجع سابق، ص ص. 100-101.

كما أن هناك الكثير من المعوقات، التي تحول دون تطبيق العمل المصرفي الإسلامي كالغياب الواضح لمعايير المنتجات البنكية الإسلامية، وبطبيعة الحال فإنه من غير المتوقع أن يتحول العالم فجأة إلى اعتماد المصرفية الإسلامية طالما غابت تلك المعايير. إضافة إلى وجود بعض البنوك التي تطرح منتجات مصرفية في ظاهرها إسلامية وفي باطنها، غير إسلامية ولعل هذا يرجع إلى حداثة تجربة البنوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.¹ إلى جانب الافتقار إلى الموارد البشرية المؤهلة علميا ومهنيا والمدرية شرعيا.

المطلب الرابع: أثر الأزمة المالية العالمية على المنظومة المالية الإسلامية

إن المال في الإسلام لا يمثل غاية في حد ذاته، بل إنه وسيلة لتمويل المشروعات الاجتماعية من خلال القيمة المضافة، مما يعني أن لكل عملية مالية، يوجد بالضرورة مقابل اقتصادي فعلي، وبالتالي بات النظام المالي الإسلامي أكثر أماناً عن غيره من الأنظمة المالية التقليدية. وينعكس هذا الأمر اليوم بطريقة ملموسة، فالإسلام ينظر للأزمة المالية العالمية نظرة موضوعية متوازنة، فإذا كانت الدول الغربية تسعى إلى الحيلولة دون تفاقم الأزمة والبحث عن سبل علاجها بتخفيض سعر الفائدة وتدخل الدولة لحماية الاقتصاد والرقابة على الأسواق وكبح المقامرات ونحوها، وهذه الإجراءات تتجه نحو المنهج الاقتصادي الإسلامي - وإن كانت لا تسمى باسمه - فالنظام الاقتصادي الإسلامي حرم أسباب الأزمة قبل أن تولد فهو لا ينتظر وقوع الأزمات حتى تتدخل الحكومات؛ بل بقي أصلا من وقوعها ويوصد كل الطرق أمام مسبباتها.² وأن حدوث مثل هذه الأزمات كان بسبب غياب تطبيق مبادئه. فهل يعني ذلك أن النظم الإسلامية قد نجحت في حماية الدول الإسلامية بصورة أو بأخرى خلال الأزمة المالية العالمية؟

1. تشخيص الأزمة من المنظور الإسلامي:

من خلال عرضنا لجذور الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وأهم أسبابها وآليات انتشارها وتحولها إلى أزمة مالية عالمية، وبعد إبراز أسس عمل النظام الاقتصادي والمالي الإسلامي وبيان مرجعيته وتطبيقاته، يمكن القول أن الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية هي نفسها المخالفات الشرعية التي نهى الشرع الحكيم عن ممارستها؛ والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

أ. **الرهن العقاري:** يتم الرهن العقاري من خلال عقد ثلاثي الأطراف يشمل مالك العقار ومشتري وممول قد يكون بنك أو شركة تمويل عقاري، وهذا الأسلوب غير جائز شرعا من المنظور الإسلامي. كما أن الطريقة التي تسلكها البنوك العقارية الإسكانية وغيرها من الإقراض بفائدة قلت أو كثرت فهي محرمة شرعا لما فيها من التعامل بالربا. أما الطرق التي تتعامل بها المؤسسات المالية الإسلامية فمنها شراء مؤسسة التمويل العقاري للمبنى وبيعه مرابحة، وكذا إبرام عقد إستصناع (مقاوله) مع العميل لبناء المبنى، وهناك أيضا المشاركة التأجيرية وفيها يشترك العميل

¹. كمال بن موسى، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية"، <http://iefpedia.com/arab/wp.pdf> visité le 10/04/2011.

². أشرف محمد دواية، مرجع سابق، ص. 95.

والمؤسسة المالية في شراء العقار ثم تؤجر المؤسسة المالية حصتها للعميل وتبيع له كل سنة جزءا من حصتها حتى ينتهي العقد بتملك العميل للعقار.¹

ب. **الفوائد الربوية:** فكل عمليات التمويل العقاري وتوابعها التي كانت السبب الرئيسي في الأزمة المالية العالمية تقوم على الفوائد على القروض وهذا ربا محرم.

ج. **بيع الدين بالدين في صورة التوريق:** وقد أطلق بعض العلماء المعاصرين على هذه العملية إسم (التصكيك) وهي تعني جعل الدين المؤجل في ذمة الغير - في الفترة ما بين ثبوته في الذمة وحلول أجله - صكوكا قابلة للتداول في سوق ثانوية، وبذلك يمكن أن تجرى عليه عمليات التبادل والتداول المختلفة، وينقلب إلى نقود بعد أن كان مجرد التزام في ذمة المدين.

وعملية التوريق غير جائزة شرعا لأنها تتكون من بيع الدين لشركة التوريق بأقل من قيمته وهذا يعني أن تدفع الشركة أقل وتأخذ أكثر وهو عين الربا، كما أن السندات التي تصدرها شركات التوريق تدر دخلا عبارة عن فوائد وهي ربا، بالإضافة إلى أن السندات يتم تداولها في البورصة بالأجل أو على أقساط وهو بيع الدين بالدين وهو منهي عنه شرعا.²

د. **المشتقات المالية:** والمشتقات هي عقود معاوضة تهدف لتبادل المخاطر ولقد أكد الخبراء وعلماء الاقتصاد أن من أهم أسباب الأزمة المالية العالمية المعاصرة هو نظام المشتقات المالية، كما سبق وأشرنا، لأنها لا تسبب تنمية اقتصادية حقيقية، بل هي وسيلة من وسائل خلق النقود التي تسبب التضخم وارتفاع الأسعار. كما أنها بصورتها الراهنة لا تجوز شرعا وذلك لعدة أسباب نذكر منها:³

- تعد من جنس الربا المحرم شرعا، فحصول أحد المتعاقدين على مال بغير عوض يمثل مصلحة زائدة فيها ربا، باعتبار الربا زيادة مال بلا مقابل في معاوضة مال بمال؛
- تعد من جنس القمار والرهان الذي حرّمته الشريعة الإسلامية؛ فالمشترون والبائعون فيها إما مغطون للأخطار أو مضاربون على الأسعار؛
- ينتفي فيها الملك والقدرة على التسليم ويسوى الفرق ربحا أو خسارة، أو يتم نقل المراكز ببيع ما اشترى أو شراء ما يبيع كل ذلك دون قبض؛
- الإيجاب والقبول فيها يتم على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في السوق أثناء فترة العقد، مما ينافي مقصود العقد والذي هو مقصود الشارع؛

¹ عبد العزيز قاسم محارب، مرجع سابق، ص. 43.

² المرجع نفسه، ص. 44.

³ أشرف محمد دوابة، مرجع سابق، ص. 117-126.

- تنطوي على الصورية حيث لا تحتوي على دفع كامل لقيمة الاستثمار عند الاتفاق عليه، وليس هدفها أساسا الحصول على سلعة، بل تسوى الفروق بعد ذلك حسابيا دون دفع ثمن أو استلام سلعة، وبالتالي لا يترتب عليها تمليك ولا تملك، فلا المشتري يمتلك المبيع ولا البائع يمتلك الثمن، كما أنها تختلف عن المعاوضة الحقيقية التي تحقق المنفعة لكل من طرفي العقد؛

- تتعارض مع قاعدة العدل التي تمثل الأصل في العقود، حيث تتعارض مصلحة المتعاقدين تعارضا يتناهما كان مظن منفعة لأحد الأطراف يمثل ضررا للطرف الآخر، والإسلام لا يرضى بهذا (لا ضرر ولا ضرار)؛

وعليه، وبناء على ما سبق فإن عقود المشتقات ما هي إلا مقامرة على وقائع مغيبية، يخسر فيها طرف ويكسب فيها طرف آخر، ولا يحدث فيها تسليم ولا قبض للسلع ولا دفع للثمن، وإنما تسوية عند التصفية لفروق يدفعها الخاسرون ويربحها الرابحون، عن طريق لجنة التسوية بالبورصة، ومن ثم فقد أوجب الإسلام حرمتها.

هـ. **حرمة رهن المرهون:** سعى العديد من المقترضين من البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية إلى شراء عقارات جديدة بقروض جديدة من خلال رهن عقاراتهم المشتراة سلفا رهنا من الدرجة الثانية، وبالتالي يحتمل العقار الواحد بحقوق رهن متعددة، وعندما توقف هؤلاء المقترضون عن السداد لم تكف قيمة العقار المرهون لسداد قيمة القرضين وعجزت البنوك عن استيفاء حقوقها كاملة.

والفقه الإسلامي يقرر أنه لو رهن الشخص الشيء المرهون بدين آخر غير الأول بدون إذن المرتهن لا يصح ولو بإذن يصح الرهن الثاني ويبطل الرهن الأول؛ لأن الرهن حق على عين ولا يجتمع حقان على عين واحدة، وكذا إذا باع الراهن الشيء المرهون يصير الثمن رهنا لا يجوز التصرف فيه فإذا أذن المرتهن للراهن بالبيع والتصرف في الثمن سقط حقه في الرهن وبالتالي يكون القرض خاليا من الرهن.¹

و. **انفصال الأسواق المالية عن الأسواق الحقيقية:** فالاقتصاد في حقيقته هو النشاط الذي يعنى بتوفير السلع والخدمات لإشباع الحاجيات الإنسانية من خلال وظائف اقتصادية مثل الإنتاج والتوزيع والاستهلاك، وهذا يتطلب التبادل. ولكن السوق المالية انفصلت عن السوق الحقيقية، وأصبح يتم التعامل في النقود والتمويل ذاته بيعا وشراء من خلال المداينات والائتمان، وترتب على ذلك أن أصبح حجم التمويل المتاح من خلال الائتمان أضعاف قيمة الاقتصاد الحقيقي، مما أدى إلى خلل في التوازن بينهما.

ولما كان الاقتصاد المالي لا يستند إلى قاعدة من الأصول، وإنما إلى أهرامات من الديون المتراكمة، ومن أجل المزيد من كسب العوائد في صورة فوائد وفروق أسعار، لذا فإن وجود خلل في إحدى حلقات الديون المركبة، كما حدث في توقف المقترضين في سوق التمويل العقاري عن سداد القروض، يؤدي إلى انهيار البناء المالي بكامله وتحدث الأزمة.

¹. المرجع نفسه، ص. 129.

ز. أساليب المضاربات قصيرة الأجل: وتعني المضاربات التي تقوم على توقعات المضاربين بتغير الأسعار في الفترات القصيرة لكسب فروق الأسعار وزيادة حجم التعامل بإتاحة التعامل لمن لا يملك مالا أو أوراقا مالية وذلك من خلال آليات مثل:¹

- البيع على المكشوف: وهو بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، فإذا انخفض السعر قام المتاجرون بشراء الأسهم التي باعوها وإعادتها إلى مالكيها، وهو نوع من المقامرة حيث يدخل في بيع الإنسان ما ليس عنده وبيع الإنسان ما اشتراه قبل قبضه التي حرمتها شريعة الإسلام لذا فإنه لا يجوز شرعا.²

- التعامل بالهامش: وهو أن يقوم المشتري بدفع نسبة معينة من القيمة السوقية للأوراق المالية التي يرغب في شرائها، أما باقي الثمن فيعتبر قرضاً يقدمه السمسار للمشتري، ويتقاضى عليه فائدة محددة وهو غير جائز شرعا.

ح. القمار والميسر: وتعني المقامرة ما تخاطر الناس عليه، فهو لعب فيه غرم بلا عوض، وهو كسب بلا جهد ولا مشقة، وفيه استيلاء على أموال الناس بغير حق ولا جهد. وهي تؤثر تأثيرا سيئا في رأس المال لاعتمادها على تخمين تقلبات الأسعار في المستقبل بعكس المخاطرة التي تعتمد على جدوى الاستثمار، وتتأثر سوق الأوراق المالية في الواقع بالمقامرة أكثر منها بالمخاطرة، وهكذا تضطرب أسعار القيم ذات الأجل الطويلة ولا تعبر عن جدوى الاستثمار الحقيقية، وبهذا يصبح الاستثمار والاقتصاد القومي العوبة في يد المقامرين يحركونها حسب أهوائهم ومطامعهم.³

ط. التأمين على أصل السند العقاري وعوائده مقابل التزام حامل السند بدفع أقساط محددة إلى شركة التأمين: وهو عقد محرم شرعا لاشتماله على غرر كثير، وأن هذا العقد يشتمل على القمار لارتباط التعويض بحدوث أمر معلق حدوثه على المصادفة، إضافة إلى أن مبادلة الأقساط بالتعويض عند حدوث الخطر يمثل مقابلة نقد مع نقد بالزيادة وهو ربا محرم شرعا، فضلا عن كون التأمين أصلا على سند في أصله وفوائده محرما.⁴

إضافة إلى ما سبق يمكن الإشارة أيضا لدور استثمار أموال المسلمين في البنوك الأجنبية، وإلى الجوانب السلوكية والأخلاقية كعوامل مسببة للأزمة.

¹ عبد العزيز قاسم محارب، مرجع سابق، ص. 44.

² أشرف محمد دوابة، مرجع سابق، ص. 126.

³ المرجع نفسه، ص. 116.

⁴ المرجع نفسه، ص. 127.

2. التكيف الحقيقي للأزمة:

من خلال ماسبق، وبعد استعراض أهم أسس عمل النظام المالي الإسلامي نخلص إلى أن الأزمة المالية ليست أزمة مؤسسات تمويلية، لأن سبب الأزمة المالية في الحقيقة هو الخلل الهيكلي الواقع في صلب النظام الرأسمالي نفسه من حيث أسسه التي يقوم عليها، وآليات عمله وذلك كالتالي:¹

- يتبنى النظام الرأسمالي مقولة "أكفاً دور للدولة أن لا يكون لها دور"، ومبناها مقولة "دعه يعمل دعه يمر" لآدم سميث ومصالحة الفرد هي المقدمة على مصلحة المجتمع. وقد أجبرت الأزمة المالية العالمية إدارة النظام على التحلي عن تلك الأيديولوجية وتدخلت الدولة بتأميم ودعم المؤسسات المالية المنهارة. ودور الدولة في إدارة الاقتصاد مشاركة مع الأفراد يجد أساسه في الاقتصاد الإسلامي، وبالتالي فإن علاج الأزمة المالية يكون بالأخذ بما يقرره الاقتصاد الإسلامي؛

- من حيث آليات عمل النظام الرأسمالي، ومن أهم هذه الآليات هو نظام الفائدة الربوية التي يقوم عليها النظام الرأسمالي، مع أنه موضوع انتقاد دائم من الاقتصاديين الرأسماليين أنفسهم فيربطون الأزمة بنظام الفائدة في كثير من كتاباتهم، ومن بينهم الاقتصادي كينز الذي يرى أن سلامة الاقتصاد تتحقق عندما يصل معدل الفائدة إلى الصفر، لأن النقود لا تلد النقود. والبديل الإسلامي لآلية التمويل الربوي له من الفعالية ما يكفي لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، والوقاية من الدورات والتقلبات العنيفة التي يسببها نظام التعامل الربوي؛

- من حيث النظرة الجزئية أو الكلية للاقتصاد، النظرة الجزئية للاقتصاد تقصر تكيف الأزمة المالية على أنها أزمة تمويل على مستوى المؤسسات المالية رغم أنها أضرت بكل قطاعات الاقتصاد، أما الاقتصاد الإسلامي فإنه يأخذ أمر الاقتصاد كله بنظرة إجمالية تستوعب كل قطاعات الاقتصاد وفروعه، ففي مجال التمويل يأخذ مصلحة المجتمع بالتوازي مع مصلحة الأفراد، بما يحقق عدالة توزيع الدخول ويقود إلى إدارة صحية للاقتصاد، وفي هذا الإطار بين "شومبيتر" في كتابه المعروف "الرأسمالية والاشتراكية والديمقراطية" عيوب الرأسمالية مثل عدم المساواة وغلبة الاحتكارات على النشاط الاقتصادي والتداعيات الاجتماعية للرأسمالية، وأنه إذا سقط الإطار النظري لهذه النظرية فلا بد أن تختفي تلك النظرية بأسرها من التطبيق؛²

- من حيث الأخلاقيات، يعلن النظام الرأسمالي صراحة أنه لا دور للأخلاق في الاقتصاد، بينما الاقتصاد الإسلامي اقتصاد أخلاقي، يربط الاقتصاد بالأخلاق في كل جوانب الاقتصاد، والضوابط الأخلاقية في الاقتصاد الإسلامي تؤمنه من الانتكاسات التي تحدث بسبب غياب الأخلاق.

¹. المرجع نفسه، ص. ص. 90-92.

². عبد العزيز قاسم محارب، مرجع سابق، ص. 93.

3. تأثيرات الأزمة المالية على القطاع المصرفي الإسلامي:

أثبت القطاع المالي الإسلامي نجاحه في امتصاص الانعكاسات السلبية المباشرة للأزمة المالية العالمية، حيث أظهرت البنوك الإسلامية تحقيق أرباح مع توفر سيولة قد تصل إلى حد التخمة في البعض منها، وتجنب مشاكل الديون المتعثرة التي عانت منها الأسواق التقليدية، وهو ما أضفى على البنوك الإسلامية بمزيد من الاهتمام والقبول الواسع إقليمياً وعالمياً، وجعل بعض خبراء الاقتصاد الغربيين يتوجهون بالتفكير إليها و إلى أساليبها المصرفية، عليها تخرجهم من الأزمة الخائقة ومن تداعياتها الاجتماعية و السياسية و الاقتصادية. وهذا لا يعني أن البنوك الإسلامية

كانت بمنأى تماماً عن التأثير بالأزمة المالية، ويمكن ملاحظة آثار الأزمة على البنوك الإسلامية فيما يلي:¹

- انخفاض مؤشرات البورصات العالمية مما يؤثر على استثمارات هذه المصارف في هذه البورصات سواء استثماراً مباشراً أو عن طريق صناديقها الاستثمارية؛

- إن الأزمة تحد من قدرة البنوك الإسلامية على منح الائتمان نتيجة أزمة الثقة التي يعاني منها القطاع المصرفي في العالم مما يضعف من قدرتها على إدارة السيولة المتوفرة لديها، وهو ما يؤثر سلباً في نمو أرباحها؛

- تضخم المحافظ التمويلية الخاصة بالتمويل العقاري، وهو ما يعرض المصارف الإسلامية لأزمة عقارية بسبب الركود العالمي والذي ينعكس بدوره على نتائج المصارف؛

- تراجع سوق الصكوك الإسلامية التي تعتبر من أنشط وسائل الدين في الصناعة المالية الإسلامية، وإن تمثل ذلك في شكل تراجع في الأرباح والنمو وليس في قيمة الأصول كما حدث في البنوك التقليدية.

لقد بدا واضحاً أن المميزات التي تتمتع بها الصيرفة الإسلامية شكلت حاجزاً عمل على حمايتها من الانعكاسات السلبية المباشرة للأزمة المالية العالمية. وتكمن الأسباب الحقيقية وراء نجاح هذه البنوك في تحجيم الخسائر

في ظل الأزمة المالية الدولية في:²

- صرامة قواعد الإقراض ساعدتها على تجنب هياكل الإقراض المعقدة التي أضرت بشدة بالنظام المصرفي التقليدي؛

- عدم اعتماد نظام المضاربة التقليدية في نشاطها المصرفي، وعليه فخيارات البيع على المكشوف والمشتقات المالية والعقود الآجلة، تعتبر من العناصر التي تنطوي على قدر كبير من المخاطر غير المسموح التعامل بها؛

- احتكام البنوك إلى الشريعة الإسلامية التي تحرم الربا وعدم اعتمادها على القروض المصرفية؛

- أن التوريق مرفوض، وأن عملية الفحص تتطلب أن يرى المقرض أصولاً ملموسة وأنشطة أعمال فعلية من المقترض؛

- تلافي كل صور توليد النقد من دون معاملات حقيقية والاعتماد على مبدأ التجارة، وعلى نظام المشاركة في التمويل والاستثمار والبيع والشراء وتقاسم المخاطر؛

¹. سميرة عطوي قارة علي، مرجع سابق، ص. 10.

². المرجع نفسه، ص. 11.

- عدم الاحتفاظ بمحافظ السندات والأسهم التقليدية، فضلا عن الاختلاف في مجالات التوظيف (الاعتماد على الاستثمار المباشر، التمويل بالمشاركة، المراجعة...)

- الاعتماد على نظام رقابي شرعي إلى جانب النظام الرقابي التقليدي وذلك لتحقيق مزيد من الشفافية والمصدقية.

وعموما، أدت محدودية آثار الأزمة على المؤسسات المالية الإسلامية، بالنظر لما أصاب القطاع المالي التقليدي من أضرار بليغة، إلى تغيير جذري في المبادئ التي يقوم عليها الاقتصاد الرأسمالي الخاضع لقوانين السوق. ودفع خبراء الاقتصاد في الغرب إلى الدعوة إلى تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية بعد تجاربهم في النظامين الرأسمالي والاشتراكي.

وهذا التوجه ليس جديدا، فقد كان كينز يرى أن أفضل استخدام للأموال هو حينما يصل سعر الفائدة إلى الصفر، ويتفق الكثير من الاقتصاديين وفي مقدمتهم كينز، زسيمونز وفريدمان على أن التقلبات الاقتصادية التي يعاني منها الاقتصاد الرأسمالي المعاصر ترجع بالأساس إلى التقلبات الطائشة في سعر الفائدة. وفي هذا الشأن يذكر الاقتصادي الأمريكي "سيمونز" بأن الكساد العالمي في الثلاثينيات من القرن الماضي يرجع إلى "تغيرات الثقة الناشئة عن نظام ائتماني غير مستقر، وأن خطر الاضطراب الاقتصادي يمكن تفاديه إلى حد كبير إذا لم يتم اللجوء إلى الاقتراض، وإذا ما تمت الاستثمارات كلها في شكل تمويل ذاتي وبالمشاركة".¹

وفي نفس السياق، ومنذ عقدين من الزمان تطرق الاقتصادي الفرنسي (موريس آلي) إلى الأزمة الهيكلية التي يشهدها الاقتصاد العالمي بقيادة "الليبرالية المتوحشة" واعتبر أن الوضع على حافة بركان ومهدد بالانهيار تحت وطأة الأزمة المضاعفة (المديونية والبطالة)، واقترح للخروج من الأزمة وإعادة التوازن شرطين هما: تعديل معدل الفائدة إلى حدود الصفر، وتعديل معدل الضريبة إلى نحو 2%، وهو ما يتوافق مع إلغاء الربا، ونسبة الزكاة المقررة في النظام الاقتصادي الإسلامي.² كما أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة المالية - وهي أعلى هيئة رسمية تعني بمراقبة نشاطات البنوك - قرارا يقضي بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيوع الرمزية التي يتميز بها النظام الرأسمالي واشترط التقابض في أجل محدد بثلاث أيام لا أكثر من إبرام العقد، وهذا يتفق وبيع السلم في الشريعة الإسلامية.³

كما دعت كبريات الصحف الاقتصادية الأوروبية إلى تطبيق الشريعة الإسلامية في المجالات الاقتصادية كحل أمثل للتخلص من برائن النظام الرأسمالي المتوحش الذي يقف وراء الكارثة الاقتصادية التي خيمت على العالم، فمثلا كتب "بوفيس فانسون" رئيس تحرير المجلة الفرنسية التي تحمل اسم (Challenges) في افتتاحية العدد المؤرخ في 11 سبتمبر 2008 مقالا أثار موجة عارمة من الجدل وردود الفعل في الأوساط الاقتصادية قائلا: "أضن بأننا بحاجة أكثر في هذه الأزمة إلى قراءة القرآن، لفهم ما يحدث بنا وبمصارفنا، لأنه لو حاول القائمون على مصارفنا احترام ما ورد في

¹. أشرف محمد دوابة، مرجع سابق، ص 107-108.

². المرجع نفسه، ص. 108.

³. المرجع نفسه، ص. 126.

القرآن من تعاليم وطبقوها ما حل بنا من الكوارث والأزمات ما حل، وما وصل بنا الحال إلى هذا الوضع المزري، لأن النقود لا تلد نقوداً¹.

تأسيساً على ما سبق، يمكن القول أن الأزمة المالية العالمية أثبتت قصور النظام الاقتصادي القائم على اقتصاد السوق على احتواء التغيرات التي طرأت على الاقتصاد العالمي، وأن الإجراءات التي اتبعتها الدول المتقدمة يبقى أثرها مؤقتاً وغير مستدام، لأنها لم تعالج العوامل الرئيسية المسببة للأزمات المالية، والتي تعود في جوهرها إلى هشاشة نظام التمويل التقليدي والاختلالات الكامنة فيه، وهو ما يتطلب البحث عن نظام اقتصادي بديل يحقق الاستقرار من خلال العمل على ترسيخ أسس ومبادئ النظام الاقتصادي الإسلامي الذي يسمح بوضع حواجز تحول دون الوقوع في الأزمات المالية بتحريم أسبابها، كتحريم المعاملات الربوية والمضاربات غير المشروعة واعتماد صيغ الاستثمار الإسلامية كالمشاركة والمضاربة الشرعية والمراجعة، وعدم التعامل في المعاملات التي تنطوي على مخاطر عالية مثل التعامل في المشتقات والتوريق العقاري ومنع الاحتكار، وتحقيق التوازن بربط التدفقات المالية بالتدفقات الحقيقية، إضافة إلى تحقيق العدالة في توزيع الدخل والثروة بين أفراد المجتمع، واحترام الملكية الفردية وعدم إهمال دور الدولة كشريك في التنمية مع القطاع الخاص، وذلك من خلال اضطلاعها بمشروعات المنفعة العامة. غير أن كل ما سبق لا يعني أن المصارف الإسلامية يمكن أن تبقى منيعة عن أزمات الأسواق العالمية، وذلك بحكم أنها جزء من المنظومة المالية العالمية، وتتأثر نتيجة الارتداد المتوقع لأي أزمة مالية عالمية، لأنها قد ترتبط بأي تعاملات مالية مع البنوك العالمية ولو بطريقة غير مباشرة.

إن تقديم نظام التمويل الإسلامي كبديل للوقاية من الأزمات المالية لا يعني التخلي عن كل مكونات نظام التمويل التقليدي، كما أن الأمر يتطلب الإبقاء على كل آليات وإجراءات الوقاية من الأزمات المالية التي سبق التطرق إليها وتكييفها بحيث تنسجم مع الأسس الفكرية والمتطلبات العملية للنظام المالي الإسلامي، خاصة وأن البنوك الإسلامية تفتقد إلى السند والدعم الذي تقدمه البنوك المركزية للبنوك التي تحت إشرافها من خلال مهمته كمقرض الملاذ الأخير، كما أن أساليب عملها ونظمها تمنعها من الاستفادة من كثير من الأدوات المالية في السوق المالي الأولي والثانوي، إضافة إلى أن تجربة البنوك الإسلامية حديثة النشأة وأن النظام المالي الإسلامي غير مكتمل ولا يزال بحاجة إلى المزيد من البحث والتطوير ليرقى إلى مستوى تطلعات المجتمع الدولي، وذلك من خلال التخفيف من المعوقات التي تحول دون تطبيقه كتكوين الموارد البشرية المؤهلة علمياً ومهنياً والمدربة شرعياً بالدرجة الأولى، ووضع معايير محكمة للمنتجات البنكية الإسلامية، والتوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية محلياً وعالمياً لأن الصيرفة الإسلامية لا تزال تمثل نسبة ضئيلة من إجمالي الصيرفة المالية العالمية.

¹. عبد العزيز قاسم محارب، مرجع سابق، ص. 51.

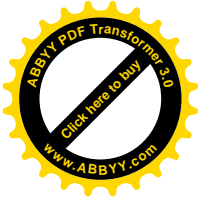
خلاصة الفصل السادس:

من خلال هذا الفصل تم التطرق إلى أهم آليات الوقاية من الأزمات المالية وسياسات علاجها وإدارتها، وتم التوصل إلى أن السياسات الوقائية هي سياسات شاملة يجب إتباعها من طرف الحكومات في أوقات الهدوء لتجنب حدوث الأزمات. أما السياسات العلاجية فيجب أن تتبعها الحكومات عند بروز بوادر الأزمة من خلال اتخاذ إجراءات لاحتوائها وإدارتها ومنع توسعها في حال حدوثها.

لقد أثبتت معظم الدراسات أن الأزمات المالية تحدث بشكل مفاجئ يجعل من الصعب التنبؤ بها، خاصة وأن بعض المؤسسات المتخصصة في التنبؤ بالأزمات، كوكالات التصنيف، فشلت في توقع الأزمات السابقة، سواء من حيث توقيتها أو مدى شدتها. ولأن الأزمة القادمة تكون ذات طبيعة مختلفة عن الأزمات السابقة لها وعوامل انفجارها معقدة نسبيًا و تنطوي على تفاعل العديد من العوامل الاقتصادية والسياسية والنفسية، فإن التنبؤ بها يصبح شبه مستحيل. وهو ما يتطلب المزيد من العمل من أجل فهم أفضل لأسبابها والوقاية منها بنجاح أكثر، وخاصة ما تعلق بظاهرة العدوى التي يصعب قياسها.

وعليه ينبغي على الحكومات والسلطات المالية تعزيز وإصلاح أنظمتها المالية، وتطبيق إجراءات الرقابة والإشراف الصارمة على المؤسسات المالية، وخاصة تلك التي لا تخضع لأي نظام رقابي كصناديق التحوط، والالتزام بمقررات لجنة بازل. إلى جانب ضرورة تسريع تطبيق التشريعات الخاصة بحوكمة الشركات وخاصة في النظام المصرفي، ودعم الترتيبات الإقليمية التي من شأنها أن تلعب دورا فعالا في إرساء أسس نظام مالي أكثر توازنا، بالإضافة إلى تفعيل دور الدولة في الحياة الاقتصادية، وإعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية وتعزيز سياسات المنافسة في أسواق صناعة الخدمات المالية، لا سيما من جهة وكالات التصنيف، مع ضرورة مساءلة كل المتورطين والمتسببين في تلك الأزمات، إلى جانب إتباع سياسات نقدية ومالية وسياسات سعر صرف تكون ملائمة لكل بلد، والعمل على إعادة توازن القوى في صندوق النقد الدولي وإصلاحه لجعل هذه المنظمة ممثل دولي ذو شرعية.

لكن ونظرا لأن البلدان تتعرض لأزمات مالية باستمرار، رغم كل الآليات الموجهة للتوقي منها، وعليه وعلى إثر الأزمة المالية العالمية (2007-2008)، برز توجه جديد يدعو إلى تبني نظام التمويل الإسلامي كبديل لنظام التمويل التقليدي، على أساس أن أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية هي نفسها المخالفات الشرعية التي نهي الشرع الحكيم عن ممارستها، غير أن الملاحظ هو أن الموجود من المؤسسات المالية الإسلامية لا يشكل نظاما متكاملًا يمكنه حل المشاكل المالية الاقتصادية، وهو بذلك يحتاج إلى توسيع مجال عمل المؤسسات المالية الإسلامية وزيادة عددها، وتطوير منتجاتها وأدواتها المالية، وتكوين العنصر البشري وتأهيله، باعتباره اللبنة الأولى لتأسيس نظام مالي إسلامي متين، من خلال قدرته على الإبداع وابتكار منتجات مالية تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتساعد على تطوير أساليب التمويل الإسلامي بالشكل الذي قد يشجع بلدان العالم على التحول نحوها، واعتماد الصيرفة الإسلامية.



خاتمة

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز العلاقة بين تصاعد ظاهرة العوامة المالية من جهة، وتكرار وتواتر الأزمات المالية من جهة أخرى. كما هدفت إلى حصر مجموعة من الآليات والإجراءات والبدائل الوقائية والعلاجية من الأزمات المالية، مع التركيز على أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، باعتبارها إحدى الأزمات المالية الحادة التي كان لها بعد عالمي كبير، وترتب عنها آثار خطيرة ليس على الاقتصاد الأمريكي فحسب، بل امتدت إلى معظم دول العالم المتقدم والنامي على حد سواء، وهددت استقرار النظام المالي العالمي ككل.

وقد تبين من خلال هذه الدراسة أن الاقتصاد العالمي عرف خلال جميع مراحل تطوره الكثير من الأزمات المالية التي سائرت مختلف مراحل تطور النظام النقدي والمالي الدوليين، لكن مع بداية ثمانينيات القرن العشرين زاد عدد تلك الأزمات وتوسع نطاقها وازدادت مخاطرها، وذلك في إطار العوامة المالية وتكامل الأسواق المالية الدولية. مما تطلب العمل أكثر من أجل إيجاد آليات للوقاية من هذه الأزمات والتخفيف من حدة الآثار المترتبة عنها.

كما تم التوصل إلى أن العوامة المالية يمكن أن توفر الكثير من المزايا، إلا أن هناك العديد من الخصائص والعوامل التي ساعدت على تطورها وانتشارها والتي يمكن اعتبارها في الوقت نفسه كعوامل مسببة للأزمات المالية، حيث تزايدت حالات عدم الاستقرار وانتقلت من سمتها الاستثنائية قصيرة الأجل المعتادة، وباتت ظاهرة دورية طويلة المدى تضرب في العمق وملاصقة لصيرورة دورات الاقتصاد الرأسمالي، حتى أصبح اقتصاد المراكز الصناعية الكبرى يدعى باقتصاد الأزمات، وبات انتشار عدوى الأزمات أسرع مما كان عليه، بسبب العديد من قنوات الانتقال الداعمة لهذا الانتشار.

ويستخلص من هذه الدراسة أيضا، وبالاعتماد على الدراسة التحليلية والقياسية لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أن الأزمة المالية التي عانى منها الاقتصاد الأمريكي تجدد جذورها في المزيج المعتاد للانخفاض في أسعار الفائدة باعتباره متغير حاسم في صيرورة أزمة الرهن العقاري، والتوسع في السيولة وفي منح الائتمان، والاستعمال المكثف للمشتقات المالية والتوسع في عملية التوريق، إلى جانب بعض الممارسات التي سادت أسواق المال وغياب الشفافية وغيرها. وقد ترتب عن هذه الممارسات العجز المتزايد للمقترضين، وخاصة العائلات ذات الجدارة الائتمانية الضعيفة، عن تسديد ما عليهم من ديون مع ما رافق ذلك من انخفاض في قيمة العقارات التي تعتبر كضمانات لتلك الديون. لتنتقل بعد ذلك تأثيرات الأزمة إلى كل المؤسسات والأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وتمتد عدواها إلى الأسواق المالية في أوروبا ثم إلى العديد من البلدان الأخرى. كما أنها أزمة مركبة تراكمت مع ارتفاع غير مسبوق لأسعار النفط وأسعار الغذاء العالمية. ولم تقتصر تأثيرات هذه الأزمة على البنوك أو النظام المالي فقط بل تعدتها إلى الاقتصاد الحقيقي وما ترتب عنه من تفاقم لمشكل البطالة والفقر.

وفي هذا السياق بات من الواضح أن تبني الدول لكل الآليات الموجهة لتلافي الأزمات المالية لم يحل دون حدوث اضطرابات اقتصادية عميقة في هذه البلدان. ولهذا اتجه واضعي السياسات داخل كل دولة نحو الاستعداد لمواجهة الأزمات والاستفادة من التجارب السابقة لإيجاد بعض البدائل والحلول المبتكرة، سواء في مجال تجنب الأزمات

والوقاية منها أو في كيفية علاجها وإدارتها، في حين طالب البعض الآخر بتبني نظام التمويل الإسلامي باعتباره حل جوهري وبديل اقتصادي ناجح لنموذج التمويل التقليدي الحالي الذي يتعرض للأزمات المالية، والدعوة إلى ضرورة إعادة التفكير في آليات عمل النظام الرأسمالي. وعليه وبناء على الأهداف المتوخاة من الدراسة، تم استخلاص النتائج التالية:

أولاً، النتائج واختبار الفرضيات:

- تتعدد الأسباب الكامنة وراء حالات عدم الاستقرار وتفاقم ظاهرة الأزمات التي أصبحت تميز الأسواق المالية العالمية، وتتمثل أهم تلك الأسباب في التحرير المالي المفرط، استفحال ظاهرة المضاربة، ضعف الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية وغياب الشفافية والإفصاح عن المعلومات. وقد ساعد في ذلك التطور الكبير الذي عرفته الهندسة المالية، مع ظهور مؤسسات جديدة كصناديق التحوط. وعموما لا تختلف الأزمات في جوهرها وأسباب حدوثها، في حين تختلف فيما يتعلق بالقطاع الذي نشأت فيه وكذلك حجم وفداحة الخسائر المترتبة عنها؛
- رغم الآثار المدمرة للأزمات المالية، إلا أن الواقع أثبت أن كل أزمة تأتي لتكشف عن نقاط الضعف في النظام المعني، وتشكل بذلك دفعة جديدة للنمو، كما تمثل نقطة بداية لظهور فكر اقتصادي جديد؛ فأزمة الكساد الكبير تعتبر كنقطة فاصلة بين انهيار الفكر الكلاسيكي وبروز الفكر الكينزي، كما تعتبر أزمة السبعينيات السبب في تطور المدرسة النقدية المعارضة للفكر الكينزي، لكن وابتداء من سنوات الثمانينيات وفي ظل التطور والتشابك في العلاقات الاقتصادية والتوجه نحو التحرير المالي، والتطورات الهائلة في المجال العلمي والتكنولوجي، برزت العديد من التوجهات التي تدعو إلى عدم تدخل الدولة، ومع أزمة الرهن العقاري عادت الأهمية مرة أخرى للمدرسة "الكينزية" وضرورة تعزيز دور الدولة في الحياة الاقتصادية؛
- يعتبر الاستسلام للأزمات المالية موقف غير مسؤول، بالنظر لتكاليفها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية من ناحية، والعدوى التي تكشف أنه ليس هناك أي بلد محصن من الأزمات من ناحية أخرى. وهو ما يجعل الجهات الفاعلة في النظام النقدي والمالي الدولي في بحث دائم عن حلول جديدة تمكن من التغلب عليها ومواجهتها؛
- إن العولمة وما تفرزه من رهانات تخلق باستمرار العديد من الثغرات التي تجعل من حدوث أزمات مالية جديدة أمرا ممكنا وفي أي وقت. كما أن العولمة المالية، بكل ما تتضمنه من تحرير مالي وتكامل للأسواق المالية العالمية، توفر أهم قنوات تدويل وعدوى الأزمات المالية، وهو ما يؤكد صدق الفرضية الأولى؛
- يشكل النظام المالي جزءا أساسيا في كل اقتصاد حديث، ومن الخطأ وضع حدود فاصلة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي وانقطاع العلاقة بينهما، فالدور الحاسم الذي يلعبه القطاع المالي بعيدا عما يحدث في الاقتصاد العيني، يشكل القاعدة الأساسية للأزمات المالية، وهو ما يؤكد صدق الفرضية الثانية؛

- تعتبر المشتقات المالية أدوات فعالة في تسيير المخاطر، لكنها تؤدي في المقابل إلى اتساع النشاط المضاربي وزيادة حالات عدم الاستقرار وتكرار الأزمات المالية، كما تساعد على انتشارها وتوسع نطاقها، وهو ما يؤكد صدق الفرضية الثالثة؛
- بناء على الدراسة القياسية، كانت نتائج التقدير مقبولة على العموم، وهذا ما أثبتته الاختبارات الإحصائية، حيث أثبتت نتائج التقدير أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الارتفاع المستمر في أسعار المنازل والتوسع في منح قروض الرهن العقاري للعائلات في الولايات المتحدة الأمريكية، وهو ما يثبت صدق الفرضية الرابعة؛
- كما أثبتت نتائج التقدير أيضا أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الارتفاع الكبير والمفاجئ في كل من معدلات الفائدة ومعدلات عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري عالية المخاطر من جهة، والتراجع الكبير في أسعار المنازل وانفجار الفقاعة في قطاع العقار في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة أخرى، وهو ما يثبت صدق الفرضية الخامسة؛
- وقد تبين أيضا من خلال الدراسة القياسية وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين التوسع الكبير في عملية توريق قروض الرهن العقاري من جهة، وبين التوسع في منح قروض الرهن العقاري للعائلات والارتفاع في أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة أخرى، وهو ما يثبت صدق الفرضية الأخيرة؛
- يمثل نظام الفائدة في الأزمة المالية العالمية وأغلب الأزمات التي سبقتها إشكالية حقيقيه، وهو من أعوص المشاكل في الفكر الاقتصادي الرأسمالي الذي يقوم على آلية الفائدة ويؤكد على دور سعر الفائدة كمحرك أساسي لعجلة الاقتصاد؛
- يعتبر الإفراط في منح الائتمان المصرفي، وخاصة في فترات الرواج، سببا مباشرا في خلق فقاعات ما تلبث أن تنفجر محدثة أزمات مالية، ذلك أن جزءا كبيرا من هذا التمويل لا يستخدم لبناء طاقات إنتاجية جديدة، بل يستخدم في مجال العقار والأوراق المالية أو القروض الاستهلاكية. كما يؤدي ضعف الضمانات المقدمة مقابل عمليات الائتمان الممنوح إلى تزايد حجم الديون المعدومة وتعرض البنوك للمخاطر؛
- إن الغموض المرتبط بعمليات توريق قروض الرهن العقاري، قلة من قدرة المستثمرين على إدارة المخاطر المترتبة عنها، حيث أن عدم تحري السمعة الائتمانية للمقترضين، مع التمادي في التفريط في تقدير حجم المخاطر على القروض الأولية التي تم توريقها، أسهم في خلق وانتشار أزمة الرهن العقاري؛
- إن الاهتمام بالأمور الاجتماعية، ذات الصلة بالجانب الاقتصادي، كالبطالة والفقر، لا يقل أهمية عن الأمور المالية والنقدية والعينية في تفسير حدوث الأزمات المالية؛
- يعود سبب تفاقم أزمة الرهن العقاري وتحولها إلى أزمة مالية عالمية إلى مشكل تدويل الخطر، أو كما يعرف في بدايته بخظر النظام، وتمثل كل من قناة أسواق المال والمعاملات التجارية الدولية، إلى جانب قناة سعر الصرف

- وسلوك المستثمرين أهم قنوات انتقال أزمة الرهن العقاري وتحولها إلى أزمة مالية عالمية. كما كان لتكنولوجيا الإعلام والاتصال الدور الجوهري في انتقال الأزمة وانتشارها بين المؤسسات والدول؛
- أكدت أزمة الرهن العقاري وما سبقها من أزمات عدم فعالية السياسات التي يدعوا إليها صندوق النقد الدولي، باعتباره مقرض الملاذ الأخير، كما أكدت أيضا مدى هشاشة هذه المؤسسة وعدم قدرتها على التنبؤ بالأزمات وإدارتها؛
 - كشفت الأزمة المالية العالمية حالات كثيرة للفشل في قواعد الحوكمة وتركيبية مجالس الإدارة، بالإضافة إلى فشل الجهات التنظيمية والرقابية في كثير من الدول في تقدير حجم المخاطر بصورة سليمة وصحيحة؛
 - انتهجت العديد من الإجراءات لمعالجة أزمة الرهن العقاري ابتداء بضخ السيولة من طرف البنوك المركزية، وتخفيض معدلات الفائدة، ومساعدة الصناديق السيادية للبنوك التي كانت بحاجة للسيولة. لكن مع الزيادة المستمرة في عدم اليقين المحيط بمدى قدرة المؤسسات المالية على تجاوز خسائرها، وتدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية المرتبطة بالرهونات العقارية الثانوية، تطورت أزمة الرهن العقاري وتحولت إلى أزمة مالية عالمية؛
 - يعتبر التنبؤ بالأزمات المالية أمرا مستعصيا، كما أن نظم الإنذار المبكر الموجودة تظهر نتائج متفاوتة من حيث دقة التنبؤ، وهي مهمة في غاية الصعوبة لانعدام الشفافية في عمل الأنظمة المالية، ولأن الأزمة القادمة تكون دائما ذات طبيعة مختلفة عن الأزمات السابقة وعوامل انفجارها معقدة نسبيا وتنطوي على تفاعل العديد من العوامل الاقتصادية والسياسية والنفسية. كما أن الأزمات غالبا ما تعجل بها صدمات مفاجئة قد تتسبب أيضا في نفس جهود الوقاية منها وتغير الكثير من النتائج المتوقعة؛
 - إن عدم توفر بيانات شهرية أو ربع سنوية عن الكثير من المؤشرات الأساسية التي يجب دراستها قبل تصميم نظام للإنذار المبكر للأزمات المالية يعقد عملية التوقع أو التنبؤ للمستقبل؛
 - هناك العديد من البيانات والمعلومات الهامة التي يجب أن يتضمنها نظام الإنذار المبكر للأزمات المالية والاقتصادية ويصعب الحصول عليها نظرا إما لعدم توفرها أو لسريتها أو لعدم القدرة على تكميمها؛
 - تعتبر ظاهرة "العدوى المالية" من أهم الظواهر الحديثة التي تمثل تحديا كبيرا عند تصميم نظام الإنذار المبكر بالأزمات المالية في أي دولة، حيث أنه من الممكن أن تكون المؤشرات الاقتصادية للدولة سليمة ولكنها سرعان ما تتأثر بالعدوى المالية من دولة أخرى، وهو ما يجعل من دراسة أوضاع الاقتصاديات المجاورة أحيانا ضروري عند تصميم نظام للإنذار المبكر للأزمات؛
 - تعتبر العدوى وانتقال آثار الأزمات ظواهر إقليمية، وقد يغني استعمال التسهيلات المالية والإقليمية، بالإضافة إلى التسهيلات الدولية عن الحاجة إلى اللجوء إلى ترتيبات أخرى مؤقتة ليست مضمونة في كل الأحوال. كما أن الإنذار المبكر بالأزمات المالية والحركة السريعة لتجنبها يمكن أن يكون أقل صعوبة على المستوى الإقليمي، والدعوة لاتخاذ الإجراءات الوقائية يمكن أن تكون أكثر شرعية؛

- علاج الأزمات واحتوائها مرهون بتدخل الدولة، من خلال تنظيم عمل الاقتصاد على النحو الذي يسمح له بتجاوز أزماته، ويمنع حصول تقلبات في نشاطه؛
- يظهر من خلال تتبع التطور التاريخي للأزمات المالية أن التنظيم والرقابة يأتیان دائماً بعد حدوث الأزمة، والملاحظ أيضاً التراجع عن تلك الإجراءات التنظيمية والوقائية بمجرد زوال الأزمة مما أدى إلى تكرار الأزمات وبالتالي عدم وجود وقاية حقيقية. وفي معظم الأحوال تتم معالجة الجوانب الفنية المسببة للأزمة وتجاهل الجانب الهيكلي والتنظيمي؛
- أثبتت الأزمة المالية العالمية أن النظام الاقتصادي القائم على اقتصاد السوق لم يعد قادراً على احتواء التغيرات التي طرأت على الاقتصاد العالمي، وأن الإجراءات التي اتبعتها الدول المتقدمة ما هي إلا مسكنات مؤقتة، لا تقضي على جذور الأزمات المالية، والتي تعود في جوهرها إلى أسس وآليات عمل نظام التمويل التقليدي والاختلالات الكامنة فيه؛
- قد يكون تبني نظام التمويل الإسلامي هو الحل والبديل لنظام التمويل التقليدي. الأمر الذي يضع النظام المالي الإسلامي بكل مؤسساته وكل القائمين عليه أمام تحد كبير، ويلزمهم بتطوير منتجاته وأدواته المالية وتكوين العنصر البشري المؤهل الذي يجمع بين الخبرات والمعارف النظرية والفنية والمعارف الشرعية، وجعله نظاماً مالياً يرقى إلى مستوى تطلعات المجتمع الدولي.

ثانياً، التوصيات:

- تأسيساً على ما سبق، وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة، يمكن تقديم جملة من التوصيات التي تتوجه بها الباحثة إلى المسؤولين وأصحاب القرار من أجل تبني إستراتيجية للاستفادة من مزايا العولمة المالية، وفي الوقت نفسه الوقاية من الأزمات لأن المتضرر الأول والأخير من كل ما يحدث هم الفقراء أفراداً أم دول.
- إن تعرض النظام المالي والنقدي الدولي لأزمات مالية وفشل الخطط المالية والاقتصادية لاحتوائها، يؤكد ضرورة إجراء إصلاحات عميقة على النظام المالي العالمي وإعادة النظر في مؤسساته، إذ من التهور ترك النظام المالي الدولي المعولم اقتصادياً ومالياً دون أن تصاحبه معايير ضبط دولية، وهنا تظهر حاجة ملحة إلى معمار مالي جديد أكثر انضباطاً وعدالة يراعي مصالح البلدان المتقدمة والنامية على السواء؛
- ضرورة تقوية الأنظمة المصرفية في البلدان المتقدمة والنامية على السواء، والتحكم في الائتمان المصرفي وتوجيهه إلى الاستثمارات الحقيقية التي يصاحبها إنتاج وتبادل فعليين، والحد من القروض غير المنتجة كالقروض الاستهلاكية والقروض العقارية، مع التأكد من ملاءة المقترضين، والحد من منح الضمانات الضمنية، وخاصة منها الحكومية. إلى جانب ضرورة رفع احتياطات البنوك في مراحل الاستقرار والرخاء تحسباً لأي أزمات؛

- تفادي التذبذبات الكبيرة في معدلات الفائدة، مع ضرورة التخلي عن نموذج التمويل القائم على السياسة النقدية التوسعية، والبحث عن حلول بديلة لها، بحيث تكون السياسة الائتمانية أكثر انتقائية وأكثر حذراً؛
- إعادة النظر في التشريعات والقوانين الرقابية والتنظيمية لقطاع العقار وإعادة هيكلته، كتطبيق معدلات فائدة ثابتة على قروض الرهن العقاري، أو السماح لها بالتقلب في حدود ضيقة جداً، إضافة إلى تفعيل دور الأسواق المالية فيما يتعلق بتمويل هذا القطاع، وتعزيز مبدأ الشفافية وتوفير البيانات المتعلقة به؛
- إدخال الأنظمة الرقابية والتشريعات اللازمة لتنظيم النشاطات المالية المتعلقة بالمشتقات المالية، وضبط عمليات التوريق وتفادي تعقيدها، والعمل على أن تكون هذه العملية لأصول عينية وليس لديون، مع إجبار البنوك التي تقوم بتوريق قروضها على التقدير الدقيق لحجم المخاطر على القروض الأولية، والاحتفاظ في ميزانيتها بجزء من الأوراق المالية المسندة لهذه القروض؛
- إعادة النظر في النماذج الإحصائية المستعملة من قبل البنوك في تقييم الأخطار في ضوء ما أفرزته أزمة الرهن العقاري، وتحسين أنظمة المعلومات بحيث تكون قادرة على تزويد إدارة البنك في وقت قصير بكل المعلومات حول الأخطار التي قد يتعرض لها. كما يجب إعادة الاعتبار لنموذج التسيير القائم على الخبرة وتفادي الاعتماد الكلي على النماذج الإحصائية والرياضية التي أثبتت محدوديتها في تجنب الأزمات المالية؛
- رغم أن نماذج الإنذار المبكر تعتبر أدوات ناقصة، فهي غالباً ما تصدر إشارات زائفة تنبأ بأزمات لا تحدث وتفوتها أزمات تقع بالفعل، إلا أنها مع ذلك توفر معلومات مفيدة. وعليه يجب النظر إلى نظم الإنذار المبكر، على أنها أداة واحدة من بين العديد من الأدوات لتحليل المخاطر الداخلية والخارجية، واستخدامها يجب أن يكون جزءاً من تحليل أوسع نطاقاً؛
- التسلسل في تحرير حساب رأس المال وتقديم الأولوية للاستثمارات الحقيقية سواء المحلية أو الأجنبية، مع السماح بالرقابة الوقائية والعلاجية على تحركات رؤوس الأموال بالتوازي مع التنفيذ المتسق للإصلاحات الهيكلية الموجهة لتعزيز سلامة النظام المصرفي والمالي المحلي، وأن يتم هذا التحرير بما يحقق للبلدان أكبر قدر من المنفعة وليس على حساب المزيد من البطالة والفقر؛
- ضرورة إخضاع وكالات التصنيف لعمليات التفتيش والتحقيقات، والفصل بين مهمة التقييم والاستشارة، إلى جانب تعزيز المنافسة في هذه السوق وتسهيل إجراءات الحصول على الاعتماد لوكالات جديدة، وبالتالي الحصول على تصنيفات ائتمانية دقيقة للمقترضين من الأفراد والمؤسسات. إضافة إلى تفعيل التشريعات الخاصة بحوكمة الشركات الخاصة والعامة، وخاصة ما تعلق بحوكمة المصارف؛
- الحد من تقلبات معدلات صرف العملات، وتحرير المعاملات من قيود الدولار وسيطرته على أغلب المعاملات، واستخدام سلة عملات مختلفة مستقرة، مع إعادة الاختبار الدوري لمدى ملائمة نظام سعر الصرف لحالة الاقتصاد الكلي المحلي واتجاهاته الدولية؛

- منع أساليب المضاربات قصيرة الأجل، كالبيع على المكشوف والشراء بالهامش، واتخاذ القرارات الإستراتيجية لتقوية أسواق المال، وتعديل التشريعات المنظمة لعمل البورصات بحيث لا تسمح بهذه التعاملات، مع ضرورة إصلاح النظام الرقابي والتنظيمي للمؤسسات المالية غير المصرفية، من خلال تقنين وتقييد نشاط المضاربين وصناديق التحوط وشركات التأمين وغيرها من المؤسسات المالية؛
- إقرار تعاون دولي للحد من وجود المناطق المالية الحرة والعمل على إزالة مواقع الملاذات الضريبية، للحد من نشاط صناديق التحوط؛
- إعادة توازن القوى في صندوق النقد الدولي من أجل جعله ممثل دولي ذو شرعية يؤدي دوره على أكمل وجه، مع تنظيم أفضل لتقسيم العمل بين صندوق النقد الدولي وبنوك بلدان الأزمة. كما ينبغي على صندوق النقد الدولي ومجموعة البنك الدولي والمؤسسات المالية الدولية الأخرى العمل على وضع وتنفيذ آليات أكثر فعالية من أجل الإنذار المبكر بالأزمات المالية؛
- ضرورة تفعيل دور الدولة وتدخّلها في كافة الجوانب الاقتصادية، وأن تعمل جنباً إلى جنب مع القطاع الخاص لتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، كما يجب أن تتدخل لعلاج واحتواء الأزمات في مراحلها الأولى، وألا تدعم سوى البنوك والشركات ذات الهياكل السليمة؛
- تشجيع التعاون والتكامل الاقتصادي الإقليمي فيما بين الدول خاصة النامية، والتوجه نحو تنسيق أكثر في سياساتها وإجراءاتها لمواجهة مشاكل العولمة والتصدي للأزمات وإدارتها، والعمل على إنشاء صناديق نقد إقليمية لمساعدة الدول في أوقات الأزمات؛
- العمل على تعبئة المدخرات المحلية للبلدان النامية، وإشراكها من خلال ممارسة حقوق عادلة للتصويت والمشاركة في اتخاذ القرارات؛
- إيلاء مزيد من التركيز لتدريس تاريخ الأزمات المالية لجميع المتعاملين في المجال المالي والمصرفي، كوكالات التصنيف ومديري المحافظ والمحاسبين والمدراء الماليين، وإعادة النظر في أحدث التطورات النظرية، لاستخراج الخصائص التي تميز معظم الأزمات المالية وأهم مؤشرات التعرض لها؛
- مساعدة العائلات الفقيرة وذات الدخل المتوسط عن طريق خلق فرص الشغل، وإحداث أنظمة للحماية الاجتماعية، وضمان حد الكفاية لكل فرد من المجتمع، وتفادي الوقوع في مصيدة المديونية بالنسبة للأفراد، عن طريق تحفيز الادخار وتشجيع البناء لمحدودي الدخل؛
- إرساء نظام اقتصادي إسلامي جديد للمستقبل، والعمل على تطويره ليرقى إلى مستوى تطلعات المجتمع الدولي، من خلال نشر وتشجيع المؤسسات المالية الإسلامية في مختلف البلدان وخاصة العربية، وتهيئة البيئة الملائمة لعملها لسد الفراغ الحادث في أنظمة الاستثمار والتمويل التقليدي، وذلك بأسس ومرتكزات نظرية أصلية، تعطي تفسيرات للظواهر الاقتصادية وتكون وصفة فعالة لحل المشاكل الاقتصادية، وبناء قاعدة

تنموية دائمة وتحقيق العدالة الاجتماعية، والعمل على الاستفادة من مجموع آليات وإجراءات الوقاية من الأزمات المالية المتبعة في نظام التمويل التقليدي وتكييفها بحيث تنسجم مع الأسس الفكرية والمتطلبات العملية للنظام المالي الإسلامي.

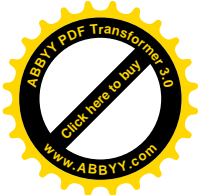
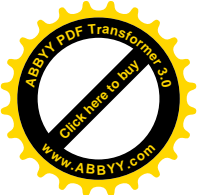
عموماً، كانت هذه بعض المقترحات حول السياسات والإصلاحات الواجب إتباعها لتجنب، قدر المستطاع، الوقوع في أزمات مالية قد تفضي إلى آثار وخيمة في كل البلدان وعلى كل المستويات، الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، وهذا قصد تقوية الاقتصاد حتى يكتسب المناعة ضد هذه الظاهرة، وتحقيق الاستقرار المالي العالمي الدائم الذي أصبح ضرورة دولية ملحة، باعتبار الطريق الوحيد لتحقيق نمو اقتصادي عالمي مستدام هو تحقيق الاستقرار في التمويل والاستثمار والإنتاج. لكن يبقى التساؤل المطروح هو ما مدى قدرة متخذي القرار على تجسيد هذه الإصلاحات في ظل اختلاف الآراء وتضارب المصالح؟ لأن الإنسان هو أساس كل تغيير، وبعدها سيكون من اليسير إرساء نظام مالي ومصرفي قوي وعادل في آن واحد. وخير دليل على ذلك قوله تعالى في محكم تنزيله: (إن الله لا يغير ما بقوم حتى يغيروا ما بأنفسهم) (سورة الرعد 11).

ثالثاً، آفاق الدراسة:

كغيرها من الدراسات والبحوث تحتاج هذه الدراسة جهوداً إضافية وخاصة مع ما يشهده العالم من تطورات وأحداث سريعة في ظل العولمة تجعل من احتمال التعرض لأزمة مالية أمراً وارداً في أية لحظة. إضافة إلى أن هناك العديد من الأسئلة التي لا تزال عالقة وتحتاج إلى إجابات متعمقة ولعل أهمها ما يلي:

هناك توجه جديد يعتبر أن أهم بديل للوقاية من الأزمات المالية هو إتباع نظام مالي إسلامي ونظامه المصرفي بدلا عن النظام التقليدي، كما سبق وأشرنا، والدعوة إلى ضرورة إعادة التفكير في آليات النظام الرأسمالي، فهل يمكن تقديم النظام المالي الإسلامي والصيرفة الإسلامية كحل جوهري وبديل اقتصادي ناجح لنموذج التمويل التقليدي الحالي؟

وفي الختام، الحمد لله أولاً وآخراً على نعمه ونسأله التوفيق والسداد



قائمة المراجع

أولاً، المراجع باللغة العربية:

I. الكتب:

- 1- أبوقحف، عبد السلام. الإدارة الإستراتيجية وإدارة الأزمات. الإسكندرية: الدار الجامعية الجديدة للنشر، 2003.
- 2- أرنولد، دانييل. تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم. تعريب عبد الأمير شمس الدين. لبنان: المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، 1992.
- 3- أحمد، عثمان بابكر، نظام حماية الودائع لدى المصارف الإسلامية. جدة: البنك الإسلامي للتنمية، 2000.
- 4- إ. بلجوك. الأزمات الاقتصادية للرأسمالية المعاصرة. تعريب محمد تقي عبد الحسي القزويني. موسكو: دار العلم للنشر، 1981.
- 5- ألبير، ميشيل. الرأسمالية ضد الرأسمالية. ترجمة حليم طوسون. القاهرة: مكتبة الشروق، 1995.
- 6- أدا، جاك. عولمة الاقتصاد من التشكل إلى المشكلات. ترجمة مطانيوس حبيب. لبنان: دار طلاس للترجمة والنشر، 1998.
- 7- القريشي، مدحت. تطور الفكر الاقتصادي. عمان، الأردن: دار وائل، 2008.
- 8- الخيضري، محسن أحمد. إدارة الأزمات: منهج اقتصادي إداري متكامل لحل الأزمات. القاهرة: مكتبة مدبولي، 1990.
- 9- الشحات، أحمد يوسف. الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا. مصر: دار النيل للطباعة والنشر، 2001.
- 10- العزاوي، محمد عبد الوهاب. خميس، عبد السلام محسن. الأزمات المالية، قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة. الأردن: إثناء للنشر والتوزيع، 2010.
- 11- الرملاوي، محمد سعيد محمد. الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2011.
- 12- المنذري، سليمان. السوق العربية المشتركة في ظل العولمة. القاهرة: مكتبة مدبولي للنشر، 1999.
- 13- الشراقوي، عبد الحكيم مصطفى. العولمة المالية وإمكانيات التحكم: عدوى الأزمات المالية. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2003.
- 14- الموسوي، ضياء مجيد. النظام النقدي الدولي. الجزائر: المؤسسة الجزائرية للطباعة، 1987.
- 15- النظرية الماركسية اللينينية. الاقتصاد السياسي للرأسمالية. ترجمة ماهر عسل. الاتحاد السوفياتي سابقاً: دار التقدم للنشر، 1972.
- 16- النقاش، غازي عبد الرزاق. التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية. عمان: دار الصفاء للنشر، 2002.
- 17- السويلم، سامي إبراهيم. أسلحة الدمار المالي الشامل. كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي. المملكة العربية السعودية: مركز أبحاث الاقتصاد الإسلام، جامعة الملك عبد العزيز، 2009.
- 18- الفتلاوي، كامل علاوي. مرزوق، عاطف لاني. العولمة ومستقبل الصراع الاقتصادي. عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع، 2009.
- 19- الملحم، أحمد عبد الرحمان. الكندري، محمود أحمد. عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق. الكويت: مجلس النشر العلمي، 2004.

- 20- النجار، إبراهيم عبد العزيز. الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي. الإسكندرية: الدار الجامعية، 2009.
- 21- السيفو، وليد اسماعيل. شلوف، فيصل مفتاح. جواد، صائب جواد إبراهيم. مشاكل الاقتصاد القياسي التحليلي: التنبؤ والاختبارات القياسية من الدرجة الثانية. عمان: الأهلية للنشر والتوزيع، 2006.
- 22- المجذوب، أسامة. العولمة والإقليمية - مستقبل العالم العربي في التجارة الدولية. القاهرة: الدار المصرية اللبنانية، 2001.
- 22- السعد، عبد الأمير. العولمة... مقارنة في التفكير الاقتصادي. سلسلة كتب المستقبل العربي (38)، "العولمة والنظام الدولي الجديد"، مركز دراسات الوحدة العربية، 2010.
- 23- الصديقي، سعيد. هل تستطيع الدولة الوطنية أن تقاوم تحديات العولمة. سلسلة كتب المستقبل العربي (38)، "العولمة والنظام الدولي الجديد"، مركز دراسات الوحدة العربية، 2010.
- 24- بيرك، جيمس. عندما تغير العالم. ترجمة ليلى الجبالي. الكويت: عالم المعرفة، 1994.
- 25- تقي الحسيني، عرفان. التمويل الدولي. عمان: دار مجدلاوي للنشر عمان، 1999.
- 26- حماد، طارق عبد العال. حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية. الإسكندرية: الدار الجامعية، 2009.
- 27- حماد، طارق عبد العال. التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك. الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 1999.
- 28- حماد، طارق عبد العال. المشتقات المالية - المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة. القاهرة: الدار الجامعية للنشر، 2001.
- 29- حسن عوض الله، زينب. العلاقات الاقتصادية الدولية. بيروت: مطابع الأمل، دت.
- 30- دويدار، محمد. مبادئ الاقتصاد الجزئي: الاقتصاد النقدي. الجزء الأول، بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية، 2001.
- 31- دواية، أشرف محمد. الأزمة المالية العالمية، رؤية إسلامية. القاهرة: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، 2009.
- 32- رزق، عادل محمد. الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية. القاهرة: دار طيبة، 2004.
- 33- زكي، رمزي. التاريخ النقدي للتضخم. الكويت: مطابع الرسالة، 1987.
- 34- زكي، رمزي. الاقتصاد السياسي للبطالة، تحليل لأخطر مشكلات الرأسمالية المعاصرة. الكويت: المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، أكتوبر 1998.
- 35- زلوم، عبد الحي يحيى. نذر العولمة: هل بوسع العالم أن يقول لا للرأسمالية المعلوماتية. عمان: المؤسسة العربية للدراسات والنشر، 1999.
- 36- شبرا، محمد عمر. الأزمة المالية العالمية. هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها. ترجمة رفيق يونس المصري، كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي. جدة، المملكة العربية السعودية: مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، 2009.
- 37- صالح سلام، عماد. إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبي: شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، 2002.
- 38- صقر، عمر. العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة. الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 2001-2000.

- 39- عطون، مروان. الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال. الجزء الثاني، الطبعة الثالثة. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 2005 .
- 40- عبد الرزاق سعيد، بلعباس. ما معنى الأزمة؟. كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي. جدة، المملكة العربية السعودية: مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، 2009.
- 41- عبد الفضيل، محمود. العرب والتجربة الآسيوية: الدروس المستفادة. بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية، 2000.
- 42- عطية، عبد القادر محمد عبد القادر. الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق. الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 2000.
- 43- عبد الحميد، عبد المطلب. العولمة الاقتصادية، منظماتها، شركاتها، وتداعياتها. مصر: الدار الجامعية للنشر، 2006.
- 44- عبد الحميد، عبد المطلب. الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، أزمة الرهن العقاري الأمريكية. الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 2009.
- 45- غنيم، أحمد. الأزمات المصرفية والمالية: الأسباب. النتائج. العلاج. د م ن: د د ن، 2005.
- 46- قنطجحي، سامر مظهر. ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية. دمشق: دار النهضة، 2008 .
- 47- سليمان، محمد مصطفى. حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري. الإسكندرية: الدار الجامعية، 2006.
- 48- محي الدين، عمرو. أزمة النمر الآسيوية. القاهرة: دار الشروق للنشر، 2000.
- 49- ملاك، وسام. الظواهر النقدية على المستوى الدولي: قضايا نقدية ومالية. لبنان: دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، 2001.
- 50- محارب، عبد العزيز قاسم. الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج. الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة، 2011.
- 51- محمود منصور، ممدوح. العولمة دراسة في المفهوم والظاهرة والأبعاد. الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003.
- 52- ماير، توماس. إس دوسنبري، جيمس. زد ألبير، روبرت. النقود والبنوك والاقتصاد. ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، أحمد بديع بليج. المملكة السعودية: دار المريخ للنشر، 2002.
- 53- نافع، إبراهيم. سعيد، عبد المنعم. أبو طالب، حسن. ما لذي يجري في آسيا؟. القاهرة: مركز الأهرام للترجمة والنشر، 1998.
- 54- هندي، منير إبراهيم. أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. الإسكندرية: منشأة المعارف، 1999.
- 55- هندي، منير إبراهيم. الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الإسكندرية: منشأة المعارف، 2002.
- 56- هندي، منير إبراهيم. الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق. الإسكندرية: منشأة المعارف للنشر والتوزيع، دت.
- 57- هندي، منير إبراهيم. الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني. الإسكندرية: منشأة المعارف للنشر والتوزيع، 2003.
- 58- ولعلو، فتح الله. نحن والأزمة الاقتصادية العالمية. الدار البيضاء: المغرب: المركز الثقافي العربي، 2009.
- 59- وداي العطية، عبد الحسين. الاقتصاديات النامية أزمات وحلول. عمان: دار الشروق للنشر، 2001.

60- يونس، محمود. اقتصاديات دولية. الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 2000.

II. الأطروحات والرسائل:

- 1- الفونس عريان حنا، أمير. "تصميم نظام للإنذار المبكر للأزمات الاقتصادية في مصر، بالاسترشاد بالأزمة الآسيوية والروسية". أطروحة للحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2005.
- 2- أوكيل. نسيم، "الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها (مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا)". أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008.

III. التقارير والنشريات:

- 1- الحمش، منير. "أوراق في الاقتصاد السياسي للأزمة الاقتصادية الراهنة". منشورات اتحاد الكتاب العرب، 1999.
- 2- السيد، مصطفى كامل. "أزمة الدول الصناعية الجديدة في شرق آسيا وقضية التنمية". كراسات التنمية، العدد الثاني. مركز دراسات وبحوث الدول النامية، جامعة القاهرة، جويلية 1998.
- 3- الفينش، محمد. "البلاد النامية والأزمات المالية العالمية، حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها". سلسلة محاضرات العلماء الزائرين رقم 17، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب البنك الإسلامي للتنمية، السعودية، 2000.
- 4- جبيلي، عبد العلي. كرامانكو، فيتالي. "اختيار نظم الصرف في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا". منشورات صندوق النقد الدولي، 2003.
- 5- صندوق النقد الدولي. "الأزمة والتعافي". أفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2009.
- 6- صندوق النقد الدولي. "الإسكان والدورة الاقتصادية". أفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2008.
- 7- صندوق النقد الدولي. الضغط المالي الهبوط الاقتصادي والتعافي. أفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 2008.
- 8- صندوق النقد الدولي. "الحفاظ على التعافي"، أفاق الاقتصاد العالمي. أكتوبر 2009.
- 9- صندوق النقد الدولي. "إحصاءات الدين الخارجي: مرشد لمعديها ومستخدميها". واشنطن، الولايات المتحدة: 2003.
- 10- محي الدين، عمرو. "ماذا حدث في شرق وجنوب شرق آسيا؟ تحليل لأزمة العملات وأسواق المال في هذه الدول: سماتها، أسبابه، نتائجها". كراسات التنمية، العدد الثاني. مركز دراسات وبحوث الدول النامية، جامعة القاهرة، جويلية 1998.
- 11- النشرة الاقتصادية لمجموعة سامبا المالية، الرياض، المملكة العربية السعودية، أبريل 2011.
- 12- التقرير السنوي للبنك الدولي 2009.
- 13- "النظام المالي الإسلامي والصيرفة: البديل الممكن في أعقاب الأزمة المالية العالمية، الجزء الأول". تقرير منظمة المؤتمر الإسلامي، حول: "الأزمة المالية العالمية لعام 2008-2009". مركز الأبحاث الاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية، جوان 2009.
- 14- المنتدى البيئي الوزاري العالمي للأمم المتحدة. "العولمة، وخدمات النظم الإيكولوجية والرفاه البشري". الدورة الرابعة والعشرون لمجلس الإدارة. نيروبي، 5-9 فيفري 2007.
- 15- "تمكين السكان الريفيين الفقراء من التغلب على الفقر: مستوى الاحتياطي العام". تقرير الصندوق الدولي للتنمية الزراعية، نوفمبر 2010.

IV. المجالات:

- 1- أورتيز مارتينيز، غيليرمو. "ماهي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا؟". مجلة التمويل والتنمية. صندوق النقد الدولي، جوان 1998.
- 2- أي، خور هوى و زيونج، كي روى. "آسيا منظور عن أزمة الرهونات دون الممتازة". مجلة التمويل والتنمية. المجلد 45، العدد 2. صندوق النقد الدولي، جوان 2008.
- 3- إرموسيو، بريندا جونثاليث. "استنباط مؤشرات لتوفير إنذار مبكر بالأزمات المصرفية". مجلة التمويل والتنمية. صندوق النقد الدولي، جوان 1999.
- 4- أشنجرين، باري و موسى، مايكل. "صندوق النقد الدولي وتحرير حساب رأس المال". مجلة التمويل والتنمية. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 1998.
- 5- التوني، ناجي. "الأزمات المالية". جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية الاقتصادية العربية، العدد 29. ماي 2004.
- 6- بن بلغيث، مداني. "التوافق المحاسبي الدولي- المفهوم، المبررات والأهداف". مجلة الباحث، عدد 4. 2006.
- 7- بلواني، أحمد مهدي. "هايمان منسكي: ماذا يمكن أن يستفيد الاقتصاديون المسلمون من أفكاره؟". مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد 24، العدد الأول. 2011.
- 8- بوراس، أحمد. "العولمة والأسواق المالية في الدول النامية". مجلة العلوم الإنسانية، العدد 17. جامعة قسنطينة، جوان 2001.
- 9- بسويبي، علياء. "مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات المصرفية مع التطبيق على بعض الدول العربية ذات الاقتصاديات المتنوعة". مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المجلد 12، عدد 2. جوان 2010.
- 10- تيتماير، هانز. "تطوير التعاون والتنسيق في الإشراف على الأسواق المالية". مجلة التمويل والتنمية. صندوق النقد الدولي، سبتمبر 1999.
- 11- تيتماير، سيم و تيلور، مايكل. "نحو معيار مصرفي عالمي جديد - مقترحات لجنة بازل-". مجلة التمويل والتنمية. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2000.
- 12- تانزي، فيتو. "التحول الاقتصادي والدور المتغير للحكومة". مجلة التمويل والتنمية. صندوق النقد الدولي، جوان 1999.
- 13- جونستون، باري. "تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال". مجلة التمويل والتنمية. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 1998.
- 14- جبار، محفوظ. "العولمة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة". مجلة العلوم الإنسانية، عدد 7. جامعة باتنة: ديسمبر 2002.
- 15- جونستون، باري. "تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال". مجلة التمويل والتنمية. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 1998.
- 16- جروب، رينت و كوستيال، كريستينا. "الاستثمار الأجنبي المباشر وإيرادات الضرائب، التوافق أم التنافس الضريبي؟". مجلة التمويل والتنمية. جوان 2001.
- 17- جمال الخطيب، شذا. "الأزمة المالية والنقدية في دول جنوب شرقي آسيا". مجلة دراسات إستراتيجية. مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، 2001.

- 18- جونستون، باري. "تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال". *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 1998.
- 19- جونسون، سيمون. "صعود صناديق الثروات السيادية". *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2007.
- 20- جويتان، مانويل. "كيف تدار التدفقات العالمية لرؤوس الأموال". *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، جوان 1998.
- 21- حشاد، نبيل. "الوقاية خير من العلاج - كيف تدير الأزمات المالية؟". *مجلة البنوك*، العدد 24. مارس - أبريل 2000.
- 22- حسين، رحيم. "الإطار الفكري والمؤسسي للعمولة الاقتصادية: من كينز إلى ستيجليتز". *مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا*، العدد 5. جامعة الشلف، جانفي 2008.
- 23- دادوشي، يوري و داستجوتا، ديباك و راثا، ديليب. " دور الديون قصيرة الأجل في الأزمة الأخيرة ". *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2000.
- 24- دود، راندال و ميلز، بول. " تفشي المرض، عدوى الرهونات عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية ". *مجلة التمويل والتنمية*، مجلد 45، عدد 2. صندوق النقد الدولي، جوان 2008.
- 25- دود، راندال. "الرهونات العقارية مجسات أزمة". *مجلة التمويل والتنمية*، مجلد 44، عدد 4. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2007.
- 26- ديسكينج، كريستينا. " الدين مهما كان فهو أكثر مما ينبغي؟ ". *مجلة التمويل والتنمية*، المجلد 39، عدد 4. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002.
- 27- داس، أديبيرس و كوينتين، مارك مايكل وتاييلور. "ضرورة استقلال جهات التنظيم المالي". *مجلة التمويل والتنمية*، مجلد 39، عدد 4. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002.
- 28- زكي، رمزي. "المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية"، *مجلة دراسات اقتصادية*، العدد 2. الجزائر: مؤسسة ابن خلدون للدراسات الإنسانية، 2000.
- 29- ستزين، بول. " التكامل والاعتماد المتبادل والعمولة ". *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، جوان 2001.
- 30- ساورينا، جيزوس. "العمل المصرفي على الطريق الصحيح". *مجلة التمويل والتنمية*، مجلد 45، العدد 2. صندوق النقد الدولي، جوان 2008.
- 31- شارما، سونيل. "تحدي التنبؤ بالأزمات الاقتصادية". *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، جوان 1999.
- 32- سلمان، حيان. "دور الدولة الاقتصادي واقتصاد السوق". *مجلة الاقتصاد والنقل*، العدد 2. كانون الثاني 2005.
- 33- غيتان، مانويل. "تأثير التدفقات المالية العالمية على السياسات الاقتصادية". *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، مارس 1999.
- 34- قدي، عبد المجيد. "الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية". *مجلة بحوث اقتصادية عربية*، العدد 46. القاهرة: ربيع 2009.
- 35- قندح، علي. " الأزمة المالية العالمية .. الجذور وأبرز الأسباب والعوامل الخفية ". *مجلة إتحاد المصارف العربية*، العدد 335. بيروت، لبنان: أكتوبر 2008.

- 36- كودرس، لورا. " أزمة ثقة... وأكثر من ذلك". *مجلة التمويل والتنمية*، مجلد 45، عدد2. صندوق النقد الدولي، جوان 2008.
- 37- كاروانا، حاتم، نارين، أديتيا. "استخدام مزيد من الأموال في العمل المصرفي". *مجلة التمويل والتنمية*. مجلد45، عدد 2. صندوق النقد الدولي، جوان 2008.
- 38- كيريه، بينو و بيزاني فيري، جان. "قضية الإهمال بحسن نية للعمل على استقرار سعر الصرف". *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، سبتمبر 1999.
- 39- كيلر، كريستيان. روزنبرج، كريستوف. روبيني، نوريل. سيتسر، وبراد. "أهمية بيانات الميزانية في تحاشي الأزمات". *مجلة التمويل والتنمية*، مجلد39، عدد4. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002.
- 40- كوزي، م. ايهان وآخرون. "العولمة المالية فيما وراء لعبة القاء اللوم". *مجلة التمويل والتنمية*، مجلد 44، عدد1. صندوق النقد الدولي، مارس 2007.
- 41- لوكونجا، إينوتو. "الخروج من العاصفة". *مجلة التمويل والتنمية*، مجلد39، عدد4. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002.
- 42- لوبيز مخيا، أليخاندرو. "التدفقات الضخمة لرأس المال: الأسباب والتأثير ورد فعل السياسة". *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، سبتمبر 1999.
- 43- م. باوتون، جيمس. "هاري ديكستراويات وصندوق النقد الدولي". *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، سبتمبر 1998.
- 44- مفتاح، صالح. "العولمة المالية"، *مجلة العلوم الإنسانية*، عدد 7. جامعة بسكرة، جوان 2002.
- 45- ميشر، ديباك ا و مودي، أشوكا و مرشد، أنتوانيني. "تدفقات رؤوس الأموال الخاصة والنمو"، *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، جوان 2001.
- 46- ملدر، كريستيان. "تقييم المخاطر: تحديد مكان التعرض للمخاطر المالية مفتاح الوقاية من الأزمات". *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002.
- 47- ملدر، كريستيان. "عين العاصفة -يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدابير الحل". *مجلة التمويل والتنمية*، المجلد 39، عدد 4. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002.
- 48- نايت، مالكولم. "الدول النامية والتي تمر بمرحلة انتقال تواجه العولمة المالية". *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، جوان 1999.
- 49- نصولي، صالح م. راشد، منير. "تحرير حساب رأس المال في جنوبي البحر المتوسط". *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، ديسمبر 1998.
- 50- هيوبيل و برادان، محمود. "التحرر المالي في أفريقيا وآسيا"، *مجلة التمويل والتنمية*. صندوق النقد الدولي، جوان 1997.
- 51- صالح، صالح. "إصلاح صندوق النقد الدولي وتضمن دوره في مواجهة التحديات الحالية والمستقبلية". *دورية دراسات اقتصادية*، العدد الأول. 1999.
- 52- "صوت أكبر في الصندوق". *مجلة التمويل والتنمية*، مجلد 45، عدد 2. صندوق النقد الدولي، جوان 2008.

V. الملتقيات والمؤتمرات:

- 1- الخزرجي، ثريا. "الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة". المؤتمر العلمي الثالث حول: "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول -التحديات والآفاق المستقبلية. الأردن، جامعة الإسراء الخاصة وبالشراكة مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 28-29 أبريل 2009.
- 2- الشحادة، عبد الرزاق. البرغوثي، سمير إبراهيم. "ركائز الحوكمة ودورها في ضبط إدارة الأرباح في البيئة المصرفية في ظل الأزمة المالية العالمية". الملتقى العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 3- الحلاق، سعيد. "الأزمة المالية العالمية ومعالجتها من منظور إسلامي". مؤتمر "تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية"، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جمهورية مصر العربية، أبريل 2009.
- 4- بقعة، الشريف. بوهزة، محمد. "بعض الآثار الاقتصادية والاجتماعية للعملة - حالة الجزائر-"، الملتقى الدولي الأول حول: "العملة وانعكاساتها على البلدان العربية". المركز الجامعي سكيكدة، 13-14 ماي 2001.
- 5- بلعوج، بوالعيد. جاب الخير، وردة. "من الأزمة المالية 1929 إلى الأزمة المالية 2008 مقارنة واستخلاص العبر". الملتقى الدولي حول: "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية". جامعة قسنطينة، 6-7 أبريل 2009.
- 6- بن رجم، محمد خميسي. "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها". الملتقى العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية". جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 7- خريوش، حسن علي. "العملة وانعكاساتها على الأسواق المالية العربية: حالة الأردن". الملتقى الدولي الأول حول: "العملة وانعكاساتها على البلدان العربية"، جامعة سكيكدة، 13-14 ماي 2001.
- 8- حمادو، بن نعمون. "طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008". الملتقى العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية". جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 9- دردور، أسماء. بن الزاوي، نسرين. "الأزمة المالية الحالية ومستقبل العملة المالية". الملتقى العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية". جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 10- عطوي قارة علي، سميرة. "الأزمة المالية فرصة لتعزيز التمويل الإسلامي". الملتقى الدولي حول: "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 06-07 أبريل 2009.
- 11- صافي، وليد أحمد. "الأزمة المالية العالمية 2008 طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي". الملتقى الدولي الثاني حول: "لأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية". جامعة خميس مليانة، 5-6 ماي 2009.
- 12- عبد الحليم عمر، محمد. "قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية". ندوة حول: "الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على اقتصاديات العربية"، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، 11 أكتوبر 2008.
- 13- شريقي، عمر. "دور وأهمية الحوكمة في استقرار النظام المصرفي". الملتقى العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 14- عبد اللاوي، عقبة. جوادي، نور الدين. "الأزمات المالية سجال التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي". المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي". عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر، 2010.

- 15- كورتل، فريد. رزيق، كمال. " الأزمة المالية: مفهومها ،أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية". المؤتمر العلمي الثالث حول: "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول - التحديات والأفاق المستقبلية-". الأردن، جامعة الإسراء الخاصة بالاشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 28-29 أبريل 2009.
- 16- كورتل، فريد. "الأزمة المالية العالمية: التنبؤ بالأزمة، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهتها". الملتقى الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية". جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 17- كورتل، فريد. "الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية". مؤتمر حول: "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي". جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009.
- 18- محيرق، فوزي. عبد اللاوي، عقبة. "مصيصة السيولة الكينزية كأحد حلول الأزمة.. بين وصمة من انتكاس رأسمالي ووصفة من طرح إسلامي". الملتقى الدولي الثاني حول: "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية. جامعة خميس مليانة، 5-6 ماي 2009.
- 19- مفتاح، صالح. معارفي، دليلة. " قراءة في الأزمة المالية العالمية رؤية شرعية إسلامية". الملتقى الدولي حول: " أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية". جامعة قسنطينة، 6-7 أبريل 2009.
- 20- بوفليح، نبيل. الحرسي حميد، عبد الله. " التمويل الإسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية". الملتقى الدولي حول "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية". قسنطينة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، 06-07 أبريل 2009.
- 21- زايري، بلقاسم. "الأزمة المالية الدولية رؤية على ضوء النظام المالي الإسلامي والنظام الوضعي". الملتقى الدولي الأول حول: "الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل". المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011.

VI. المنشورات الإلكترونية:

- 1- أبو الفتوح علي الناقه، أحمد. "قياس أثر المستوى العام للأسعار والأرصدة الحقيقية على سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي في ضوء المسلمات الأساسية للاقتصاد الإسلامي". المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى
www.kantakji.com/fiqh/files/.../16102.doc. visité le 12/03/2012
- 2- البيلاوي، حازم. "الأزمة المالية العالمية الحالية محاولة للفهم".
http://www.siironline.org/alabwab/monawat(28)/333.ht visité le 2009/11/25
- 3- الشربيني، محمود مصطفى. "نظرية المباريات Game Theory". قسم التحليل الكمي،
http://alanbarun.forumarabia.com/t223-topic visité le 20/02/2012
- 4- "الأزمة المالية: مدلولاتها بالنسبة للبلدان النامية".
http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC,~theSitePK:469372,00.html
visité le 12/10/2010
- 5- "التمويل المنظم: مسرد مصطلحات عملية التوريق".
www.kantakji.com/fiqh/Files/Dictionaries/32.pdf.
visité le 22/10/2010
- 6- البختاوي، حسين. "السياسة النقدية في تحليل التوقعات العقلانية".
http://econ.to-relax.net/t519-topic
visité le 15/02/2012

- 7- حبيقة، لويس. "كيف يمكن تنشيط حركة رؤوس الأموال إلى الدول النامية؟". الأهرام الاقتصادي، 30 ديسمبر 2002، العدد 1773. <http://ik.ahram.org.eg/IK/ahram/2002/12/30/MAKA1.HTM> visité le 20/11/2008
- 8- وستن، مرغريت. "تمويل الإسكان والاستقرار المالي، عودة إلى الأسس؟". تقرير الاستقرار المالي العالمي، أبريل 2011. www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/gfsr/2011/01/pdf/pressa.pdf visité le 16/12/2011
- 9- طالب، عوض. أثر التقلبات المالية الدولية على أسواق الدول النامية". المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية. www.ju.edu.jo/Resources/الازمة%20المالية.pdf visité le 10/04/2012
- 10- علوش، إبراهيم. "نحو فهم منهجي للأزمة المالية العالمية". <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/FE3852AF-FB9E-4E4C-8537-F4EB34C27B17.htm> visité le 25/02/2009.
- 11- تقرير الاستقرار المالي العالمي، "ملخص واف"، عدد أبريل 2011، www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/gfsr/2011/01/pdf/suma.pdf. visité le 16/12/2011

ثانياً، المراجع باللغة الأجنبية:

I. Les ouvrages:

- 1- Aglietta, Méchel. **Macroéconomie Financière -2.Crises Financières et Régulation Monétaire**, 4^{ème} édition. Paris : La Découverte, 2005.
- 2- Boyer, Robert. Dehove, Mario & Plihon, Dominique. **Les Crises Financières**. Paris : Edition La Documentation française, 2004.
- 3- Bourguinat, Henri. **Finance Internationale**. Paris : Presse Universitaire de France, 1999.
- 4- Bourbonnais, Regis. **Econométrie**, 4^{ème} Edition. Paris : Dunod, 2002.
- 5- Combe, François. Lepinat, Thibaut. **Problèmes Monétaires et Financiers Internationaux**. Paris : Edition Gualino, 2004.
- 6- D'agostino, Serge. **La Mondialisation**. Paris :Edition Breal, 2002.
- 7- De Boissieu, Christian. **Les Systèmes Financiers : Mutation, Crises et Régulation**, 2^{ème} édition. Paris : Edition Economica, 2006.
- 8- Drouin, Méchel. **Le Système Financier International**. Paris : Armand Colin, 2001.
- 9- Davanne, Olivier. **Instabilité du Système Financier International**. Paris : La Documentation Française, 1998.
- 10- Isard, Peter, **Globalization and the International Financial System, What's Wrong and What Can Be Done**. United Kingdom: Cambridge University Press, 2004.
- 11- Jegourel, Yves. **Les Produits Financiers Dérivés**. Paris : Edition la Découverte, 2005.
- 12- Krugman, Paul R. Obstfeld, Maurice. **Economie internationale**, 4^{ème} édition. Paris : Edition De Boek, 2003.
- 13- luc, Jean & Autre. **Economie Monétaire et Financière**. Paris : Edition Bréal, 2000.
- 14- Le Page, Jean-Marie. **Crises Financières Internationales Et Risque Systémique**. Paris: Edition De Boeck, 2003.
- 15- Pavoine, Jacques. **Les Trois Crises du xx^e siècle**. Paris : Edition Ellipses, 1994.
- 16- Plihon, Dominique. **les Enjeux de la Globalisation Financière, Mondialisation au Delà des Mythes**. Alger : Edition Casbah, 1997.
- 17- Quin, Claude. **Idées Neuves pour Sociétés en Crise**. Paris : Edition Sociales, 1990.
- 18- Rosier, Bernard. **les Théories des Crises Economiques**, 5^{ème} édition. Paris : Edition La Découverte, 2003.
- 19- Teulon, Frédéric. **Croissance, Crise et Développement**, 8^{ème} édition. Paris : Presses Universitaires de France, 2006.

II. Les thèses:

- 20- Nehme El Ahmar, Eliane. " Libéralisation Financière et Fragilisation Bancaire dans les Pays Emergents : Cas de la crise Asiatique". Thèse Doctorat, Droit-Economie-Sciences Sociales, Discipline : Sciences de Gestion, Université Panthéon-Assas Paris II. 2003.
- 21- Zouari, Samir. "Modèles des crises financières, indicateurs de vulnérabilité et implication du secteur bancaire dans la crise asiatique de 1997-1998 ". Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université Panthéon-Assas, Paris II. 2005.

III. Revues & périodiques:

- 1- Adrian, Tobias. Song Shin, Hyun. " Liquidité et Contagion Financière ". **Revue de la Stabilité financière**, N° 11. Banque de France, Février 2008.
- 2- Ayadi, Mohamed & Boudhina, Riadh & Autres. " La Contagion de la Crise Asiatique :Dynamique de Court Terme et de Long Terme ". **Revue Economie Internationale**, N° 105. 1^{er} Trimestre, Paris, 2006.
- 3- Adda, Jacque. "Comment la Finance est Devenue Folle". **Alternatives Economiques-Hors Série Poche**, N° 38. Avril 2009.
- 4- Brana, Sophie & Lahet, Delphine. "La Propagation des Crises Financières dan les Pays Emergents: La Contagion Est-Elle Discriminante?". **Revue Economie Internationale**, N° 103, 3^{ème} Trimestre. Paris, 2005.
- 5- Cartapanis, André. "Le Déclenchement des Crises de Change : Qu'avons-nous Appris Depuis Dixans?". **Revue Économie Internationale**, N° 97. 2004.
- 6- Chavagneun, Christian. "Etats-Unis :le Pays de L'insécurité Sociale". **Alternatives Economique-Hors Serie Poche**, N° 38. Avril 2009.
- 7- Clerc, Laurent. " Valorisation et stabilité fi nancière". **Revue de la Stabilité Financière**, Banque de France, N° 12. Octobre 2008.
- 8- Daniel, Garrigue." Les Fonds Souverains, Révélateurs de nos Propres Faiblesses". **Assemblée Nationale**. 2008.
- 9- Dodd, Randall & Mills, Paul. "Crise hypothécaire : effet de contagion". **Finances & Développement**. Juin 2008.
- 10- Dodd, Randall." Subprime : topographie d'une crise", **Finances & Développement**. Décembre 2007.
- 11- Flood, Robert P & Garber, Peter M. "Collapsing exchange rate regimes: some linear examples". **journal of International Economics**, vol. 17. 1984.
- 12- Flood, Robert & Marion, Nancy. "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature". **Journal of International Economics**. September 1998.
- 13- Fugain, Clémence. "un an de crise". **le Journal Des Finances**, N° 6300. Août 2008.
- 14- Fourgous, Jean-Michel & Dassault, Olivier. " Sortie de Crise, capitalisme et fonds souverains". **Assemblée Nationale**. Avril 2009.
- 15- Kaminsky, Graciela L & Reinhart, Carmen M. "The twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems". **The American Economic Review**, Vol 89, N° 3. June, 1999.
- 16- Lahet, Delphine. "L'occurrence d'une crise financière dans un modèle de troisième génération". **Revue française d'économie**, Volume 16, N° 2. 2001.
- 17- Lechyper, Emmanuel. "Que Vaut Encore Le Dollar?". **L'Expansion**, N° 731. Juin 2008.
- 18- Moatti, Sandra. "La Croissance à Crédit". **Alternatives Economiques-Hors Série Poche**, N° 38. Avril 2009.
- 19- Sand-Zantman, Alain. "La Fin De L'American Dream". **Revue de l'OFCE**, N° 101. Avril 2007.

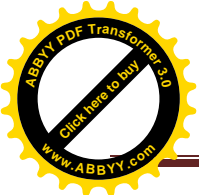
- 20- Sorbe, Stéphane. "Éclatement de la bulle sur le marché immobilier américain". Éditeur Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, Direction générale du Trésor et de la Politique économique, TRÉSOR-ÉCO, N° 40. Juillet 2008.
- 21- Sorbe, Stéphane. "Saisies immobilières aux États-Unis et pertes des institutions financières". Éditeur Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi Direction générale du Trésor et de la Politique économique, TRÉSOR-ÉCO, N° 57. Mai 2009.

IV. Documents de travail :

- 1- Dehove, Mario. "Crises Financières Deux ou Trois Choses que nous Savons d'elles: Que Nous Apprenons L'Approche Statique Des Crises Financières". **Document de Travail**. Conseil D'analyse Economique, Avril 2003.
- 2- Drazen, Allan. " Political Contagion in Currency Crises". **NBER Working Paper 7211**. Cambridge, July 1999.
- 3- Gorton, Gary B. "The Subprime Panic". **NBER Working Paper Series**. October 2008
- 4- Sapir, Jacques. "La crise Financière Russe d'Août 1998, Tournant de la Transition en Russie?". **Document de Travail** 01-1 CEMI (EHES). Mai 2001.
- 5- Masson, Paul R. "Multiple Equilibria, Contagion And The Emerging Market Crises". **IMF Working Paper**. Washington, D.C. 20431, August 1999.
- 6- Santor, Iric. "Banking Crises and Contagion : Empirical Evidence". **Working Paper**. Bank of Canada, 2003.
- 7- Van Rijckeghem, Caroline & Weder, Beatrice. "Spillovers Through Banking Centers: A Panel Data Analysis of Bank Flows". **IMF Working Paper**. July 2001.

V. Rapports:

- 1- Artus, Patrick , Betbèze, Jean-Paul, De Boissieu, Christian & Capelle-Blancard, Gunther. " La Crise des Subprimes". Rapports du Conseil d'Analyse Economique. Paris : La Documentation Française, 2008
- 2- Aglietta, Michel. "Le Prêteur en Dernier Ressort International et la Réforme du FMI". En "Crises de la Dette : Prévention et Résolution". **Rapport du Conseil d'Analyse Economique**, N° 43. Paris : la Documentation Française, 2003.
- 3- Agleitta Michel & Rigot Sandra. " Le Rôle Spécifique des Hedge Funds dans la Transmission du Risques Systémique : une Contribution au Débat Réglementaire". Rapports du Conseil d'Analyse Economique sur : " La Crise des Subprimes". Paris : Documentation Française, 2008.
- 4- Berg, Andrew & Pattillo, Catherine. "L'art difficile de prévoir les crises économiques". **Dossiers Economiques**. Fonds monétaire international, Juillet 2000
- 5- Coudert, Virginie. "Régimes de Change et Crises: Les Taux de Change Fixes Sont-ils Injustement Suspectés?". Contribution au Rapport du Conseil D'analyse Economique Sur Les Crises Financières. Banque de Finance et Université de Paris13, CEPN. Février 2004
- 6- Cailleateau, Pierre & Vidon, Edouard. "La Dynamique des Crises Financières Internationales: Quelques Enseignements". **Bulletin de La Banque de La France**, N°64. Avril 1999.
- 7- Dornbusch ,Rudiger, Park, Yung Chul & Claessens, Stijn. "Contagion: Understanding How It Spreads". **The World Bank Research Observer**, vol. 15, N° 2. August 2000.
- 8- Finger, K.Michael & Schuknecht, Ludger. "Commerce, Finance et Crises Financières". Organisation Mondiale du Commerce, 1999.



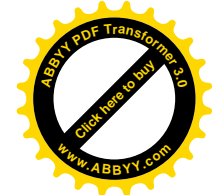
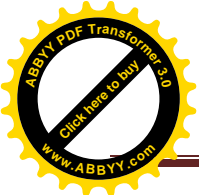
- 9- Forbes, Kristin & Rigobon, Roberto. "Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues". in the Conference "International Financial Contagion: How it Spreads and How it Can Be Stopped". Boston: Kluwer Academic Publishers, 2000.
- 10- Marcus, Vincent. "Crises des Paiements :une Perspective Historique, 1980-2002 ". **Rapport du Conseil d'Analyse Economique** : "Crises de la Dette : Prévention et Résolution". Paris : Edition la Documentation Française, 2003.
- 11- Plihon, Dominique." Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale". **Cahiers français** Sur : " Crise mondiale et marchés financiers". N° 289. Janvier-Février 1999.
- 12- Paulo, Sébastien. "L'Europe et la Crise Economique Mondiale". **publications de La Fondation Robert Schuman**. Avril 2011.
- 13- Romey, Carine & Drut, Bastien. " une Analyse de la Notation sur le Marché des RMBS «Subprime» aux Etats-Unis". **Rapport** sur "Risques et Tendances", N° 4 . FMI, Janvier 2008.
- 14- Wyplosz, Charles. "Un Préteur en Dernier Ressort Mondial?". **Rapport du Conseil d'Analyse Economique** : "Crises de la Dette : Prévention et Résolution". Paris : Edition la Documentation Française, 2003.
- 15- International Monetary Fund. World Economic Survey. 1998
- 16- International Monetary Fund. "Durable Financial Stability – Getting There From Here". **Global Financial Stability Report**. April 2011.
- 17- International Monetary Fund. " Tensions from the Two-Speed Recovery Unemployment, Commodities, and Capital Flows". **World Economic Outlook**. April 2011.
- 18- International Monetary Fund. "Report for Selected Countries and Subjects". [World Economic Outlook Database. April 2009.](#)

VI. Séminaires:

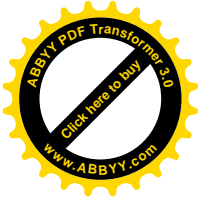
- 1- Cartapanis, André & Gilles, Philippe. "Prévention et Gestion Des Crises Financières Internationales : Une Analyse Rétrospective De H. Thorenton". Conférence Internationale sur : " Le Préteur En Dernier Ressort : Expériences, Analyse, Controverses". Paris, Centre d'Economie et de Finances Internationales, CNRS- Université de la Méditerranée, Aix-Marseille II, 23-24 septembre 2002.
- 2- Djebbar, Mahfoud. " Predicting Financial Crises: Myth and Reality". Recueil de Communications du Colloque International Sur : "La Crise Financière et Economique et Gouvernance Mondiale". Algérie, Sétif, Université Farhat Abbas, 20 - 21 Octobre 2009.
- 3- Ksaier, Ahmed. "Essai d'Elaboration d'un Système Préventif de Crise de Change". Séminaire Doctoral du Gdiemma. Organisé par le CEMAFI, Université de Nise sophia Antipolis, 25-26 Mars 2004.

VII. Les ouvrages électroniques :

- 1- Aloui, Chaker & Hela, Fessi. "Intégration Financière et Vulnérabilité: Analyse du Phénomène de Contagion des Crises Financières: Cas de la Crise Asiatique de 1997". Publication de L'International Finance Group-Tunisia. www.fsegn.rnu.tn/.../Ch%20Aloui%20%20et%20H%20Fessi.pdf . visité le 11/03/ 2010
- 2- Bogaert, Henri. "La crise financière et ses effets sur l'économie belge : premiers constats et perspectives ". Rapport au Parlement, Commission du Secteur privé, de la Politique Scientifique, de l'Enseignement, des Institutions Scientifiques et Culturelles Nationales, des Commerçants et de l'Agriculture de la Chambre des Représentants. 7 janvier. 2009. http://www.plan.be/admin/uploaded/200901151649150.2661_final.pdf. visité le 19/03/09.



- 3- Blot, Christophe & Autres. "La Finance Mondiale Discréditée". Revue de l'OFCE, N° 105. 2008 \2, PP. 285-286. <http://www.cairn.info>. visité le 20/05/2009.
- 4- Elise Marais. "La Contagion Financière : une Etude Empirique sur les Causalités Lors de la Crise Asiatique". Décembre 2003. 129.3.20.41/eps/if/papers/0404/0404003.pdf. visité le 15-12-2010.
- 5- Fisher, Stanly. "The Financial Crisis in Emerging Markets: Some Lessons". 28 April, 1999. <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/htm>.
- 6- Hamisultane, Hélène. " Econométrie". Document inspiré de l'ouvrage de Bourbonnais (2000), Econométrie, Dunod, P.41. <http://helene-hamisultane.voila.net/travaux/ECONOMETRIE.pdf>
- 7- Lucas, Jean-Marc. "Ménages américains : la grande déprime". Bulletin Edité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS. Mars 2009. www.bnpparibas.com visité le 20-12-2011.
- 8- L. Turocy, Theodore & Von Stengel, Bernhard, "Game Theory", CDAM Research Report LSE-CDAM-2001-09, October 8, 2001, P.4. www.cdam.lse.ac.uk/Reports/.../cdam-2001-09.pdf visité le 22/02/2012.
- 9- Pisani Ferry, Jean. "Vers un renouveau du FMI ?". Bruegel Policy Contribution. 30 Octobre 2008. www.bruegel.org/Public/fileDownload.php?target=/Files/media/PDF. visité le 13/03/2009.
- 10- Ricol, René. Rapport sur la crise financière, Mission confiée par le Président de la République Dans le contexte de la Présidence française de l'Union européenne 2008. <http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/084000587/0000.pdf> visité le 25/02/09
- 11- Sapir, Jacques. "Les Racines Sociales de la Crise Financière : Implications Pour L'Europe". <http://www.france.attac.org/spip.php?article9400>. visité le 02/03/2009.
- 12- Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, N° 84. Novembre 2008.
- 13- Document de travail du département des affaires économiques de l'OCDE. N° 475, 2006.
- 14- Base de données des comptes nationaux des pays de l'OCDE <http://www.oecd.org/dataoecd/37/50/37416655.xls>
- 15- www.federalreserve.gov
- 16- <http://www.economagic.com/>
- 17- Bulletin Edité par les Etudes Economiques - BNP Paribas. www.bnpparibas.com
- 18- <http://ar.wikipedia.org>
- 19- : http://en.wikipedia.org/wiki/Domino_theory
- 20- <http://www.imf.org/external/data.htm>
- 21- Perspectives économiques de l'OCDE : statistiques et projections SUR http://www.oecd-ilibrary.org/economics/prix-du-logement-2009_20743858-2009-table1.
- 22- Le Groupe wikipedia, Crise financière,[Online], dans : wikipedia : the free Encyclopedia, disponible sur http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_financi%C3%A9re#Typologie_des_m%C3%A9canismes_de_crise_financi%C3%A8re.
- 23- Saisies immobilières : la débâcle se poursuit aux USA , sur : <http://www.jdf.com/taux-devises/2009/05/15/02009-20090515ARTJDF00021-saisies-immobilieres-la-debacle-se-poursuit-aux-usa.php>.
- 24- Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, N° 887. janvier 2011.
- 25- http://en.wikipedia.org/wiki/Domino_theory.
- 26- UNCTAD HANDBOOK OF STATISTICS, United Nation Publication, New York and Geneva, 2008. <http://unctad.org>



الملاحق

الملحق رقم 1 عرض لأهم الأزمات المالية

أولى الأزمات المالية (1637 - 1720 - 1797)		
الميكانيزمات	الأسواق المالية المعنية	الأزمة
فبراير 1637، بعد عدة سنوات من المضاربة بأوروبا، انخفضت الأسعار فجأة مسببة إفلاس المضاربين واعتبرها المؤرخون أولى الأزمات المالية الناتجة عن المضاربة.	السندات لأجل	أزمة 1637
أزمتين متتاليتين تفصل بينهما بضعة أشهر بفرنسا وإنجلترا بخصوص أسهم الشركات التي تستغل موارد العالم الجديد.	الأسهم	انهايار 1720
26 فبراير 1797، بنك إنجلترا يعرف انحصاراً في الاحتياطي ويقرر تعليق التخليص نقداً مما خلق الذعر بين المواطنين والشركات الذين سارعوا إلى سحب مدخراتهم وأرباحهم من البنوك والتسبب بإفلاس جماعي وهي أول أزمة ناتجة عن الذعر الجماعي.	البنوك	الأزمة النقدية 1797
أزمات القرن التاسع عشر		
بعد حصار إنجلترا من طرف نابليون، سقط نظام الائتمان بما خاصة وأنها لم تستطع تحصيل حقوقها على شركات جنوب أمريكا مما سبب أزمة سيولة وموجة بطالة.	البنوك	أزمة 1810
هي أول أزمة مالية بالو.م.أ، نتجت عن صرف الأموال في حرب 1812 وسياسة التقشف التي فرضها البنك المركزي الأمريكي.	البنوك	أزمة 1819
بعد المضاربة الشديدة على الاستثمارات المتواجدة بأمريكا اللاتينية (البنوك، التأمينات، تسليح السفن، بناء القنوات...)، انحدرت قيم أسهمها انحداراً شديداً في بورصة لندن فأفلست بنوك عديدة وأكثر من 3300 مؤسسة؛ رغم أن هذه الأزمة تركزت في بريطانيا العظمى إلا أنها تعتبر أولى الأزمات التي مست البورصة.	الأسهم	أزمة 1825
شهدت إنجلترا أحياراً آخر للبورصة بعد قرار الرئيس الأمريكي "آندرو جاكسون" اشتراط بيع الأراضي مقابل معادن ثمينة، وهو ما شكل ضربة قاضية للمضاربة في سوق العقار بأمريكا؛	الأسهم والبنوك	انهايار 1836

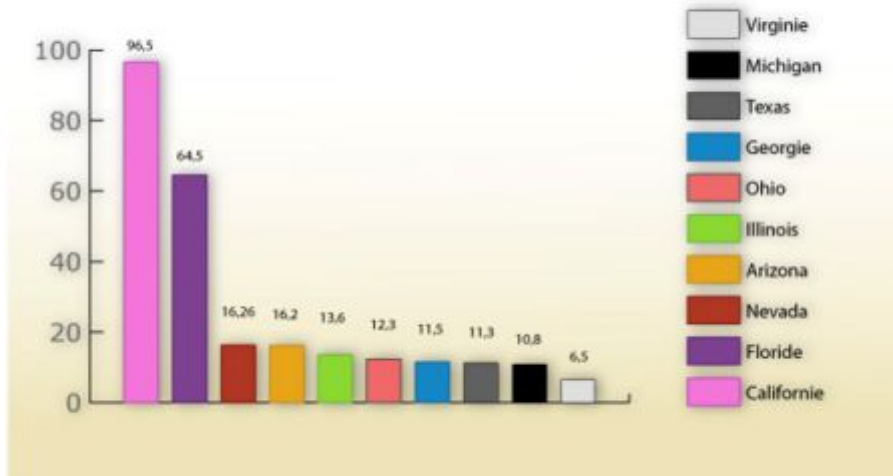
وبما أن البنوك الأمريكية كانت تقترض من بريطانيا فقد تلقت هذه الأخيرة الجزء الأصعب من الصدمة قبل أن تنتقل الأزمة إلى أمريكا في حد ذاتها سنة 1837.		
9 ماي 1873، بورصتي فيينا والنمسا بدأتا ما يسمى بفترة الكساد الكبير للاقتصاد العالمي بسبب المضاربات الضخمة التي لم تقابلها سوى ضمانات متدنية بالإضافة إلى أنها لم تكن مغطاة بإنتاج اقتصادي حقيقي مما سبب انهيار كلياً انتشار على ألمانيا، أوروبا والو.م.أ.	الأسهم	انهيار 1873
أزمات القرن العشرين (1929 - 1974 - 1979)		
أقوى أزمة اقتصادية عالمية في القرن العشرين	الأسهم	انهيار 1929
إفلاس البنك الألماني "هيرستات" بسبب التفاوت في التوقيت بين ألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية وهي أول مرة يتم فيها التعرف على مفهوم الخطر النظامي.	البنوك	أزمة 1974
قام محافظ البنك برفع أسعار الفائدة تدريجياً وكل يوم حسب الحاجة من أجل امتصاص التضخم وهي سياسة نقدية أثبتت نجاحها آنذاك.	البنك الفدرالي	أزمة 1979
أزمات ثمانينيات وتسعينيات القرن العشرين		
بعد أحداث 1973 في قطاع المحروقات، تراكمت ديون الدول النامية، بالإضافة إلى ذلك لم تستعمل القروض في الاستثمار وإنما في تغطية العجز في موازين المدفوعات مما زاد من حدة وقع أزمة البترول الثانية في 1978 حيث أجبرت هاته الدول على الاستدانة بأسعار فائدة عالية وعلى المدى القصير مما أثقل كاهلها وجاءت أزمة المكسيك كأول رد فعل وسببت الديون المعلقة حالة ذعر عالمية.	البنوك أسعار الفائدة والأخطار النظامية	1982 أزمة الديون البنكية
توقف نظام التشغيل بينك نيويورك لمدة 28 ساعة سبب التوقف الكلي لعمليات السحب والدفع للقروض الحكومية مما استدعى التدخل المستعجل للبنك المركزي ب 20 مليار دولار الذي يعتبر سابقة تاريخية.	- بنك نيويورك - خطر نظامي	1985
بسبب انخفاض قيمة الدولار كسعر صرف ارتفعت أسعار الفائدة المتعلقة بالمدى الطويل،	- سوق السندات الحكومية ثم سوق الأسهم	انهيار 1987

ومع ذلك واصلت أسواق الأسهم بالنمو ولكن عند بلوغ الارتفاع في أسعار الفائدة 400 نقطة جاء الانحيار مسجلا أكبر انحيار تاريخي في بزم واحد في بورصة الأسهم وانتهت كذلك بتدخل البنك المركزي الأمريكي.	- خطر نظامي	
مع حرب الكويت	- المحروقات	1990
20 سبتمبر 1992	- النظام النقدي الأوروبي - إعادة الهيكلة الفرنسية	1992
ارتباط العملة المكسيكية بالدولار الأمريكي شكل ضمانة وهمية شجعت الاستدانة الأجنبية مما سبب عجزا في ميزان المدفوعات استدعى التدخل الأمريكي العاجل لكونه أقرب جيران المكسيك.	- أسعار الفائدة - خطر نظامي	الأزمة الاقتصادية المكسيكية 1994
نفس ما حصل في المكسيك تكرر في تايلاندا وانتقل إلى دول شرق آسيا.	- البنوك	الأزمة الاقتصادية الآسيوية 1997
أطول أزمة اقتصادية في تاريخ روسيا ودول الاتحاد السوفياتي سابقا وهددت النظام المالي العالمي.	- أسعار الفائدة - خطر نظامي	أزمة 1998
أزمات الألفية الثالثة		
تخافت المؤسسات على البيع عن طريق الأنترنت دون وضع اللوجستيك والتوزيع بعين الاعتبار سبب أزمة في مارس 2000.	- الأنترنت - الأسهم	2000
نتج عن أحداث 11 سبتمبر 2001، تدمير العديد من الأسواق المالية الدولية بالإضافة إلى تضرر شبكات اتصال حيوية كأنظمة المقاصة . وتدخل أيضا البنك المركزي الأمريكي من خلال تقييد السيولة اللازمة للبنوك المتضررة ولمدة أسبوع كامل خوفا من الخطر النظامي. وبدوره البنك المركزي الأوروبي قدم أكثر من 130 مليار أورو للبنوك الأوروبية لتفادي الانحيار.	- خطر نظامي	2001
الأسباب والتحليل في الفصل الرابع من الأطروحة.	- سوق العقار - البنوك والأسهم - خطر نظامي	الأزمة المالية 2007

Source : Le Groupe wikipedia, Crise financière,[Online], dans : wikipedia : the free encyclopedia, disponible sur http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_financi%C3%A9re#Typologie_des_m.C3.A9canismes_de_crise_financi.C3.A8re,

الملحق رقم 2

الولايات الأمريكية الأكثر تضررا من عمليات الحجز على المنازل (أفريل 2009)

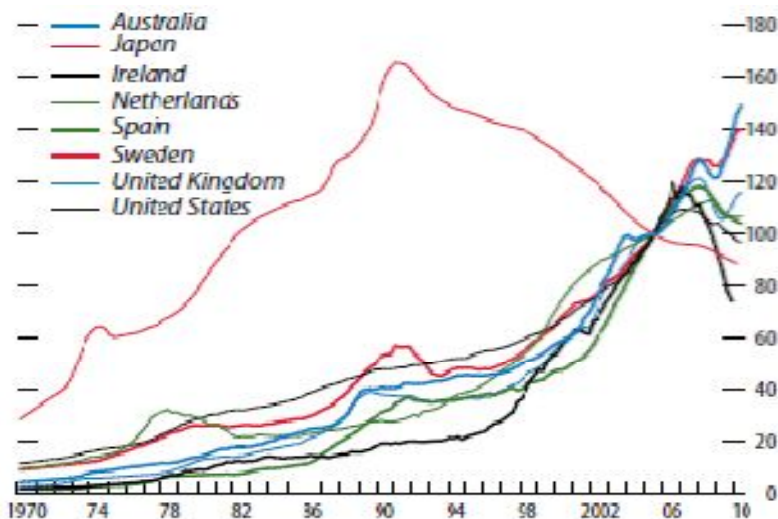


Source : Saisies immobilières : la débâcle se poursuit aux USA , sur : <http://www.jdf.com/taux-devises/2009/05/15/02009-20090515ARTJDF00021-saisies-immobilieres-la-debacle-se-poursuit-aux-usa.php>

الملحق رقم 3

مؤشر أسعار المنازل في بعض البلدان المتقدمة

(100=2005)

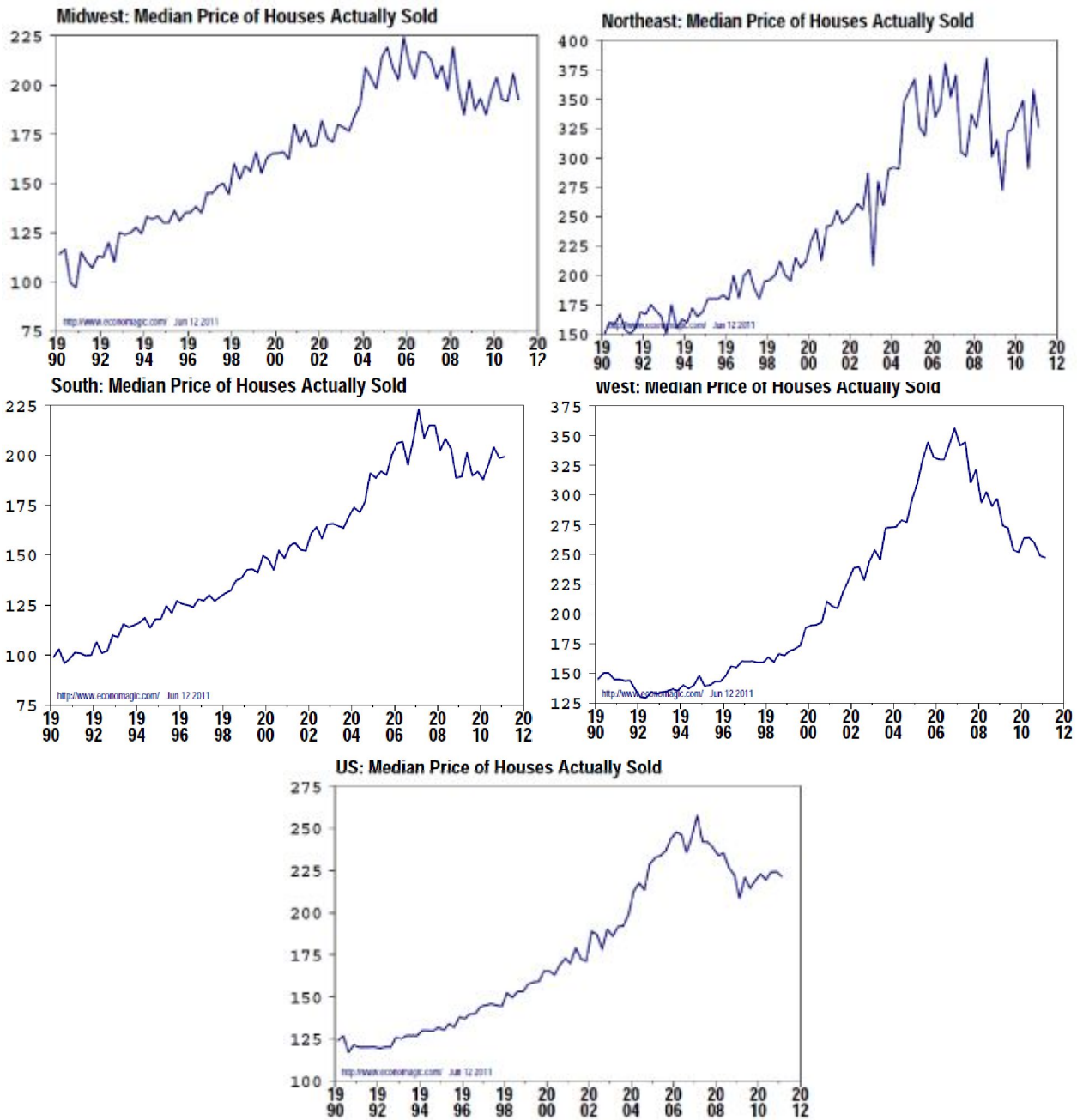


Source : International Monetary Fund," Tensions from the Two-Speed Recovery Unemployment, Commodities, and Capital Flows", **World Economic Outlook**, April 2011, P.113

الملحق رقم 5

متوسط أسعار المنازل في مختلف المناطق في الولايات المتحدة الأمريكية

(مائة ألف دولار)

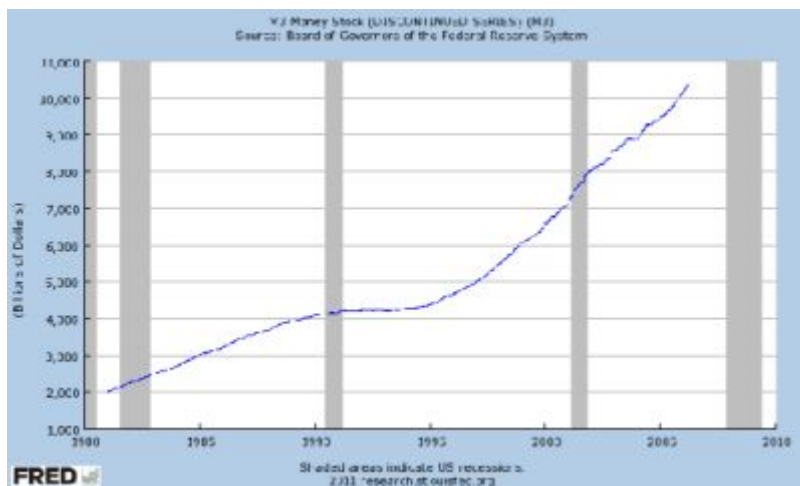
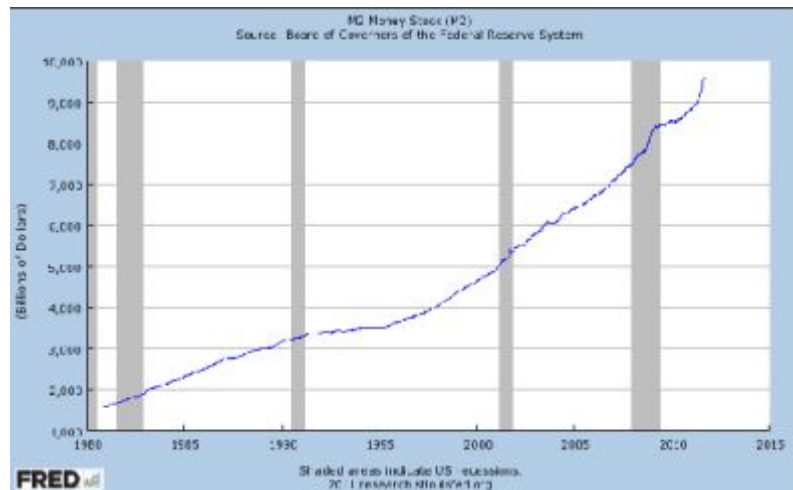


Source: www.economagic.com

الملحق رقم 6

حجم الكتلة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية

(بليون دولار)

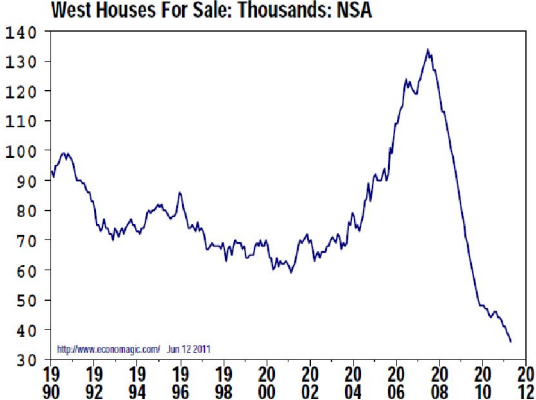
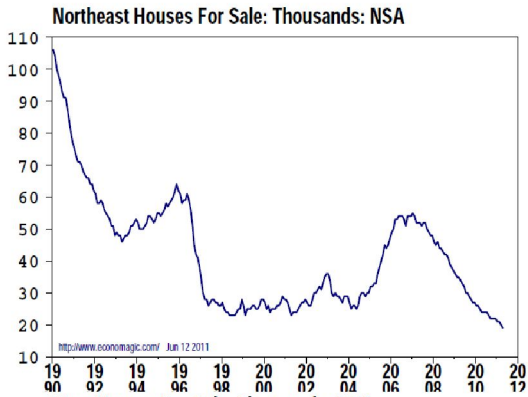


Source : <http://research.stlouisfed.org>

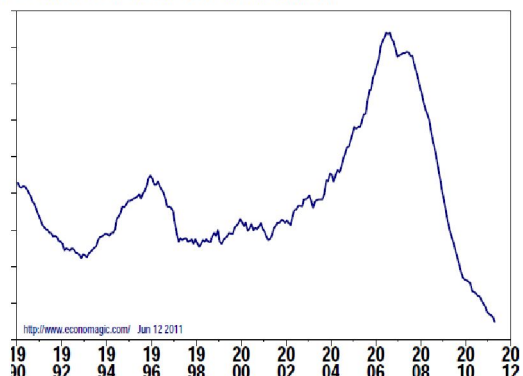
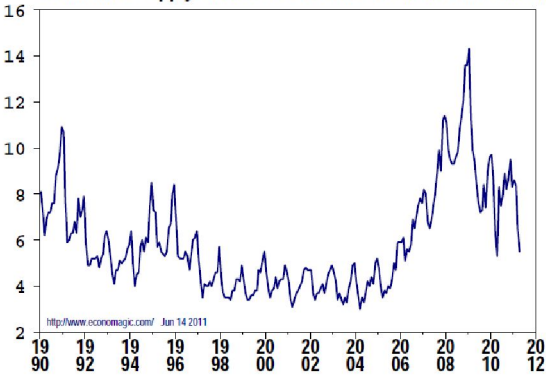
الملحق رقم 7

عدد المنازل المعروضة للبيع في مختلف المناطق في الولايات المتحدة الأمريكية

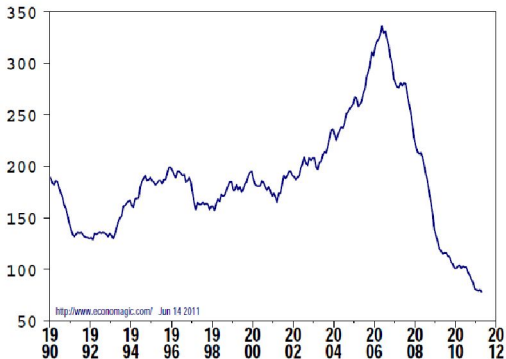
(الوحدة: ألف وحدة)



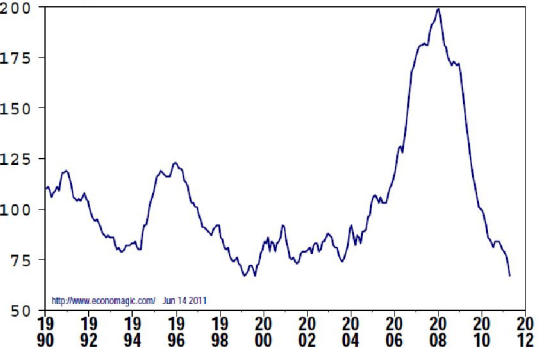
US Months Supply of Houses For Sale at Current Sales Rate; NSA US Houses For Sale: Thousands: NSA



Under Construction: New Houses For Sale at end of month: Thousand



Completed: New Houses For Sale at end of month: Thousands



Source : www.economagic.com

الملحق رقم 8

التسلسل الزمني للأزمة المالية العالمية.

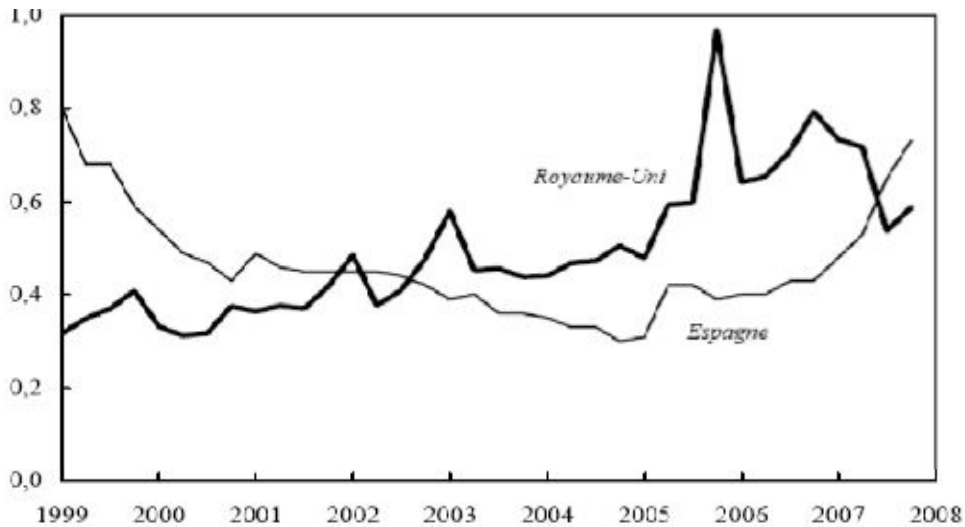
التاريخ	تسلسل الأحداث
2001	-انفجار فقاعة "التكنولوجيات الحديثة"
2006-2001	-تضخم الفقاعة العقارية. فرؤوس الأموال تركت قطاعات التكنولوجيا الحديثة باحثة عن منافذ جديدة تحقق نفس العائد. وهو ما سرع أيضا من الفقاعة العقارية في ظل النمو المتزايد لأسعار العقارات، والقروض الممنوحة للأجراء الأمريكيين الفقراء (قروض Subprimes أي القروض الأقل جودة). كما أن مؤسسات الإقراض لم تحتفظ بالاعتمادات المرتبطة بهذه الديون في ميزانيتها، بل قامت بتوريق هذه الديون في شكل أدوات مالية مختلفة ثم قامت بطرحها في الأسواق المالية.
2006	-معدل الفائدة الأساسي للاحتياطي الفدرالي الأمريكي بلغ 5.75% وبالتالي زاد عدد المقترضين العاجزين عن التسديد عند آجال الاستحقاق.
2007- 2004	1.2 مليون أمريكي طردوا من منازلهم.
فيفري 2007	-أولى عمليات إفلاس مؤسسات مصرفية متخصصة كإعلان مؤسسة مالية عملاقة، هي "ليمان براذرز" عن إفلاسها الوقائي. وهذه كانت بداية رمزية خطيرة، لأن هذه المؤسسة العريقة كانت من الشركات القليلة التي نجت من مذبحه الكساد الكبير في عام 1929.
جوان 2007	-إعلان مصرف الاستثمار الأمريكي "Stearns Bear"، عن خسائر قروض الرهن العقاري. وأصبحت البنوك حذرة من بعضها البعض، ولا تقدم قروض إلا مع تحفظ كبير وبمعدلات جد مرتفعة . -البنوك المركزية (البنك الفدرالي الأمريكي، البنك المركزي الأوروبي، بنك اليابان، البنك الإنجليزي) تدخلت بقوة ومنحت للمؤسسات المصرفية (في شكل قروض) حوالي 400 مليار أورو في شكل سيولة (دولار، أورو، ين، ليرة).
أوت 2007	-البنك المركزي الأوروبي يضخ 94,8 مليار يورو من السيولة، والخزينة الفدرالية الأمريكية تضخ من جانبها 24 مليار دولار، كما تدخلت العديد من البنوك الأخرى، مثل بنك اليابان والبنك الوطني السويسري.
سبتمبر 2007	بنك إنجلترا يمنح قرضا استعجاليا إلى مصرف "Nothorn Rock" لتجنيبه الإفلاس، وقد تم بعد ذلك تأميمه.
أكتوبر 2007	مصرف "يو بي إس" السويسري يُعلن عن انخفاض قيمة موجوداته بـ 4 مليار فرنك.
جانفي 2008	الخزينة الفدرالية الأمريكية تُخفض نسبة الفائدة الرئيسية بثلاثة أرباع النقطة، لتصل إلى 3,5% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم تخفيضها تدريجيا إلى ٢% بين جانفي و أبريل.
مارس 2008	العلاق المصرفي الأمريكي "Chase JP Morgan" يعلن شراءه لمصرف "Bear Stearns"، الذي يعاني من صعوبات.
يوليو 2008	الضغط يشتد على مؤسستي "Freddie Mac" و "Fannie Mae" والخزينة الأمريكية تعلن عن خطة لإنقاذ القطاع العقاري.
سبتمبر 2008	-دفعت الأزمة الدولة إلى شراء العديد من البنوك. وبعد تأميم "Northern Rock" من طرف الحكومة البريطانية، قامت الحكومة الفدرالية الأمريكية بتأميم مؤسستين ماليتين ضخمتين. كما أن اليونيليكس أممت جزئيا فورتيس. - إفلاس بنك الأعمال "ليمان براذرز"، وإعلان أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو بنك "أوف أميركا" شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو "ميريل لينش". -الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية تؤمnan- بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم "أي آي جي" المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79,9% من رأسمالها. - البنك البريطاني "لويد تي أس ب ي" يشتري منافسه "أتش بي أو أس" المهتد بالإفلاس. -السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع. -الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى التحرك فورا بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة

<p>الأمريكية.</p> <p>- اختيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بقدرتها على الوفاء بالتزاماتها. وفي الولايات المتحدة يشتري بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية.</p> <p>- مجلس النواب الأميركي يرفض خطة الإنقاذ. وانحياز "وول ستريت" بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين وصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها.</p> <p>- إعلان بنك "سي تي غروب" الأميركي شراء منافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية.</p>	
<p>- مجلس الشيوخ الأميركي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.</p> <p>- تضاعف عمليات شراء البنوك .</p>	<p>أكتوبر 2008.</p>

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على - حازم البيلاوي، "الأزمة المالية العالمية الحالية محاولة للفهم"، ص.19-20.
[http://www.siironline.org/alabwab/monawat\(28\)/333.ht](http://www.siironline.org/alabwab/monawat(28)/333.ht) visité le 2009/11/25
 - سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دمشق: دار النهضة، 2008، ص.82.

الملحق رقم 9

معدل القروض المشكوك في تحصيلها بالنسبة لقروض الرهن العقاري للعائلات في كل من اسبانيا وبريطانيا
 (% من قيمة القروض)



Source : Patrick Artus & Autres, " La Crise des Subprimes", Rapports du Conseil d'Analyse Economique, (Paris : La Documentation Française, 2008), P.72.

الملحق رقم 10

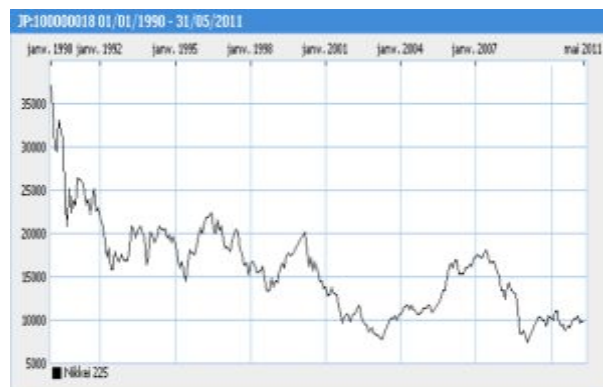
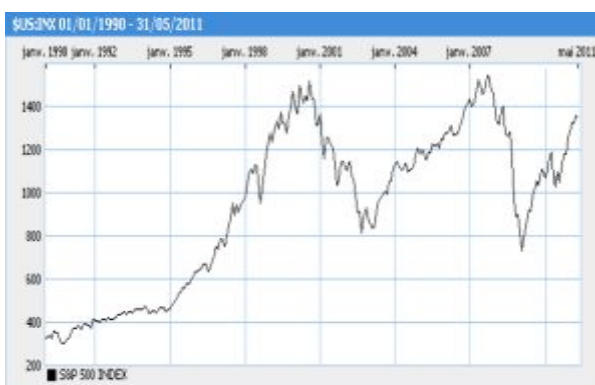
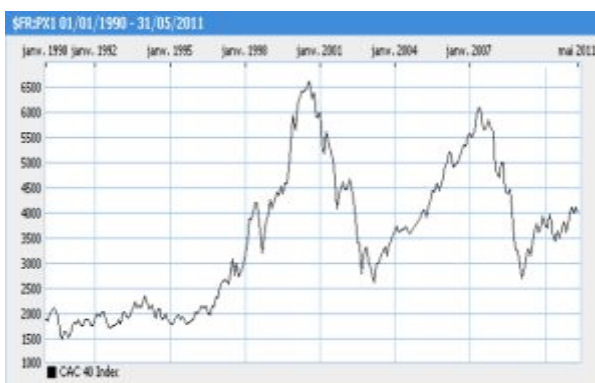
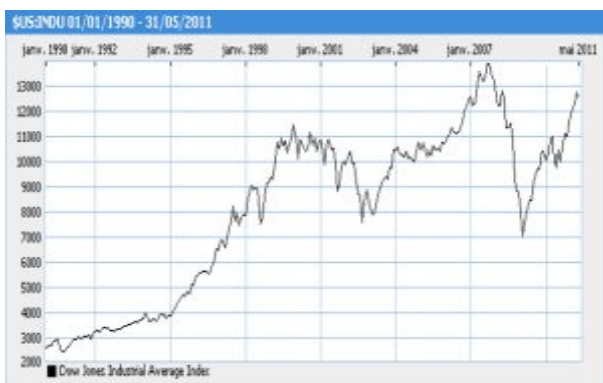
تدهور الأصول المرتبطة بقروض الرهن العقاري.

(مليار دولار)

	Q3 + Q4 2007	Q1 2008	Total
UBS	18,0	19,0	37,0
Citigroup	30,1		30,1
Merrill Lynch	24,0		24,0
Morgan Stanley	16,2	2,6	18,8
HSBC*	10,7		10,7
Bank of America ^(*)	7,9		7,9
CIBC*	3,2	3,5	6,7
Washington Mutual ^(*)	6,5		6,5
Deutsche Bank	2,5	4,0	6,5
Crédit Agricole	5,0		5,0
JP Morgan Chase	4,8		4,8
Wachovia ^(*)	4,7		4,7
Crédit Suisse	3,0	1,7	4,7
Société générale	3,3		3,3
Lehman Brothers	1,5	1,8	3,3
Barclays ^(*)	2,7		2,7
Bear Stearns*	2,6		2,6
Mizuho Financial Group ^(*)	2,6		2,6
Royal Bank of Scotland	2,5		2,5
Goldman Sachs	0,0	2,5	2,5
WestLB	2,0		2,0
BNP Paribas	1,8		1,8
Wells Fargo ^(*)	1,7		1,7
National City	1,4		1,4
Nomura Holdings ^(*)	1,0		1,0
Autres banques asiatiques ^(*)	3,1		3,1
Autres banques canadiennes	1,6		1,6
Total	164,4	35,1	199,5

Source : Patrick Artus & Autres, " La Crise des Subprimes", Rapports du Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française. Paris, 2008, P.74.

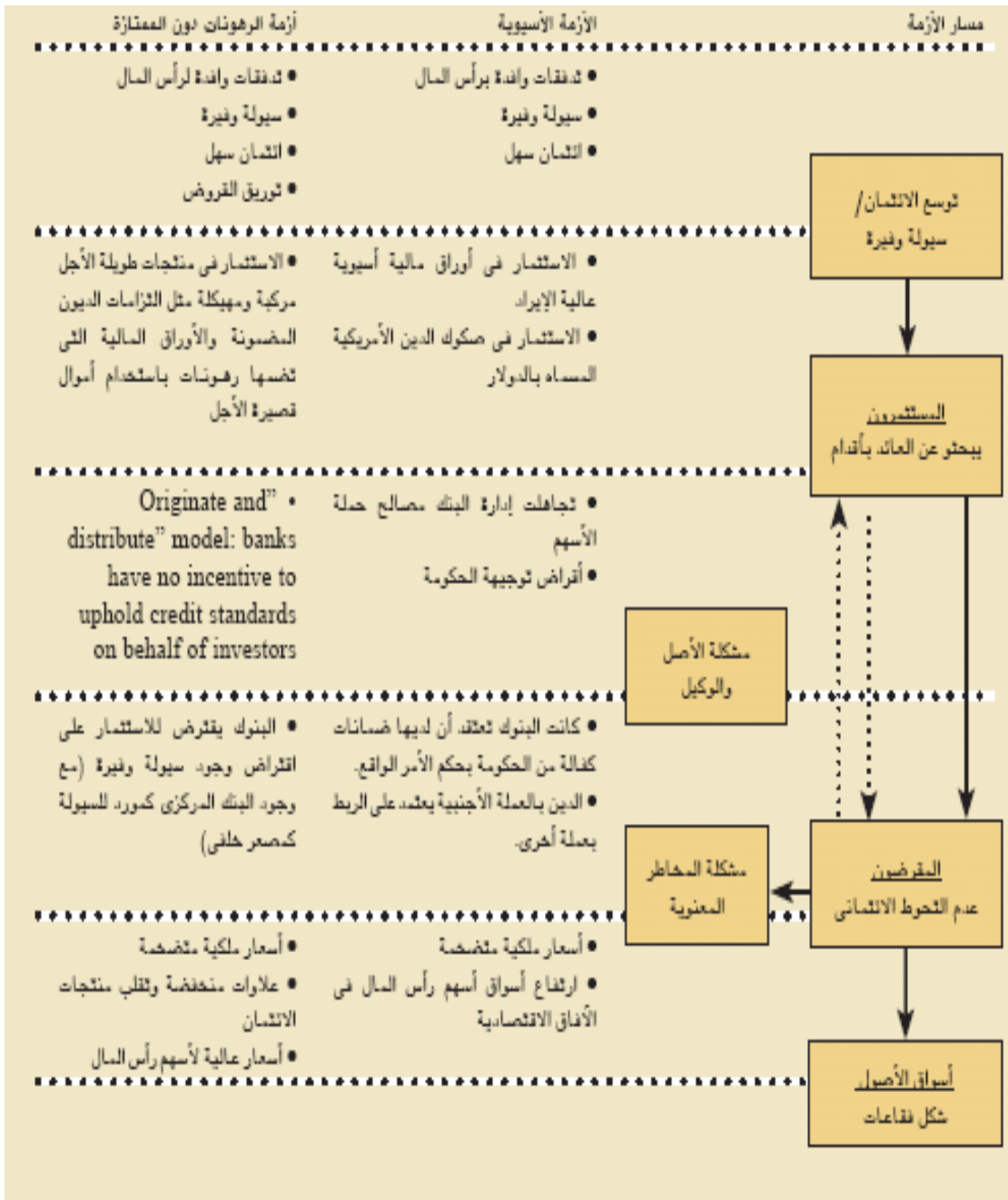
الملحق رقم 11 أهم مؤشرات البورصات العالمية (جانفي 1990 - ماي 2011)



Source :<http://fr.moneycentral.msn.com>

الملحق رقم 12

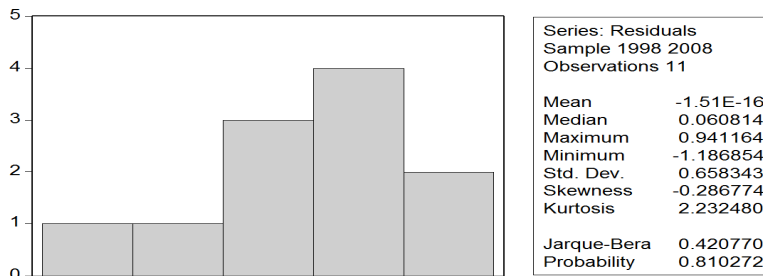
مقارنة بين مساري كل من الأزمة المالية الآسيوية وأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.



المصدر: خور هوى أية وكي روى زيونج، "آسيا منظور عن أزمة الرهونات دون الممتازة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 2 (صندوق النقد الدولي، جوان 2008)، ص. 21.

الملحق رقم 13

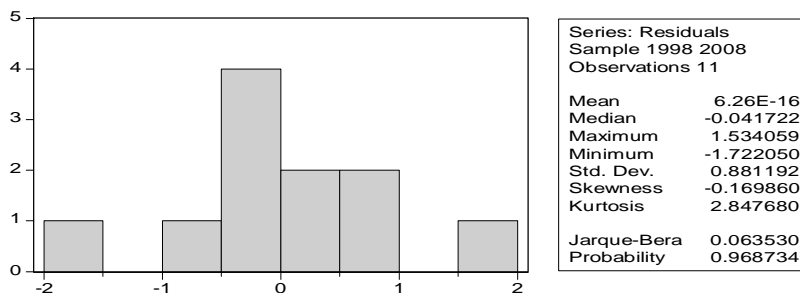
نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لنموذج قروض الرهن العقاري الممنوحة للعائلات في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (2008-1998)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وعلى البرنامج الإحصائي "Eviews 4"

الملحق رقم 14

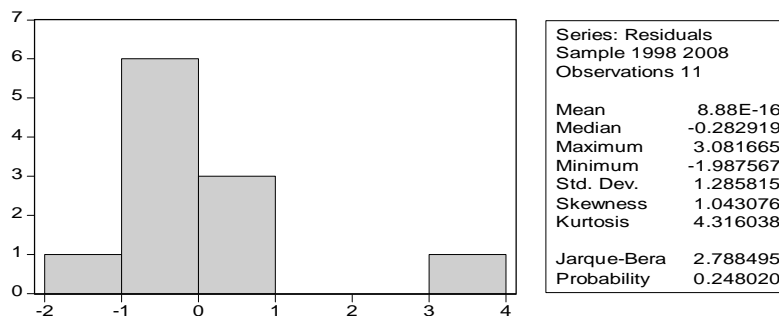
نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لنموذج معدل العجز عن تسديد قروض الرهن العقاري للعائلات في الو.م.أ للفترة (2008-1998)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وعلى البرنامج الإحصائي "Eviews 4"

الملحق رقم 15

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لنموذج أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة (2008-1998)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (21) وعلى البرنامج الإحصائي "Eviews 4"

الملحق رقم: 16

مخطط الإنعاش في البلدان المتقدمة

جدول رقم 1: مخطط الإنعاش في القطاع المصرفي (حتى جوان 2009)

		En milliards d'euros	En % du PIB
Allemagne	Engagements	700	28,1
	Débours	151	6,1
France	Engagements	368	18,9
	Débours	104	5,3
Italie	Engagements	n/d	n/d
	Débours	10	0,6
Pays-Bas	Engagements	265	44,6
	Débours	99	16,6
Espagne	Engagements	n/d	n/d
	Débours	31	2,8
Royaume-Uni	Engagements	845	54
	Débours	690	44,1
Etats-Unis	Engagements	2491	22,3
	Débours	825	7,4
Japon	Engagements	113	2,7
	Débours	3	0,1

جدول رقم 2: مخطط الإنعاش (حتى مارس 2009)

	En milliards de dollars	En % du BIP
Allemagne	130,1	3,1
Espagne	75,3	4,5
France	20,5	0,7
Italie	7	0,3
Royaume-Uni	40,8	1,5
Etats-Unis	841,2	5,9
Japon	104,4	2,2
Chine	204,3	4,8

Source : Paulo, Sebastian. "L'Europe et la Crise Economique Mondiale", Publications de La Fondation Robert Schuman, Avril 2011.P. 5.

ملخص:

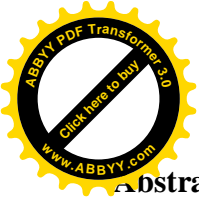
تتضمن العولمة المالية تحرير حركية رؤوس الأموال، وإزالة كل القيود التنظيمية والتشريعية التي تحكمها، وهذا ما يترجم من خلال الترابط المتنامي للاقتصاديات على المستوى التجاري، النقدي والمالي، مع نمو الاقتصاد الرمزي كأهم محرك للاقتصاد العالمي. وقد ساعد على هذا التوجه التقدم التكنولوجي الهائل، وتسارع عمليات الابتكار المالي والتجديد في أساليب وأدوات التمويل. وهذا التحول ترافق مع تزايد غير مسبوق في تحمل المخاطر من طرف مختلف المتعاملين الاقتصاديين، مع ارتفاع مقلق في وتيرة وحدة الأزمات المالية.

إن موضوع الأزمات المالية، رغم أنه لا يعد وليد النظام المالي الدولي الراهن، عاد لي طرح نفسه بقوة انطلاقاً من ثمانينيات القرن العشرين، حيث أصبحت الأزمات المالية أكثر تكراراً وشمولية وانتشاراً بفعل ظاهرة العدوى. وهو ما أثار الشكوك حول مزايا العولمة المالية، وجعل متخذي القرارات على المستويين الوطني والدولي أمام تحد كبير. وقد دفعهم ذلك إلى العمل على وضع وتبني الآليات التي قد تساعد على الاستفادة من مزايا التحرير المالي، إلى جانب العمل على تفعيل كل السياسات المتاحة للوقاية من الأزمات المالية، والبحث الدائم عن حلول وآليات وقائية وعلاجية مبتكرة تتماشى مع رهانات العولمة وما يشهده العالم من تطورات.

وعليه تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور العولمة المالية في تكريس الأزمات المالية، والتأكيد على أهمية تبني القواعد التنظيمية والسياسات الوقائية لتفادي وقوعها، وتحديد أهم سبل إدارتها وتقديم العلاج الأمثل في حال حدوثها، وذلك على ضوء الدروس المستفادة من أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، باعتبارها من أشد الأزمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي، والتي بدأت بالأسواق المالية للولايات المتحدة الأمريكية لتمتد عدواها إلى البلدان الأوروبية ثم إلى العديد من البلدان الأخرى، ولم تقتصر تأثيرات هذه الأزمة على النظام المالي فقط بل تعدته إلى الاقتصاد الحقيقي.

وبغية بلوغ الهدف المتوخى من هذه الدراسة قسم الموضوع إلى ستة فصول، تضمن الفصل الأول تحليلاً للجوانب النظرية والفكرية للأزمات المالية، وتم من خلال الفصل الثاني إبراز دور العولمة المالية في خلق وتكريس الأزمات المالية وتوسيع نطاقها، كما تناول الفصل الثالث دراسة تحليلية لأبرز الأزمات المالية، وأهم النماذج المفسرة لها. وفي الفصلين الرابع والخامس تم تناول أزمة الرهن العقاري في شكل دراسة تحليلية وقياسية لإبراز وتحديد أهم أسبابها. أما الفصل السادس، فقد تم من خلاله حصر جملة من السياسات والآليات الوقائية التي من شأنها التقليل من احتمال حدوث الأزمات المالية.

الكلمات المفتاحية: العولمة المالية، الأزمة المالية، أزمة الرهن العقاري، نظم الإنذار المبكر، التنبؤ بالأزمات المالية، التوريق، السياسات الوقائية والعلاجية من الأزمات المالية.



Abstract:

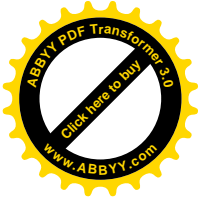
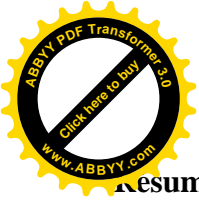
Financial globalization includes the liberation of capitals movement and the destruction of the regulation and organization barriers that govern it. This could be interpreted through the growing relationship of the economies at business, monetary and financial levels, in addition to the development of symbolic economy as a core promoter of international economies. It has helped this trend the considerable technological progress and the acceleration of the procedures of innovation in financial methods and tools. This change coincided with an unprecedented increase in risk-taking by various economic operators in addition to a worrying rise in the frequency and severity of financial crises.

The issue of financial crises, although rooted in history, strongly returned since the 80s of the 20th century, where the financial crises became more frequent, more inclusive and contagiously expanded. To this fact, many doubts revealed about the perfection of financial globalization and made a challenge for decision makers at both levels: local and international. As a result, that pushed them to work on the development and adoption of all the mechanisms that may help these countries to take advantage of the benefits of financial liberalization, as well as to activate all the available policies for the prevention of financial crises, with the constant search of innovative protection and processing solutions and mechanisms that fit globalization challenges and world development.

This study comes to highlight the role of financial globalization in the consecration of financial crises, and to emphasize the importance of adopting organizational tools and preventive policies that prevent the advent of financial crises, and to identify the best ways to manage them and provide best processing if they occur. All this comes in the light of learned lessons from the mortgage crisis in the United States as one of the most severe financial crises that the world economy knew. This crisis started in financial markets of the United States of America to spread to the financial markets in Europe and then to many other countries. It was not constrained only on financial system but moved to real economy.

In order to achieve the objective of this study, the work was divided into six chapters. The first chapter contains an analysis of the theoretical and conceptual aspects of financial crisis. The second chapter highlights the role of financial globalization in the creation, expansion of the financial crises. The third chapter is an analytical study to the most famous financial crises and best models explaining them. The fourth and fifth chapters treat the mortgage crisis in an analytical and analogical way. Finally, in the sixth chapter, there was supposed some preventive and processing politics for financial crises.

Key words: financial globalization, financial crisis, sub-prime mortgage crisis, early warning systems, forecasting financial crises, securitization, preventive and processing politics for financial crisis.



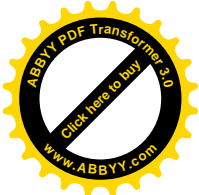
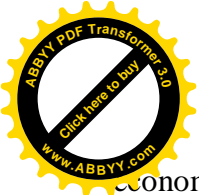
Résumé:

La globalisation financière comprend la libération du mouvement des capitaux et la suppression de toutes les restrictions réglementaires et législatives qui la régissent, cela se traduit par l'interdépendance croissante des économies sur les plans commercial, monétaire et financier, avec la croissance de l'économie symbolique en tant que promoteur de l'économie mondiale. Il a contribué à cette tendance, le progrès technologique considérable et l'accélération des procédures de l'innovation financière et de l'innovation dans les méthodes et les outils de la finance. Ce changement a coïncidé avec une augmentation sans précédent dans la prise de risque par les différents opérateurs économiques, avec une hausse inquiétante de la fréquence et la gravité des crises financières.

Le sujet des crises financières, enracinée dans l'histoire, est fortement retourné depuis les années 80 du 20^{ème} siècle, où les crises financières sont devenues plus fréquentes, plus inclusive et plus élargi en raison du phénomène de contagion. Pour ce fait, de nombreux doutes révélés au sujet de la perfection de la globalisation financière et a fait un défi pour les décideurs aux niveaux national et international, ce qui les a poussés à travailler sur le développement et l'adoption de mécanismes qui peuvent aider à tirer parti des avantages de la libéralisation financière, ainsi que d'activer toutes les politiques disponibles pour la prévention des crises financières, avec la recherche permanente de solutions et de mécanismes préventifs et thérapeutiques novateurs qui répondent aux défis de la globalisation et au développement mondial.

Cette étude vise à mettre en évidence le rôle de la globalisation financière dans la consécration des crises financières et de souligner l'importance de l'adoption des règlements et des politiques préventives qui empêchent l'avènement des crises financières et d'identifier les meilleures façons de les gérer et fournir le meilleur traitement si elles se produisent. Tout cela vient à la lumière des leçons tirées de la crise des prêts hypothécaires aux États-Unis d'Amérique, comme l'un des plus graves crises financières que l'économie mondiale connaissait. Cette crise a débuté sur les marchés financiers des États-Unis d'Amérique pour se répandre aux marchés financiers en Europe et ensuite à d'autres pays. Elle n'a pas été limitée seulement sur le système financier, mais elle a démenagé à l'économie réelle.

Afin d'atteindre l'objectif de cette étude, ce travail a été divisé en six chapitres. Le premier chapitre contient une analyse des aspects théoriques et conceptuels des crises financières. Le deuxième chapitre met en évidence le rôle de la globalisation financière dans la création et l'expansion des crises financières. Le troisième chapitre est une étude analytique des crises financières les plus célèbres et des meilleurs modèles qui les expliquent. Le quatrième et le cinquième chapitre traitent la crise des prêts hypothécaires d'une manière analytique et



conométrique. Enfin, dans le sixième chapitre, il a été censé un ensemble de politiques et de mécanismes de prévention qui permettront de réduire la probabilité des crises financières.

Mots clés: globalisation financière, crise financière, crise des prêts hypothécaires, subprime, les systèmes d'alerte précoce, prédiction des crises financières, titrisation, politiques préventives et thérapeutiques des crises financières.