

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

كلية العلوم الاقتصادية والتسيير  
والعلوم التجارية

جامعة أبي بكر بلقايد  
تلمسان



رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

الموضوع:

## كيفية مواجهة الأزمات المالية في الدول النامية

إشراف الأستاذ المحترم :  
الأستاذ الدكتور بن بوزيان محمد

إعداد الطالبة :  
هادف حيزية

### هيئة المناقشة

أ.د. بوهنة علي — أستاذ التعليم العالي — جامعة تلمسان — رئيسا.  
أ.د. بن بوزيان محمد — أستاذ التعليم العالي — جامعة تلمسان — مشرفا.  
الدكتور. بوتلجة عبد الناصر — أستاذ محاضر — جامعة تلمسان — ممتحنا.  
أ.د. دربال عبد القادر — أستاذ التعليم العالي — جامعة وهران — ممتحنا.  
أ.د. بورحلة علال - أستاذ التعليم العالي - جامعة سيدي بلعباس - ممتحنا.  
الدكتور. يوسف رشيد — أستاذ محاضر — جامعة مستغانم — ممتحنا.

السنة الجامعية : 2012 - 2013

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# التشكرات

بفضل الله وعونه تم إنجاز هذا العمل المتواضع الذي أسأل

الله عز وجل أن يجعله خالصاً لوجهه الكريم،

ويسعدني بعد حمد الله وشكره، أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير،

وبأخلص آيات الإحترام والعرفان الجميل للأستاذ الدكتور بن بوزيان

محمد الذي قبل الإشراف على هذا العمل، وله الفضل الكبير في إعداد

هذه المذكرة، فلم يبخل عليّ بإرشاداته ونصائحه وتشجيعه لي دوماً

ومساعداته المادية والمعنوية، كما أشكر أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم

مناقشة مذكرتنا هذه.

إلى كل هؤلاء ، وإلى كل من لم يسعفني الحظ في ذكر أسمائهم

أتقدم بالشكر الجزيل.

# الإهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ وَقُلْ إِعْمَلُوا فَمَا يَسِيرِي اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ ﴾

صَدَقَ اللَّهُ الْعَظِيمِ

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك .. ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك .. ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك .. الله جل جلاله .  
إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين ..  
سيّدنا محمد صلى الله عليه وسلم .

إلى من كلله الله بالهبة والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من أحمل اسمه بكل افتخار .. أرجو من الله أن يمد في عمرك لتري ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوماً أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد..

والذي العزيز

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني .. إلى بسمة الحياة وسر الوجود إلى من كان دعاؤها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أعلى الجباب

أمي الحبيبة

إلى من بهن كبرت وعلين إعمدت .. إلى شمعة متقدة تنير ظلمة حياتي..

إلى من بوجودهن أكتسبت قوة ومحبة لا حدود لها..

إلى أخواتي، وردة ، سعاد، شهيدة ومريم.

إلى من أرى التفاؤل بعينها .. والسعادة في ضحكتها

إبناي عبد المالك وأنس

إلى زوجي ورفيق دري عبد الجليل.

أهدي هذا العمل.



# المقدمة العامة

لقد شكل تكرار الأزمات المالية في العالم ظاهرة تجعل من التعامل مع الأزمات ضرورة لا بد منها لما تضمنته من أحداث كانت كنقاط تحولات جذرية أسهمت في تغيير مفاهيم وأسس و أنظمة دولية قررت مسار ومصير العديد من الدول، لكن تبقى هذه الأزمات اليوم محور العالم الأساسي التي كشفت عن إختلالات في السياسات الإقتصادية المتبعة والتي إعتبرت إلى حد الآن كقوانين منطقية محتمة وصارمة جعلت من هذه الأزمات، أزمات بنيوية وصميمية لما تميزت به من طابع ملازم للرأسمالية التي جرت معها وبسرعة فائقة متجاوزة الحدود والقيود لتصل إلى كل مجالات وقطاعات الدول خاصة والعالم عامة حتى أصبحت تلقب بالأزمات المالية العالمية، ومنذ القرن التاسع عشر تميز المحيط الاقتصادي بتعاقب مستمر لفترات من هذه الأزمات جعلت دول العالم تبحث لإيجاد نظام قادر على النهوض بالاقتصاديات الوطنية ومن تم الاقتصاد الدولي ككل، إلا أن كل فترة تم فيها تبني نظام سعر صرف جديد لم يكن ليحقق الأهداف المرجوة منه، الأمر الذي أدى إلى تعدد أنظمة سعر الصرف وهنا تكمن مشكلة اختيار هذا النظام أو ذلك، فبعد انهيار نظام بريتن وودز اتجهت العديد من الدول النامية إلى تبني أنظمة سعر صرف أكثر مرونة ومع مرور الوقت تعرضت اقتصاديات هذه الدول إلى أزمات مالية حادة أدت إلى تغيير الأنظمة المتبعة لعدم قابلية الاستمرار عليها، ومنذ ذلك الحين والبحث عن نظام سعر صرف مناسب هو محور الجدل الاقتصادي خصوصا لاقتصاديات الدول النامية التي تتبنى إستراتيجيات نمو يقودها قطاع التصدير للسلع الأولية، وفي هذا الإطار أبرزت الكثير من المظاهر ومن بينها ظاهرة تقلب أسعار الصرف والتي تولدت عن ظاهرة النقود في تطورها عبر المحطات التاريخية الأخيرة – بعد التعويم – وهو ما يبرر حداثة الجهود التي حاولت التطرق وتفسير هذه الظاهرة، فمن حيث التطبيق فقد قامت الدول الصناعية في البداية بإرساء تنظيماتها النقدية وفق ترتيبات قاعدة الذهب التي عرفت تطبيقاتها بشكل واسع خلال القرن التاسع عشر حتى حلول الكساد الكبير، وفي إطار هذا التنظيم، كانت تتسم أسعار الصرف بين مختلف العملات بالثبات طالما أن هذا المعدن النفيس كان يمثل قاسما مشتركا يضمن تحديد سعر مبادلة كل عملة مع عملة أخرى وتكون حركة سعر الصرف مهملة وضئيلة في حدود ما عرف بنقاط الذهب، ثم شهدت مرحلة ما قبل الحرب العالمية الثانية اضطرابات نقدية وعدم استقرار أسعار الصرف وظهور

المناطق النقدية، بعد ذلك خضعت ظاهرة الصرف لتنظيمات بروتن وودز 1944 والتي كانت تركز على الدولار الأمريكي القابل للإبدال بالذهب وقد استمر العمل بها إلى غاية 1971 حيث حققت استقرارا نسبيا وثباتا نسبيا سارت وفقه التجارة العالمية إلى التزايد المضطرد، ولكن نتائجها الايجابية كانت لصالح الدول الصناعية، وعقب انهيار نظام بروتن وودز لثبات أسعار الصرف قامت مختلف دول العالم بشكل جماعي أو فردي بتبني إجراءات تعويم عملتها، وقد ظهر التعويم بأشكال متباينة بتباين مدى تدخل كل دولة في توجيه سياستها الاقتصادية والنقدية، ومع تعويم العملات دخل المحيط النقدي العالمي في حالة عدم اليقين حيث أصبحت أسعار الصرف بين اللحظة والأخرى تتقلب وإلى درجة أنه تعذر تحديد اتجاهاتها، وهذه التقلبات التي تطرأ على أسعار الصرف تثير مخاطر وخسائر للمتعاملين، فهي تحدث أثارا غير مرغوبة على نتائج وحسابات المتعاملين على المستوى الخارجي من أفراد ومؤسسات ودول وهو الشيء الذي فرض على هؤلاء، المتابعة المستمرة لتطورات الصرف وسلوك الأساليب الممكنة والمتاحة لتلافي وتغطية المخاطر المترتبة ووضع التدابير الملائمة التي من شأنها تقليص هذه الآثار، وبعد المناقشات المستفيضة التي أجراها المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في جانفي 1998، والمتعلقة باستراتيجيات الخروج من نظم أسعار الصرف الثابتة نسبيا إلى نظم أكثر مرونة، أقر المديرون بأن اختيار نظام سعر الصرف الملائم يمثل قضية معقدة ترتبط بالظروف الخاصة بكل بلد، ولا يمكن إغفال أن هذا المتغير ينتمي إلى محيط نقدي دولي يتسم بعدم الاستقرار بحيث تتقلب أسعار الصرف باستمرار وبالتالي يطرح العديد من الانشغالات حول مدى فعالية هذه الآلية بالنسبة للدول النامية والتي في الغالب تعتبر عملتها ضعيفة، وتشير الأدبيات المتعلقة بنظم سعر الصرف على أن هناك تأثير لأسعار الصرف على النمو الاقتصادي، ويكون ذلك التأثير إما مباشرة من تأثير سعر الصرف بالصدمات أو غير مباشرة بتأثير سعر الصرف على كل من الاستثمار، التجارة وتطور القطاع المالي، وتشير النظرية الاقتصادية أن فعالية الدول للتعامل مع الصدمات التجارية يعتمد بالدرجة الأولى على نظام الصرف المعتمد في تلك الدول الذي بدوره ينعكس على النمو الاقتصادي للبلد، ويبقى للأزمات المالية دورا هاما في التأثير على تقلبات أسعار الصرف ويعتمد هذا التأثير على اقتصاديات الدول وعلى نظام سعر الصرف المتبع، حيث كلما زادت درجة المرونة المتبعة في سياسة سعر الصرف، اتسعت المرونة المتاحة لاستيعاب الأزمة المالية

والعكس صحيح وتمكّن المرونة من استخدام السياسة النقدية بكفاءة أفضل للحدّ من الآثار التضخمية المرتبطة بارتفاع قيمة العملة المرجعية وتقلل من ضغوط المضاربات على أسعار العملات، وتحافظ على احتياطي النقد. وعلى الرغم من أن عملية الصرف تبدو ببساطة بأنها مجرد عملية مبادلة عملة بعملة، إلا أن الأمر يتطلب الكثير من الإجراءات والأطر التنظيمية، فأسعار الصرف تتقلب باستمرار وبالتالي تطرح العديد من الانشغالات حول مدى فعالية هذه الآلية بالنسبة للدول النامية والتي تعتبر في الغالب عملة ضعيفة، وقد تضمن التحليل الاقتصادي لجميع النظريات وآراء الاقتصاديين على أن الأساس في الاقتصاد هو التوازن والاستقرار وأن الاستثناء هو الأزمات المالية، ولكن وتيرة الأزمات المالية المتكررة وتلاحقها تعارض مع ذلك، وأصبحت القاعدة هي الأزمات والمشكلات الاقتصادية والاستثناء هو الاستقرار المالي، فالأزمات المالية تتعدد وتتنوع حسب مواقعها وأحداثها وأسباب حدوثها، حيث تظهر كأزمات إقليمية تصيب أسواق واسعة وغالبا ما تتحول إلى أزمات مالية عالمية كما حدث في السوق الأمريكي، ونعني بذلك أزمة الرهون العقارية، والتي اعتبرت الأزمة الأسوأ في تاريخ الأزمات المالية وقد انتشرت إلى دول العالم بسرعة كبيرة عن طريق الأسواق المالية العالمية نظرا للتكامل الاقتصادي الكبير الذي تعرفه هذه الأزمات على خلاف الأزمات المالية السابقة التي اندلعت في التسعينيات والثمانينيات والتي كان مصدرها الدول الناشئة خصوصا دول شرق آسيا ودول أمريكا اللاتينية.

## أهمية الموضوع:

يستمد الموضوع أهميته من عنوان البحث، وتتجلى أهمية الدراسة في كونها تدرس تأثير الأزمات المالية على تقلبات سعر الصرف استنادا إلى مقولة أن الدول التي تتبنى سياسة سعر صرف أكثر مرونة تتمتع بقدرة أفضل على استيعاب الآثار السلبية للأزمات المالية والعكس صحيح كما أنها محاولة للتنبؤ ببعض المتغيرات، على المدى القصير، ومهما حاولنا التنبؤ وفي حدود بحث مصغر، وإن كان التنبؤ هو هدف النموذج الاقتصادي، فنبقى بعض المتغيرات التي لم نستطع إدراجها، كما يعد موضوع البحث من المواضيع الحديثة التي يتزايد الاهتمام بها في الوقت الحاضر لما ثبت من أهمية دور الأنظمة في حدوث الأزمات المالية، لذلك فإن اتخاذ

القرار بشأن أنظمة سعر الصرف يعد من القرارات المهمة الحاسمة، لأنها ستحمل آثارها على الاقتصاد المحلي جراء التعامل مع الخارج، كما سنحاول من خلال هذا البحث معرفة آثار تقلبات أسعار الصرف على النمو الاقتصادي للدول النامية (بشكل عام).

## منهج الدراسة :

إن منهج دراستنا في هذا الجانب يعتمد على الاطلاع على عدد من المصادر المتوفرة والبحوث ذات الصلة المباشرة وغير المباشرة وكذلك من خلال الاطلاع على بعض ما نشر مؤخراً من مقالات على صفحات الإنترنت وفي مواقع متعددة بالإضافة إلى قراءتنا لواقع الحال ولكثرة ما تتناقله الأخبار والنشرات المتخصصة ونتيجة للتحليل الشخصي لمجريات الأحداث ودراسة وافية للمعايير ذات الصلة بالموضوع. وعلى هذا الأساس سوف نستخدم المنهج الوصفي والتحليلي في تحليل المشكلة و أبعاد البحث من خلال الاستعانة بالمراجع العربية والانجليزية والفرنسية والأوراق البحثية والبيانات الصادرة من الهيئات سواء المحلية أو الدولية وتحليل المعطيات المرتبطة بهذه المشكلة في الدول النامية عامة والجزائر خاصة، تم اعتماد المنهج التحليلي الوصفي للوقوف على تفاعل الأحداث التي جرت على خلفية أنظمة أسعار الصرف التي تم العمل بها، كذلك، الوقوف على النتائج المترتبة عن هذه الأنظمة مع تفسيرها بإرجاعها إلى أسبابها وضبط مختلف انعكاساتها وتأثيراتها، وأخيراً، الخصائص المتميزة بها.

## مبررات الاختيار:

إنطلاقاً من الأوضاع المالية العالمية الحالية، وبعد البحث والتشاور مع الأستاذ المشرف ارتأينا التطرق إلى موضوع كيفية مواجهة الأزمات المالية إذ أنها أنسب موضوع يستحق الدراسة في الوقت الراهن لما تتميز به من الإستمرار وعدم الإستقرار، كما أنه موضوع الساعة خاصة بعد ظهور الأزمة المالية الحالية، وإن كنا نعرف أنه خضع للعديد من التحليل، لكن أردنا أن نضفي عليه صيغة مزج بين التفسير والتحليل بالإضافة إلى أن هناك مبررات أخرى وهو محاولة إثرائنا للدراسات في الجزائر حول هذا الموضوع الحساس وهذا بعرضنا لهذه الأزمات بشكل مبسط ومحاولة التطرق إلى جوانبها المختلفة.

## الدراسات السابقة للموضوع:

بعد تصفح حقل الدراسات التطبيقية خاصة بأسعار الصرف لوحظ قلة الدراسات التي تبحث في نتائج تقلبات سعر الصرف، ولوحظ أيضا قلة الدراسات التطبيقية التي تبحث علاقة الأنظمة بالنمو رغم كثرة الدراسات التي تبحث علاقة الأنظمة بالمتغيرات الأخرى، كالأزمات المصرفية والنقدية وتدفقات رأس المال وأسعار الفائدة والسياسات المالية والنقدية.

واختبرت دراسة بعنوان Does The Nominal Exchange Rate Regime Matter? أثر أنظمة الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي وعلى تقلباتهما، وأستخدم لغرض التحليل عينة بيانات سنوية لـ 136 دولة على الفترة من 1960-1990 ، أما بيانات الأنظمة المستخدمة فهي البيانات المصنفة تصنيفا واقعيا والمطورة من قبل مؤلفي الدراسة غير أنها تعتمد على التصنيف الرسمي المعلن في إيجادها.

هناك أيضا دراسة أخرى قام بها William سنة 2006 بعنوان : To Float or Not To FLOAT ? Currency Regimes and Growth تهدف إلى التحقق من علاقة أنظمة العملة بالنمو في حالة إبعاد أثر السياسات المصاحبة لبعض الأنظمة.

## هيكل البحث :

في تحليلنا و دراستنا للموضوع، سوف نتبع تسلسلا، نعتقد أننا بهذا التسلسل نغطي الموضوع من كل جوانبه وقد نعتبره تسلسلا منطقيا، فبعد أن قسمناه إلى خمسة فصول جاءت مرتبة كما يلي : حيث يتناول الفصل الأول مفاهيم حول الأزمات المالية مستعرضين فيه أنواعها خلال العقود الثلاثة الماضية وما أسفرت عنه من نتائج، زيادة على الأسباب الرئيسية التي كانت وراء ذلك ومختلف الجوانب المتعلقة بها وارتأينا أن نلج الفصل الثاني بنماذج للأزمات المالية في دول العالم وأهم نتائجها على اقتصاديات الدول النامية وفي الفصل الثالث تطرقنا إلى أثر تقلبات سعر الصرف وكيف أن هذه التقلبات قد تكون سببا في ظهور الأزمات المالية، كما درسنا من خلال هذا الفصل مشكل الاختيار بين النظامين الثابت والمرن وكيف يمكن تفادي الأزمات المالية من خلال اختيار النظام المناسب، وأخيرا درسنا نماذج لأربعة دول نامية في مجال اختيارها لنظام سعر الصرف

المناسب لها، وبطبيعة الحال ستكون الجزائر نموذج من بين النماذج الأربعة محل الدراسة، لنصل إلى الفصل الرابع ومن خلاله تطرقنا إلى أهم موضوع للساعة وهو الأزمة المالية العالمية، حيث قمنا بتحليل شامل لهذه الأزمة و تعرفنا على مختلف جوانبها سواءا كانت أسبابا أو نتائج، أما عن الفصل الخامس والأخير فقد جاء في شكل تنمة للفصل الرابع حيث من خلاله قمنا بدراسة آثار الأزمة المالية العالمية على مجموعة من الدول النامية وفي كيفية مواجهتها لها.

### صعوبات الدراسة:

لا أحد ينكر ما يواجهه الطالب أو الباحث الجامعي من صعوبات أو معوقات وأهم الصعوبات التي واجهتنا تمثلت في الحصول على المعطيات وكان يمكن لدراستنا أن تكون أحسن لو حصلنا على بعض المتغيرات الأخرى وصعوبات أخرى تمثلت في قلة المراجع باللغة العربية بالنسبة للفصل الخامس هذا إن لم نقل بانعدامها.

### تحديد صيغة الإشكالية:

نظرا لأن الأزمات المالية أصبحت أهم موضوع يشغل الرأي العام في العالم حيث كثرت الآراء والمخاوف حول هذه الأزمات كونها معقدة ومتباينة من دولة لأخرى ولأنها ما زالت مستمرة ولم تضع أوزارها بعد وبيان تأثير هذه الأزمات المالية على الدول النامية من خلال آلية تقلبات أسعار الصرف .

والسؤال الذي يطرح في هذا السياق:

❖ ما هو تأثير الأزمات المالية على تقلبات أسعار الصرف وما هي آثار هذه الأخيرة على اقتصاديات

الدول وبالتحديد النمو الاقتصادي، وكيف تمت مواجهة الأزمة المالية العالمية في الدول النامية ؟

ولمناقشة هذه الإشكالية طرحنا أسئلة فرعية أخرى أهمها :

1. ما هو واقع الأزمات المالية في العالم ؟ وهل حقيقة أنها مجرد ردود أفعال مبالغ فيها ؟

2. ما المقصود بتقلبات أسعار الصرف ؟ وهل لهذه التقلبات انعكاسات على اقتصاديات الدول النامية ؟

3. هل يساعد نظام التعويم على دعم بنية النظام النقدي الدولي ويقلل من وقع الأزمات المالية ؟
4. ما مدى تبعية الاقتصاد الجزائري لنظام التعويم المدار وهل يشكل اليورو والدولار بديلا له بحكم العلاقات التجارية والمالية القائمة والمستقبلية بين الجزائر والاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية؟
5. وهل حقيقة أن الأزمات المالية تزداد حدة باختلاف نظام سعر الصرف المتبع أم العكس صحيح ؟
6. إلى ماذا تعود نشأة الأزمة المالية الحالية، وما مدى تأثيرها على إقتصاديات دول العالم عموما والجزائر خصوصا ؟

### الفرضيات :

ولمعالجة الإشكالية السابقة ومحاولة الوصول إلى نتائج أكثر دقة نستعين بالفرضيات التالية :

- إن الدول النامية من بين الدول الأكثر تضررا من الأزمات المالية وهذا راجع إلى العلاقات المالية والاقتصادية مع دول الأزمة، مما ينعكس مباشرة على الدول النامية والذي يمس عدة جوانب كالجانب الاقتصادي والاجتماعي والمالي مع تدهور الأسواق الناشئة من حيث أسعار أسهمها ونشاطها ونقص السيولة من العملات المحلية والصعبة من الارتفاع الحاد في الأسعار والتدني الكبير في العملة المحلية ويزداد العجز في ميزان المدفوعات وزيادة المديونية والسقوط في التبعية محقق .
- إن الأنظمة الوسيطة لسعر الصرف أكثر عرضة للأزمات المالية.
- سياسة سعر الصرف ليست أداة سياسة مستقلة لكن لابد من تناسق سياسات الاقتصاد الكلي.
- يمكن أن يكون نشوء الأزمات السابقة والأزمة المالية الحالية راجعة كلها إلى نفس الأسباب ولها نفس النتائج.
- لا توجد علاقة واضحة بين نظم سعر الصرف والنتائج الاقتصادية الحقيقية : لم تتأثر معدلات النمو الاقتصادي الكلي على الأمد المتوسط والطويل بنظام سعر الصرف.
- تختلف أدلة الواقع الفعلي فيما يتعلق بنظم سعر الصرف اختلافا كبيرا عن الأدلة الرسمية.
- تجارب سعر الصرف المعوم ترتبط بالنمو من دون أن تكون مرتبطة بالتضخم، ومع ذلك فأسعار الصرف الآخذة في الانخفاض ترتبط بمعدلات تضخم عالية وبنمو سلبي متدن.

- يمكن أن تعود نشأة الأزمة المالية العالمية الحالية إلى أزمة الرهون العقارية التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية كما من الممكن أن تشكل هذه الأزمة نقطة تحول في تاريخ الإقتصاد العالمي.
- بعد كل المراحل والأزمات التي مر بها الإقتصاد الوطني، وإنفتاحه على الإقتصاد العالمي من الممكن أن يكون تأثير الأزمة حادا جدا ويؤدي إلى ركود وكساد إقتصادي.

## أهداف الموضوع :

تحاول هذه الورقة الوصول للأهداف الرئيسية التالية:

1. معرفة الأسباب الحقيقية التي أدت إلى ظهور الأزمات المالية.
2. إبراز التحديات التي سيواجهها الإقتصاد العالمي بشكل عام والإقتصاد الجزائري بشكل خاص.
3. الإستفادة من الأخطاء التي أدت إلى نشوء الأزمات المالية ومحاولة تفادي أزمات مستقبلية قد تكون أشد وأعنف.
4. كيفية التصرف واتخاذ القرار المناسب في حالة وجودها .
5. محاولة الوقوف على مدى صحة فرضية الدراسة القائلة بوجود تأثير لتقلبات أسعار الصرف على النمو الاقتصادي للدول النامية ويعتمد هذا التأثير على نظام سعر الصرف المتبع، حيث كلما زادت درجة المرونة المتبعة في سياسة سعر الصرف، اتسعت المرونة المتاحة لاستيعاب الأزمة المالية، والعكس صحيح.
6. الوقوف على مدى تأثير سعر صرف الدينار الجزائري بتقلبات الدولار الأمريكي واليورو الأوربي.
7. التأكد من صحة المقولة التي ترى أن قوة العملة من قوة الإقتصاد التابعة له.
8. إجراء مقارنة لتحديد أفضلية نظام سعر الصرف الثابت أم نظام التعويم المدار.
9. توضيح ردة فعل الإقتصاد تجاه نظام سعر الصرف السائد.
10. أخذ العبرة واستخلاص الدروس من هذه الأزمات المالية و إيجاد الحلول وإعطاء الإجراءات الوقائية لتفاديها و اقتراح الأبعاد المستقبلية.



# الفصل الأول

## ماهية الأزمات المالية

# الفصل الأول

## ماهية الأزمات المالية

# الفصل الأول

## ماهية الأزمات المالية

## مقدمة الفصل الأول :

إجتاز العالم إحدى أسوأ الأزمات الاقتصادية في تاريخه ومرّ بتحوّلات عديدة على المستوى الاقتصادي والمالي جعلته مرغماً على التأقلم الدائم مع المعطيات الجديدة بهدف تحقيق الاستقرار، هذه الأزمات التي سادت العالم المعاصر و قضت على آمال العديد من الدول في تحسين مستوى معيشتها كنتيجة للتدهور المتزايد في شروط التبادل التجاري والإفلاس المؤجّل رهن المستقبل أو الحاضر نفسه و الذي يتجسد في ديون لا يمكن تحمّلها و لا دفعها، ولا يخفى على أحد أن أهم الأزمات التي شهدتها العالم كأزمة المكسيك وأزمة جنوب شرق آسيا و التي أثرت بشكل مباشر على الوضع الدرامي الذي تعيشه شعوب هذه البلدان بسبب انهيار أسعار عملاتها، دون أن ننسى الأزمة الأمريكية و التي تعتبر أزمة العصر، حيث من خلالها لمسنا المعنى الحقيقي لها و كان لهذه الأخيرة وقع على الحالة الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية رغم قوة و هيمنة اقتصادها، و عدم تأثر بورصات الدول العربية بالأحداث العالمية لا يعني على الإطلاق أنها على الطريق الصحيح و أن الأسواق العالمية مخطئة، وإن كانت محظوظة بعض الشيء في أنها لم تدخل إلى الإقتصاد العالمي في هذا التوقيت وإلا تعرضت لما تعرضت له هذه الأسواق من أزمات.

## المبحث الأول : ماهية الأزمة المالية

من المشاهدات الجديرة بالتوقف عندها قليلاً في ظل العولمة أنه لوحظ في عقد التسعينيات أن المزيد من التحرير المالي والمزيد من العولمة المالية يؤدي إلى حدوث أزمات مالية ذات آثار ضخمة كبيرة ، وفي الغالب تكون مصحوبة بانهيار بعض العملات الوطنية ومن ثم تغيرات شديدة وقوية في سعر صرف العملة في محل الأزمة فيما يطلق عليه أزمات سعر الصرف، كما لم تكن البنوك بعيدة عما أسفرت عنه الأحداث والتغيرات من خفض قيمة العملة الوطنية واضطرابات في سعر الصرف في عدد من البلدان وعلى رأسها أزمة المكسيك وأزمة جنوب شرق آسيا وفي صفو ذلك نحاول التعرض لأزمات أسعار الصرف، هذه الأخيرة التي طرحت العديد من التساؤلات حول مدى إمكانية الجهاز المصرفي والبنوك المركزية المحافظة على استقرار سعر الصرف و على علاقته الثابتة والمستقرة مع العملات الأجنبية الأخرى.

## المطلب الأول : نظرة تاريخية للأزمات المالية

يرجع تاريخ الأزمات المالية العالمية، والتي تضم الأزمات المصرفية وأزمات سعر الصرف إلى أواخر القرن التاسع عشر وتبلورت في أزمة الكساد الكبير في 1929 – 1933 ولذلك فهي ليست ظاهرة جديدة في الاقتصاد العالمي وخلال العقدين الأخيرين عانت كثير من الدول – سواء الصناعية أو الناشئة أو دول التحول من التخطيط المركزي السابق – من نوع أو آخر من هذه الأزمات وبدرجات متفاوتة، وخلال الفترة 1979-1997 كانت هناك أكثر من 158 أزمة سعر صرف و 54 أزمة مصرفية، وكانت أزمات أسعار الصرف الأكثر شيوعاً من الأزمات المصرفية خلال الفترة 1975 – 1986 ، بينما سادت الأزمات المصرفية في الفترة 1987 – 1997 ، وارتبط ذلك بسياسات التحرير المالي التي انتشرت خلال تلك الفترة مما دعا " كارلوس دياز الياندرو " أن ينشر مقالا هاماً في سنة 1984 أطلق عليه عنواناً " وداعاً للكبح المالي ، أهلاً بالأزمات المالية" <sup>1</sup> " Good – Bye Financial Repression , Hello Financial Crash " وقد كان على بعض دول أمريكا اللاتينية أن تُعيد هيكلة نظامها المصرفي في الثمانينيات والتسعينيات، وفي أواخر التسعينيات تدهور أداء البنوك في دول البلطيق لدرجة أدت إلى تدخل الحكومات لدعم البنوك الكبيرة وفي معظم الدول التي تحولت إلى اقتصاد السوق فإن النظام المصرفي فيها شهد خسائر ضخمة .

## الفرع الأول : المراحل التاريخية للأزمات المالية

شهد العالم منذ ستينات القرن التاسع عشر عدة إنهيارات مالية في إنجلترا باعتبارها في ذلك الزمن المركز المالي الأساسي للعالم، ولكن التاريخ الحديث لم يعد يتذكر تلك الأزمات ثم حدثت أزمات مالية حادة في أوروبا منذ أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين، حيث اعتبرت أزمة عام 1866 من أقدم الأزمات المالية التي عرفها

<sup>1</sup> - Journal of Development Economics, 19, 9, 1985 pp 1-24 .

العالم حيث تعرضت عدد من البنوك الإنجليزية للإفلاس، مما أدى إلى أزمة مالية عصفت بإستقرار النظام المالي البريطاني.<sup>1</sup>

ثم انتقلت الأزمة إلى الشاطئ الآخر من الأطلنطي حيث وقع الإنهيار المالي الذي خلف الركود الكبير في سنوات 1929 - 1933 حيث إرتبطت أسباب هذه الأزمة بالظروف العالمية السائدة حقبة ما بعد الحرب العالمية الأولى، و بالفكر الكلاسيكي السائد آنذاك. وإستمر تأثيره عشرة أعوام بعد ذلك ثم ظهرت أزمة عام 1967 بتدني معدلات النمو في اقتصاد معظم الدول الصناعية الغربية و بشكل خاص في فرنسا من خلال الإنخفاض الحاد في معدلات نمو الإنتاج الصناعي لها مما أدت إلى تدهور قيمة الفرنك و ارتفاع معدلات التضخم ثم ظهرت أزمة الديون العالمية مع بداية الثمانينات من القرن العشرين أي في ظل تحرير القطاع المالي والمصرفي وحرية حركة رؤوس الأموال، وتوسع البنوك التجارية العالمية في الإقراض لحكومات دول العالم الثالث. وقد اقترنت حركة التوسع في الإقراض بتعثر تلك الحكومات وإعلان الدول المدينة عدم قدرتها على الوفاء بأعباء الديون وخدمتها، كما فعلت المكسيك في العام 1982 وتبعها عدد من الدول مثل الأرجنتين وكندا.. ثم انهيار بورصة لندن في أكتوبر 1987... والأزمة الآسيوية التي عصفت ببلدان شرق آسيا في النصف الثاني من التسعينات بدأت بإنهيار عملة تايلاند عقب قرار تعويم العملة الذي إتخذته الحكومة والتي فشلت بعد ذلك محاولاتها في دعم عملتها في مواجهة موجة المضاربات القوية التي تعرضت لها ،<sup>2</sup> وحدث بسببها إنهيارات كثيرة في تايلندا واليابان وكوريا وماليزيا وأندونيسيا.. في كل هذه الإنهيارات كانت المسببات تختلف ظاهرياً أي السبب الذي يفجر الأزمة كان مختلفاً ولكنها كانت تشترك في ظاهرة أساسية تنتهي إليها ومن ثم يبدأ منها الإنهيار.. وهي ظهور أو بروز دين كبير يفوق طاقة الإقتصاد أو السوق.. وتتشابه أيضاً في النتائج التي تتبع ذلك وهو ترسب ركود إقتصادي ينتج عنه هبوط في الإنتاج ثم بطالة كبيرة وقد اعتبرت البطالة أخطر هذه المشاكل.

ولهذا كانت أهم المترتبات الفكرية لهذه الإنهيارات الاقتصادية هو المحاولة الجادة من قبل المفكر الاقتصادي «برنارد كينز» لمنع النتيجة النهائية وهي البطالة عن طريق تدخل الدولة تدخلاً واسعاً لخلق طلب تنتج عنه عمالة تامة ، نتج عن هذا المجهود النظري الكبير لإصلاح حال الرأسمالية ظهور نظام عالمي جديد بعد الحرب العالمية هو ما يعرف بنظام Britton Woods الذي نتج عنه قيام صندوق النقد الدولي وهدفه منع الإختلالات المالية القصيرة بين الدول والناجمة عن تقلبات سعر التبادل أو صرف العملات والتي تؤثر سلباً في دول أخرى، والبنك الدولي الذي يتدخل مباشرة بتقديم موارد مالية لخلق تنمية وإنشاء مشاريع ينعكس أثرها على سوق العمل ويساعد بهذا على خلق العمالة .

<sup>1</sup> - عبد الله شحاتة، الأزمة المالية « المفهوم و الأسباب 12 نوفمبر " الأزمة المالية العالمية التحديات وطرق المواجهة ، لقاء الخامس عشرة لمنندى الشركاء ، أكتوبر 2008 ، ص 01 .

<sup>2</sup> - عبد الرحيم حامدي ، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الفكر الاقتصادي و الإسلامي الخرطوم 2008/10/21 ، ص 03.

وأردف نظام « بريتون وودز » لاحقاً بمنظمة التجارة العالمية لمعالجة إختلال عالمي جديد وهو ميلان شروط التجارة لصالح طرف معين وظهور نتائج ذلك في دين العالم الثالث في السبعينات والذي سعت حكومة العالم لسد ثغراته بزيادة العون في عقد التنمية الفاشلة. وجاءت المحاولة الثانية الجادة لإصلاح فجوات النظام الإقتصادي العالمي بالسعي عن طريق بازل 1 و بازل 2 التي تختص بالدرجة الأولى بالإشراف والرقابة على البنوك. لتقوية النظام المالي العالمي بالتركيز على زيادة ملاءة رؤوس أموال المصارف ولكنها نسيت أمر السيولة اللازمة لهذه المصارف التي كانت تعتمد على الإستدانة التي تعتبر السبب الحقيقي لظهور أزمة أخرى وهي الأزمة المالية العالمية الحالية.

## 1. مفهوم الأزمة في الفكرين الرأسمالي والإشتراكي : لقد عرف تاريخ العالم نظامين إقتصاديين كبيرين

هما النظام الرأسمالي والنظام الإشتراكي وكل واحد منهما كون إطاراً تأسيسياً للنشاط الإقتصادي لمختلف الدول التي كانت تنتهج أياً من النظامين لكن تبقى الأزمة بغض النظر عن أسباب نشوبها و نوعيتها تهدد إستقرار كل منهما.

### 1.1 مفهوم الأزمة من المنظور الإشتراكي: يرى الإشتراكيون أنه لا وجود للأزمات في ظل النظام

الإشتراكي القاضي بالمساواة و عدم الإحتكار وتدخل الدولة التي تنظم السوق وتفرض عليه قوانين وتتفادى الأزمات قبل وقوعها ويرون أن جذور الأزمات المالية لا تقع في القطاع المالي بل في قلب نمط الإنتاج الرأسمالي نفسه، فالإنتاج في الرأسمالية لا يتم من أجل تلبية حاجات البشر ولكن من أجل الربح، وهذه العملية تتم بشكل تنافسي بين الشركات الرأسمالية، كل شركة تحاول تعظيم أرباحها ونسبة مبيعاتها في الأسواق من خلال تكثيف إستغلال عمالها ومن خلال توسيع وتطوير إنتاجها بالإستثمار في أدوات الإنتاج وهذه الطبيعة التنافسية والإستغلالية للإنتاج الرأسمالي تؤدي إلى عدد من التناقضات الجوهرية، ويقول الإشتراكيون أن الدليل على مصداقية مبادئهم الإشتراكية هو أنه بعد حصول أي أزمة مالية يجد الرأسماليون أنفسهم أمام حل واحد وهو تدخل الدولة لإنقاذ الموقف التي هي من صميم مبادئ النظام الإشتراكي مثلما حدث في كل الأزمات السابقة

### 2.1 مفهوم الأزمة في الفكر الرأسمالي: إن النظام الرأسمالي لا ينظر إلى الأزمة على أنها مصيبة كبرى

تنزل عليه من فوق، ولا على أنها لعنة تسقط عليه من الخارج، وإنما على أنها من صميم عمله وأنها مقوم من مقوماته الفكرية ودعامة من دعوماته الإيديولوجية، وقد أثبت هذا النظام بالفعل وفي مستويات متعددة أنه لا يعمل ولا ينمو إلا عبر أزمات.

وهذا لا يصدق على مظهر معين من مظاهره أو جانب معين من جوانبه وإنما يطبع مقوماته الفكرية ومؤسساته السياسية وآلياته الاقتصادية، لسنا في حاجة إلى الوقوف عند أمثلة بعينها فيما يتعلق بالتطور الفكري لأسس الليبرالية، ويكفي أن نذكر بصفة عامة بأن تلك الأسس قد عرفت عبر تاريخها أزمات قيل عندها أن الليبرالية لن تقوم لها بعد قائمة، وأن عقلانيتها وديمقراطيتها وتقدمها وإزدهارها، لن تقوى على تجاوز ما تتعرض إليه من

أزمات، إلا أن التاريخ كان يكذب هذه التوقعات، وهو لم يعمل في الحقيقة إلا على إعطاء معنى مغاير لمفهوم الأزمة لبيعه، لا ينفي هؤلاء وجود أزمات، إلا أنهم يميزون بينها حيث هناك أزمات رغم قوتها إلا أنها تسفر عن إنتعاشة وتجدد. ورغم المشاكل والمخاطر التي قد تسببها الأزمات إلى أن الرأسماليين يؤمنون بأنها شر لا بد منه<sup>1</sup>.

### 1.2.1. الأزمات المالية في النظام الرأسمالي: شهد العالم وبصورة أساسية الاقتصاد الرأسمالي العديد من

الأزمات منذ أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين و من أهمها:

#### 1. أزمة عام 1866 : حيث تعرضت عدد من البنوك الإنجليزية للإفلاس، مما أدى إلى أزمة مالية عصفت

باستقرار النظام المالي البريطاني، وتعدّ هذه الأزمة أقدم الأزمات المالية التي عرفها العالم.

#### 2. أزمة " الكساد الكبير عام 1929 : شهدت فترة ما بعد الحرب العالمية نوعا من الاستقرار النسبي في

العلاقات النقدية والمالية الدولية ، بفضل الإصلاحات التي أدخلت على الأنظمة النقدية التي كانت سائدة قبل الحرب ، ولكن هذا الاستقرار ما لبث أن اختفى مع انفجار الأزمة الاقتصادية العالمية عام 1929 ، وقد انطلقت الأزمة يوم الخميس 24 أكتوبر 1929 في بورصة وول ستريت بمدينة نيويورك بعد طرح 19 مليون سهم للبيع دفعة واحدة فأصبح العرض أكثر من الطلب فانهارت قيمة الأسهم ، وعجز الرأسماليون عن سد ديونهم فأفلست البنوك وأغلقت عدة مؤسسات صناعية أبوابها ، كما عجز الفلاحون عنه تسديد قروضهم فأضطر للهجرة نحو المدن<sup>2</sup> وفي ذلك اليوم خسر مؤشر داو جونز ( 22.6 بالمائة) من قيمته ووجد الآلاف من المساهمين أنفسهم مفلسين ، وقد تبخر ما مجموعة سبعة إلى تسعة مليارات دولار في يوم واحد، وانهارت البورصة خاسرة ( 30 بالمائة) من قيمتها في أكتوبر و 50 بالمائة في نوفمبر ، وبلغت الخسائر الإجمالية 30 مليار دولار أي عشر مرات أكثر من الميزانية الفيدرالية .

وبقي " الخميس الأسود " راسخا في الذاكرة الجماعية ويحضرها جس عام 1929 إلى النفوس كلما حدثت اضطرابات في الأسواق المالية ، وكانت هذه النكسة المالية الكبيرة مقدمة للأزمة الكبرى التي ضربت و.م.أ و أوروبا أتى ذلك رغم أن و.م.أ كانت تتمتع منذ عشرينات القرن الماضي بازدهار اقتصادي مدعوم بارتفاع في أرباح الشركات وفي أسعار أسهمها ، وبلغت بورصة وول ستريت أعلى مستوى لها في الثالث من سبتمبر 1929 والمضاربون الدين لم تكن تتوافر لهم الوسائل فكانوا ينجزون تعاملاتهم معتمدين على القروض أو من خلال إيداع سندات أخرى تشكل ضمانات ولم يكن أحد يدرك أن أسعار الأسهم في البورصة كانت تفوق قيمتها الفعلية مما جعل وول ستريت تفقد أي اتصال في الواقع الاقتصادي وقد شكل (الخميس الأسود) الذي شكل نهاية لمرحلة المضاربة وفي ربيع عام 1930 دخلت و.م.أ مرحلة انكماش مما أدى إلى تراجع الإنتاج وإفلاس البنوك وانتشار

<sup>1</sup> - عبد الرحيم حامدي، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الفكر الاقتصادي و الإسلامي مرجع سابق ، ص 04.

<sup>2</sup> احمد حيان " التجارة الخارجية والازمة المالية 2008 " الشبكة الدولية للمعلومات



البطالة , وتحولت سريعا إلى أزمة عالمية حادة للغاية هي الأخطر التي شهدتها النظام الرأسمالي ذلك بسبب ثقل الاقتصاد الأمريكي (إذ تمثل 45 بالمائة من الإنتاج العالمي).

## 1.2. أسباب الأزمة و خصائصها

### 1.1.2. أسباب الأزمة :

- قيام الحرب العالمية الأولى وما سببته من دمار في اقتصاديات تلك الدول مما أدى إلى خفض طاقتها الإنتاجية
- إدخال التصنيع في بعض الدول أثناء الحرب , و ذلك أدى لزيادة إنتاجها و إتباع سياسة إحلال الناتج المحلي محل الواردات الأجنبية ، و هذا ما أدى إلى تضيق نطاق التبادل الدولي و انخفاض معدلاته<sup>1</sup>.
- ارتباط النقد بالذهب، و عدم توافر مرونة كافية لكمية النقود اتجاه تغيرات النشاط الاقتصادي.
- وجود تفاوت في حجم الإدخارات، المتوفرة بين البلدان الرأسمالية المتقدمة المعنية، والتي تمثلت بواقف موازين مدفوعاتها، فبعضها دول ذلت فائض خارجي كاليابان وألمانيا ودول أخرى ذات عجز كالولايات المتحدة وفرنسا وإيطاليا مما يعني صعوبة اتفاق هذه الدول بصدد وضع سياسات اقتصادية أو مالية تمكن معالجة هذه الاختلالات .
- بروز أزمة ثقة للتوقعات حول مستقبل الأسواق المالية.
- استمرار عدم ثقة الأمريكيان بتحسن حالة العجز الموازنة العامة، وبالتالي اضطرار السلطات النقدية برفع سعر الخصم لأكثر مما سبق<sup>2</sup> .
- زيادة نمو السكان في الوقت الذي كانت تلك المعدلات تتماشى مع زيادة الموارد في غيرها من الدول الأوربية .
- المضاربة الوهمية، حيث ارتفعت أسعار الأسهم نتيجة الآمال وليس لان توزيعات أرباح الشركات في ارتفاع، أي أن الأسعار تتصاعد وتصل إل مستوى لا يقابل أرباح الشركات<sup>3</sup>.
- الممارسات غير الأخلاقيات التي انطوت علي الغش والخداع والتضليل من قبل فئة من المتعاملين في أسواق رأس المال وأسهمت بدور فعال في تعميق الأزمة.

### 2.1.2. خصائص أزمة 1929: تميزت هذه الفترة بمجموعة خصائص تمثلت في<sup>4</sup> :

- تسببت في زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الأمريكي بأكمله
- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا .
- عمق وحدة هذه الأزمة بشكل استثنائي، ففي و.م.أ مثلا انخفضت الودائع لدى البنوك التي أفلست مند بداية عام 1929 حتى منتصف عام 1933 أكثر من 10000 بنكا أي حوالي ( 40 بالمائة) من إجمالي عدد البنوك الأمريكية، وقد أدى هذا إلي ضياع الكثير من مدخرات المودعين، خاصة الصغار منهم .

<sup>1</sup> - أحمد فريد مصطفى وسهير محمد السيد حسن: تطور الفكر و الواقع الاقتصادي لمؤسسة شباب جامعة الإسكندرية طبعة 2000 ص 199-202.

<sup>2</sup> - عرفات تقي الحسين - التمويل الدولي طبعة 1 - دار مجدلاوي للنشر - عمان 1999 ص 202.

<sup>3</sup> - عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، جامعة عين شمس، أبو ظبي - 2002 ص 301-302

<sup>4</sup> - مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في علم النقد والمال) الجزء 2 ، الديون الوطني للمطبوعات الجامعية 1993 ص 60

-الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة في البنك المركزي لنيويورك إلى ( 2,6 بالمائة) في الفترة(1930-1933) مقابل ( 5,2 بالمائة ) سنة 1929 في البداية الأزمة كان الارتفاع في أسعار الفائدة ناجما عن تزايد الطلب علي النقود لسداد القروض لكن مع استمرار الأزمة, انخفضت الطلبات علي القروض بسبب زيادة عرض رؤوس الأموال .

وإضافة إلي هذا فانه بين سنتي 1929 و1933 انخفضت أسعار المنتجات بـ ( 45,7 بالمائة) وبصفة عامة, فقد شهدت هذه البلدان الصناعية الأساسية الستة (و.م.أ-اليابان – فرنسا- ألمانيا- انكلترا- إيطاليا) انخفاض دخلها الوطني يقدر بالنصف كما عرفت التجارة الخارجية انكماش بـ ( 40 بالمائة) مقارنة بسنة 1929 و( 74 بالمائة) مقارنة بحجمها العادي.<sup>1</sup>

- تهاقت أصحاب الودائع لبنوك التجارية لحسب ودائعهم منها وذلك لعدم ثقة الأفراد بالوضع الاقتصادي.
- اندفاع أصحاب الأوراق المالية للتخلص من السندات التي يمتلكونها.
- زيادة العرض و انعدم الطلب و أدى ذلك إلي انهيار أسعار تلك الأوراق المالية.
- اختلاف حدة وأمد الأزمة من بلد الأخر.
- ترافقها مع أزمة حادة في أسعار العملات.<sup>2</sup>

### 3.1.2. نتائج الأزمة : من نتائجها ما يلي :

\* **النتائج على المستوى الدولي :** تعمقت حدة الأزمة بشموليتها مختلف دول العالم متميزة بانخفاض الإنتاج الصناعي، ظاهرة البطالة الكبيرة، انحسار حجم التبادل الدولي، والتخلي عن نظام قاعدة الذهب في التعامل النقدي الدولي.

- **انخفاض الإنتاج الصناعي :** بعد انكماش الأسواق تراجعت أرباح المؤسسات، ولم تتمكن من التمويل الذاتي لنشاطاتها، في نفس الوقت تعسر الحصول على أموال من مصادر خارجية بسبب إفلاس المصارف وانهيار الأسواق المالية، فتوقفت المؤسسات عن الإستثمار، وقامت بتخفيض إنتاجها، أما المؤسسات الهشة فقد زالت تماما، بدوره ارتفاع أعداد البطالين، أدى إلى انخفاض الإستهلاك ومنه الطلب على المنتجات، فقل الإنتاج، كما انخفض الإنتاج الصناعي العالمي بـ 40 % من 1929 إلى 1932. والجدول التالي يوضح بالأرقام هذا الانخفاض.

**الجدول رقم 01 : الأرقام القياسية للإنتاج الصناعي من 1929-1933**

الدولة	1929	1930	1931	1932	1933
الوم أ	100	80.7	68.1	53.8	64.9
انجلترا	100	92.4	83.8	83.8	86.1
ألمانيا	100	88.3	71.7	59.8	66.8

<sup>1</sup> - محمد لخضر بن خميس، الأزمات الاقتصادية، فعلها وظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة و البلدان النامية ترجمة أمين شفير المعهد الوطني للثقافة العمالية وبحوث العمل 1995-ص73.74.

<sup>2</sup> - مروان عطوان، مقاييس اقتصادية، النظريات النقدية - دار البحث للطباعة و النشر، قسنطينة ص 197.199.

77.4	69.1	79.2	100.7	100	فرنسا
------	------	------	-------	-----	-------

المصدر: أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسن، تطور الفكر والوقائع الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص209.

- البطالة : كانت الخاصية الإجتماعية للكبرى للأزمة هي النسب العالية للبطالة غير المسبوقة من قبل، فقد بلغ عدد البطالين في الو.م.أ 16 مليون، وفي ألمانيا 7 ملايين سنة 1935. تم إحصاء 10 ملايين بطل في أوربا من 80 مليون من الفئة النشطة، عرفت الو.م.أ وألمانيا معدلات بطالة تاريخية.

#### الجدول رقم 02 : المعدلات العليا للبطالة

السنة	المعدل	الدولة
1932	% 43	ألمانيا
1933	% 29	المجر
1933	% 25	الو.م.أ
1932	% 22	بريطانيا
1936	% 8	فرنسا

المصدر: Jean-François Muracciole, Histoire Economique et Sociale du XX<sup>e</sup> siècle, Ellipses, Paris, 2002, p 148.

أما عدد البطالين فيمكن تعدادها في الجدول التالي:

#### الجدول رقم 03 : عدد البطالين (بالملايين)

السنة	ألمانيا	بريطانيا	إيطاليا	فرنسا
1930	3	1.9	0.4	0
1934	2.7	2.2	0.9	0.3
1939	0.1	1.5	0.7	0.5

المصدر: Jean-François Muracciole, Histoire Economique et Sociale du XX<sup>e</sup> siècle, Ellipses, Paris, 2002, p 148.

- تقلص التبادل الدولي: نجم عن انكماش الاستثمارات الأجنبية الأمريكية وقوع انخفاض كبير في واردات الدول المقترضة فألمانيا مثلا أصبح لزاما عليها تحقيق فائض في الصادرات بعد أن كانت وارداتها تفوق صادراتها. وذلك لكي تتمكن من دفع ما عليها من التزامات خاصة أصل التعويضات وفوائد القروض. فلجأت إلى ضغط الواردات وزيادة الصادرات قدر الإمكان، فتحول ميزانها التجاري من عجز سنة 1929 إلى فائض سنة 1930. وقد وقع في نفس المشكلة دول مدينة أخرى مثل الأرجنتين، استراليا، النمسا، الهند فاتجهت إلى تخفيض العجز في ميزانها التجاري. ومن ناحية أخرى بدأت الدول الدائنة في خفض صادراتها وفائض ميزانها، فقد انخفض فائض الصادرات الأمريكية من 1027 مليون دولار سنة 1929 إلى 333 مليون دولار سنة 1931. أدت هذه التطورات إلى انكماش حجم التجارة الدولية كما يتضح من الجدول الآتي.

#### الجدول رقم 04 : الإنتاج والتجارة في الفترة 1929-1937

93.5	89	100	التجارة الدولية
108	100	100	الإنتاج العالمي

108	81.5	100	التجارة الدولية	المواد الأولية
116	74	100	الإنتاج العالمي	
87	59.5	100	التجارة الدولية	السلع
120	70	100	الإنتاج العالمي	المصنوعة

المصدر: عبد العزيز عجمية، محمد محروس إسماعيل، التطور الإقتصادي، الدار الجامعية، بيروت، بدون سنة النشر، ص 215.

يلاحظ من هذه الأرقام أن انخفاض التجارة الخارجية كان أكبر من انخفاض حجم الإنتاج، إذ عمدت الدول المختلفة إلى فرض القيود على الواردات من السلع الإستهلاكية والنهائية، لتشجيع المصادر الداخلية، مثل الضرائب الجمركية المرتفعة ونظام الحصص والرقابة على النقد الأجنبي.

- **التخلي عن نظام قاعدة الذهب :** بعد الإنهيار المالي للنمسا وألمانيا، بدأت الثقة تنزعز في السوق البريطاني وبدأ الدائنون الأجانب في سحب أموالهم من إنجلترا ، فاضطر بنك إنجلترا إلى الدفع بالذهب، لكن في سبتمبر 1931 توقفت إنجلترا عن الدفع بالذهب وقامت بتخفيض القيمة الخارجية للجنيه الإسترليني، بهدف تشجيع صادراتها التي أصبحت تواجه منافسة شديدة، وكان خروج إنجلترا عن قاعدة الذهب من العوامل التي ساعدت على انهيار النظام النقدي العالمي الذي بناه العالم بصعوبة في العشرينيات.

وقد أدى هذا الإضطراب النقدي إلى إحكام القيود على التجارة الدولية مما أدى إلى انخفاضها وانكماشها ، وزاد من حدة الكساد.

- تعرض العديد من البنوك التجارية للإفلاس حيث تعرض 10000 بنك للإفلاس أي حوالي 40 بالمائة من إجمالي عدد البنوك<sup>1</sup>.

-انخفاض مؤشر داوجونز يوم 1929/10/28 بمقدار ( 38,3 بالمائة) نقطة أي بنسبة 12,8 بالمائة) من مستواها في ذلك اليوم البالغ 260,6 نقطة<sup>2</sup>.

توقف 25 دولة عن سداد ديونها الخارجية<sup>3</sup>.

- ظهور التكتلات النقدية : كتلة استرليني منذ 1931 وكتلة الدولار منذ1933.

- التغير في السياسة الاقتصادية من التفكير الكلاسيكي إلى التفكير الكينزي حتمية لابد منها.

- ارتفاع نسبة البطالة إلى( 8 بالمائة) بعد ما كانت ( 0,9 بالمائة) عام 1924 استمرت بالارتفاع حتى سنة 1933<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية مرجع سابق ذكره ص 100.

<sup>2</sup> أحمد فريد مصطفى وسهيب محمد السيد حسن :تطور الفكر والوقائع الاقتصادية (مؤسسة شباب الإسكندرية ) طبعة 2000 ص205.202.

<sup>3</sup> مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية مرجع سابق ص199.

<sup>4</sup> -نشأ نيجنكر -الأزمة النقدية في النظام الرأسمالي - ترجمة محمد عبد العزيز- مطبعة جامعة بغداد 1979 ص 206.204.

## 4.1.2. الأساليب المتخذة لمواجهة الأزمة (أزمة 1929):

- **طرق معالجة أزمة 1929:** سنتعرض لأهم الإجراءات التي قامت بها الدول الصناعية الكبرى آنذاك، للخروج من الأزمة وهي الو.م.ا، إنجلترا، فرنسا وألمانيا. حيث قادت الأزمة هذه الدول الليبرالية إلى التدخل باعتماد الأفكار الكينزية الناشئة.

**أولا : خطة "التحرك الجديد" new deal للولايات المتحدة الأمريكية:** هي خطة إجراءات تهدف للخروج السريع من الكساد، وتعمل على ثلاث محاور:

-**الأولوية الأولى لمحاربة البطالة :** عبر إنشاء مجموعة من الوكالات الفدرالية لتشغيل البطالين في نشاطات المنفعة العامة. كما أطلقت الحكومة عدد من المشاريع العمومية الضخمة بما قيمته 3.5 مليار دولار، إضافة إلى إنشاء وكالات محلية لإدارة وتوجيه الأشغال على المستوى الجهوي. من جهة أخرى، تدعيم الإعانات المقدمة للبطالين باحتساب أفراد عائلاتهم، حيث قدمت مساعدات الدولة لـ 20 مليون شخص سنة 1934.

- **الأولوية الثانية لمحاربة فائض الإنتاج وانخفاض الأسعار :** استهدفت الحكومة الرفع السريع للأسعار، كشرط لتجديد قدرة المؤسسات على تحقيق الأرباح.

تمثل سياسة الأسعار الجوهر الأصلي للخطة، وفي هذا المجال تم سن قانونين أساسيين يعملان على الحد من انخفاض الأسعار، الأول، متعلق بمحاولة إنعاش أسعار السلع الزراعية، من خلال تشجيع المزارعين على الإنتاج بتقديم منح مادية. الثاني، متعلق بمحاولة رفع أسعار السلع الصناعية، بحيث اقترحت الحكومة على الصناعيين والنقابات العاملة في نفس القطاع إبرام اتفاقات 'منافسة قانونية' تحدد الأجر الأدنى، تلتزم بتخفيض ساعات العمل، الحد الأقصى للإنتاج، والحد الأدنى لأسعار السلع. وفي المقابل تقدم مساحات إعلانية مجانية للمؤسسات الصناعية لتحفيز المستهلكين على شراء منتجاتهم، وبالفعل، ارتفعت أسعار السلع الزراعية بـ 15% من 1932 إلى 1934، فيما زاد الإنتاج الصناعي بـ 60% من 1932 إلى 1937، أما عدد البطالين فقد انخفض إلى 7.7 مليون شخص.

**ثانيا : تخفيض قيمة العملة في إنجلترا:** عند بداية الأزمة وانحسار التجارة الخارجية (انخفضت الصادرات بـ 46% بين 1929 و1931، حاولت إنجلترا أولا دعم عملتها بالإقتراض من الو.م.أ وفرنسا. لكن في سبتمبر 1931 قامت تعويم الجنيه الإسترليني ولم يستقر انخفاضه إلا نهاية السنة بعد أن تدني بنسبة 31%، رافق هذا انخفاض كبير لأسعار الفائدة (وصلت إلى 2%)، وقادت هذه السياسة إلى نتائج فورية، فابتداء من 1932 ارتفع الإنتاج الصناعي بـ 10%، كما انخفض معدل البطالة بـ 7%.

**ثالثا : الإقتصاد الألماني في يد النازية :** اعتمد الحزب النازي على سياسة إنعاش طوعية مؤسسة على الطلب الداخلي بدل الإستيراد فتبنت خطة أولية للإنعاش سنة 1933 بضخ النقود في الإقتصاد في شكل مساعدات مالية لبناء المساكن والأشغال العمومية الكبرى خاصة الطرق. وقد تزايدت هاته 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، وابتداءا من 1935 تبنت خطة رباعية(لمدة أربع سنوات) واستهدفت:

- تشكيل مخزون من المواد الأولية الإستراتيجية.

- رفع إنتاج الصناعات الثقيلة والصناعات الحربية.

أدى هذا البرنامج إلى نتائج معتبرة، فارتفع إنتاج الصلب ومعه الناتج المحلي الوطني بـ4.4% سنويا.

**رابعا : برنامج اليسار الفرنسي :** تبنت الحكومة برنامجا لإنعاش الإقتصاد، يعتمد على ثلاث نقاط رئيسية:

- إنعاش الإنتاج، عبر رفع المداخيل والقيام بالمشاريع الضخمة.

- تخفيض هام في ساعات العمل (دون تخفيض الأجور).

- رفض خفض قيمة العملة.

كانت نتائج البرنامج مقبولة، فقد ارتفع الإنتاج الصناعي بـ 16 % في سنة واحدة، وانخفضت البطالة بـ 18 % بين 1935-1938.

## 2. الأزمة المالية و النقدية بداية ومنتصف السبعينيات :

### 1.2. الأزمة النقدية و المالية الدولية في بداية السبعينيات :

يقوم نظام «بروتن وودز» على الصرف بالذهب و يركز أساسا على قابلية تحويل الدولار الأمريكي إلى ذهب، مع تثبيت سعر صرف العملات مقابل الدولار الأمريكي ومن هنا تصبح كل العملات مربوطة بالذهب من خلال الدولار، إلا أنه نتج عن قيام كل من سويسرا والنمسا بتقويم عملاتهما عام (1971) إلى انخفاض في قيمة الدولار مقابل هذه العملات بنسبة (6 بالمائة -8 بالمائة) لكن الولايات المتحدة بذلت جهود كبيرة لتجنب عملية تخفيض قيمة الدولار بشكل رسمي ، بالرغم من أنه كان واضحا اللجوء إلى هذا التخفيض وبتاريخ 15 أوت 1971 أعلنت الحكومة الأمريكية عن جملة من الإجراءات الاستثنائية لإنقاذ الدولار ،منها إلغاء قابلية إبدال الدولار بالذهب (الجهات الأجنبية الرسمية) و فرض ضريبة جمركية إضافية على واردات الولايات المتحدة المقدرة بـ 10 بالمائة)، وفي مؤتمر صندوق النقد الدولي المنعقد عام ( 1971) طالبت الدول الأوروبية بتخفيض قيمة الدولار وإلغاء الضريبة الجمركية الإضافية بينما كانت الولايات المتحدة تطالب هذه الدول برفع قيم عملاتها مقابل الدولار

- بهدف تفادي عملية تخفيض الدولار و المحافظة على هيئته و مكانته ، و بعد مفاوضات طويلة و معقدة داخل المجموعة (الدول العاشر)تم التوصل في نهاية عام (1971)إلى إتفاق شامل ، من أهم بنوده <sup>1</sup>:
- تخفيض قيمة الدولار لحوالي ( 8 بالمائة ).
  - رفع قيمة العملات الأخرى ،بالإضافة إلى بنود أخرى ، و لقد نتج عن تخفيض قيمة الدولار إعادة النظر في أسعار صرف عملات معظم الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي،حيث شملت 96 عملة من أصل 118 عملة عدا الأخذ بعين الاعتبار لنسب التغير في أسعار صرف عملات الدول الأخرى و أهميتها النسبية في التجارة الدولية، وتكون قيمة الدولار قد انخفضت فعلا بحوالي (10 -12 بالمائة).
  - أثرها (أزمة السبعينيات) : لقد كان للأزمة النقدية الدولية خلال السبعينيات تأثيرا بالغ الأهمية على نشاط الأسواق المالية الدولية و تتمثل أهمها في ما يلي :
  - فقدان الدولار بعض أهميته كعملة اقتصادية دولية.
  - إلغاء السعر الرسمي للذهب و التوقف عن استعماله في تسوية الالتزامات الدولية.
  - إتباع نظام أسعار الصرف العائمة و ما نشأ عنه من اضطرابات في العلاقات النقدية و المالية الدولية.
  - ومن أهم نتائج هذه التغيرات، لجوء المستثمرين إلى اختيار السندات المحررة بالعملات التي كانوا يرونها مناسبة وأفضل من غيرها، و هي تلك التي تعتبر أقل عرضة لانخفاض قوتها الشرائية مع بقية العملات.
- إن الأزمة النقدية الدولية (1971-1974) أثرت بشكل كبير على مختلف أقسام السوق المالي الدولي، الذي يشتمل على:

- سوق الودائع المصرفية.

- سوق القروض بمختلف أنواعها.

- سوق الأوراق المالية.

## 2.2. الأزمة النقدية و المالية في النصف الثاني من السبعينيات : بعد التخفيضين المتتاليين لقيمة

الدولار الأمريكي في عامي ( 1971 – 1973) تعرض صرف الدولار لتقلبات حادة في الاتجاهين صعودا وهبوطا، حتى نهاية عام 1975 لتبدأ بعد ذلك مرحلة من الاستقرار النسبي حتى منتصف عام 1977، ومن الضروري هنا الإشارة إلى إن حركات رؤوس الأموال القصيرة الأجل خاصة لعبت دورا بالغ الأهمية في التقلبات الحادة لأسعار صرف العملات فقد تأرجحت قيمة الفرنك السويسري مقابل الدولار بالانخفاض والارتفاع خلال فترة قصيرة من الزمن لا تبررها بالتأكيد تغيرت مقابلة في العلاقة بين القوة الشرائية للعملةين )،حيث أن مثل هذه

<sup>1</sup>- مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية ( البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال ) الطبعة 3 ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر 2005. ص 123 -124.

الموجات في أسعار الصرف أدت إلى خلق شعور بعدم الطمأنينة وفقدان الثقة بكل العملات ولأدل على ذلك من الارتفاع الشديد في أسعار الذهب في عامي ( 1973 - 1974 )، بذلك فإن الاستقرار المأمول في أسعار الصرف العملات لم يدم طويلا ،فمنذ منتصف عام 1977، وحتى نهاية شهر أكتوبر 1978 تعرض الدولار لسلسلة من الأزمات أدت تدريجيا إلى انخفاض قيمته مقابل العملات الأوروبية و الين الياباني لذلك فقد كان واضحا أن الدولار قد انخفضت قيمته بدرجات أكبر مما تستدعيه المقارنة الدولية للأسعار (أي التغيرات في تناسب القوة الشرائية للعملات).

### -أسبابها و أثرها :

**1- أسبابها :** إن أسباب و مبررات هذا الهبوط الكبير في قيمة الدولار تكمن في الظواهر التالية :

- تزايد فائض الميزان التجاري البياني وارتفاع معدلات التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية.
- عجز ميزان المدفوعات الأمريكية .
- تسرب رؤوس الأموال الأمريكية باتجاه الدول الأخرى فقد بلغ العجز الإجمالي الخارجي للولايات المتحدة عام 1977 حوالي 34 مليار دولار .
- لامبالاة السلطات النقدية الأمريكية تجاه التقلبات في سعر صرف الدولار أو عدم تدخل هذه السلطات للتأثير على سعر صرف الدولار.

**2- أثرها :** لقد ترتب عن انخفاض قيمة الدولار نتائج بالغة الأهمية فقد تعرضت دول أوربا الغربية لدرجة كبيرة من الضعف في قدرتها التنافسية في الأسواق الدولية ، كما أنها و بنفس الوقت عانت من آثار بسبب تدخلها المستمر في أسواق العملات لدعم قيمة الدولار بشرائها لمبالغ كبيرة من الدولارات بعملاتها المحلية ، كما أن البلدان النامية تحملت جزءا هاما من أضرار الانخفاض في سعر صرف الدولار نتيجة لتدهور معدلات التبادل لديها ، بالإضافة إلى زيادة تكلفة خدمة قروضها الخارجية نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة الناجمة عن استقرار أسعار صرف العملات الرئيسية و استفحال التضخم هذا عدا النتائج السلبية لإضطرابات العلاقات النقدية الدولية و أيضا اشتداد عمليات المضربات بالعملات و الأوراق المالية والذهب .

### 3. أزمات الأسواق المالية الدولية عامي ( 1987 – 1989 )

**1.3. أزمة الإثنين الأسود 1987 :** أطلقت الصحافة إسم الإثنين الأسود على يوم الإثنين 19 أكتوبر 1987 و يعد الإثنين الأسود الانهيار الأكثر قوة في التاريخ بعد الانهيار الذي شهده العالم يوم الخميس الأسود في 28 أكتوبر 1929.



**1.1.3. نشأة الأزمة:** في 19 أكتوبر 1987 الذي حمل أسم " يوم الإثنين الأسود" أغلق مؤشر داوجونز الصناعي عند مستوى 1738.74 نقطة مسجلا انخفاض قدره 508 نقطة بنسبة 21.6 بالمائة عن مستواه السابق 2247.04 نقطة، ويعتقد أن الإعلان عن إحصائيات التجارة المخيبة للأمال قد تسببت في حصول هذا الانهيار في يوم واحد انخفاض مؤشر داوجونز 95 نقطة، وفي اليوم التالي فقد أكثر من 57 نقطة واستمر الاضطراب في بورصة وول سترين حيث فقد في اليوم الذي يليه 108 نقطة، نتيجة اندفاع المستثمرين أفواجا ومرة واحدة لبيع أسهمهم، وسرعان ما انتشر الذعر الذي بدء في بورصة وول سترين إلى باقي بورصات العالم وسارت الفوضى في الأسواق المالية العالمية وكانت الخسائر كبيرة ففي بورصة نيويورك بلغت 800 بليون دولار بنسبة ( 26 بالمائة ) و في لندن ( 22 بالمائة ) و في طوكيو ( 17 بالمائة ) وفي فرنكفورت ( 15 بالمائة ) و في أمستردام ( 12 بالمائة ) وفي هونغ كونغ وبروسكل ( 11 بالمائة )... الخ<sup>1</sup>

**2.1.3. أسباب حدوث الأزمة في أكتوبر 1987:** في الواقع أن أزمة بورصة الأوراق المالية بدأت قبل عدة أشهر فقد كانت أسواق رأس المال في حالة غير طبيعية منذ آخر تعثر لها في 1987 عندما أخذت أسعار الفائدة بالارتفاع وبدأت قيمة الدولار بالانخفاض وقد أدخلت هذه التطورات الخوف في نفوس المستثمرين والشعور باقتراب حدوث أزمة، ولقد أدت عوامل عدة لحدوث هذه الأزمة منها:

- اندفاع المستثمرين أفواجا أفواجا لبيع أسهمهم
- قيام مؤسسات الاستثمار الكبيرة بالتخلي عن ما بحوزتها من سندات وطولها للبيع بالجملة مسببة في ذلك انخفاض أكبر في أسعار الأسهم.
- ارتفاع أسعار الفائدة طويلة الأمد تسبب في إرباك سوق السندات و أخذت أسعار الأسهم في الانخفاض.
- استمرار عدم ثقة الأمريكيان بتحسين حالة العجز في الموازنة العامة و بالتالي اضطرار السلطات النقدية برفع سعر الخصم لأكثر مما سبق.<sup>2</sup>
- كما أن السبب وراء انتشار الأزمة هو التطور الهائل و التسارع في الأنشطة النقدية و الائتمانية مع إزالة الحواجز بين الأسواق المالية و الدولية مما زاد في سعر الأزمات من سوق إلى آخر و التعامل عن طريق أحدث الوسائل و الأساليب الإلكترونية مما سهل انتقال الأزمة بسرعة من سوق إلى سوق أخرى.

**3.1.3. أثار أزمة الإثنين الأسود ( 1987 )<sup>3</sup>:** إن حدوث الانخفاض السريع الذي سجله مؤشر داوجونز والأرقام القياسية الجديدة في حجم بيع و شراء الأوراق المالية سجلت تحولا كبيرا في سلوكية البورصات مما أدى إلى حدوث تأثيرات كثيرة منها:

<sup>1</sup> - ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الاقتصادية العالمية 1986 - 1986 دار الهدى الجزائر 1990 ص 87.

<sup>2</sup> - ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 91-92.

<sup>3</sup> - ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الاقتصادية العالمية 1986 - 1986 مرجع سابق، ص 90.

- تعرض أسهم 5000 شركة تتعامل في البورصات الأمريكية إلى خسارة قدرها 490 بليون دولار وتمثلت في أكبر ضربة تتلقاها بورصة الأوراق المالية.
- إعاقة تطور الكثير من الشركات الصناعية حديثة التكوين لأن معظمها يعتمد في تمويلاتها على الاستثمار في الأسواق المال العالمية أي إصدارها لأسهم وسندات.
- انخفاض قيمة الدولار و أضعاف الثقة به.
- إيقاف التعامل مؤقتا في بعض البورصات.
- الخسارة الكبيرة في احتياطي الشركات الكبرى للدول المعنية بالأزمة.
- نظرا للتدهور الحاد في الانخفاض في القيمة المالية للأسهم.
- فقدان جزء من الادخار المحلي الذي كان يحتفظ به الأفراد والشركات.
- تعرض البنوك الدائنة إلى أزمة إفلاس.

### 2.3. أزمة 13 أكتوبر 1989: مند انهيار أسواق الأوراق المالية في أكتوبر تشرين الأول 1987 أولى أغلب

المستثمرون من الهيئات الرسمية أو الخاصة ظهورهم للبورصة الأمريكية خاصة وأن أكثر من مراقب اعتقد أن الانهيار كان بمثابة مؤشر ينبئ بمصاعب اقتصادية قادمة، تمثل فيما بعد بالانهيار الذي حدث في 13 أكتوبر 1980 .

### 1.2.3. نشأة الأزمة في أكتوبر 1989: حدثت أزمة أكتوبر 1989 إثر إعلان الحكومة الأمريكية عن

ارتفاع أسعار الجملة و التجزئة في سبتمبر 1989 نسبة (9 بالمائة ) و ( 5 بالمائة) على التوالي مع امتناع البنوك المركزية عن تخفيض أسعار الفائدة، فبدأت الأزمة يوم 13 أكتوبر 1989 عندما فقد مؤشر داوجونز حوالي 190 نقطة حيث أقل عن مستوى 2569.3 نقطة بانخفاض مقداره (7 بالمائة) عن اليوم السابق وحسب بعض التقديرات الأمريكية فإن المستثمرين قد خسروا ما يقرب من 200 بليون دولار، كما انخفض مؤشر نيكي في طوكيو حوالي 647 نقطة (1.8 بالمائة).

وفي لندن فقد مؤشر فاينتشل تايمز 142 نقطة 6.4 بالمائة و في باريس فقد مؤشر كذاك أكثر من (7 بالمائة) كما توالى أخبار فشل مجموعة إتحاد الإدارة الأمريكية في تمويل صفقات شراء أسهم الشركات الكبرى مثل شركة طيران «يوناييندايرلانيز»<sup>1</sup>.

### 2.2.3. أسباب حدوث أزمة أكتوبر 1989: إن سبب ما حدث في بورصة نيويورك عام 1989 له جانبان

الأول هو ما يعرف بأساسيات السوق والثاني هو سيكولوجية السوق، تتعلق أساسيات السوق بتراكم الديون على الشركات نتيجة موجة الاستهلاكيات المكثفة، أي تلك العمليات التي يلجأ فيها راجب الشراء إلى الاستدانة لتمويل

<sup>1</sup> - ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الاقتصادية العالمية 1986 - 1986 مرجع سابق، ص 100

الصفقة التي يرغب في تنفيذها، يضاف إلى ذلك، و على صعيد أساسيات السوق أيضا العجز في الموازنة الأمريكية والتضخم في الوقت الذي يحرص فيه بنك الاحتياط الفدرالي الأمريكي وكان الجمع بين هذه العوامل وعجز مجموعة التضخم السعري في الاقتصاد الأمريكي وكان الجمع بين هذه العوامل و عجز مجموعة اتخاذ الإدارة عن جمع المال اللازم لتمويل صفقة استهلاك أسهم شركة (بونيتد ابرلاينز) هو السبب الرئيسي للإحساس بوجود أزمة سيولة، أما سيكولوجية السوق و مهما تكون خاطئة لا تقل أهمية عن أساسيات السوق وقد أسهم هذان العاملان في سريع العوامل الأخرى مثل المتاجرة المبرمجة في الأسهم بيع عدد من الأسهم عند حد معين بطريقة البرمجة وبالتالي زيادة العرض و الإسهام في هبوط الأوراق المالية في 13 أكتوبر 1989.

### 4.3. الأسباب الحقيقية لانهايار أسواق المال العالمية عام ( 1987.1989): إن الجمع بين جملة في

العوامل السبب وراء الهزتين الكبيرتين في أسواق المال العالمية يومي الإثنين 19 أكتوبر 1987 ويوم الجمعة اليتيمة 13 أكتوبر 1989 وتعرضت بورصة وول سترين وباقي بورصات العالم إلى خسائر فادحة في أسعار أساسيات السوق وسيكولوجية، وترتبط أساسيات السوق بالعجز التوائم أي عجز الميزانية و الميزان التجاري، التي يعاني منه الولايات المتحدة الأمريكية وما ينطوي عليه من التباطؤ المتزايد في معدلات النمو الاقتصادي وارتفاع معدلات التضخم وتدهور الأوضاع الاقتصادية وانخفاض أرباح الشركات و لجوء الحكومة إلى إتباع سياسات مفهوم التكهن الذاتي الحقيقي، ومفاده ببساطة أن شائعة ما تطلق عن بنك معين تكون سببا في إفلاسه حتى ربما يتأثر نظام العمل بالحسب الآلي في البورصة أي التعامل عن طريق الحاسب الآلي حيث يقوم الحاسب البيع بناء على تعليمات سبق أن تم تغذيته بها وفي هجمة واحدة تحدث فزع شامل عن المستثمرين كما أن وجود شركات الخطف و الإغارة وكثرة المستثمرين اليابانيين في السوق جعلت أكثر تعرضا إلى تعليمات أسعار الأسهم و السندات<sup>1</sup>.

### 4. الأزمة المالية في التسعينيات :

**1.4. مظاهرها:** مع إرهاصات أزمة المديونية العالمية في الثمانينيات حدث تحول واضح في نمط التمويل الدولي في التسعينيات، فمن تمويل رسمي و خاص من حكومات و مؤسسات مالية خاصة كبرى لحكومات الدول النامية، إلى تدفقات مالية، خاصة تلك التي تُعرف بتدفقات الحافظة " Portfolio capital flows"، فقد ارتفعت التدفقات الصافية إلى الدول النامية من US\$ 98.3 billions في 1990 إلى حوالي US\$ 300.3 billions في 1998، في الوقت الذي انخفض فيه التمويل الرسمي من US\$ 56.4 billions إلى US\$ 34.7 billions خلال نفس الفترة، ويلاحظ أنه حتى أوائل التسعينيات لم تكن تدفقات الحافظة مسجلة بالدقة المطلوبة أو لم تكن لها بنود منفصلة التصنيف إلا أن ضخامة الظاهرة قد دعت إلى أفراد تصنيف خاص بها منذ ذلك الحين.

<sup>1</sup> - ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الاقتصادية العالمية 1986 - 1986 نفس المرجع السابق، ص106.

## 2.4. أسباب نمو تدفقات الحافظة إلى الدول النامية في أوائل التسعينات : يمكن تصنيف هذه الأسباب إلى

ثلاث تقسيمات داخلية و خارجية و أخرى:

### ﴿ الأسباب الداخلية (عوامل الجذب pull) :

- ارتفاع معدلات العائد علي الاستثمار المالي، و يشمل ذلك ارتفاع معدلات الفائدة (بسبب ارتفاع عائد مخاطر الإقراض بالدول النامية، على سبيل المثال ارتفعت أسعار الفائدة بالمكسيك من 14% إلى 40%) من ناحية، و ارتفاع مؤشرات البورصات بسبب المضاربات من ناحية أخرى<sup>1</sup>.
- برامج خفض وإلغاء الديون ساعدت كثيرا علي تحسين بيئة الاستثمار بالدول النامية وذلك من خلال انخفاض الاختناقات في الواردات و انخفاض الطلب علي الصرف الأجنبي.
- برامج التثبيت والإصلاح الهيكلي ساعدت كثيرا على انخفاض الطلب الكلي وعجز الموازنة العامة وتحقيق الاستقرار النقدي، هذا بالإضافة إلى أن اتباع سياسة الربط بالدولار قد زادت من احتمالات استقرار عوائد الاستثمار المالي.

### ﴿ الأسباب الخارجية (عوامل الدفع push) : انخفاض أسعار الفائدة بالأسواق المالية العالمية، فقد

- انخفضت أسعار الفائدة بالولايات المتحدة من 9% في 1989 إلي 5.5% في 1991 ثم إلى 3.5% في 1992 كما انخفضت في بريطانيا من 10% إلى حوالي 4% على الإيداعات قصيرة الأجل خلال نفس الفترة تقريبا.
- تحرير ميزان رأس المال بالدول المتقدمة و السماح بحرية حركة رؤوس الأموال.
- متطلبات تنويع الحافظة في أسواق غير مرتبطة بالدول المتقدمة كثيرا(من خلال الاستثمار بالأسواق الصاعدة Emerging Markets).

### ﴿ الأسباب الأخرى :

- الابتكارات المالية : Futures, Options, Global Depository Receipts (GDR's) and American Depository Receipts (ADR's) جميعها ساعدت على نمو الاستثمار المالي عالميا.
- تطور تكنولوجيا الاتصالات عالميا وزيادة ارتباط الأسواق في كل من الدول المتقدمة و النامية.
- عامل التقليد (عقلية القطيع) 'Bandwagon' or 'herd like' effects : لا توجد قدرات مالية لكل المضاربين على التحليل ولذا فهم يعمدون إلى اتباع خطوات كبار المضاربين وإن أدت إلى استثمارات ذات خطورة كبيرة.
- التطورات الإقليمية وتحسين مناخ الاستثمار بسبب مناطق التجارة الحرة و الاتحادات الإقليمية مثل : NAFTA و AFTA و ASIAN .
- التطورات الدولية : تقدّم مفاوضات الجات و الانتعاش المتوقع في الاقتصاد العالمي بسبب تحرير التجارة.

<sup>1</sup> - د.أيمن محمد إبراهيم هندي" التطورات النقدية الدولية خلال الثمانينات و التسعينات العلاقات النقدية والتمويل الدولي" ( 456 قصد) الأسبوع الحادي عشر (1430/ 1/8-4).

### 3.4. آثار التدفقات الحافظة: معظم الدول التي عانت من أزمات مالية خلال التسعينيات قد استقبلت تدفقات

الحافظة بكميات هائلة أدت إلى آثار اقتصادية عديدة لعل من أخطرها انخفاض سعر الصرف الحقيقي (ارتفاع قيمة العملات المحلية)، وهو ما حفّز الاستهلاك و الاستثمار في السلع الغير قابلة للتجارة و على حساب السلع القابلة للتصدير عالميا، وبمجرد حدوث الأزمة انهارت أسعار العقارات وبالتالي الديون المضمونة بهذه العقارات وبالتالي انهارت المؤسسات المالية المقرضة<sup>1</sup>، وعلى الرغم من الفوائد العديدة لتدفقات الحافظة على الدول النامية والتي من أهمها سد فجوة الصرف الأجنبي، إلا أن لها أيضا العديد من الآثار السلبية لعل من أهمها مايلي:

- عجز الميزان التجاري، وفي حالة التعقيم يزيد عجز الموازنة العامة.
- زيادة الائتمان المحلي وزيادة الضغوط التضخمية بالتبعية.
- ضياع المزايا النسبية بسبب ارتفاع القيمة الحقيقية للعملة.
- زيادة ضعف القطاع المالي.

### 5. أزمة "فقاعات شركات الإنترنت" في أواخر القرن العشرين ومطلع الألفية الثالثة :

#### 1.5. مظاهرها : عرف العالم نوعاً جديداً من الأزمات المالية بدأت حين أدرجت أسهم تلك الشركات في سوق

الأوراق المالية في الولايات المتحدة 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 في عام 2000 .

#### 2.5. النتائج المترتبة:

- انخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة وبصورة ملحوظة.
- تزامن هذا الانخفاض مع حدوث هجمات سبتمبر 2001 والتي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت.
- استمرار الانخفاض لتهدب قيمة مؤشر التكنولوجيا المرّجّح لنسداك بحوالي 78% في 2002.
- قيام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 6.25% إلى 1% وذلك لتحفيز النمو الاقتصادي نتيجة لتأثر تلك الشركات بشدة.

#### الفرع الثاني : خسائر الأزمات المالية في بعض الدول

إن الأزمة المالية في دول شرق آسيا أعادت إلى الأذهان مرة أخرى كيف يمكن لهذه الأزمات أن تتفجر مع صعوبة تقدير الآثار المتشعبة لها والتي تنتشر في شكل عدوى وبائية، حتى البنوك الأمريكية لم تسلم من الأزمات

<sup>1</sup>- د.أيمن محمد إبراهيم هندي" التطورات النقدية الدولية خلال الثمانينات و التسعينات العلاقات النقدية والتمويل الدولي مرجع سابق ص 12

ففي أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات عانى أكثر من 79 بنكا من بين 509 بنك في ولاية نيو إنجلاند من الفشل وانخفضت بشدة أسعار الأصول العقارية بحيث كان ذلك سببا في فشل أكثر من 14 % من بنوك نيو إنجلاند، ويرجع سبب الاهتمام بدراسة تلك الأزمات ومحاولة إيجاد مؤشرات تتسم بالقدرة التنبؤية لها قبل وقوعها إلى تكرار تلك الأزمات وفي فترات متقاربة من ناحية، ومن ناحية أخرى إلى الخسائر والتكلفة العالية لتلك الأزمات المتمثلة في الخسائر من الناتج المحلي الإجمالي، وقد قدر البنك الدولي الخسائر الناجمة من تلك الأزمات بحوالي 15 % من الناتج المحلي الإجمالي<sup>1</sup> تفاوتت من دولة لأخرى وتجاوزت 25 % في بعض الحالات ( الأرجنتين ، شيلي ، كوت ديفوار )، ولقد ظهرت كتابات عديدة ودراسات مختلفة سواء من البنك أو صندوق النقد الدوليين أو بنك التسويات أو الباحثين الاقتصاديين المهتمين بدراسة هذه الظاهرة ومعرفة أسبابها وكيفية وضع نظم للتنبؤ بها قبل حدوثها بوقت مبكر حتى يمكن اتخاذ الإجراءات أو السياسات المضادة لمنع أو تجنب حدوثها أو تقليل الخسائر منها إلى أدنى مستوى إن لم يكن من الممكن تفادي وقوعها.

## المطلب الثاني : تعريف الأزمة المالية Financial crise

1. **مفهوم الأزمة Crise** : تعرّف الأزمات Crises بأنها اضطراب فجائي يطرأ على التوازن في أحد الأنشطة الاقتصادية أو في مجمل النشاط الاقتصادي في بلد ما أو عدة بلدان، وتطلق بصورة عامة على الخلل الناشئ من اختلال التوازن بين العرض والطلب ( الإنتاج والاستهلاك )، ويستعمل الاقتصاديون الغربيون في بعض الأحيان اصطلاح الدورة الاقتصادية Cycle بدلا من كلمة Crises التي تدل على الأزمة ، يمثل الفرق بين الاصطلاحين، أن الأزمة تدل على الاختلال أو الاضطراب في مرحلة زمنية أو مكانية معينة ، في حين تدل الدورة Cycle على انتظام حصولها بصورة متعاقبة ضمن الظواهر الطبيعية لها، مما يعني ذلك أن حصول الأزمات تمثل حالة متوقعة الحصول في النظام الرأسمالي وتمثل أحد مظاهره الطبيعية<sup>2</sup>.

## 2. مفهوم الأزمة المالية Financial crise :

\* **المفهوم العام** : إن صياغة مفهوم دقيق للأزمة المالية ليس بالأمر الهين ، وهكذا بالرغم أن العديد من المؤلفين قد حاولوا وصف النتائج الوخيمة لمثل هذه الأزمات ، لكن نجد أن القليل منهم فقط قد حاولوا إعطاء تعريف محدد و مضبوط لهذه الظواهر ، وتبيان طبيعتها.

لكن بالرغم من قلة الأهمية الموكلة لصياغة تعريف دقيق لمفهوم الأزمة المالية سنحاول رفع الإلتباس الذي يحيط بهذا المفهوم، وذلك من خلال التطرق لبعض التعاريف القليلة المقترحة ، فإستنادا لكتاب **Cours d'économie politique** عرف " E.Barthalon " الأزمة المالية " أنها عبارة عن نموذج أو تغير كبير تعرفه كل أو بعض قيم

<sup>1</sup> - IMF " World Economic Survey 1998" pp 78

<sup>2</sup> - السيد البدوي عبد الحافظ" ادارة الاسواق والمؤسسات المالية ، نظرة معاصرة " دار الفكر العربي 1999 ص30

المتغيرات المالية التالية : عرض السندات والأسهم ، أسعارها، الطلب على القروض ، حجم الودائع البنكية وسعر الصرف. "

ومن ثم فمصطلح الأزمة المالية يقترن بتغير ( انخفاض ) معتبر لقيم هذه المتغيرات المذكورة آنف ، فإسنادا لكتاب "panies and crashe" " C. Kindelberger " يقترح " E.Barthalon " تعريف ثاني للأزمة المالية والتي يعتبر أنها عبارة " إرتفاع شديد وسريع في الطلب عن النقود لأغراض احتياطية " ، ومن أخرى يقترح " Eichengreen " و " Portes " تعريفا آخر فاستنادا لهذين المؤلفين، فالأزمة المالية هي " إضطراب أو اختلال يصيب الأسواق المالية ويتميز بإنخفاض معتبر في أسعار الأصول وعدم الملاءة أو عدم قدرة المدينين والوسطاء على الدفع، وينشر هذا الاختلال على شكل تفرعات عبر النظام المالي ، متبثاً أو مبطلا قدرة الأسواق على تخصيص رؤوس الأموال في الإقتصاد بشكل فعال ، في حالة أزمة مالية دولية، يتعدى الإضطراب الحدود الوطنية مما يعيق، وبشكل كبير قدرة التخصيص الدولي لرؤوس الأموال من طرف الأسواق المالية. "

كما قال " F.S Mishkin " بصياغة تعريف للأزمة المالية مؤكدا فيه على دور ونوعية وكيفية توزيع المعلومات في مثل هذه الأزمة، هكذا فحسب " Mishkin " فالأزمة المالية هي " عجز الأسواق المالية على توفير رؤوس الأموال اللازمة للمستثمرين ، أصحاب المشاريع الأكثر مردودية ويعزى هذا العجز بما يسمى بالانتقاء العكسي " " Selection adverse والخطر الخلفي " aléa moral " ، ويجدر بنا أن نشير أن الانتقاء العكسي يتمثل في كون أن المستثمر صاحب المشروع الأكثر خطرا هو الذي تكون له حظوظ أوفر في الحصول على قروض من عند البنوك، أما الخطر الخلفي فيتمثل في كون المدين، وبعد التعاقد والحصول على قرض من عند البنك قد يباشر ممارسة نشاط معين آخر من شأنه رفع احتمال عدم القدرة على الدفع ومن ثمة عدم استرجاع البنك لأمواله.<sup>1</sup>

من كل هذا يمكن الخروج بتعريف شامل للأزمة المالية وهي ان الأزمة المالية يمكن تعريفها على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم و السندات، و كذلك اعتمادات الودائع المصرفية، و معدل الصرف، هذا الاختلاف في تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع و الانخفاض يستلزم فترة طويلة لتفسيرها.<sup>2</sup>

كما يمكن القول بأن الأزمات المالية هي انهيار في الأسواق المالية مصحوب بفشل عدد كبير من المنظمات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي<sup>3</sup>، ووجود الأزمة المالية لدليل على التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية الذي ينعكس

<sup>1</sup>-Fredric Mishkan , "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in EmegingMarket Countries" A Paper of the NBER Conference ,Economics of Financial Crises in Emerging Market Countries, Woosstock, Vermont, Oct19 -21 2000 .

<sup>2</sup>- Barthalon Eric, Crises financières: Revue problèmes économiques, n° 2595 , 1998

<sup>3</sup>- السيد البدوي عبد الحافظ " ادارة الاسواق والمؤسسات المالية ، نظرة معاصرة "مرجع سابق" ، ص 37.



سلبًا في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم مما ينجم عنه آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيها بين الأسواق المالية الدولية<sup>1</sup>.

الأزمة المالية بالتعريف هي الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول ، والأصول إما رأس مال مادي يستخدم في العلمية الانتاجية ، مثل الآلات والمعدات أو الأبنية وإما أصول مالية ، و هي حقوق ملكية لرأس المال المادي ، مثل الأسهم وحسابات الإيداع مثلاً ، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية ، وهذه تسمى مشتقات مالية ، ومنها العقود المستقبلية ( للنفط أو للعملات الأجنبية مثلاً ) فإذا انهارت قيمة أصول ما فجأة ، فإن ذلك قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها .

قد يحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار فقاعة سعرية مثلاً والفقاعة المالية أو السعرية أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحياناً ، هي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية .

السعر الحقيقي طبعاً هو مجموع القيم الحالية للعائد المستقبلي المتوقع للأصل ، كعوائد السهم أو السند أو العقار في المستقبل مثلاً ، فلنأخذ منزلاً إيجاره الشهري ( 400 دينار ) مثلاً ، لكن قيمته في السوق مليون دينار ... غير معقول ! لكن هذا بالضبط ما تسببه الفقاعة، فمن علامات الفقاعة إذن بيع وشراء الأصول بحثاً عن الربح الرأسمالي المتوقع ( التصاعد في القيمة السوقية للمنزل ) وليس بناء على العائد المنتظم أو غير المنتظم لتلك الأصول ( الإيجار الشهري للمنزل على سبيل المثال )، والفقاعة تنشأ عندما تصب أموال على أصول أكثر مما تبرره عوائدها كما يحدث في عملية المضاربة .

**\*المفهوم الخاص :** هي الوضع الذي تتدهور في ظلّه كفاءة النظام المالي والمصرفي في أداء وظيفته الأساسية في تحويل الأرصدة المالية من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض مالي (مدخرات مثلاً) إلى الوحدات الاقتصادية التي تحتاج إلى تلك الأرصدة، ويقترن هذا التدهور بانتشار حالات الذعر المالي (الذي يسبب تدهور أسعار الأصول المالية ، ولاسيما الأسهم) والذعر المصرفي (والذي يسبب سحب واسع النطاق للودائع من البنوك) وإفلاس كثير من المؤسسات الاقتصادية (بسبب ارتفاع حجم القروض المعدومة) ، مع تدهور قدرة المؤسسات المالية ولاسيما المصارف وشركات الاستثمار وشركات الأوراق المالية على الوفاء بالتزاماتها، فتنتشر حالات الفشل والإفلاس المصرفي والمالي على نطاق كبير، وهذا يسبب انخفاض حجم التمويل المتاح للاستثمار الحقيقي ، فينخفض حجم النشاط الاقتصادي ، ويزداد معدل البطالة.

فعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي<sup>2</sup> مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملائمة الائتمانية للمقترضين، وعندها يحدث انخفاض في قيمة العملة، مؤدياً إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج، كما يلاحظ

<sup>1</sup> - عرفان تقي الحسني "التمويل الدولي" مرجع سابق، ص 99 .  
<sup>2</sup> - عرفان تقي الحسني "التمويل الدولي" مرجع سابق" ص 200.





**المصدر : La : Les crises financières Rapport Robert Boyer Mario Dehove et Dominique Plihon • Documentation française. Paris, 2004p86**

من الشكل يتضح لنا أن نشوب أزمة مالية سببه وجود خلل في المؤشرات الاقتصادية وأداء الجهاز المصرفي وضعف الدور الإشرافي الذي يمارسه البنك المركزي على النظام المالي ككل، فوجود عجز متنامي في الميزان التجاري وانخفاض كبير في الإنتاجية يدفع بالمضاربين إلى زيادة مضاربتهم على العملة المحلية وذلك خاصة إذا كانت العملة لا تعبر عن حقيقة الوضع الاقتصادي وخير مثال على ذلك هو ما حدث في دول جنوب شرق آسيا حيث كانت قيمة عملاتها المحلية لا تتناسب مع وضعياتها الاقتصادية ولا تعكس العجز الحاصل في الميزان التجاري والإنخفاض الكبير في الإنتاجية الناتج بالأساس عن التوسع في الائتمان لصالح الأنشطة غير المنتجة كبناء المكاتب الإدارية الضخمة والمضاربة في البورصة، الأمر الذي نتج عنه تشبث المضاربين من أجل بيع هذه العملات في ظل تحرير كامل للسوق المالي، حيث لم يتبق أمام هذه الدول إلا تخفيف قيمة العملة المحلية أو رفع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية المقومة بالعملة الأجنبية لتحويلها للعملة المحلية، وبهذا يزيد الطلب عليها مما يقلل من حدة المضاربة عليها وكلا الحليين له آثار سلبية على مختلف القطاعات الاقتصادية، فتخفيض قيمة العملة المحلية له تأثير سالب على السوق المالي و البنوك و المؤسسات الاقتصادية، فهو يدفع المستثمرين الأجانب و المحليين للتنازل عما يمتلكونه من أسهم وسندات من أجل الحصول على العملة المحلية بغرض تحويلها إلى عملة أجنبية، مما يزيد من إنخفاض قيمة العملة المحلية و يتسبب في حدوث إنخفاض حاد في أسعار الأسهم وهذا معناه إنخفاض حاد في القيمة السوقية لصافي حقوق الملكية للشركات المصدرة لهذه الأسهم، و يرفع الدين الخارجي و لاسيما الدين القصير الأجل الممنوح للقطاع الخاص الأمر الذي يتسبب في إفلاس هذه الأخيرة (مؤسسات) و كذلك البنوك فمثلا أدى تخفيض قيمة العملة في تايلاند إلى زيادة الدين الخارجي للقطاع الخاص من 73 مليار دولار إلى 89 مليار دولار مما أدى إلى إفلاس الكثير من البنوك والشركات التمويلية والمؤسسات الاقتصادية ودفع بالبنك المركزي إلى غلاق نصف شركات التمويل، وكذلك الارتفاع الكبير في أسعار الفائدة على الودائع المصرفية المقومة بالعملة المحلية له آثار سلبية، بحيث يحث المستثمرين على تحويل فوائضهم المالية أو استثماراتهم من الأسهم إلى ودائع بنكية أين يتوفر عائد أكبر وبأقل درجة ممكنة من المخاطرة. كما أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية المقومة بالعملة المحلية يضر بالبنوك لأنه يرفع تكاليف إعادة التمويل بالنسبة لها ويعرضها لمخاطر إعادة التمويل وهذا ينعكس سلباً على تكاليف تمويل المؤسسات الاقتصادية.

## المبحث الثاني: أسباب الأزمات المالية

لقد كان للأزمات المالية وقع وأثر كبيرين على اقتصاديات البلدان، إذ أنها غالبا ما سببت تدهورا حادًا في الأسواق المالية، نظرًا لفشل الأنظمة المصرفية المحلية في أداء مهامها الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم، وبالتالي التأثير السلبي على قطاعات الإنتاج والعمالة، وما ينتج عنه من إعادة توزيع للدخول و الثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية ككل.

## المطلب الأول : أسباب الأزمات المالية كما أوردها FMI

كانت اقتصاديات دول شرق آسيا قبل أزمة جويلية 1997 نموذجا للكثير من الدول النامية نظرا لما حققته من نمو سريع لتمكّنها من تحسين المستوى المعيشي لأفرادها، ولانتهاجها لسياسات ضريبية عقلانية، وتمكّنها من تحقيق معدلات مرتفعة في الادخار الخاص، وأمام هذا التفوق لم يكن المستثمرون الأجانب يقدّرون جوانب الضعف في هذه الاقتصاديات، وبالتالي لم يكن يتوقع أحد بأن هذه الدول سوف تشهد أكبر أزمة مالية بعد الحرب، كذلك أمام هذا النجاح لم يتخذ صانعو القرارات السياسية الاقتصادية أية إجراءات بمجرد ظهور خلل. إن زيادة التدفقات التي نجحت هذه الدول في جلبها أدت للزيادة في الطلب على السياسات والمؤسسات التي تحمي قطاع المالية ولم تتمكن السياسات والمؤسسات الموجودة آنذاك من مواجهة هذا الطلب المتزايد، وبظهور الأزمة انكشفت العيوب الأساسية للسياسات التي كانت سائدة<sup>1</sup>.

- يساهم في الشعور بالاحباط الشديد لدى المستثمرين الأجانب والمحليين العديد من العوامل قد تكون داخلية وقد تكون خارجية ويمكن تلخيص هذه العوامل في مايلي:

### 1. العوامل الداخلية :

- تراكم الضغوطات التضخمية التي تترجم بعجز خارجي والتضخم في أسعار العقارات وفي قيم الأوراق المالية.
- اللجوء لنظام سعر الصرف المثبت وتحديد مستوى سعر الصرف غير ممكن تدعيمه مما يعرقل السياسات النقدية في مواجهة الضغوطات التضخمية، ومن ناحية ثانية يضمن قيمة التبادل منسجما بذلك الاقتراض الخارجي، وبالتالي يعرّض قطاع المالية والشركات لمخاطر العملة الأجنبية.
- الضعف في تطبيق قوانين الأمان والرقابة دون المستوى للأنظمة المالية، إلى جانب تدخل الدولة المباشر في عمليات الإقراض، كل هه العوامل تؤثر سلبا على محفظة القروض المصرفية.
- عدم توفر المعطيات بشكل واسع وضعف الشفافية، يعيقان المتعاملين في السوق في الإلمام بأساسيات الاقتصاد.
- كذلك مما يزيد في حدّة أزمة الثقة، مشاكل الحاكمية والمخاطر السياسية التي تُثني المقرضين عن منح قروض قصيرة الأجل وتؤدي إلى انخفاض في العملة وسوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، إشراف الدكتور تومي صالح جامعة الجزائر، 2004 ص 48 .

## 2. العوامل الخارجية :

- إن المستثمرين الدوليين أثناء سعيهم وراء العوائد المرتفعة في الدول النامية لم يقدّروا المخاطرة في هذه الأسواق حق تقديرها.

- نظرا لتثبيت أسعار الصرف في معظم دول شرق آسيا بالدولار الأمريكي, فإن تأرجح كبير في معدل سعر الدولار مقابل الين يزيد من حدة الأزمة عن طريق التغيير في المنافسة الدولية .

- كذلك يساهم المستثمرون الدوليون خاصة البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية, إلى جانب المستثمرين المحليين والمقيمين الذين يحاولون حماية أنفسهم من تعرض عملتهم الأجنبية للتدهور في الضغط على العملة نحو الانخفاض.

- لاحتواء الخسائر الاقتصادية الناتجة عن الأزمة اتخذت الدول المعنية<sup>1</sup> إجراءات تصحيحية, وقد قدّم صندوق النقد الدولي في نهاية 1997 وبداية 1998, 36 بليون دولار أمريكي لمساندة برامج التصحيح في الدول الأكثر تأثراً بالأزمة كإندونيسيا, كوريا وتايلاند, إلا أن تردد السلطات في هذه الدول للقيام بالتصحيحات, وأخذ الإجراءات الضرورية لإعادة الثقة في السوق أدى إلى الانخفاض في العملة وسوق الأوراق المالية, وبالتالي ازدادت الأزمة حدة. إن هذا التجاوز في السوق المالية زاد من هلع المستثمرين وزاد من صعوبات قطاع المالية والشركات, كما ارتفعت قيمة الدين الأجنبي بالعملة المحلية<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني : أسباب الأزمات المالية حسب Mishkin

دراسات أخرى حاولت تفسير أسباب الأزمات المالية, فلا يمكن إرجاعها إلى سبب أو سببين, فهناك جملة من الأسباب تتظافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية, ويمكن تلخيص أهم هذه الأسباب فيما يلي :

1. **إضطرابات القطاع المالي :** شكّل التوسع في منح الائتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية في حالة دول جنوب شرق آسيا<sup>3</sup>, فلقد شهد القطاع المالي في تلك الدول خلال حقبة الثمانينيات والتسعينيات توسعا كبيرا تواكب مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبت المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم دور القطاع المالي في الاقتصاد<sup>4</sup>.

فالتوسع في منح الائتمان أدى إلى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية كما في حالة الأزمة المالية في كوريا الجنوبية أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو

<sup>1</sup> Phillipe D 'Arvisenet –Jean Pierre Petit « économie Internationale- la place des banques » collection :institut technique de banque1999- p145-146

<sup>2</sup> عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي, "العولمة المالية وإمكانات التحكم" الإسكندرية دار الفكر الجامعي 2003 ص92.

<sup>3</sup> الدكتور ناجي توني " الأزمات المالية " إصدارات جسر التنمية العدد 29 ص5.

<sup>4</sup> [http://www.alaswaq.net/save\\_print.php?save=1&cont\\_id=19225](http://www.alaswaq.net/save_print.php?save=1&cont_id=19225)

الصناعي أو التجاري كما حدث في حالة الأزمة المالية في تايلاندا, ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية، حصول انتعاش كبير في منح القروض, ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب بل شملت أيضا الدول الصناعية مثل فنلندا والنرويج والسويد واليابان والولايات المتحدة، وعن دراسة قام بها Mishkin عام 1994 أن من الدلالات الظاهرة والقوية التي تسبق حدوث الأزمات المالية، انهيار سوق الأوراق المالية بصورة متكررة كما حدث في فنزويلا في بداية التسعينيات.

❖ **عدم تلاؤم أصول وخصوم المصارف :** أدى التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف خصوصا من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كافي من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة الحاضرة والعاجلة (أسعار الفائدة العالمية) مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة عالية وسعر الصرف ثابت، مما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج, وقد يتعرض زبائن المصارف كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية وعدم التلاؤم أيضا بالنسبة لفترات الاستحقاق<sup>1</sup>.

❖ **التحرر المالي :** إن التحرر المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للمصارف والقطاع المالي قد لا يستطيع العاملون في المصارف تقييمها والتعامل معها بحذر ووقاية, كما أن التحرر المالي يعني دخول مصارف أخرى إلى السوق المالي مما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية, لاسيما في أنشطة ائتمانية غير مهياة لها وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها المصرف وبدون الإعداد والتهيئة الرقابية اللازمة قبل التحرر المالي, فإن المصارف قد لا تتوفر لها الموارد أو الخبرات اللازمة للتعامل مع هذه النشاطات والمخاطر الجديدة.

ومن الأزمات المالية التي تساهم في التحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر في حدوثها نذكر الأزمات المالية في البرازيل وتشيلي وإندونيسيا والمكسيك وفنزويلا وبعض الدول الإسكندنافية وكذلك الولايات المتحدة الأمريكية.

❖ **ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي:** تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والاجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات, خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف الائتمانية, كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأس مال المصرف, وتُظهر الدراسات المتعلقة بالدول التي تعرضت لأزمات مالية أنه في أكثر من 28 دولة كان نقص الرقابة المصرفية الفعالة سبباً مباشراً في حدوث الأزمة, حيث يؤدي نقص الرقابة إلى التقييم غير الدقيق وغير الكافي للمخاطر الائتمانية وتركيز المخاطر في مجال واحد كالتوسع في منح القروض العقارية والاستهلاكية كما حدث في الأزمة الكورية.

<sup>1</sup> - الدكتور ناجي توني " الأزمات المالية " مرجع سابق ص 5

**2. تشوه نظام الحوافز:** إن ملاك المصارف والإدارات العليا فيها لا يتأثرون ماليًا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلاً إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصاً عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عن مقدرته، كما حدث مثلاً في كوريا وكولومبيا والأرجنتين وسنغافورة وهونج كونج، وقد دلّت التجارب العالمية أيضاً على أن الإطارات العليا في المصارف وقلة خبرتها، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية وأن عملية تعديل هيكل المصرف وتدويل المناصب الإدارية، لم تنجح في تفادي الأزمات المالية أو الحد من آثارها لأن نفس الفريق الإداري ظلّ في مواقع اتخاذ القرارات بحيث لم يحدث تغيير حقيقي في الإدارة وطريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان، ودلّت التجارب كذلك على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في أن تخفي الديون المعدومة للمصرف لسنوات وذلك نتيجة الضعف في الرقابة المصرفية المعدومة للمصرف لسنوات، وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها.

### 3. عدم استقرار الاقتصاد الكلي :

❖ **التقلبات في شروط التبادل التجاري :** إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون، كما تشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية شهدت انخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة، وشكّل انخفاض شروط التجارة سبباً رئيسياً للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، حيث الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه<sup>1</sup>.

❖ **التقلبات في أسعار الفائدة العالمية<sup>2</sup>:** وهي تعتبر أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها، ويقدر أن ما بين 50-67% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينيات كان سببها التقلبات في أسعار الفائدة العالمية.

### المطلب الثالث : أسباب الأزمات المالية حسب Barry Jhonston

**1. عدم تماثل المعلومات : Non – Asymetric Information:** إن أحد وأهم العوامل الأساسية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي والإسهام في حدوث أزمات مالية ومصرفية هي مشكلة عدم تماثل المعلومات، وهي تعبر عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين في النواحي المالية لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب

<sup>1</sup> [http://www.alaswaq.net/save\\_print.php?save=1&cont\\_id=19225](http://www.alaswaq.net/save_print.php?save=1&cont_id=19225)

<sup>2</sup> فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر 1998-1999 ص 207

على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة، كما يترتب عليها تزايد المخاطر المعنوية، في نفس الوقت تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد المجاني Free Rider حيث لا يستطيع من لديه المعلومات منع الآخرين من الاستفادة منها، كل ذلك ممكن أن يعوق التشغيل الكفاء للنظام المالي والمصرفي وانتشار ما يسمى سلوك القطيع وانتشار العدوى أو تفشيها (سريان الإشاعات) <sup>1</sup>.

**2. التقلبات الاقتصادية الكلية العنيفة :** إن الطبيعة الخاصة للبنوك تجعلها شديدة الحساسية للتغيرات الكبيرة التي تحدث في الأسعار وفقدان الثقة، وذلك بالإضافة للعوامل الخارجية مثل تقلبات شروط التبادل الدولي وتقلبات أسعار الفائدة العالمية والآثار المترتبة عليها من تحفيز انتقال رؤوس الأموال وتغير أسعار الصرف فتقع البنوك في المشكلات سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، بجانب ذلك هناك المتغيرات المحلية مثل معدلات التضخم ومستوياتها ومدى تقلب الأسعار المحلية<sup>2</sup>.

**3. التوسع الكبير في الإقراض وانهيار أسعار الأصول :** هناك ثلاث براهين رئيسية توفر الدليل على صحة هذه المقولة، إن كلاً من التزايد الكبير في عمليات إقراض البنوك وانهيار أسعار الأصول المالية كانت تسبق عادة الأزمات المصرفية، كما أن الاقتراديات الناشئة والتي كانت من أكبر المتلقين للتدفقات الصافية من رأس المال الخاص كانت من بين أكبر الاقتراديات التي شهدت نمواً كبيراً في قطاعاتها التجارية والمصرفية، وأخيراً فإن جزءاً كبيراً من التدفقات التي تدفقت على المنطقة في التسعينيات يمكن اعتبارها من العوامل التي بُني عليها تفاؤل أكثر من اللازم حول آثار سياسة الإصلاح الاقتصادي التي قامت بها الدول المضيفة.

**4. تزايد التزامات البنوك مع عدم تناسق آجال الاستحقاق Miss-match mature :** إن من مؤشرات العمق المالي للاقتراديات المتقدمة والناضجة هي ارتفاع نسبة النقود (بمعناها الواسع) للنتائج المحلي الإجمالي ولكن ليست كل هذه الزيادات حميدة، فإذا كان معدل تزايد التزامات البنك عالياً وسريعاً مقارنة بحجم البنك بالنسبة للاقتصاد القومي وأرصدة الاحتياطيات الدولية، وإذا ما اختلف تكوين هيكل أصول البنك عن هيكل التزاماته من حيث السيولة ومواعيد الاستحقاق، وإذا كان رأسمال البنك و/أو أرصدة الديون المشكوك في تحصيلها غير كافٍ لمواجهة تقلبات أصوله، وإذا كان الاقتصاد القومي معرضاً لصدمات كبيرة من عدم الثقة، فإذن يمكن اعتبار كل ذلك بمثابة وصفة لتزايد هشاشة النظام المصرفي.

**5. عدم التحضير الكافي للتحريم المالي :** أصبح التحريم المالي قضية مسلم بها ولا يشكك في فائدتها للدول النامية إلا عدد قليل من الدارسين، إلا أن التحريم المالي يستحدث أوضاعاً جديدة لم يتعود عليها النظام المصرفي في السابق وما لم يكن هناك ما يقابلها من احتياطات وإجراءات كافية يمكن أن تحدث أزمة للبنوك، فحينما يتم تحرير سعر الفائدة تفقد البنوك الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل أسعار الفائدة المدارة التي كانت تجعل سعر

<sup>1</sup> Barry Jhonston, Jingqing Chai and Liliana Scumacher, "Assesing Financial System Vulnerability" IMF Working Paper wp/00/76 April 2000.

<sup>2</sup> د. عبد النبي إسماعيل الطوخي "التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة" كلية التجارة - جامعة أسيوط جمهورية مصر العربية على خط الانترنت : [www.kantakji.com/fiqh/Files/Manage/104.doc](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Manage/104.doc)



الفائدة على الآجال القصيرة أقل من الآجال طويلة الأجل، ومع رفع القيود على منح الائتمان يزيد الطلب - الذي كان في حالة ترقب - في القطاعات التي تم تحريرها مثل العقارات وأنشطة السندات، كما أن خفض نسبة الاحتياطي يسمح للبنوك أن تلبى تلك الطلبات المتزايدة، في ظل هذه الأوضاع ومع بقاء المسؤولين عن منح الائتمان في ظل سياسة الكبح المالي هم أنفسهم المسؤولون في ظل سياسة التحرر لن تكون لديهم الخبرة الكافية لتقدير مخاطر الائتمان.

**6. التغلغل الحكومي والقيود المطاطة حول القروض المرتبطة بها :** يلعب كل من العاملين دورا هاما في خلق الأزمات المصرفية لأنها تسمح بتدخل الأهداف السياسية للحكومة أو أصحاب المصالح الخاصة في كل نواحي العمليات المصرفية وتؤدي إلى تدهور معدلات الربحية والكفاءة.

وتخضع القروض التي تمنحها البنوك المملوكة للدولة ( القطاع العام ) لتوجيهات حكومية إما بشكل مباشر أو غير مباشر أكثر من تلك التي تتعرض لها البنوك الخاصة، فقد أنشأت معظم البنوك العامة لتخصيص القروض لقطاعات معينة وغالبا ما كانت الجدارة الائتمانية لهذه القطاعات أو هؤلاء المقترضين محل اهتمام أو تلقى وزنا كبيرا عند منح الائتمان، وبذلك تصبح تلك القروض التي تمنحها البنوك العامة مصدرا لدعم حكومي لمساعدة مشروعات متعثرة، فضلا عن ذلك ولأن هذه البنوك لاتواجه منافسة وتتمتع بوضع احتكاري فإن الحكومة تقوم بتغطية خسائرها وأحيانا ما تكون محمية من قواعد ونظم الإفصاح المالي ولا يوجد لديها الميل للابتكار أو تشخيص مشاكل القروض في مراحل مبكرة وعادة ما يكون أداءها أقل كفاءة من نظيراتها من البنوك الخاصة.

**1. ضعف النظم المحاسبية والإفصاح والأطر القانونية :** إذا كان الهيكل المؤسسي الذي تعمل في إطاره البنوك هشاً أو ضعيفا فإن أداء البنوك سيتأثر بشكل سيء، ويرى معظم المحللين أن النظم المحاسبية المتبعة وإجراءات الإفصاح المحاسبي وكذلك الإطار التشريعي تعتبر من معوقات فعالية جهاز السوق وممارسة الإشراف الفعال على البنوك، وأوجه الضعف هذه تؤدي إلى تدهور معدلات الربحية، ولا يستطيع المستثمر الخاص أو المشرفون على الرقابة على البنوك إدارة وتنظيم البنوك التي ترتكب أخطاء بدون معلومات تتسم بالدقة والموضوعية والشمول حول المقدرة الائتمانية للعملاء والمقترضين، وإذا كان النظام التشريعي يتسم بالتعقيد وببطء الإجراءات وطولها سواء للبنوك للمطالبة بحقوقها تجاه المقترضين أو في حالات الإفلاس فإن النتيجة هي ارتفاع خسائر البنوك وارتفاع تكاليف الإقراض<sup>1</sup>.

### المطلب الرابع : أسباب الأزمات المالية حسب بعض النظريات

تتعدد النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية وتختلف من حيث نوع هذه الأزمات كما تختلف أيضا في حدتها وتأثيرها ومداهما الزمني، فمنها ما قد ينتج عن زعر مصرفي "Banking Panic"، والذي بدوره يترتب عليه كساد أو انكماش في النشاط الاقتصادي، بينما في أحيان أخرى قد يكون السبب انهيار حاد في أسواق الأسهم خاصة بعد

<sup>1</sup> د. عبد النبي إسماعيل الطوخي " التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة " نفس المرجع السابق



وجود فقاعة Bubble، في أسعار بعض الأصول أو بسبب أزمة عملة وانهيار سعر الصرف مما ينتج عنه عدداً من الآثار السلبية على المسار التنموي للاقتصاد القومي.

- **نظرية "مينسكي" Minsky's Theory :** وفقاً لنظرية "مينسكي" "Minsky's Theory" فإن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة أو ما أسماه "Financial Fragility" وتختلف درجة هشاشة القطاع المالي باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، ومن ثم تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل، و تدور نظرية "مينسكي" في تفسير الأزمات المالية في النظام الرأسمالي على أن أي اقتصاد يمر بالمراحل المعروفة للدورة الاقتصادية، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كساد، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى **"التمويل المتحوط"**، وتبدأ في مرحلة النمو، التوقعات المتفائلة في الطوف على السطح وتتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض بلا مشكلات تُذكر، وتنتقل "عدوى" التفاؤل بدورها بعد ذلك إلى القطاع المالي، ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون تحوُّط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجدداً، ولكن بناءً على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظراً لأرباحهم المتوقعة، وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمّل مخاطرةً بشكل معنوي في نظام الائتمان، وفي حال 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 معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يُمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، وتتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجدداً.

- **نظرية المباريات "Game theory":** ومن التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المباريات تحت ما يعرف "بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية"، إذ تؤكد أدوات التحليل الاقتصادي وجود علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو اللعبة الاقتصادية، فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخرين أن يتخذه، 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.

### المبحث الثالث : تصنيف الأزمات المالية

شكل تكرار الأزمات المالية خلال حقبة التسعينيات ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، وترجع أسباب ذلك إلى أن آثارها السلبية كانت حادة وخطيرة وهددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية إضافة إلى انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات المالية لتشمل دول أخرى نامية ومتقدمة كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي، وتشير تقارير صندوق النقد الدولي أنه خلال الفترة 1980-1999 تعرض أكثر من ثلثي الدول الأعضاء في الصندوق لأزمات مالية، كما أن وتيرة تلك الأزمات تكررت وتلاحقت عالمياً فشملت دول شرق آسيا وروسيا والبرازيل

والأرجنتين والمكسيك وبقية دول أمريكا اللاتينية وزادت حدة الأضرار الناجمة عنها<sup>1</sup> , ولكن هل الأزمة المالية التي عانت منها الدول النامية سواء المكسيك أو الأرجنتين أو دول شرق آسيا هي من نفس النوع؟ للإجابة على هذا السؤال علينا أولاً معرفة أنواع الأزمات المالية ، يمكن تقسيم الأزمات إلى ثلاث أقسام رئيسية و هي أزمات العملة، المصرفية، الديون.<sup>2</sup>

### المطلب الأول : أزمات سعر الصرف والعملة

يقال أن هناك أزمات سعر صرف في حالة حصول انخفاض كبير في قيمة الصرف أو إجبار السلطات النقدية للتدخل من خلال بيع العملات الأجنبية لحماية سعر الصرف أو من خلال رفع كبير في سعر الفائدة, و يميّز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات " الطابع القديم " أو " الحركة البطيئة " و بين الأزمات ذات " الطابع الجديد "، إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، و الإرتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالباً في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال، بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة<sup>3</sup>.

أما في الحالة الثانية، فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة ميزانيات جزء مهم من الاقتصاد( سواء كان عاماً أو خاصاً ) بالثقة، يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية و الرأسمالية الأكثر تحرراً و تكاملاً إلى الضغط سريعاً على سعر الصرف<sup>4</sup>، فأزمات سعر الصرف إذاً تشير إلى وجود فائض طلب دولي كبير إلى العملة محل الاهتمام، الأمر الذي يجبر السلطات النقدية في الدولة المعنية على اتخاذ تدابير مضادة عنيفة تكون في الغالب على حساب الأهداف الأخرى للسياسة الاقتصادية<sup>5</sup>.

### الفرع الأول : تعريف أزمات سعر الصرف

تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو هبوط حاد فيها<sup>6</sup>، أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة . و يميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات الطابع التقليدي أو الحركة البطيئة و بين الأزمات ذات الطابع الحديث , إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، و الارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري , غالباً في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال، مما يؤدي في النهاية إلى خفض قيمة العملة , أما الحالة الأخيرة . فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة

<sup>1</sup>- Barthalon eric « crises financières » Revue Problèmes économique

<sup>2</sup>- كريستيان ملدر " عين العاطفة" بدفع الطابع الجديد إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدبير الحل. مجلة التمويل و التنمية: تصدر كل ثلاثة أشهر عن صندوق النقد الدولي، المجلد 39 , عدد 4/ ديسمبر 2002 .

<sup>3</sup>- أحمد ظلفاح" الأزمات المالية" المعهد العربي للتخطيط الكويت ص6.

<sup>4</sup>- كريستيان ملدر" عين العاصفة" مجلة التمويل و التنمية ديسمبر مرجع سابق 2002 ص6 .

<sup>5</sup>- <http://www.ahram.org.eg/acpss/ahram/2001/1/1/sboko.htm>.

<sup>6</sup> عرفان الحسني " الاقتصاد السياسي لازمة الاسواق المالية والادارية الدولية" عمان الاردن 2003 ص 20

الميزانيات جزء مهم من الاقتصاد (سواء أكان عاما أو خاصا) بالثقة يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية و الرأسمالية الأكثر تحررا و تكاملا إلى الضغط سريع على سعر الصرف أصبحت أزمات سعر الصرف متكررة بشكل يلفت النظر خلال الربع الأخير من القرن العشرين، الأمر الذي دعا الاقتصاديين والسياسيين إلى محاولة التعرف على الأسباب المحتملة لمثل هذه الأزمات كخطوة أولى للعلاج عند وقوع الأزمة فعلا وللوقاية منها في حالة توقع حدوثها. وهناك مدرستين في تفسير أسباب نشوب أزمات سعر الصرف :

1. **مدرسة الجيل الأول Krugman عام 1978** : تنسب الأزمات في سعر الصرف أساسا نتيجة لارتفاع في عجز الميزانية، يتم تمويله من قبل خلق النقود وينتج عنه ارتفاع في القيمة الحقيقية لسعر الصرف وتدهور في ميزان المدفوعات لا يمكن أن يستمر بدون تخفيض شديد في قيمة العملة ، وحسب هذه المدرسة الأزمات يمكن التنبؤ بها لأن ديناميكيتها واضحة، فعند تفاقم العجز في الميزانية وارتفاع القيمة الحقيقية للصرف، يتعرض الاقتصاد إلى هجوم على العملة عند وصول الاحتياطي الأجنبي إلى حد معين يجبر المتعاملين والمضاربين لاستنزاف ماتبقى من الاحتياطي من خلال الهروب من العملة المحلية قبل انهيارها.
2. **مدرسة الجيل الثاني** : في هذه الحالة أزمات سعر الصرف ليست متوقعة بالكامل، حيث يمكن أن تنشب نتيجة للاشاعات حيث أن المستثمرين لا يملكون معلومات كافية عن الاقتصاد وبالتالي يكونوا أكثر تأثرا بالشائعات وبالأزمات التي تقع في أقطار أخرى<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني : النتائج التطبيقية حول أزمات سعر الصرف

- وجود علاقة قوية بين مؤشرات الاقتصاد الكلي المحلي (الأساسيات الكلية) ونشوب الأزمات، حيث يسبق هذه الأزمات عادة تدهور في مستوى الاحتياطي الأجنبي وسياسات مالية ونقدية توسعية.
- نماذج مدرسة الجيل الثاني تفسر جيدا أزمات السبعينيات والثمانينيات، لكن بدرجة أقل من الأزمات الأخيرة مثل تايلندا وتركيا.

### الفرع الثالث : شرح آليات أزمات سعر الصرف

يوجد نموذجان يشرحان آلية أزمات أسعار الصرف، الأول يعطي الأهمية لدور المؤشرات الاقتصادية الأساسية (عجز خارجي، تضخم، معدلات الفائدة...)، والثاني أعطى أهمية للتنبؤات ذاتية التحقيق.

#### 1. نموذج الجيل الأول : شرح الأزمة بالاعتماد على المؤشرات الاقتصادية الأساسية : إن شرح

الأزمة بالاعتماد على المؤشرات الاقتصادية الأساسية (عجز خارجي، التضخم...)، يبين لنا حتى التسعينيات أن أزمات معدل الصرف اتبعت نفس السيناريو، فلبلد الذي يطبق نظام صرف ثابت ويتبع ذلك بنفقات ميزانية مبالغ

<sup>1</sup> - أحمد طلفاح "الأزمات المالية" مرجع سابق ص 2.

فيها يجد نفسه مجبرا على تبني سياسة نقدية توسعية من أجل تمويل عجز الموازنة، هذا الأمر بدوره يساهم في حث معدل التضخم على الصعود وفي تحسين حقيقي لقيمة العملة الوطنية وفي زيادة عجز الميزان التجاري، هذا الواقع يجر وبالتدريج إلى تخفيف الاحتياطات المستعملة للمحافظة على سعر العملة، وبالتالي هذا الواقع يقود إلى خلق ضغوط على سعر الصرف، فهجمات المضاربة في سوق الصرف لبلد يتبع سياسة التثبيت تؤثر سلبا في عملته عندما تزداد التكلفة أكثر فأكثر للدفاع عنها ودافعة بذلك الحكومة إلى ترك سياسة تثبيت سعر الصرف. فهجمات المضاربة تسرع من عملية تخفيض العملة الإجباري نتيجة الحالة السيئة للمعطيات الاقتصادية (عجز ميزان التجارة، تضخم...).

## 2 . نموذج الجيل الثاني : التنبؤات ذاتية التحقيق: هذا التيار يعتقد أن أزمة الصرف تحدث عندما يستطيع

المضاربون في هذا السوق التوقع أن هجومهم المضارب سيؤدي إلى تغيير السياسة الاقتصادية وإلى تخفيض مستقبلي للعملة، ميزة الانخفاض الذاتي للعملة تأتي من العلاقة الارتباطية التبادلية بين توقعات السوق والسياسة النقدية للمصرف المركزي، إن مصداقية تعادل العملة (مع الدولار أو غيره من العملات الدولية) تعتمد على تصميم السلطات على الدفاع عنها وبشكل متناظر، تصميم السلطات يعتمد على مصداقية هذا التعادل للعملة، في الواقع تعادل قليل المصداقية (مثلا تقييمها بشكل أكبر من القيمة) يفرض على المسؤولين عن السياسة النقدية أن يعتمدوا معدلات فائدة مرتفعة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة التكلفة للمحافظة على تعادل ثابت ويرجع قضية تخفيض العملة أكثر احتمالا<sup>1</sup>، أما حسب مدرسة للإستقرار المالي، فإنها تعتبر أن الأزمات في سوق الصرف هي ذات منشأ داخلي، هذه المدرسة تشير إلى أنه خلف الأزمة تختبئ السلوكيات - أحيانا غير الرشيدة- السيكلوجية الجماعية للوحدات الاقتصادية العاملة في هذا السوق.

في نموذج السلوك المتماثل، يجد الفرد نفسه في مواجهة نوعين من المعلومة، معلومة خارجة المنشأ عن السوق متصلة بالمؤشرات الأساسية (عجز الموازنة والميزان التجاري، تضخم، أسعار وفائدة...)، والفرد (أو الوحدة) هنا لا يملك معرفة كاملة بهذه المعلومة، ومعلومة أخرى هي داخلية المنشأ في السوق، إنها متعلقة برأي السوق، الفرد (أو الوحدة الاقتصادية)، يُوازن بين هذين النوعين من المعلومة اعتمادا على درجة الثقة التي يعطيها لرأيه الخاص ولرأي السوق، عندما يكون العامل في السوق أقل ثقة بمعلومته الخاصة فإنه يلجأ إلى تبني سلوك غنمي (قطيعي) في التشابه والتوافق مع الاعتقاد السائد في وسط هذا السوق. عندما لا نعرف الكثير عن احتمالات وكيفية تطور العملات أو عملة ما، الفرد (الوحدة الاقتصادية) لا يخسر شيئا عندما يقلد الآخرين في السلوك، هذه السلوكيات تساهم في زيادة وسرعة تقلب الأسعار وتقود إلى أن تصبح هذه النزعة انعكاسية<sup>2</sup>.

## الفرع الرابع : العوامل الأكثر تأثيرا في نشوب أزمات سعر الصرف

- ارتفاع قيمة سعر الصرف، ارتفاع وتوسع في توزيع القروض.

<sup>1</sup> - أحمد طلفاح "الأزمات المالية"، مرجع سابق، ص 3.

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية و انعكاساتها على أعمال البنوك، الدر الجامعية، الإسكندرية 1999، ص 229.

- ارتفاع حجم الاقراض للقطاع العام, ارتفاع نسبة الكتلة النقدية M2 على الاحتياطي الأجنبي، ارتفاع معدل التضخم .
- انخفاض الإستثمار الأجنبي المباشر.
- ارتفاع أسعار الفائدة العالمية.
- عوامل أخرى (عجز الموازنة، الميزان التجاري، تراجع الصادرات).

### الفرع الخامس : قياس أزمة سعر الصرف و تحديد مدتها

إن التعرف على مسلسلات الضغوط على سعر الصرف و تحديد مدتها قد يتم بإستعمال بعض المعايير الإحصائية .

إن أزمة الصرف تعرف ببساطة على أنها تدهور أو تخفيض شديد للعملة فهذا المعيار يستثني حالات خضعت فيها العملة لضغوط شديدة لكن السلطات نجحت في الدفاع عن العملة عن طريق التدخل في سوق الصرف أو بواسطة أسعار الفائدة.

بالمقابل يمكن بناء مؤشر لضغوطات المضاربة مثل: تغير العملة، تغير الإحتياط ، أسعار الفائدة فمثلا يمكن إستعمال متوسط مثقل لسعر الصرف و الإحتياطي وسعر الفائدة لدولة معيارية وهذا لدراسة مسلسلات أزمة الصرف ومنه يتم التعرف على الأزمات بواسطة القيم المتطرفة لمؤشر ضغوطات المضاربة مثل هذا المؤشر سيخرج مسلسلات الأزمات التي تدهور فيها سعر الصرف بشدة ويتم تحديد مسلسل الأزمة عندما يفوق المؤشر  $(1,5 \times \text{الإنحراف المعياري} + \text{متوسط المؤشر})$  القيمة المعيارية.

وإستنادا لهذه المعايير تم تحديد ما بين 1975 و 1997 ما يعادل 158 مسلسلا يمثل أزمات صرف.

### المطلب الثاني : الأزمات المصرفية

**الفرع الأول : تعريف الأزمات المصرفية :** في غالب الأحوال فإن الأزمات المصرفية هي عبارة عن مزيج معقد ومتفاعل من حالات الضعف الاقتصادي والمالي والهيكلية<sup>1</sup>، والباعث للكثير من الأزمات هو بالأساس متغير اقتصادي كلي يتزامن في الأغلب مع الانسحاب المفاجئ لرأس المال الخارجي السائد<sup>2</sup>.

ويتم تعريف الأزمات المصرفية بأنها الحالة التي تصبح فيها البنوك في حالة إفسار مالي بحيث يتطلب الأمر تدخلاً من البنك المركزي لضخ أموال لهذه البنوك أو إعادة هيكلة النظام المصرفي، ويعرّف البعض الآخر الأزمة المصرفية بأن الدولة تكون فيها أزمة مصرفية حينما تكون الالتزامات الموجودة في المؤسسات المالية والتي تكون

<sup>1</sup>- www.newsabah.com/paper.php?name topic21.

<sup>2</sup>-Demerguc Kunt et als., " Inside the Crisis:An Emperical Analysis of Banking Systems in Distress" IMF Working paper wp/00/56 oct.2000.

الجزء الأكبر من النظام المصرفي تفوق قيمة الأصول المقابلة لها لدرجة أن يكون دخل النظام المصرفي غير كاف لتغطية نفقاته<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: المعايير المستخدمة في تعريف أزمة مصرفية

- نسبة القروض المعدومة Non-Performing Loans-NPL إلى مجموعة القروض تتجاوز 10 %.

- إذا تجاوز حجم الإصلاح أو عملية الإنقاذ 2% من الناتج المحلي الإجمالي.

- إذا نتج عن الأزمة تأمين بعض البنوك.

- هناك حالة هستيرية بنكية متمثلة في تسبيل كبير للودائع من قبل المودعين مما يستدعي تدخل السلطات من خلال تجميد الودائع أو إغلاق للبنوك أو تعميم تأمين القروض هستيرية بنكية في حالتها الإكوادور 1999 والأرجنتين 2002 وإغلاق 16 بنك في اندونيسيا<sup>2</sup>1997.

### الفرع الثالث : تفسير الأزمات المصرفية

تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك.

وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية " Systematic

Banking Crisis"، وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفاً

من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان أو " Credit

Crunch"، وقد حدث في التاريخ المالي للبنوك العديد من حالات التعثر المالي مثل ما حدث في بريطانيا لبنك " Bank of United

Overend & Gurney" وما حدث في الولايات المتحدة عندما انهار "بنك الولايات المتحدة Bank of United

States" في عام 1931 وبنك "Bear Stearns"<sup>3</sup>.

### الفرع الرابع : أنواع الأزمات المصرفية

وتنقسم الأزمة المصرفية إلى أزمة إفسار وأزمة سيولة **Insolvency and illiquidity** أما النظام المالي المتين فهو ذلك النظام الذي تكون فيه معظم البنوك في حالة يسار مالي ويتوقع استمرار هذا الحال لفترة طويلة .

1. أزمة السيولة : يكون البنك غير قادر على الوفاء بالتزاماته العاجلة تجاه دائنيه حتى لو كانت القيمة الحالية

لأصوله موجبة، بمعنى أنه لا يملك الأموال الكافية لمواجهة طلبات سحب المودعين في لحظة ما، على الرغم من

أنه يمكنه القيام بذلك في أوقات أخرى.

<sup>1</sup>-Patrick T . Downes,David Martson and Inci Otker , " Mapping Financial Sector Vulnerabilityin non-Crisis Country" IMF Discussion Paper 1999.

<sup>2</sup>- أحمد طلفاح" الأزمات المالية" مرجع سابق ص 2.

<sup>3</sup> - كريستيان ملدر " عين العاصفة" مجلة التمويل و التنمية ديسمبر 2002 مرجع سابق ص 06

2. إفسار : فهو أشد خطورة فالتزامات البنك تفوق القيمة الحالية للأصول ويكاد يكون البنك في حالة إفلاس فعلي<sup>1</sup>.

### الفرع الخامس : لماذا الإهتمام بالأزمات المصرفية ؟

الجدول أدناه يبيّن تكاليف معالجة الأزمات المصرفية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ففي جميع الحالات كانت تكاليف الإصلاح وتجاوز الأزمة تتجاوز 2% من الناتج المحلي الإجمالي، وبذلك عُرفت على أنها أزمة مصرفية.

الجدول رقم 05 : تكاليف معالجة الأزمات المصرفية

الدولة	السنة	النسبة المئوية
الأرجنتين	1982-1980	55.3
تشيلي	1983-1981	41.2
تايلاند	1988-1997	32.0
الأرجواي	1984-1981	31.2
ساحل العاج	1991-1988	25.0
السينغال	1991-1988	17.0
إسبانيا	1985-1977	16.8
كوريا	1998-1997	16.0
بلغاريا	1990	14.0
المكسيك	1995	13.5
هنغاريا	1995-1991	10.0
فنلندا	1993-1991	8.0
السويد	1991	6.4
سيريلانكا	1993-1989	5.0
ماليزيا	1998-1985	4.7
النرويج	1989-1987	4.0
الولايات المتحدة	1991-1984	3.2

المصدر: أحمد طلفاح "الأزمات المالية" المعهد العربي للتخطيط الكويت

وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً أطول من أزمات العملة، و لها آثار قاسية على النشاط الاقتصادي، وقد كانت الأزمات نادرة نسبياً في الخمسينيات والستينيات بسبب القيود على رأس المال والتحويل، ولكنها أصبحت أكثر شيوعاً منذ السبعينيات، و تحدث بالترادف مع أزمة العملة.

### الفرع السادس : مسببات الأزمات المصرفية

ركّزت معظم الدراسات التجريبية التي تناولت الأزمات المصرفية المختلفة على أن أسباب حدوث الأزمات المصرفية يعود إلى مجموعتين من العوامل هما :

<sup>1</sup> - Manmohan S Kumar et als., "Global Financial Crisis:Institutions Vulnerability "MF Working Paper wp/oo /105



**أولاً: العوامل الاقتصادية الكلية :** يمكن رصد مجموعة من الأسباب التي تؤدي إلى الأزمات المصرفية من خلال منظور العوامل الاقتصادية الكلية ومن هذه المسببات :

**1. الاختلالات الهيكلية الكلية :** وهي الاختلالات الناجمة عن تغيرات متتالية في بنية الاقتصاد الوطني وما يترتب على هذه الاختلالات من تدهور لبعض القطاعات الاقتصادية مثلاً (قطاع الإنشاءات أو السياحة) إضافة إلى ظهور عجز كبير في الموازنة العامة للدولة والحساب الجاري لميزان المدفوعات.

**2. التدفقات الرأسمالية والسياسات النقدية المتبعة :** تعتبر التدفقات الرأسمالية متغيراً إقتصادياً كلياً يلعب دوراً في المراحل المبكرة لحدوث الأزمة، حيث أن التقلبات في الأسعار العالمية تزيد من تكلفة الإقراض وتقلل من حوافز الاستثمار من جهة، كما أن هذه التدفقات تزيد من حجم الودائع المصرفية وتغري المصارف على زيادة الائتمان بغض النظر عن ملائمة هذا الائتمان من جهة أخرى، وهنا لا بد أن تتدخل السلطة النقدية لتقليل حجم المعروض النقدي داخل الاقتصاد، كما تجدر الإشارة إلى أن زيادة حجم التدفقات النقدية سترفع دورها من نسبة التضخم في أسعار الأصول الرأسمالية ومن أهم المؤشرات على حدوث أزمة مالية قريباً ضعف الرقابة المصرفية بخصوص الحوالات وحركة الأموال الساخنة التي قدّمت لغرض المضاربة في الأسواق المالية وليست للاستثمار في الأصول الحقيقية.

**3. سياسات الإقراض :** قد تتوسع بعض المصارف في سياسات الإقراض في مرحلة الازدهار الاقتصادي نتيجة لأسباب عديدة منها :

- الرغبة في الحصول على حصة أكبر من السوق بسبب دوافع المنافسة والأرباح .  
- التدخل الحكومي المتزايد والضوابط غير المحكمة على الإقراض، حيث تشير الوقائع المتعلقة بالأزمة الاقتصادية في دول جنوب شرق آسيا إلى أن الحكومات تدخلت بدرجة أكبر من اللازم في قرارات الائتمان المصرفي وفرضت على المصارف تمويل بعض المشروعات بطريقة إجبارية على الرغم من عدم وجود جدوى اقتصادية لهذه المشروعات، كما أن الضوابط غير المحكمة على الإقراض بسبب مظاهر الممارسات الرديئة في الإدارة ( إقراض بعض أعضاء مجالس الإدارة، إقراض بعض المسؤولين التنفيذيين في البلد أو عائلاتهم ) لعبت دوراً كبيراً في توسع الإقراض المصرفي<sup>1</sup>.

**4. سياسات سعر الصرف :** تلعب أسعار الصرف المرنة أو المقيدة دوراً أساسياً في أزمة النظام المصرفي، فأسعار الصرف المرنة يمكن أن تزيد من حدة المضاربة بسبب أن تغير سعر الصرف يؤدي إلى إحداث تقلبات كبيرة في معدل نمو الناتج القومي، أما نظام سعر الصرف المقيد فإنه يزيد من هشاشة النظام المصرفي في مواجهة

<sup>1</sup> - د. جاسم المناعي، الأزمة الاقتصادية الآسيوية محاولة تشخيص، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، ( ماي ) 1998، ص 11- 17 .



الصدمات الخارجية حيث يزيد من نسبة العجز في ميزان المدفوعات الذي يؤدي بدوره إلى تخفيض حجم المعروض النقدي ويرفع من أسعار الفائدة المحلية، مما يقود في النهاية إلى تخفيض حجم الائتمان المصرفي.

**5. الإصلاحات الاقتصادية والتحرر المالي :** إن الإصلاحات الاقتصادية غير المناسبة والمبالغ فيها أحيانا تشكل ضغوطا غير اعتيادية على النظام المصرفي وتكون سببا للأزمة، ف تحرير أسعار الصرف مثلا يُضعف من إمكانية النظام المصرفي في تنظيم الأسعار قصيرة الأجل، كما أن خفض القيود على الإقراض المصرفي يزيد من الطلب على الائتمان الموجه نحو بعض القطاعات الاقتصادية، وخير مثال على ذلك حالة المكسيك حيث تم إقرار برنامج الإصلاحات الاقتصادية في بداية التسعينيات من القرن الماضي وكان من نتائج هذه الإصلاحات تدهور الاحتياطي النقدي وارتفاع معدل الائتمان ليصل إلى 40 % من إجمالي الناتج المحلي عام 1994 مقارنة بـ 10 % خلال الثمانينيات من نفس القرن.

**ثانيا : العوامل الاقتصادية الجزئية :** تلعب العوامل الاقتصادية الجزئية الخاصة بكل مصرف أو مجموعة من المصارف دورا هاما في نشوء الأزمات المصرفية ويمكن حصر هذه العوامل فيما يلي :

- ارتفاع نسبة القروض ، حقوق الملكية مما يضع أعباء مرهقة على النظام المصرفي خصوصا في وقت الأزمات الاقتصادية حيث تتلأ مشروعات الأعمال في تسديد الالتزامات المصرفية التي ترتبت عليها في فترات الرواج السابقة<sup>1</sup>.

- وجود علاقة حميمة بين المصارف والشركات، حيث من الطبيعي أن يتعرف المصرف على نشاط عملائه كي يستطيع تقويم الجدارة الائتمانية لهم دون الوصول بهذه العلاقة إلى درجة تؤثر على سلامة القرارات الائتمانية، وقد أشارت الكثير من الدراسات أن المصارف الآسيوية دخلت في علاقات وثيقة أكثر مما ينبغي مع الشركات مما نجم عنه الإفراط في منح الائتمان لقطاعات اقتصادية لا تتمتع بالجدارة الائتمانية تحت تأثير الممارسات الإدارية الرديئة، الفساد ونقص المعلومات.

- إن الكثير من مسببات الأزمة لم تنجم عن جانب الخصوم أو الالتزامات الواردة في ميزانيات المصارف وإنما جاءت من جانب الأصول بسبب تدهور قيمة هذه الأصول، حيث أن ارتفاع نصيب القروض الرديئة في محفظة المصارف، أو تراجع أسعار الأسهم والعقارات قد تكون لها صلة قوية بإخفاق النظام المصرفي.

- عدم توافق تواريخ الاستحقاق، حيث أن المشكلة التي تواجه مديري المصارف هي كيفية تحويل تواريخ الاستحقاق للودائع قصيرة الأجل لتمويل عمليات ائتمانية طويلة الأجل، بل إن الأمر يتعدى أحيانا عدم التوافق بين تواريخ الاستحقاق ليصل هيكل الودائع المصرفية من جهة وهيكل الائتمان المصرفي من جهة أخرى.

### ثالثا: القروض المتعثرة Non Performing Loans

<sup>1</sup> - د. عبد الله إبراهيم القويز، الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا وانعكاساتها الاقتصادية على دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد 4 (ديسمبر) 1998، ص 13.

**تعريف القروض المتعثرة حسب Peter S. Rose :** القروض المتعثرة أو القروض غير العاملة هي القروض التي لم تعد تحقق للبنك إيرادات من الفوائد، أو القروض التي يجد البنك نفسه مضطراً لجدولتها بما يتفق والأوضاع الحالية للمقترض، وحسب التشريعات المصرفية الحالية في الولايات المتحدة الأمريكية فإن القرض يعتبر غير عامل إذا مضى على استحقاق أي من أقساطه مدة تزيد عن ( 90 ) يوماً<sup>1</sup>.

**دليل المصطلحات المالية على شبكة رويترز :** القرض غير العامل هو القرض الذي لم يتم تسديد القسط المستحق في موعده سواء أكان هذا القسط يمثل دفعة من القيمة الإسمية للقرض أم كان يمثل دفعة فائدة، وجاء في دراسة لصندوق النقد الدولي بعنوان " العلاقة بين مراجعة القروض وإعداد المخصصات وبين مؤشرات الاقتصاد الكلي " التي قام بها " Cortavarria " وزملاؤه أنه لا يوجد تعريف عالمي موحد للقروض المتعثرة. - احتساب نسبة القروض غير العاملة ( المتعثرة ) : بشكل عام هناك طريقتين لاحتساب نسبة القروض غير العاملة هما :

- الطريقة الأولى : قسمة إجمالي رصيد القروض غير العاملة على إجمالي رصيد القروض والتسهيلات .
- الطريقة الثانية : قسمة (رصيد القروض غير العاملة - الفوائد والعمولات المعلقة ) على ( إجمالي رصيد القروض والتسهيلات - الفوائد والعمولات المعلقة ) .

مثال:

( 3 )	( 2 )	( 1 )		
الفوائد والعمولات المعلقة	رصيد القروض غير العاملة	إجمالي رصيد القروض	3 - 2	3 - 1
1,500,000	10,000,000	100,000,000	8,500,000	98,500,000

تبلغ قيمة النسبة في الطريقة الأولى (10%)، في حين تبلغ في الطريقة الثانية (8.63%).

**القروض المتعثرة والأزمات المصرفية :** في دراسة تحليلية لأربع وعشرين أزمة مالية واقتصادية حدثت في عدد من الدول خلال السنوات (1997 - 2000) ، كانت القروض المتعثرة في الدول التي عانت من هذه الأزمات تشكل ما نسبته ( 22% ) من الحجم الإجمالي للقروض في هذه الدول، وأن الخسائر الناجمة عن هذه الأزمات شكّلت ما نسبته (16%) من الناتج المحلي الإجمالي للدول المعنية.

ومن أصل الأربع والعشرين أزمة كانت هناك تسع أزمات ناجمة عن خلل أو مشاكل مصرفية فقط، وكانت نسبة القروض المتعثرة في هذه الأزمات ( 18% ) من حجم القروض، وبلغت كلفتها حوالي ( 4.5% ) من حجم الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول، أما الأزمات التي نجمت عن حدوث أزمة مصرفية بالإضافة إلى أزمة لسعر

<sup>1</sup> - الدكتور جمال أبو عبيد، مدير التخطيط الاستراتيجي - بنك الإسكان للتجارة والتمويل ( الأردن )، محاضر غير متفرغ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية.

صرف العملة فقد كان عددها خمس عشرة أزمة، وفي هذه الأزمات كانت نسبة القروض المتعثرة ( 26% ) من حجم القروض، وكانت كلفة هذه الأزمات تعادل ( 23% ) من الناتج المحلي الإجمالي للدول التي عانت من هذه الأزمات المزدوجة.

## الفرع السابع : آثار الأزمة المصرفية

### 1. تعقيد السياسات الاقتصادية :

- الضغط على الميزانية والدين وكذلك على سعر الفائدة الذي يتجه عادة للارتفاع مما يؤثر سلبًا على الاستثمار والعرض بصفة عامة.

- تأثير الطبقات الفقيرة أكثر من غيرها بنشوب الأزمات المصرفية، مما يؤدي إلى تفشي الفقر والبطالة.

- تأثر السياسة النقدية حيث يصعب استخدام سعر الفائدة كأداة للتأثير على الكتلة النقدية وبالتالي على مستوى النشاط الاقتصادي.

### 2. تأثر النظام المصرفي والمالي:

- تقهقر الوضع المالي للبنوك نتيجة لقلّة المعلومات خلال فترة الأزمة وميول المتعاملين الاقتصاديين للمخاطرة حتى إذا كانت أسعار الفائدة مرتفعة مما يؤثر على المحافظ المالية للبنوك وقطاع الأعمال .

- في حالة نشوب أزمة تزيد درجة "المخاطرة الأخلاقية" Moral-haza أي اتخاذ إجراءات من قبل البنوك غير مرغوب فيها من قبل السلطات النقدية ودخول المتعاملين في عمليات يمكن أن ينتج عنها عدم القدرة على تسديد الديون، وتزيد مشكلة " الاختيار السيئ " Adverse selection ( أي المتعاملين الأكثر احتمالاً لعدم تسديد الديون هم الذين يتحصلون على القروض ) وينتج عن هذه الحالات عدم قدرة النظام المالي على تخصيص الموارد المالية بشكل كفي، مما ينتج عنه تراجع في النشاط الاقتصادي وتدهور الوضع المالي للبنوك ومختلف المتعاملين الاقتصاديين.

## الفرع الثامن : سياسات تجنب الأزمات المصرفية

تطرح في الأدبيات الاقتصادية والتجارب العملية جملة من السياسات الهادفة إلى تقليل احتمال حدوث الأزمات المصرفية منها:

- العمل على تقليل الاضطرابات والمخاطر التي يتعرض لها الجهاز المصرفي خصوصاً تلك التي تكون تحت التحكم الداخلي للدولة وذلك عن طريق استخدام أسلوب التنويع وشراء تأمين ضد تلك المخاطر والاحتفاظ بجزء أكبر من الاحتياطات المالية لمواجهة مثل تلك التقلبات بأهدافها، واستخدام سياسات مالية ونقدية متأنية وأكثر التزاماً.

- الاستعداد والتحضير الكافي لحالات الانتكاس في الأسواق المالية والرواج المتزايد في منح الائتمان المصرفي وتوسع الدور المالي للقطاع الخاص وذلك عن طريق استخدام السياسات المالية والنقدية التي تستطيع أن تتعامل مع تلك المشاكل من جهة، وتصميم نظام رقابة مصرفية يقوم بتعديل وتقليل درجة التقلبات وتركيز المخاطرة في منح الائتمان من جهة أخرى.
- التقليل من حالات عدم التلاؤم والمطابقة في السيولة مع التزامات المصرف الحاضرة والمطلوب هو آلية لتنظيم العمليات المصرفية في هذا المجال خصوصا في الأسواق الناشئة وقد يكون ذلك عن طريق فرض احتياطي قانوني عالي خلال الفترات العادية والاستعداد أيضا (استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة ) ويمكن تقليله في حالات احتياج المصرف للسيولة في حالات الأزمات لمواجهة الأزمات من خلال الاحتفاظ باحتياطات كافية من النقد الأجنبي.
- الاستعداد الجيد والتهيئة الكاملة قبل تحرير السوق المالي، باستخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، تعميق السوق المالي، زيادة الرقابة المصرفية وإتباع المعايير الدولية كمييار لجنة بازل لكفاية رأس المال، كما يفترض العمل على تطوير وتعديل الأطر القانونية والمؤسسية والتنظيمية للقطاع المصرفي.
- تقليص دور الدولة في القطاع المصرفي والتقليل من القروض الموجهة من الحكومة مع إعادة هيكلة القطاع وقد يكون السبيل لذلك هو الحث والتحفيز على تقليص دور الدولة من خلال برنامج لخصخصة القطاع المصرفي.
- تقوية وتدعيم النظام المحاسبي والقانوني وزيادة الشفافية والإفصاح عن نسبة الديون المعدومة من جملة أصول المصرف والقطاع المصرفي والمالي.
- تحسين نظام الحوافز لملاك المصارف وإداراتها العليا بما يخدم ويعزز نشاطات المصارف بحيث يتحمل كل طرف نتائج قراراته على سلامة أصول وأعمال المصرف.
- منع وعزل آثار سياسة سعر الصرف المعمول بها من التأثير السلبي على أعمال المصرف أو التهديد بإحداث أزمة في القطاع المصرفي.
- إعطاء استقلالية أكبر للمصارف المركزية، بمعنى منع التدخل الحكومي عند قيام المصرف المركزي بأداء وظيفته الأساسية وهي تنفيذ السياسة النقدية بحيث تقوم تلك الأخيرة على أساس اقتصادي ولا تتدخل أغراض السياسة المالية فيها.
- زيادة التنافس في السوق المالي وذلك عن طريق فتح المجال لمصارف جديدة سواء محلية أو أجنبية والحد من انتشار احتكار القلة.
- رفع الحد الأقصى لرأس المال المدفوع والمصرح به حتى تستطيع المصارف تلبية التزاماتها الحاضرة والمستقبلية في عالم تتسم فيه عمليات انتقال رؤوس الأموال بسرعة فائقة.
- الرقابة الوقائية واستخدام طرق أفضل من مراقبة وتتبع أعمال المصارف التجارية من منظور السلامة والأمن للأصول المصرفية وزيادة المقدرة على التنبؤ بالكوارث والأزمات المصرفية قبل حدوثها، وبالتالي الحد من

آثارها السلبية على الجهاز المصرفي حتى تستطيع السلطات النقدية الوقاية منها ومنع انتقالها إلى بنوك أخرى وهذه الطرق تتضمن<sup>1</sup>:

- الكفاية الرأسمالية : تطبيق نسب الكفاية الرأسمالية بما يتفق مع اتفاقية لجنة بازل.

- نسبة السيولة : تطبيق نسبة السيولة الإجبارية (30%) في الأردن (60%) في المغرب مثال ذلك في مصر والسعودية (20%).

- التحفظ على القروض الرديئة : وذلك بتصنيف القروض حسب جودتها وفرض احتياطي أكبر على القروض العالية المخاطر.

- سياسة توزيع الأرباح : تدخل السلطات النقدية في هذه العملية مما يضمن سلامة أصول المصرف وأعماله وفي نفس الوقت يحفظ حقوق المساهمين ، زيادة الشفافية والإفصاح عن كافة المعلومات، تعيين مدقي حسابات خارجيين.

- منع حدوث ظاهرة التركيز الانتمائي : وضع حد أعلى لمقدار القروض التي يمنحها المصرف لمقترض واحد والتسهيلات الائتمانية، إنشاء مكتب مركزي للمخاطر.

- استحداث نظام تأمين الودائع : على غرار النظام المتبع في الولايات المتحدة وكندا وبريطانيا وذلك بتأمين حد أعلى على الودائع ( مثال في كندا 10 آلاف دولار كحد أعلى على حساب الوديعة ).

### الفرع التاسع : مؤشرات الأزمات المصرفية

إن السؤال الذي يطرح نفسه هنا هو هل أن الأزمات المصرفية تدهمنا فجأة ؟ أم أن هناك بعض الأعراض والمؤشرات التي نستطيع من خلالها التنبؤ باحتمال وقوع هذه الأزمات، وللإجابة على هذا التساؤل نستطيع القول إن التطورات التي حدثت في مجال العلوم الاقتصادية قد وفّرت مجموعة من الأدوات التحليلية التي تمكن الباحثين من رصد هذه الأزمات عبر مجموعة من المؤشرات منها :

1. ارتفاع رصيد الديون المتعثرة : لا شك أن العمل المصرفي ينطوي على قدر من المخاطر المقبولة، ومن مظاهر هذه المخاطر هو تعثر العميل في سداد الديون المستحقة عليه ، ومهما دقق المصرف في دراسة الملائمة الائتمانية لعملائه فإن ذلك لن يحول دون تعثر بعض العملاء في الإيفاء بالديون المستحقة عليهم، ولكن هذا التعثر يجب أن يكون في أضيق الحدود بحيث لا تتجاوز نسبة الديون المتعثرة ( 5-10 % ) من إجمالي القروض المصرفية وعند تجاوزها هذه النسبة فإن ذلك يعتبر مؤشراً على عدم كفاءة الأداء المصرفي وبالتالي يعتبر مؤشر الديون المتعثرة دليلاً هاماً في رصد الأزمات المصرفية.

<sup>1</sup> د. ناجي التوني :سياسات تجنب الأزمات المصرفية على خط الانترنت: <http://www.khutabaa.com/index.cfm?method=home.con&ContentID=935>

## 2. غياب الشفافية والإفصاح ونقص المعلومات مما يوقع النظام المصرفي في خيارات سيئة :

حيث يلجأ بعض المقترضين إلى تضخيم القيمة الرأسمالية للأصول (خاصة العقارية) بقصد الحصول على قرض بقيمة عالية مما يوقع النظام المصرفي في أخطاء في اختيار المشروعات التي يتم تمويلها، خصوصاً عندما يعجز المدينون عن الإيفاء بالالتزامات المترتبة عليهم بسبب المبالغة في تضخيم قيمة الأصول التي يمتلكونها من جهة واستخدام القروض في قطاعات ليس لها جدوى اقتصادية أو تواجه نقصاً في الطلب وليس لديها المرونة الكافية في السوق (قطاع العقارات مثلاً) من جهة أخرى.

## 3. التدهور السريع في نسب رأس المال نتيجة لانخفاض موجودات المصرف (مطلوباته).

4. الإعسار المصرفي: والذي يعتبر مؤشراً أولياً على أزمة النظام المصرفي ويحدث الإعسار عادة قبل فترة قصيرة من إشهار الإفلاس وتعتبر القروض المتعثرة والتدهور السريع في نسب رأس المال، وانخفاض معدّل التغطية دلالات على دخول المصارف مرحلة الإعسار.

## 5. مراحل الإفلاس المصرفي: وهذا الإفلاس بدوره ناجم عن المخاطر التالية :

- **مخاطر السوق :** وهي مخاطر الظروف المغيرة للسوق الناجمة إما عن التغيرات الاقتصادية الكلية (تغيرات هيكل الطلب، هيكل الإنتاج) أو عن طريق تغير القيمة السوقية للموجودات بسبب ظروف الدورة الاقتصادية (حالتى الكساد والرواج) .
- **المخاطر الائتمانية :** وهي المخاطر التي تتمثل بعدم مقدرة المدينين على الإيفاء بالالتزامات المترتبة بدمتهم بسبب مخاطر السوق المشار إليها أعلاه مما يرفع من حجم الديون المتعثرة ويدخل المصارف في حالة الإعسار الذي يكون عادة بداية الأزمة للنظام المصرفي<sup>1</sup> .
- **مخاطر السيولة :** وهي المخاطر التي تنجم عادة عن إقدام المودعين على سحب ودائعهم بمبالغ كبيرة وبشكل جماعي في وقت لا تتوفر لدى المصارف السيولة الكافية لتغطية هذه السحوبات وتعتمد شدة ودرجة هذا الخطر على قرارات إدارة المصرف المتعلقة بإدارة الأصول والمحافظة الاستثمارية لديها .
- **العدوى :** ويقصد بها انتقال المشاكل التي تواجه مصارف معينة بالتأثير على مصارف أخرى ويزداد أثر العدوى كلما زادت درجة التشابك في النظام المصرفي ويعتبر الهروب الجماعي للودائع (أسلوب القطيع) من أكثر مظاهر العدوى التي تصيب النظام المصرفي.
- **الخطر المعنوي :** يتمثل الخطر المعنوي في إفراط تدخل الدولة أو المؤسسات المالية الدولية في تحديد اتجاهات سياسة الإقراض للنظام المصرفي عن طريق الإلتزام بتوجيه القروض نحو قطاعات قد يكون فيها العائد على المدى القصير مرتفعاً جداً.

## الفرع العاشر : نتائج الأزمة المصرفية

<sup>1</sup> - الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، تطوير مؤشرات للتنبؤ بالأزمات المصرفية قبل وقوعها، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد 3، ( سبتمبر ) 2000، ص 37-38.

تترتب على الأزمات المصرفية سلسلة من الانهيارات ويمكن حصر نتائج الأزمات المصرفية فيما يلي :

1. ضياع مدخرات المودعين وممتلكاتهم.
2. ضعف الثقة في النظام المصرفي باعتباره وسيطاً بين المدخرين والمستثمرين .
3. توقف الكثير من المشروعات التي تعتمد في تمويلها على المصارف المتعثرة، كما أن الكثير من الشركات العاملة لن تجد التسهيلات الائتمانية المطلوبة للحصول على متطلباتها التشغيلية، ويرفع معدل إفلاس الشركات مما يؤدي إلى ارتفاع معدل البطالة.
4. تباطؤ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وانخفاض قيمة الأصول الرأسمالية مما يدخل النظام الاقتصادي في معضلة خصوصاً عندما تستخدم هذه الأصول كضمان للقروض المصرفية .
5. عدم ثقة المستثمرين الأجانب في الاقتصاد الوطني، وإذا كانت لديهم استثمارات مباشرة أو غير مباشرة في محافظ الأوراق المالية فإنهم سيهرعون إلى سحب هذه الاستثمارات إلى خارج الدولة مما يشكل ضغطاً على أرصدة العملات الأجنبية وبالتالي يؤدي إلى تدهور أو انهيار قيمة العملة الوطنية.

### **المطلب الثالث : التفاعل بين الأزمات المصرفية وأزمات سعر الصرف**

#### **الفرع الأول : من أزمة سعر صرف إلى أزمة مصرفية**

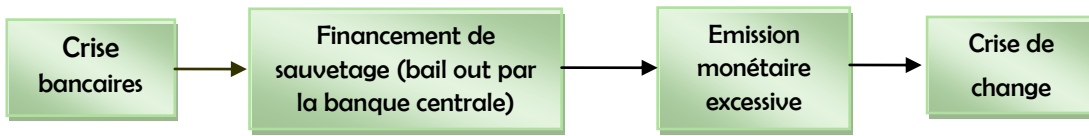
عند توقع أزمة صرف يسعى المتعاملون تحسباً لانخفاض قيمة العملة المحلية، التخلص من هذه الأخيرة واقتناء العملات الأجنبية مما يمكن أن ينتج هستيريا سحب الودائع من البنوك وتقهر احتياطي البنوك من الأصول الأجنبية مما يضعف وضعها الحالي .

#### **الفرع الثاني : من أزمة مصرفية إلى أزمة سعر الصرف**

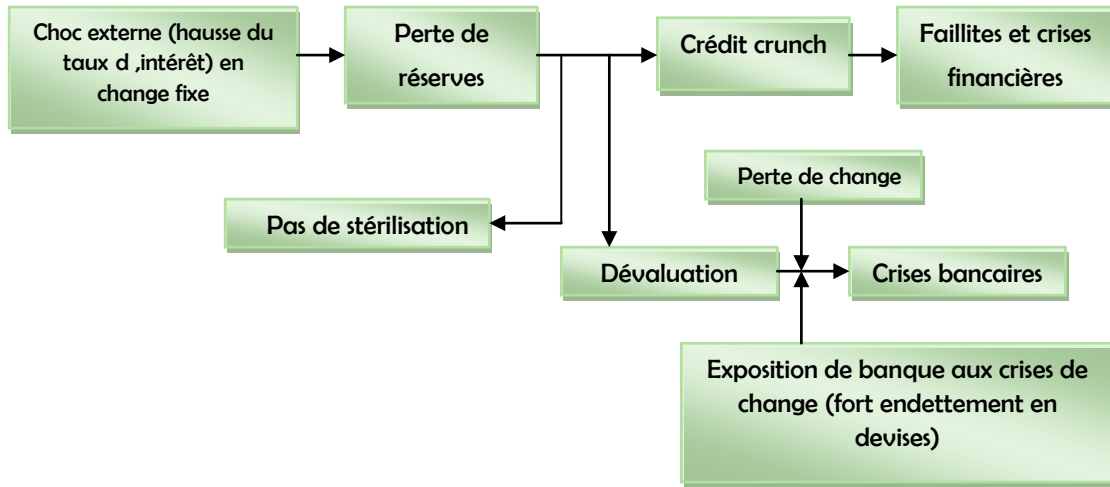
إذا قام البنك المركزي بمحاولة إنقاذ بعض البنوك المتقهرة من خلال تقديم مزيد من القروض والائتمان، فيمكن أن ينجر عن هذا تفاقم في المديونية المحلية للبنوك يمكن أن تولد أزمة ثقة لدى المتعاملين الذين يحاولون التخلص من العملة المحلية مما ينتج انخفاض كبير في سعر الصرف وتقهر الاحتياطي الأجنبي.

الشكل رقم 02 : من أزمة مصرفية إلى أزمة سعر الصرف

A. Les crises bancaires entraînent les crises de changes  
Le modèle de Velasco (1987)



B. Les crises de change entraînent les crises bancaires  
Le modèle de Stoker (1994)



المصدر: Rapport Robert Boyer Mario Dehove et Dominique Plihon La: Les crises financières  
Documentation française. Paris, 2004 p28- 29

المطلب الرابع : أزمة التوأمة

وكننتيجة تفاعل بين الأزمات المصرفية و أزمات سعر الصرف ظهر شكل جديد من الأزمات المالية هي الأزمات المزدوجة او أزمة التوأمة، وهي عبارة عن تركيبة من الأزمات المصرفية وأزمات الصرف، وتظهر هذه الأزمات من خلال تركيبة من مضاربة حادة ضد العملة الوطنية وموجة من 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<sup>1</sup>، الأمر الذي دفع بالكثير من الاقتصاديين للاهتمام بدراسة العلاقات والأسباب المؤدية إلى إدماج الأزمة المصرفية بأزمة أسعار الصرف، و لعل أهمها الدراسة التي قام بها Reinhart و Kaminsky سنة 1998، حيث قام هذان الاقتصاديان بدراسة 25 أزمة مصرفية و 71 أزمة أسعار صرف التي ظهرت في الفترة الممتدة ما بين 1970 و 1995 و ذلك في عشرين (20) دولة متطورة حيث نخرج بالملاحظات التالية<sup>2</sup>:

- قد عرفت سنوات السبعينيات عدداً قليلاً جداً من الأزمات البنكية حيث وصلت إلى 03 أزمات بنكية و عدداً متوسطاً من أزمات أسعار الصرف تمثل في 25 أزمة بينما الفترة الممتدة من 1980 و 1990 فقد عرفت تكراراً كبيراً للأزمات البنكية بحيث تضاعف بـ 04 مرات من الفترة السابقة و بقيت أزمات أسعار الصرف ثابتة.
- وكذلك ملاحظة أن 56 % من الأزمات المصرفية كانت متبوعة بأزمة سعر صرف خلال فترة 03 سنوات.
- كما أن الصدمات الخارجية ساهمت بقوة في نشوب هذه الأزمات.

## المطلب الخامس: أزمة الديون

### الفرع الأول : مفهوم أزمة الديون

بدأت أزمة الديون على المستوى العالمي في الخمسينيات، واتضح معالمها بشكل بارز في عقد التسعينيات عندما تفاقم حجم القروض نظراً لسوء توظيفها، لتنفجر عام 1982 حينما توقفت المكسيك وتشيلي والأرجنتين عن دفع أعباء ديونها الخارجية، ثم تبع ذلك عمليات إعسار مالي لعدد كبير من البلاد النامية، وشكّل إعلان هذه الدول وقف دفع أعباء ديونها مؤشراً لانهايار نظام الائتمان الدولي<sup>3</sup>، وتحدثت أزمة الديون إما 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<sup>4</sup>، و قد ترتبط أزمة الديون أيضاً بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي.

### الفرع الثاني: أسباب أزمة الديون

#### أولاً: الأسباب الداخلية

<sup>1</sup> Robert BOYER, Mario DEHOVE, Dominique PLIHON, 'les crises financières', Ed La Documentation française, Paris, 2004, P.P. 26- 27.

<sup>2</sup> Jean-Pierre Allégret" les régimes de change dans les marchés émergents" Vuibert librairie février Paris février 2005 P85.

<sup>3</sup> www.aljazeera.net/nr/exeres/680771844-1582-41c4-a436-3095fda05e50.htm

<sup>4</sup> - كريستيان ملدر " عين العاصفة" مجلة التمويل و التنمية ديسمبر 2002 مرجع سابق ص 06 .

**1. الميل إلى الاستثمار من أجل التنمية :** ويتطلب كثافة رأسمالية وتكنولوجيا متقدمة وهو ما تفتقر إليه تلك الدول, مما اضطرها إلى الاقتراض الخارجي لشراء الآلات والمعدات والتعاقد مع الخبراء الأجانب وشراء براءات الاختراع وحقوق الصنع.

**2. سوء توظيف القروض :** لقد كانت المبالغة الملحوظة في اللجوء إلى الاقتراض الخارجي هي سمة السبعينيات وذلك على أمل السداد من مشروعات طموحة تم الاقتراض من أجلها, لكن سوء التخطيط وتغير السياسات الاقتصادية وتخبطها من فلسفة اشتراكية إلى ليبرالية ومن ليبرالية إلى اشتراكية أدى إلى فشل الكثير من المشروعات. وقد اقترنت عملية الاقتراض في العديد من الأحيان بزيادة كبيرة في الاستهلاك الترفيهي وفساد الحكومات التي تقترض كثيرا للرفع من مستوى معيشة شعوبها بشكل مصطنع كرشوة لشراء ولاء الشعب وسكوته<sup>1</sup>.

### **المطلب السادس : أزمات أسواق المال " حالة الفقاعات "**

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة " الفقاعة " " bubble", حيث تتكون " الفقاعة " عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل – كالأسهم على سبيل المثال – هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهاً قوياً لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

<sup>1</sup> [www.aljazeera.net/nr/exeres/680771844-1582-41c4-a436-3095fda05e50.htm](http://www.aljazeera.net/nr/exeres/680771844-1582-41c4-a436-3095fda05e50.htm)

## المبحث الرابع : نوع جديد من الأزمات المالية

حين البحث عن أنجح السياسات لمحاولة تفادي حدوث الأزمات في المستقبل وإدارتها بفعالية أكثر حين تحدث، فمن الطبيعي أن يكون التركيز على نوع الأزمات التي يتوقع حدوثها مستقبلا ويبدو أن هناك فوارق مهمة بين أزمات التسعينيات ومشاكل المدفوعات التقليدية التي واجهت البلاد النامية في الماضي، وترتب على هذه الفوارق والاختلافات نتائج مهمة بالنسبة لدور المؤسسات التي تتصدى لمواجهة هذه الأزمات وعلى الأخص الصندوق، ومن ثم فسيكون من المناسب البدء بمقدمة عن طبيعة وأهم خصائص هذه الأزمات الجديدة وكذلك أسباب تركزها في البلاد النامية.

### المطلب الأول : الأزمات التقليدية

إن مما يسبب أزمات العملة هو انتهاج السياسات المالية والنقدية التوسعية والتي لاتخلو من التهور وتؤدي إلى زيادة كبيرة في الطلب، وسعر صرف أعلى من القيمة الواقعية للعملة وعجز غير قابل للاستمرار في الحساب الجاري لميزان المدفوعات، ثم انخفاض في الاحتياطي النقدي إلى درجة من الخطر تؤدي إلى نشوب الأزمة، ومنع الأزمات في هذه الحالات كان يعني إعادة التوازن المالي والنقدي قبل أن يفلت زمام هذه التجاوزات . كانت إدارة الأزمات تعني بالنسبة للصندوق تقديم العون المالي المؤقت حتى لا يؤدي التضيق الاقتصادي على المستوى الكلي إلى ركود اقتصادي في البلاد أو يزيد من حدته، وكانت المساعدة مرتبطة بإعادة الانضباط المالي والنقدي وإلى الحد الذي كان الهدف فيه هو تحقيق الاستقرار الاقتصادي على المستوى الكلي واستقرار سعر الصرف، لم يكن هناك ما يدعو إلى الانشغال بتفاصيل الأنظمة المالية في البلاد، ويمكن القول أن تركيز الصندوق في الخمسين سنة الأولى من عمره كان على السياسات المالية والنقدية للبلاد ولم يبد سوى اهتمام جانبي بالترتيبات المؤسساتية الداخلية للبلاد.

### المطلب الثاني : الأزمات الجديدة

#### الفرع الأول : مفهومها

لقد كان لكل من الأزمات الكبرى في التسعينيات (المكسيك في 1994، شرق آسيا في 1997، روسيا في 1998 والبرازيل في 1999) صفاتها الخاصة التي تميزها عن غيرها ولكنها جميعا اشتركت في ظاهرة واحدة مهمة، لقد كانت جميعا أزمات ثقة مصدرها حساب رأس المال، وعليه فهي تختلف تماما عن مشاكل المدفوعات القديمة في البلاد النامية والتي عادة ترتبط بالحساب الجاري لميزان المدفوعات .

لقد زادت إمكانية تعرض البلاد النامية لمثل هذه الأزمات في التسعينيات لأن عددا كبيرا منها قام بتحرير القيود على حركة رؤوس الأموال بهدف تحقيق تكامل أوثق مع أسواق رؤوس الأموال العالمية، وتحسين إمكانية الحصول على التدفقات الرأسمالية الدولية، ولاشك أن مدى النفاذ إلى هذه الأسواق قد تحسّن كثيرا، ولكن ذلك كان على حساب زيادة في مخاطر التقلب وعدم الاستقرار، وظاهرة التقلب هذه هي ظاهرة معروفة في الأسواق المالية بما في ذلك سوق رأس المال الدولي، من الممكن أن تزيد التدفقات الوافدة عن الحد الذي يمكن تبريره وفقا للأساسيات الاقتصادية في بلد ما، في حالة وجود توقعات حسنة يغلب عليها التفاؤل كما كان الأمر في شرق آسيا قبل الأزمة، ولكن من الممكن أيضا أن تزيد التدفقات إلى الخارج عن حد متناسب يمكن تبريره، وذلك عندما تتغير التوقعات في الاتجاه المعاكس وتنهار ثقة المستثمرين<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني : خصائص الأزمات الجديدة

1. لعل أقرب ما يوضح طبيعة هذه الأزمات هي نظريات أو نماذج أزمات العملة والتي توفرت عنها أدبيات غزيرة في السنين الأخيرة.

الجيل الأول من هذه النماذج يفسر الأزمات على أنها النتيجة المتوقعة لإتباع سياسات ينقصها التوافق والانسجام، على سبيل المثال محاولة تبني سعر صرف ثابت مع ممارسة سياسة نقدية مفرطة في التوسع.

ويرتكز الجيل الثاني من هذه النماذج بصفة أشد على التغيرات في توقعات المستثمرين ( أو اتجاهات السوق) والتي تؤدي إلى اشتعال فتيل الأزمة في الحالات التي تكون فيها البلاد قد أصبحت معرضة للأزمة بسبب ضعف في جانب من الجوانب، كأن تكون مثلا، مثقلة بحجم مفرط من الديون القصيرة الأجل .

وتبدو هذه النماذج الأخيرة أكثر ملائمة لتفسير الأزمات المعاصرة، فإذا كان من الواضح أن البلد قد وضع نفسه في منطقة الخطر بسبب ارتفاع مستويات الدين قصير الأجل، فإن فقدان الثقة يمكن بعد ذلك أن يؤدي إلى نشوب الأزمة المتوقعة، ليس من الممكن التنبؤ بنوع الحادث الذي يمكن أن يؤدي فعلا إلى بداية فقدان الثقة ولكن إذا حدث ما يؤدي إلى بداية زعزعة الثقة، فإن الأزمة ستكون هي النتيجة، في هذه النماذج الأخيرة لا يتم التنبؤ بالأزمات كما هو الحال في الجيل الأول من النماذج، ولكن الأزمات هي نتيجة محتملة بسبب ناحية من نواحي الضعف في الاقتصاد<sup>2</sup>.

2. لقد أزلت الحركة العالمية لانتقال رؤوس الأموال الفواصل بين الأنظمة المالية المحلية والدولية، هذا يعني أنه أصبح من الصعب تصور إصلاح ميزان المدفوعات الدولي، بدون إصلاح النظام المالي المحلي طالما كانت الأنظمة المالية المحلية والدولية مفصولة عن طريق القيود على حركة رأس المال، كان تمويل عجز موازين المدفوعات التي كان مصدرها الحساب الجاري يتم عن طريق الاحتياطات الدولية.

<sup>1</sup> الدكتور محمد الفنيش " البلاد النامية والازمات المالية العالمية" - حول استراتيجيات منع الازمات وادارتها - الطبعة الاولى 2000 - جدة - ص 16  
<sup>2</sup> الدكتور محمد الفنيش " البلاد النامية والازمات المالية العالمية " مرجع سابق ص 17

وكانت إعادة التوازن لميزان المدفوعات تعني إعادة التوازن للحساب الجاري الذي يعني ضمناً تقييد السياسات المالية والنقدية، ولكن الآن ومع هذه الحركة الواسعة لرؤوس الأموال دولياً فإن تحقيق الاستقرار لميزان المدفوعات يعني تحقيق استقرار حساب رأس المال الذي يتطلب إعادة الثقة للمستثمرين، وإعادة الثقة للمستثمرين تعني إعادة الثقة في استقرار النظام المالي المحلي، ومن ثم وحين الرغبة في تفادي الأزمات أو الحد من آثارها يصبح من الضروري توجيه الاهتمام إلى قضايا تنظيم الرقابة على البنوك، وتظم المحاسبة والمراجعة وشفافية المعلومات المالية، والإدارة السليمة للشركات. ومن الملاحظ أن بعض النماذج الحديثة لتفسير الأزمات تشير إلى نواحي الضعف في النظام المصرفي وضعف الميزانيات والخطر المعنوي الذي ينشأ عن الضمانات الحكومية كأسباب لأزمات العملة والأزمات المالية على سبيل المثال.

3. لعل أهم خصائص الأزمات التي يرجع أصلها إلى حساب رأس المال هو كبر حجم الفجوة التمويلية وأنها تنفجر بطريقة فجائية، ويرجع هذا إلى أن التدفقات إلى الخارج يؤدي إلى تغيير كبير في الأجل القصير وتعكس أساساً تعديلاً في الموجودات.

لا تستمر التدفقات إلى الخارج بنفس المستوى المرتفع سنة بعد أخرى، ولكن التأثير في الأمد القصير يمكن أن يكون ضخماً، ففي شرق آسيا على سبيل المثال وصلت التدفقات الرأسمالية في الاتجاه المعاكس بالنسبة للدول الخمس المتضررة في 1997 إلى 107 بليون دولار أو حوالي 10% من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول مجتمعة، وقد حدث أغلب التدفق إلى الخارج في النصف الثاني من سنة 1998، وقد مثل سحب المصارف التجارية للتمويل جزءاً كبيراً من هذه التدفقات التي عكست اتجاهها أساساً في شكل رفض لتجديد الدين القصير الأجل الذي وصل إلى مستويات مرتفعة جداً في كل من تايلاند وإندونيسيا وكوريا.

إن المؤسسات القائمة التي تتولى إدارة الأزمات لا يمكنها في العادة توفير تمويل بهذا الحجم كما أنه ليس من السهل تطبيق سياسات من شأنها استعادة الثقة، وإيقاف خروج رؤوس الأموال وإعادة الأمور إلى وضعها العادي بسرعة وفي هذه الحالة سيصبح من المفروض على النظام تحقيق تحسين كبير في الحساب الجاري لمقابلة التدهور في حساب رأس المال كما كان واضحاً في شرق آسيا ولقد انتقلت كوريا من عجز في الحساب الجاري قدره 1,8% في 1997 إلى فائض قدره 13,1% في 1998، وكان التغيير في نفس الفترة بالنسبة لتايلاند من -1,9% إلى +12,2%، وفي إندونيسيا من -3,0% إلى +3,4% وفي ماليزيا من -5,1% إلى +15,7%<sup>1</sup>، ولا يمكن تحقيق مثل هذه التغييرات الكبيرة خلال سنة واحدة إلا عن طريق تخفيض ضخم في الواردات، الأمر الذي يكون عادة مصحوباً بخسائر كبيرة في الإنتاج والعمالة، ولقد انخفض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 5% في كوريا، 6,8% في ماليزيا، 8% في تايلاند و 13,7% في إندونيسيا.

<sup>1</sup>- world economic outlook 1999. IMF

أما السبل التي تؤدي في النهاية إلى انخفاض الإنتاج فهي واضحة وخروج رؤوس الأموال بكميات كبيرة يعقبه انهيار في أسعار الصرف المحلية الذي يؤدي بدوره إلى آثار سلبية على المراكز المالية للبنوك والشركات المعرضة للاقتراض الأجنبي وعليها التزامات أجنبية كبيرة، وكل هذه التطورات بالطبع تعكس آثارها على قرارات الإقراض المحلي والاستثمار ومن ثم الإنتاج والعمالة .

4. تفرض إدارة هذا النوع الجديد من الأزمات مشاكل خاصة، إن فقدان الثقة بغض النظر عن سببه، يمكن أن يؤدي إلى هزات كبيرة و ذلك لما يمكن أن ينتج عنه من تحولات كبيرة في رأس المال إلى الاتجاه المعاكس، والتدفقات الصافية التي تعتمد عليها الدولة لتمويل عجز الحساب الجاري يمكن أن تتوقف تماما حيث يتوقف الإقراض الجديد، ويمكن أيضا أن لا يتم تجديد الدين قصير الأجل والذي قد يكون كبيرا، كما يمكن أن يؤدي فقدان الثقة الخارجية إلى هروب رأس المال المحلي توقعاً لانخفاض سعر الصرف إن لم تكن هناك قيود على حركة رأس المال، كما كان الوضع بالنسبة لكثير من البلاد المتضررة، على خلاف أزمات موازين المدفوعات التقليدية التي يكون مصدرها الحساب الجاري، والتي تتكوّن فيها الضغوط عادة بصفة تدريجية، فإن الأزمات التي يكون منشؤها في حساب رأس المال يمكن أن تنفجر بطريقة فجائية فتخلق حاجة فجائية للتمويل لا يتيسر معها سوى وقت محدود جداً للتفاوض بشأن برنامج التمويل، كما أن حجم التمويل المطلوب هو عادة أكبر بكثير مما كان عليه الأمر في الماضي، كما أن هناك حاجة أيضا إلى تقديم أغلب هذا التمويل في بداية البرنامج إذا ما كان الهدف هو استعادة الثقة بسرعة.

5. من الواضح أن استعادة الثقة يجب أن تكون الهدف الأساسي للسياسة التي توضع لمواجهة مثل هذه الأزمات، ولكن قد لا يكون المطلوب لتحقيق هذا الهدف واضحا في كل الأحوال، وفي حالة المكسيك في سنة 1994 تم تطوير الأزمة بسرعة وعادت البلاد إلى حالة انتعاش في فترة وجيزة نسبيا، ولكن الوضع في شرق آسيا كان مختلفا عن ذلك تماما، لقد تمكّن الصندوق وفي فترة قصيرة نسبيا من الإعداد لبرامج كبيرة لكن من تايلاندا وإندونيسيا وكوريا، ووجد تعاوناً وثيقاً من كل من البنك الدولي، وبنك التنمية الآسيوي لتكميل تمويله في شكل قروض للتصحيح الهيكلي، ولكن لم تتمكن برامج الصندوق في شرق آسيا من إعادة الاستقرار بالسرعة التي حدث بها ذلك في المكسيك.

### المطلب الثالث : لماذا في البلاد النامية ؟

لقد تركّزت أغلب الأزمات المالية، خاصة في التسعينيات في بلاد الأسواق الناشئة، ومن المهم إدراك أن المخاطر التي تواجه البلاد النامية التي تحاول الانفتاح على أسواق رأس المال العالمية هي أعظم بكثير من تلك التي يمكن أن تواجه البلاد الصناعية، هنالك عدّة صفات وخواص تتعلق بالبلاد النامية تجعلها أكثر عرضة لمثل هذه الأزمات ولعلّ من أهمها ما يلي:

1. قلة المعلومات المتوفرة للمستثمرين عن الأحوال في هذه البلاد قد تدفع بعضهم إلى مجرد الاكتفاء بتقليد سلوك من يعتقدون بأنهم أكثر دراية ومعرفة بالأحوال منهم.
2. القابلية الشديدة للعدوى وانتقال آثار الأزمات من بلد إلى آخر وذلك بسبب عدم توفر المعلومات الكافية للتمييز بين الأوضاع الحقيقية لمختلف البلاد، ففقدان الثقة في بلد ما يمكن أن يؤدي إلى فقدانها في بلاد أخرى على الرغم من اختلاف الظروف وقلة المبررات، وقد زادت السرعة التي يمكن أن يتحرك بها رأس المال في أسواق اليوم من خطورة هذه الظاهرة.
3. صغر حجم أسواق البلاد النامية مقارنة بحجم التدفقات الرأسمالية الدولية يجعلها أكثر عرضة للتقلبات، حيث أن تغييرات صغيرة نسبيا في التدفقات الرأسمالية ( بالمعايير الدولية ) يمكن أن تؤدي إلى تغييرات كبيرة في أسعار الأصول.
4. ضعف القطاع المالي وبالأخص البنوك، يؤدي إلى الإقبال على أنواع من الوساطة المالية غير الرشيدة وتراكم الديون القصيرة الأجل، ففي حالة الفورات الاقتصادية غالبا ما يتم تداول التدفقات الرأسمالية الوافدة بأسلوب يؤدي إلى الإفراط في الاعتماد على الاقتراض بالعملات الأجنبية وتراكم الدين قصير الأجل، أما من جانب البنوك نفسها (كما حدث في حالة كوريا وتايلاند ) أو من جانب الشركات والمؤسسات مباشرة ( في اندونيسيا )، يمكن لنظام مالي ومصرفي قوي تفادي مثل هذه المشاكل وذلك بملاحظة إجراءات الحيطة المطلوبة بتحديد مدى وحجم التزاماته بالعملات الأجنبية وذلك عن طريق تحديد اقتراضه المباشر، وكذلك عند إقراضه للشركات والمؤسسات المحلية ذات الالتزامات الكبيرة بالعملات الأجنبية.
5. وجود ضمانات حكومية ضمنية في البلاد النامية يشجع الإقراض غير الرشيد لهذه البلاد مما يجعلها أكثر تعرضا للأزمات.
6. نوعية أنظمة أسعار الصرف التي تبنتها كثير من البلاد النامية من فئة الرابطة تساهم في المشكلة عن طريق خلق انطباع عن استقرار أسعار الصرف الهشة Soft Peg وثباتها، مما يشجع المقترضين على تجاهل المخاطر المرتبطة بتغيرات سعر الصرف والإقبال على جميع التزامات كبيرة بالعملات الأجنبية، ويبدو أن أنظمة أسعار الصرف الأكثر مرونة تشجع على إدراك أوضح لهذه المخاطر.
7. عدم الاستقرار السياسي في البلاد النامية تترتب عليه آثار أشد على تصورات المستثمرين وتوقعاتهم مما هو الحال في البلاد الصناعية، لأنه غالبا ما يثير شكوكا حول استقرار السياسات الاقتصادية وقد يؤدي إلى تدهور الإدارة الاقتصادية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>الدكتور محمد الفنيش " البلاد النامية والازمات المالية العالمية " مرجع سابق ص 20

## خلاصة الفصل الأول:

يظهر التتبع التاريخي للأزمات المالية أن التنظيم و الوقاية يأتیان دائماً بعد حدوث الأزمة، كما يظهر أن السلطات النقدية في الدول النامية التي تعرضت للأزمات المالية لم تنجح في التنبؤ بحدوث الأزمات أو الوقاية من حدوثها، حيث قامت بعد حدوث الأزمات بوضع و تعديل التشريعات المنظمة والمانعة من تكرار حدوثها، مثل ما حدث في الأرجنتين ودول جنوب شرق آسيا، والملاحظ أيضاً التراجع عن تلك الإجراءات التنظيمية بمجرد زوال حدة الأزمة مما أدى إلى تكرار الأزمات وبالتالي عدم وجود وقاية حقيقية، وفي معظم الأحوال فقد تمت معالجة الجوانب الفنية المسببة للأزمة وتجاهل الجانب الهيكلي والتنظيمي، وبالتالي تصبح المحافظة على مقدار التحسن في العمليات المصرفية صعبة الاستمرار والدوام.

و من ناحية أخرى، فقد دلت التجارب العالمية أيضاً على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية وأن عملية تعديل هيكل المصارف وتدوير المناصب الإدارية لم تنجح في تفادي حدوث الأزمات أو الحد من أثرها لأن نفس الفريق الإداري في مواقع اتخاذ القرارات بحيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة و طريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان، ودلت التجارب كذلك على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في أن تخفي الديون المعدومة للمصرف لسنوات وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية و ضعف النظم و الإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، وهذا الوضع من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها و التخفيف من آثارها، هذا وتكون الدول التي تنتهج سياسة سعر الصرف الثابت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، كما أدت الأزمات المالية التي اجتاحت العديد من البلدان في السنوات الأخيرة إلى ظهور عدد من المبادرات الرامية إلى إصلاح النظام المالي الدولي، وقد تم إحراز بعض التقدم المفيد في البداية، غير أن تنفيذ النقاط الرئيسية في جدول الأعمال يتم بشكل بطيء للغاية مع فتور الشعور بالحاجة الملحة إلى ذلك، ولا يزال هناك الكثير مما ينبغي القيام به لتعزيز النظم المالية، وزيادة الالتزام بالمعايير الدولية للممارسة الجيدة وتشجيع تقاسم الأعباء بصورة عادلة بكفالة مشاركة القطاع الخاص مشاركة فعالة في عملية منع وقوع الأزمات وحلها.

وفي صندوق النقد الدولي، لا يزال يتعين الانتهاء من عملية التحول إلى منع وقوع الأزمات، بما في ذلك كشف مدى التأثير بالعوامل الخارجية في الوقت المناسب، وثمة مسألة هامة أخرى ما زالت عالقة وهي مسألة تبسيط مشروعية الصندوق على نحو يكفل أن يراعي الصندوق في مطالبه من البلدان المقترضة قدرة السلطات المحلية على تنفيذها، وألاً يكون فيها تجاوز لولايته الأساسية.



# الفصل الثاني

## نماذج عن الأزمات المالية

## المقدمة:

لقد شهدت الأسواق المالية الدولية تطورات هائلة ومتلاحقة منذ الثمانينات من القرن الماضي ، حيث تسارعت عملية الابتكار المالي والتجديد في أساليب وأدوات التمويل والاتجاه نحو التحرر من القيود التشريعية والإجرائية ، وإطلاق حرية حركة أسعار الفائدة والسوق ، والتحول نحو عولمة الأسواق المالية، وقد ساعد التقدم في تكنولوجيا المعلومات والاتصال علي مشاركة المستثمرين الأفراد في العمليات التمويلية والاستثمارية عابرة القارات بسهولة وسير و ضخامة حركة رؤوس الأموال الدولية انسيابها وسرعة تدفقها من مكان لآخر، علي أشاع دول العالم وامتداد أسوقه المالية ، فتدويل الأعمال و تكامل الأسواق المالية و انفتاح بعضها علي البعض، والعلاقات المتبادلة بين أطراف وأدوات التعامل في تلك الأسواق، أدى إلى زيادة عدد المتغيرات و المخاطر المصاحبة لها في أسواق التعامل، جعل من السهل انتقال المخاطر و الاضطرابات والأزمات المالية عبر الحدود أو بين الأسواق ، أو بين الأسواق فالأزمات المالية قد باتت متكررة ، وأصبح من السهل نقل عدوى هذه الأزمات والتأثير على حركة الادخار والاستثمار العالمي .

## المبحث الأول : الأزمات المالية في أمريكا اللاتينية

شهدت القارة الأمريكية العديد من حالات الاضطراب والتدهور الاقتصادي , وإذا كانت الأرجنتين قد بلغت ذروة الأزمة خلال العام المذكور مع تعثر محاولات تجاوزها، فإن فنزويلا تعرّضت لأزمة سياسية خانقة أدت إلى شلل قطاع النفط الذي يُعد العمود الفقري للاقتصاد الفنزويلي، كما أن هناك العديد من دول القارة التي تعرّضت لأزمات مالية أو وقفت على شفا الأزمة خلال عام 2002، وقد وقفت الولايات المتحدة الأمريكية والمؤسسات المالية الحكومية الدولية ونقصد صندوق النقد والبنك الدوليين موقفًا باردًا من الأزمات في أمريكا اللاتينية بشكل ساهم في تعميق تلك الأزمات .

## المطلب الأول: الأزمة المالية المكسيكية

لقد ساهمت عملية التغيير الهيكلي وتثبيت الاقتصاد الكلي التي بدأتها المكسيك قبل 12 عامًا، والتنمية الاقتصادية الاستثنائية لمعظم البلدان الآسيوية خلال الفترة منذ أواخر الثمانينات حتى أوائل عام 1997 في النمو البالغ السرعة لتدفقات رؤوس الأموال الصافية الداخلة إلى هذه البلدان، بالإضافة إلى ذلك، فإن المستثمرين الذين يسعون للحصول على عوائد أفضل في وقت كان يبدو فيه أن أسواق البلدان الصناعية، تُقدّم فرصًا أقل ربحية بسبب تباطؤ النمو الاقتصادي وانخفاض أسعار الفائدة حولوا كميات هائلة من رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة ولعلم قَللوا من تقدير المخاطر القائمة في تلك الأسواق. وتحل المكسيك والبلدان الآسيوية صدارة قائمة البلدان التي استفادت من هذا السلوك،<sup>1</sup> وفي كلتا الحالتين ساهمت التدفقات الرأسمالية في توسع الطلب الكلي وفي زيادة أسعار الأسهم والعقارات، وفي نمو متسارع للأصول والخصوم المصرفية وعجز ضخ في الحساب الجاري الخارجي كما هو موضح في الشكل.

### الشكل رقم 03: عجز في الحساب الجاري الخارجي المكسيكي قبل الأزمة (نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي)



المصدر : غيليرمو أورتيغز مارتيز، "ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك للانتعاش الاقتصادي في آسيا"، مجلة التمويل والتنمية عدد حزيران 1998

1- غيليرمو أورتيغز مارتيز، "ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك للانتعاش الاقتصادي في آسيا"، مجلة التمويل والتنمية عدد حزيران 1998 من ص 6 و7.

**1. نشأة الأزمة المكسيكية:** لقد ظهر السوق المالي المكسيكي في الحقبة الزمنية التي سبقت الأزمة كفرصة استثمار مثالية للأجانب، نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة و الذي نجم عن الإصلاحات الاقتصادية الشاملة، وتمثلت أهم هذه الإصلاحات في خوصصة المؤسسات، ورفع القيود على التجارة الخارجية إضافة إلى إصلاحات أخرى في السياسة المالية، ولقد أفضى هذا الوضع إلى تهاطل رؤوس الأموال الأجنبية لشراء العقارات و القيم المنقولة، مما أدى إلى خلق عجز في ميزان المدفوعات المكسيكي، ونظراً لاستقرار العملة المكسيكية بسبب ارتباطها بعملة أخرى يتوسع الائتمان المصرفي، مع تواصل العجز في ميزان المدفوعات المكسيكي حينها بدأ التوقع بحدوث أزمة مالية، ونتيجة لهذه المؤشرات اضطرت الحكومة إلى الرفع المتزايد لأسعار الفائدة من أجل دعم العملة، لكن وبمجرد تقويم العملة، انخفضت قيمة البيزو وتباطأ التوسع الائتماني نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة، هذه الأوضاع أدت إلى انفجار أزمة مالية لم يسبق لها مثيل عام 1994 في المكسيك .

## **2. أسباب حدوث أزمة المكسيك 1994 :** أدت سياسات الإصلاح الاقتصادية التي طبقت خلال الفترة 1988-

1993 أدى إلى انخفاض كبير في معدل التضخم و تحسن ملحوظ في الموازنة العامة و ميزان المدفوعات، وقد ساهمت سياسة سعر صرف البيزو مقابل الدولار بين ديسمبر 1987 و جانفي 1989 إلى تغير تدريجي في نظام سعر الصرف إلى نظام تميز بتحريك البيزو في نطاق محدد من 1% في نوفمبر 1991 إلى 9 بالمائة في أواخر 1993 ، كما إن انخفاض القيمة الاسمية للعملة لم يكن كافياً لمنع ارتفاع قيمة البيزو الحقيقية التي ارتفعت بحوالي 35 بالمائة بين جانفي 1990 و ديسمبر 1993 كنتيجة للتحسن الاقتصادي ، وفي نفس الوقت ارتفع العجز في ميزان المدفوعات، و كان مصدره الرئيسي العجز في ميزان الجاري من حوالي 3,2 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي في 1990 إلى 6,6 بالمائة في 1993 ورغم هذا العجز الخارجي المتنامي في الميزان التجاري إلا أن الزيادة في التدفقات الرأسمالية إلى المكسيك أدت إلى ارتفاع كبير في احتياطي النقد الأجنبي الذي وصل إلى 25,4 مليار دولار مع نهاية 1993 ولقد جاءت السلطات النقدية المكسيكية إلى سياسة تعقيم التدفقات الرأسمالية و ذلك بإصدار أذونات الخزينة قصيرة المدى بالبيزو وهكذا استمرت التدفقات الرأسمالية خلال الربع الأول من عام 1994، خصوصاً بعد أن وافق الكونغرس الأمريكي في نوفمبر 1993 على اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (النافتا) ونتيجة لذلك تقلص الفرق بين أسعار الفائدة على أذونات الخزينة المكسيكية وأسعار الفائدة على شهادات الإيداع الأمريكية و صاحب ذلك توسع في منع الائتمان من قبل القطاع المالي بين مارس و جوان 1994 من الانخفاض في السيولة من 15,7 إلى 33,5 مليار بيزو.

وفي ديسمبر 1994 وسعت السلطات النقدية تذبذب سعر الصرف إلى 15,3 بالمائة وأعلنت نيتها للدفاع عن البيزو عند 4 بيزو للدولار ولكنها لم تتمكن من الحفاظ على قيمة العملة عند ذلك المستوى و سببت مخاوف المستثمرين في زيادة الضغوط على سعر الصرف، ويوم 22 ديسمبر 1994 تبنت المكسيك نظام سعر الصرف المرن، و بين 20 ديسمبر 1994 و 3 جانفي 1995 أي خلال أسبوعين، فقد البيزو حوالي 30 بالمائة من قيمته

كما ارتفعت أسعار الفائدة لتصل على أدونات الخزينة قصيرة المدى بالعملة المحلية إلى معدل السنوي يساوي 45 بالمائة في الأسبوع الثاني من جانفي 1995.<sup>1</sup>

**3. موقف المكسيك من الأزمة المالية:** ما إن انفجرت الأزمة المكسيكية حتى أدركت الحكومة أنها أزمة مالية لم يسبق لنطاقها مثيل، وتتطلب عددا من تدابير التصحيح بعيدة المدى، ودعما ماليا استثنائيا، ولم يكن التحدي الذي تواجهه السياسة الاقتصادية يتمثل في تخفيض عجز الحساب الجاري الخارجي فحسب، بل أيضا في اتخاذ تدابير تمنع انهيار<sup>2</sup> القطاعين المالي والإنتاجي وهكذا فبالإضافة إلى التصحيح المالي والنقدي، وإتباع سعر صرف معوم والانجازات المحققة في الإصلاح الهيكلي وتحرير الأسواق، تفاوضت السلطات المكسيكية حول حزمة مالية طارئة مع حكومة الولايات المتحدة، وصندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنك التنمية للبلدان الأمريكية من أجل تجنب التوقف عن دفع الإلتزامات الخارجية للبلاد.

كما كانت هذه الحزمة المالية ضرورية لمنع الأزمة المكسيكية من الامتداد إلى بلدان أخرى، كما اتخذت تدابير وقائية حيال الأسواق المالية الداخلية لتجنب العدوى، وذلك بواسطة حزمة إنقاذ، دعما للبنوك والمقرضين على حد سواء ومنع حدوث انهيار واسع المدى للمؤسسات المالية، واشتملت الحزمة على: التدابير التالية

- قيام البنك المركزي بتوفير سيولة من النقد الأجنبي للبنوك التجارية لمنعها من التأخر في سداد التزاماتها الأجنبية.<sup>3</sup>

- تنشيط برنامج لتوفير رؤوس الأموال مؤقتة للبنوك وبرنامج لاحق لزيادة الحوافز للبنوك التي تعاني عجزا.  
- إجراء إصلاحات قانونية للسماح بمشاركة أجنبية أكبر في أسهم رؤوس أموال البنوك وبرنامج لمساندة فئات معينة من المدينين للبنوك.

ومنذ بداية الأزمة احتسبت الحكومة بحرص تكلفة الدعم للنظام البنكي والمدينين له من أجل المحافظة على موقف مالي سليم، وتقدر التكلفة المالية لدعم النظام المالي بنسبة 12 % من الناتج المحلي الإجمالي لسنة 1997 تستهلك على مدى 30 عاما خلال فترة عمر البرامج، والسلطات المكسيكية على وعي بمشاكل الأخطار المعنوية التي ينطوي عليها قيامها بالعمل كمقرض الملاذ الأخير بكل من العملة المحلية والأجنبية، بيد أن هذا النوع من التصرف كان أفضل من السيناريو البديل للكساد العميق وطويل الأجل ومخاطر الإضرار الجسيم بالنظام المالي الدولي، ومن المؤكد أن التدابير التي اتخذت باهظة الثمن بيد أن النتائج كانت مشجعة رغم أن الناتج المحلي الإجمالي انخفض بنسبة 6.2 % في عام 1995 فإنه انتعش حيث نما بنسبة 5.1 % في عام 1996 وبنسبة 7 % في عام 1997 وهو أعلى معدل خلال 16 سنة وتشمل المؤشرات الاقتصادية المواتية انخفاض معدل البطالة من

<sup>1</sup>- دونالد ماثيسون: الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، مجلة التمويل والتنمية، FMI، المجلد 36، العدد3، جوان 1999 ص29

<sup>2</sup>- دونالد ماثيسون: الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، نفس المرجع السابق ص8.

<sup>3</sup>- غيليرمو أورتيغ مارتييز، "ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك للانتعاش الاقتصادي في آسيا" مرجع سابق ص 7.

8.6 % في أوت 1995 إلى 3.5 % في فبراير 1998 وانخفض التضخم من 52% عام 1995 إلى 15.7% في عام 1997 ولا يزال في انخفاض<sup>1</sup>.

#### 4. مرحلة الأزمة المالية المكسيكية وما بعدها : لقد أدى انخفاض معدلات الربحية في الدول المتطورة

(الولايات المتحدة الأميركية) إلى تدفقات سريعة لرؤوس الأموال إلى المكسيك على شكل استثمارات نجم عنها توسع في الطلب الكلي وزيادة سريعة في أسعار الأسهم والسندات والعقارات ونمو متسارع للأصول والخصوم المصرفية نتيجة للتوسع في الائتمان وعجز ضخم في الحساب الجاري.

وبالأرقام بلغ متوسط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي 3.9 % عام 1993 وانخفض التضخم إلى مستوى الأرقام الأحادية لأول مرة وتدفق رؤوس أموال بلغ 104 مليار دولار خلال الفترة (1990 – 1994)، وهي حوالي 20 % من إجمالي التدفقات الرأسمالية للاقتصاديات النامية للفترة السابقة نفسها،<sup>2</sup> وقد عملت هذه التدفقات على زيادة العجز في الحساب الجاري الخارجي فبدأ المستثمرون يشككون في القدرة على الاستدامة في تحقيق النمو الاقتصادي بالإضافة إلى ترتيبات سعر الصرف التي تسببت في هجمات مضاربة نتيجة ربطها بالدولار الأمريكي، مما ولد شكوكاً حول قابلية ترتيبات سعر الصرف للاستمرار أيضاً، وتحت وطأة هذه الضغوط تم التخلي عن الارتباط بالدولار الأمريكي وتعويم البيزو في 22 كانون الأول 1994، وكان هذا الإجراء بمثابة الفتيل الذي فجر الأزمة الاقتصادية المكسيكية والتي دفعت بالولايات المتحدة الأمريكية لحشد قواها المالية والاقتصادية ومن وراءها الموارد المالية والاقتصادية للمنظمات الدولية كما عرضنا سابقاً.

بعد انخفاض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 6.2% عام 1995 عاد للانتعاش عام 1996 لينمو بمقدار 5.1% وبنسبة 7% عام 1997 وانخفض معدل البطالة من 7.6% عام 1995 إلى 3.5% عام 1998، كما انخفض التضخم من 52 % عام 1995 إلى 15.7 % عام 1997، وانخفض عجز الحساب الجاري من 6.7 % بالمتوسط من الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1992 – 1994) إلى 1 % للفترة (1995 – 1997)<sup>3</sup>.

وقد تحسّن الأداء الاقتصادي للمكسيك بشكل أكبر عام 1999، ويعود ذلك إلى تحسن أسعار النفط مقارنة بالفترة السابقة وتطور شروط التجارة الخارجية وتدفقات الاستثمارات الأمريكية نتيجة انخفاض معدل الربحية في الولايات المتحدة الأميركية، وقد نما الاقتصاد بمعدل 3.6 % وزاد عدد العمال خلال الإحدى عشر شهراً الأولى من عام 1999 بمقدار 870 ألف عامل، وانخفض العجز المالي لأدنى مستوى منذ عام 1985 ليلبغ 1.25 % من الناتج المحلي الإجمالي، وتم الاستهلاك السوقي في الربع الأخير لعام 1999، وخلال عام 2000 بـ 2.3 مليار دولار من الديون الخارجية للقطاع العام المكسيكي، وتطورت الصادرات غير النفطية لتبلغ 15 % من الصادرات

<sup>1</sup> - دونالد ماثيسون: "الأزمات المالية في الأسواق الناشئة" نفس المرجع السابق ص30.

<sup>2</sup> - غيلبرمو أورتيغز مارتيز، " ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك للانتعاش الاقتصادي في آسيا "مرجع سابق ص 7.

<sup>3</sup> - غيلبرمو أورتيغز مارتيز " ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك للانتعاش الاقتصادي في آسيا" مرجع سبق ذكره ، ص 9.

الخارجية لنفس العام وارتفعت قيمة البيزو المكسيكي بمقدار 3.6 % مقابل الدولار، وهي أول مرة تحدث في المكسيك<sup>1</sup>.

## 5. الدروس المستفادة من الأزمة المكسيكية 1994 :

- إن المشكلة الأساسية وراء أزمة سعر الصرف في الاقتصاد المكسيكي من ناحية التحليل الكلي هي أن المبالغة أو الزيادة في رفع قيمة البيزو زاد من العجز في الحساب الجاري كما أن حركية رؤوس الأموال الكبيرة (استثمارات غير مباشرة) عملت على عدم ظهور العجز في ميزان المدفوعات و انخفاض المدخرات الخاصة، كل هذه الأسباب كانت وراء أزمة سعر الصرف بالمكسيك وأن من الدروس التي تولدت عنها نجد:

1- العمولة وإن حققت فوائد كثيرة لبلدان كثيرة و أناس كثيرين في تدفقات رؤوس الأموال الدولية وسرعة حركتها قد أدى إلى زيادة المخاطر و الأزمة المالية و في نفس الوقت نشأت مخاطر أخرى كما أن البلدان منخفضة الدخل التي لم تستفد من العولمة بشكل كبير سوف تزداد تخلفا عن الركب في الوقت الذي تزدهر فيه بلدان أخرى وتسجل تحسنا ملحوظ في مستوى المعيشة .

2- إن هذه الأزمة كشفت عن وجود جوانب ضعف في سياسات البلدان التي أصابتها الأزمة بل وعن وجود ثغرات في النظام المالي الدولي نفسه وهذا بسبب أن المستثمرين قد يتراجعون على نحو سريع و تباعي إذا ما لمسوا وجود نقص في السياسة الاقتصادية مما يؤدي إلى توقف تدفقات رؤوس الأموال الداخلة و تروج تدفقات صافية كبيرة مما يعجل بوقوع الأزمة.

## المطلب الثاني : الأزمة المالية الأرجنتينية

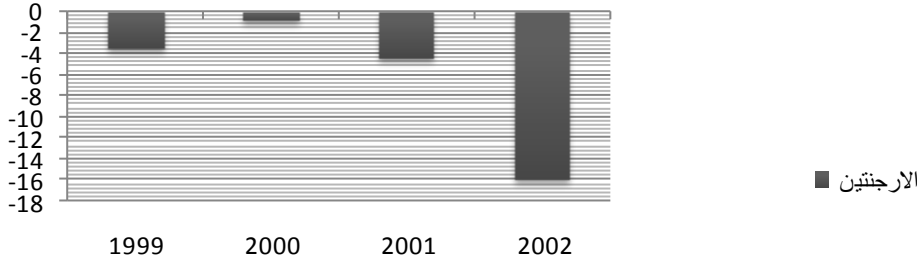
1. تحليل الأزمة المالية الأرجنتينية : تفجرت الأزمة المالية الأرجنتينية على نحو عنيف في شهر ديسمبر من عام 2001، وأدت إلى إسقاط الحكومة والرئيس، وجاء ذلك الانفجار للأزمة إثر اتجاه الحكومة الأرجنتينية لخفض الإنفاق العام بنسبة 20%، أي بمقدار 10 مليارات دولار من خلال عدد من الإجراءات على رأسها تخفيض أجور العاملين بالحكومة بنسبة 13%، وذلك لدعم مسعى تلك الحكومة لدى صندوق النقد الدولي، من أجل الإفراج عن قرض لها قيمته 1.3 مليار دولار ، ونظرا للرفض الاجتماعي لهذا القرار الذي كان مطلباً للصندوق، فإن المظاهرات الضخمة اندلعت ضد هذا القرار<sup>2</sup>، وانفرط عقد الاستقرار الهش وظهر واضحا أن الحكومة عاجزة عن مواجهة الأزمة الاقتصادية وعن تحقيق مطالب الجماهير، وبعد مواجهات دامية سقط خلالها عدد من الضحايا استقالت الحكومة وتعاقب عدد من الرؤساء على الأرجنتين، في محاولة لاستعادة الاستقرار في الشارع الأرجنتيني قبل البدء في مواجهة الأزمة المالية والاقتصادية المتفاقمة في البلاد.

<sup>1</sup> - خوزيه أنجل جوربا، "المكسيك التطورات الأخيرة والإصلاحات الهيكلية والتحديات القادمة"، مجلة التمويل والتنمية الدولية، عدد آذار 2000 ص 23.

2- World bank, report development in world 2002 p18.

ويعتبر انفجار الأزمة المالية الأرجنتينية، مُحصّلة طبيعية لانتشار الفساد وهروب رؤوس الأموال بسبب السياسة النقدية غير الملائمة، ومُحصّلة أيضاً للركود العميق الذي تعاني منه الأرجنتين منذ ثلاثة أعوام، حيث بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الأرجنتيني، نحو - 3.4%، - 0.8%، - 4.40%، - 16% في أعوام 1999، 2000، 2001، 2002 على التوالي.

الشكل رقم 04 : معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (%)



المصدر: World bank, report development in world 2002 p19

كما يعتبر انفجار الأزمة المالية الأرجنتينية محصلة أيضاً لسياسة الاستدانة من الخارج التي أوصلت الديون الخارجية للأرجنتين إلى 146.2 مليار دولار عام 2000 ، بما يوازي 56% من الناتج القومي الإجمالي للأرجنتين في العام نفسه، وتستهلك خدمة هذه الديون نحو 75.7% من إجمالي حصيللة الصادرات الأرجنتينية من السلع والخدمات، بما يجعل الأرجنتين مضطرة للاستدانة مجدداً لتمويل وارداتها من السلع والخدمات، وهو ما دفعها بشكل سريع إلى هاوية المديونية الثقيلة. وهذه الاستدانة ناجمة عن عجز ميزان الحساب الجاري، وعن ضعف معدل الادخار المحلي في الأرجنتين الذي بلغ 15% عام 2000، والذي يعد واحداً من أدنى معدلات الادخار في العالم، حيث بلغ متوسط معدل الادخار العالمي نحو 23% في العام المذكور، ويعتبر انفجار الأزمة أيضاً، محصلة للعجز الكبير والمتراكم في ميزان الحساب الجاري والذي بلغ نحو 3.1%، 2.1% من الناتج المحلي الإجمالي للأرجنتين في عامي 2000، 2001 على التوالي، ومحصلة أيضاً لتفاقم معدل البطالة الذي بلغ 18.3% من قوة العمل الأرجنتينية عام 2001.

وكانت النتيجة الأولى للأزمة الأرجنتينية هي تعرض العملة المحلية المستقرة منذ عام 1993 وحتى انفجار الأزمة في ديسمبر 2001 لضغوط هائلة، وطلب صندوق النقد الدولي من الأرجنتين أن تقوم بتخفيض قيمة عملتها لتحسين القدرة التنافسية لصادراتها من السلع والخدمات ولتقليل الواردات حتى تتمكن من إعادة التوازن لموازيتها الخارجية، وذلك كشرط لتقديم الصندوق لقروض مساندة للأرجنتين، بعد أن أعلنت الولايات المتحدة أنها غير معنية بإنقاذ الأرجنتين من أزمتها وأن ذلك مسؤولية صندوق النقد الدولي، وقد تدهورت العملة الأرجنتينية منذ



انفجار الأزمة في ديسمبر 2001 وحتى نهاية عام 2002، بنسبة 70.3% بعد أن انخفضت من دولار واحد لكل بيسو في ديسمبر 2001، إلى نحو 0.2967 دولار لكل بيسو في نهاية عام 2002، ورغم أن هذا الانخفاض لسعر العملة كان من المفترض أن يؤدي لتحسن صادرات السلع والخدمات وتقليص الواردات وتحسين الموازين الخارجية، إلا أن الاضطراب السياسي والاقتصادي أدى لتخفيض الناتج من السلع والخدمات على نحو درامي بنسبة 16% كما هو واضح من الجدول المرفق، وأدى ذلك بالتالي إلى تخفيض قدرة الأرجنتين على التصدير حتى لو تزايد الطلب الخارجي على صادراتها، لكن انهيار القدرات المالية الأرجنتينية في خضم الأزمة جعلها غير قادرة على تمويل الواردات، وهو أمر يمكن أن يكون السبب الرئيسي في تحسين موازينها الخارجية قهرا لا اختيارا! كما أن حصولها على قروض من الخارج ساعدها في معالجة الخلل في موازينها الخارجية ولو بشكل مؤقت.

وهكذا فإن الأزمة المالية في الأرجنتين، هي إعادة إنتاج لا تختلف سوى في التفاصيل عن الأزمات المالية في المكسيك (1995) ودول شرق وجنوب شرق آسيا وعلى رأسها كوريا الجنوبية (1997، 1998)، فكل هذه الأزمات ناجمة عن الإفراط في الاستدانة، وعن انتهاج سياسات اقتصادية غير كفؤة تتسبب في عجز الموازين الخارجية، وتفضي بعد السقوط في هوة الأزمة إلى ركود الاقتصاد وتزايد البطالة.

## 2. تأثيرات أزمة البيزو المكسيكي على أسواق المال في الأرجنتين: كان لأزمة البيزو المكسيكي في

أواخر 1994 وأوائل سنة 1995 أثارا ذات قيمة في أسواق الأرجنتين المالية، وفي ظل نظام مالي ضعيف ومعدلات تبادل غير مرنة، واعتماد كلي على تدفقات رأس المال الأجنبي قصيرة الأجل، أظهرت الأرجنتين الكثير من مؤشرات التعرض لأزمات مالية، ومن تم كانت النتائج غير مبشرة بالخير، وكما هو الحال في المكسيك فإن أسواق الأسهم والسندات في الأرجنتين عانت الكثير من الخسارة الضخمة وهرب رأس المال منها إلى دول أخرى، وفقد البنك المركزي احتياطيه من النقد، ومرّ النظام المصرفي في الأرجنتين بمشاكل خطيرة في السيولة، وأصبحت الكثير من البنوك الصغيرة والمتوسطة في حالة إفلاس شبه كامل وعاجز عن سداد الديون. وقبل ظهور الأزمة كان الاقتصاد الأرجنتيني في حالة جيدة، ففي الفترة ما بين 1991-1994 نما الدخل القومي الإجمالي بمعدل متوسط المستوى قدره 7.7%، وانخفض معدل التضخم من ذروته 20.666% في مارس سنة 1990 إلى معدل قدره 3.9% في سنة 1994، كما أن تدفقات رؤوس الأموال الخارجية التي حدثت في فترة الثمانينات قد وصلت، بل تعدت 150 بليون دولار وبلغت التدفقات الرأسمالية للداخل 25 بليون دولار من الاستثمار الأجنبي المتدفق في الفترة ما بين 1990-1993. وفي سنة 1994 كان ترتيب الأرجنتين خامس سوق من بين الأسواق التي ظهرت في العالم ومحراب تدفقات الاستثمار الأجنبي، وجاء ترتيبها بعد المكسيك وماليزيا والصين وتايلاند<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> الدكتور عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي "العولمة المالية وإمكانيات التحكم (عدوى الأزمات المالية)"، دار الفكر الجامعي كلية الشريعة والقانون بطنطة جامعة الأزهر، 2005، ص 50 - 51 .

والتحول الملحوظ في السياسة الذي حدث بعد التحسن في الاقتصاد، ظهر في شكل خطة تحول تم تنفيذها في أبريل سنة 1991، وكانت الخطة الأساسية هي 1:1 درجة تمثل درجة البيزو الأرجنتيني بالنسبة للدولار الأمريكي. ولدعم تثبيت الأسعار في العملات أنشأت الخطة مجلس إدارة للعملة وحظرت من سداد العجز المالي في الخزنة العامة من النقود السائلة، كما سمحت لسكان الأرجنتين أو المقيمين بها من غيرها أن يفتحوا حسابات مصرفية بالعملة الأجنبية، ومع ذلك لم تقدم الأرجنتين أي مدد لإصلاح القطاع المصرفي والذي يحتوي على عدد كبير من البنوك الحكومية التي تُدار بشكل سيء، وتفقد الإشراف الملائم على جميع البنوك وليس بها ودائع تأمين. فالتخفيض الحاد في قيمة العملة المكسيكية في ديسمبر 1994 كانت له نتائج مدمرة وفورية ذات تأثير كبير على النظام المالي الأرجنتيني، ونظرياً فإن ذلك يتفق مع نموذج الوعي المتزايد، فهناك أوجه شبه بين اقتصاديات الأرجنتين والمكسيك جعلت المستثمرين يخشون من أن الأحداث التي وقعت في المكسيك سوف تتكرر، أدت إلى تدهور حاد في احتياطات الأرجنتين، وكذا التخلص بشكل كبير من الأسهم والسندات، وانسحاب كبير للعملة الأجنبية والودائع المصرفية من الدولار الأمريكي<sup>1</sup>، ولاستعادة الثقة وتقليل الضغط على البيزو في المضاربات المالية، إنضم البنك المركزي بتنفيذ خطة التحول، ومع ذلك فإن التعامل بالدولار واصل استمراره كما زادت توقعات المستثمرين بالنسبة لخفض قيمة العملة في جانفي وفبراير سنة 1997، وفي الفترة ما بين 23 ديسمبر 1994، 31 مارس 1995 فقد البنك المركزي 5.5 بليون دولار أمريكي من إجمالي احتياطيه بسبب تحول البيزو بشكل مرعب ومثير للذعر إلى الدولار من جانب القطاع الخاص، وقد مثل هذا النقد 3/1 كمية الاحتياطي من السيولة العالمية لدى البنك.

### 3. الدروس المستفادة من أزمة الأرجنتين :

- لماذا كانت أسواق المال في الأرجنتين عرضة للعدوى والإصابة من المكسيك ؟

إن ضعف النظام المصرفي يمكن أن يشكل جزءاً من الإجابة على هذا التساؤل، وربما تساعد العوامل التالية في توضيح أسباب ضعف النظام المصرفي في الأرجنتين أثناء الأزمة :

- المشاركة الكبيرة من جانب الحكومة في النظام المصرفي.

- ارتفاع نسبة القروض غير الفعالة.

- فقدان الثقة في البنوك من قبل جمهور المتعاملين معها.

فالمشاركة الكبيرة من جانب الحكومة في النظام المصرفي والتي تأخذ شكل الملكية المباشرة للبنوك تعني أن البنوك في الأرجنتين عامة تعمل تحت إمرة الحكومة دون استقلال، ونتيجة لذلك يمكن القول بأنها غير كفأه بل وأداة تعجيز تجارية، بمعنى أنها أصبحت عائق أمام سياسة الإقراض، فالقروض لا تُبنى عامّة على أساس

<sup>1</sup> - الدكتور عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي " العولمة المالية وإمكانيات التحكم ( عدوى الأزمات المالية) نفس المرجع السابق ، ، ص 51-52 .

استحقاق الاعتمادات المالية أو للثقة في الاعتمادات ولكنها تُبنى على علاقات سياسية وأولويات حكومية، ونتيجة لذلك فإنه في ديسمبر سنة 1994 تحمّل النظام المصرفي كله في الأجننتين أعباء القروض البنكية، وكان ما يزيد عن 10 % من قروض البنوك الخاصة تمثل قروض غير فاعلة، في حين أن هذا النوع من القروض في البنوك الحكومية كانت نسبته أقرب من 30 % من إجمالي أصول القروض، علاوة على ذلك فإن التاريخ الطويل للتضخم المالي المفرط قد خلق نوع من انعدام الثقة بدرجة كبيرة في ودائع البنوك بين أبناء الأرجنتين، وبلغت إجمالي ودائع 20 % من الناتج القومي الإجمالي وهو ما يمثل 1/2 المستوى السائد في تشيلي، وفقدان الثقة في النظام المصرفي الأرجنتيني كان أحد الأسباب الرئيسية وراء الانسحاب المفاجئ للودائع خلال الأزمة.

### المطلب الرابع : الأزمة المالية البرازيلية

إذا كانت الأرجنتين قد وقعت في براثن الأزمة، فإن البرازيل التي تعد عملاق أمريكا اللاتينية ويأتي اقتصادها (من ناحية الحجم) في المرتبة التالية بين اقتصاديات الأمريكتين خلف الولايات المتحدة مباشرة، تقف بالفعل على حافة الأزمة في الوقت الراهن، حيث ثبت معدل النمو الحقيقي لنتائجها المحلي الإجمالي عند 1.5% في عامي 2001، 2002. ويعاني ميزان الحساب الجاري لها من عجز ضخم بلغ نحو - 4.2%، - 4.6% من الناتج المحلي الإجمالي في عامي 2000، 2001 على التوالي، وتشير تقديرات صندوق النقد الدولي إلى أنه بلغ - 3.8% من الناتج المحلي الإجمالي في العام 2002، وهذا يعني أن مشكلة المديونية البرازيلية الكبيرة في طريقها للمزيد من التفاقم، لأن هذا العجز في ميزان الحساب الجاري سيعني على الأرجح مزيداً من الاقتراض من الخارج. وتعتبر البرازيل أكبر دولة مدينة في العالم، حيث بلغت قيمة ديونها الخارجية نحو 238 مليار دولار عام 2000، وتستهلك خدمة هذه الديون نحو 110.9% من قيمة الصادرات البرازيلية من السلع والخدمات، بما يعني أن البرازيل تستخدم كل عائداتها من صادراتها السلعية والخدمات، وتستدين فوق ذلك لمجرد سداد التزاماتها لخدمة ديونها الخارجية، وهذا الوضع لا يمكن أن يستمر طويلاً بدون تفجير أزمة مالية كبيرة، وعلى غرار البرازيل، تعاني كولومبيا وبيرو و تشيلي وحتى المكسيك من عجز كبير في ميزان الحساب الجاري، ومن مديونية ثقيلة تتزايد على نحو سريع، كما تعاني كولومبيا بالذات من بطالة مرتفعة تبلغ قرابة خمس قوة العمل هناك.

### المبحث الثاني: الأزمات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

#### المطلب الأول: أزمة وول ستريت 1929

بعد الأزمة التي اجتاحت معظم دول العالم خلال سنوات الحرب العالمية الأولى، شهدت فترة ما بعد الحرب نوعاً من الاستقرار في العلاقات النقدية والمالية الدولية، واستفاد المواطنون من زيادات في المستوى المعيشي و الاقتصادي عن طريق بعض سياسات الإقراض المسهلة آنذاك وذلك نتيجة للإصلاحات النقدية والمالية التي شهدتها هذه الفترة، لكن هذا الاستقرار ما لبث أن اختفى مع انفجار أزمة أكتوبر 1929 .

**مظاهر أزمة وول ستريت 1929:** هذا الرخاء أدى بالمواطن الأمريكي إلى التوسع في الاقتراض من أجل شراء مختلف المواد الاستهلاكية والأجهزة، فزاد ذلك من حدة الديون ، وكانت الآراء الاقتصادية واعتمادا على الفكر الكلاسيكي، تدعم فكرة أن قوى العرض والطلب سوف تؤدي تلقائيا إلى إعادة التوازن و القضاء على الكساد القائم، خاصة عند اتخاذ البنك الفيدرالي الأمريكي قرار التوسع النقدي، الذي أدى إلى ارتفاع إنتاج السلع الاستهلاكية وانخفاض البطالة مؤقتا، كما اتجه سوق الأوراق المالية إلى صعود لا نهاية له ، ونتيجة للأوضاع المذكورة، انصبت المضاربة على سوق الأوراق المالية، وارتفعت أسعار الأوراق المالية، وأدت هذه السلوكيات إلى ارتفاع أسعار أسهم أبدأ الشركات، وأصبحت البنوك تضارب بأموال زبائنها، وزاد عدد المتدخلين في السوق المالي إلى أعداد ضخمة من أفراد، مضاربين، شركات سمسرة، و أسر أمريكية.

و قد استمرت الحكومة بتوفير القروض السهلة، حتى الوقت الذي اندلعت فيه الأزمة، وقد زادت أيضا في تقديم القروض الأجنبية بقصد المزيد من ربط الاقتصاديات لدى الأقطار الأوربية برأس المال الأمريكي، وهكذا ارتفعت الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية للقيام بالاستثمارات الإضافية في مختلف القطاعات من 4000 مليون دولار سنة 1923 إلى 10000 مليون دولار سنة 1929، وكانت الأمور تبدو وكأن الرخاء هو السائد وأن السياسة النقدية والمالية تجري في الطريق الصحيح، و قبل انتهاء السنة، كانت الأسواق المالية الأمريكية قد غمرتها الأزمة، وهبطت أسعار الأوراق المالية هبوطا حادًا، وأخذت أسعار السلع في السوق العالمية تنجح إلى الهبوط السريع، و في سنة 1930 تبين حقيقة أن الاقتصاد الأمريكي يواجه أزمة خطيرة وليس مجرد ركود طفيف، واستمرت الدوائر الأمريكية الحاكمة في إصدار المزيد من السندات لتمويل الأشغال العامة للمحافظة على الاستخدام والقررة الشرائية، وفي نفس السنة، ارتفعت البطالة إلى 8% بعدما كانت 0,9 % عام 1929، واستمرت بالارتفاع في السنوات التالية إلى غاية 25,1 % سنة 1933<sup>1</sup>.

### **خصائص أزمة وول ستريت 1929:** تميزت هذه الفترة بمجموعة خصائص تمثلت في<sup>2</sup> :

- تسببت في زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الأمريكي بأكمله.
- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا.
- عمق وجدة هذه الأزمة بشكل استثنائي، ففي الولايات المتحدة مثلا، انخفضت الودائع لدى البنوك بمقدار 33%، كما انخفضت عمليات الخصم والإقراض مرتين، و كان عدد البنوك التي أفلست منذ بداية عام 1929 حتى منتصف عام 1933 أكثر من 10000 بنكا، أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية، وقد أدى هذا إلى ضياع الكثير من مذكرات المودعين، خاصة الصغار منهم.
- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة في البنك المركزي لنيويورك إلى 2,6 % في الفترة ( 1930-1933) مقابل 5,2 % سنة 1929، في بداية الأزمة، كان الارتفاع في أسعار الفائدة ناجما عن تزايد الطلب على

<sup>1</sup>- ستاد نينكو، الأزمة النقدية في النظام الرأسمالي : أصلها و تطورها، ترجمة محمد عبد العزيز، مطبعة جامعة بغداد، بغداد، 1979 ص 104-106.  
<sup>2</sup>- مروان عطوان، الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال ) ، مرجع سابق ذكره، 1993 ص 100-101.

النفود لسداد القروض، لكن مع استمرار الأزمة، انخفضت الطلبات على القروض بسبب زيادة عرض رؤوس الأموال.

**• آثار الأزمة على الدول الصناعية<sup>1</sup> :** أحدثت الأزمة انهيارات كبيرة في الأسعار لدى الدول الصناعية، حيث انتقلت أسعار الجملة في ألمانيا من 137% سنة 1929 إلى 93% سنة 1933، أما في فرنسا، فقد انتقلت الأسعار من 137% سنة 1929 إلى 94% سنة 1933، وكذا في اليابان من 166% سنة 1929 إلى 136% سنة 1933، هذا الانخفاض، له انعكاسات مباشرة على انخفاض الأرباح و تراكم رأس المال، وعلى النشاط الاقتصادي ككل، يتبع ذلك ارتفاع في معدلات البطالة وانخفاض الأجور، ففي انجلترا، انخفضت الأرباح من 120 مليون جنيه إسترليني سنة 1929، إلى 75,8 مليون جنيه إسترليني سنة 1932، وكذا بالنسبة لألمانيا، كانت الأرباح 315 مليون مارك عام 1929 لتتخفض إلى 72 مليون مارك عام 1932. وهذه المعطيات تعطي فكرة عن الميل إلى الانخفاض القوي لمداخل الطبقة الرأسمالية، وكل هذا له انعكاسات مباشرة ليس فقط على نشاطات رأس المال الداخلية الخاصة بكل بلد، و لكن كذلك على تصدير رأس المال الذي انخفض من 1325 مليون \$ عام 1928 إلى 1,6 مليون \$ عام 1933 بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية، أما في إنجلترا فقد كان 219 مليون جنيه إسترليني سنة 1928 لينخفض إلى 30 مليون جنيه إسترليني سنة 1933، إضافة إلى هذا، فإفنه بين سنتي 1929 و 1933، انخفضت أسعار المنتجات بـ 45,7% وبصفة عامة، فقد شهدت هذه البلدان الصناعية الأساسية الستة ( الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، فرنسا، ألمانيا، إنجلترا، وإيطاليا) إنخفاضاً في دخلها الوطني يقدر بالنصف، كما عرفت التجارة الخارجية انكماشاً بـ 40% مقارنة بسنة 1929، وبـ 74% مقارنة بحجمها العادي.

### المطلب الثاني: أزمة وول ستريت 1987

**• ظروف حدوث الأزمة :** إن الأزمة التي شهدتها أسواق رأس المال الدولية في أكتوبر 1987، والمتمثلة في الانخفاض الكبير والمستمر في أسعار الأوراق المالية، قد نتجت عن اتجاه أسعار الفائدة نحو الارتفاع، وتوقع حدوث أزمة اقتصادية عامة بسبب تراجع مؤشرات النمو الاقتصادي في معظم الدول، بالإضافة إلى عوامل أخرى، منها تدهور قيمة الدولار في أسواق الصرف، كما تعرضت أسعار الأوراق المالية ( خاصة الأسهم) إلى انخفاضات متتالية ومتسارعة، مما دفع بحملة الأوراق المالية إلى البيع تجنباً لانخفاضات أخرى في أسعارها، الشيء الذي كان يثير القلق في الأوساط المالية خاصة وأن معظم أصحاب الأوراق المالية كانوا يرغبون في البيع و لا يوجد مشتررون، وقد أدى تفاقم الأزمة، في الأسواق المالية إلى أزمة الدولار الأمريكي، نظراً لأن جزءاً

<sup>1</sup> - محمد لخضر بن حسين، الأزمات الاقتصادية، فعلها و وظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة و البلدان النامية، ترجمة أحمين شفير، الجزائر، المعهد الوطني للثقافة العمالية وبحوث العمل، 1995 ص 73-74.

هائماً من الأوراق المالية محرر بالدولار، ولجوء حَمَلَتها إلى بيعها مقابل عملات أخرى قوية، زاد ذلك من العرض وتسبب في استمرار انخفاض قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الأخرى. وكان للجوء الحكومة الألمانية إلى فرض ضريبة بنسبة 10% على الادخارات والاستثمارات تأثيراً سالباً على أسعار الأوراق المالية هناك نتيجة انخفاض عوائدها، بينما يعود ارتفاع أسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة في بداية 1986 إلى زيادة أرباح الشركات الأمريكية ودخول الاقتصاد الأمريكي في نمو اقتصادي متسارع أفضل مما كان متوقعا، ثم أدى الانخفاض الحاد في أسعار البترول إلى إثارة قلق في الأوساط المالية خاصة البنوك الكبيرة التي قدمت قروضا ضخمة لبعض الدول المنتجة للبترول كالمكسيك<sup>1</sup>.

### • أسباب حدوث أزمة وول ستريت 1987:

لقد اختلفت الآراء حول تحديد الأسباب الحقيقية التي أدت إلى حدوث أزمة أكتوبر 1987، فنجد في هذه الحالة أسباب تتعلق بكفاءة السوق وأسباب أخرى، وسوف نتطرق لهذه الأسباب فيما يلي:

#### A- أسباب تتعلق بكفاءة السوق: هناك ثلاث تفسيرات، وهي<sup>2</sup>:

1. الانهيار هو انعكاس لردود الأفعال المبالغ فيها، حيث تتابعت موجات المضاربة للشراء اللاعقلاني المبالغ فيه في أوساط المتعاملين في البورصة، وانتقال المدّخرين من الإستثمارات الحقيقية إلى الاستثمارات المالية.
2. الإنهيار عبارة عن تصحيح الأوضاع السابقة، أي تصحيح ارتفاع أسعار الأسهم إلى قيم تفوق بكثير قيمتها، لتعود إلى المستويات التي ينبغي ان تكون عليها.
3. انتشار المعلومات التي تدل على أزمة واشكّة الوقوع بسبب استمرار العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي.

#### B- أسباب أخرى، من بينها :

1. استمرار العجز في الموازنة الأمريكية، وفي هذا الصدد فكرت حكومة "ريغن"، بتخفيض العجز بـ 23 مليار \$، وذلك بتخفيض النفقات وزيادة الضرائب، وبعد فشل الوعود بإصلاح الأوضاع، أدى ذلك إلى فقدان الثقة بالحكومة.
2. رفع أسعار الفائدة، بسبب استمرار العجز في الموازنة الأمريكية، لذلك اضطر البنك الفيدرالي الأمريكي إلى رفع أسعار الفائدة على السندات طويلة الأجل من أجل بيع الإصدارات الجديدة من سندات الخزينة، وقد أقدمت كل من اليابان والدول الأوروبية إلى ذلك لمنع خروج رؤوس الأموال، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الطلب على الأسهم وهبوط أسعارها .
3. تدهور سعر الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية، وذلك منذ سنة 1985، بنسب جد عالية، وقد لعبت تصريحات وزير الخزينة الأمريكي دوراً هاماً في إقبال قوي على بيع الأسهم، حيث أقرّ أنه يفضل انخفاض

<sup>1</sup> - مروان عطوان "الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال ) " مرجع سابق، ص 191 .

<sup>2</sup> - منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية، مصر 1997، ص 602 603 .

أسعار صرف الدولار على رفع أسعار الفائدة ، مما أدى بالكثير من المستثمرين إلى التخلص من الأسهم التي بحوزتهم مقابل السندات والودائع ذات العائد الثابت.

4. اعتماد الأسواق المالية على أجهزة الكمبيوتر، حيث تبرمج هذه الأجهزة على أساس أوامر الشراء والبيع، كما تحتوي على برامج تعطي مؤشر إنذار مبكر بمجرد هبوط الأسعار إلى حدّ معين، فيقوم الكمبيوتر بإصدار أوامر بالبيع، كما أن التغيرات في أسعار العملات، والأسهم، زادت من عرض الأسهم وانخفاض الطلب عليها مما أحدث فوضى أدت إلى المزيد من الانهيار.

### **.نتائج أزمة وول ستريت 1987:**

استنادا إلى المؤشرات السابق ذكرها، توقع العديد من الاقتصاديين وقوع أزمة تفوق في حداثها أزمة 1929، وفي يوم 17 أكتوبر 1987 ، بلغت أسعار الأوراق المالية أدنى مستوى لها، حيث فقد مؤشر "داو جونز" 502 نقطة مخلفا خسارة تقدر بـ 500 مليار \$، خاصة وأن بورصات القيم المنقولة كانت تستعمل النظام الآلي لإصدار أوامر البيع والشراء، وبعد أسبوع من ذلك أمر الرئيس "ريغن" بتشكيل لجنة لمراقبة هذا النظام، في حالة ما إذا كان التغير في مؤشر "داو جونز" يفوق 50 نقطة.

### **المطلب الثالث: أزمة 11 سبتمبر 2001**

إن أحداث 11 سبتمبر عام 2001 كانت لها عواقب سياسية ضخمة ومتنوعة أصابت جميع أوجه الحياة الدولية السياسية، وفي رأينا ما تزال هذه العواقب في بداية تفاعلاتها وتداعياتها المختلفة على مناطق كثيرة من العالم وتماسك أنظمتها المستقبلية، والحقيقة أن النظام الدولي بأسره، بعيوبه الكبيرة وبحسناته المعدودة، قد إهتزّ ويصعب على المراقب أن يتنبأ بتطوير صيغة النظام الدولي بعد أحداث 11 سبتمبر.

1. أحداث 11 سبتمبر عمّقت الاتجاهات الانكماشية في الاقتصاد الدولي: عندما وقعت أحداث 11 سبتمبر كان الاقتصاد العالمي، وعلى رأسه اقتصاد الولايات المتحدة، في منحى انحداري بعد الفورة في أسواق المال الرئيسية في كل من أوروبا وأمريكا وأساسها قطاع التكنولوجيا الرفيعة وكذلك نجاح الاقتصاد الأمريكي في الاستمرار على وتيرة عالية من النمو منذ بداية عام 1993 والتي أصبحت تنخفض منذ نهاية عام 2000 ، فبدأ الاقتصاد العالمي يعاني من تراجع عام في النشاط الاقتصادي سببه الانخفاض الكبير في أسعار الأسهم في الأسواق المالية الكبيرة، بالإضافة إلى تراجع معدلات النمو في كل من أمريكا وأوروبا ، هذا مع الإشارة الى استمرار الركود الاقتصادي في اليابان، ثاني أكبر اقتصاد في العالم وذلك منذ عام 1990، ومع الإشارة أيضاً إلى الأزمات المالية الحادة التي عصفت ببعض دول شرق آسيا عام 1997 وبروسيا عام 1998.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - د. جورج قرم، "أحداث 11 سبتمبر وتأثيراتها على الاقتصاديات العربية" على الانترنت : [www.alwatan.com/graphics/2002/sep/10.9/heads/ott1.htm09](http://www.alwatan.com/graphics/2002/sep/10.9/heads/ott1.htm09)



لذلك أتت أحداث 11 سبتمبر كعنصر انكماشى إضافي هام، زاد من الميول الإنكماشية في الإقتصاد العالمي ، وقد أصيب بشكل خاص قطاع النقل الجوّي والخدمات السياحية، كما كان قد حصل على أثر احتلال الكويت وحرب الخليج الثانية، لكنّ الفرق الأساسي بين الوضعين وأثرهما على الأوضاع الاقتصادية هو أن حرب أفغانستان تلت أحداث 11 سبتمبر بشكل سريع وأن الموقع الأفغاني في قلب آسيا ليس له أية أهمية اقتصادية دولية على خلاف موقع العراق ودول الخليج العربي ، وهذا ما حدّ من أضرار أحداث 11 سبتمبر الاقتصادية على الصعيد العالمي وعدم تأثيرها العميق الممتد على فترة زمنية طويلة نسبياً كما كان الحال في الأحداث السابقة حيث تواصلت أحداث احتلال الكويت وحرب الخليج على مدى سنتين كاملتين على الأقل .

والجدير بالملاحظة الإجراءات النقدية السريعة التي اتخذتها السلطات النقدية الأمريكية قبل 11 سبتمبر لتخفيض مستوى الفوائد في الولايات المتحدة للتخفيض من الميول الانكماشية الواضحة وأزمة أسواق المال، وقد تابع البنك المركزي الأمريكي السياسية هذه بعد 11 سبتمبر، ومما لا شك فيه أن هذه السياسة كانت فاعلة، إذ أن أسواق المال، بعد هبوط إضافي على إثر الأحداث ، عادت في الولايات المتحدة إلى تعويض بعض الخسائر، كما أن مؤشرات الاستهلاك وبناء المساكن ظلّت متماسكة إلى حدٍ ما في نهاية السنة ، إنما كل ذلك لا يعني أن الوضع الاقتصادي العالمي هو على خير ما يرام ، فمعدلات النمو في دول الإتحاد الأوروبي ما تزال في انخفاض، والاقتصاد الياباني لا يتحرك، والنمو في الدول الآسيوية تخفّ وتيرته، وأزمة الأرجنتين تجعل الوضع الاقتصادي في أميركا اللاتينية هشاً.

والحقيقة أنه تخيم حالة ترقب شديد في أسواق المال والدوائر الإقتصادية الرئيسية وهي حالة ترتبط بالتطورات السياسية في ما سمّته الولايات المتحدة " الحرب ضد الإرهاب " ، فهناك تخوّف من أن الصقور في الإدارة الأمريكية قد يقومون بأعمال عنف إضافية خارج أفغانستان، خاصة في منطقة الشرق الأوسط، هذا بالإضافة إلى الموقف الأمريكي التقليدي المتجاهل للحقوق العربية في الصراع مع إسرائيل والذي زاد تزمّناً منذ انتخاب الرئيس بوش، وهو موقف يزيد من القلاقل وحالة الترقب في المنطقة وخارج المنطقة، وهي منطقة حساسة للغاية في النظام الدولي وكذلك في الإقتصاد العالمي، لكونها أكبر مخزون للطاقة في العالم ، ولا بدّ قبل الإنتقال إلى الوضع الاقتصادي في منطقتنا، من الإشارة إلى حالات الاختلاف الخفي، وبعض الأحيان المعلن عنه، بين الدول الأوروبية والولايات المتحدة فيما يتعلق ببعض جوانب التحركات الأمريكية ، فبالإضافة إلى الاحتجاج الأوروبي تجاه رفض الحكومة الأمريكية اعتبار المحاربين الأفغان أو العرب في أفغانستان الذين تمّ أسرهم من أسرى الحرب، يجب تطبيق اتفاقيات جنيف بشأنهم، هناك التملل من القرار 1373 الصادر عن مجلس الأمن والذي يجبر حكومات العالم على تجميد الأرصدة المالية العائدة إلى أشخاص أو مؤسسات تعتبرها الولايات المتحدة " إرهابية " ، ولبنان قد تعرّض إلى ضغوطات كبيرة في هذا الشأن كما هو معروف ، غير أن الحكومة السويدية والحكومة الفرنسية تطالبان الآن بللمحاج بوضع معايير واضحة ومقنعة قبل إدراج أي إسم في اللوائح المقدمة إلى



الأمم المتحدة والدول المعنية لطلب تجميد الأرصدة المالية بحجة ارتباط الاسم بعمليات إرهابية، كما تطالب الدولتان بألية لإعادة النظر في هذه القوائم وحق المتهمين بالدفاع عن أنفسهم.

## 2. تأثيرات أحداث 11 سبتمبر 2001

■ **تأثير الأزمة على أسواق الصرف العالمية :** أصيبت أسواق الصرف العالمية بحالة من الركود، فبينما ظلت الأسواق مفتوحة إلا أن الأداء اتسم بالتردد نظراً لعدم إلمام أسواق الصرف العالمية برد فعل الأسواق الأمريكية وقد انخفضت قيمة الدولار في مواجهة العملات الرئيسية انخفاضاً طفيفاً حيث سجلت قيمة الدولار 0.91 مقابل اليورو بعد أن كانت قيمته حوالي 0.79 لليورو الواحد، وقد حد قيام البنوك المركزية المختلفة كما ذكرنا من قبل بتخفيض أسعار الفائدة من تدهور قيمة الدولار مقابل العملات الأخرى.

■ **أداء سندات الخزنة الأمريكية :** أما بالنسبة لأداء سندات الخزنة الأمريكية لمدة خمس وعشر سنوات، فقد شهد ارتفاعاً في العائد حتى تاريخ الاستحقاق حيث سجل العائد على سندات الخزنة لمدة خمس سنوات ارتفاعاً قدره حوالي 20 نقطة أساس في يوم واحد ليسجل نسبة ارتفاع قدرها 4.32 % وذلك على إثر الحادث ، وكان أداء سندات الخزنة لمدة عشر سنوات مماثلاً حيث أخذ العائد حتى الاستحقاق اتجاهها تصاعدياً خلال الفترة من 11 إلى 14 سبتمبر، حيث ارتفع حوالي 8 نقاط أساس من مستوى 4.762 % إلى 4.842 % ولكن لم يستمر هذا الأداء لفترة طويلة حيث عاودت العوائد في الانخفاض لتسجل كل من سندات الخزنة لمدة خمس سنوات وسندات الخزنة لمدة عشر سنوات عائدين قدرها 3.88 % و 4.62 % على التوالي وذلك كردّ فعل لخفض أسعار الفائدة في معظم الدول المتقدمة<sup>1</sup>.

## المبحث الثالث : الأزمات المالية في جنوب شرق آسيا

كانت للأزمة التي عصفت بالأسواق المالية الآسيوية في سنة 1997 انعكاسات حادة على البلدان المعنية، وقد ظهرت الأزمة بادئ الأمر في تايلندا، حيث انهيار سوق الأوراق المالية فجأة، ثم امتدت إلى كوريا الجنوبية وماليزيا وبلدان أخرى في المنطقة، ولم تنته تداعيات الأزمة عند ذلك الحد فحسب، بل وصلت إلى الأسواق المالية في شتى أنحاء العالم بما يهدّد التوسع الاقتصادي العالمي، وعلى النطاق الآسيوي، أفرزت الأزمة تراجعاً في الظروف المعيشية للسكان، وارتفاعاً في البطالة، وانخفاضاً في الأجور الحقيقية، كما كانت لها تأثيرات مشابهة على مناطق أخرى بعيدة.

فبعد أكثر من ثلاثين عاماً من النمو الاقتصادي السريع، الذي أدى إلى نعت بلدان شرق آسيا بالنمو الآسيوية، وجدت هذه البلدان نفسها أمام واحدة من أعنف الأزمات الاقتصادية في هذا العصر، ونتيجة لتلك الأزمة، توقف منح الائتمانات الزراعية إلى المناطق الريفية مما أدى إلى انخفاض مستويات دخل شريحة عريضة من السكان،

<sup>1</sup> - الدكتور عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي "العولمة المالية وإمكانات التحكم (عدوى الأزمات المالية)" نفس المرجع السابق ، ، ص 51.

وإلى جانب ما أفرزته من ركود اقتصادي حاد في بلدان شرق آسيا، شكّلت الأزمة تهديدًا حقيقيًا لنمو الاقتصاد العالمي بأكمله، وقد يتطلب الأمر وقتًا طويلًا قبل أن تتمكن الاقتصاديات التي ألمّت بها الأزمة من تحقيق نفس مستويات الدخل التي كانت تسجلها من قبل، وإن كانت عملية الانتعاش في هذه الاقتصاديات قد بلغت مرحلتها الأخيرة الآن.

نتجت أزمة شرق آسيا أساسًا عن هشاشة القطاع المالي وضعف التسيير والإدارة على مستوى الشركات وعلى مستوى القطاعين المالي والحكومي مما جعل اقتصاديات البلدان المعنية سريعة التأثر بتدهور أوضاع الأسواق الخارجية، وفي تايلندا فقط كان العجز في الحساب الجاري الخارجي عاملاً إضافيًا لتلك العوامل، ولئن كانت المشاكل الاقتصادية التي واجهتها بلدان شرق آسيا قبل أن تحلّ بها الأزمة هي نفس المشاكل التي تواجهها غالبية البلدان النامية، فإن حدة التأثير المجمع لتلك المشاكل قد ميّز حالة شرق آسيا عن بقية الحالات الأخرى. ويمكن تلخيص المشاكل التي اعترضت البلدان المعنية في سلسلة من هجمات المضاربة على مجموعة إقليمية من البلدان مما أدى إلى هروب مكثف لرؤوس الأموال وحوادث أزمات متزامنة وركود اقتصادي في منطقة بأكملها، وفضلا عن ذلك، لم تكن الظروف الاقتصادية التي كانت سائدة خلال الأزمة باهرة على الإطلاق، فمع هروب رؤوس الأموال، بدأت العملات تفقد قيمتها مما أحدث ضغوطات تضخمية، وخصوصا في إندونيسيا، وكان لتدهور ظروف البنوك والشركات المحلية انعكاس سلبي على الطلب والإنتاج المحليين.

## المطلب الأول : حقائق حول الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا

### • خصائص الأزمة الآسيوية :

تميزت الأزمة الآسيوية بخصائص فريدة بالمقارنة بأي أزمة اقتصادية أخرى، ولعل أهم هذه الخصائص ما يلي :

- أنها حدثت في أسرع مناطق العالم نموا.
- أنها حدثت بشكل مفاجئ وعنيف وحاد وبدون أي تدرج.
- عدم قدرة أحد على التنبؤ بحدوث الأزمة، وحتى أولئك الذين توقعوا انخفاض النمو في شرق آسيا بسبب طبيعته التي تُعزى إلى عوامل كمية تتمثل في كمية العمل ورأس المال المستخدمين، وليس إلى عوامل كيفية تعود لإنتاجية عوامل الإنتاج، لم يمكنهم توقع هذه الأزمة بالعمق والأبعاد التي حدثت بها. كما أن أولئك الذين كانوا يرون أن ثمة اختلالات في اقتصاديات تلك الدول تظهرها العديد من المؤشرات الاقتصادية ( كعجز ميزان المدفوعات ) لم يمكنهم توقع حدوث الأزمة. فالأزمة لم تدخل في توقعات أحد سواء حكومات دول الأزمة، أو المؤسسات الاقتصادية العالمية، أو البنوك الدولية، أو المؤسسات الدولية لتصنيف الجدارة الائتمانية أو كبار المستثمرين. ومن ناحية أخرى لم تبدأ أسواق الأوراق المالية – التي يشار لها بالبنان في كثير من الأحيان في مجال التنبؤ بالأحداث الاقتصادية – لأي إشارة بإمكانية حدوث أزمة خطيرة بتلك الأبعاد. ولطبيعة تلك الأزمة تعددت التحليلات لتفسير عوامل وأسباب حدوثها، بين عوامل خارجية وعوامل داخلية ، وبين عوامل بنظم الصرف الأجنبي وعوامل تتعلق بهشاشة النظم المالية في دول الأزمة، وأخيرًا عوامل تتعلق باختلالات في الاقتصاد الحقيقي.

## ■ أسباب حدوث الأزمة الآسيوية :

بدأت الأزمة الآسيوية في 1997 على اثر اضطراب سوق الإصراف المالية، فبعد اندفاع نسبة كبيرة من المتعاملين ومعظمهم من الأجانب إلى بيع كميات هائلة من الأوراق المالية في بورصات هذه الدول، بعد أن توقعوا تخفيض قيمة عملاتها ثم قاموا بشراء كميات هائلة من الدول من أسواق الصرف المحلية ونزحوا بها إلى الخارج، فقد أدى هذا إلى انهيار أسعار الأوراق المالية، وأيضاً انهيار أسعار صرف عملات النمرور الآسيوية، وقد بدأت هذه الأحداث في تايلاند في الربع الأول من عام 1997 ثم سرعان ما تسربت الأزمة إلى باقي البلدان الآسيوية بسبب الطبيعة المتشابهة والمتنافسة لاقتصادياتها، حيث إن كل دولة نمت وطرقت الفروع والصناعات نفسها التي نمتها وطرقتها النمرور الأخرى ومن هنا فإن أي تخفيض يطرأ على قيمة عملة أية دولة سوف يزيد من قوتها التنافسية ومن ثم زيادة صادراتها، وهو ما يؤثر بالضرورة على باقي الدول الآسيوية الأخرى ويدفعها بالضرورة إلى تخفيض في قيمة عملتها أو أسعار السلع التصديرية لتحافظ على نفس التنافس لها (وهذا ما يُعرف بحرب التخفيضات)<sup>1</sup>، وهذا ما حدث بالفعل حيث انتقلت العدوى إلى كل من إندونيسيا والفلبين وماليزيا وكوريا الجنوبية وهونج كونج وسنغافورة، إلا أن تأثر كل منها بدرجات متفاوتة، وعن أهم أسباب الأزمة الآسيوية :

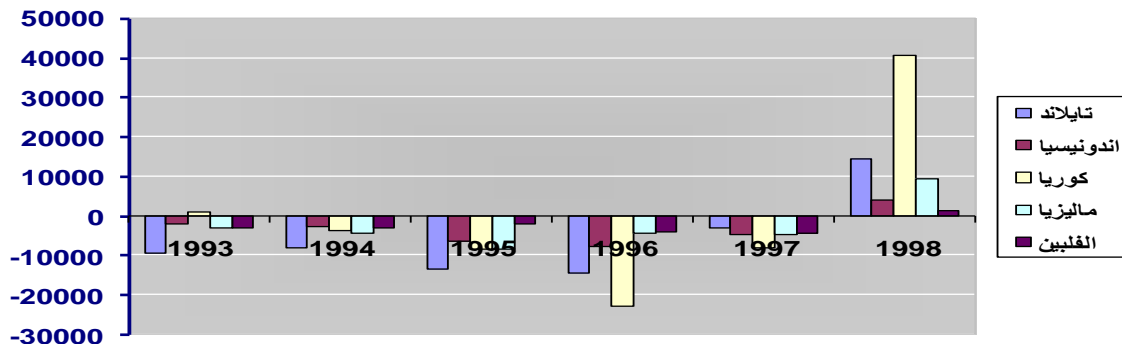
**1. عجز الحساب الجاري والإفراط في تحديد سعر الصرف الفعلي:** الاختلال في توازن الحساب الجاري لموازين مدفوعات دول شرق آسيا، إذ وصل العجز الجاري في ماليزيا 4,6% في عامي 1996، 1997.

### الجدول رقم 06 : ميزان الحساب الجاري (مليون دولار)

الدولة	1993	1994	1995	1996	1997	1998
تايلاند	6364-	8085-	13554-	14691-	3024-	14241
إندونيسيا	2106-	2792-	6431-	7663-	4889-	3972
كوريا	990	3867-	8507-	23006-	8167-	40552
ماليزيا	2991-	4520-	8469-	4596-	4792-	9200
الفلبين	3016-	2950-	1980-	3953-	4351-	1287

المصدر: IMF, International Financial Statistics, Washington, D.C., January 2000

### الشكل رقم 05 : ميزان الحساب الجاري (مليون دولار)



<sup>1</sup> - د. خالد سعد زغول حلمي "مثلث قيادة الاقتصاد العالمي (دراسة قانونية واقتصادية) جامعة الكويت والمنوفية 2002 ص 548-549.

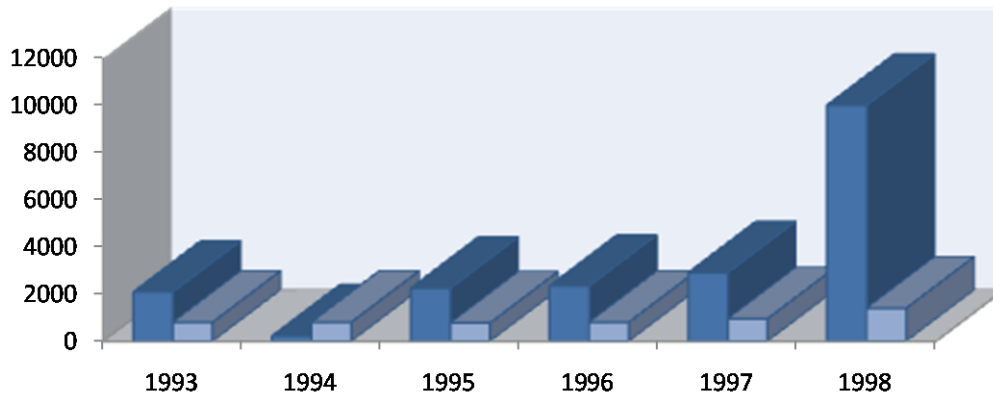
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات السابقة

إن البلد الذي لديه عجز كبير في الحساب الجاري ونظام سعر صرف ثابت يكون من الناحية النظرية عرضةً للمشاكل، حيث أن المستثمرين الأجانب يهاجمون العملات المغالى في تحديد قيمتها، ففي تايلندا، كان عجز ميزان الحساب الجاري (الجدول 08) مرتفعاً منذ عام 1990 وكان سعر الصرف مرتبطاً بالدولار الأمريكي، إلا أن ارتفاع عجز الحساب الجاري لا يمكن أن يُفسَّر بمفرده ظهور أزمة بتلك الحدة، فما هو أهم هنا هو كيف كان يتم تمويل ذلك العجز؟ أي بعبارة أخرى إن تمويل ذلك العجز من تدفقات حساب رأس المال هو أمر أخطر من أن يكون للبلد عجز كبير في الحساب الجاري وسعر صرف ثابت<sup>1</sup>.

الجدول رقم 07 : سعر صرف العملة الوطنية مقابل الدولار (متوسط الفترة)

الدولة	1993	1994	1995	1996	1997	1998
تايلندا	25.320	25.150	24.920	25.340	31.360	41.360
إندونيسيا	2087.100	2160.800	2248.600	2342.300	2909.400	10013.600
كوريا	802.670	803.450	771.270	804.450	951.290	1401.440
ماليزيا	2.574	2.624	2.504	2.516	2.813	3.924
الفلبين	27.120	26.417	25.714	26.216	29.471	40.893

المصدر: IMF, International Financial Statistics, Washington, D.C., January 2000

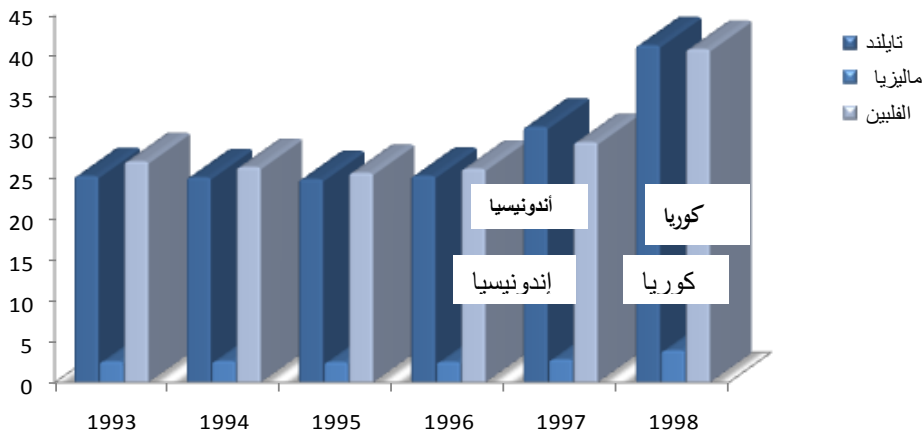


<sup>1</sup>-IMF, Interna

الشكل رقم 06 : العملة الوطنية مقابل الدولار (متوسط الفترة)

المصدر: IMF, International Financial Statistics, Washington, D.C., January 2000

الشكل رقم 07 : العملة الوطنية مقابل الدولار (متوسط الفترة)



المصدر: IMF, International Financial Statistics, Washington, D.C January 2000

لم تكن نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال سنتي الأزمة مرتفعة جداً في البلدان الخمسة المعنية باستثناء تايلندا وماليزيا، وفضلاً عن ذلك، كان هناك في شرق آسيا عموماً فائض مالي ونسب استثمار وادخار مرتفعة. وإلى جانب هذا وذلك، كانت تايلندا تتمتع بعوائد مرتفعة من تكوين رأس المال المحلي تُمكنها من تسديد ما عليها من ديون خارجية في حين يتم تحويل القدرة الإنتاجية الفائضة إلى مداخل إضافية بالعملة الأجنبية، وعليه فإن العجز الكبير في الحساب الجاري لا يمكن أن يكون بمفرده، وهو السبب الذي أدى إلى حدوث الأزمة، أما الطرق والوسائل التي تم اختيارها لتمويل ذلك العجز فهي الحاسمة في تفسير ملاسبات الأزمة ومسبباتها<sup>1</sup>.

الجدول رقم 08 : الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (القيم السالبة تعني عجزاً)

الدولة	1993	1994	1995	1996	1997	1998
--------	------	------	------	------	------	------

<sup>1</sup> IMF, International Financial Statistics, Washington, D.C January 2000

12.8	2.0-	7.9-	8.1-	5.6-	5.1-	تايلندا
4.2	2.3-	3.4-	3.2-	1.6-	1.3-	إندونيسيا
12.6	1.7-	4.4-	1.7-	1.0-	0.3	كوريا
12.9	4.9-	4.6-	9.7-	6.2-	4.7-	ماليزيا
2.0	5.3-	4.8-	2.7-	4.6-	5.5-	الفلبين

المصدر: IMF, International Financial Statistics, Washington, D.C., January 2000

## 2. الاقتراض الأجنبي قصير الأجل: أصبح تراكم الدين قصير الأجل أمراً ممكناً في بلدان شرق آسيا بسبب

تحرير حساب رأس المال، فحتى في كوريا الجنوبية، التي تمارس فيها الدولة رقابة صارمة على الاستثمار الأجنبي المباشر تمت إزالة الرقابة على الاقتراض قصير الأجل، ونتيجة لذلك بلغت نسبة القروض قصيرة الأجل إلى الاحتياطي من العملات الأجنبية في إندونيسيا وكوريا الجنوبية وتايلندا أكثر من 100% في عام 1997<sup>1</sup>، وتجدر الإشارة هنا إلى أن هذه البلدان الثلاثة كانت هي الأكثر تضرراً من الأزمة، أما البلدين الآخرين (الفلبين وماليزيا) فلم تصل لديهما تلك النسبة إلى 100% وكان تأثرهما بالأزمة أقل حدة.

### الجدول رقم 09 : المالية العامة (مليون دولار)

الدولة	1994	1995	1996	1997	1998
تايلند	4025.4	5415.9	1708.9	480.3-	3117.8-
إندونيسيا	121.3-	1172.7	133.6	52.6-	غير متوفرة
كوريا	1224.7	1341.9	535.8	6041.3-	14034.8-
ماليزيا	1679.7	743.1	721.4	2355.7	1274.6-
الفلبين	685.7	430.7	238.6	53.1	1222.2-

القيم السالبة تعني عجزاً.

المصدر: IMF, International Financial Statistics, Washington, D.C., January 2000

### الجدول رقم 10 : التزامات استثمارات الحافظة (مليون دولار)

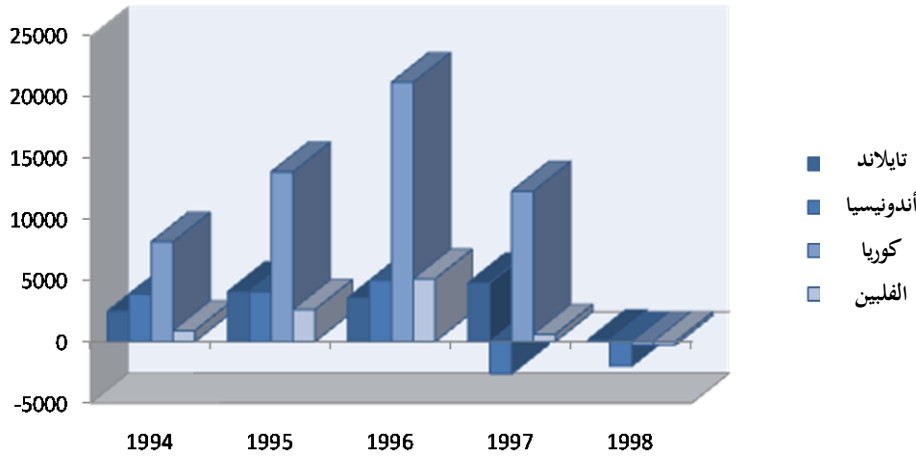
الدولة	1994	1995	1996	1997	1998
تايلندا	2486	4083	3585	4798	159
إندونيسيا	3877	4100	5005	2632-	2002-
كوريا	8149	13875	21183	12287	292-
ماليزيا	1649-	436-	268-	248-	غير متوفرة

<sup>1</sup> - البنك الدولي، الأفاق الاقتصادية العالمية، 1998.

276-	600	5126	2619	901	الفلبين
------	-----	------	------	-----	---------

المصدر: IMF, International Financial Statistics, Washington, D.C January 2000

الشكل رقم 08 : التزامات استثمارات الحافظة (مليون دولار)



المصدر: IMF, International Financial Statistics, Washington, D.C., January 2000

قبل حدوث الأزمة، كانت توجد بعض أوجه التشابه الواضحة بين اقتصاديات إندونيسيا وكوريا الجنوبية وتايلاند، ففي هذه البلدان الثلاثة كان القطاع المالي يفتقر إلى درجة ملائمة من التقنين والإشراف، وكانت هناك مستويات متفاوتة من الضمان الحكومي التقليدي، وكانت الدولة تلعب دورًا كبيرًا في منح الائتمانات وهي عوامل أدت كلها إلى سوء توزيع الائتمانات وتضخيم أسعار الأصول، وكان الائتمان في تلك البلدان مقترنا بوجود ديون ضخمة، بالعملة الأجنبية وغير مغطاة، على كاهل الشركات والمصارف، وبالفعل فإن ضخامة الديون الخاصة، بالعملة الأجنبية، قصيرة الأجل وغير المغطاة كانت عاملاً من العوامل التي أدت إلى حدوث الأزمة، وكان سعر الصرف الحقيقي المغالى في تقديره هو السبب الرئيسي وراء نشأة تلك الديون، ونتيجة لذلك الاقتراض غير المغطى وخصوصاً في ظل غياب درجة ملائمة من التقنين والإشراف الماليين، أصبحت المصارف والشركات في تلك البلدان سريعة التأثر بالتقلبات المفاجئة في أسعار العملة، ولما كانت أسعار الفائدة المحلية أعلى من أسعار الفائدة الأجنبية، بدأت الشركات تقترض بكثافة من المصارف الأجنبية بهدف تمويل توسعها، وأصبحت بذلك سريعة التأثر بالارتفاعات المفاجئة في أسعار الفائدة، وقد ازداد ذلك التأثر حدة بسبب مخاطر الصرف التي تواجهها شركات بلدان شرق آسيا، وأدى غياب أسواق متطورة للأوراق المالية إلى زيادة الاقتراض من المصارف مما زاد من مخاطر أسعار الفائدة.

ويرى " يلماز أقيوز " ( Akyuz ، 1998 ) في دراسته أن حيازة العقارات والأوراق المالية من قبل غير المقيمين كان له دور أيضا في استمرار الإشاعات المضاربية التي حامت حول أسواق العقارات والأسهم في بلدان جنوب

شرق آسيا، فهو يذكر أن: " التوسع في السماح لغير المقيمين بدخول أسواق الأوراق المالية (وتمكين المقيمين من الحصول على قدر أكبر من الأصول بالدولار ) يؤدي إلى قيام علاقة وثيقة بين سوقين غير مستقرين بطبيعتهما وهما سوق العملات وسوق الأسهم مما يعمل على زعزعة الاستقرار. فنشوء أزمة في العملة قد يؤدي بسهولة إلى انهيار سوق الأوراق المالية، بينما قد يتحول ميل أسعار الأسهم نحو الانخفاض إلى أزمة في سوق العملة. وبالتالي يتطلب الأمر اتخاذ إجراءات أكثر حزمًا للسيطرة على مثل تلك الروابط المؤدية إلى زعزعة الاستقرار، بما في ذلك وضع قيود على حيازة الأجانب للأوراق المالية المحلية. "

تلعب البنوك المركزية دورًا على درجة كبيرة من الأهمية في احتواء الآثار الناجمة عن أي أزمة، فإذا كان تدفق رأس المال الأجنبي هو المحرك الرئيسي للأزمة، كما هو الحال في أزمة شرق آسيا، فإنه ينبغي على البنوك المركزية أن تتخذ الخطوات الكفيلة بتخفيف تأثير تدفقات رأس المال الأجنبي على السيولة المحلية، وفي حالة إخفاق البنوك المركزية في اتخاذ تلك الإجراءات، سيزداد الإقراض المحلي ويتجاوز تمويل الاستثمارات المأمونة والمنتجة ليشمل كذلك الأصول غير المأمونة والمضاربة، وقد بلغت ديون البنوك التجارية الموجهة نحو العقارات والنشاطات غير التجارية نسبة من 20 إلى 25٪ في إندونيسيا ونسبة من 15 إلى 20٪ في الفلبين وماليزيا وتايلند<sup>1</sup>.

### 3. تدفقات رأس المال الخاص وجوانب القصور في النظام المالي المحلي: مَثَلُ النمو المتواصل

والسريع والتقدم الاقتصادي الناجح الذي حققته بلدان شرق آسيا على مدار ثلاثة عقود نقطة تحوُّل هامة في مسار رخاء المنطقة، وأدت تلك الظروف الاقتصادية الملائمة، مدعومة بانخفاض المديونية الحكومية، إلى زيادة كبيرة في تدفقات رأس المال الخاص إلى بلدان المنطقة.

ويُضاف إلى ما سبق عامل آخر يكمن وراء التدفقات الكبيرة لرأس المال وهو المغالاة في تقييم سعر الصرف والارتفاع المطرد في أسعار الأصول، وقد أدت تلك التدفقات إلى زيادة التوسع في الائتمان المحلي بحيث شهدت إندونيسيا وماليزيا والفلبين وتايلندا خلال التسعينيات توسُّعًا ائتمانيًا أسرع من مثيله في أي بلد صناعي، ومع ذلك وبالرغم من تحسن النمو، فقد وردت تلك التدفقات الرأسمالية بواسطة أنظمة مالية محلية سيئة التنظيم و/أو الإشراف، فقد لعبت المؤسسات المالية دورًا هامًا في توجيه تلك التدفقات وقدمت الضمانات على القروض الخارجية للشركات، وبينما كان يُعْتَقَدُ أن التدفقات ترتبط بالآفاق الاستثمارية الواعدة التي تصاحب وجود بيئة اقتصادية كلية سليمة، تبين أنها تُسْتَخَدَمُ لتمويل تضخم أسعار الأصول والديون غير المسددة المتراكمة في حافظات البنوك وسائر الوسطاء الماليين. وعلى الرغم من إدخال بعض الإصلاحات المالية خلال الثمانينات والتسعينات في بلدان شرق آسيا، إلا أنها لم تكن تُنَفَّذُ بصورة مرضية مما أدى إلى استخدام جزء معتبر من الائتمانات في استثمارات مضاربية أو غير إنتاجية، لقد كان حجم تدفقات رأس المال إلى البلدان المتضررة من الأزمة مفرطًا

<sup>1</sup> - Ranis and Stewart, The Asian Crisis and Human Development, 1998 .p5



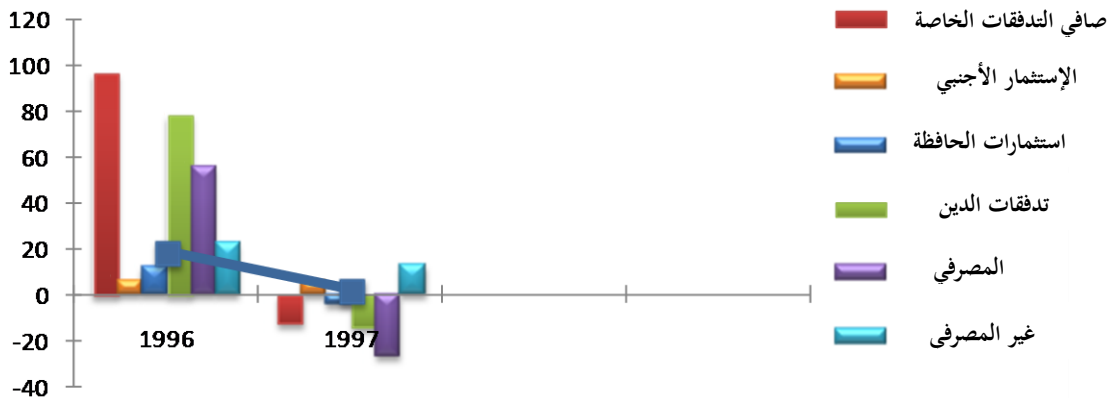
وأكبر بكثير مما تستطيع تلك البلدان استيعابه على المدى القصير دون زعزعة الاستقرار في أسواق العملات الأجنبية وباقي الأسواق المالية المحلية. وأدت تلك التدفقات إلى زيادة المعروض من العملات الأجنبية وإلى ارتفاع كبير في أسعار الصرف الحقيقية، ويُعدُّ ضعف القدرة الرقابية والإشرافية للبنوك المركزية هو السبب الرئيسي الكامن وراء هشاشة البنوك التجارية، وحسب " كومان وديبروي " ، كانت البنوك التجارية والشركات المالية غير المصرفية في مثل تلك البيئة تتسم بالآتي:

- انخفاض كبير في الرسملة وضعف التقييم الائتماني والقدرة على إدارة الحافطة.
- عدم اتباع قواعد الحيطة المالية والتصنيف غير السليم للأصول.
- ضعف الأحكام ذات العلاقة بالقروض غير المسترَدَّة<sup>1</sup>.

#### الجدول رقم 11 : صافي تدفقات رأس المال الخاص (مليار دولار)

1997	1996	صافي تدفقات رأس المال
11.9-	97.1	صافي التدفقات الخاصة
2.1	18.7	التدفقات الاستثمارية
6.4	6.3	الاستثمار الأجنبي المباشر
4.3-	12.4	استثمارات الحافطة
14.0-	78.4	تدفقات الدين
26.9-	55.7	المصرفي
12.9	22.7	غير المصرفي

المصدر: المعهد الدولي للمالية، تدفقات رأس المال إلى اقتصاديات الأسواق الصاعدة في شرق آسيا " الطريق إلى الانتعاش".  
الشكل رقم 09 : صافي تدفقات رأس المال الخاص (مليار دولار)



المصدر: World Bank, "East Asia: The Road to Recovery", Washington, D.C, 1998

<sup>1</sup> - Kumar, Rajiv and Debroy, Bibek, "The Asian Crisis: An Alternate View", Asian Development Bank, Economic Staff Paper Number 59, Manila, 1999.p7.

#### 4. البيئة الاقتصادية الكلية: لعبت التجارة على مدى ثلاثة عقود دور المحرك الدافع للنمو في اقتصادات شرق

آسيا فقد أدى تنفيذ الإصلاحات وتبني نظم تجارية واستثمارية ملائمة واعتماد سياسات سليمة على صعيد سعر الصرف والاقتصاد الكلي إلى تحقيق زيادة كبيرة في الناتج المحلي الإجمالي لدى بلدان المنطقة. وقد لعبت السياسات الداعمة للتصدير دورًا هامًا في ذلك الإنجاز. وبلغ إسهام التجارة في الناتج المحلي الإجمالي لبلدان المنطقة نسبة 50٪ في عام 1995، وخلال الفترة من عام 1970 إلى عام 1995، ارتفعت الصادرات بنسبة 10٪ سنويًا (على أساس بيانات ربعية)، وزادت الصادرات للفرد من 100 دولار إلى 400 دولار في كوريا الجنوبية، ومن 80 دولارًا إلى 850 دولارًا في تايلند<sup>1</sup>.

إلا أن النمو الاقتصادي في المنطقة تراجع خلال عام 1996، وبرز التراجع في نمو الإنتاج لدى كوريا الجنوبية وتايلندا أكثر من باقي البلدان الأخرى مسببًا زيادات في معدلات البطالة، وشهدت إندونيسيا وتايلندا انخفاضًا في حصتها من سوق الصادرات نتيجة للارتفاع في أسعار الصرف الحقيقية الفعلية وضعف الطلب في البلدان الشريكة، وأسهم الانخفاض الحاد في أسعار السلع الإستيرادية الرئيسية، مثل شبه الموصلات، إلى المزيد من التراجع في العوائد التصديرية، وفي عام 1996 وبعد أعوام من النمو الاقتصادي المطرد، شهدت البلدان الثلاثة المذكورة تراجعًا في نمو الصادرات (الجدول 14) هو الأكبر على مدى الأعوام الخمسة عشرة الماضية صاحبته صدمة تمثلت في معدلات سالبة للتبادل التجاري، ويُزجج البنك الدولي الانخفاض في نمو الصادرات إلى الأسباب التالية:

- الانخفاض الكبير في نمو التجارة العالمية.
- انخفاض قيمة الين في اليابان.
- ارتفاع أسعار الصرف الحقيقية الفعلية في بعض بلدان شرق آسيا.
- الإنخفاض الكبير في أسعار المنتجات التصديرية الرئيسية لبعض بلدان المنطقة<sup>2</sup>.

#### الجدول رقم 12 : معدل نمو الصادرات.

الدولة	1994	1995	1996	1997	1998
تايلندا	22.4	24.8	1.3-	3.4	5.7-
إندونيسيا	8.8	13.4	9.7	7.3	8.6-
كوريا	16.8	30.3	3.7	5.0	2.8-
ماليزيا	24.5	25.9	6.0	0.3	6.9-
الفلبين	18.6	32.2	16.5	22.8	17.7

المصدر: World Bank, "East Asia: The Road to Recovery", Washington, D.C.1998

<sup>1</sup>-World Bank, "East Asia: The Road to Recovery", Washington, D.C,1998.p20

<sup>2</sup>-World Bank, "East Asia: The Road to Recovery", Washington, D.C1998.p36

ولئن كانت التوترات الاقتصادية، قبل حدوث الأزمة، واضحة لدى البلدان الثلاثة (كوريا، تايلندا، إندونيسيا)، فإن الاختلالات الاقتصادية الكلية لدى تايلندا كانت هي الأكثر خطورة. فقد سجل هذا البلد معدل نمو سالب للصادرات بالقيمة الإسمية في عام 1996، وأدى الأسلوب غير السليم في تمويل العجز الكبير في ميزان الحساب الجاري الذي بلغ نسبة 8% من الناتج المحلي الإجمالي، بحيث تم تمويله بتدفقات قصيرة الأجل، والمغالاة في تقييم سعر الصرف الحقيقي إلى حدوث تحولات مفاجئة في الاقتصاد التايلندي، واقترض القطاع الخاص مبالغ طائلة من الخارج معتمدا على سعر الصرف الثابت ودون أن يأخذ في الاعتبار ما تنطوي عليه العملات الأجنبية من مخاطر، واستثمرت معظم القروض المتحصل عليها من قبل الشركات المالية التي تعاني من سوء الإدارة في أسواق العقارات، وقد كان متاحاً للشركات المالية التايلندية قبل الأزمة أن تقترض بالين الياباني بأسعار فائدة تقترب من الصفر وأن تستثمر تلك القروض في سوق العقارات الذي كان يعادل عائده السنوي المتوقع نسبة 20%.

#### ■ أسباب انتشار الأزمة الآسيوية : أدى انخفاض أسعار الأسهم والعقارات وتباطؤ النشاط الاقتصادي إلى

حدوث اختلالات في الأسواق المالية لدى كل من تايلندا وكوريا الجنوبية وإندونيسيا، وتبع ذلك تزايد حالات الإفلاس في البلدان الثلاثة، ففي تايلندا لوحظ حدوث زيادة كبيرة في حجم الديون غير المسددة لدى البنوك التجارية التايلندية، وبدأت صعوبات مماثلة في كل من كوريا الجنوبية وإندونيسيا، وفي عام 1997، حدث تراجع حاد في الودائع الموجودة لدى بنك بانكوك للتجارة، وأدى التخبط المالي وتآكل الاحتياطي من العملات الأجنبية إلى حدوث أزمة تمويل تسببت في انهيار نظام أسعار الصرف في تايلندا، وبدأت شركات التمويل في مواجهة صعوبات كبيرة خلال عام 1997، وكرد فعل قدم بنك تايلند دعماً مالياً إلى الشركات المتعسرة مما أدى إلى زيادة كبيرة في نمو الأموال الاحتياطية، وبعد هجمات المضاربة وتزايد المخاوف حول وضع الاحتياطيات، اضطرت تايلندا إلى تعويم الباهت في 2 يوليو 1997 كرد فعل على تناقص الاحتياطي من العملات الأجنبية والصعوبات الماثلة أمام تأجيل سداد الدين قصير الأجل. إلا أن السياسات الموضوعية أخفقت في استعادة ثقة السوق، وانخفضت قيمة الباهت مقابل الدولار بنسبة 20% في شهر يوليو.

إن من الجوانب المفاجئة للأزمة المالية في شرق آسيا، إضافة إلى وقوعها، هو مدى عمقها وانتشارها وطول مدتها، وتعود أسباب انتشارها إلى ما يلي:

- سوء إدارة الأزمة سواء من قبل الحكومات أو من قبل صندوق النقد الدولي.

- وثيقة العلاقات التجارية بين بلدان شرق آسيا.

- الروابط المالية في المنطقة.

- الكساد في اليابان.

يمكن تعليل سوء إدارة الأزمة بقلّة خبرة بلدان شرق آسيا في التعامل مع مثل هذه الأمور وبالإخطاء التي ارتكبت في هذا المجال، ويساور الفلق الاقتصاديين إزاء عدم نجاعة سياسات صندوق النقد الدولي في استعادة ثقة السوق،

على الرغم من أن وثيقة العلاقات التجارية بين الدول تُعدُّ عاملاً إيجابياً في الظروف العادية، إلا أن الصلات التجارية الوثيقة بين بلدان شرق آسيا كان لها تأثير سيئ في استفحال الأزمة وانتشارها، فكل بلد من بلدان شرق آسيا هو شريك تجاري رئيسي للآخر. وباستثناء اليابان، تبلغ قيمة الصادرات البينية لبلدان المنطقة نسبة 40% من إجمالي الصادرات لعام 1996، ومن ناحية أخرى، يتخذ هذا الارتفاع في مستوى التجارة البينية شكلاً التخصيص في النشاطات من البلدان الأكثر تقدماً إلى البلدان الأقل دخلاً في المنطقة مما ساعد على سرعة انتشار الأزمة، إذن، أدى الكساد الذي شهدته المنطقة إلى ضعف الطلب على الواردات البينية وتباطؤ النمو في بلدان المنطقة. ومن بين العوامل الهامة التي ينبغي أخذها في الاعتبار عند تناول أسباب انتشار الأزمة المحاولات التي قامت بها البلدان المتضررة لاستعادة قدرتها التنافسية التصديرية. فبشكل عام، يتمثل التأثير المباشر لتخفيض قيمة العملة على قطاع الشركات الموجهة للتصدير في زيادة قدرتها التنافسية على الصعيد الدولي. وفي ظل أزمة منتشرة إقليمياً، كما هو الحال بالنسبة للأزمة الآسيوية، أدى ذلك إلى انخفاضات تنافسية في قيمة العملة، إلا أن تلك الانخفاضات لا تُحدث دائماً تحسناً في كافة الاقتصادات، فقد يؤدي خفض عملة بلد يعاني من أزمة إلى تدهور موازين الحساب الجاري والقدرات التنافسية لدى شركائه، وهو بالضبط ما حدث في شرق آسيا، وقد أدى خفض قيمة العملة إلى تدهور الأوضاع الاقتصادية في البلدان المتضررة على النحو التالي:

1. يؤدي خفض قيمة العملة الوطنية إلى ارتفاع قيمة الدين بالعملة الأجنبية مما يكون له تأثير سيء بصورة خاصة على الدين قصير الأجل الذي ينبغي سداه قبل أن يعود سعر الصرف إلى سابق استقراره، وحتى بالنسبة للالتزامات طويلة الأجل، يزيد خفض قيمة العملة من قيمة تكلفة خدمة الدين، ويزداد الأمر سوءاً إذا دعت الضرورة إلى رفع أسعار الفائدة لاستعادة الاستقرار إلى قيمة العملة على اعتبار أن مثل هذه الخطوة تزيد كذلك من عبء خدمة الدين على القروض بالعملة المحلية. كما قد يؤدي خفض قيمة العملة إلى ارتفاع أسعار المدخلات المستوردة مما يكون له تأثير سيء على الشركات المحلية إما في صورة الإستغناء عن العمال أو حتى الإفلاس في الحالات الخطيرة.

2. يزيد خفض قيمة العملة من ربحية الصادرات من حيث العملة المحلية وقد يؤدي إلى زيادة الصادرات ذاتها، إلا أنه في حالة حدوث زيادة متزامنة لصادرات البلدان المجاورة في نفس القطاع، فسيؤدي ذلك إلى هبوط الأسعار العالمية، من ناحية أخرى تعتمد قدرة الاقتصادات الصاعدة لزيادة صادراتها على توفر الائتمانات التجارية وهو أمر افتقدته بلدان شرق آسيا في الفترة التالية للأزمة مباشرة، وبينما يُنتظر أن تؤدي الائتمانات التجارية إلى زيادة الصادرات إلى البلدان المتقدمة، فإن الجزء الأكبر من التعاملات التجارية السابقة للأزمة كان يجري ضمن حدود المنطقة مما جعل الأسواق التصديرية غير كافية لتعويض تراجع الطلب في اقتصادات بلدان شرق آسيا بما فيها اليابان.

3. وفيما يتعلق بالروابط المالية لبلدان المنطقة، فإن المستجدات المالية في كل بلد تؤثر على البلدان الأخرى،

وينطبق ذلك على نشاطات أسواق رأس المال والاستثمار الأجنبي المباشر والإقراض المصرفي، وفي هذا السياق قد يبيع المستثمرون الأجانب أصولهم الموجودة في بلد ما نتيجة للخسائر التي تكبدوها في بلد آخر، وفي منطقة على درجة عالية من التكامل الاقتصادي، كما هو الحال بالنسبة لشرق آسيا، يمكن أن تؤدي الروابط المالية بين البلدان بصورة تلقائية إلى انتقال الصدمات التي تعيشها الأسواق المالية في أحد البلدان إلى البلدان الأخرى، ويضيف " بارك وسونغ " إلى ذلك رأيا هاما آخر وهو أنه عندما تكون الأسواق المالية لبلدان 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 الصدمة<sup>1</sup>.

4. أخيرا، يشير الكساد الذي شهدته اليابان، وهي تسهم بأكثر من نصف إنتاج منطقة آسيا، إلى أن أي تطور سلبي أو إيجابي في الاقتصاد الياباني سينعكس بوضوح على كافة اقتصادات المنطقة، ولذلك فقد أثر تباطؤ أداء الاقتصاد الياباني على اقتصادات البلدان المتضررة من الأزمة من الناحيتين المالية والتجارية، فقد وضع التراجع الكبير في الواردات اليابانية من بلدان شرق آسيا عبئا ثقيلا على الموازين التجارية لدى تلك البلدان كما اضطر تقلص تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر من اليابان إلى بلدان المنطقة إلى التحول باتجاه التمويل المصرفي والاقتراض قصير الأجل.

#### ■ تفسير الأزمة المالية الآسيوية (اتجاهات الأزمة) :

لقد عانت معظم الاقتصاديات البارزة، سريعة النمو في جنوب شرق آسيا، وكذلك كوريا الجنوبية، أزمة كبرى طالت عملاتها وأسواق الأسهم فيها وهي تواجه اليوم تقلصات كبيرة في العمالة والإنتاج. ولقد أطلقت الأزمة أفكارا لا تقل خرافة وإشكالية عما أطلقه المتفائلون والمتشائمون في فترة النمو العالي الذي لا يحده شيء في الظاهر ومن هنا كان الاختلاف في تفسير الأزمة الآسيوية والذي اتخذ اتجاهات عدة تمثلت في :

• **الاتجاه الأول :** إن أول تفسير للأزمة لا يزيد عن تحريف جديد لفكرة الاستثناء الآسيوي القديمة، فبدلا من فكرة النمو القائم على " القيم الآسيوية " حتى الآن ببديل معوض هو نشوب الأزمة بفعل " رأسمالية المحسوبة "، وهي نوع من رأسمالية غير نظامية تلعب فيها شبكات الأصدقاء والمعارف والأقرباء دورا طاغيا في تقرير العلاقات الاقتصادية.

ويؤمن أصحاب مثل هذه الحجج بنظرية كفاءة أسواق رأس المال ويرون أن الأزمة الآسيوية ليست بالأساس نتاج سلوك المستثمرين الأجانب، بل ثمرة نواقص أساسية في سياسات ومؤسسات البلد المثلقي، ويقولون إن آسيا تعرضت لأزمة لأن مختلف بلدانها لم تقم بلبرلة قطاعات المال بدرجة كافية، وإن هذه البلدان أخفت في تحويل بنوكها المحلية إلى مؤسسات تعمل على الطراز الغربي بدرجة عالية من الشفافية وتخصيص الموارد اعتمادا على معايير عقلانية موجهة للسوق وإنها فشلت في تطوير المؤسسات الملائمة للإشراف على الشؤون المالية القومية

<sup>1</sup> - Park and Song ،1998 ،p22

وانتهاج سياسات حصيفة لضبط الاقتراض المفرط. وبناء على هذا التصور فإن آسيا قد فشلت بدرجة اختلافها عن الرأسمالية الغربية، وبالتحديد عن الرأسمالية الأمريكية.

ويرى " بول هيرست " **Poil Hirst** وجراهام طومبسون **Grahame Thompson** إن هذا التحليل يتسم بالرضى عن المؤسسات الغربية، وهو أمر يدركه كل من يتذكر فضيحة الادخار والقروض في مستهل عقد التسعينات. وهو أيضا تحليل سطحي فهو يلقي باللائمة ليس على لبرلة أسواق المال، بل على عدم كفاية هذه اللبرلة، مع ذلك نجد أن مؤسسات غربية ملتزمة بمشروع لبرلة الأسواق، مثل صندوق النقد الدولي (البنك الدولي)، قد أغرقت الثناء على جهود إندونيسيا مثلا للبرلة أسواق المال.

**• الإتجاه الثاني :** التفسيري الثاني للأزمة الآسيوية فهو الصورة المقلوبة للتفسير الأول، فالأزمة الآسيوية حسب هذا التصور، تثبت كلا من وجود اقتصاد كوني جديد، ووجود نزعة تدميرية متأصلة فيه، وإن الأزمة ترجع إلى السحب الفجائي للأرصدة قصيرة الأجل من جانب المستثمرين الغربيين، والبيع المبكر واسع النطاق في البورصات الأجنبية وأسواق الأسهم من جانب المضاربين. وقد أدى ذلك إلى إيقاع اضطرابات حادة في مختلف الاقتصاديات الآسيوية دونما وجود ضرورة محلية فعلية، أي أنها صنعتها الأسواق الكونية المتقلبة. إن منابع الأزمة هنا خارجي من حيث الجوهر، وإن المشكلات الفاشية هي نواتج عرضية للهروب المفرط، غير العقلاني إلى حد كبير للرساميل وتأثيرات العدوى التي عممت الأزمة.

ويذهب " بول هيرست " و" جراهام طومبسون " إلى أن مشكلة مثل هذا التحليل سواء جاء على لسان الراديكاليين في الغرب أو المحافظين في آسيا مثل رئيس الوزراء الماليزي مهاتي ر لا تكمن في أن الأسواق كانت بعيدة عن لعب دور كبير في الأزمة، بل تكمن في أن هذا التحليل نفسه يغفل الأبعاد وال منابع الداخلية للأزمة. ذلك أن مختلف البلدان تعرضت لدرجات مختلفة، تبدأ من الحالة التي تضارع الانهيار المالي في إندونيسيا ومرورا بما يرجح أن يكون نكوصا كبيرا ولكنه مفيد، وانتهاء بغليان الاقتصاد كما هو الحال في ماليزيا، ثم إذا كانت تأثيرات العدوى على هذه الدرجة من القوة وكانت الأسواق فالتة من أي سيطرة، فلماذا استطاعت بلدان معينة مثل تايوان، أن تبقى بمنأى عن أي تأثير، وتمكنت بلدان أخرى مثل سنغافورة من أن تحتوي ضغط المضاربة من الأسواق ؟

**• الإتجاه الثالث :** يرى " كروجمان " **Krugman** أن الأزمة نشأت عن الإغراءات المتأصلة عند الوسطاء الماليين، في ظل ضعف الضوابط المقيدة لهم للقيام باستثمارات غزيرة، في حين يكون المستثمرون في إطار معين يحملهم على الاعتقاد بأن الحكومة تحميهم من خطر المجازفة ( حتى ولو كان هذا الاعتقاد زائفا )، فإنهم سوف يقرضون للوسطاء الماليين بفائدة في استثمارات مضاربة تنطوي على مجازفة عالية ولكنها تعد بمكافأة، أن القيم المفرطة في التفاؤل قد اختيرت لأن الوسطاء يؤمنون بأن بإمكانهم تحقيق أرباح طائلة وأن المستثمرين محميون من أي خسائر.

ومن هنا فإن تدفق الاستثمارات الأجنبية يهدد الاقتصاد الوهمي في العقارات وقيم أصول الأسهم، ويدفعه إلى الصعود إلى مستويات تتعذر إدامتها، حيث تبدأ النتائج السيئة والخسائر بالتراكم، ويذهب " بول هيرست " و " جراهام طومبسون " إلى القول بأن تحليل " كروجمان " يساعد على تفسير جانب من جوانب الأزمة، وأن هذه الأزمة انطوت فعلا على عنصر مهم من هذا الإقراض المتصور في عدد من بلدان جنوب شرق آسيا مثل تايلندا وإندونيسيا الذي أشعل الأزمة، لكن هذا التحليل لا يفسر الأزمة بالكامل.

ويطرح " بول وجراهام " السؤال التالي : **لماذا نشأ هذا العبء من الدين الخارجي قصير الأجل في بلدان ذات مستويات عالية جدًا من الإدخار المحلي ؟**

إن تبادل معدل الفائدة تشكل جزءا من تفسير الوضع في تايلندا وكوريا، ولكن في ضوء وجود مورد متين من رأس المال المحلي، لماذا قامت الحكومات بفتح اقتصادياته أمام المستثمرين الأجانب، ولماذا سمحت بهذا الإقراض المتهور من جانب المصارف والوسطاء الماليين ؟

لقد كانت هذه الحكومات تتبع النصيحة الغربية، وتتلقى الثناء على ذلك من مؤسسات غربية مثل صندوق النقد الدولي الذي امتدح تايلندا على السياسات الماكرو اقتصادية التي اتبعتها عام 1996، إذن هذه السياسة مسوقة بدافع الامتثال لعقيدة غربية.

• **الاتجاه الرابع :** يقدم " مانويل مونت " Manuel Montes التحليل الأكثر توازنا ونفاذا لمسار أزمة جنوب شرق آسيا ومسبباتها، والذي يركز فيه على تايلندا، البلد الذي بدأ بنشوء الأزمة، فيشير مونت إلى أن نمو الإقراض الخارجي والإخفاق وفي فرض الضوابط الفعالة جاء في أعقاب " الليبرالية المزدوجة " في النظام المالي المحلي والضوابط الخارجية على رأس المال والحساب الجاري ، بدأت عملية الثنائية هذه في تايلندا سنة 1990 وذلك أساسا بإزالة الضوابط عن صرف العملة، والتخلي عن قواعد توزيع رأس المال، وتحرك الوسطاء الماليين للإفادة القصوى من هذه التخفيضات في السياسة، فاقترضوا بالعملات الصعبة بمعدلات فائدة أجنبية أوطأ، وهكذا ارتفعت التدفقات الداخلة في رأس المال إلى الذروة فبلغت 12.3 % من إجمالي الناتج المحلي لعام 1995، فكان 11.6 % من هذه التدفقات يتألف من استثمارات أسهم وسندات مالية وتدفقات أسهم عادية بدلا من استثمارات أجنبية مباشرة طويلة الأمد.

ولذا لم تكن تدفقات الاستثمار الأجنبي تعزز الإنتاج المحلي الفعلي، أو تقوم بالصناعة التحويلية، بل تسهم في نفخ فقاعة أسعار الأصول، زد على ذلك أن نسبة معتبرة من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كانت استثمارات لأغراض الاستيلاء والدمج، مما جعل هذا الاستثمار تدفقات قصيرة الأجل أكثر منها إضافة إلى أصول رأس المال.

■ **تشخيص الأزمة المالية والنقدية في دول جنوب شرق آسيا :**



يجدر بنا قبل أن نتطرق إلى العوامل التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية الطاحنة في دول جنوب شرق آسيا وأن نشير إلى أن الأزمات المالية عامة تختلف إحداها عن الأخرى حتى لو تشابهت من حيث شكلها الخارجي الذي يخدع أحياناً، لذا فإن طريقة التحليل التاريخي للأحداث مقرونة بالدراسة النظرية هي الطريقة الأنسب لتحديد العوامل الرئيسية المسببة لأي أزمة مالية، ومن هذا المنطلق يمكننا تصنيف الأزمات المالية إلى خمسة أنواع رئيسية قد ينطبق نوع واحد منها أو أكثر على أزمة مالية بعينها، ونوجزها فيما يلي :

### 1. الأزمة الناجمة عن السياسة الاقتصادية الكلية ( Macro Economic Policy Induced Crisis ) وفقاً

**نموذج ( Krug man ) عام 1979 :** فإن هذا النوع من الأزمات في ميزان المدفوعات يحدث عندما يكون التوسع في العمليات الائتمانية التي يقوم بها المصرف المركزي غير ملائم لأسعار صرف العملات المثبتة، حيث إن هذا التوسع يتم عن طريق تحويل الموازنة إلى نقود، الأمر الذي ينجم عنه انخفاض تدريجي في احتياطي العملات الأجنبية، فيصل المصرف المركزي إلى مرحلة يعجز فيها عن الإستمرار، مما يرهق الإحتياجات المتبقية ويدفع إلى تعويم سعر صرف العملة.

### 2. الذعر المالي ( Financial Panic ) وفقاً لنموذج Dybvig Diamond عام 1983: فإن الذعر أو

الإضطراب المالي هو عبارة عن حالة من عدم الإستقرار في الأسواق المالية، تحدث عندما يقوم المقرضون قصيرو الأجل فجأة بسحب قروضهم من مقرض غير قادر على السداد، وبصفة عامة فإن هذا الإضطراب المالي يحدث في حالات :

- عندما يزيد حجم القروض قصيرة الأجل على حجم القروض قصيرة الأجل.
  - محدودية حجم المؤسسات المالية الخاصة، ومن ثم عدم مقدرتها على الوفاء باحتياجات المستثمرين من القروض قصيرة الأجل.
  - عدم وجود مقرض صاحب قدرات تمويلية وقت الأزمات ( مقرض الملاذ الأخير ).
- يؤدي هذا الإضطراب المالي إلى خسائر اقتصادية فادحة قد تصل إلى حد توقف المشروعات الإستثمارات وتصفية المقرضين وتسابق المقرضين إلى استرداد أموالهم، ولا سيما أن هذا الذعر المالي ينتقل من مستثمر لآخر ومن دولة لأخرى.

### 3. انهيار الفقاعات ( Bubble Collapse ) وفقاً لنموذج Blanchard Waston عام 1982: ويحدث هذا النوع

من الأزمات عندما يقوم المضاربون بشراء أصل مالي بسعر يفوق قيمته الحقيقية بهدف تحقيق مكاسب رأسمالية في وقت لاحق كما يتوقعون، وأي انحراف في سعر الأصل المالي الأولي يقاس بحجم الفقاعة التي يمكن أن تستمر في النمو محققة مكاسب رأسمالية للمضاربيين أو أن تتعرض للإنهار. علماً بأن المضاربيين يعون وجود هذه الفقاعة واحتمال انهيارها في أي وقت، حتى وإن كان هذا الإنهيار غير متوقع.



#### 4. المخاطرة المعنوية (Moral Hazard) وفقاً لنموذج Akerlof Romer عام 1996: ويحدث هذا النوع من

الأزمات في حالة وجود ضمانات عامة حكومية لتدعيم المصارف ومنحها الثقة، الأمر الذي يؤدي إلى استهثار المصارف والمؤسسات المالية في استيفاء الشروط المطلوبة لرأس المال العام ولنسبة الإحتياطي لدى المصرف المركزي وللقواعد التنظيمية بشكل عام، فتتمادى المصارف في زيادة حجم القروض الخطرة اعتماداً على الضمان الحكومي، فتكون النتيجة المباشرة هي إضعاف المصارف وهشاشة النظام المالي.

#### 5. أزمة الممارسات الفوضوية (Disorderly Workout) وفقاً لنموذج Sachs عام 1995: فإن الممارسات

الفوضوية تحدث عندما يلجأ الدائن لاسترداد ديونه والتصفية الجبرية للمدين، نتيجة لشعور الدائن بعدم قدرة المدين على السداد أو بعدم وجود السيولة الكافية لديه للسداد حالياً، رغم أن أصول المدين قد تقدر بقيمة أكبر لو استمرت كمشروع. وهذا يعني أن فقدان الثقة وعدم التعاون بين المتعاملين في القطاع المالي واللجوء دائماً إلى تصفية المدين في حالة عجزه عن السداد هي التي تسبب مثل هذه الممارسات الفوضوية، مما ينتج عنه عدم التوصل لأي نوع من التسوية لهذه الديون المعدومة مثل (جدولة الديون أو تخفيض قيمة الديون).

وعند التفريق بين أنواع الأزمات المالية المختلفة من حيث التشخيص والعلاج، فإن هناك أربعة اعتبارات يجب الإشارة إليها :

- هل كانت الأزمة متوقعة من قبل المتعاملين في السوق أو من قبل المحللين المتخصصين ؟

- إذا ما كانت الأزمة سوف تدمر قيمة اقتصادية حقيقية، أو أنها سوف تؤدي إلى تباطؤ تدفق رؤوس الأموال خلال فترة قصيرة.

- إذا ما كانت حقوق الدائنين محفوظة بضمانات رسمية أو تنقصها المساندة الحكومية.

- إذا ما كانت هناك فرصة لتدخلات رسمية لحل الأزمة.

وسيتضح لنا بدراسة العوامل المالية والنقدية من خلال الجزء التالي أن الأزمة المالية التي حدثت في دول جنوب شرقي آسيا تجمع بين عناصر جوهرية مميزة لكل من أزمة الذعر المالي وأزمة الممارسات الفوضوية.

#### ■ العوامل المالية والنقدية المؤدية للأزمة : تظافرت عدة عوامل منها ما هو داخلي يعود إلى هياكل

الاقتصادات في دول جنوب شرقي آسيا، ومنها ما هو خارجي يعود لممارسات خارجية امتدت آثارها إلى الاقتصادات الوطنية، ويمكن تفصيل ذلك فيما يلي :

#### - العوامل الداخلية :

**أولاً: العجز في ميزان المدفوعات :** استمر العجز في ميزان المدفوعات وتساعد خاصة بعد عام 1995،

ففي تايلندا زاد العجز في ميزان المدفوعات من 5.6 % من الناتج المحلي الإجمالي عام 1994 إلى 8.1 % من

الناتج المحلي الإجمالي عام 1995 ثم إلى 8.2 % عام 1996. وفي الفلبين تساعد العجز في ميزان المدفوعات

من 4.5 % عام 1994 إلى 5.9 % عام 1995 ثم عاد إلى 4.5 % عام 1996. أما في ماليزيا فقد بلغ عجز ميزان

المدفوعات 6 % من الناتج المحلي الإجمالي. وكذلك فقد حقق الحساب الجاري لدول جنوب شرق آسيا عجزاً كبيراً خلال الفترة 1996-1990 ، ففي تايلندا بلغ هذا العجز نحو 64 مليار دولار، و 84.2 مليار دولار في كوريا الجنوبية، و 22.2 مليار دولار في ماليزيا، و 12.7 مليار دولار في الفلبين، أما في إندونيسيا فبلغ عجز الحساب الجاري نحو 28 مليار دولار.

ونتيجة لما تحقق من عجز في ميزان المدفوعات والميزان التجاري لجأت دول جنوب شرقي آسيا للاقتراض من الخارج، مما أدى إلى تفاقم أزمة المديونية في هذه الدول وعجزها عن السداد، حيث بلغ الدين الخارجي لتايلندا 89 مليار دولار عام 1997. أما إندونيسيا فقد بلغ حجم ديونها الخارجية 119 مليار دولار عام 1997 ( منها 54 مليار ديون حكومية و 65 مليار ديون قطاع خاص ). وفي الفلبين وصل حجم الديون الخارجية إلى 39.5 مليار دولار عام 1995. وبلغت ديون كوريا الجنوبية الخارجية نحو 120 مليار دولار أغلبها ديون خاصة، منها 66 مليار دولار ديونا قصيرة الأجل أُسْتُحَق السداد منها 20 مليارا في نهاية عام 997 .

ويرجع تراكم العجز في موازين المدفوعات والحسابات الجارية لدول جنوب شرقي آسيا إلى عدة أسباب، وهي:

1. تراجع صادرات دول جنوب شرقي آسيا خلال عام 1996 لتسجل معدلا للزيادة بلغ 5.8 % مقارنة بمعدل نمو للصادرات نسبته 23 % خلال الأعوام السابقة، فقد تزايدت صادرات تايلندا من 6.5 إلى 56.5 مليار دولار خلال الفترة 1995-1980. وخلال الفترة نفسها ارتفعت صادرات ماليزيا من 13 إلى 74 مليار دولار، وارتفعت في إندونيسيا قيمة الصادرات من 21.9 % إلى 45.5 مليار دولار، واتجهت الصادرات في الفلبين أيضا للتزايد فارتفعت من 5.7 إلى 17.5 مليار دولار.

2. زيادة معدل الواردات على معدل نمو الصادرات خلال السنوات الأخيرة، مما أدى إلى تراكم العجز في الميزان التجاري لدول جنوب شرقي آسيا، حيث بلغ متوسط هذا العجز في تايلندا نحو 82.2 مليار دولار خلال الفترة 1990-1997 ، وبلغ متوسط هذا العجز في الفلبين حوالي 62.1 مليار دولار، ووصل هذا المتوسط في كوريا الجنوبية إلى 61.6 مليار دولار خلال الفترة نفسها، وتذبذبت ماليزيا بين الفائض والعجز لتحقيق توازناً في ميزانها التجاري حتى بدايات 1997.

3. ساهم عجز حساب الخدمات والاستثمار في موازين مدفوعات هذه الدول في اتساع الفجوة في ميزان المدفوعات الجاري، فقد وصل مجموع العجز في حساب الخدمات والشحن لكل من إندونيسيا وماليزيا وتايلندا إلى 26.8 مليار دولار عام 1996، بينما حققت الفلبين فائضا قدره 9 مليارات دولار نتيجة للتحويلات من الخارج، ويرجع هذا الحجم من العجز في الحسابات المذكورة إلى ثلاث عوامل هي :

- إستمرار العجز في ميزان الشحن نتيجة لغياب أسطول تجاري وطني.

- إرتفاع محتوى الواردات من الخدمات بالنسبة إلى الأنشطة الاقتصادية المحلية، مما يعكس اعتماد النشاط الصناعي المحلي على العالم الخارجي.

- بدأت دول جنوب شرقي آسيا في دفع العائد على الإنسياب الضخم للاستثمارات الأجنبية التي تدفقت إليها خلال السنوات السابقة، وهي ظاهرة مشتركة بين دول المنطقة (باستثناء الفلبين). وهو ما يؤكد أن تمويل العجز في ميزان المدفوعات بواسطة التدفقات الرأسمالية لا يمكن اعتباره " وجبة مجانية " وخاصة أن الأموال المتجهة للخارج ستزداد نتيجة لزيادة مدفوعات الفوائد على القروض الخارجية.

**ثانياً: التدفقات المالية ونظام سعر الصرف الزائد :** بدأ الأداء المتميز الذي حققته اقتصاديات دول جنوب

شرقي آسيا خلال الحقبة السابقة، فتزايدت الاتجاهات التفاؤلية بشأن مستقبل المنطقة، وعجزت معدلات الإدخار عن ملاحقة معدلات الاستثمار المحلية التي تجاوزت القدرات التمويلية الذاتية، فارتفع معدل تدفق رؤوس الأموال للمنطقة من 14 % من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1986-1990 إلى 6.7 % خلال الفترة 1990-1996.

وقد كان لهذه الموجة العارمة من تدفقات رؤوس الأموال جذورها من حيث التغيرات التي طرأت على الأسواق العالمية وعلى السياسات الاقتصادية الداخلية، فعلى المستوى العالمي كان لتحرير الأسواق المالية في الدول الصناعية، وانخفاض سعر الفائدة على الدولار الأمريكي، واتباع اليابان سياسة الاستثمار الخارجي، أثر بالغ في تسهيل تدفق رؤوس الأموال إلى الاقتصادات الصاعدة في العالم وفي مقدمتها دول جنوب شرقي آسيا. كما ساهم ظهور صناديق جديدة للأسهم والسندات واتحادات مصارف جديدة في زيادة حجم هذه التدفقات، أما على المستوى الاقتصادي الداخلي فقد ساهمت خمسة عوامل رئيسية في زيادة حجم هذه التدفقات الرأسمالية نلخصها فيما يلي :

1. أعطت الإستمرارية في تحقيق معدلات نمو مرتفعة نوعاً من الثقة للمستثمرين الأجانب.
2. أعطى تنوع التسهيلات المالية الفرصة للمصرف والمؤسسات المحلية للحصول على رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل المشروعات المحلية.
3. لم تحظ تسهيلات القطاع المالي بالإشراف الكافي وخصوصاً في تايلندا، مما أدى إلى زيادة معدلات الإقتراض الأجنبي والسماح للمصارف بالحصول على كميات كبيرة من العملات الأجنبية، الأمر الذي صاحبه مخاطر تتعلق بقدرة المصارف على السداد في تواريخ الإستحقاق.
4. منح الحكومات حوافز خاصة تشجيعاً للإقتراض الأجنبي على الرغم مما قد أثير حول " حركة الأموال الساخنة " في أوائل التسعينيات، وكذلك مُنحت الحكومات إعفاءات ضريبية خاصة للمصارف التي تعمل بشكل مكثف في إقراض واقتراض العملات الأجنبية.
5. إرتبطت القيمة الإسمية لأسعار الصرف فعلياً بالدولار الأمريكي، فكانت تتحرك صعوداً وهبوطاً في حدود ضيقة، فظل الدولار يراوح بين 27.25 و 24.700 بات تايلندي منذ نوفمبر 1984 وحتى يوليو 1997، وكذلك

ظلت الروبية الإندونيسية تتحرك في نطاق ضيق ولم تسمح إلا بانخفاض ضئيل للغاية في حدود 3% - 5% سنويا، الأمر الذي شجع تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل.

**ثالثا : وضع الائتمان المحلي** : تزايدت عمليات الائتمان المحلي إلى حد كبير في السنوات الأخيرة نتيجة لتسارع معدلات النمو في دول جنوب شرقي آسيا، واتجاه الوحدات الإنتاجية إلى الإقراض لتمويل استثماراتها على الرغم من ارتفاع معدلات أرباحها وبالتالي مدخراتها، لكن شركات التمويل قامت بتوجيه محافظها الائتمانية إلى عدد من المجالات غير المنتجة وهي :

- منح القروض الشخصية ( العقارات، الائتمان الاستهلاكي ) : فقد مثل الإقراض المحلي للشركات العقارية نحو 25% من المحافظ الائتمانية لشركات التمويل، ولا يبدو ذلك غريبا إذا علمنا أن نسبة الإئتمان المقدم للقطاع الخاص قد بلغت 140% من الناتج المحلي الإجمالي في كل من تايلندا، ماليزيا مع نهاية 1996، ووصلت إلى 133% في كوريا الجنوبية، وإن كانت قد بقيت دون ذلك في كل من إندونيسيا والفلبين حيث بلغت فيهما 50% و 60% على التوالي.

- الإستثمار المباشر في بورصة الأوراق المالية أو الإقراض لضمان الأسهم.

- منح القروض إلى شركات صغيرة تأثرت كثيرا بالتراجع الذي أصاب النشاط الإقتصادي.

**رابعا : ردود فعل الحكومات** : جاءت ردود فعل الحكومات عنيفة جداً، وإن كان أعنفها قد حدث في ماليزيا وتايلندا، حيث قام رئيس وزراء ماليزيا " ماهاتير " بتحميل المضاربين والمتعاملين في البورصة المسؤولية، واتهمهم بالتآمر والفوضوية، وتعدى الأمر مجرد الاتهامات ووصل إلى حدّ التدخل في عمل آليات السوق، حيث منعت ماليزيا التعامل في بعض أنواع الأسهم المعروفة بإسم ( Short-Selling ) وقامت بشراء الأسهم بسعر أعلى من سعر الإقفال من الماليزين فقط، كما تدخلت الحكومة في سوق الصرف لتحول دون تدهور قيمة الرينجت باستخدام جزء من رصيد الاحتياطي الدولي و برفع سعر الفائدة.

أما في تايلندا فقد حاولت السلطات النقدية الدفاع عن البات باستخدام الإحتياطي ورفع سعر الفائدة وكذلك باستخدام العقود الآجلة ومنع بعض أنواع المعاملات ومنع حيازة النقد الأجنبي ، وفي كوريا الجنوبية تم منع حيازة النقد الأجنبي لأغراض التعامل في سوق العقارات .

**خامسا : الفساد السياسي** : لقد تعرضت دول جنوب شرق آسيا لانتقادات لادعة من قبل باحثين ومحللين

غربيين كشفوا النقاب عن ممارسات مجحفة بحقوق الإنسان في بعض الدول، وعلى وجه الخصوص في كوريا الجنوبية وإندونيسيا والفلبين، حيث سيطرت على هذه الدول حكومات استبدادية حظرت تشكيل أي تنظيمات سياسية معارضة وقصّت من الحريات الفردية وقيدت التنظيمات العمالية<sup>1</sup>.

**-العوامل الخارجية :**

<sup>1</sup> - شدا جمال خطيب، دراسة إستراتيجية ، الأزمة المالية الاقتصادية في دول جنوب شرق آسيا مرجع سابق 2001، ص15.

## 1. المضاربات ( المضاربة وافتعال الأزمات ): المضاربة تُعرّف بأنها " شراء أو بيع أجل للعملات بقصد

الإستفادة من الفرق بين السعر الآجل يوم التعاقد والسعر الحاضر يوم الاستحقاق ". وبذلك فإن المضاربيين هم الذين يحققون المكاسب من التنبؤ بالتغيرات في أسعار صرف العملات المختلفة في المستقبل. ويجد هؤلاء المضاربون السوق الآجل وسيلة مناسبة لتحقيق عملياتهم، فهم يستطيعون القيام بعمليات المضاربة عن طريق ( شراء الصرف العاجل ) من العملة التي تنخفض أسعارها، والإحتفاظ بها لفترة معينة وعندئذ إذا تحققت تنبؤاتهم وارتفعت أسعار هذه العملات سارعوا ببيعها وحققوا الربح.

أما المضارب الذي يتوقع انخفاض أو تدهور العملة فيقوم ببيع آجال لهذه العملة، ويأمل عند انتهاء مدة العقد أن يكون السعر العاجل أقل من السعر الآجل في العقد وعندئذ يحقق المضارب الربح، وإن من أهم الإعتبارات التي تؤثر على قرارات المضارب غير سعر الصرف، أسعار الفائدة، فالمضاربون يتحملون تكلفة تتمثل في التضحية بإيرادات الفوائد التي كان يمكنهم الحصول عليها.

إن " فلسفة الحرية الإقتصادية " تحمل عنصر الأزمة لأنها تسمح للمجموعات المالية بالضغط على الحكومات لإصدار قرارات اقتصادية غير موضوعية تخدم مصلحة رأس المال المضارب ضد مصلحة رأس المال الصناعي وفتح الأسواق أمام حركة انسياب رأس المال المالي بين أسواق المال، واستخدام سعر الفائدة سوف يدفع المستثمرين للتوجه للمضاربات العقارية والمضاربة بالأعمال الطفيلية وخاصة التي لا تزيد الثروة الوطنية، " أي الأعمال غير الإنتاجية " وقد حدث ذلك في دول جنوب شرقي آسيا وفي الأرجنتين في 2001 (حيث شجعت أسعار الفائدة المرتفعة المضاربات وخفضت حجم الاستثمار الأجنبي)<sup>1</sup>.

كما أن زيادة حجم القروض للمضاربيين في الأسواق المالية سوف يدفع المقترضين في حال ظهور أي أثر للهبوط للبيع السريع بهدف تسديد القروض، الأمر الذي يسرع الأزمة. كما تشجع البورصات في الدول المتقدمة دخول الرساميل قصيرة الأجل بهدف المضاربة وتحسين الأسعار في الأسواق المالية، لكن ارتفاع سعر الفائدة في بلد آخر قد يدفع الرساميل للخروج سريعا تاركة وراءها سلسلة من الإنخفاضات في المستوى العام للأسعار وخاصة أسعار الأسهم والسندات التي قد تسرع في إحداث الأزمة في سوق المال. وهذا ما حدث في أزمة جنوب شرقي آسيا 1997 ، والجدول رقم (15) يوضح كيف تدهورت أسعار الصرف في بلدان الأزمة في شباط 1998 مقارنة مع أسعار الصرف في تموز 1997.

### الجدول رقم 13 : تدهور أسعار الصرف في 1998 مقارنة مع أسعار صرف 1997.

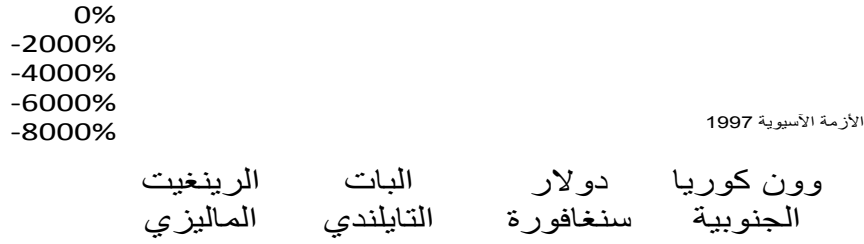
العملة	أسعار الصرف
الرينغيت الماليزي	34,64 %
الروبية الأندونيسية	74,40 %

<sup>1</sup> - د، رمز زكي ، المحنة الآسيوية ، قصة صعود و هبوط دول المعجزات الآسيوية ، دار المدى دمشق ، 2000 ، ص56.

البات التايلندي	45,82%
البيزو الفلبيني	33,58%
دولار سنغافورة	13,83%
دولار تايوان	15,82%
وون كوريا الجنوبية	45,89%

المصدر : أنظر د/رمز زكي / المحنة الآسيوية ، قصة صعود وهبوط دول المعجزات الآسيوية ، دار المدى دمشق ، 2000 ، ص 56.

### الشكل رقم 10 : تدهور أسعار الصرف " الأزمة الآسيوية 1997



المصدر : د/رمز زكي / المحنة الآسيوية ، قصة صعود وهبوط دول المعجزات الآسيوية ، دار المدى دمشق ، 2000 ، ص 56.

إن تحرير الأوراق قد أدى إلى زيادة المضاربات في أسواق المال، حيث يصل حجم المضاربات اليومية في أسواق المال ما يعادل 1500 مليار دولار أي ما يعادل 5 % من حجم الناتج العالمي، أي يتزايد العمل الطفيلي مقابل تراجع العمل الإنتاجي، هذا بالإضافة إلى تزايد ظاهرة الاندماجات المصرفية والمالية بهدف تشكيل مجموعات مالية ضخمة تستطيع السيطرة على قارة أو مساحات واسعة من أسواق العالم مما يعني تركيز الإحتكار وتركز القرار في التمويل<sup>1</sup>.

## 2. دور الولايات المتحدة الأمريكية: أدى الصراع الخفي بين الغرب وعلى رأسه الولايات المتحدة الأمريكية

ودول جنوب شرقي آسيا دورًا خطرًا في حدوث الأزمة، حيث تمت إدارته عبر آليات السوق من خلال المضاربة على العملات والأسهم، ويمكننا إيجاز أهم أسباب هذا الصراع في الآتي :

- حققت دول " الآسيان " بلا استثناء فائضًا تجاريًا كبيرًا مع الولايات المتحدة الأمريكية ومع الدول الرأسمالية الصناعية المتقدمة عموماً باستثناء اليابان وألمانيا، على الرغم من أن هذه الدول بخلاف إندونيسيا عانت من عجز في تجارتها الخارجية الإجمالية مع العالم كله كما اتضح لنا آنفاً، فقد بلغ حجم الفائض التجاري لكل من إندونيسيا وماليزيا وتايلندا والفلبين مع الولايات المتحدة الأمريكية نحو 4.6، 9.1، 5.4، 2.1 مليارات دولار على التوالي عام 1995. وبالتالي كان من المنطقي أن تشعر الولايات المتحدة الأمريكية بعدم الرضى عن عجزها التجاري مع

1- د.رمز زكي ، المحنة الآسيوية ، قصة صعود وهبوط دول المعجزات الآسيوية ، دار المدى دمشق ، 2000 ، ص56.

دول الآسيان، الأمر الذي جعلها غير قادرة على إصلاح مناخ تجاري حر في ظل ارتفاع القدرة التنافسية لصادرات هذه الدول، والقائمة على أساس انخفاض أجور العمال فيها مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية.

- بدأت الولايات المتحدة الأمريكية بالدخول في صراعات اقتصادية مع الدول التي تنتهك حقوق الملكية الفكرية العائدة لشركاتها، حتى لو كانت هذه الدول من شركائها التجاريين والاقتصاديين، مثل الصين ودول آسيوية أخرى، بعد أن كانت تتغاضى عن هذا التجاوز أثناء الحرب الباردة، وخاصة أن دول الآسيان كانت قد استغفرت كثيراً من التغاضي الأمريكي عن هذا التجاوز.

- أثارت الولايات المتحدة الأمريكية مشكلات أخرى مع دول جنوب شرقي آسيا خاصة ودول آسيا عامة، منها ما يتعلق بقضية تدهور البيئة في الدول الآسيوية، ومن ثم أوقفت استيراد الصناعات الملوثة للبيئة لتقايض عليها تجارياً، وأثارت قضية تشغيل الأطفال، وأوقفت استيراد منتجات المصانع التي يعمل فيها أحداث، إلى جانب قضايا حقوق الإنسان.

- لم تكن دول الغرب عامة والولايات المتحدة الأمريكية خاصة قد أفاقت بعد من صدمة الصعود المتميز للنمو الآسيوية منذ السبعينيات، والصعود القوي لدول الآسيان منذ الثمانينيات، والذي أدى إلى زيادة نصيب هذه الدول من الناتج العالمي والتجارة الدولية على حساب حصص الدول الغربية، فارتفع مثلاً نصيب دول الآسيان من الصادرات إلى 6.1 % من إجمالي الصادرات العالمية عام 1995 مقارنة بنحو 3.4 % عام 1980، كما ارتفع نصيبها أيضاً من الواردات عام 1995 بعد أن كانت 3.1 % عام 1980، ويتأكد هذا الصراع إذا ما تعرضنا إلى دور الولايات المتحدة الأمريكية في الأزمة المالية، حيث قامت الإدارة الأمريكية باستقراء الأزمة على أنها إعادة لشريط أحداث أزمة المكسيك عام 1995، واقترحت طريقة العلاج نفسها لحل الأزمة، لذلك قام وزير الخزانة الأمريكية في صيف 1997 بالتوقيع على برنامج موحد لصندوق النقد الدولي يطالب دول جنوب شرقي آسيا بخفض المصروفات، ورفع نسب الفائدة، والقيام باصلاحات في النظام المصرفي التايلندي، لكن الولايات المتحدة الأمريكية تراجعت عن المساهمة المالية في البرنامج نتيجة للإعتراضات التي وجهت إليه.

**. تمثيل الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا:** تبين أنّ الأزمة المالية في جنوب شرقي آسيا، هي أزمة نشأت عن الاقتراض الخارجي المفرط والذي خلافاً للاستثمارات المباشرة يعتبر مثيراً للمتاعب، و مما يعزز هذا الرأي أن الدول التي كانت فيها مستويات التدفقات المالية قصيرة الأجل أدنى من حيث نسبتها إلى الاستثمار الأجنبي تأثرت بدرجة أقل.

وفيما يلي سوف نستعرض سيناريوهين لتمثيل الأزمة الآسيوية، السيناريو الأول (A) يمثل الوضع الفعلي في بعض إقتصادات شرق آسيا، أما السيناريو (B) فيعرض الوضع كما يتصوره خبراء صندوق النقد الدولي<sup>1</sup>.

### الشكل رقم 11 : تمثيل الأزمة الآسيوية .



المصدر : بول هيرست، جراهام طومبسون، العولمة ، الاقتصاد العالمي وإمكانيات التحكم سلسلة المعرفة 273 سبتمبر 2001.

### - أزمة شرق آسيا في إطار تحليل إجمالي الطلب / إجمالي العرض.

**حيث :**

**ASe** : إجمالي العرض الحالي.

**ASO** : إجمالي العرض في سنة الأساس.

**ADO** : إجمالي الطلب في سنة الأساس.

**M** : محور يقيس معدل السيولة.

**MO** : السيولة في سنة الأساس.

**Me** : تقيس التوسع في السيولة.

**AS** : إجمالي العرض.

**AD** : إجمالي الطلب.

**XS** : فيض العرض.

**ADe** : إجمالي فائض الطلب.

ويعتبر معدل السيولة OMO المشترك بين السيناريوهين ويتميز الوضع بمستوى العرض XS عند ذلك المستوى

من السيولة، أما إجمالي العرض AS فهو أكبر من إجمالي الطلب AD.

بالعودة إلى السيناريو الأول A، نجد أنه كان على السلطات النقدية أن تتبع سياسة نقدية توسعية تفضي إلى توسيع

السيولة من البعد MO إلى البعد Me بهدف تحقيق التوازن بين العرض والطلب، والذي من شأنه، أن يؤدي إلى

التوسع في النشاط الاقتصادي باتجاه إجمالي العرض الجديد AS وإجمالي الطلب الجديد ADe ويقضي سيناريو



صندوق النقد الدولي بتقليص السيولة حتى البعد OMe، والانكماش في في الاقتصاد لتحقيق التوازن بين الرض الكلي AS والطلب الكلي AD وهذا سيناريو قد لا يتوافق مع مقتضيات الأمور في شرق آسيا حيث نجد أن منحني الطلب الكلي AD أكثر مرونة من ناحية السيولة بالمقارنة مع منحني العرض الكلي AS كون هذه الدول تتميز بـ " نمو موجة للتصدير"، حيث يكون الطلب الكلي AD شديد الحساسية لظروف السيولة لدى الشركات.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني : المضاربة وأزمة جنوب شرقي آسيا

قبل حدوث الأزمة المالية الآسيوية عام 1997 كان التوجه السائد في تلك الدول هو الإيمان بضرورة رؤوس الأموال وتسهيل حركة انتقالها عالميا من أجل تسهيل عمليات التجارة وزيادة معدلات النمو الإقتصادي أكثر فأكثر. إن تخوف الدول المتقدمة من الفجرات التي حققتها الدول الآسيوية وتفردا الخاص والمستقل عن الطرح الإقتصادي لكل من أوروبا وأمريكا حول العديد من المسائل التي تخص الاقتصاد الدولي، ( كعدم تحريرها للواردات بما ينسجم مع مبادئ منظمة التجارة العالمية أحيانا، ورفضها لشروط برامج الإصلاح لصندوق النقد الدولي أحيانا أخرى )، دفع شركات التمويل العالمية الخاصة ( ومن ورائها الدول الصناعية ) إلى لعب دور كبير في التلاعب بعمليات التدفق النقدي الداخل والخارج من الدول الآسيوية مستغلة حالة عدم الاستقرار في الإقراض على المستوى الدولي ( الناتج عن الإقراض المفرط قصير الأجل من مصادر تمويلية أجنبية ) ومستغلة أيضا كون شطر كبير من المتعاملين في سوق الأوراق المالية هم من الأجانب، الأمر الذي أوقع تلك الدول في تلك الأزمة.

**الجدول رقم 14 : المتوسط السنوي لتدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر حسب المنطقة والاقتصاد خلال 1985-1996**

العام	1990-85	1991	1992	1993	1994	1995	1996
العالم	141930	158936	173761	218094	238738	316524	349227
الاتحاد الأوروبي	52689	78777	83793	81029	72395	110884	99416
الولايات المتحدة	48623	22799	18885	43534	49903	60484	84629
آسيا	13492	23129	29632	50924	57507	65249	84282

المصدر : د. رمز زكي، المحنة الآسيوية...، مرجع سبق ذكره، ص 129، عن الأونكتاد، دليل الإستثمار، 1997.

**الشكل رقم 12 : تدفقات الاستثمارات المباشرة الداخلة والخارجة من آسيا (1975-1996) مقارنة مع مناطق العالم الأخرى .**

<sup>1</sup> - الدكتور بسام الحجار ، العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الأولى 2003 ، بيروت ، لبنان، ص 167، 166.



المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات سابقة

الجدول رقم 15 : الحدود القصوى لنسبة تملك الأجانب في أصول المؤسسات في دول النمرور الآسيوية (قبل الأزمة )

نسبة التملك المسموح بها للأجنبي	البلد
لا توجد حدود	إندونيسيا
30 % من إجمالي الأسهم	ماليزيا
60 % من إجمالي الأسهم	الفلبين
10 % من إجمالي الأسهم / 25% / 30% بتصريح خاص	كوريا الجنوبية
10 % لمدة عشرين سنة	تايلندا

المصدر : The world bank :East Asia : The road to Recovery , Washington, D.C 1998.P.42.

ويتبين لنا من الشكل كيف أن المتوسط السنوي لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في آسيا كان يتزايد سنويا حتى بلغ ذروته في عام 1996، وهذا يعبر بشكل واضح عن الكميات الضخمة من التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من المنطقة الآسيوية قبل الأزمة والتي لعبت دورًا كبيرًا في الأزمة نتيجة قيام المالكين الأجانب بتهريب أموالهم ومدخراتهم، هذا مع العلم أن نسبة التملك للأجانب على سبيل المثال كانت 100% في تايلندا، البلد الذي انطلقت منه الأزمة.

فقد انخفضت أسعار الصرف بفعل عمليات المضاربة على سعر العملة وتدنت الأرباح في أسواق الأسهم مما اضطر السلطات النقدية في تلك الأسواق إلى رفع الفائدة بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي ومحاولة تشجيع مختلف المستثمرين في الداخل والخارج " الحائزين للدولار الأمريكي " على تحويل المبالغ الموجودة لديهم إلى العملات الوطنية، ومع ارتفاع أسعار الفائدة في بعض أسواق

هذه الدول إلى 200% من السعر السابق، بدأ المستثمرون يتحولون عن الإستثمار في الأوراق المالية ويتخلصون مما في حوزتهم من أوراق مالية لإيداع قيمتها في البنوك والإستفادة من سعر الفائدة المرتفع، وكانت نتيجة ذلك زيادة المعروض من الأوراق المالية في سوق المال الآسيوي في الوقت نفسه الذي لم تكن هناك طلبات شراء مما أدى إلى الإنخفاض في أسعار الأسهم بمستويات لم تحدث من قبل، إذ تراوحت نسبة الانخفاض ما بين 25% إلى 50% من الأسعار السائدة في الأسواق.

وقد بدأت الأزمة في تايلندا وكان ذلك في يوليو 1997، حيث قام ستة من تجار العملة في بانكوك بالمضاربة على خفض سعر البات " عملة تايلاند " بعرض كميات كبيرة منه للبيع مما أدى إلى انخفاض قيمته بالنسبة للعملات الأخرى. ومع فشل الحكومة في الحفاظ على قيمة عملتها نتيجة تآكل احتياطي النقدي الأجنبي لجأت إلى خفض رسم في قيمة العملة نتج عنه بصورة فورية تراجع حاد لأسعار الأسهم بعد أن قرّر الأجنب الإنسحاب من السوق.

ومن تايلندا انتقلت العدوى إلى ماليزيا، حيث تراجع سعر الريجنت الماليزي بنسبة 40% مما أدى إلى انهيار الأسهم وتواكب ذلك مع قيام المضاربين في ماليزيا وعلى رأسهم " جورج سوروس " بالمضاربة على (المشتقات) لتحقيق أرباح بالملايين خلال فترة وجيزة مما أدى إلى انخفاض سعر الريجنت الماليزي أمام الدولار الأمريكي وانخفاض أسعار الأسهم وهو انخفاض لا علاقة له بالأداء الحقيقي للإقتصاد الماليزي. وعلى الرغم من حفاظ الحكومة التايوانية على الدولار التايواني متماسكا، إلا أنها لم تستطع فعل الشيء نفسه بالنسبة لسوق الأوراق المالية فانخفض مؤشر سوق المال في تايوان بنحو 20% تقريبا.

وعندما امتدت شرارة المضاربات إلى هونغ كونغ رفعت السلطات الحكومية بها الفائدة إلى 200% فحدث تحول ضخم وكبير ونزحت الأموال من سوق الأوراق المالية إلى الأسواق النقدية مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم والسندات.

## ■ نماذج هجمات المضاربة :

**1. الجيل الأول من نماذج هجمات المضاربة :** قام الإقتصادي الشهير **krugman** في عام 1979، بتطوير

أول نموذج من الجيل الأول لهجمات المضاربة، ثم تبعه آخرون بإدراج عناصر من المنهج النقدي لميزان المدفوعات، والمنهج النقدي للسعر المرن لتحديد سعر الصرف، وقد تم استخدام النظرية الأولى في طرح فكرة بسيطة مفادها، أن وجود معدل نمو الائتمان المحلي أسرع من معدل نمو الطلب على النقود، يؤدي إلى انخفاض احتياطات الصرف الأجنبي، وفي النهاية يؤدي ذلك إلى تدمير نظام تثبيت سعر الصرف، وقد تم استخدام المنهج النقدي لسعر الصرف في :

أولاً: حساب سعر الظل لسعر الصرف المعموم ( اعتماداً على القيم الراهنة والمتوقعة للعوامل الأساسية )، وتستخدم العناصر الاقتصادية هذا السعر ( سعر الظل ) في قياس ما إذا كانت العملة مقومة بأعلى من قيمتها الفعلية **overvalued** أم لا، لذلك يكون سعر الظل هو سعر الصرف الذي تنجذب إليه أسعار الصرف الفعلية إذا كانت أعلى من السعر المثبت بطريقة رسمية.

ثانياً: لتأييد ملاحظة أن هجمة المضاربة على عملة ما، سوف تحدث قُبيل استنفاد احتياطات الصرف الأجنبي، ويعود ذلك لأنه طبقاً للمنهج النقدي لسعر الصرف، يتحدد سعر الصرف الحالي  $St$  ليس فقط من خلال القيم الحالية للعوامل الأساسية، ولكن أيضاً عن طريق القيمة المخصصة (أي القيمة الحالية للأرقام المستقبلية بعد خصمها بمعدل معين) للزيادة في المعروض النقدي، لذلك إذا كان المستثمرون يهملون من الناحية الفعلية تلك الزيادة المتوقعة في المعروض النقدي، فإن أسعار الصرف المثبتة، وأسعار الظل سوف تتطابق بمجرد نفاذ احتياطات الصرف الأجنبي، ذلك لأن سعر الظل سوف يتحدد من خلال تعادل القوة الشرائية. والآن، نبدأ في مناقشة نماذج الجيل الأول لهجمات المضاربة بصورة أكثر تفصيلاً حيث يتم الاعتماد على الصيغة التي قدمها كل من " **Flood و Bhandari و Agenor** "، وهذه الصيغة تفترض البصيرة التامة **perfect foresight**، ووجود دولة صغيرة، ونتائج ثابتة يتحدد بالمقدار  $\bar{y}$ ، وسريان تعادل القوة الشرائية، وتعادل سعر الفائدة غير المغطاة.

ومع التعبير عن جميع المتغيرات في صورة اللوغاريتم الطبيعي فيما عدا أسعار الفائدة، نبدأ بالمعادلة النمطية للطلب على النقود.

$$m_1 - P_1 = \phi' \gamma - \alpha i_1, \phi, \infty > 0 \quad (1) \text{ معادلة رقم (1)}$$

بينما تكون معادلة عرض النقود هي :

$$m_1 = \gamma D_1 + (1-\gamma)R_1, 0 < \gamma < 1 \quad (2) \text{ معادلة رقم (2)}$$

حيث تشير  $m_1$  إلى المعروض النقدي الإسمي،  $P_1$  إلى مستوى الأسعار المحلية،  $D_1$  إلى الائتمان المحلي الذي يولده البنك المركزي،  $R_1$  إلى احتياطات الصرف الأجنبي مقومة بالعملة المحلية (ومن المفترض أن مضاعف النقود يعادل الواحد الصحيح). ويعبر المعامل  $\gamma$  عن النصيب الابتدائي للائتمان المحلي من المعروض النقدي.

ويكون معدل توسع الائتمان المحلي  $D_1$  ثابتاً عندما :

$$D_1 = \mu, \mu > 0 \quad (3) \text{ معادلة رقم (3)}$$

علاوة على ذلك، فإن تثبيت وتنميط مستوى الأسعار الأجنبية عند الواحد الصحيح ( وهو الصفر في اللوغاريتم)، يعطينا تعادل القوة الشرائية كما يلي:

$$P_t = S_t \quad \text{معادلة رقم (4)}$$

وبالنسبة لشرط تعادل الفائدة غير المغطاة، فهو يكون كالمعتاد :

$$i_t = i^* + E_t S_t \quad \text{معادلة رقم (5)}$$

حيث تعبر قيم  $i$  عن أسعار الفائدة المحلية والأجنبية ( مع افتراض أن الأخير ثابتاً )،  $E_t$  معادل يعبر عن التوقعات،  $S_t$  هي التغيير المتوقع في سعر الصرف.

وفي ظل الشرط الخاص بافتراض البصرية التامة، فإن  $E_t S_t = S_t$ ، وبافتراض أن الناتج المحلي عند قيمته النمطية التي تعادل الواحد الصحيح ( وهو صفر في اللوغاريتم )، فإن التعويض بالمعادلتين (4)، (5) في المعادلة رقم (1)، نحصل على الطلب على النقود في صورة :

$$m_t = S_t - \alpha S_t \quad \text{معادلة رقم (6)}$$

وجدير بالملاحظة، أنه مع سعر الصرف المثبت، يكون الطلب على النقود في المعادلة رقم (6) ثابتاً، حيث أن المعامل الأخير على الطرف الأيمن للمعادلة يعادل الصفر، ومعادلة احتياطات الصرف الأجنبي، تفترض أن سعر الصرف الثابت 'S' يمكن إيجاده من خلال إحلال المعادلة رقم (6) في المعادلة رقم (2) :

$$R_t = (S - \gamma D_t) / (1 - \gamma) \quad \text{معادلة رقم (7)}$$

وبعد ذلك، وبالتعويض بالمعادلة رقم (....) في المعادلة رقم (....)، يشير ذلك إلى المعدل الذي تنفذ من خلاله احتياطات الصرف الأجنبي ( أي معدل تآكل الاحتياطات ) :

$$R_t = -\mu / 0 \quad \text{معادلة رقم (8)}$$

$$0 = (1 - \gamma) / \gamma \quad \text{حيث إن القيمة :}$$

لذلك، إذا كانت احتياطات الصرف الأجنبي تتآكل بمعدل ثابت، لأن  $\mu > 0$ ، فإن العناصر الاقتصادية سوف تتوقع أن السلطات سوف تتخلى عن تثبيت سعر الصرف، وهنا نفترض أن النظام الجديد لسعر الصرف سيكون نظام التعويم النظيف **A clean float**.

ويمكن تبيان سعر الصرف المعوم الظلي على النحو التالي :

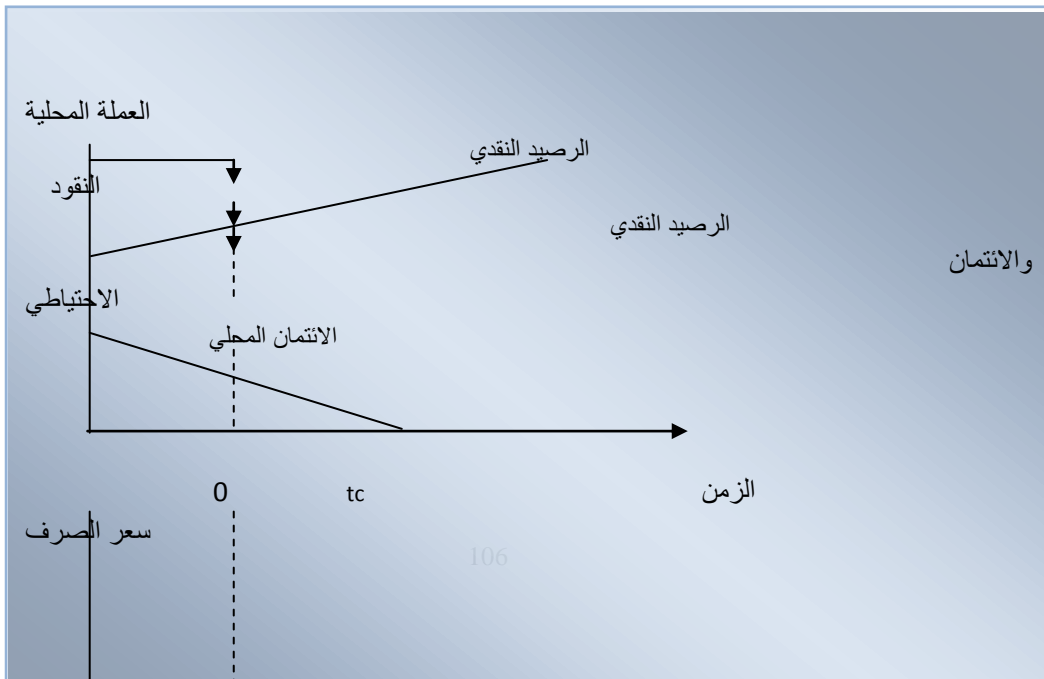
$$S_t = \gamma (D_0 + \alpha \mu) + \gamma \mu t \quad (9) \text{ معادلة رقم}$$

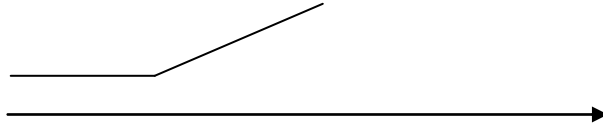
حيث تعبر  $D_0$  عن الائتمان المحلي في الفترة  $0$  ،  $t$  تشير إلى الفترات الزمنية التي تأتي بعد الفترة  $0$  ، أما باقي المتغيرات فهي نفسها كما سبق أن أشرنا إليها من قبل. لذلك، فإن سعر الصرف المعوم الظلي، سوف ينخفض طبقاً للمعدل  $\gamma \mu$ ، وحيث ينهار سعر الصرف المثبت عندما يرتفع سعر الصرف المعوم الظلي بمقدار طفيف جداً فوق سعر الصرف المعدل، فإن وقت الانهيار بالضبط سوف يكون :

$$t_c = (0R_0/\mu) - \alpha \quad (10) \text{ معادلة رقم}$$

حيث تشير  $T_c$  إلى زمن الانهيار،  $R_0$  هي الاحتياطات المبدئية، وباقي المتغيرات كما هي من قبل، ويحدث الانهيار بأسرع ما يمكن، كلما كانت النسبة المبدئية للائتمان المحلي من إجمالي المعروض النقدي كبيرة، وكلما صغر الرصيد المبدئي للاحتياطات، وكلما ارتفع معدل التوسع في الائتمان، وكلما ارتفعت شبه المرونة الخاصة بسعر الفائدة للطلب على النقود ( لماذا ؟ لأنه مع انخفاض قيمة العملة، من المتوقع أن يرتفع ويصاحبه في ذلك سعر الفائدة الإسمي والذي يؤدي بدوره إلى تقليل الطلب على النقود)، ويتم تلخيص هذا النموذج من خلال الشكل رقم (14)، وحتى يأتي وقت هجمة المضاربة وانهيار سعر الصرف المثبت عند  $t_c$ ، يكون الرصيد النقدي ثابتاً، ولكن تركيبه يشير إلى تنامي حجم الائتمان المحلي، وتناقص حجم احتياطات الصرف الأجنبي. وحتى وقت ذلك، نجد أن سعر الصرف المثبت يكون عند  $t_c$ . ولكن مع وجود توقعات تتعلق بحدوث زيادة في المعروض النقدي عند الزمن  $t_c$ ، نجد أن سعر الصرف المعوم الظلي سوف ينخفض بالقياس إلى سعر الصرف المثبت، وهو ما يستحث على نشوء هجمات المضاربة، إن ذلك الانخفاض في الطلب على العملة المحلية، سوف يؤدي في الحال إلى تلاشي احتياطات الصرف الأجنبي، ويقلل الرصيد النقدي **MONEY STOCK** ، وبعد الفترة  $t_c$  تكون العملة في حالة تعويم، وتشهد انخفاضاً، وذلك على النحو الموضح في الجزء السفلي من الشكل رقم 14.

الشكل رقم 13 : هجمات المضاربة



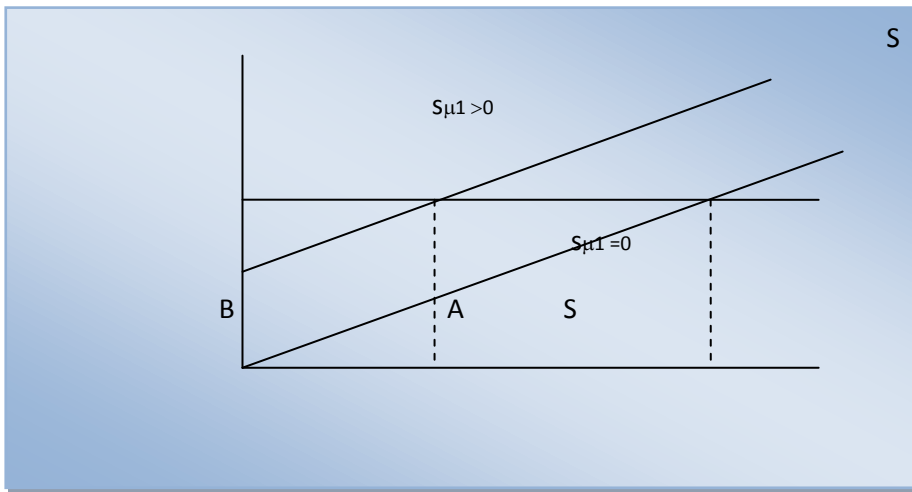


المصدر: Jean-pierre Allegret , Marie – noelle cales "attaques speculatives et credibilite du regime de change"  
 Quel arbitrage pour le policy mix ? revue economique-vol52 N02 , mars 2001 p249

### ■ توسيع نماذج الجيل الأول :

يمكن الحصول على نظرة أخرى متعلقة بنماذج الجيل الأول، من خلال الشكل رقم (15)، حيث تم تمثيل المعادلة رقم (9) في الشكل، وكان سعر الصرف الثابت السابق على هجمة المضاربة هو  $\bar{S}$ . ويتقاطع الخطان عند النقطة A، حيث نجد أن  $D=Da$ ، وإذا كانت هناك هجمة مضاربة سوف تحدث عند نقطة تكون فيها  $D$  أصغر من  $Da$ ، عندئذ يمكن أن يعاني المضاربون من خسارة رأسمالية في الاحتياطات التي يتم شراؤها من البنك المركزي، ولن تكون هناك هجمة مضاربة عندما تكون  $D=Da$ ، وبالمقابل، عندما تكون  $D>Da$  تتحقق مكاسب رأسمالية من خلال المضاربة ضد العملة وشراء الاحتياطات من البنك المركزي وسوف يتنبأ المضاربون بهذه المكاسب الرأسمالية، ويتنافسون فيما بينهم للحصول على الأرباح المرتقبة، وهذه المنافسة هي التي تضمن عودة الهجمة مرة أخرى إلى النقطة التي تكون فيها  $D=Da$ . ويلى ذلك أن قفزات سعر الصرف تتلاشى بسبب المضاربة التنافسية، وسوف تتحقق الهجمة التي تم التنبؤ بها عندما  $S=S$ .

### الشكل رقم 14 : وقت الهجمة في نماذج الجيل الأول.



المصدر: Jean-pierre Allegret , Marie – noelle cales "attaques speculatives et credibilite du regime de change"  
 Quel arbitrage pour le policy mix ? revue economique-vol52 N02 , mars 2001 p250

وهناك قبول واسع النطاق للقول بأن في أزمات المضاربة التي حدثت في عقد تسعينيات القرن العشرين، كانت آثار العرض النقدي على خسائر الاحتياطات قد تم تعميمها. ويمكن إدراج عملية التعقيم ضمن النموذج المشار إليه عالية بجعل العرض النقدي ثابتا خلال هجمة المضاربة  $m$ . ومع ثبات سعر الصرف عند  $S$  يصبح توازن السوق النقدي (6) على الشكل الآتي :

$$\bar{m}_t - \bar{S}_t = -\alpha \bar{S}_t \quad (11) \text{ معادلة رقم}$$

وفي أعقاب هجمة المضاربة مباشرة، نجد أن وضع سوق النقد المحلي سوف يصبح كما يلي:

$$m_t - \bar{S}_t = -\alpha (i^* + \mu) \quad (12) \text{ معادلة رقم}$$

حيث تشير  $S_t$  إلى سعر الصرف المرن، والذي ينمو بمعدل  $u$  إذا افترضنا أن المعروض النقدي المحلي ينمو بنفس المعدل، وبطرح المعادلة رقم (12) من المعادلة رقم (11) سوف نرى أن  $S_t$  يكون أكبر من  $S$  بغض النظر عن مدى الإرتفاع في  $S$  الذي تحدده السلطات النقدية. لذلك نجد أن هذا النموذج البسيط يتنبأ بأنه لا يوجد نظام لسعر الصرف الثابت يستطيع العيش، ولو للحظة، إذا كانت السلطات النقدية تخطط لتعقيم إحدى هجمات المضاربة، وأن، العناصر الاقتصادية تفهم هذه الخطط.

وتفيد النماذج السابقة في إظهار بعض الجوانب المهمة المتعلقة بهجمات المضاربة، ومع ذلك، نجد أن أبرز صور القصور فيها تتمثل في حقيقة أنها تفترض وجود البصيرة التامة. وفي الواقع العملي، نجد أن العناصر الاقتصادية تكون غير متأكدة بخصوص توقيت حدوث مثل هذه الهجمات، وكذلك يكون لديها عدم يقين يتعلق بمقدار التغير الذي سيحدث في سعر الصرف، إذا كانت هناك إحدى الهجمات. وفي عام 1997 قدّم **Flood and Marion** صيغة احتمالية **A stochastic version** لنموذج هجمات المضاربة. وفي الأساس، ينتج عن التطوير الذي قدماه استخدام صيغة لشرط تعادل سعر الفائدة المعدل بحسب درجة الخطر **Risk-adjusted** ، وكما سبق أن رأينا، يُعد ذلك إحدى طرائق تمثيل نموذج توازن المحفظة لسعر الصرف. وكان الشرط الذي قدماه يتمثل فيما يلي :

$$i_t - i^* = E_t \Delta S_{t+1} + \beta_t (b_t - b^* - S_t) \quad (13) \text{ معادلة رقم}$$

حيث يُعبّر المتغير الثاني في الطرف الأيمن في المعادلة السابقة، عن علاوة احتمالية للخطر تتغير بحسب الزمن، وهو يتكون من شقين، الشق الأول وهو الموجود داخل الأقواس يعبر عن الكمية النسبية للسندات المحلية الحكومية بالقياس إلى السندات الأجنبية والتي يقوم القطاع الخاص بحيازتها، أما الشق الثاني وهو المعامل  $(\beta_t)$ ، من المفترض أن يكون متغيراً حسب الزمن وقد أوضح الباحثان أنه إذا قامت العناصر الاقتصادية بتعظيم المنفعة، أي بزيادة الثروة المتوقعة وتقليل التباين الخاص بالثروة ، عندئذ :



## $\beta_1 = z \text{Var}_t (S_{t+1})$

حيث تعبر  $z$  عن معامل ثابت يتحدد من خلال الأذواق، أما المعامل  $\text{Var}_t (S_{t+1})$  فهو عبارة عن التباين المشروط لسعر الصرف الظلي لفترة زمنية قادمة. إن الشكل المفترض للمعامل  $\beta_1$  يدخل الصورة غير الخطية لأي نموذج، وبالمقابل يمكن أن يولد ذلك حلولاً متعددة.

إن المضمون المهم لهذا النموذج الاحتمالي هو أنه بالرغم من إمكانية حدوث أزمات العملة كما كان الحال من قبل، ويرجع ذلك إلى تطبيق سياسات غير متسقة، فإنها يمكن أن تبرز أيضاً من خلال تنبؤات تتحقق ذاتياً وتتعلق بمخاطر سعر الصرف. على سبيل المثال، إذا كان لسبب ما تتوقع العناصر الاقتصادية مزيداً من التقلب في العملة مستقبلاً - أي يصبح المعامل  $\text{Var}_t (S_{t+1})$  أكبر - فإن ذلك سوف يؤثر على سعر الفائدة المحلية من خلال المعادلة (13)، وبالمقابل سوف يؤثر ذلك على الطلب على النقود، ويجعل سعر الصرف أكثر قابلية للتغير إذا تم التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت.

لذلك نجد أن مثل هذا التحول في التوقعات، يمكن أن يغير السعر الظلي الذي يعد ملائماً لتحديد ما إذا كانت هجمة المضاربة ستكون مربحة أم لا، كما يغيّر كذلك توقيت هجمة المضاربة. إن وجود هذه العلاقات غير الخطية، يعني أن الاقتصاد يمكن أن يقفز فجأة من حالة توازن بدون هجمة مضاربة إلى موضع توازني آخر في ظل وجود هجمة.

كذلك نجد أن المعادلة رقم (13) تلقي مزيداً من الضوء على مناقشاتنا الخاصة بتقلب سعر الصرف، والتي تناولناها سابقاً. وهناك أشار **Flood and Rose** إلى أن التقلب الذي نلاحظه في أسعار الصرف عندما كانت مرنة، يبدو أنه لا يرتبط بقيم العوامل الأساسية. كما بين **Flood and Marion** أنه عندما يكون سعر الصرف مرناً، فإن المعادلة رقم (13) يمكن أن تولّد عدّة حالات توازن تام قابلة للاستمرار. ويمكن لهذه التوازنات أن تطابق نظم أسعار الصرف ذاتية القابلية المختلفة للتقلب. وبشكل مكافئ، نستطيع القول بأن التحركات عبر هذه الحالات التوازنية، يمكن أن ينتج عنها التقلب في سعر الصرف دون أن يصاحب تغييرات في العوامل الأساسية.

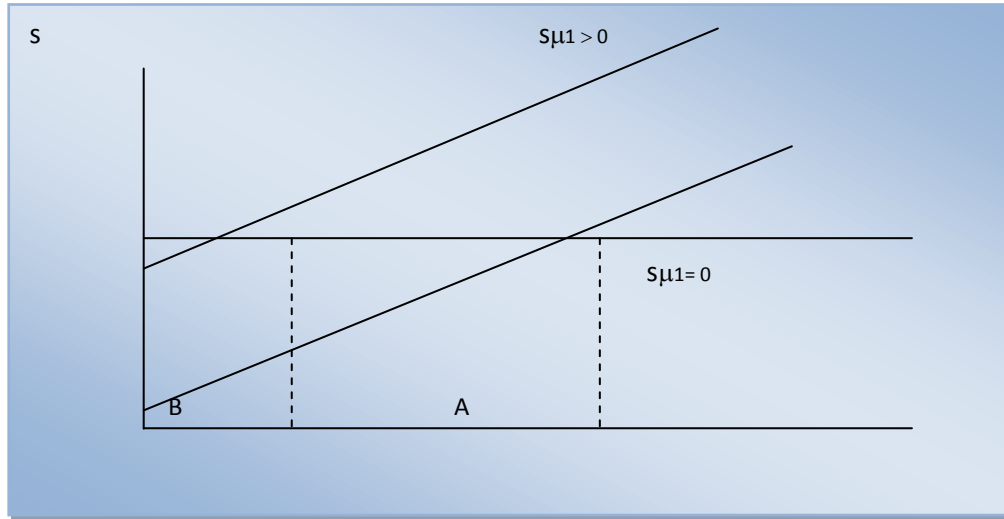
## 2. نماذج الجيل الثاني من هجمات المضاربة : SECOND-GENERATION MODELS

انتهت مناقشتنا لنماذج الجيل الأول، بتقديم حالة اللاخطية **Non-linearity** المتعلقة بسلوك القطاع الخاص، كذلك نجد أن نماذج الجيل الثاني، يمكن أن تؤكد أيضاً على حالة اللاخطية، وعلى وجه الخصوص تلك التي ترتبط بالسلوك الحكومي. وقد قام **Flood and Marion** بتلخيص الفرق بين نماذج الجيلين الأول والثاني. ففي حالة نماذج الجيل الأول، نجد أن عدم الاتساق بين السياسات المطبقة قبل هجمة المضاربة، يمكن أن تدفع الاقتصاد نحو الأزمات، بينما تشير نماذج الجيل الثاني، إلى أنه حتى لو كانت السياسات المطبقة تتمتع بالاتساق، فإن التغييرات

الخاصة بالسياسات الخاصة بمواجهة الهجمات يمكن أن تجذب الاقتصاد إلى مرحلة الهجمة. والمثال البسيط التالي المأخوذ عن الباحثين المشار إليهما، يمكن أن يوضح الفرق بين الدفع والجذب **PUSH-PULL DISTINCTION**.

ففي النماذج المبسطة التي تنتمي للجيل الأول والتي تناولناها عاليه، كان من المفترض أن الائتمان المحلي ينمو بمعدل ثابت، والذي أشرنا إليه بالرمز  $\mu_0$ . إن السياسة غير الخطية تقول إنه إذا لم تكن هناك هجمة على سعر الصرف الثابت، فإن الائتمان المحلي سوف يستمر في النمو بالمعدل  $\mu_0$ . ويعتبر الشكل رقم (16) صورة مطورة للشكل رقم (15) لكي نسمح بوجود خطين يعبران عن إثنين من أسعار الصرف الظلية، أحدهما يقابل معدل التوسع في الائتمان  $\mu_0$  (والذي يقطع الخط  $\bar{S}$  عند النقطة B). وبافتراض أن  $\mu_0=0$ ، فإن السياسة التي تحدد سعر الصرف الثابت يمكن أن تعيش بشكل غير محدد بأجل زمني معين بالنسبة لمقادير معينة من الائتمان المحلي.

### الشكل رقم 15 : أوقات الهجمات في ظل نماذج الجيل الثاني.



المصدر : Jean-pierre Allegret , Marie – noelle cales "attaques speculatives et credibilite du regime de change" : Quel arbitrage pour le policy mix ? revue economique-vol52 N02 , mars 2001 p264

ونفترض أن خطوط D تقع في مكان ما على يسار النقطة DB ، فإذا لم تحدث أي هجمة فإن سعر الظل سوف يقع على الخط  $S\mu_0$  ، وإذا كانت هناك هجمة نجد أن سعر الظل سوف يقفز إلى  $S\mu_1$  ، ولأنه ما زال أدنى من خط سعر الصرف الثابت، فإن ذلك يتضمن وجود خسارة رأسمالية للمضاربين. وعلى ذلك عندما تكون  $D < DB$  لن تحدث أي هجمات. وإذا كان مستوى الائتمان المحلي عند DB ، عندئذ نجد أنه عندما  $\mu = \mu_0$ ، يكون سعر الظل عند النقطة C ، ومع ذلك، إذا حدث هجوم على العملة، نجد أن سعر الظل يقفز من C إلى B وسوف تكون الهجمة ناجحة، ولكن لن تكون هناك أرباح للمضاربين، لذلك، ففي ظل هذا السيناريو يمكن للاقتصاد أن يظل عند النقطة C لوقت غير محدد أو يستطيع الانتقال إلى النقطة B، وتوجد هناك نقاط توازن متعددة، ولكن لا يوجد ربح يحفز الاقتصاد على الانتقال من نقطة C إلى B وعندما يقع الائتمان المحلي داخل المدى من DA إلى DB من الوضح أنه

توجد أرباح تُحَفِّز على القيام بهجمة مضاربة، لذلك يمكن أن تتواجد نقاط توازنية متعددة. على سبيل المثال، إذا اعتقدت العناصر الاقتصادية بعدم وجود إمكانية لأن يواجه السوق هجمة ما، فإن الاقتصاد يستطيع البقاء عند  $\mu_0$  لوقت غير محدد. ومن ناحية أخرى، إذا اعتقد المضاربون بأن السوق سوف يجبر على حدوث هجمة مضاربة، عندئذ لا يوجد مضارب سوف يرغب في حيازة العملة المحلية، وبالتالي تشارك جميع العناصر الاقتصادية في الهجمة، مما يدفع العملة بعيدا عن سعر الصرف الثابت الخاص بها. وإذا كان سوق الصرف الأجنبي يشهد هيمنة من جانب لاعب كبير يستطيع بمفرده أن يُحرِّك السوق، عندئذ سوف يواجه الاقتصاد هجمة توازنية ( بمعنى أنه سوف يكون هناك وضع توازني متفرد )، مثلما حدث بالنسبة للجنيه الإسترليني في عام 1992. وعلى الجانب الآخر، إذا كان يسيطر على السوق مجموعة من صغار التجار من أصحاب الائتمان المقيد، عندئذ سوف تكون هناك أوضاع توازنية متعددة، ولكن ظلت نماذج الجيل الثاني صامته بالنسبة لقيام مجموعة من هؤلاء التجار الصغار في الوزن النسبي لكل منهم بعملية تنسيق تكون ضرورية لقيام بهجمة مضاربة.

### ■ التقديرات القياسية لنماذج هجمات المضاربة :

بالنسبة للأزمات التي حدثت قبل عام 1990، أشار عدد من الدراسات القياسية، إلى أن النماذج النمطية من الجيل الأول، تتمتع ببعض السمات التنبؤية، على سبيل المثال، قام **Blanco and Garber** باستخدام إحدى صيغ نموذج **Krugman-Flood-Garber** بالنسبة للبيزو المكسيكي، بغرض التنبؤ بتوقيت احتمال أن يزيد سعر الظل على سعر الصرف الثابت لمدة ربع سنة للأمام، وكان بين 2%، 5% في فترات الهدوء، ولكنه ارتفع لما يزيد على 20% قبل حدوث تخفيض قيمة العملة بين عامي 1976، 1982، ومن المثير أن نجد كلا من متغيرات معدل نمو الائتمان المحلي، والطلب النمطي على النقود، كانت من المحددات المهمة لمثل هذه الاحتمالات. وقد استخدم **Camby and Van Wijnbergen** منهجا مماثلا لتحليل الهجمة على سعر الصرف المثبت الزاحف **Crawling peg** لعملة الأرجنتين في مطلع ثمانينيات القرن العشرين. وقد توصل الباحثان إلى أن النمو في الائتمان المحلي، كان أحد المحددات المهمة للهجمة. وقام عدد آخر من الباحثين باستخدام السلاسل الزمنية المجمعة لمعرفة مدى إمكانية تعميم الدراسات التي تخص كل دولة على حدة على مجموعات من عملات الدول المختلفة.

على سبيل المثال، قام **Klein and Marion** باستخدام هذه الطريقة في دراسة 80 حالة لتخفيض قيمة العملة لدول أمريكا اللاتينية عبر الفترة 1957-1991، وكانت النتيجة الأساسية التي تم التوصل إليها، هي أن قيمة الاحتمال الشهري للتخلي عن نظام سعر الصرف الثابت، وقد زادت عندما كانت العملة مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية بالمعايير الحقيقية، كما نقصت بالنسبة لمستوى احتياطات الصرف الأجنبي ( كما لاحظ الباحثان أيضا أن ما يسمى بالعوامل الهيكلية مثل درجة انفتاح الاقتصاد، والعوامل السياسية تؤثر على قيمة الاحتمال الشهري).

وكما سبق أن أشرنا من قبل، فإن الدراسات التطبيقية التي تبحث في السببية، تقول بأن أزمات العملة خلال عمق تسعينيات القرن العشرين – على سبيل المثال، هي هجمات المضاربة على عملات نظام النقد الأوروبي في عام 1992 لم تكن مدفوعة بسياسات نقدية ومالية غير منضبطة. ولمعرفة مصادر أزمات عقد التسعينيات، استخدم عدد من الباحثين بعض النماذج التطبيقية التي تستخدم عددًا كبيرًا من المتغيرات التفسيرية للترفة بين حالة الانزلاق نحو أزمات العملة وبين فترات الهدوء، وكانت الفكرة تدور حول أنه في وقت الأزمة، نجد أن احتياطات الصرف الأجنبي تنخفض بشدة، كما ترتفع أسعار الفائدة ( وهو ما يعكس حالة توقع انخفاض قيمة العملة )، وأن سعر الصرف لن يتغير وبالطبع، لم تسلم هذه الدراسات من الانتقادات التي وجهها إليها باحثون آخرون.

■ **نماذج هجمات المضاربة والأزمات المصرفية :** وهنا يمكن أن نطرح السؤال التالي : هل يمكن إدراج الأزمات المصرفية المحلية بصورة ما ضمن نماذج هجمات المضاربة ؟

### 1. المؤشرات الاقتصادية الجزئية :

مع الارتباط الحادث بين الأزمات المحلية والأزمات المالية الدولية، فإن البحث عن المشاكل المحتملة وجودها في النظام المصرفي المحلي والنظام المالي، يمكن أن يخبرنا عن الوضع. إن هذه المؤشرات الاقتصادية الجزئية تتضمن انخفاض نسب رأسمال البنك المعدل بحسب المخاطر، وارتفاع نسب القروض الراكدة، وتنامي نسب القروض الموجهة إلى قطاعات معروف عنها ارتفاع المخاطر ( مثل الأنشطة العقارية التجارية )، واتساع الهوامش بين أسعار الفائدة المدينة وأسعار الفائدة الدائنة، وزيادة الاعتماد على الخصوم قصيرة الأجل، وبصفة خاصة عندما تكون مقومة بالعملة الأجنبية.

وهناك مشكلة تواجه جميع النظم المصرفية تتمثل في وجود الخطر المعنوي الناجم عن عدم تماثل المعلومات بين البنوك والسلطات القائمة بالرقابة التنظيمية. فقد يلاحظ بنك بمفرده حدوث تدهور في هذه المؤشرات ومع ذلك يعمل بطريقة لا تكون في مصلحة النظام ككل. على سبيل المثال، وعلى أمل في تدوير الوضع، قد يلجأ البنك إلى رفع أسعار الفائدة على القروض، وهي الأسعار التي لا تقدر عليها سوى المشروعات ذات المخاطر المرتفعة التي يتم تمويلها باستخدام قروض أجنبية قصيرة الأجل. ومع التسليم بوجود عدم التماثل في المعلومات، تزداد المشكلة حدة مع ضعف المعايير المحاسبية، ونظم جميع البيانات في الدولة المعنية، فقد لا تكون الهيئات الرقابية قادرة على الاستجابة إلا بعد اقتراب النظام المصرفي ككل من حالة الانهيار. وأيضا حتى لو كانت هناك معرفة بأن النظام المصرفي يتجه نحو الأزمة، فقد تمتنع الهيئات الرقابية عن التدخل، بمعنى أن هذه الجهات لا تقوم بتطبيق الإجراءات الوقائية اللازمة، مثل إغلاق البنوك الفاشلة.

وفي دراسة قام بها **Demirguc-Kunt and Detragiache** لاختبار أسباب الأزمات المصرفية من منظور الاقتصاد الجزئي، وذلك باستخدام نظرية مفادها أن البنوك تعمل في ظل عدم تجانس المعلومات بالنسبة

للمقترضين، وأن هذه البنوك تواجه مخاطر تتعلق بالائتمان، وسعر الفائدة والصراف الأجنبي، وقام الباحثان بتقدير احتمالات حدوث الأزمات المصرفية من خلال بيانات السلاسل الزمنية المجمعة لعدد 65 دولة خلال الفترة 1980-1994، وذلك باستخدام صيغة مختصرة لنموذج لوغاريتمي متعدد المتغيرات، وقد تمت الاستعانة بمتغيرات تقريبية لتعكس تحقق هذه المخاطر، على سبيل المثال، التدهور في البيئة الاقتصادية الكلية ( انخفاض معدل النمو الاقتصادي ) يؤدي إلى زيادة حالات الفشل في السداد من جانب المقترضين، وبالتالي تتحقق مخاطر الائتمان، وحدث ارتفاع في أسعار الفائدة، يمكن أن يؤدي إلى تحقق مخاطر سعر الفائدة ( لأن البنوك تقترض على أساس قصير الأجل، وعليها أن تدفع معدلات فائدة أعلى على هذه الأموال، بينما تكون قروضها -في الغالب الأعم- على أساس طويل الأجل وبأسعار فائدة ثابتة )، كما أن حدوث الانخفاض في قيمة العملة يؤدي إلى تحقق مخاطر الصراف الأجنبي ( عندما يكون لدى البنوك المحلية إلتزامات صافية بالعملة الأجنبية ). وجدير بالذكر، أن أسعار الفائدة المرتفعة، وانخفاض قيمة العملة من المرجح أن تؤدي إلى زيادة حالات الفشل في السداد ( مخاطر الائتمان ).

## 2. الأزمات المصرفية المحلية ضمن نماذج هجمات المضاربة :

وهنا يمكن أن نطرح السؤال التالي : هل يمكن إدراج الأزمات المصرفية المحلية بصورة ما ضمن نماذج هجمات المضاربة وهي نماذج ذات طبيعة اقتصادية كلية أكثر منها ذات طبيعة اقتصادية جزئية ؟ يقول **Garber** إن ذلك أمر يسير إذا كان من المتوقع أن تقوم الحكومة بعملية تحويل نقدي للخروج من الأزمة المصرفية. وعملية التحول النقدي في حد ذاتها، يمكن أن تكون ضرورية إذا كانت هناك ضمانات لأصحاب الودائع (بشكل ضمني)، ولا توجد وسائل أخرى متاحة لتدبير التمويل العام، لذلك نجد أن أزمة البنوك تُغذي التوقعات الخاصة بحدوث زيادة في معدل التوسع في الائتمان المحلي.

### المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي للدول الآسيوية قبل وبعد الأزمة:

مهّدت الأزمة لإبرام ترتيبات بين البلدان الثلاثة الأكثر تضرراً من الأزمة، وهي تايلن دا وإندونيسيا وكوريا الجنوبية، وصندوق النقد الدولي، فالبيئة الاقتصادية المتأزمة اضطرت البلدان الثلاثة إلى توقيع اتفاقيات للتمويل الاحتياطي (**standby**) مع الصندوق، أما فيما يخص ماليزيا فلم يتطلب الأمر أن توقع على اتفاقية مماثلة مع الصندوق ولكنها شرعت في إجراء مشاورات سنوية معه في إطار المادة الرابعة، ويسعى هذا القسم من الورقة إلى شرح الوضع الاقتصادي الذي ساد البلدان الأربعة المتضررة من الأزمة قبل وقوع الأزمة وأثناءها وبعد انقضاءها.

### الفرع الأول : التحليل الاقتصادي للأزمة في تايلندا

يمكن تلخيص الوضع الاقتصادي الذي ساد تايلندا قبل وقوع الأزمة بأنه كان يعاني من عجز لا يُحتمل في الحساب الجاري، وارتفاع كبير في سعر الصرف الفعلي الحقيقي، وزيادة في حجم الدين الخارجي (وخصوصا قصير الأجل منه)، وتدهور الرصيد المالي وتزايد المصاعب التي تواجه القطاع المالي. وتفاعلا مع ذلك الوضع، وقرَّ البنك المركزي التايلندي السيولة لدعم المؤسسات المالية المتضررة مما أدى بدوره إلى تسارع حاد في نمو الأموال الاحتياطية، وقد تم تعويم سعر الصرف في 2 يوليو 1997 عقب تصاعد هجمات المضاربة وزيادة القلق حول وضع الإحتياطي، إلا أن السياسات الموضوعية لمواجهة الموقف كانت غير كافية وأخفقت في استعادة ثقة السوق، وانخفضت قيمة الباهت التايلندي بنسبة 20 % مقابل الدولار خلال شهر يوليو 1997، بينما بدأت أسعار الفائدة قصيرة الأجل في الهبوط بشدة بعد ارتفاع مؤقت.

وفي 20 أوت 1997 وقَّعت الحكومة التايلندية اتفاقية تمويل احتياطي لمدة ثلاث سنوات مع صندوق النقد الدولي بمبلغ 4 مليار دولار ( أي نسبة 505% من حصتها )، كما تعهد البنك الدولي والبنك الآسيوي للتنمية بتقديم تمويل إضافي بقيمة 2.7 مليار دولار يتضمن مساعدة فنية كبيرة. كما قدمت اليابان وبلدان أخرى مهمة دعما ماليا بلغت قيمته 10 مليار دولار، وحسب البرنامج المطروح، كان مطلوب من تايلندا أن تتخذ إجراءات تهدف إلى إعادة هيكلة القطاع المالي ( بما في ذلك إغلاق المؤسسات المالية المتعسرة )، وتحويل العجز في الرصيد المالي إلى فائض، والإسهام في خفض عجز ميزان الحساب الجاري، وإعادة تكوين الإحتياطي من العملات الأجنبية، والحد من ارتفاع التضخم، والسيطرة على الاقتراض الداخلي، وتحديد أسعار إرشادية للفائدة.

وأُتخذت إجراءات إضافية للمساعدة على عودة الاستقرار لأسواق العملة، فقد تقرر خفض العملات الاحتياطية وصافي الأصول المحلية لدى بنك تايلندا إلى دون المستوى المستهدف في البرنامج الأصلي، ورُفعت الأسعار الإرشادية للفائدة، وأُعلن عن برنامج زمني محدد لإعادة هيكلة القطاع المالي، كما تضمَّنت الإجراءات المتخذة دعم شبكة الرعاية الاجتماعية، وتوسيع نطاق الإصلاحات الهيكلية لتعزيز النظام المصرفي الأساسي، وإعادة هيكلة الشركات، وبعد هبوط الباهت إلى أدنى مستوياته على الإطلاق مقابل الدولار الأمريكي في بداية يناير 1998، بدأ يستعيد قوته في بداية فبراير، حيث أدت التحسينات في السياسات الموضوعية إلى استعادة ثقة الأسواق، إلا أن توقعات النمو ظلت منخفضة، فقد أدى تنفيذ سياسات مالية ونقدية متشددة إلى تراجع النشاط الاقتصادي بوجه عام، وظلت الصادرات متدنية، وبعد سبتمبر 1998، وُسَّع نطاق برنامج إعادة هيكلة وإصلاح القطاع المالي وقطاع الشركات بدرجة كبيرة ليشمل ميادين أخرى مثل الخصخصة والملكية الأجنبية وشبكة الرعاية الاجتماعية.

فعلى النقيض من تجربة الأرجنتين وجنوب إفريقيا فإن الأزمة المالية التي حدثت لعملة تايلندا الباهت والتي نتج عنها استهلاك اضطراري لهذه العملة في يوليو سنة 1997، حيث كانت الأزمة في حالة هياج شديد لما يزيد عن عام، فالانخفاض المفاجئ في أسعار الممتلكات وبطء النمو الاقتصادي خلال عقد من الزمان قد فرض ضغطا على النظام المصرفي في تايلندا، والذي ترتب عليه سوء حالة القروض الداخلية كما حدث لكثير من النظم المصرفية

في الأسواق المالية الناشئة. وقد أسهمت حالة القلق على الاقتصاد وانخفاض قيمة العملة في تدهور أحوال بورصة الأوراق المالية بمقدار 20 % وكذا مؤشر الأسهم في الفترة ما بين فبراير 1996، ومايو 1997، كما حدث تدهور آخر قدره 20 % في الفترة ما بين مايو وأغسطس سنة 1997، وأصبح الباهت ذاته تحت ضغط قاس بشكل منقطع لعدة شهور قبل انهياره التام. وفي سبتمبر 1996 أحدثت شركة Moody للاستثمار في مجال الخدمات ضغطاً كبيراً في معدل ديون تايلندا قصيرة الأجل وشجعت الدولة على الاعتماد بشكل كبير على الديون قصيرة الأجل بتمويل العجز في الحسابات الجارية، وفي ديسمبر سنة 1996 أنفق البنك المركزي 2.3 % من احتياطيته من النقد الأجنبي دفاعاً عن الباهت والذي كان موضع إشاعات حول خفض قيمته. وفي 10 أبريل سنة 1997 خفضت شركة Moody للخدمات الاستثمارية قيمة الاعتمادات السيادية طويلة الأجل في تايلندا في خمسة بنوك وكذا معدل الأسهم والودائع. وأخيراً فإنه رغم تصريحات حكومة تايلندا، والتي تفيد بأن الحكومة سوف تكافح للدفاع عن عملة الدولة، فإن بنك تايلندا قضى على الأتجار في الباهت في يوليو وتوجه إلى تعويم العملة.

### • أزمة تايلندا سيناريو الأزمة الكلاسيكي :

في نواحي كثيرة تمثل حالة تايلندا الحالة التقليدية أو الكلاسيكية للأزمة المالية لدول الأسواق الناشئة، وحتى وقت قريب كانت تايلندا أسرع الأسواق نمواً، ومنذ أواخر الثمانينيات وحتى منتصف التسعينيات نما الناتج القومي الإجمالي في تايلندا بمعدل متوسط قدره 8.5 %. وازدهرت الأسواق خاصة مع زيادة الصادرات وشركات الأموال والبنوك في تايلندا إلى توزيع ما يقرب من 400 بليون باهت على شكل قروض للإسكان والتنمية التجارية، وغالبا كان هناك تقدير واعي إلى حد ما لمدى الثقة في المقترضين وأهمل المقرضون استخدام تحليل التدفق النقدي في سعيهم نحو النمو. وفي الواقع فإن المؤسسات المالية في تايلندا استرعت الانتباه نحو تقييم الملكية والأسهم أكثر من جذب الانتباه إلى سمعة المقترضين<sup>1</sup>.

وكما هو الحال في جنوب أفريقيا فإن تحرير القطاع المالي في تايلندا لعب دوراً هاماً في الأزمة المالية، ففي أوائل التسعينيات خفضت من الرقابة على التبادل الأجنبي كي تسمح بسهولة الوصول إلى أسواق رأس المال الأجنبية، ونتيجة لذلك أصبح النظام المصرفي - البنوك الرئيسية وشركات الأموال - مثقل بأعباء الديون الخارجية، كما كان لتحرير القطاع المالي في تايلندا أثره في زيادة حدة المنافسة بين المقرضين وفي خفض هامش الفائدة بين الإقراض والاقتراض، ولأن المؤسسات المالية الأخرى مثل المؤسسات التي تتعامل في الإيجارات وبطاقات الائتمان كان من السهل عليها أن تصل إلى أسواق رأس المال الأجنبية فإن البنوك وشركات الأموال كانت مجبرة على قبول الكثير من المخاطر، وعلى الإقراض بمبالغ كبيرة كي تحافظ على حصتها في السوق. وقد أسهمت تدفقات رأس المال الأجنبي داخل البلاد في ازدهار الائتمان وخفض قيمة الأوراق المالية في تايلندا وانخفاض معدلات الفائدة، كما أن زيادة قيمة الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية والأسواق النامية الأخرى في أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات جعل تايلندا وأسواق أخرى أداة جذب للمستثمرين الأجانب، أضف إلى ذلك

<sup>1</sup> - الدكتور عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي "العملة المالية وإمكانات التحكم (عدوى الأزمات المالية) مرجع سابق ص 13



استفادة بنوك تايلندا والمؤسسات المالية بها من ميزة انخفاض معدلات الفائدة الأجنبية في اقتراض الدولار من الخارج وإعادة إقرضه للمقترضين المحليين بمعدلات أعلى سجلتها الباهت. وقد أسهمت تدفقات رأس المال الأجنبي في الداخل في ازدهار الائتمان وارتفاع الأصول المالية للعملية التايلاندية.

كما أن انخفاض معدلات الفائدة والكساد في الولايات المتحدة الأمريكية والأسواق الأخرى في الدول المتقدمة في أواخر 1980 وأوائل 1990 جعل تايلندا وأسواق أخرى مناطق جذب للمستثمرين الأجانب، وبالإضافة إلى ذلك فإن بنوك تايلندا والمؤسسات المالية استفادت من انخفاض معدلات الفائدة على العملة الأجنبية بأن تقترض دولارات من الخارج وتعيد إقرضها لعملاء محليين بمعدلات فائدة أعلى بالعملة المحلية. ولأن الباهت قد تثبت سعره عن سعر الدولار فإن مخاطر تبادل النقد الأجنبي كانت في أدنى حد لها والأرباح كانت مضمونة، وكثيراً من الاقتراض للعمليات الأجنبية كان قصير الأجل ولكنه استخدم في تمويل قروض طويلة الأجل بالباهت، وقد خلق ذلك حالة من الانسجام والتي أظهرتها ميزانية البنك المركزي والحساب الختامي.

وانخفضت الصادرات في الربع الثالث من سنة 1996، وكان العجز في الحساب الجاري يعادل 16 بليون دولار أي ما يعادل 8 % من الناتج القومي الإجمالي، وهو تقريبا نفس حجم العجز في عملة المكسيك قبل انهيارها في ديسمبر سنة 1994، وبحلول فبراير سنة 1997 زاد العجز إلى 22.5 بليون دولار، كما أن النمو الاقتصادي الحقيقي والذي بلغ متوسطه في سنة 1995 نسبة 8.6 % انخفض إلى 6.4 في سنة 1996، وقبل حدوث خفض في قيمة الباهت فإن التنبؤ الرسمي في سنة 1997 وضع معدل النمو في نسبة أقل من 5%، وعندما حدثت الأزمة انخفضت قيم أصول البنوك وشركات الأموال بشكل سريع، وزيادة معدلات الفائدة والتي تم تصميمها بهدف الدفاع عن الباهت زادت من معدلات الإفلاس بين شركات الأموال وشركات العقارات والممتلكات الخاصة، كما أنها زادت من ورطة البنوك وسوء حالها.

ومع بداية 1997 ارتفع المعدل من 10 % إلى 12 % وفقدت تايلندا القدرة السياسية في التعامل مع الأزمة، وارتفع مستوى الفساد واستقال وزير المالية في شهر يونيو مما كان له أثر في عدم استعادة ثقة المستثمرين، وكما هو الحال في الأرجنتين فإن الأزمة التي حدثت في ميزان المدفوعات أجبرت أخيراً تايلندا أن قدم لصندوق النقد الدولي مشروع أو خطة لإنقاذ الاقتصاد تنطوي على فتح اعتماد بمبلغ يصل إلى 15 بليون دولار.

### الفرع الثاني : التحليل الاقتصادي للأزمة في كوريا الجنوبية

على الرغم من أن كوريا الجنوبية بدت في البداية أقل تضرراً نسبياً من الأزمة مقارنة بتايلندا وإندونيسيا، إلا أن ارتفاع دينها قصير الأجل ومحدودية مخزونها من العملات الأجنبية أدّى إلى أن يواجه اقتصادها متاعب خلال الأشهر التي تلت الأزمة، وواجهت بنوك كوريا الجنوبية صعوبة في تمديد آجال ديونها الخارجية قصيرة الأجل



مما دعا بنك كوريا ( البنك المركزي ) إلى تحويل الاحتياطيات من العملات الأجنبية إلى فروع تلك البنوك في المناطق الحرة، وأعلنت الحكومة عن ضمان الاقتراض الأجنبي من قبل البنوك الكورية الجنوبية.

ومع حلول ديسمبر 1997 كان الوان الكوري قد فقد أكثر من 20 % من قيمته مقابل الدولار الأمريكي وتراجع الاحتياطي من العملات الأجنبية القابلة للاستخدام إلى 6 مليار دولار ( بعد أن كان 22.5 مليار دولار في نهاية أكتوبر)، وفي يوم 4 ديسمبر 1997، وقّعت حكومة كوريا الجنوبية مع صندوق النقد الدولي اتفاقية للتمويل الاحتياطي لمدة ثلاث سنوات بقيمة 21 مليار دولار ( أي نسبة 1939% من حصتها)، وتضمنت الالتزامات المالية الأخرى ما مجموعه 14 مليار دولار من البنك الدولي والبنك الآسيوي للتنمية اللذين قدّما كذلك قدرًا كبيرًا من المساعدة الفنية، كما تعهدت بلدان أخرى مهتمة بتقديم مبلغ 22 مليار دولار.

ولاستعادة ثقة السوق، استهدف البرنامج الموضوع تحسين وضع الحساب الجاري، وزيادة الاحتياطي من العملات الأجنبية، واحتواء التضخم من خلال تطبيق سياسات نقدية وإجراءات ضريبية متشددة. كما تضمن البرنامج مجموعة من الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي وقطاع الشركات، وبعد الاتفاق المؤقت الذي تم التوصل إليه مع دائني البنوك الخاصة في 24 ديسمبر 1997 لمواصلة تحمل المخاطرة، تم دعم وتعزيز الجانب المتعلق بالإصلاحات الهيكلية من البرنامج ورُفعت أسعار الفائدة بدرجة كبيرة.

وفي يناير 1998 بدأت بوادر الاستقرار في الظهور حيث استقر مستوى الاحتياطي القابل للاستخدام من العملات الأجنبية، وسجّل الوان ارتفاعاً معتدلاً مقابل الدولار، وتحول عجز ميزان الحساب الجاري إلى فائض، إلا أنه نتيجة للانخفاض الكبير في سعر الصرف، كان من المتوقع أن يفوق معدّل التضخم المستوى المستهدف في البرنامج الأصلي، كما كان هناك قلق متزايد حول تراجع النشاط الاقتصادي، ومع حلول فبراير 1998، كانت قيمة الوان قد زادت بنسبة 20 % عن المستوى المنخفض الذي كانت عليه في شهر ديسمبر، حيث ساعد الاتفاق الذي تم التوصل إليه مع دائني البنوك على تحسين الأوضاع المالية، وزاد الاحتياطي القابل للاستخدام من العملات الأجنبية.

ومع حلول شهر أوت 1998 كانت كوريا الجنوبية قد قطعت شوطاً طويلاً في تخطي أزمتها الخارجية، فقد بقي الوان مستقرًا وارتفعت قيمته مقابل الدولار الأمريكي في يوليو بما خفف من حدة أسعار الفائدة، وكانت كوريا الجنوبية قد نجحت في طرح سندات عالمية مضمونة حكومياً في الأسواق، وتدفقت كميات كبيرة من رأس المال إلى السوق المحلية للسندات والأوراق المالية، وفاق الاحتياطي القابل للاستخدام من العملات الأجنبية 30 مليار دولار، ومع ذلك، فقد استمر القلق حول الكساد المحلي نتيجة لتباطؤ نمو الإنتاج وتأثير الأوضاع الاقتصادية في المنطقة، وتراجعت أسعار الفائدة إلى مستواها قبل الأزمة، وشرع في إعداد ميزانية ملحقة لدعم النشاط الاقتصادي وتعزيز شبكة الرعاية الاجتماعية.

### الفرع الثالث : التحليل الاقتصادي للأزمة في إندونيسيا

كانت البيئة الاقتصادية في إندونيسيا أقوى مما كانت عليه في تايلندا، فقد كان عجز الحساب الجاري بسيطاً، وكان نمو الصادرات مستقراً نسبياً، وظل الرصيد المالي يسجل فائضاً، إلا أنه وكما كان عليه الحال في تايلندا، كان الدين الخارجي قصير الأجل للقطاع الخاص الإندونيسي في تزايد مطرد، وكان القطاع المالي هشاً، وفي يوليو 1997، وعقب تعويم الباهت التايلندي، زادت الضغوط على الروبية الإندونيسية وُعُوِّمَت في 14 أوت 1997، وتبع ذلك انخفاض حاد في سعر الصرف (الجدول 16)، ولئن أبدى سعر الصرف تحسنات مؤقتة نتيجة للإجراءات المتخذة للحيلولة دون انهيار الرصيد المالي، فإن الانخفاض التراكمي في قيمة الروبية، والذي فاق نسبة 30% في أكتوبر، كان الأكبر على مستوى بلدان المنطقة بأكملها، وفي 5 نوفمبر 1997 وقَّعت الحكومة الإندونيسية اتفاقية تمويل احتياطي لمدة ثلاث سنوات مع صندوق النقد الدولي بمبلغ 10 مليار دولار ( أي نسبة 490% من حصتها )، كما تعهد البنك الدولي والبنك الآسيوي للتنمية بتقديم تمويل إضافي بمبلغ 8 مليار دولار بما في ذلك قدر كبير من المساعدة الفنية، كما قدمت بلدان مهتمة أخرى دعماً مالياً بلغ مجموعه 18 مليار دولار.

#### الجدول رقم 16 : نسب ارتفاع وانخفاض قيمة العملات الوطنية مقابل الدولار.

الدولة	1994	1995	1996	1997	1998
تايلندا	0.68	0.92	1.66-	19.20-	24.18-
إندونيسيا	3.41-	3.90-	4.00-	19.49-	70.95-
كوريا	0.10-	4.17	4.12-	15.44-	32.12-
ماليزيا	1.91-	4.79	0.46-	10.57-	28.32-
الفلبين	2.66	2.73	1.91-	11.04-	27.93-

المصدر: صندوق النقد الدولي، وضع الاقتصاد العالمي، ماي 1999.

يستهدف برنامج التعديل الهيكلي استعادة ثقة السوق، وإحداث انخفاض منتظم في عجز الحساب الجاري، والحد من الانخفاض الحتمي في نمو الإنتاج، واحتواء الأثر التضخمي لخفض سعر الصرف، وبموجب هذا البرنامج، اتخذت إندونيسيا إجراءات تهدف إلى اتباع سياسة نقدية متشددة، والتدخل في الأسواق المالية عند الضرورة للمحافظة على استقرار الروبية، ودعم الوضع المالي بما يسمح بتعديل ميزان الحساب الجاري، ودعم القطاع المالي وتعزيز الكفاءة والشفافية في قطاع الشركات، وعند اعتماد البرنامج سحبت إندونيسيا من الصندوق مبلغ 3 مليار دولار، كان رد الفعل الأولي تجاه البرنامج أن استعادت الروبية قوتها لفترة قصيرة، وأدت الإجراءات المتخذة إلى حدوث تحسن مؤقت في السوق وارتفاع سعر الصرف، إلا أن هذا السعر انخفض بحدة خلال الفترة من ديسمبر 1997 إلى يناير 1998، وبينما شهد الحساب الجاري تحسناً، زاد هروب رؤوس الأموال إلى الخارج وسجلت الاحتياطات انخفاضاً حاداً، ويعود ذلك للتدهور أساساً إلى الخلل بين دعم سعر الصرف وزيادة السيولة لمقابلة الضائقة في القطاع المالي وسحب الودائع بالإضافة إلى التنفيذ غير المتكافئ لإجراءات هامة تتعلق بالتعديل الهيكلي.

وأُعلنَ في 15 جانفي 1998 عن برنامج معزز لعكس الاتجاه التنزلي في قيمة الروبية ولكن رد فعل السوق إزاء ذلك البرنامج كان محاطا بالشك، وقد تَضَمَّنَ البرنامجُ إجراءَ إصلاحات هيكليّة شاملة وخطة لإعادة هيكلة البنوك، إلا أن وتيرة تنفيذ تلك الإصلاحات ظلت بطيئة ولم تستوف متطلبات برنامج الاقتصاد الكلي، إذ زادت بصورة مطردة السيولة التي يدعم بها بنك إندونيسيا المؤسسات المالية، مما نتج عنه زيادة في حجم النقد المتداول وازداد الوضع الاقتصادي سوءاً واحتدت وتيرة التضخم، ومع دخول الاقتصاد في دائرة مفرغة متمثلة في انخفاض قيمة العملة وفي تضخم مفرط، تم تعديل البرنامج لاستعادة الاستقرار إلى أسعار الصرف عند مستوى أكثر واقعية وخفض معدل التضخم، كما استهدف البرنامج الحد من تراجع الإنتاج واستعادة النمو في نهاية المطاف وحماية الفقراء من التأثيرات السلبية للأزمة، وأُتخذت إجراءات إضافية من بينها تشديد السياسة النقدية ورفع أسعار الفائدة، وإحكام السيطرة على صافي الأصول المحلية لدى البنك المركزي وتعديل الإطار المالي بما يسمح بتحمل تكاليف إعادة هيكلة المصارف، ووضع خطة معززة لإعادة هيكلة النظام المصرفي.

أدت الاضطرابات المدنية التي وقعت في ماي 1998 إلى حدوث انتكاسة كبيرة في الاقتصاد الإندونيسي، فقد توقف الإنتاج والصادرات وانقطعت قنوات الإمداد الداخلية وأصيب النشاط المصرفي بالشلل التام وبدأت معدلات البطالة وأسعار السلع الغذائية في الارتفاع، وتراجعت الروبية في منتصف شهر يوليو إلى أدنى قيمة لها على الإطلاق مقابل الدولار وهي 16.650، وبلغ تراجعها التراكمي خلال عام 1998 نسبة 71% (الجدول 16)، ومع حلول يوم 15 يوليو 1998، تغيرت التوقعات المنتظرة في البرنامج بشكل كبير. فقد أصبح من المنتظر أن يتراجع الإنتاج بنسبة 10-15% خلال العام المالي 1998-1999 (الجدول 16) وأن يبلغ متوسط التضخم نسبة 60%، وأصبح إصلاح نظام التوزيع وتعزيز شبكة الرعاية الاجتماعية أمرين لهما أولوية كبرى، واستمر تركيز السياسة المالية على التضخم وسعر الصرف، وعُدَّ العجز المالي المستهدف على ضوء التقلص الكبير في الإنتاج من جهة ومتطلبات الإنفاق من جهة أخرى، وعُزِّرت خطط إعادة هيكلة البنوك بما يمكّنها من التعامل مع الأوضاع المتدهورة في النظام المالي، وأُتخذت خطوات إضافية لتسهيل إعادة هيكلة ديون الشركات، وزيدت المبالغ المتاحة بموجب اتفاقية التمويل الاحتياطي بما يعادل مليار دولار.

#### الجدول رقم 17 : معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

الدولة	90-81	1993	1994	1995	1996	1997	1998
تايلندا	7.9	8.5	8.6	8.8	5.5	0.4-	8.0-
إندونيسيا	5.4	7.3	7.5	8.2	8.0	4.6	13.7-
كوريا	9.1	5.8	8.6	8.9	7.1	5.5	5.5-
ماليزيا	6.0	8.3	9.3	9.4	8.6	7.7	6.8-
الفلبين	1.7	2.1	4.4	4.7	5.8	5.2	0.5-

المصدر: صندوق النقد الدولي، وضع الاقتصاد العالمي، ماي 1999.

في ظل العمق الذي اتسمت به المشاكل الهيكلية ومشاكل ميزان المدفوعات التي واجهتها إندونيسيا، استُبدلت اتفاقية التمويل الاحتياطي، في 25 أوت 1998، باتفاقية ممتدة الأجل وبنفس المبالغ التي نصت عليها الاتفاقية السابقة ( أي 6.3 مليار دولار أو نسبة 312٪ من الحصة للأشهر الستة والعشرين المتبقية ) وتضمنت المصادر الإضافية للتمويل مبلغ 2 مليار دولار من البنك الدولي والبنك الآسيوي للتنمية وحوالي مليار دولار من المصادر الثنائية بالإضافة إلى إعادة جدولة الدين الخارجي المستحق للدائنين الرسميين، وفي 23 سبتمبر 1998، تم التوصل إلى اتفاق حول إعادة جدولة أو إعادة تمويل الدين الخارجي الثنائي لإندونيسيا تجاه الدائنين الرسميين، وتُغطي الاتفاقية مدفوعات أصل الدين على الديون الرسمية وائتمانات التصدير للفترة من 6 أوت 1998 إلى 31 مارس 2000 ( أي ما مجموعه 4.1 مليار دولار).

تحسّنت الأجواء في الأسواق خلال الأشهر الأخيرة وشهدت الروبية ارتفاعا ملحوظا مما أتاح خفض أسعار الفائدة، وحُفّضت مرةً أخرى الأهداف المالية المرجوة في ضوء الوضع الاقتصادي المتدهور، وبلغ تراجع الإنتاج نسبة 13.7٪ في عام 1998 وبلغ معدل التضخم في نهاية العام نسبة 80٪ مع تراجع ملحوظ في النشاط الاقتصادي خلال الأشهر الأخيرة، وسجل الحساب الجاري فائضا بنسبة 4.2٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وعلى الرغم من توسيع نطاق الإصلاحات الهيكلية إلا أن تنفيذها تم بطريقة غير متكافئة وخصوصا في مجال إعادة هيكلة قطاع الشركات، وبنهاية سبتمبر 1998 كان مبلغ 9.5 مليار دولار من برنامج التمويل الموسع لإندونيسيا (42 مليار دولار) قد دُفِعَ (حوالي 5.7 مليار دولار منه دُفعت منذ أبريل 1998).

#### الفرع الرابع : التحليل الاقتصادي للأزمة في ماليزيا

لا يختلف إثنان على أن الإقتصاد في العصر الحالي هو المحرك الأساسي للدول والأفراد على حد سواء، فبعد أن كانت القرون الماضية قرون صراعات عسكرية وسياسية للهيمنة، فإن تلك الصورة قد اختلفت تماما في العصر الحالي، فباتت السوق الحرة والتجارة المفتوحة والعولمة بديلاً محتوماً للإمبراطوريات والحركات السياسية والجيوش الجرارة، وهكذا كان نهوض الدول خاصة في النصف الثاني من القرن العشرين، على أساس اقتصادي وليس عسكري، ومن الأمثلة البارزة على ذلك نمور آسيا التي حققت قفزات هائلة في ذلك المضمار بحيث غدت تلك الدول من كبار المنتجين والمصدرين للتقنية والصناعات، لتقف في مصاف كبرى الدول الإقتصادية ولتضرب نموذجاً يستحق الدراسة والتمحيص، وماليزيا دولة من دول جنوب شرقي آسيا كانت ذات زيادة في التقدم الاقتصادي الهائل بفعل التقدم التقني والصناعي وبفعل العقلية الفذة المحركة للاقتصاد.

و سنتعرض إلى الإقتصاد الماليزي وإلى الأزمة التي عصفت به جراء تدهور العملة وهي تجربة تستحق البحث لأن العملة الماليزية والاقتصاد بالمحصلة، قد تنفست الصعداء وعادا سيرتهما الأولى بعد تعرضها لكارثة شديدة

وبعد أن بلغ حجم التدهور الاقتصادي مرحلة شعر بالإحباط واليأس معها أكثر المتفائلين بعودة العملة الماليزية إلى سابق قوتها.

**■ الأزمة الماليزية :** إن ماليزيا بلد متعدد القوميات، المدرك أهمية السوق الحرة، قد حقق نسبة نمو بلغت 8% سنوياً وعلى مدى أعوام متعاقبة، وكانت ماليزيا مستقرة سياسياً واقتصادياً بينما اتسمت عملتها بالقوة فكانت الديون الدولية ضمن النطاق المقبول، وهو الأمر الذي مكنها على الدوام وبشكل متكرر من الإيفاء بديونها المستحقة عليها، فأبعد ذلك عنها شبح التهديدات الاقتصادية، كالركود الشديد أو الأزمات الخانقة، وفي يوليو عام 1997 شرعت عملتها بالهبوط على حين غرة ومن دون سابق إنذار، بعد أن هبط البات التايلاندي، فلاح هبوط قيمة الرنجيت ورأس المال في الأسواق المحلية أمراً يصعب وقفه ومن المتعذر التنبؤ بنتائجه اللاحقة، وساور القلق والحيرة الماليزيين الذين وجدوا أنفسهم فقراء فجأة، وكان البلد والحكومة غير متأهبين تماماً للتعامل مع الإقتصاد الآخذ بالتدهور بشكل خطير، ولكن الحكومة شخصت وبسرعة أن تجار العملات والمستثمرين قصيري الأجل هم الذين يتحملون المسؤولية الكاملة عما حدث من اضطراب لاقتصاد البلد، ووفقاً لما يراه " مهاتير " فإن تشخيص المتسببين بالأحداث ليس بكافٍ لحل الأزمة، وكان الأمر الأهم معرفة كيفية التي تحركوا فيها وكيفية التصدي للهجمات على الإقتصاد الماليزي، وعندما تدرك ماليزيا والعالم خطورة الوضع الذي آلت إليه الأمور سابقاً ومدى كفاءة الإجراءات التي اتخذتها الحكومة في التغلب على حالة الإضطراب سيكون النموذج الماليزي وقتئذ حافلاً بالعبر القيمة التي تستفيد منها العديد من الدول الأخرى، خاصة المجاورة، في مجابهة مواقف مماثلة ربما تعصف بها في المستقبل.

### ■ كيف تمت معالجة الأزمة بحكمة ومهارة ؟

بدأت تأثيرات الأزمة المالية في شرق آسيا تظهر على الإقتصاد الماليزي اعتباراً من بداية عام 1997، وتمثلت أولى علامات التأثير بالأزمة في انخفاض كبير في أسعار الأسهم الماليزية وانخفاض في القيمة الخارجية للرينجيت الماليزي، وكخطوة أولى للحيلولة دون تفاقم الأزمة، شُدَّت السياسات المالية والنقدية بهدف استعادة الاستقرار والثقة في الأسواق المالية واحتواء انعكاسات انخفاض قيمة الرينجيت على التضخم، وعلى الرغم من تلك الخطوات، استمرت أسعار الأسهم في التراجع واستمرت قيمة الرينجيت في الانخفاض، وفي عام 1998، بلغ الانخفاض في قيمة الرينجيت نسبة 28.3% مقارنة بقيمته في العام السابق، في حين انخفض المؤشر المركب في بورصة كوالا لمبور بنسبة 52%<sup>1</sup>، وأدى انهيار الثقة في الأسواق إلى تقلص الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري في أوائل عام 1998، وواجهت المؤسسات المالية مشكلة الديون غير المسددة وتكبدت خسائر في رأس المال، وتراجع الطلب المحلي بنسبة 26% خلال العام المذكور، وأدى تقلص الطلب إلى تراجع إجمالي الواردات مما تحول معه

<sup>1</sup> - صندوق النقد الدولي، Public Information Notice رقم 88/99.

عجز ميزان الحساب الجاري بنسبة<sup>1</sup> حوالي 5% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1997 إلى فائض بنسبة 13% في عام 1998 وبصورة عامة، انخفض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 6.8% في عام 1998، وخَفَّفَ ضعفُ الطلب المحلي من حدة ارتفاع التضخم الناتج عن انخفاض قيمة الريغيت، وبالتالي فقد ارتفع معدل التضخم حسب مؤشر سعر المستهلك لفترة 12 شهراً من أكثر بقليل من 2% قبل الأزمة إلى ذروته البالغة نسبة 6.2% في منتصف عام 1998 قبل أن ينخفض إلى نسبة 5.3% بحلول نهاية العام.

استهدفت الإجراءات الاقتصادية التي اتخذتها السلطات الماليزية لاستعادة ثقة السوق دعم النظام المالي في البلاد، ومن بين الخطوات المتخذة الرجوع بصورة جزئية عن الخفض السابق في بعض جوانب الإنفاق الحكومي، وخفض أسعار الفائدة، وتوسيع الميزانية الحكومية، وزيادة الائتمانات، والإسراع بتنفيذ برنامج إعادة هيكلة القطاع المالي وقطاع الشركات، وإقامة مؤسسات لإصلاح النظام المالي من خلال إعادة الرسملة وشراء القروض غير المسددة.

### • الدروس المستفادة من الأزمة المالية في ماليزيا :

إن الأزمة المالية في ماليزيا وأسلوب معالجتها قد خلصها من الكارثة بسرعة وقوة، ولاذ الخبراء الذين توقعوا حصول كارثة في ماليزيا عند فرضها عمليات سيطرة على رؤوس الأموال بالصمت، واعترفوا على مضض بنجاح الإجراءات الماليزية وقدرتها على الخروج بقوة ومن دون جراح من تلك التجربة، ومن دون شك المضاربة بالعملة كان السبب وراء دمار اقتصاد الدول التي يقوم التجار بتقليل قيمة عملاتها، ويحدث في بعض المرات أن يصاحب الاضطراب المالي والاقتصادي بفعل هبوط القيمة بطلالة هائلة ونقص في الغذاء والوقود وأحداث شغب وإحراق للمحلات التجارية وعمليات سلب وقتل، وبالنسبة لتجربة ماليزيا في معالجة الاضطراب الاقتصادي والمالي سيبقى ذلك نموذجاً قوياً وعبرة لا يستهان بها لما يخبئه المستقبل من أزمات واضطرابات، أما الدرس الأهم مما حصل فهو الحاجة لمعرفة الأسباب الحقيقية للتدهور وكيف تعمل والعلاقة المتداخلة بين العوامل المختلفة، وعندما تتضح التفاصيل سيكون ممكناً رسم إستراتيجية لمواجهة القوى المسببة للمعضلة، وربما تقوم عدة حلول بطرح نفسها لأي من هذه المشكلات، وعندئذ سيكون ثمة مطلب آخر في مناقشة هذه الحلول وتجريبها، ومن جانب آخر يُعتبر توفر المعلومات الكاملة والمتواصلة عما يحصل على الأرض مهماً إلى درجة كبيرة جداً، وبوسع الأرقام والإحصائيات والجداول أن تسرد قصة أفضل مما تفعله التقارير المكتوبة، فعندما يكون النظام ضرورياً فإن الناس الذين يديرون أو يشغلون ذلك النظام يحظون بدرجة أكبر من الأهمية، والأمر الأخير كما يبين هو أن ماليزيا قد تعلمت ضرورة الحرص في إدارة اقتصادها، وأن لا تسمح لنفسها أبداً بأن يدب فيها الوهن الناجم عن التقصير في المحافظة على قوتها المالية والاقتصادية، ومن خلال المثابرة المطلقة ستضمن ماليزيا معدلات نمو تجعلها في النهاية في مصاف الدول المتقدمة كما أريد لها وفقاً لرؤية 2020، وكانت أزمة العملة غير

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق .

ضرورية وما كان لها أن تحصل لو كان هدف النظام المالي الدولي في الواقع هو تسهيل التجارة والعمليات الاقتصادية بين الدول، بما فيها عمليات الاستثمار الأجنبي المباشر، بيد أن الدول الرأسمالية الكبيرة تطمح إلى أكثر من ذلك، فهي تريد تعزيز الأجندة السياسية الخاصة بها، وهي الأجندة التي لم يسمح لها النظام المالي الدولي فحسب، بل شجعت في بعض الأوقات المضاربة بالعملة، التي تأتي على ثروة أكبر مما تجنيها، في الوقت الذي تعتبر نشاطاً تجارياً لا ضرورة له بتاتاً.

## المطلب الرابع : الانعكاسات الإقليمية والعالمية للأزمة الآسيوية

### الفرع الأول : الانعكاسات الإقليمية

بدأت الأزمة المالية الآسيوية، كما أسلفنا، في تايلندا ثم امتدت إلى إقليم جنوب شرقي آسيا بأكمله. وخلال الأشهر الستة ما بين يوليو 1997 وديسمبر 1997، تراجعت أسعار الأسهم بنسبة 49% في كوريا الجنوبية، وبنسبة 48.6% في إندونيسيا، وبنسبة 41% في تايلندا، وبنسبة 32.7% في الفلبين، واستمر ذلك الانخفاض حتى سبتمبر 1998 ليصل إلى نسبة 64.7% في إندونيسيا، وبنسبة 38.6% في سنغافورة، وبنسبة 38.5% في الفلبين، وبنسبة 37.7% في ماليزيا، وبنسبة 17% في تايلند<sup>1</sup>، وأدى ذلك الانخفاض في البورصات إلى حدوث تحول مفاجئ في سلوك المستثمرين نتيجة لفقدان الثقة في الاقتصاد، وشهدت البلدان الخمسة الأكثر تضرراً من الأزمة (وهي كوريا الجنوبية وإندونيسيا وماليزيا وتايلندا والفلبين) تدفقاً سالباً لرأس المال بقيمة 109 مليار دولار خلال سنة واحدة، حيث تحولت التدفقات الوافدة بقيمة 97 مليار دولار في عام 1996 إلى تدفقات خارجة بقيمة 12 مليار دولار في عام 1997 (الجدول ....)، وتركز الجزء الأكبر من ذلك التحول في الإقراض المصرفي وتلته تدفقات الحافطة قصيرة الأجل بينما بقي الاستثمار الأجنبي المباشر ثابتاً بدون تغيير، ويمثل التحول المذكور في البلدان الخمسة أكثر من نسبة 10% من مجموع ناتجها المحلي الإجمالي.

أدت تدفقات رأس المال الخارجة من البلدان المتضررة إلى الزيادة في الطلب على العملات الأجنبية وخصوصاً الدولار الأمريكي مما أدى بالضرورة إلى خفض قيمة العملات الوطنية. ففي الفترة من يوليو 1997 إلى نهاية عام 1998، حُفِّضَت قيمة الروبية الإندونيسية بنسبة 71%، والرغيت الماليزي بنسبة 28.3%، والبيزو الفلبيني بنسبة 27.9%، والباخت التايلندي بنسبة 24.2%، والوان الكوري الجنوبي بنسبة 32.1%، ولعبت عملية خفض قيمة العملات في البلدان المعنية دوراً هاماً في الحاجة إلى إبرام ترتيبات مع صندوق النقد الدولي، إذ بسبب تخفيض قيمة العملات، أخفقت الشركات المدينة في المنطقة في سداد ديونها مما اضطر حكوماتها إلى الاقتراض من الصندوق.

<sup>1</sup> The Economist octobre9-3.1998 p36



وتحوّل النمو المرتفع الذي سجلته كلُّ من تايلندا وكوريا الجنوبية وإندونيسيا وماليزيا إلى كساد شديد طال حتى عام 1998، بل وتحول إلى نمو سالب في البلدان المتضررة بلغ -13.7% في إندونيسيا، و-8% في تايلندا، و-6.8% في ماليزيا، و-5.5% في كوريا الجنوبية، و-0.5% في الفلبين.

وعلى صعيد التجارة، تراجعت قيمة الواردات بنسبة لم تشهدا المنطقة من قبل وهي 17%، وبلغت هذه النسبة 31% لدى البلدان الخمسة الأكثر تضررا من الأزمة . ومن حيث الحجم، بلغ التراجع نسبة 22% لدى البلدان الخمسة مقارنة بنسبة 10% لدى بلدان المنطقة ككل. وعلى صعيد الصادرات، لم تتجح سوى الفلبين في تسجيل ارتفاع كبير بلغ نسبة 16.9% . وباستثناء الزيادات المعتبرة لدى كوريا الجنوبية والفلبين، تراجع حجم الصادرات لدى باقي البلدان عموماً<sup>1</sup>، وأدى عدم استقرار العملة، الناتج عن الأزمة، إلى حدوث تحولات غير متوقعة في الأوضاع النسبية للبلدان، وخلقاً جواً من الشك حول القدرة التنافسية لمختلف الصناعات في المنطقة. ونتج عن ذلك حدوث تقلص نسبي في الاستثمارات التجارية بما فيها الاستثمارات البيئية.

### الفرع الثاني : الإنعكاسات العالمية

إن النجاح الاقتصادي الذي حققته بلدان شرق آسيا لم يجعل منها لاعبا رئيسيا في ساحة الاقتصاد العالمي فقط ولكن كذلك مثلاً تحتذي به كافة البلدان النامية في العالم، وأدى تراجع معدلات النمو في الاقتصادات المتضررة من الأزمة وانخفاض إسهامها في الطلب العالمي إلى أن تواجه اقتصادات البلدان الصناعية، وخصوصاً في أوروبا واليابان، صعوبة في تحقيق النمو بالمعدلات المطلوبة لكبح جماح معدلات البطالة المتزايدة لديها.

كما أثرت الأزمة كذلك على بلدان أخرى وأولها اليابان، فباعثها دائناً صافياً للبلدان المتضررة، لعبت اليابان دوراً أساسياً في النشاط الاقتصادي لتلك البلدان. وخلال الفترة من يوليو 1997 إلى يوليو 1998، فقدَّ اليئ الياباني نسبة 20.4% من قيمته، وتراجعت بورصة طوكيو بنسبة 39.1%، وانكمش الاقتصاد الياباني بنسبة -1.8%، واستمر هذا الانكماش بنسبة -2.8% في عام 1998، ويرجع ذلك إلى تناقص الطلب في الاقتصادات المتضررة من ناحية، وإلى ضعف الطلب الخاص كنتيجة لفقدان الثقة في القطاع المالي من ناحية أخرى.

كانت بلدان شرق آسيا تسهم بقدر كبير في الطلب العالمي، فقد كان لديها عجز كبير في ميزان الحساب الجاري تقوم بتمويله من خلال تدفقات رأس المال قصير الأجل، وكنتيجة للأزمة، اضطرت تلك البلدان إلى خفض ذلك العجز وبالتالي خفض إسهامها في الطلب العالمي، وقد تظهر تأثيرات ذلك على الأسواق الأمريكية والأوروبية، فبالنسبة لبعض بلدان الإتحاد الأوروبي، كانت الصادرات إلى بلدان شرق آسيا المكوّن الأكثر ديناميكية في إجمالي الطلب خلال الأعوام الأخيرة. ولتقليل مدى التأثير بأي انقطاع في تدفقات رأس المال إليها، قد تميل بلدان شرقي

<sup>1</sup> - مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، 1999، ص 25.



آسيا إلى خفض وارداتها وعجزها الخارجي مما يعني بدوره انخفاض صافي صادرات الأسواق الأمريكية والأوروبية إلى منطقة الأزمة ويؤكد ذلك مدى تأثير الاقتصاد العالمي بالأزمة الآسيوية.

### الفرع الثالث : الإنعكاسات بالنسبة للبلدان النامية

مع حلول أكتوبر 1998، بدأت بلدان أمريكا اللاتينية وشرق أوروبا بما فيها روسيا تشعر بتأثيرات الأزمة من خلال تدهور أسواق الأوراق المالية وارتفاع أسعار الفائدة، وبعد مرور عام على وقوع الأزمة الآسيوية، دخل الاقتصاد الروسي في أزمة خطيرة بعد خفض قيمة الروبل وتدهور الأسواق المالية وأسواق العملات وحسب مصادر البنك الدولي، تسببت الأزمة الآسيوية في تراجع النمو لدى بلدان أمريكا اللاتينية بنسبة 1.0% في عام 1998، ويُتَظَر أن يتباطأ هذا النمو إلى 2.7% بعد أن كانت نسبته 5% في عام 1997، وعلى الرغم من استمرار خطر التعرض لأزمات مماثلة، يرى البنك الدولي أن اقتصادات بلدان أمريكا اللاتينية تبدو أقوى من مثيلاتها في آسيا.

ومن ناحية أخرى، شهدت تدفقات رؤوس الأموال من الأسواق العالمية تراجعاً حاداً. وتعرضت السندات بصورة خاصة إلى ضربة شديدة، وكانت الأرجنتين هي البلد النامي الوحيد الذي أصدر سندات مضمونة حكومياً من فئة اليورو خلال الشهرين الأخيرين من عام 1997، وفي عدد آخر من البلدان، صاحب خروج استثمارات الحافظة تراجع حاد في أسعار الأسهم، وبلغ صافي التدفقات طويلة الأجل من أسواق رأس المال للعام مبلغ 127 مليار دولار وهو مبلغ يعادل تقريباً مثيله في عام 1996، إلا أن إجمالي التمويل الخارجي كان أقل بكثير في عام 1997 بسبب خروج التدفقات قصيرة الأجل وهروب رؤوس الأموال خلال الربع الأخير من عام 1997.

وشهدت تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى البلدان النامية تراجعاً كبيراً عقب الأزمة مباشرة، وتمثل ذلك أساساً في العزوف عن القيام باستثمارات جديدة في الأسواق الصاعدة كما عانى الاقتصاد العالمي من انخفاض كبير في أسعار السلع، فقد سجلت أسعار النفط والسلع غير النفطية تراجعاً مستمراً خلال عام 1998، وبحلول مارس 1999، كانت أسعار السلع غير النفطية أقل بأكثر من 15% عن مستواها في السنة السابقة، وفي تطور لاحق، تراجع طلب البلدان الصناعية على السلع والخدمات القادمة من البلدان النامية مما كانت له تأثيرات سلبية على مُصدّري المنتجات النفطية والمواد الخام.

من ناحية أخرى، يشير تقرير للبنك الدولي إلى أن المساعدات الرسمية إلى البلدان النامية الأكثر فقراً مستمرة في الانخفاض نتيجة لتقييد بند المساعدات في ميزانيات البلدان المانحة وقرار الكثير من الحكومات تقليص الإقراض المباشر في شكل تدفقات رؤوس أموال خاصة إلى البلدان النامية.

### الفرع الرابع : الانعكاسات بالنسبة للبلدان المصدرة للنفط

على الرغم من أن الأزمة الآسيوية لم تكن لها تأثيرات مباشرة على بلدان الشرق الأوسط بسبب محدودية روابطها التجارية والمالية مع بلدان الشرق الأقصى، إلا أنها (أي الأزمة) أثرت بصورة غير مباشرة ولكنها هامة على منطقة الشرق الأوسط من خلال انهيار أسعار النفط، فقد كان الطلب الآسيوي أحد القوى الدافعة لارتفاع أسعار النفط خلال العامين السابقين للأزمة. ولم تعد الأسعار إلى مستواها قبل الأزمة إلا في نوفمبر 1999، وخلال الأزمة، كافحت منظمة البلدان المصدرة للنفط (أوبك) مشكلة زيادة العرض من خلال خفض الزيادات المقررة في حصص الإنتاج وممارسة الضغوط على عدد من البلدان المنتجة غير الأعضاء كي تجري تخفيضات متفق عليها في إنتاجها. إلا أن تلك الجهود لم تكن كافية لوقف تراجع الأسعار إلى أدنى مستوى لها على مدى إثني عشر عاماً في ديسمبر 1998، ففي عام 1999، كان المعروض من النفط لا يزال كبيراً، وكان الالتزام بالحصص الجديدة التي وضعتها الأوبك ضعيفاً. وانتاب دول الأوبك أثناء الأزمة قلقٌ من أن انخفاض أسعار النفط قد لا يكون ظاهرة عابرة وإنما وضع سيستمر للسنوات القادمة مما اضطرها لتبني بعض السياسات المقابلة، فحتى أكثر الدول محافظة أدركت أن العوائد النفطية وإيرادات الاستثمارات لن تكفي وحدها للحفاظ على سلامة الاقتصاد وبدأت في الاتجاه نحو الخصخصة وإزالة القيود الإدارية وتشجيع الاستثمار الأجنبي وتحرير الأسواق، وعلى عكس هذه التوقعات، بدأت أسعار النفط في الإرتفاع اعتباراً من الربع الأول من عام 1999 لتبلغ في نوفمبر من نفس العام مستواها قبل الأزمة، ولا يزال ارتفاع أسعار النفط مستمراً إلى يومنا هذا ولم تعد تأثيرات الأزمة الآسيوية تشكل خطراً على البلدان المصدرة للنفط.

### المطلب الخامس : الصين والأزمة المالية في جنوب شرقي آسيا

لم تصب العدوى المالية الآسيوية الصين بأى أذى حتى الآن، وعلى رغم الهبوط الحاد لأسعار العملات في المنطقة، إلا أن الريمنني قد ارتفعت قيمته ضد الدولار الأمريكي منذ بداية الأزمة المالية، بل إن واقع الحال يدلنا على أن الاقتصاد الصيني قد أحرز نجاحاً أيضاً، ففي عام 1997 بلغ معدل نمو إجمالي الناتج المحلي إلى حوالي 9%، إلا أن ذلك المعدل أقل من نظيره في السنوات التي سبقت الأزمة مباشرة، وانخفض معدل التضخم لخمس سنوات متتالية، وزادت الصادرات في عام 1997 بنسبة 20% مساهمة ولأول مرة بـ 40.3 بليون دولار في فائض التجارة، وازداد حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة بإضطراد للسنة السابعة على التوالي ليصل إلى 45.3 بليون دولار، وقامت الصين بطرح 16 بليون دولار إضافية في الأسواق العالمية من خلال الدين والمنح، هذا وقد حافظ سعر النقد الأجنبي على ارتفاعه الحاد ليصل إلى 139.9 بليون دولار عند حلول نهاية العام ليحتل المرتبة الثانية بعد اليابان.

ويبدو أن مؤشرات عام 1998 بَشَّرت بالخير أيضاً، حيث توقع زيادة معدل النمو بنسبة 8% مما يجعل الاقتصاد الصيني الاقتصاد الأكثر نمواً في المنطقة، وتوقع أيضاً نمواً إيجابياً في معدل الواردات وأن يحافظ الريمنني على

قيمته، ولذا كان يجب العمل على إحراز تلك الأهداف لما لها من مساهمة كبيرة في استعادة آسيا لانعاشها المالي والاقتصادي، وبالرغم من كل هذا، إلا أن صانع القرار والساسة الصينيين مهتمون حقاً بتقليص حجم الأزمة المالية الآسيوية وقاموا باتخاذ عدد من الخطوات الجريئة بالفعل لتدعيم مقاومتهم لتلك الأزمة ، ولكن يبدأ سوء الحظ في الإطلال برأسه من هنا ، حيث تعازي الصين من نفس المشاكل البنوية التي تعازي منها كوريا الجنوبية وتايلندا وإندونيسيا، ويتصدر تلك المشاكل النظم المصرفية المهيمنة مالياً وضعف تنظيم البنك المركزي والمراقبة على البنوك التجارية، والإفراط في القروض، وتعاضم نسبة القروض المستحقة بيد أنه لا يجب أن يجرنا هذا إلى التناؤم حيث مازال الوقت مبكراً جداً للحكم على نجاح التجربة الاقتصادية في الصين.

**1. المخاوف الصينية :** مازالت الصين صامدة حتى مع وجود المصارف التي تتحكم في النظم المالية، حيث تقوم تلك المصارف بتسعة أعشار حجم الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين وتتجاوز هذه النسبة مثيلاتها في الدول الآسيوية ، وتفرضي نظم البنوك المهيمنة مالياً، حيث أسواق الأسهم العادية والديون صغيرة، إلى العديد من المشاكل المتداخلة.

**أولاً:** العجز في أسواق رأس المال المتقدمة يخلق احتمالية كبيرة لتخفيض سعر القروض بصورة تنظيمية وهذا بدوره يشجع الشركات التي تتمتع بالائتمان المالي على الإفراط في الاقتراض وهي في مجملها شركات تابعة للحكومة الصينية، بالإضافة إلى التشيول في كوريا والشركات التي لها علاقات حكومية في إندونيسيا وتايلندا، في حين تعازي باقي عناصر الاقتصاد من قلة الموارد المالية.

**ثانياً:** وبصورة أكثر شمولية، فإن أسواق رؤوس الأموال لا توفر منافسة كافية للبنوك ومحجمة لفعالية الوسائط المالية وتؤدي إلى تناقص معدل عائد المدخرين الذين لا يملكون خيارات كافية في الودائع المصرفية. **وثالثاً** وأخيراً، فإن الساسة سواء في الصين أو في أي مكان آخر في المنطقة يمكنهم التأثير بسهولة على أطر الإقراض المصرفي أكثر من تحديد المقترضين المستفيدين من الأموال المطروحة في أسواق رأس المال. هذا ويعازي نظام الصين المالي والمصرفي كمثيله في آسيا من استقلال غير كاف للبنك المركز، والإدارة المتهاونة للبنوك التجارية، ولذا لا تتعرض بنوك الصين الكبرى لفحص مستقل، بل وبلغ الحال بثلاثة من الأربعة البنوك الكبرى في الصين ألا يبلغوا عن نتائج اندماجهم المالي، بمعنى أنه يمكنهم إخفاء الخسائر في الشركات الفرعية، بالإضافة إلى تصنيف القروض المتركمة بمستويات أكثر من متساهلة من المعدلات العالمية، مضعفة بذلك قيمة البيانات اللازمة لتقييم أداء البنوك، ونظام الصين في توفير مدخرات من أجل القروض المتركمة أيضاً خطأ، طالما أن متطلبات الادخار ليست مرتبطة بنوعية سندات كل قرض مصرفي بطريقة مباشرة، لكنها سجلت نسبة منخفضة على نحو اعتباطي، والأكثر خطورة هو أن الخسائر نتيجة الاحتيال والفساد والإقراض المخالف في البنوك الصينية قد تكون مشابهة لمثيلاتها الواقعة تحت الرأسمالية الإندونيسية أو ممارسات الإقراض الفاسد، حيث اعتادت بنوك كوريا الجنوبية تمرير مئات الملايين من الدولارات إلى جيوب الساسة، وفي عام 1996 أعلن البنك

الشعبي الصيني أن بعض البنوك قد أقرضت أموالاً دون تسجيلها في سجلات حساباتهم ، وأن بعض المؤسسات المالية الأخرى قد صنعت أصولاً زائفة لتخفي الخسائر الكبيرة في ميزانيتها.

وما يندر بسوء الطالع أيضاً أن البنك المركزي قد اعترف بأن عدد المخالفات المالية في تزايد، وأن تلك المخالفات قد ارتكبت بطريقة يصعب معها متابعتها، ومنذ ذلك الحين والحال يزداد سوءاً، ففي 1997 من اليبولز ديلي جريدة الحزب الشيوعي الصيني، اعترفت الجريدة بأن بعض المؤسسات المالية تعمل على انتهاك القوانين والنظم وأن الأنشطة الإجرامية المالية والمصرفية متفشية بصورة كبيرة. وسواء في الصين أو في أي مكان آخر في المنطقة، فإن العوامل المشتركة المؤدية إلى الاحتيايل والفساد والتأثير السياسي هي استقلال البنك المركزي غير الكافي وأنظمة البنوك التجارية المتهاونة.

**وطأة الدين:** تشارك الصين عدة دول في آسيا رصيلاً كبيراً من الائتمان المحلي، ونما حجم الائتمان بصورة كبيرة بين المؤسسات المالية من 190 بليون إلى 7.5 تريليون رينمبي منذ بداية الإصلاح الاقتصادي عام 1978 إلى نهايته في عام 1997، وتضاعفت تقريباً نسبة الائتمان في حجم إجمالي الناتج المحلي من 53% في عام 1978 إلى 100% عام 1997 ويساوي معدل النمو في الائتمان في الصين نظيره في كوريا الجنوبية وتايلندا قبيل بداية الأزمة المالية.

و يرجع القول بأن الائتمان قد إستفحل إلى عدة أسباب :

**أولاً :** التدهور الكبير في الموازنة في الشركات التجارية التابعة للدولة والتي كانت المتلقي الرئيسي لائتمانات البنوك قد عكس حجم الدين، ففي مستهل الإصلاح كانت موازنتهم قوية إلى حد ما وانعكس ذلك في الدين بالنسبة العادية بحوالي 10%، وهو ما يقرب من ربع أو خمس ما قد يتوقعه المرء للشركات في اقتصاد السوق، وبسبب تزايد قروضهم في نهاية عام 1995، بلغ الدين بالنسبة العادية لكل الشركات التابعة للدولة بما فيها المؤسسات التجارية والشركات الصناعية 500%، وينطوي هذا التغيير على عجز الكثير من الشركات الصينية التابعة للدول عن الوفاء بديونها، بل لا يستطيع بعضها حتى تغطية تكاليفها من دخلها، وبسبب موقعهم البالغ النفوذ فسيرتفع عدد الشركات التي لن تستطيع الوفاء بديونها إذا ما تباطأ النمو الاقتصادي وازداد ضعف الوضع المالي للبنوك.

**ثانياً :** المؤشر الثاني للنمو الرهيب في الائتمان المحلي هو طاقة الإنتاج الفائقة في الكثير من الصناعات، فهذه الطاقة ليست واضحة في تايلندا واندونيسيا وكوريا الجنوبية فقط، بل وأيضاً في صناعات السيارات الصينية والبيرة والأدوات المنزلية والآلات الميكانيكية والكيماويات وصناعات الألياف الكيماوية، ووفقاً للإحصاء الصناعي لعام 1995، فإن القدرة المنفعية كانت أقل من 60% لأكثر من 900 منتج صناعي رئيسي. ومنذ عام 1994 على الأقل أعلنت الحكومة الصينية سياسة صناعة السيارات وعندما سعت إلى دمج الصناعة، عارضت العديد من الإدارات المحلية والإقليمية بشدة وصمم كل منها على الاحتفاظ بوجوده منفرداً، فيما أطلقت

عليه الحكومات المركزية بالصناعة الدعامية. ودعمت بعض هذه المحليات منتجها بفرض قيود على بيع وترخيص السيارات المصنعة في مكان آخر، وساندت هذه المساعي سياسة قومية شديدة القيود على استيراد السيارات. وبعد الكثير من التخفيفات مازال معدل التعريف الجمركية على السيارات المستوردة مرتفعاً بنسبة 100%، وتعرضت السلع المستوردة أيضاً للحصص الجمركية والقيود الأخرى، ولم يكن ليتواجد 120 منتجاً للسيارات في ظل اقتصاد أكثر شرقية، ووجود وسطاء ماليين أكفاء وممارسات قيود تجارية أقل، وذلك إذا تجاوزنا مسألة بقاء هؤلاء المنتجين.

**ثالثاً :** المؤشر الثالث للإفراط في الإقراض هو تكوين بالونات الإختبار وخاصة في وضع السوق الحقيقي، وقد حثت الجولة الجنوبية المشهورة لدينج زياوبنج في عام 1992 على تطوير الملكية بميزانية ضخمة في كل أنحاء الصين، ومولت معظمها قروض البنوك.

وفي منتصف التسعينيات أقيمت العديد من المنشآت، وحازت بكين، شنغهاي، وشنتزين على أعلى كثافة من الفيلات الفاخرة التملك وبيوت المدينة، في حين أن الكثير من المدن الصغيرة من هايكو على جزيرة هاينان إلى بيهاي في جوانجزي لديها مشكلة خطيرة وهي اكتظاظ المباني مثلها مثل الكثير من المدن الريفية، وفي منطقة بودنج المتطورة (المركز المالي الصناعي الذي أنشأته شنغهاي عام 1991) توقف إجمالي المساحة الرسمية عند 13.5 مليون قدم مربع متجاوزة خمس مرات مثيلاتها في نهاية عام 1994، بيد أن حوالي 70% من هذه المساحة شاغرة، ولدى شينزين مساحات رسمية كافية لتكفي احتياجات السوق لثلاث سنوات، ويبدو أن مشكلة المساحة الشاغرة في المدن الكبيرة ستزداد سوءاً بالتأكيد طالما أنه من المتوقع لها أن تزيد بمعدل أعلى من ذلك الذي استقرت عليه في السنوات القليلة، وانخفضت معدلات الإيجار بالفعل قبيل عام 1997 بحوالي 50% في وسط مدينة شنغهاي، و40% في مدينة بودنج، و40% أكثر في بكين، ويترقب أن تهبط هذه المعدلات إلى حوالي 70% قبل الوصول إلى أدنى مستوى له.

واستقبلت الصين 64 بليون دولار برأس مال أجنبي، بيد أن النسبة العظمى منه (45.3 بليون دولار) كانت استثماراً مباشراً، ووصلت الاستثمارات الأجنبية المباشرة بصورة تراكمية بنهاية عام 1997 إلى 225 بليون دولار، وهذا المعدل أيضاً أكثر من نصف القيمة الإجمالية للقروض الأجنبية، وحدث النقيض في البلاد التي تعرضت للأزمة حيث تجاوزت القروض نسبة الاستثمارات الأجنبية ووصلت في بعض الأحيان إلى نسبة 100%، وعلى خلاف جنوب شرقي آسيا في منتصف التسعينيات، سجلت الصين أيضاً فائضاً تجارياً كبيراً فبلغت الصين 16.7 بليون، 12.3 بليون، 40.3 بليون دولار في أحلك الأوقات أعوام 1995، 1996، 1997، وهكذا لم تخضع الصين لتدفق رأس المال الأجنبي المستمر لكي تمول العجز التجاري، وبنهاية عام 1997 كان احتياطي الصين من النقد الأجنبي كبيراً لدرجة تكفي لتمويل حوالي عام كامل من السلع المستوردة وهذا ما يوضحه الشكل:

### الشكل رقم 16 : احتياطي النقد الأجنبي.

بليون

40

30

20

10

0

الفائض التجاري بالبيون

1995

1996

1997

المصدر: "Nicholas R. Lardy" China and the Asian Contagion" Foreign Affairs, Vol.77, No.4 July/ August, 1998

**3. عائق انعدام الكفاءة :** بيد أنه لم يكن كل شيء على ما يرام، فالصين ليست محصنة من النتائج المناوئة للتراكم السريع لديون الشركات التابعة للدولة المستحقة، وإذا لم تتغير الأوضاع فإن الاستنزاف الناجم عن قرارات الإقراض المحلية الهزيلة سيقبل لا محالة من معدل النمو الاقتصادي، مما يعني عدم إيجاد فرص عمل وتزايد احتمالات الإضراب الاجتماعي.

وتؤدي قرارات الإقراض الهزيلة أيضاً إلى تراكم كبير للديون المصرفية للمحليات التي هي المصدر الرئيسي لمعظم الأموال في النظام المصرفي، بيد أن تلك الديون ليست لها أصول حقيقية، وكلما استمر دعم البنوك للشركات الخاسرة التابعة للدولة تعاضمت المخاطرة بأن يفقد المدخرون ثقتهم في النظام المصرفي مما يفجر أزمة.

وحتى إذا ما تجنبوا الأزمة، فإن تراكم القروض المستحقة يعني أن تجديد أو تغيير رأس المال المصرفي أو الخسائر المالية التي سيتحملها المودعون كاملة ستستمر في الزيادة، ولا تستطيع البنوك الصينية أن تقدم معدلات استرداد إيجابية بصفة دائمة مما يشكل عقبة في طريق الإدخار ونذيراً لاحتمال انخفاض معدل الإدخار.

وتواجه الصين الآن سعراً أعلى لطرح المال في أسواق رؤوس الأموال الدولية منطلقاً من مفهوم أنها تعان من بعض المشاكل الضمنية الواضحة في كل مكان بالمنطقة بما فيها التفهم لديونها الخارجية. وفي أوائل عام 1998 هبطت شرطة "مودي" لخدمة المستثمرين بتوقعات تسعة بنوك صينية ودين العملة الأجنبية من حالة الاستقرار إلى حالة السلب، وحتى قبل الهبوط فإن الحد على الدين الرئيسي بعد التجارة فيه في السوق قد اتسع عما كان عليه قبل الأزمة، وكنتيجة لهذا أرجأت الصين في مارس الماضي عرض سندات الدين الرئيسي على أمل أن يهبط ذلك الحد بحلول النصف الثاني من عام 1998، هذا وقد هبطت أسعار السندات المالية الصينية المطروحة للشراء للأجانب بما فيها أسهم B مثلها الشركات الصينية المدرجة في هونج كونج هبوطاً حاداً وترتب على أن تم عرض شركات صينية قليلة في الأسواق الدولية العادية، وحققت هذه الشركات أسعاراً أقل بكثير من نظيرتها التي طرحت للبيع قبل الأزمة.

**4. برنامج الإصلاح الاقتصادي في الصين :** لقد أدركت الحكومة الصينية المخاطر الناجمة عن تأخر الإصلاحات الاقتصادية الأساسية، وبدأت مناقشة حادة على أعلى المستويات لتلك المخاطر في نوفمبر 1997 عندما دعا مجلس الوزراء لعقد مؤتمر قوم ي للعمل المالي في بكين لمناقشة خلفية الأزمة المالية الآسيوية، وساهمت الصين في الواقع وبخطوة غير مسبوقة بليون دولار لصندوق النقد الدولي لثي يتدخل لإنقاذ تايلند<sup>1</sup>. والصين في الوقت الحالي على الأقل بمعزل عن أزمة العملة، وليست عرضة لبرنامج التدخل من أجل إعادة البناء لصندوق النقد الدولي، ورغم ذلك إلا أنه توجد بعض المخاوف القليلة من أن يرى رئيس الوزراء " تزو رونج ي" أنه يجب أن تخضع البنوك والشركات التابعة للدولة ( مقترضيهم الرئيسيين ) لبرنامج الإصلاح الاقتصادي وقد نشرت صحيفة جينرونج شيبوا ( أبرز الصحف الاقتصادية في الصين ) بالتعاون مع البنك المركزي والعديد من المؤسسات الكبرى في الصين معلقة بعد المؤتمر مباشرة أن الديون المستحقة أصبحت بمثابة مرض مستوطن في النظام، إن نسبة كبيرة من الديون التي استفحلت بسبب البنوك تختفي كالحجارة تسقط في الماء، ومن الصعب استرداد أصل الدين أو فائدته وهكذا تزايدت أرصدة الديون المستحقة في تلك البنوك<sup>2</sup>.

وقد عقدت القيادة الصينية عزمها الشديد في جلسة الكونجرس الشعبي القوم في التاسعة في الربيع على حماية الصين من العدوى المالية الآسيوية، أما الأكثر إثارة فهو إعلان السيد تزو أن الصين ستحل المشاكل طويلة العهد الخاصة بالخسائر المالية للشركات التابعة للدولة والبنوك الضعيفة في غضون ثلاثة أعوام من خلال برنامج عاجل للخصخصة والإندماج والإغلاق، وسلسلة من الخطوات تقود البنوك للعمل على أسس تجارية ، ومن ضمن تلك الخطوات المهمة، إعادة تنظيم الفروع المحلية للبنك الشعبي على طول خطوط الإقليم لتقليص التدخل السياسي في قرارات الإقراض ، وتطبيق التجربة الأولى في جنوب الصين حيث أدمجت فروع جوانجدينج، جيانجتز ي، جوانجتزي، هينان مكونة مكتباً إقليمياً واحداً في عاصمة إقليم جوانجدينج، جوانجتزو، ويذكر عن السيد تزو دائماً تقريره أن ستلغي سلطة محافظي الأقاليم والعمد في السيطرة على رؤساء البنوك المحلية اعتباراً من عام 1998.

والخطوة الرئيسية الثانية هي إيداع مخطط لـ 270 بليون رينمني في البنوك الأربعة الكبرى التابعة للدولة، ويعتبر هذا الإيداع أو الكسب المالي الذي سيضاعف رأس مال البنوك مطلب أساسي لعملية تتجبر النظام، وهذا الحجم الضخم نسبياً قد يعكس إعتقاد القيادة أن عملية التجبر قد أحرزت تقدماً بالفعل. وقد أودعت الحكومة المركزية بالفعل أموالاً أكثر لتمويل خفض الديون المعدومة للشركات، وقد بدأت هذه الجهود في عام 1996 بحصة من 20 بليون رينمني للشركات المعادة البناء، وأفردت 30 بليون بالإضافة إلى زيادات أخرى في أعوام 1999 و 2000، وطالما أن تلك الأموال مخصصة بصفة عامة لمساعدة إندماج شركتين أو أكثر من الشركات التابعة للدولة، فإن استعمالها مرهون بمشروعات إعادة البناء.

<sup>1</sup> Jean pierre allegret" les regi,es de change dans les marche emergents"paris 2005p34

<sup>2</sup> Nicholas R. Lardy" China and the Asian Contagion" Foreign Affairs, Vol.77,No.4 July/ August, 1998p12



وسيسمح البنك المركزي أيضاً بمرونة أكبر في تحديد أسعار الفائدة، فالعرف القائم الذي يضع البنك المركزي على أساسه معدلات أسعار الإقراض لكل نوع من القروض يعوق البنوك من تثمين القروض حسب المخاطرة، وستمنح البنوك سلطة أوسع حسب الخطة لوضع معدلات الإقراض، وسيجرب تشجيعها على وضع المخاطر في الاعتبار للأفراد المقترضين، بالإضافة إلى أنه من المقترح فصل رؤساء البنوك من عملهم مع تزايد أرصدة القروض المستحقة. وسيتم إلغاء حصص الإقراض الإنت دابي الذي وضع سقفاً على الإقراض الكلي والقروض الإنتدابية لمشروعات معينة على مراحل، وستبقى التطبيقات الدقيقة لهذا الإصلاح طالما سيبقى نظام توجيه حصص الإقراض.

وأخيراً فإن إدارة النقد الأجنبي بالدولة مطالبة الآن بالتأكيد على أن تحظى المؤسسات المحلية بتصديق مسبق للقروض التجارية الدولية، وألا تقترض أكثر من رقم محدد للنقد الأجنبي- رؤوس الأموال والنقد الأجنبي المكتسبين، وإذا ما طبقت تلك التشريعات بدقة فإنها ستحد من قدرة الشركات غير المالية مستهدفة المزيد من المخاطر في الصرف الأجنبي، وستعمل تلك التشريعات أيضاً على تقليص الإقتراض للشركات الصينية الفرعية أو المدمجة التي تعمل بالخارج - خارج الصين، ودخلت عائدات تلك الإقتراضات الصين في بعض الأحيان كمساهمة أجنبية لشركة مساهمة، وسجلت تلك العائدات على أنها استثمار أجنبي مباشر، بينما هي في الواقع عملة أجنبية مهيمنة على القروض.

إن برنامج الإصلاح الاقتصادي الناجح قد يتضمن تقدماً كبيراً مفاجئاً، وقد يعزى أن القيادة قد وجدت حلاً لمشاكل خسارة الأموال للشركات التابعة للدولة والبنوك المتعثرة التي تملصت من تلك الخسائر لعقدين كاملين، وعلى الصعيد المحلي فإن هذا النجاح في هذا البرنامج سيزيد من حصة الموارد ويساعد على الحفاظ على معدلات النمو الاقتصادي السريع، وأيضاً يساعد على ازدهار النظام المصرفي المحلي مما سيقبل من حجم مخاطر نظام مصرفي فاشل ويساعد على تعزيز المعدلات العالية للمدخرات المحلية التي احتلت حيز الزاوية للنمو الاقتصادي السريع للصين في فترة الإصلاح، ونجاح البرنامج أيضاً سيزيد من احتمالات الصين في الحفاظ على موقعها التنافسي في آسيا بزيادة القدرة الإنتاجية بدلاً من خفض قيمة عملتها وإمكانية ظهور جولة أخرى من تخفيض قيمة العملة، بيد أن برنامج الإصلاح الاقتصادي محفوف بمخاطر عدة، فلدى الصين معدل بطالة غير مسبوق، وقد لا يصمد النظام السياسي أمام معدلات البطالة المرتفعة بإضطراب والتي ستصاحب إعادة بناء شركات الدولة، والأكثر من ذلك أن مرحلة التحول ستبدأ مواكبة لظروف خارجية مناوئة، بالإضافة إلى أن التخفيض العنيف لقيمة العملة قد قلل بالفعل من نمو الصادرات الصينية ويعوق تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، هذا وسيزيد الضعف في الاقتصاد المحلي التوتر الموجود في النظام المصرفي الهش فعلاً، والخطورة الأخرى هي تحرير الأسواق المالية المحلية قبل الأوان والذي من المحتمل أن يتم نتيجة للضغط الخارجي، في حين أن الولايات المتحدة مهتمة بالتأكيد بأن تجعل الصين تسمح للمصارف الأمريكية والأجنبية باستقبال الودائع وتقديم القروض بالعملة المحلية، بالإضافة إلى إصرار المفاوضين التجاريين الأمريكيين على أن تفتح الصين أسواقها بأقصى سرعة للخدمات المصرفية قد



يدفعها إلى أزمة محلية مما قد ينشأ عنه تراجع كبير للصين ويوقف المحرك الرئيسى للنمو الآسيوي، وبما أن للولايات المتحدة إهتمام أكبر في إجتثاث العدوى المالية الآسيوية، فستعمل جيداً على مساندة برنامج الإصلاح الاقتصادي المحلي الصيرى النشط، وتخفيف المطالب اللازمة للتحرير الفورى للسوق المصرفية فى الصين<sup>1</sup>.

## ■ علاج الأزمة المالية فى جنوب شرقى آسيا :

### - المساعى الدولية :

تظافرت الجهود الدولية متمثلة فى صندوق النقد الدولى وغيره من المؤسسات المالية مع الجهود المحلية فى محاولة لاحتواء الأزمة وتخفيف آثارها وتقليص نطاقها، فترجمت هذه الجهود إلى ثلاثة برامج إصلاح رئيسية طرحها الصندوق، وصدقت عليها حكومات كل من تايلندا، وإندونيسيا، وكوريا الجنوبية.

فى أوت 1997 وبعد فترة وجيزة من تعويم البات أعلنت الحكومة التايلندية تبنيها لبرنامج إصلاح بالتعاون مع صندوق النقد الدولى تصل مدته إلى 43 شهراً بقيمة 17.2 مليار دولار أمريكى، ساهم الصندوق فى البرنامج بنحو 4 مليارات دولار، وكل من البنك الدولى والبنك التنموى الآسيوى بنحو 2.7 مليار دولار، فى حين ساهمت مجموعة دول من جنوب شرقى آسيا بالمبلغ المتبقى وهو 10.5 مليارات دولار، دفعت منها اليابان 4 مليارات دولار، أما الولايات المتحدة الأمريكية فلم تساهم فى هذا البرنامج.

أما إندونيسيا فقد حدثت حذو جارتها تايلندا ووقعت على برنامج إصلاح مع صندوق النقد الدولى فى 31 أكتوبر 1997 تصل مدته 36 شهراً بقيمة 40 مليار دولار، ساهم فيه الصندوق بعشرة مليارات دولار، وكل من البنك التنموى الآسيوى والبنك الدولى بثمانية مليارات دولار. أما المبلغ المتبقى لتمويل البرنامج فقد ساهمت فيه حكومات أخرى مثل اليابان بخمسة مليارات دولار، والولايات المتحدة الأمريكية بثلاثة مليارات دولار، وكذلك ساهمت الحكومة الإندونيسية فى هذا البرنامج بخمسة مليارات دولار، من احتياطياتها الخاصة.

ووقعت كوريا الجنوبية فى 4 ديسمبر 1997 على برنامج إصلاح مدته 36 شهراً بقيمة 57 مليار دولار دفع منها صندوق النقد الدولى 21 مليار دولار، وساهم كل من البنك الدولى والبنك التنموى الآسيوى بنحو 14 مليار دولار لدعم هذا البرنامج، أما المبلغ المتبقى وهو 22 مليار دولار فدفعتة مجموعة من الدول الصناعية.

أما الفلبين فكانت أقل الدول تضرراً من الأزمة نتيجة لاستمرارها فى سياساتها الرامية لتحقيق الاستقرار النقدى وتدعيم القطاع المالى خلال السنوات الماضية، لذلك كان صندوق النقد الدولى متمثلاً فى الإشراف على الاقتصاد الكلى لتفادى أى تداعيات سلبية فى المستقبل.

<sup>1</sup> Nicholas R. Lardy "China and the Asian Contagion" Foreign Affairs, Vol.77, No.4 July/ August, 1998.

وفي ماليزيا اعتمدت الحكومة على جهودها الذاتية في مواجهة الأزمة، ولم تلجأ إلى الصندوق، وعمدت إلى تقليل عجز المعاملات الجارية والحد من التوسع في الإقراض.

وفي سبل تحقيق هذه الأهداف حدد الصندوق ست سياسات أساسية تمثلت في الآتي :

1. **السياسة المالية :** كانت السياسة المالية المقيدة جوهر البرامج التي طرحها الصندوق في كل من تايلندا وإندونيسيا، والتي استهدفت من خلالها تدعيم التقييد النقدي لحماية أسعار صرف العملات من مزيد من الانهيارات، علاوة على رغبة الصندوق في توفير رؤوس الأموال اللازم تدفقها إلى القطاع المالي.
  2. **إغلاق المصارف :** طالب صندوق النقد الدولي حكومات الدول التي اجتاحتها الأزمة بالقيام بحملة إغلاق للمصارف للحد من خسائرها المتراكمة للتأكيد على جدية تلك الحكومات في تطبيق برامج الإصلاح، حتى تتمكن من إعادة الثقة في نظامها المصرفي، وبالفعل قامت تايلندا بإيقاف نشاط 58 مؤسسة مالية - تمت تصفية 56 مؤسسة منها- من أصل 91 مؤسسة، أما في إندونيسيا فقد تم إغلاق 16 مصرفاً تجارياً، كما قامت الحكومة الكورية الجنوبية بوقف نشاط 14 مصرفاً تجارياً من أصل 30 مصرفاً.
  3. **تحقيق مستويات عالية للملاءة الرأسمالية :** واجهت المصارف نقصاً حاداً في احتياطياتها، وعانت من انكشاف مالي من العملات الأجنبية ومن تزايد حجم القروض المشكوك في تحصيلها، ولهذا حاول الصندوق من خلال برامجه الأولية إعادة تمويل هذه المصارف لتستعيد أرضية صلبة تستند إليها.
  4. **تقييد الإئتمان المحلي :** إتبع صندوق النقد الدولي سياسة مقيدة للإئتمان المحلي، وسبيله إلى ذلك رفع أسعار الفائدة وتقليص رؤوس الأموال اللازمة لعمليات الإقراض للدفاع عن أسعار العملات وحمايتها من التدهور.
  5. **سداد الديون :** إن العملات الأجنبية التي وفرها صندوق النقد الدولي من خلال البرامج التي طرحها استهدفت توفير رؤوس الأموال للوفاء بالالتزامات الخارجية للدول.
  6. **التغيرات الهيكلية :** لم تقتصر برامج الصندوق على الإصلاحات المالية، لكنها تضمنت أيضاً بعض الإصلاحات الهيكلية التي تتناول تخفيض التعرفة الجمركية وفتح المجال أمام الاستثمار الأجنبي وتقليص القوى الاحتكارية.
- لكن التحليل الدقيق للسياسات التي حددها صندوق النقد الدولي ونتائجها يؤكد لنا أن تصميم هذه البرامج هو الذي صعد من حدة هذه الاضطرابات، وليس العوامل الأخرى كما ادّعى الصندوق، ويتبين لنا ذلك إذا ما تعرفنا إلى أهم الآثار الناجمة عن السياسات التي فرضها الصندوق، وهي :
1. **إغلاق المصارف :** حالت الإغلاقات المفاجئة لعدد كبير من المؤسسات المالية دون تطبيق برنامج شامل لإصلاح القطاع المالي، كما حدث في تايلندا وإندونيسيا، وأدت إلى تعميق الأزمة وتقليص رؤوس الأموال المتاحة للإقراض، وعرقلة المصارف عن الإستمرار في عمليات الإقراض والإقراض التي تقوم بها، حيث خلقت هذه الحملة المنظمة من الإغلاقات إحساسات لدى المصارف المتبقية بأنها ستكون التالية في سلسلة الإغلاقات، وقد وقع ذلك نتيجة عدم اكتراث الصندوق لتحديد آلية تنفيذ هذه السياسة، وكذلك عدم اكترائه لوضع إطار زمني لتطبيقها.

ولم يكن أمام الصندوق إلا أن يعترف بخطأ السياسة التي اتبعها، فأعاد النظر في الترتيبات التي حددها، وخاصة أن الصندوق قد لمس أن الإغلاقات التي تمت في إندونيسيا كانت بعيدة كل البعد عن تحقيق أي استعادة للثقة في النظام المصرفي، علاوة على أنها مهّدت لسلسلة جديدة من رحيل رؤوس الأموال ( **Flight to Safety** ).

2. **إعادة تمويل المصارف** : كانت مصارف عديدة في أمس الحاجة لإعادة تمويلها عقب الأزمة، ولا سيما أن تحركات أسعار العملات والقروض المشكوك في تحصيلها عملت على استنزاف الأصول الرأسمالية حتى تلك الخاصة بالمصارف القوية. لكن ما هو الإطار الزمني الذي سيتم من خلاله إعادة تمويل هذه المصارف؟ حيث إن إعادة تمويلها وفقا لإطار زمني غير واقعي لا يتناسب وظروف الأزمة ليس من شأنه إلا أن يزيد من انكماش الائتمانات وإحباط القطاع الخاص، وهو ما حدث بالفعل.

3. **السياسة النقدية** : إن قيام الصندوق من خلال سياساته بتقييد الائتمان المحلي، حتى ذلك الائتمان الممنوح من طرف المصرف المركزي، أعطى شعورا للمتعاملين في السوق أن آلية مقرض الملاذ الأخير قد توقفت، فتصاعد الذعر المالي ليهم مع تشككهم في قدرة المصرف المركزي على توفير السيولة، وكذلك فإن إصرار صندوق النقد الدولي على فرض مستويات مرتفعة لأسعار الفائدة في أوج الأزمة التي انسحب ت فيها نسبة كبيرة من رؤوس الأموال، لاقتناعه بأن المنافع التي ستعود على أسعار صرف العملات تفوق أهميتها ما قد ينجم من آثار سلبية على الإنتاج في الأجل القصير، لم يحد هذا الإصرار من تدهور قيمة العملات في دول جنوب شرقي آسيا، وإن كنا لا نستطيع أن نجزم بعدم فاعلية هذه السياسة - أي سياسة رفع سعر الفائدة - على الإطلاق في وقت الانهيارات في سوق العملات، وخاصة أن الإجراءات المصاحبة مثل إغلاق المصارف قد عززت إحساس المتعاملين بالذعر.

4. **السياسة المالية** : طالب صندوق النقد الدولي الدول المصدقة على برامج الإصلاح بضرورة تحقيق فائض مالي يصل إلى 1 % من الناتج المحلي الإجمالي في كل دولة على حدة كركيزة أساسية في البرامج، على الرغم من أن العجز في الموازنة العامة لم يكن أحد أسباب الأزمة في دول جنوب شرقي آسيا، بل إن وجود عجز في الموازنة العامة يبدو أمرا طبيعيا في أعقاب أي أزمة مالية، وسرعان ما أدرك الصندوق عدم جدوى مطالبته بهذا الفائض في ظل ظروف انكماشية مع الجولة الأولى لهذه البرامج، لذلك قام من خلال البرامج التالية بالسماح لإندونيسيا بتحقيق عجز في الموازنة يبلغ 1 % فقط من الناتج، وسمح لتايلندا بعجز محدود في موازنتها العامة، أما كوريا الجنوبية فطالبها بالاحتفاظ بتوازن مالي في موازنتها العامة.

### المطلب السادس : الدروس المستفادة من الأزمة المالية (1997-2000)

1. **وجهة نظر صندوق النقد الدولي** : نعرض هنا مثالا لوجهة نظر خبراء صندوق النقد الدولي في مسببات دروس الأزمة الاقتصادية الآسيوية، والتي ضربت أهم نماذج الجيل الأول للبلاد الآسيوية حديثة التصنيع (كوريا) وأهم دول الجيل الثاني (تايلندا، إندونيسيا، ماليزيا)<sup>1</sup>.  
وطبقا لوجهة النظر هذه فإن أهم أسباب الأزمة هي :

<sup>1</sup> - Bijan B. Aghevli, the Asian Crisis, Causes and remedies, in: Finance & Development, published by IMF, June 1999, pp 29-31.

**أولاً:** عظم تدفقات رأس المال الأجنبي إلى البلاد الآسيوية، وقد ازدادت قوة جذب رؤوس الأموال الأجنبية المناسبة إلى أسواق المال المحلية من جراء انتعاش البورصات والعقارات، ولكن الحال أن البلاد الآسيوية المتلقية لرأس المال الأجنبي لم تحسن استخدام وتخصيص الموارد المتاحة بفعل ضعف النظام المصرفي وبؤس الإدارة ونقص الشفافية في القطاع المالي، بالإضافة إلى محدودية الطاقة الاستيعابية لرأس المال أصلاً، وخاصة في تايلندا وإندونيسيا.

**ثانياً:** نظام ثبات أسعار الصرف، مما أعطى المقترضين شعوراً زائفاً بالأمان شجعهم على المزيد من الاقتراض للأصول الدولارية.

**ثالثاً:** ضعف الأداء التصديري لأسباب متعددة، من بينها التزايد المقارن للصادرات اليابانية والصينية من جراء انخفاض قيمة العملة الوطنية لكليهما مقابل الدولار، بالإضافة إلى فقدان بعض الأسواق بفعل عقد إتفاق منطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (نافتا)..

وفي ضوء هذا التصور للمسببات، فإن أهم الدروس المستفادة من الأزمة – ومن وجهة نظر هذا المثال لخبراء صندوق النقد الدولي هي:

- ضرورة إتاحة المعلومات الضرورية حول الموقف الإقتصادي والمالي للدول المتضررة من الأزمة للأطراف المعنية وللعالم ككل. فلو أن صندوق النقد الدولي مثلاً كان يعرف أن الاحتياطات الدولية كانت تتعرض لتآكل سريع في تايلندا ثم كوريا، عشية انفجار الأزمة، لأمكنه اتخاذ إجراءات للمواءمة في وقت مبكر.
- ضرورة إصلاح القطاع المالي، وخاصة من زاوية تقدير وإدارة المخاطر.
- تجنب اللجوء إلى تثبيت سعر الصرف للعملة المحلية، إلا بشروط محددة يصعب توفيرها في كثير من البلدان.
- المعالجة السليمة للبرلة أسواق رأس المال (أو ما يسمى تمرير التدفقات الرأسمالية)، فقد قامت البلدان الآسيوية المذكورة ببلرلة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل، قبل أن "تحرر" الإستثمارات الأجنبية المباشرة، وكان يجب عليها أن تفعل العكس... كما أن اللبرلة المالية كانت جزئية فقط ولم تكن شاملة.

**2. وجهة نظر في مسببات ودروس الأزمة الآسيوية :** فيما يلي نحاول أن نقدم وجهة نظر أخرى تختلف جذريا عن وجهة نظر صندوق النقد الدولي وخبرائه، والتي ركزت على الجانب المتعلق بالاقتصاد المالي أو الإسمي بصفة أساسية<sup>1</sup>.

**أولاً: الإطار العالمي :** قامت تجارب شرق آسيا في إطار الصراع الدولي المصاحب للقضية الثنائية بين الولايات المتحدة والإتحاد السوفياتي، وقد استحدثت الولايات المتحدة نموذج النمو القائم على تصدير المصنوعات من أجل إقامة قواعد أمامية حاجزة لأمواج الدعوات والحركات المناوئة للرأسمالية الغربية بالقيادة الأمريكية، وقد وُلدت التجارب الآسيوية – عدا الصين- في كنف الاندماج التبعي غير المشروط في النظام الرأسمالي العالمي.. سواء من حيث مصادر الإمداد بالتمويل والتكنولوجيا، أو من حيث فرص الوصول إلى الأسواق... وكانت السوق الأمريكية

<sup>1</sup> - د. محمد عبد الشفيق عيسى، هيا نتعلم الدرس الآسيوي، في العربي، القاهرة، 15/3/1993، ص 5.

هي أهم وأوسع أسواق المنتجات الآسيوية.. وكان فتح هذه السوق أمام آسيا معادلاً لفتح آسيا واسعة أمام الهيمنة الأمريكية، ولكن بأقول عصر القطبية الثنائية، أخذت الولايات المتحدة تغلب "الشرط الاقتصادي" على العلاقة المتبادلة مع شرق آسيا، بدلاً من الشرط "السياسي، الأمني"، ومن ثم أصبحت أشد ميلاً إلى تقييد انتقال التكنولوجيا وإلى فتح الأسواق الآسيوية على مصاريحها أمام حركات السلع ورؤوس الأموال "الهائلة" من المصادر الأمريكية والغربية عموماً، مقابل تقييد فرص الوصول إلى السوق الأمريكية ذاتها بدعوى اشتراطات عديدة معقدة. وتم تقنين كل ذلك من خلال (إتفاقات أوجواي) أو (الجات الجديدة) عبر إنشاء "منظمة التجارة العالمية"، والدرس المستفاد هو: عدم الإنخراط في اندماج غير مشروط بالنظام الرأسمالي العالمي، مع الإستناد على قاعدة للقوة الذاتية بقدر الإمكان.

**ثانياً:** حققت تجارب شرق آسيا إنجازاتها الاقتصادية من خلال الدور الإشرافي للدولة في بدايات التجربة وخاصة عبر التحكم في مصادر التمويل المصرفي وتخطيط الأولويات الإستثمارية والسياسة الانتقائية الضابطة للحواجز الممنوحة لرأس المال المحلي والأجنبي. وقد تم الدور الإشرافي للدولة عبر بنية استبدادية للسلطة السياسية وكانت هذه السمة واضحة في التجارب المذكورة جميعها تقريباً، بما في ذلك أهمها وأكبرها، كوريا الجنوبية.. (باستثناء الصين). ولكن منذ أوائل الثمانينيات أخذت قوة رأس المال المحلي الكبير (احتكارات الشايبول في كوريا) تستعصي على سلطة الدولة، ثم أزاحتها إلى حد كبير، وولت وجهها شطر قرينها، رأس المال الأجنبي الكبير (الشركات العملاقة عابرة الجنسيات).. وهكذا سيطر تحالف رأس المال المحلي والأجنبي.

**ثالثاً:** لقد حققت تجارب شرق آسيا نجاحاتها، وخاصة في كوريا، عبر إطراد التحول الصناعي الهيكلي، والتعميق التكنولوجي، من أنشطة كثيفة العمالة إلى أنشطة كثيفة رأس المال، إلى أنشطة كثيفة الإستخدام للعلم والتكنولوجيا. فلما تباطأت عملية التحول في أوائل التسعينيات، وتناقصت الصادرات، وتزايد الاستهلاك المحلي والواردات، واستمر الاعتماد على استيراد التكنولوجيا المتقدمة... لما حدث ذلك، نقصت مرونة الجهاز الإنتاجي أمام التحديات الخارجية، والدرس المستفاد، إحداث التحول الهيكلي والتعميق التكنولوجي اعتماداً على تنشيط المبادرة الذاتية للمجتمع العلمي- التكنولوجي في الوطن.

**رابعاً:** ازدهرت تجارب شرق آسيا بفضل الاستغلال المنهجي للطبقة العاملة، بزيادة ساعات العمل وشدة العمل وتشغيل الأطفال والنساء وخفض الأجور والخدمات غير الأجرية وحرمان الطبقة العاملة من حقوقها النقابية والسياسية، فلما زادت الأجور ونشطت الإضرابات مال الاقتصاد الوطني إلى الركود النسبي، والدرس المستفاد، تنمية مع عدالة في التوزيع منذ البداية<sup>1</sup>.

## خاتمة المبحث الثالث :

<sup>1</sup> - تقرير نصف سنوي صادر عن البنك الدولي يُعنى بسلامة الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية " Pacific Update & East Asia "

بالنظر إلى مدى عمق الأزمة الآسيوية وطول مدتها، يمكن للمرء أن يتساءل: لماذا شرق آسيا بالذات وليس أي بقعة أخرى من العالم؟ على الرغم من أن الإجابة على هذا التساؤل تكمن في أسباب وقوع الأزمة وأسباب انتشارها، إلا أنه لا توجد إجابة بديهية على هذا السؤال، ومع ذلك، وكما أسلفنا، فإن المشكلات الاقتصادية التي سبقت الأزمة هي من النوع الذي تواجهه عادة معظم البلدان النامية، ولا تختلف الحالة في شرق آسيا عن باقي الحالات سوى من حيث حجم التأثير المُجمَع لتلك المشكلات، وإذا اعتبرنا المعجزة الآسيوية القديمة التي استمرت على مدى ثلاثة عقود متواصلة حقيقةً مسلماً بها، فإننا لا نبالغ إذا قلنا إنه حتى الاقتصاديات سريعة النمو التي تفتقد الأطر المالية التنظيمية والقانونية وأنظمة المراقبة الملائمة ستكون عرضةً للصدمات غير المتوقعة، وسيعتمد انتعاش الاقتصاديات المتضررة من الأزمة على عدة عوامل من بينها توقيت ومدى التباطؤ الدوري الذي يُحتمل أن يشهده اقتصاد الولايات المتحدة وقدرة اليابان وأوروبا على إدامة النمو القوي في الطلب المحلي، فالاقتصاد الأمريكي قد لا يستمر في النمو بوتيرة أعلى مما هو متوقع له وخصوصاً مع انخفاض معدل البطالة إلى المستوى الحالي، إذن، كي يستمر الانتعاش العالمي، يجب أن تزداد وتيرة النمو لدى البلدان الأوروبية واليابان بما يكفي لموازنة التباطؤ الدوري في الاقتصاد الأمريكي.

ما يمكن إستنتاجه من الأزمة الآسيوية هو أن بعض السياسات تتمتع بوزن أكبر من غيرها خلال عملية الانتعاش، وتتمثل أهم سياسة في تنفيذ الإصلاحات المؤسسية والتنظيمية، سواء من قبل المؤسسات المالية أو الحكومات المعنية، فإصلاح القوانين المالية والمصرفية ووضع آليات للتحكم في تدفقات رأس المال قصير الأجل لهما أهمية كبرى في محاولة أي بلد الخروج من أزمة مثل الأزمة الآسيوية، وبعبارة أخرى، يجب عند وضع السياسات المتعلقة بمتغيرات الاقتصاد الكلي الأخذ في الاعتبار الأبعاد الاجتماعية والهيكلية والإنسانية للموقف ككل، فتحقيق الإستقرار لأسعار الصرف مثلاً يجب ألا يُعْتَبَر نجاحاً إذا كان سيصاحبه خطر كساد شديد، إذن لا بد للحكومات والمؤسسات أن تتبنى موقفاً ينطوي على المزيد من تحمل المخاطرة بدلاً من مجرد ربط زيادة الدين الخارجي بالتوقعات المتفائلة حول نمو الصادرات في حين أن الصادرات تنمو في الواقع بمعدل أبطأ بكثير مما هو متوقع، إن البلدان الأقل نمواً وكافة البلدان النامية بحاجة إلى وضع نظام من السياسات والدراسات المحكمة تعتمد على قواعد وإجراءات الإفلاس التي تنظم العلاقات الدولية بين الدائن والمدين، وسيلعب تحسين المؤسسات المالية، والإرتقاء بنظم تسيير الشركات، وزيادة الشفافية، وخفض عجز الحساب الجاري، والامتناع عن المغالاة في تقييم سعر الصرف دوراً مركزياً في الحيلولة دون حدوث أزمات أخرى في المستقبل، ويجب أن ينظر المجتمع الدولي إلى هذه الصورة الشاملة باعتبارها جزءاً من الجهود المبذولة لرفع مستوى تسيير المالية الدولية.

## المبحث الرابع : الأزمة المالية الروسية

أدت القيود المتساهلة الرخوة على الميزانية، وضعف الرقابة الإدارية إلى دفع روسيا إلى حافة التضخم المفرط، والدرس المستفاد من ذلك هو ضرورة القضاء على التضخم بسرعة، وفرض قيود صارمة على الميزانية دون إبطاء.

### المطلب الأول : قيود الميزانية الرخوة

إن مفهوم قيود الميزانية الرخوة و خاصة الإفتقار إلى إخضاع مدراء المؤسسات للمساءلة قد صاغه في البداية الإقتصاديون غير الإشتراكيون بشأن المؤسسات الخاضعة للنظام الإشتراكي ومن رأينا أن تطبيق هذا المفهوم على المؤسسات القائمة في الإقتصادات التي تمر بمرحلة انتقال وفي إقتصادات ما بعد العهد الإشتراكي ملائم تماما ففي ظل النظام الإشتراكي لم يكن لسلطة مدير المؤسسة علاقة بما إذا كانت المؤسسة تحقق ربحا أو لا، وكانت قيود الميزانية الرخوة ناجمة عادة من عدم مراعاة الإعتبارات المتعلقة بالكفاءة أو الربح في عملية وضع الميزانية وفي ظل ظروف السوق، فنظرا لأن الأرباح تعتبر العنصر الجوهرى لسلطة المدير، نادرا ما تكون هناك قيود رخوة للميزانية وهي إن وجدت تكون دائما مؤقتة، فإقتصاد السوق يستند كما نعرف إلى نظام مالي شديد الصرامة ومدير المؤسسة الذي يؤدي إهماله للإعتبارات المالية إلى إفلاس المؤسسة يواجه بسرعة مصيرا بغيضا.

### المطلب الثاني : القيود الإدارية الصارمة

ومن ناحية أخرى ففي ظل النظام الإشتراكي تعايشت قيود الميزانية الرخوة مع القيود الإدارية الصارمة وحيث أن كل مؤسسة كانت جزءا من التكوين الهرمي العام فقد مارست الدولة رقابة صارمة على تعيين المدراء، وتحققت من أنهم يؤدون المهام الموكولة لهم بما في ذلك إنجاز الأهداف الاجتماعية الواسعة النطاق، ولكن حين بدأت الأنظمة الاشتراكية الشمولية في التفكك تهافت أيضا الرقابة الإدارية على مدراء المؤسسات، وفي بعض مراحل التنمية في جميع الإقتصاديات التي ظهرت بعد العهد الإشتراكي، أدت هذه الظاهرة إلى الإقتران الخطر بين الرقابة الرخوة على الميزانية مع الرقابة الإدارية الرخوة أو غير الموجودة أصلا.

ولفهم موقف المدراء في النظام الإشتراكي حاول تصور اقتصاد لا يتعين فيه على صاحب المؤسسة أن يقلق حين تقشل المؤسسة في تحقيق أرباح، فهو يعرف أن الانهيار سوف يتم تعويضه بمختلف أساليب التفهم الخاصة بالميزانية مثل الإعانات أو القروض المقدمة بشروط ميسرة، وإمكانية السماح بتزايد متأخرات الضرائب دون أن تترتب على ذلك نتائج غير مواتية، وتصور ماذا يمكن أن يعني ذلك بالنسبة للكفاءة العامة لأيّة السوق!

**أولا:** قد يعني ذلك عدم نجاح أدوات السوق العادية في نقل الموارد من المؤسسات ذات الأداء الضعيف والمنعدمة الكفاءة إلى المؤسسات الأفضل أداء وكفاءة، وبذلك يصبح انضباط السوق بلا فعالية.

**ثانيا:** نظرا لأن قيود الميزانية الرخوة لا تتوافق مع نظام ضريبي عادل وكفىء، فإن التزامات المؤسسة الضريبية لا يحددها عمليا قانون الضرائب وإنما شروط عقد تم التفاوض بشأنه بين المؤسسة والسلطات الحكومية، ومثل هذه المفاوضات تؤدي دائما إلى الفساد.



## المطلب الثالث : أسوأ ما في النظامين

عانت جميع البلدان التي قامت عقب العهد الشيوعي من إجتماع المشكلات التي تتعلق بقيود الميزانية الرخوة مع القيود الإدارية الضعيفة، فما هو الفرق بين اقتصاديات " السوق الإشتراكية " قبل البدء في إجراء إصلاحات جادة وبين ما حدث في الواقع فيما بعد الشيوعية ؟ قبل الإصلاحات كان مدراء المؤسسات يخضعون تماما لرقابة سياسية شمولية وكان يتعين عليهم أن يكون سلوكهم حسناً، وكان عليهم أن يثبتوا أنهم أعضاء مخلصون في الحزب، والواقع أيضا لسوء الحظ أن كثيراً من المدراء كانوا يستخلصون أموالاً لأنفسهم من المؤسسات، وينعمون بالثراء هم وأسرههم، ولكن كانت هناك حدود لمثل هذه الإنتهاكات وكان ينبغي مع ذلك على المؤسسة أن تلبى متطلبات الخطة المركزية، وأن توفر أيضا الرفاهة لعمالها، وكان الفشل في تنفيذ المهام الإدارية الأساسية يمكن أن ينظر إليه على أنه انتهاك لعقد المدير مع المؤسسة السياسية، ومن الواضح أن ذلك لم يكن يحدث لأنه يمكن أن يؤدي إلى عواقب خطيرة تلحق بالمدير المخطئ.

وعقب إنهيار الشيوعية لم يعد هناك وجود للنظام الشمولي، مع كل قيوده الاجتماعية والإدارية، وحينئذ أسفر الجمع بين قيود الميزانية الرخوة والقيود الإدارية الضعيفة عن أشد العواقب ضرراً للمؤسسات وللمجتمع وللاقتصاد ككل، وكان من المتوقع تماما حدوث هذه التطورات نظراً للبيئة الاجتماعية التي برزت عقب تفسخ النظام الشمولي لماذا ؟

**أولاً:** بسبب تشرب العقول تشربا عميقا طوال 70 عاما بالإشتراكية، ولم تكن المؤسسات تعتبر كيانات منفصلة عن بعضها البعض، وإنما كان ينظر إليها على أنها جزء من الدولة كنتيجة لنظام التصنيع الإشتراكي، وكيف يمكن معاقبة مؤسسة لسبب تافه مثل عجزها لبعض الوقت عن الوفاء بالتزاماتها الضريبية؟ كان ذلك يعتبر سخفاً لأن واجب الدولة هو النهوض بأعباء المؤسسات، وليس العكس.

**وثانياً:** لما كان مدراء المؤسسات جزءاً من البنية الأساسية الاجتماعية للمجتمع الشمولي، فهم لم يكونوا مختلفين بأي حال عن الموظفين الآخرين في دوائر الدولة، لقد ذهبوا إلى الجامعات سوياً، وعملوا سوياً، وجمعت بينهم أوامر اجتماعية، ومن ثم لم يمكنهم أيضا التآمر سوياً، ما لم تكن هناك ضمانات سياسية وقانونية تحول دون ذلك، ولم تتوفر في العقد الماضي سوى القليل منها وأدى هذا الالتقاء بين الرقابة المالية الرخوة والرقابة الإدارية الضعيفة، علاوة على الولاء " للحرس القديم " إلى خلق بيئة تفتقر إلى الكفاءة، وتتسم بالجمود وبالفساد المفرط.

## المطلب الرابع: أوجه العلاج

كيف يمكن تغيير هذا الوضع ؟ وما القوى التي يمكن أن تدفع الاقتصاد في اتجاه فرض قيود أكثر صرامة على المؤسسات، إن الشرط الأول هو معالجة الإختلالات المالية الضخمة و الديون النقدية التي لا تزال تمثل ميراث



الإقتصاد الكلي من الحقبة الإشتراكية والآمال التي تتعلق بها النخبة السياسية لانتهاج القواعد المتبعة في الدول الغربية تتطلب إبطاء معدل سك النقود، وخفض عجز الميزانية، والتخلص من قيود الميزانية الرخوة ( بما في ذلك اتخاذ موقف صارم جداً ضد متأخرات الضرائب )، وقد وجدت بلدان وسط أوروبا، مثل بولندا وهنغاريا أنها تواجه وضعاً مماثلاً، وحيثما تعززت هذه الآمال بتعهد النخبة بالإنتظام إلى الإتحاد الأوروبي، كانت الحكومات تبادر إلى العمل بتصميم وسرعة لفرض إنضباط مالي شديد، ولا نقول فرض إنضباط قاس على المؤسسات خلال المراحل المبكرة للفترة الإنتقالية، وكان هذا التصميم من القوة بحيث استطاعت هذه الحكومات القضاء على الثقافة عميقة الجذور للقيود المالية الرخوة عقب بداية المرحلة الإنتقالية مباشرة.

وفي معظم الأحوال لا يكون استقرار الإقتصاد الكلي في بلدان ما بعد الحقبة الإشتراكية منفصلاً عن الإقتصاد الجزئي، ولا يمكن للإستقرار أن يستمر دون وجود قيود مالية على مستوى المؤسسة، وجراء إعادة هيكلة شاملة للعمليات المفترقة للكفاءة، وفي روسيا كانت سياسة الإقتصاد الكلي خلال السنوات الأولى من مرحلة الإنتقال ضعيفة جداً بالطبع، ويرجع ذلك في الأساس إلى نقص التوافق السياسي في الآراء وانقسام السلطة السياسية ( وهو ما يشهد عليه التضخم المفرط خلال تلك الأعوام ) كما اقترنت القيود المالية والنقدية غير الكافية على مستوى الإقتصاد الكلي بالقيود المالية غير الكافية على مستوى المؤسسات<sup>1</sup>.

### المطلب الخامس : تمويل الميزانية

عندما جاء الوقت لمحاولة تحقيق الاستقرار النقدي في روسيا، كان التضخم قد أدى إلى تآكل الأرصدة النقدية، وجعل من المتعذر تمويل العجز في الميزانية، وأصاب الضجر الناس من التضخم الذي طال أمده، واختلف الوضع تماماً عما كان عليه عند انهيار الإقتصاد الإشتراكي وأبرز حماقة تأخير الإصلاح.

وأدى تآكل الأرصدة النقدية بسبب التضخم إلى جعل نسبة النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي أقل كثيراً مما يمكن أن تكون عليه لو كانت محاولة وقف التضخم قد جرت في مرحلة مبكرة، بالإضافة إلى أن حرية المؤسسات في تكديس متأخرات الضرائب أسهم في تآكل إيرادات الميزانية، وكان من الصعب جداً الإعتراض على هذه العادة التي أصبحت شديدة الرسوخ، فضلاً عن تغييرها.

وكان نقص الأرصدة النقدية في الإقتصاد يعرقل قدرة الحكومة على الاقتراض من السوق المحلية لروسيا لتمويل العجز بشدة، وكانت إيرادات ميزانيتها منخفضة سواءً على نحو مطلق، أو بالنسبة لإيرادات الإقتصادات الأخرى التي تمر بمرحلة إنتقال التي بدأت عملية الإصلاح في وقت مبكر، وبدا أن الحكومة الروسية غير قادرة على إقرار التشريعات اللازمة للخفض الشديد في المصروفات الضرورية لاستقرار النقد، وفيما بين عام 1995 والنصف الأول من عام 1998 ناضلت الحكومة ضد القيود المالية الميسرة على مستوى المؤسسات وضد

<sup>1</sup> مايكل كيزر " طرق الهروب من التضخم والركود في الفترة التالية للعهد السوفياتي مجلة التمويل والتنمية صندوق النقد الدولي، العدد: 02 ، 1999، ص: 26.

الإختلالات المالية الضخمة على مستوى الإقتصاد الكلي، و ضد انتهاج سياسة مالية ضعيفة، ونجحت في وضع سياسة نقدية صارمة ولكنها واصلت الصراع مع مشكلاتها المالية المتعلقة بالإقتصاد الجزئي والإقتصاد الكلي. وخلال الفترة 1995-1998 لم تكن مشكلة تحصيل الضرائب تتعلق بالإدارة الضريبية بالمعنى العادي، وإنما كانت صراعا سياسيا بشأن جوهر النظام الإقتصادي الناشئ، وما إذا كان نظاما تنظم فيه العلاقة بين الدولة والمؤسسات عن طريق القانون أو تستمر الأوضاع على حالها وتستند إلى النفوذ السياسي والعلاقات الشخصية، وكانت نتيجة هذا الصراع هي ما يمكن أن نسميه "شبه توازن" حيث استقر عجز الميزانية عند حوالي 6% أو 7% من الناتج المحلي الإجمالي، ولكن لم يكن هناك دعم سياسي كاف لخفض هذا الرقم، ومن الواضح أن عجزاً يمثل هذه الضخامة لا يمكن أن يستمر على المدى الطويل، وقد يستمر عاما أو عامين ولكن ينبغي للحكومة حينئذ خفض المصروفات وإعادة هيكلة العلاقة بين الحكومة والمؤسسات أو نسيان أمر الإستقرار النقدي والخيار الواضح.

### المطلب السادس : الأخطار الراهنة

فيما بين خريف 1997 و أوت 1998 واجهت الحكومة الروسية خياراً بين استراتيجيتين ممكنتين :

**الأولى:** هي إثبات أن لديها الإرادة السياسية لتقييد الميزانية عن طريق إصلاح علاقتها مع المؤسسات الكبرى مثل تلك التي توجد في قطاعات النفط والغاز ومن خلال فرض قيود مالية صارمة.

**الثانية:** هي التخلي عن محاولة وضع سياسات لمحاربة التضخم، ولسوء الحظ لم يكن هناك دعم سياسي كاف لمحاولة تقييد السياسة المالية، وكانت النتيجة التي لا مفر منها هي استمرار القيود المالية الرخوة والسياسة المالية الرخوة والسياسة النقدية الضعيفة.

وقد أوضحت الخطوات الأولى للحكومة الجديدة التي شكلت في سبتمبر 1998 أنها فضلت إلى حد بعيد البديل المالي الرخو، فماذا كانت هذه الخطوات الأولى ؟

**أولا :** تفاوضت الحكومة للتوصل إلى اتفاقات مع كبار دافعي الضريبة، وبذلك أضفت الطابع المؤسسي على عملية تحديد الالتزامات الضريبية ليس عن طريق القانون، ولكن عن طريق الإتفاق.

**ثانيا :** أضفت أيضا الطابع المؤسسي على نظام بدائل النقود بالسماح للمؤسسات بدفع الضرائب عينا ومن خلال إعفاء المؤسسات في القطاع الزراعي من الديون.

ولم تكن هذه مبادرات منعزلة عن بعضها البعض، وإنما كانت جزءاً من سياسة شاملة ينطوي جوهرها على تمكين الصفوة من الاحتفاظ بالسيطرة على ممتلكات ثمينة، ومواصلة إدارة المؤسسات بصرف النظر عن مستوى كفاءتها، في حين تدفع الحكومة الثمن، وهذا ما كان يحدث في روسيا خلال الشهور الخمسة الماضية.

### المطلب السابع : الدروس المستفادة من الأزمة الروسية

إذا كان الاقتصاد الإشتراكي لم يعد ناجحاً، فإن على الحكومة أن تحاول مكافحة التضخم بأسرع ما يمكن ، إذ أن التأخير في محاربة التضخم سيؤدي إلى عواقب أكثر إيلاماً.

إذا واجهت الحكومة حالة التأخر في مكافحة التضخم يتعين عليها إجراء خفض جذري في أوجه العجز في الميزانية.

- يجب التخلي عن وهم إمكانية تمويل العجز من حافظة مالية قصيرة الأجل.

- يجب إيلاء إعتبار لسرعة تأثير نظام سعر الصرف بالتغيرات في أسعار السلع الأساسية.

- يجب أن يكون مفهوماً أن تشديد القيود المالية أمر مهم ليس فقط لتحصيل إيرادات الميزانية ولكن أيضاً للسماح لآليات السوق بأداء عملها مما يفضي إلى زيادة كفاءة الإقتصاد<sup>1</sup>.

## المبحث الخامس : أزمة جنوب إفريقيا

### المطلب الأول: تحليل أزمة جنوب إفريقيا

في منتصف فبراير سنة 1996 مرت جنوب إفريقيا بانخفاض حاد في قيمة عملتها الأجنبية الراند والذي كان مستقراً نسبياً خلال السنوات الثلاث الماضية، وطبقاً لبنك الإحتياط في جنوب إفريقيا فإن الانهيار المبدئي في قيمة الراند كان سببه الإشاعات الكاذبة بشأن صحة الرئيس " نيلسون مانديلا " والإشاعات الأخرى التي تتعلق بإزالة الرقابة على النقد " النقد الأجنبي وسعر الصرف " من جانب البنك المركزي.

<sup>1</sup> مجلة العلم والإيمان - مجلة علمية شهرية شاملة - العدد 27 - نوفمبر 2008 - النظام الرأسمال يعد أيامه الأخيرة بقلم الدكتور بشير مصطفى - عنوان المقالة - روى استنراقاً في ضوء الأزمة الماليّة - الدكتور عبد الحلم غربي ص 44 .

وطبقا لما ورد عن محافظ بنك الاحتياط فإن اندماج جنوب أفريقيا ماليًا في النظام النقدي العالمي قد عرضها لنزوات وأهواء المستثمرين الدوليين، ويبدو واضحا مع ذلك أن الانخفاض في مستوى الاحتياطي من النقد الأجنبي، والتوسع السريع في الائتمان المحلي والعجز في ميزان المدفوعات، كل ذلك ساهم أيضا في فقدان المستثمرين الثقة في قيمة الراند، وقد صاحب الانخفاض المبدئي الذي حدث في فبراير في قيمة الراند تدفقات لرأس المال من جنوب إفريقيا للخارج في مارس وأبريل - وفي الفترة من 13 إلى 29 فبراير تدهور معدل تبادل سعر صرف الراند بمقدار 5.4 % كما انخفض إلى 11 % في الفترة من 29 فبراير وحتى 31 يوليو، وخلال تلك الفترة هُرب ما يقارب من 4.6 بليون الراند من رؤوس الأموال قصيرة الأجل إلى خارج الدولة مما أدى إلى تدهور ثقة المستثمرين في أسواق المال في جنوب أفريقيا.

وكما هو الحال في الأرجنتين، فإن الفترة التي ظهرت فيها الأزمة كانت فترة تماثل لشفاء الاقتصاد، فالإصلاحات السياسية الاقتصادية التي حدثت في جنوب إفريقيا ترتب عليها إنهاء العقوبات الدولية والمقاطعات التجارية. كما كانت بمثابة بداية الاندماج في الاقتصاد العالمي، حيث سعد معدل نمو الناتج القومي الإجمالي من 2.2 % في 1992 إلى 3.3 % في 1995، وكان ارتفاع معدل الربح في الاستثمارات الخاصة حافزًا على التوسع في الفترة من 1994 إلى 1995، ومع ذلك استمر معدل البطالة في التزايد ووصل في بعض التقديرات إلى 33 % في سنة 1995 ولسوء الحظ فإن زيادة معدل النمو في الطلب على الأموال أدى إلى زيادة عمليات خلق الاعتمادات المحلية - وعلى عكس الأرجنتين فإن التدهور في سياسة الإقراض من البنوك لم يهدد بإفلاسها بسبب الوضع السليم للنظام المصرفي وفعالية القيود المفروضة.

ولقد أحدث التوسع الاقتصادي وازدهار الإعتمادات زيادة في حجم الواردات التي تضاعفت في الفترة من 1992 وحتى 1995، ورغم أن صادرات السلع قد تزايدت ونمت بشكل سريع إلا أنها لم تتماشى مع الزيادة في الواردات لأن التدهور الحقيقي في عملة جنوب إفريقيا والذي بلغ تقريبا 4 % جعل السلع لجنوب أفريقيا أقل منافسة في الأسواق العالمية واستجابة لهذه العوامل فإن الحساب الجاري في ميزان المدفوعات لجنوب إفريقيا انتقل من وجود فائض في سنة 1996 إلى عجز يمثل 2.6 % من الناتج القومي الإجمالي في سنة 1995، وتم سد العجز في الحساب الجاري بالفائض في حساب رأس المال، وفي خلال الفترة من يوليو سنة 1994 وحتى ديسمبر 1995 والتي بلغ مداها 18 شهراً جذبت جنوب إفريقيا تدفقات رأسمالية كثيرة، جزء حقيقي وكبير من هذه التدفقات كان في شكل إقراض قصير الأجل أو استثمار في الأسهم في بورصة الأوراق المالية بمدينة جوهانسبورغ.

### المطلب الثاني : تطور الأزمة المالية في جنوب إفريقيا

نتيجة تعاظم أو نمو احتياطي النقد الأجنبي في الدولة في الفترة ما بين أبريل سنة 1994 وحتى ديسمبر سنة 1995 بدأت جنوب إفريقيا في تحرير أسواقها المالية، وبوجه خاص فإن بنك الاحتياطي خفض من أوجه رقابته

على النقد الأجنبي والتحرر المالي وما تبعه من زيادة اندماج جنوب إفريقيا مع أسواق المال العالمية قد أثر على توقيت زمن الأزمة في العملة والتي نجد أنها ربما تطورت بطريقتين على الأقل :

- أن كثرة تدفقات رأس المال للداخل جعلت من الممكن - نتيجة للتحرر المالي - تقدير الراند بأسعار حقيقية في سنة 1994-1995.

- إرتفاع نسبة 5 % على معدلات الفائدة في المدى الطويل على الأوراق المالية المستحقة لخزانة الولايات المتحدة في الأسابيع القليلة الأولى من عام 1996 أدى إلى خفض طلب المستثمر على أدوات الديون في جنوب إفريقيا، وعندما بدأت قيمة الراند في الانخفاض في منتصف فبراير سنة 1996 تدخل بنك الاحتياطي في الأسواق بهدف الحد من عملية انخفاض قيمة العملة، وكانت نتيجة ذلك أن حدث انخفاض بنسبة 40 % في مستوى احتياطي النقد الأجنبي في جنوب أفريقيا.

إن القيود التي فرضتها مشكلة تفاقم البطالة على النواحي السياسية والاقتصادية برهنت بقوة على أنها لا تدعم هذه السياسة - كما أنه خلال الفترة ما بين يناير وسبتمبر سنة 1996 سمحت هذه الطرق للراند بأن يتناقص في قيمته بمقدار 22 % مقابل الدولار الأمريكي<sup>1</sup>، وقد خلفت الأزمة التي حدثت في الراند سنة 1996 اضطرابا في أسواق المال في جنوب إفريقيا واستوجبت تعديلا في العملة الأجنبية التي زادت قيمتها، وفي نهاية العام حدث استقرار لسوق الصرف الأجنبية في جنوب إفريقيا وعاد مركز رأس المال الأجنبي إلى التدفق داخل البلاد مرة ثانية.

### المطلب الثالث : الدروس المستفادة من أزمة جنوب أفريقيا

كان لأزمة العملة في جنوب أفريقيا في سنة 1996 ملامح عديدة واضحة ذات صلة بالأزمات المالية في الدول الأخرى التي تحاول أن تحدث تكاملا واندماجا في أسواق العالم المالية، أهمها :

**أولا:** تحرير رأس المال قد يشجع تدفقه إلى داخل البلاد من قبل مستثمرين أجنبى لفترات قصيرة الأجل والذين يجدوا من السهل عليهم استعادة أموالهم مرة أخرى استجابة للتطورات الاقتصادية والسياسية المحلية والعالمية.

**ثانيا:** المستوى الملائم من احتياطي التبادل الأجنبي هو مستوى هام في الدفاع عن العملة ضد هجمات المضاربين، ولم تكن جنوب إفريقيا في وضع يمكنها من حماية عملتها الراند ضد سلسلة من الهجمات المحققة في أوائل سنة 1996.

**ثالثا:** تقييم العملة الذي ينتج عن تدفقات رأس المال قصيرة الأجل غالبا ما يكون غير مؤكد في المدى الطويل، كما أن قيمة العملة الخارجية قد تنخفض بشكل جوهري عندما يحدث انعكاس أو انقلاب مفاجئ في صافي تدفقات رأس المال للداخل.

<sup>1</sup> الدكتور عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي "العولمة المالية وإمكانات التحكم ( عدوى الأزمات المالية )" مرجع سابق ص 15

**رابعاً:** إن أزمة عملة جنوب إفريقيا من المحتمل أن تكون في أسوأ حالاتها إذا كان النظام المصرفي غير سليم، ورغم أن بنك الاحتياط لم يكن لديه القدرة على منع استنفاد أو استهلاك العملة الراند فإنه كان قادراً على الحفاظ عليها من الإنخفاض وذلك عن طريق تقلص أو انكماش القاعدة النقدية وزيادة معدلات الفائدة<sup>1</sup>. وأخيراً من الشيق والممتع أن نجد أن حالة جنوب إفريقيا على ما يبدو لم يكن لها مضاعفات في الأسواق الأخرى التي ظهرت مؤخراً - وتناقضاً مع أزمة البيزو المكسيكي التي انتشرت بمدى أوسع من الأزمة الأخرى في الأسواق المالية الناشئة والتي تشمل جنوب إفريقيا، فإن المستثمرين لا بد وأنهم أبرزوا مشاكل جنوب إفريقيا في ضمن الأزمات الأخرى للأسواق المالية الناشئة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - الدكتور عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي "العولمة المالية وإمكانات التحكم ( عدوى الأزمات المالية )" مرجع سابق ص 33

<sup>2</sup> - مصطفى الشرقاوي مرجع سابق ص 34

## خاتمة الفصل الثاني

لقد تبين من خلال ما سبق أن الأزمات المالية الدولية التي حدثت نتجت عن البيئة التي نشأت فيها وتفاعلت معها، و تعد البيئة الاقتصادية من أكثر البيئات أهمية في تشكيل طبيعة الأزمات، فهي تعد عاملا مهما في إحداث الكثير من الأزمات، و تعد أزمات بورصات الأوراق المالية و أسواق المال عموما ومن أهم الأزمات التي أثرت و تأثرت بالبيئة الاقتصادية وخاصة النشاط الاقتصادي.

و لقد شكلت الأزمات المالية السابقة أفكار راسخة في الأذهان عن أسبابها و طرق معالجتها والاستفادة منها، لذلك فإن استخدام بورصات الأوراق المالية المنهج العلمي لمسيرتها بات لازما، حيث يعمل المنهج العلمي على قدرة تدعيم احتواء الأزمات و وقف تصاعدها أو تفاديها، و اتخاذ الإجراءات الوقائية و الحماية اللازمة مبكرا، كما أن تحقيق البورصات مبادئ التنمية المتواصلة، يكمن أن يشكل ضمانا أساسيا و ضروريا لتجنب الكثير من الأزمات أو التقليل من أثارها.

# الفصل الثالث

الأزمات المالية وأثرها على

تقلبات أسعار الصرف



## المقدمة :

إن أهم الإختلافات بين التبادل الدولي والتبادل المحلي هو أن تسوية الأول تتم بالعملة الأجنبية في حين يسود التبادل المحلي بالعملة المحلية، ومن شأن هذا التباين في أنواع العملات المستخدمة أن يقود إلى بروز مشكلة نقدية لدى الأقطار المختلفة مؤداها، كيفية قياس هذه القيم النقدية، وكيف يتم معادلتها ومن ثم تسويتها، من هنا تأتي أهمية دراسة الصرف الأجنبي وذلك لمعالجة المسائل المتعلقة بتعدد العملات، ومدى قبولها عالميا، وبالتالي تحويلها فيما بينها في خضم المعاملات الإقتصادية المالية والتجارية التي تجري في مختلف أقطار العالم سواء كانوا أفراد أم شركات أم بنوك، وتتعرض أسعار صرف عملات الأقطار المختلفة - عادة - إلى تقلبات مستمرة متسببة في ذلك تغيرات ومخاطر في معاملاتها الإقتصادية الدولية، وهو الوضع السائد في الاقتصاد الدولي.

فسعر الصرف يمثل بالنسبة لكثير من البلدان النامية مقياسا حقيقيا لنجاح الحكومة في إدارة الاقتصاد الكلي ولهذا فإن تدخل الحكومة بإدارة سعر الصرف يقلل من الحركات الحادة لهذا الأخير ويساعد على تفادي الآثار السلبية الناجمة عن هذا التقلب الحاد، وأن الوصول إلى إيجاد سبيل صحيح وسليم لإدارة أسعار الصرف في أي دولة يساعد على تهدئة الأسواق المظطربة وبالتالي الوصول إلى تراكم كافي لاحتياطيات الصرف الأجنبي مما يكون ثقة لدى المستثمرين الأجانب وتقوية القدرة على سداد الدين واستعادة القدرة على الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية. وللاعتبارات السابقة الذكر أصبح تركيز الاقتصاديين المعاصرين ومتخصصي المالية الدولية منصبا على دراسة نظم أسعار الصرف وظهرت نظرية جديدة في هذا المجال وهي فرضية الركن ( **corners hypothesis** ) التي ما زالت محل جدل واسع وعرضة لاختبارات متواصلة ومتلاحقة والتي توصي بضرورة إتباع أحد النظامين إما نظام التثبيت الصارم أو نظام التعويم الحر وتوصي بالابتعاد التام عن الأنظمة الوسيطة.

## المبحث الأول : سعر الصرف

المطلب الأول : سعر الصرف (تعريفه، أشكاله ، طرق التنبؤ به)

### الفرع الأول : تعريف سعر الصرف

هو السعر الذي تُقيم به العملة المحلية بالنسبة إلى العملة الأجنبية، ولذلك فإن سعر الصرف يلعب دوراً مهماً في النشاطات الاقتصادية الخارجية التي تقوم بها أي بلد، سواء كان ذلك النشاط تجارياً أو استثمارياً، حيث أن سعر الصرف يحتل مركزاً محورياً في السياسة النقدية، حيث يمكن أن يستخدم كهدف أو كأداة أو ببساطة كمؤشر، كون أن سعر الصرف يمثل التكاليف والأسعار سواء داخل البلد أو خارجه، فإنه يمكن أن يستخدم كمؤشر على تنافسية البلد وبالتالي على ميزان المدفوعات في النهاية، ويمكن أن يكون سعر الصرف كهدف للسياسة النقدية من أجل تحقيق معدلات معينة في التضخم أو النشاط الاقتصادي أو ميزان المدفوعات.

### الفرع الثاني : أشكال سعر الصرف

1. **سعر الصرف الإسمي** : هو مقياس لقيمة عملة بلد ما والتي يمكن مبادلتها بقيمة عملة بلد آخر، يتم تبادل العملات أو عمليات شراء أو بيع العملات حسب أسعار هذه العملات بين بعضها البعض، ويتم تحديد سعر الصرف الإسمي لعملة ما تبعاً للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما، ولهذا يمكن لسعر الصرف أن يتغير تبعاً لتغير الطلب والعرض وبدلالة نظام الصرف المعتمد في البلد، فارتفاع سعر عملة ما يؤشر على الإمتياز بالنسبة للعملات الأخرى.

2. **سعر الصرف الحقيقي** : يعبر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وبالتالي يقيس القدرة على المنافسة، وهو يقيد المتعاملين الاقتصاديين في اتخاذ قراراتهم، فمثلاً ارتفاع مداخل الصادرات بالتزامن مع ارتفاع تكاليف إنتاج المواد المصدرة بنفس المعدل لا يدفع إلى التفكير في زيادة الصادرات لأن هذا الارتفاع في العوائد لم يؤدي إلى تغيير في أرباح المصدرين وإن ارتفعت مداخلهم الإسمية بنسبة عالية.

3. **سعر الصرف الفعلي** : يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، وبالتالي مؤشر سعراً لسعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية، ونستعمل في حساب سعر الصرف الفعلي مؤشرات مختلفة مثل : مؤشر لاسبيرز للأرقام القياسية

$$TCNE = [ \sum p Zp Xpo (ept / ert ) / \sum p xpo (epo / ero ) ] * 100$$

### الفرع الثالث: طرق التنبؤ بأسعار الصرف

تتفرع طرق التنبؤ بسعر الصرف إلى طرق أساسية المرتكزة على النظريات المفسرة لأسعار الصرف، والطرق التقنية التي تنقسم بدورها إلى طرق بيانية وأخرى إحصائية.

**1. تقنيات التنبؤ باستخدام الإقتصاد القياسي :** تركز نماذج الإقتصاد القياسي على تحديد علاقة ثابتة بين بعض التغيرات الإقتصادية وسعر الصرف ومن أهم هذه المتغيرات نجد:

■ **سعر الصرف والتضخم:** تستند هذه العلاقة على نظرية تعادل القدرة الشرائية التي صاغها في البداية ريكاردو (1772-1823) ثم قام بتطويرها الإقتصادي السويدي غوستان كاسل وركز على مبدأ بسيط مفاده أن "قيمة العملة تتحدد على أساس قدرتها الشرائية ومن ثم فإن سعر الصرف التوازني يجب أن يعبر عن تساوي القدرة الشرائية الحقيقية للعملة المعنيتين". وبالرغم من هذا النموذج أثبت قدرة كبيرة على التنبؤ بأسعار الصرف في المدى الطويل إلا أنه يعاب عليه في ما يلي:

- تركز نظرية تعادل القدرة الشرائية، على فرضيات غير واقعية منها فرضية توفر منافسة حرة وكاملة في الإقتصاد الدولي وعدم وجود تكاليف التنقل وحقوق الجمارك.  
- بعض الدراسات التجريبية أكدت على وجود فوارق هامة بين سعر الصرف المتوقع للنموذج، وسعر الصرف المسجل في المدى القصير مما يؤكد على أن هناك عوامل أخرى، كمعدلات الفائدة، الأحداث السياسية والإقتصادية تتدخل في تحديد سعر الصرف في المدى القصير.<sup>1</sup>

■ **سعر الصرف ومعدل الفائدة:** بافتراض عدم وجود حواجز جمركية فإن مردودية التوظيف في دولتين مختلفتين يجب أن تتساوى، وهذا ما يضمن من جهة أخرى أن الفرق بين معدل الفائدة ما بين إقتصاد ما وباقي الإقتصاديات يساوي معدل إرتفاع أو إنخفاض قيمة العملة في المستقبل بمعنى آخر إذا كان معدل الفائدة على العملة A أكبر من المعدل المطبق على العملة B فإن قيمة هذه الأخيرة سوف تتحسن بالمقارنة مع قيمة العملة A حتى يتم إلغاء فروقات الفائدة بفروقات الصرف، لأن بقاء الفروقات في المردودية من الناحية النظرية سوف يؤدي إلى حدوث عمليات تحكيم فيما بين العمليتين، هذه النظرية أدت إلى ظهور مفهوم خصم التأجيل وعلووة التعجيل وإعتبار سعر الصرف لأجل أحسن وسيلة للتنبؤ بأسعار الصرف غير أن الدراسات التجريبية أكدت على أنه بالرغم من هذه النظرية تسمح بالتنبؤ بميل التغيير (الإنخفاض أو الإرتفاع) إلا أن الصحيحة المستحقة في التنبؤ بأسعار الصرف منخفضة حيث أنها في المتوسط لا تتعدى 55%.

■ **سعر الصرف وميزان المدفوعات:** تعتبر أهم أرصدة ميزان المدفوعات سواء تعلق الأمر برصيد التجارة الخارجية أو رصيد المعاملات الجارية أو رصيد ميزان القاعدة عوامل مفسرة لتغير سعر الصرف في المدى المتوسط، فحدوث عجز في الميزان التجاري يؤدي بالضرورة إلى إنخفاض سعر الصرف الأثر المعاكس نلاحظه في حالة إنخفاض عجز ميزان المعاملات الجارية، أهمية هذه الأرصدة تزيد باعتبار أن لها علاقة مع التضخم ومعدلات الفائدة، فالملاحظة أن الدولة التي تتميز بمعدل تضخم مرتفع تجد صعوبات كبيرة في تصدير منتجاتها إلى تأثير الميزان التجاري، والعكس في حالة معدل تضخم منخفض ، كما أن معدلات الفائدة هي التي تحكم حركة

<sup>1</sup> - د/ عبد المجيد قدي- المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية - ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر. 2004/2003 ص 126-127

تدفق رؤوس الأموال في المدى الطويل والقصير وهي محتواة في ميزان القاعدة، فلقيام بعملية التنبؤ المستندة على الأرصدة المذكورة سابقا فإنه يجب مراقبة مجموعة من المؤشرات المرتبطة بالحسابات الخارجية والتي يمكن إجمالها في خمسة معدلات :

- معدل إرتفاع وإنخفاض الإحتياطيات الرسمية للدولة.

- معدل تغطية الصادرات للواردات.

- معدل زيادة عرض النقود.

- معدل توسيع الصادرات وتنوعها.

- معدل حزمة اليمين.

فبتتبع تطور مختلف هذه المؤشرات من الممكن أن نستخلص مجموعة من المنبهات والدلالات على تغيير مرتقب لسعر الصرف.<sup>1</sup>

**2. الطرق التقنيّة:** يركز التحليل التقني لسعر الصرف على أن هذا الأخير في الفترة لا يعبر عن كل المعلومات المتوفرة ومن ثم فإنه من الممكن بعد دراسة سليمة سابقة لأسعار الصرف أن نستخرج مجموعة من الأشكال التي تتكرر، وعلى أساسها يمكن معرفة السلوك المستقبلي لسعر الصرف.

**3. التنبؤ عن طريق التحليل البياني :** يركز التحليل البياني على النظرية **CH.downs** لأول مرة على مؤشرات البورصة وتعتمد على ملاحظة السلوك السابق لسعر الصرف ومحاولة إستخراج بعض المعالم التي تساعدنا على تحديد السلوك الذي سوف يحدث مستقبلا (المتغيرات) ومن أجل القيام بعمليات التنبؤ بيانيا يجب:

- إختيار طريقة العرض البياني

- تحليل واستنباط النتائج من الأشكال.

**4.التنبؤ عن طريق التحليل الإحصائي :** يهتم التحليل الإحصائي بمعالجة سلسلة زمنية لأسعار الصرف قصد

إستخراج مؤشرات دالة على ميل هذا السعر ومن الطرق التي تستخدم هي، المتوسطات المتحركة والتذبذب

<sup>2</sup>.L'oscillateur

## المطلب الثاني: أنظمة سعر الصرف

### الفرع الأول: نظام سعر الصرف الثابت Fixed Exchange Rate

**1. الربط بعملة مفردة :** يربط البلد عملته بعملة رئيسية مثل الدولار الأمريكي أو الفرنك الفرنسي (اليورو حالياً)،

ولا تتدخل السلطات المختصة في تحديد سعر الربط أو تقوم بتحديد سعر الربط إلا في حالات معينة، ويلاحظ أن

<sup>1</sup> - د/ عبد المجيد قدي- المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية مرجع سبق ذكره ص 128-129  
<sup>2</sup> - د/ الطاهر لطرش- تقنيات البنوك- ديوان المطبوعات الجامعية - الجزائر (2005) الطبعة الخامسة ص 104.

الربط بعملة مفردة ثابت بالنسبة لعملة الربط فقط، حيث تعتبر العملة من الناحية العملية معومة بالنسبة لجميع العملات الأخرى.

2. الربط بسلة من العملات : يتم اختيار نظام الربط بسلة من العملات المتاحة، مثل حقوق السحب الخاصة وسلة العملات الأخرى، التي تركز عادة على عملات أهم الشركاء التجاريين للبلد.

### 3. مزايا سعر الصرف الثابت:

- إذا اتسم بالاستمرارية فإنه يساعد الفعاليات الاقتصادية على التخطيط والتسعير وبالتالي يساعد على تطوير الاستثمارات والتجارة الدولية.

- يضع سعر الصرف الثابت قيوداً أو محددات على السياسة النقدية الداخلية، فإذا كان وضع هذه السياسة يخرج عن نطاق سياسة الدولة المربوطة بها هذه العملة، يمكن أن يحدث هروب لرؤوس الأموال أو تدفقها على هذه البلد مما يتطلب تدخل البنك المركزي، إن تدفق الأموال يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع التضخم، وهروب رؤوس الأموال يؤدي إلى نفاذ الاحتياط من العملة الأجنبية، ينظر على هذه المحددات بأنها أداة ردع مقيدة للسياسات التي تكون غير منسجمة مع الدولة الركييزة.

- سعر الصرف الثابت يكون مفضلاً عندما يكون النظام المالي غير متطور إلى الحد الذي لا يسمح بممارسة سياسة السوق النقدية.

### 4. عيوب سعر الصرف الثابت:

- إذا لم يحظى سعر الصرف الثابت بالمصادقية الكاملة فإنه يمكن أن يكون عرضة للمضاربة، وهذا يمكن أن يكون له نتائج وخيمة على الاستقرار النقدي وعلى الاحتياطات للعملة الأجنبية.

- ليس بمقدور الحكومة أو البنك المركزي الإدعاء بمعرفة السعر التوازني للعملة أكثر من السوق.

- عدم فعالية السياسة النقدية لأن الهدف الأول للسلطات هو الحفاظ على سعر الصرف.

- الإبقاء على سعر الصرف ثابت يتطلب من البنك المركزي الجاهزية باستمرار للتدخل في أسواق سعر الصرف وبهذا السعر.

### الفرع الثاني: نظام سعر الصرف المَعوم: Floating Exchange Rate

يترك لسعر الصرف حرية التغير بشكل مستمر عبر الزمن، بما يتفق وقوى السوق، ويقتصر تدخل السلطات في هذه الحالة على التأثير على سرعة التغير في سعر الصرف فقط، وليس الحد من ذلك التغير.

#### ⊠ مزاياه:

- يقرر سعر الصرف بعوامل السوق وبالتالي فهو الأنسب في التوزيع الأمثل للموارد.

- لن يكون هناك فرصة للمضاربيين لعمل أرباح على حساب البنك المركزي.

- يكون فعالاً للتعامل مع الصدمات الخارجية وبالتالي تكون السياسة النقدية منصبة على تحقيق الأهداف الداخلية للاقتصاد.
- إن الطلب والعرض على العملة المحلية يكون متوازناً في السوق، ولا يكون البنك المركزي ملزماً بالتدخل بشكل عام لا تتأثر المجملات النقدية بالتدفقات الخارجية، وبالتالي يمكن ممارسة السياسة النقدية بشكل مستقل وبمعزل عن السياسات النقدية لدول أخرى.

#### ⊠ عيوبه:

- نادراً ما تعمل قوى السوق بشكل كامل، هناك مخاطر من **Overshooting** والذي قد تؤدي إلى أن يكون سعر الصرف بمستوى لا تبرره الأساسيات الاقتصادية.
- إن مسار سعر الصرف المستقبلي يكتنفه الغموض وبالتالي يؤدي إلى خلق مصاعب لعملية التخطيط والنشاط الاقتصادي، ويمكن تفادي ذلك من خلال التحوط باستخدام المشتقات إلا أن ذلك ينطوي عليه كلفة.
- يمكن أن يساء استخدام استقلالية السياسة النقدية، فمثلاً عدم وجوب قيام الحكومة بمنع انخفاض العملة يمكن أن يؤدي إلى سياسات حالية ونقدية تضخمية.

## المبحث الثاني : تقلبات سعر الصرف

## المطلب الأول : مفهوم تقلبات سعر الصرف Volatilité

- التقلبات في أسعار الصرف: **Volatilité** كما تدل عليه الترجمة هي القابلية والسرعة في التبخر والتطاير حيث أن مالية حركة الصرف أدت إلى عدم الاستقرار والفجائية والسرعة في تقلب سعره، هذا التقلب في ظل الصرف المرن أو المعوم يعكس فروقات ذات أهمية يصعب تسييرها تصل إلى 15% ± من السعر النسبي<sup>1</sup> والمثير ليس فقط هذه النسبة إنما الاستقلال التام عن متغيرات أساسية كفروقات أسعار الفائدة، اختلال التوازن في ميزات المدفوعات وحتى فروقات الأسعار على السلع و الخدمات، لكنه يرتبط بالحجم الهائل لتحويلات الصرف، هذه التقلبات في أسعار الصرف هي محصلة عمليات الصرف المضاربية وحتى التدفقات الرأس مالية بغرض المضاربة على الأصول المالية وهي في ذات الوقت محفز لها حيث تغذي التقلبات حركات المضاربة في مسار دوري ينتهي عادة بانتهاء عملة معينة أو عملات.

ما حدث في سوق الصرف من لا ضبط وتقلبات في الأسعار هو بالتأكيد في صالح مقتنصي الأرباح لكنه ليس كذلك بالنسبة للدول التي لم يعد متاحا لها جذب وتحفيز الاستثمارات من خلال الأدوات التقليدية في السياسة الكينزية) النقدية والمالية ولا حتى تشجيع الصادرات بالخفض التنافسي للعملة) خارج التكتلات والاتفاقيات (أمام ضغط المضاربة حتى مع أسعار صرف مثبتة.<sup>2</sup>

هذه الدول أصبحت في مواجهة مثلث اللاتوافق (Triangle d'incompatibilité) مع الانفتاح وفي ظل لا يمكن ضمان في الوقت نفسه:

-حرية رؤوس الأموال والانضباط على حركتها.

-الاستقرار النقدي وسعر صرف ثابت أو مستقر.

-القدرة على دفع الإنعاش الاقتصادي، أو على الأقل استبدال هذا الهدف<sup>3</sup>.

## المطلب الثاني : تفسير التقلبات في سعر الصرف بمتغيرات نقدية

**الفرع الأول : نموذج الاندفاع السريع لسعر الصرف overshooting** : ومن أهم تلك الدراسات دراسة **R. Dornbusch (1976)** وفي تلك الدراسة يقدم ما يسمى نموذج الاندفاع السريع لسعر الصرف **overshooting** الذي يقدم تفسيراً للتغيرات الكبيرة والملاحظة في سعر الصرف نتيجة التغير في العرض النقدي في ظل مجموعة من الافتراضات هي حرية انتقال رأس المال، وبطء التعديل في أسواق السلع بالمقارنة بسرعة التعديل في أسواق الأصول المالية، وتناسق التوقعات، واندفاع سعر الصرف ينتج من التفاوت في سرعة التعديل بين أسواق السلع وأسواق الأصول المالية وسوق الصرف الأجنبي. فالزيادة في العرض النقدي —مع ثبات العوامل الأخرى علي

<sup>1</sup> Brunhoff (De) S—L'instabilité monétaire internationale, in Chesnais François Mondialisation financière :Genève, coûts et enjeux Syros, Paris, 1996 p 35.

<sup>2</sup> Senarclens (De) P,la mondialisation, théorie, enjeux et débats,Dalloz,Paris,2002, p 106.

<sup>3</sup> أمير السعد، مقارنة نظرية حول رأس المال والتجارة الدولية، الملتقى الدولي الأول حول الجزائر والنظام العالمي الجديد للتجارة، عنابة، أفريل 2002

حالتها- تؤثر علي سعر الصرف في ظل نظام أسعار الصرف المرنة، وهذا الأثر الكلي ينتج عن ثلاثة آثار جزئية هي<sup>1</sup>:

أ- يترتب علي التوسع النقدي تخفيض مباشر في سعر الصرف.

ب- يترتب علي التوسع النقدي ، ارتفاع في المستوي العام للأسعار، نتيجة التعديلات التي تحدث في سوقي الإنتاج والنقد، وقد يكون هذا الارتفاع في الأسعار مصحوبا بارتفاع في سعر الصرف، وهذا يشير إلي أن سلوك كل من المستوي العام للأسعار وسعر الصرف قد يكونا متناسقين، ولكن هذا الارتفاع في سعر الصرف لا يلغي الأثر الأول المباشر.

ج- الأثر المباشر لسعر الصرف علي التضخم المحلي، حيث أن سعر الصرف هو القناة التي ينتقل من خلالها أثر التوسع النقدي إلي الطلب الكلي.

ويفترض نموذج **Dornbusch** أن الأصول المالية المقيمة بالعملة المحلية بديل كامل للأصول المقيمة بالعملة الأجنبية، وبالتالي يزيد سعر الفائدة علي الأصول المالية المحلية عن سعر الفائدة في الخارج بمقدار المعدل المتوقع لانخفاض قيمة العملة، وسعر الصرف قصير الأجل دالة في مستوي الأسعار قصير الأجل، في ظل مستوى معين للأسعار طويل الأجل ومستوي معين لسعر الصرف طويل الأجل، فارتفاع المستوي العام للأسعار يفضي إلي زيادة الطلب علي الأرصة النقدية الاسمية، فيرتفع سعر الفائدة المحلي، وبالتالي تندفق رؤوس الأموال إلي الداخل، ويرتفع سعر الصرف قصير الأجل للعملة المحلية.

ويقرب الاقتصاد من التوازن طويل الأجل عند سعر الصرف طويل الأجل ومستوي الأسعار طويل الأجل، بدرجة أسرع كلما:

- انخفضت درجة حساسية الطلب النقدي بالنسبة لسعر الفائدة.

- ارتفعت حساسية الطلب الكلي لسعر الفائدة وارتفعت مرونة الطلب السعرية للإنتاج الكلي المحلي.

**ويصاغ Dornbusch الفرض الأساسي التالي:**

"يترتب علي السياسة النقدية التوسعية في الأجل الطويل زيادة تناسبية في كل من سعر الصرف والمستوي العام للأسعار، وأن تلك الزيادة تتوقف علي حساسية الطلب النقدي بالنسبة لسعر الفائدة، وحساسية الطلب الكلي بالنسبة لسعر الفائدة والمرونة السعرية للطلب الكلي".

**الفرع الثاني: النموذج النقدي The monetary Approach لسعر الصرف :** ومن أهم النماذج التي

ركزت علي تفسير التخيرات في سعر الصرف بمتغيرات نقدية هو النموذج النقدي **The monetary Approach** لسعر الصرف **(Dernburg,1988)** ، ويبدأ النموذج النقدي من ميزانية البنك المركزي (أو السلطة النقدية) ،

<sup>1</sup> اختبار النموذج النقدي كمفسر لسعر الصرف الحقيقي للجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي "" مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية ، العدد الأول، المجلد الواحد والثلاثون، مارس:1994 ص10.



فالتزامات البنك المركزي تتمثل في القاعدة النقدية بصفة أساسية، وفي جانب الأصول توجد الأصول الأجنبية التي تشمل علي احتياطات الصرف الأجنبي والذهب، وكذلك تشمل علي الأصول المحلية وبالتحديد الائتمان المحلي. فإذا كانت  $(X)$  هي الصادرات،  $(V)$  هي الواردات،  $(i^*)$ : سعر الفائدة علي الأصول المالية الأجنبية،  $(F)$ : الأصول المالية الأجنبية التي تمتلكها الوحدات الاقتصادية الوطنية،  $(\Delta R)$  الزيادة في الاحتياطات الخارجية،  $(\Delta D)$ : الزيادة في الائتمان المحلي،  $(K)$ : فائض حساب رأس المال، فإن معادلة ميزان المدفوعات تصبح :

$$(X - V) + i^* F + K = \Delta R$$

ومن مطابقة ميزانية البنك المركزي التالية:

$$\Delta R + \Delta D = \Delta B$$

فإن الزيادة في القاعدة النقدية  $(\Delta B)$ ، تتحقق من التوسع في الائتمان المحلي  $(\Delta D)$  أو تحقيق زيادة في الاحتياطات  $(\Delta R)$  التي تنتج عن تحقيق فائض في ميزان المدفوعات، فالفائض في ميزان المدفوعات يتطلب قيام السلطات بشراء صرف أجنبي بالعملة المحلية لتثبيت سعر العملة المحلية مقومة بالعملات الأجنبية، فتزيد كمية العملة المحلية المتداولة، ومع ثبات العوامل الأخرى علي حالها، يزداد المكون المحلي للقاعدة النقدية، ومع ثبات المضاعف النقدي، يزداد العرض النقدي.

وطبقا للنموذج النقدي، فإن الخطوة الأولى لممارسة السياسة النقدية التقيدية، في ظل ثبات أسعار الصرف هي تحديد مستوي هدفي للتغير في ميزان المدفوعات  $(\Delta R)$ ، ثم تصميم السياسة النقدية التي تجعل العجز لا يتعدى المستوي الهدفي، حتى لا يتقلب سعر صرف العملة المحلية.

والخطوة الثانية: هي تحديد المقدار الذي سيزيد به الطلب الكلي في هذا البلد ثم تصمم السياسة النقدية في ظل ثبات سعر الصرف كما يلي، يتم تخطيط التغيرات في رصيد النقود عالية القوة (القاعدة النقدية) أي  $(\Delta B)$  بحيث تكفي- في ظل قيمة معينة للتوسع النقدي المضاعف- لتحقيق الرصيد النقدي الذي يكفي بالضبط لمقابلة الزيادة المتوقعة في الطلب علي النقود.

وبذلك فإن المقادير المخططة للتغير في الاحتياطات  $(\Delta R)$  والتغير في القاعدة النقدية  $(\Delta B)$  يحددان للسلطات النقدية مقدار الائتمان المحلي الذي يتوافق مع هدف ميزان المدفوعات، والنمو المتوقع في الطلب علي النقود، ومن ثم فإن السياسة النقدية التي يقترحها النموذج النقدي هي: "قيد مقترح علي توسع الائتمان المحلي" وهذا القيد يتمثل في فرض سقف علي الائتمان، وتبني هذا القيد يساعد البنك المركزي علي تجنب إغراء توسيع الائتمان المقدم إلي الحكومة والقطاع الخاص في مواجهة سعر الفائدة أو عجز الميزانية الحكومية.

ففي ظل محاولة البنك المركزي تثبيت سعر الصرف، فإن البنك المركزي يركز علي تحسين ميزان المدفوعات من خلال تخفيض الائتمان المحلي، أي اتباع سياسة نقدية تقيدية، ففي ظل اقتصاد ينمو وبه بعض التضخم، فإن الطلب على الأرصدة النقدية الاسمية يزداد، فإذا تم إبطاء توسع الائتمان -عن طريق سياسة نقدية تقيدية- سيظهر

فائض طلب علي النقود، فيرتفع سعر الفائدة، وينخفض الإنفاق المحلي وبالتالي ينخفض الطلب علي السلع القابلة للتصدير والسلع المستوردة، ويحدث التحسن في ميزان المدفوعات.

وتعاني كثير من الدول النامية حاليا من تقلب أسعار صرف عملاتها واحتياطياتها الدولية، تلك التقلبات تحدث إما في ظل نظام التعويم المدار الذي يتميز بتدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي، أو في ظل نظام الربط الزاحف **Crawling peg system** حيث يقوم البنك المركزي بتحديد سعر الصرف لعملة البلد ثم يتم تغييره من آن إلي آخر، وهذا النظام يعتبر نوعا من الربط القياسي مع القطاع الخارجي<sup>1</sup>.

وتوضح دراسة Blejer and Leiderman (1981, pp.132-151) أن الزيادة في معدل توسع الائتمان المحلي تقضي عموما إلي ارتفاع التضخم وتخفيض الاحتياطيات الدولية وتدهور سعر صرف العملة المحلية، والمتغيرات النقدية المحلية لها أثر مباشر أكبر علي التضخم المحلي وأثر مباشر أصغر علي ميزان المدفوعات، كلما ارتفع نصيب السلع غير الداخلة في التجارة في الإنفاق الكلي.

وتقدم دراسة Faust and Rogors(2000) دليلا تجريبيا علي دور صدمات السياسة النقدية في تفسير سلوك سعر الصرف، ونتائج الدراسة تشير إلي أنه ربما يكون هناك تأخير في اندفاع سعر الصرف فتقرر الدراسة أن تغيرات أسعار الصرف متقلبة وصعبة التفسير، ويتشكك الاقتصاديون منذ زمن في أن صدمات السياسة النقدية قد تلعب دورا في تفسير هذا السلوك.

**-هل سعر الصرف يندفع سريعا بعد الصدمة النقدية؟** لقد تمكنت دراسة **Faust and Rogors** من التوصل إلي أن

سعر الصرف يندفع سريعا علي مسار قيمته طويلة الأجل استجابة للصدمة النقدية (الزيادة في العرض النقدي بصفة أساسية)، ولكن القمة تحدث بعد حوالي سنتين ، فالزيادة المتوقعة في الرصيد النقدي تسبب تغيرا في سعر الصرف أولا بحيث يندفع بعيدا عن مركزه التوازني طويل الأجل ، والتركيز في هذه الدراسة علي أثر السياسة النقدية علي مستوى الأسعار الأجنبي، وتوضح الدراسة أن التغير في سعر الصرف يفشل في عزل الأسعار الخارجية المتوقعة وغير المتوقعة عن الرصيد النقدي للبلد المحلي مما قد يسبب انخفاضا في مستوى الأسعار المحلية، و يثير مشكلة للبلد الأجنبي الذي يهتم بالسياسة الاستقرارية التي تستهدف إيجاد مسار لسعر الصرف أثناء الأزمات المالية بعد أن هجرت الدول الآسيوية نظام أسعار الصرف المربوطة واتبعت نظام تعويم مستقل) حسب تصنيف IMF لنظم صرف هذه الدول عام 2000 ( فبمجرد اتباع التعويم وفي بداية الأزمة، انخفضت أسعار عملات هذه البلدان سريعا، مما أدي إلي حدوث تضخم مرتفع وأزمة للقطاع المصرفي وأثار ميزانية سالبة، ولذلك أوصى خبراء صندوق النقد الدولي بأن الاستجابة الملائمة للسياسة النقدية هي اتباع سياسة نقدية توسعية، حيث كانوا يرون أن السياسة النقدية التقييدية تفشل في تدعيم العملة لأن رفع سعر الفائدة يخفض ثقة المستثمرين، ويخفض قدرتهم علي سداد القروض إلي البنوك مما يضعف النظام المصرفي، فالإفلاس المصرفي الدولي الذي أنتشر بعد الأزمة أدي خروج المستثمرين الأجانب من المنطقة، كما أن الدائنين منهم أجبروا علي مد أجل القروض حتى لو

<sup>1</sup> اختيار النموذج النقدي كمفسر لسعر الصرف الحقيقي للجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي "" مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، مرجع سابق ص 12.

كانوا غير راغبين في ذلك<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث : تفسير أثر تقلبات سعر الصرف على المتغيرات الاقتصادية

#### الفرع الأول: أثر تغير سعر الصرف على الصادرات

- تغير سعر الصرف يؤثر في ربحية الشركات التي تمارس التجارة الخارجية.
- إن تخفيض سعر الصرف الاسمي يؤدي إلى تخفيض سعر الصرف الفعلي الحقيقي.
- يؤدي هذا بدوره إلى تغيير الأسعار النسبية للصادرات والواردات.
- إن تخفيض سعر الصرف يزيد من ربحية الشركات المصدرة حيث دخل الشركات المصدرة بالعملة المحلية يرتفع.

- هذا يحث الشركات إلى رفع درجة استغلال الطاقة المتاحة وإلى زيادة الاستثمار في المدى المتوسط، كذلك ارتفاع سعر الصرف الفعلي قد يكون له اثر معاكس ويقلل من درجة استغلال الموارد وتقليص الاستثمار.
- ومن الأمثلة الشائعة في الحالة الأخيرة هو ما واجهه الاقتصاد البريطاني في السبعينات على أثر ارتفاع قيمة الجنيه الاسمي والحقيقي، واللذين أديا إلى إقفال نحو 20 بالمائة من قطاع التجارة الخارجية في بريطانيا.

#### ▪ إن تجاوب العرض مع تخفيض سعر الصرف يتأثر بمدى المنافسة في الأسواق العالمية :

- إذا كانت المنافسة كاملة (Perfect Compétition) ترتفع الصادرات حيث أن الأرباح المتحصلة في المرحلة الأولى ستؤدي إلى زيادة عدد الشركات (أو إنتاج الشركات) التي تنتج السلع المصدرة.
- من المتوقع كذلك أن ينخفض سعر السلع المصدرة بالعملة الأجنبية.
- أما في حالة المنافسة غير الكاملة (Imperfect Compétition) فمن المتوقع أن زيادة الإنتاج من السلعة المصدرة سيكون أقل بالمقارنة مع حالة المنافسة الكاملة حيث أن تجاوب العرض للتغير في الأسعار سيكون أقل.
- النتيجة:** وهكذا فإن تجاوب الإنتاج والأسعار لتغير سعر الصرف سيكون أقل كلما انخفضت المنافسة في الأسواق العالمية.

#### الفرع الثاني: أثر تغير سعر الصرف على الواردات

- تخفيض سعر الصرف يكون له أثر إيجابي على إنتاج السلع البديلة للواردات.
- أسعار الواردات ترتفع بنسبة أعلى من ارتفاع أسعار السلع المحلية البديلة وهذا بدوره يحفز زيادة الإنتاج من السلع البديلة للواردات لتلبية زيادة الطلب المحلي على بدائل الواردات.
- إن مدى تجاوب إنتاج السلع البديلة للواردات سيتأثر بقدرة القطاعات على تكثيف استعمال الموارد المتاحة وزيادة الاستثمار في هذه القطاعات.

<sup>1</sup> اختبار النموذج النقدي كمفسر لسعر الصرف الحقيقي للجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي "" مرجع سابق ذكره

- وهذه تتأثر بدورها بمدى تأثير الأسعار المحلية بتغيير سعر الصرف كلما كان أثر التخفيض أقل على الأسعار المحلية كلما كان تجاوب الإنتاج المحلي أقل.
- بعض الدراسات على الدول الصناعية وجدت تفاوت كبير لأثر التخفيض على الأسعار المحلية من دولة إلى أخرى في ألمانيا تقدر بنحو 24% أي أن تخفيض بمقدار 8.4% يكون له أثر 2% زيادة في الأسعار أما في اقتصاد الولايات المتحدة فقد قدر اثر التخفيض بنحو 16% إن الأثر يكون اكبر كلما ارتفع اعتماد البلد على التجارة الخارجية ، وفي اليابان بلغ أثر تغير سعر الين نحو 80% على الأسعار المحلية.
- تغير سعر الصرف ( التخفيض ) يجعل القطاعات المصدرة جذابة ليس فقط للاستثمار المحلي، وإنما أيضا للاستثمار الأجنبي.
- تغير سعر الصرف يؤثر ايجابيا في الاستثمار المباشر الأجنبي وخاصة في الدول النامية في إنتاج السلع المصدرة والسلع البديلة للواردات.
- هذا بدوره يزيد من رأس المال المتاح في الدول التي تخفض أسعار الصرف ويؤدي بدوره إلى زيادة الإنتاج وإلى تحسين وضع ميزان المدفوعات
- زيادة الاستثمار الأجنبي في قطاع التجارة الخارجية يكون له آثار ايجابية على القطاعات الأخرى في الاقتصاد

### الفرع الثالث: أثر تغير سعر الصرف على الطلب المحلي

- قد يؤدي تخفيض سعر الصرف أيضا إلى خفض الطلب المحلي والذي قد يفوق اثر تحول الإنفاق-(Expenditure Switching).
- إن تخفيض سعر الصرف يؤدي إلى زيادة الأسعار المحلية والتي بدورها تخفض الدخل الحقيقي (Real balance effect) وهذا بدوره يخفض ، الطلب المحلي والإنتاج.
- وكذلك قد يؤثر تخفيض سعر الصرف على توزيع الدخل، التخفيض يؤدي إلى خفض قيمة الأصول المالية المحلية مقارنة بالأصول الأجنبية.

### الفرع الرابع: أثر تغير سعر الصرف على العرض

- يؤثر تغير سعر الصرف بتكلفة الإنتاج وخاصة للسلع التي تعتمد إلى حد كبير على السلع الوسيطة المستوردة.
- ارتفاع أسعار السلع المستوردة بالعملات المحلية بسبب تخفيض سعر العملة يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلع الوسيطة وإلى انخفاض الإنتاج.
- قد يؤدي تخفيض سعر صرف العملة إلى زيادة في الأجور والرواتب، وينتج ذلك من الضغوط العمالية للمحافظة على القدرة الشرائية للأجور والرواتب ، وهذا يزيد التكلفة وقد يؤدي إلى خفض الإنتاج إذا كانت الزيادة في تكلفة العمالة الحدية تفوق الإنتاج الحدي للعمالة.

### الفرع الخامس: أثر تغير سعر الصرف على المستوى العام للأسعار

A. أثر تغير سعر الصرف على أسعار الواردات

$$Pm^* = K(R^*, pf^*) \dots \dots \dots (1)$$

$$1 \geq K > 0$$

$pf^*$  = التغير النسبي في أسعار الواردات بالعملة الأجنبية

$R^*$  = التغير النسبي في سعر الصرف

$K$  = مقدار ثابت

$Pm^*$  = التغير النسبي في أسعار الواردات بالعملة المحلية

الحالات :

1.  $K$  تقترب من واحد صحيح إذا نجح المستوردون بتحويل اثر تغير سعر الصرف إلى زيادة في سعر السلعة محليا.

2.  $K$  تقترب من صفر إذا لم ينجح المستوردون بتحويل اثر تغير سعر الصرف إلى زيادة في سعر السلعة محليا.

B . أثر تغير سعر الواردات على CPI

$$Pc = (a1h w + amh pm)(1+\textcircled{C}) \dots \dots \dots (2)$$

حيث :

$Pc$  = اسعار السلع المحلية

$w$  = معدل الاجور

$Pm$  = اسعار الواردات بالعملة المحلية

$a1h$  = مدخلات العمل لكل وحدة من منتجات السلع المحلية

$amh$  = مدخلات الواردات لكل وحدة من منتجات السلع المحلية

$\textcircled{C}$  = معامل الهامش الربح

من ناحية أخرى فإن تغير معدل الأجور يتوقف على معدل ( $w$ ) تغير الأسعار المحلية ( $Pc$ ) وكذلك على معدل الإنتاجية والتي يمكن التعبير عنها بمعدل نمو الناتج الحقيقي.

$$\Delta \ln(wt) = w\Delta(\ln pct) + p\Delta \ln(yt) \dots \dots (3)$$

حيث :

**Y**: الناتج المحلي الاجمالي

بعد دمج المعادلتين 2 و3 ووضعها في صورة مختصرة نحصل على :

$$\Delta \ln(wt) = b_0 + b_1 \Delta \ln(pft * rt) + b_2 \Delta \ln(yt) \dots \dots (4)$$

حيث :

**Lnpct**: التغير المئوي في الاسعار على اساس CPI

$$pf * r = pm$$

**C**: أثر تغير سعر الصرف على مخفض إجمالي الناتج المحلي :

$$Py * y = PC * H + Px * X - Pm * M \dots \dots (5)$$

حيث :

**Y**: اجمالي الناتج الحقيقي

**Py**: المخفض الضمني لاجمالي الناتج المحلي

**PC**: مؤشر سعر السلع المحلية او CPI

**Px**: مؤشر سعر الصادرات

**Pm**: مؤشر سعر الواردات

**X**: الصادرات الحقيقية

**M**: الواردات الحقيقية

نقسم المعادلة 5 على y فنحصل على :

$$Py = \frac{PC * H}{y} + \frac{Px * X}{y} - \frac{Pm * M}{y} \dots \dots (6)$$

إذا افترضنا ثبات نسب الإنفاق الحقيقي إلى الناتج الحقيقي يمكن أن نحصل على:

$$\frac{\Delta Py}{Py} = \frac{\Delta PC}{Py} \times \frac{H}{y} + \frac{\Delta Px}{Py} \times \frac{X}{y} - \frac{\Delta Pm}{Py} \times \frac{M}{y}$$

$$\frac{\Delta P_y M}{P_y} = \frac{\Delta P_C M}{P_C} \times \frac{P_C H M}{P_y Y} + \frac{\Delta P_x}{P_x} \times \frac{P_x X}{P_y Y} - \frac{\Delta P_m M}{P_m} \times \frac{P_m M}{P_y Y}$$

..4.....1.....2.....3

حيث أن :

- 1: الوزن النسبي للسلع المحلية في إجمالي الناتج المحلي.
- 2 : الوزن النسبي للصادرات في إجمالي الناتج المحلي.
- 3 : الوزن النسبي للواردات في إجمالي الناتج المحلي.
- 4: التغير المئوي في مخفض أسعار الناتج المحلي .

D. أثر تغير سعر الصرف على ميزان المدفوعات :

- 1- الأثر على الواردات الحقيقية : يؤثر تغيير سعر الصرف في الواردات الحقيقية من خلال الأسعار النسبية للواردات كما يظهر في المعادلة التالية :

$$MR = F(GDPR, \frac{P_m}{P_y})$$

حيث أن:  $\frac{P_m}{P_y}$  = السعر النسبي للواردات بالنسبة للأسعار المحلية

$$\text{\$ } P_m * R = P_m$$

2 - الأثر على الواردات الإسمية:

$$M_t = M_{t-1} + (1 + \frac{\Delta M}{\Delta M_{t-1}}) (1 + \frac{\Delta R_t}{\Delta R_{t-1}})$$

ومن هنا فان سعر الصرف ينعكس في كل من قيمة الواردات الحقيقية والواردات الاسمية.

3. الأثر على الصادرات الحقيقية :

$$R = F(GDPR, \frac{P_x}{P_y})$$

حيث  $\text{\$ } P_m * R = P_x$

$$= \frac{\text{السعر النسبي للصادرات بالنسبة للأسعار}}{P_y}$$

4. الأثر على الصادرات الاسمية:

$$X_t = X_{t-1} \left(1 + \frac{\Delta x_{Rt}}{x_{Rt} - 1}\right) \left(1 + \frac{\Delta R_t}{R_t - 1}\right)$$

**المبحث الثالث: أثر تقلبات سعر الصرف على النمو الاقتصادي**

**المطلب الأول: التأثير المباشر لأنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي**

يقترح Bailliu أن تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي إما أن يكون بشكل مباشر أو غير مباشر، فيحدث الأثر المباشر من خلال آليات التي تعمل على الحيلولة أو التخفيف من اثر الصدمات على المتغيرات الاقتصادية الكلية وصولا للاستقرار الاقتصادي، أما الأثر غير المباشر فيتم عن طريق تأثير الأنظمة على المحددات الأساسية للنمو كالتجارة الدولية، الاستثمار، تدفق رؤوس الأموال، وتطور القطاع المالي، وبناءا على ذلك تم تنظيم التأصيل النظري على هذه الصورة ، حيث أن محور النقاش سيكون للنظاميين القسويين، النظام الثابت والنظام المرن، على افتراض تزايد حركة رؤوس الأموال عالميا، ولان بعض الاقتصاديين يرون بان النظامين هما الأكثر استخداما .

**الفرع الأول : النظريات المفسرة لتأثير تقلبات سعر الصرف على النمو الاقتصادي**

إتجه عديد من إقتصاديي الأدب التقليدي القديم إلى تقديم النظريات التي رأوا فيها أثرا لأنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي نتيجة اختلاف الآليات الالتقائية التي تعمل على تعديل الاضطرابات الداخلية والخارجية، ومن ابرز منظري الأدب التقليدي Friedman 1953 الذي دافع بنظريته عن النظام المرن، Mundell 1961 and Mckinnon 1963 اللذان قدما نظرية المساحة النقدية optimum currency Area ووضحا من خلالها أهم مزايا وعيوب كل نظام Mundell and Fleming اللذان قدما نموذجا يوضح مدى الاختلاف بين النظاميين القسويين استجابة للتغيرات النقدية والحقيقية، وأخيرا poole 1970 الذي حدد النظام الأفضل بناءا على تكرار نوع الصدمة ، وفيما يلي شرح مفصل لكل تلك النظريات :

**1. نظرية Friedman:** حسب رأيه هناك العديد من التغيرات التي تؤثر على التجارة الدولية وميزان المدفوعات،

ومنها ما هو حقيقي مثل تغير المناخ وتغير التقنية وأذواق المستهلكين، ومنها ما هو نقدي مثل حدوث التضخم والكساد في الدول الأخرى، تؤدي تلك التغيرات الحقيقية إلى حدوث فائض أو عجز في ميزان المدفوعات مما ينعكس على أسعار الصرف أو على المتغيرات الاقتصادية الكلية الأساسية حسب نوعية نظام الصرف المتبع، وذلك لإتمام عملية التعديل التي يفترض فيها أن تكون واحدة في الأجل الطويل بشرط مرونة الأسعار المحلية والأجور.



فإذا كان نظام سعر الصرف هو النظام المرن الذي تتحدد فيه قيمة العملة بقوى العرض والطلب، فإن التأثير الأولي لأي خلل لميزان المدفوعات سوف ينعكس على أسعار الصرف، حيث أن الفائض العرضي في ميزان المدفوعات (فائض الطلب على العملة المحلية) سيؤدي إلى انخفاض سعر الصرف، والعجز في ميزان المدفوعات (فائض عرض على العملة) يؤدي إلى زيادة سعر الصرف، فتتم عملية تعديل ميزان المدفوعات بواسطة تغير أسعار الصرف عن طريق تعاملات المضاربين والتجارة الدولية.

فإذا كان المدخرون المحتملون والفاعلون للعمليات المحلية يغيرون أرصدهم مع تحركات أسعار الصرف، فإن وجود فائض في ميزان المدفوعات ومن ثم انخفاض في سعر الصرف (ارتفاع قيمة العملة Appreciation) سيدفع مدخري العملات المحلية إلى تغيير أرصدهم إلى عملات أجنبية، وهم بذلك سيعرضون عملات محلية لتلاقي الفائض في الطلب على العملة، أما في حالة وجود عجز في ميزان المدفوعات ومن ثم زيادة في سعر الصرف (تدهور قيمة العملة Depreciation) فإن مدخري الأرصدة الأجنبية سيغيرون مدخراتهم إلى عملات محلية بقصد إعادة بيعها عندما يرتفع سعرها، وبالتالي فإن عمليات التحويل للعملة المحلية ستعمل على زيادة الطلب المنخفض على العملة والتقليل من العجز المتوقع حدوثه في المستقبل .

وبالنسبة لعملية التعديل عن طريق التجارة الدولية، فإن ارتفاع قيمة العملة نتيجة وجود فائض في ميزان المدفوعات سيجعل السلع الأجنبية رخيصة في السوق المحلي، بالرغم من تغير الأسعار المحلية، كما أن السلع المحلية أغلى في السوق الأجنبي رغم عدم تغيير الأسعار الأجنبية، وبالتالي ستزيد الواردات وتنخفض الصادرات وهكذا يعدل العجز العرضي، ويشترط لنجاح هذه الآلية تحقق شرط مارشال ليرنر MARSHALL LERNER CONDITION الذي يقضي بأن يكون مجموع مرونة الطلب السعرية على الصادرات ومرونة الطلب السعرية على الواردات أكبر من واحد صحيح، وكما يشترط أن يكون الاقتصاد في وضع أقل من التوظيف الكامل، لأنه في حالة التوظيف الكامل ستؤدي زيادة الصادرات إلى زيادة تكاليف الإنتاج وبالتالي ارتفاع المستوى العام للأسعار، وهو بالتالي ما سيقبل من فائدة تخفيض قيمة العملة.

وفي ظل هذا الوضع يشترط لتشابه آليتي تعديل أسعار الصرف والأسعار المحلية أن تكون مرونتها متساوية، وبذلك يكون اختلاف نتائجهما على الاقتصاد المحلي ضئيلة جداً، غير أن فريدمان يرى خلاف ذلك، فمستويات الأسعار جامدة خاصة في اتجاهها نحو النزول، وحتى المرونة نحو الارتفاع فليست كل الأسعار مرنة بالتساوي، بينما في حالة النظام المرن فإن سعر الصرف يكون مرناً بالفعل ولذلك، ولذلك فإن جمود الأسعار والدرجات المختلفة ولذلك فإن جمود الأسعار والدرجات المختلفة من المرونة للارتفاع ستؤدي إلى تشويه عملية التعديل استجابة للتغيرات الخارجية، وسينتج عن التعديل تغيراً جذرياً للأسعار في بعض القطاعات ومن ثم التغيير الجذري للإنتاج في القطاعات الأخرى .

وبالإضافة لآلية الأسعار المحلية تحت نظام الصرف الثابت هناك آليات أخرى تعمل مع نفس النظام كآلية الدخل وآلية أسعار الفائدة، حيث تعمل هاتان الآليتان بشكل مكمل للآلية الأساسية للتعديل تحت نظام الصرف الثابت، فتعمل آلية الدخل في حالة العجز العرضي في ميزان المدفوعات إلى تخفيض الأجور الحقيقية والتي بدورها تؤدي

إلى تخفيض الطلب على الواردات وهكذا يعدل العجز العرضي، ولكن فريدمان يرى بأن هذه الطريقة غير جيدة لمواجهة الصدمات الخارجية خصوصاً إذا كانت مستمرة وقوية، فقد ينتج عنها بطالة بالإضافة إلى تخفيض الأجور، وفي هذه الحالة فإن استمرار الضغط لتخفيض الأجور سيؤدي إلى فترة طويلة من الانكماش يتبعها خسارة كبيرة على الاقتصاد إلى أن يحص التعديل.

أما آلية تغير أسعار الفائدة فتعمل من خلال أثر عجز أو فائض ميزان المدفوعات على عرض النقود ومن ثم على أسعار الفائدة، ففي حالة عجز ميزان المدفوعات سينخفض عرض النقود المتداولة أي انخفاض السيولة نتيجة خسارة الاحتياطيات من العملات الأجنبية مما يدعم أسعار الفائدة إلى الإرتفاع، وإرتفاع أسعار الفائدة بدوره يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية بتدفق رأس المال إلى الداخل، وبالتالي يعدل جزءاً من عجز ميزان المدفوعات، ومن الممكن أن يؤدي انخفاض كل من عرض النقود وانخفاض الدخل نتيجة انخفاض الاستثمار مع ارتفاع سعر الفائدة إلى انخفاض الأسعار المحلية وهكذا يعزز تعديل الجزء المتبقي من العجز، أما بالنسبة لحالة فائض ميزان المدفوعات فتتم بالعكس .

ومع أن آلية تعديل أسعار الفائدة تعتبر مرغوبة للأنظمة المعتمدة على تغير مستوى الأسعار، إلا أنه لا يمكن الاعتماد عليها لوحدها، فآلية أسعار الفائدة تأتي في المقام الثاني لآلية تعديل الأسعار المحلية، بمعنى أنها تقوم بتسهيل عملها.

## 2. نظرية منطقة العملة المثلى Optimum Currency Area : يصف Mundell 1961 and Mckinnon منطقة

العملة المثلى بأنها المنطقة التي توفر أفضل عمليات التكيف استجابة للإضطرابات الداخلية والخارجية، وتكمن أهميتها في توضيح مدى التعارض بين نظام الصرف المرن والثابت، ومنطقة العملة هي مجموعة من الدول الأعضاء التي ترتبط عملاتها الوطنية بالنظام الثابت، وبالمقابل ترتبط عملات الدول الأعضاء في المنطقة النقدية بنظام صرف مرن.

وللتوضيح نفترض أن هناك دولتين A و B في منطقة نقدية، كل دولة تنتج سلعة، وبافتراض حدوث انخفاض الطلب على السلع المنتجة في الدولة A وزيادته في الدولة B فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة البطالة في الدول A مما يخفض مستوى الأسعار، أما في الدولة B فإن زيادة الإنتاج نتيجة زيادة الطلب ستؤدي إلى زيادة الأجور ومن ثم زيادة مستوى الأسعار.

في ظل هذا الوضع فإن الحل يختلف سواء كان عنصر العمل قادر على التنقل بين دولتين أم لا، فإذا كانت قدرة عنصر العمل على التنقل مرتفعة فإن مشكلة الدولتين ستحل بهجرة العمالة من الدولة A إلى الدولة B وبالتالي لن يكون هناك حاجة لتغيير الأسعار (أسعار الصرف أو مستوى الأسعار)، أما إذا كانت قدرة عنصر العمل على التنقل محدودة فإن الحل يكمن في تغير سعر الصرف الحقيقي بين الدولتين (آلية تعديل الأسعار).

فإذا كان سعر الصرف الحقيقي في الدولة A هو  $E \times \frac{p^b}{p^a}$  حيث  $E^*$  :

**E** : سعر الصرف الاسمي بين المنطقتين (سعر وحدة من عملة الدولة B مقابل وحدات من عملة الدول A)، و  $p$  مستوى السعر المحلي لكل دولة، فمن أجل إزالة البطالة في الدولة A يجب أن ينخفض سعر صرفها الحقيقي ، ويتطلب ذلك أن تكون الأسعار المحلية مرنة حيث ستخفض  $p$  للدولة A وترتفع  $p$  للدولة B، بينما إذا كانت مستويات الأسعار غير مرنة، فإن المشكلة سوف تستمر حتى تنهار منطقة العملة ويسمح لسعر الصرف الاسمي بالتغير بين الدولتين.

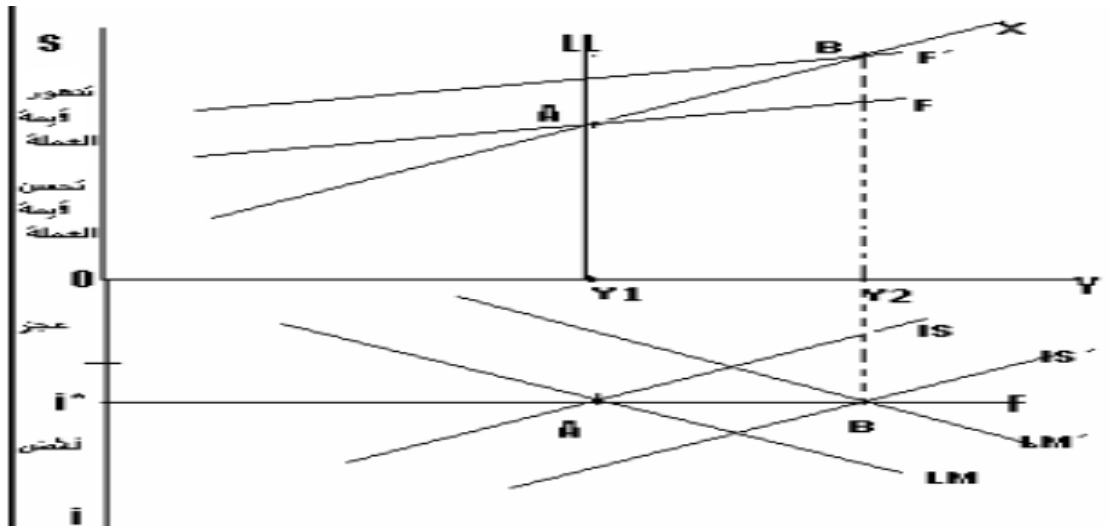
فالعامل المحوري لنجاح منطقة العملة هو الدرجة العالية لتتنقل عناصر الإنتاج داخل المنطقة، حيث يؤدي وجود هذا العامل إلى التقليل من تذبذب الأسعار المحلية وأسعار الصرف داخل المناطق، ويتحقق هذا الشرط تحصد الدول الأعضاء المكاسب من انخفاض حالة عدم تأكد أسعار الصرف التي تعمل على زيادة التخصص في الإنتاج وتدفق التجارة والاستثمار بين الدول الأعضاء، وبالتالي يمكن الاستفادة من اقتصاديات الحجم ووفرات الإنتاج. ومن أهم التكاليف التي قد تنتج عن منطقة العملة هي تغير سعر الصرف الحقيقي التوازني، في حالة جمود الأجور الاسمية والأسعار عند التعرض لصدمة، لأنه في حالة التحرك الأجور والأسعار بسرعة فإن سعر الصرف الحقيقي التوازني يمكن الوصول إليه بسرعة وبالتالي لن يكون هناك حاجة لتحرك العملة، بينما في حالة جمود الأجور الإسمية والأسعار فإن حدوث الصدمة ستؤدي إلى ارتفاع معدل البطالة وانخفاض الإنتاج ( إذا كانت الصدمة سلبية).

**3. نموذج Mundell Fleming**: طور نموذج Mundell-Fleming من قبل Fleming and Mundell 1968 بالإعتماد على نموذج IS/LM باعتبار التعامل مع اقتصاد منفتح وتحت نظم مختلفة لسعر الصرف الثابت والمرن ومن الجدير بالذكر أن النموذج يعمل في الأجل القصير، لأن Mundell 1968 جادل بأن عملية التعديل ستكون واحدة في الأجل الطويل مع اختلاف إمكانية التوازن في الأجل القصير.

ويستخدم لغرض التحليل The Base-line Fleming- Mundell Model الموضح في الشكل :

الشكل قم 17 : علاقة الدخل مع سعر الصرف ومرآة معكوسة Mirror-image لنموذج is/lm في علاقة

الدخل مع سعر الفائدة



المصدر :هالوود سبول ، وماكدونالد رونالد" النقود والتمويل الدولي" ، ترجمة محمود حسن حسني وونيس فرج عبد العال دار المريخ

2007 ص 129

الجزء العلوي من الشكل يبين علاقة الدخل مع سعر الصرف ويعبر المنحنى  $x$  عن توازن سوق السلع، فمع زيادة الدخل تتدهور قيمة العملة، ويعبر المنحنى  $ll$  عن توازن سوق النقد  $i = i^*$ .

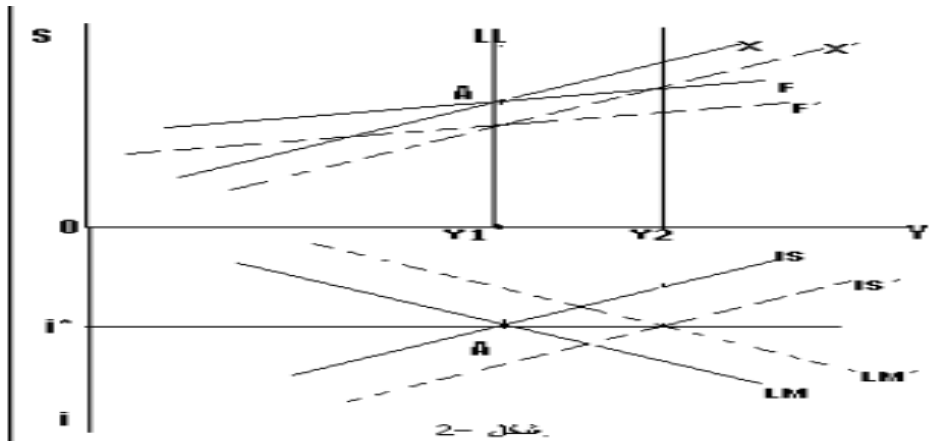
ويشير منحنى  $F$  إلى وضع توازن ميزان المدفوعات، حيث يمثل بخط ذو ميل موجب ليعكس علاقة الدخل مع سعر الصرف عند تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، فمع زيادة الدخل يتدهور وضع ميزان التجارة مما يضغط على قيمة العملة بالانخفاض، كما يمكن أن يزحف للأعلى أو للأسفل ليعكس تدفق رأس المال للخارج أو للداخل .

أما الجزء السفلي من الشكل فهو مرآة معكوسة Mirror-image لنموذج  $is/lm$  في علاقة الدخل مع سعر الفائدة حيث  $IS$  يمثل توازن سوق السلع و  $LM$  يمثل توازن سوق النقود، أما المنحنى  $F$  فيمثل توازن ميزان المدفوعات في حال تساوي سعر الفائدة المحلي  $i$  مع سعر الفائدة الأجنبي  $i^*$  عند التقاء المنحنى  $IS$  مع منحنى  $LM$  وبافتراض حدوث صدمة نقدية تتمثل بانخفاض سعر الفائدة نتيجة زيادة عرض النقود (إتباع سياسة نقدية توسعية بزيادة الائتمان المحلي كأحد مكونات القاعدة النقدية ) سيزحف منحنى  $LM$  إلى اليمين  $LM'$  ما يشكل عجزا في ميزان المدفوعات نتيجة تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج أي انتقال من  $F$  إلى  $F'$ .

وعلاج ذلك العجز في ظل نظام مرن سيتم عن طريق تدهور قيمة العملة ، مما يحدث التحسن في الميزان التجاري وفق شرط مارشال ليرنر، وبالتالي يزيد الناتج ويزحف منحنى  $IS$  إلى  $iS'$  يمينا عند مستوى الدخل التوازني أعلى  $Y2$  ومستوى توازني جديد لميزان المدفوعات وبهذا يكون النظام المرن قد عظم من أثر الصدمة النقدية.

أما في ظل النظام الثابت، فان انخفاض سعر الفائدة وتدفق رأس المال إلى الخارج لن يؤدي إلى تدهور قيمة العملة، ولذلك تقوم السلطات النقدية بشراء عملتها من سوق المال مما يفقدها احتياطياتها، فيخفض عرض النقود ويعود منحنى  $LM'$  إلى  $LM$  وبهذا يكون الطلب الكلي قد عزل ضد الصدمة النقدية.

الشكل رقم 18 : حدوث صدمة حقيقية بزيادة الطلب الكلي



المصدر: هالوود سبول ، وماكدونالد رونالد" النقود والتمويل الدولي" نفس المرجع السابق

أما في حالة حدوث صدمة حقيقية، تتمثل بزيادة الطلب الكلي (سياسة مالية توسعية عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي) فإن زيادة الدخل ومن ثم زيادة الطلب على النقود ستؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة، فيحدث فائض في ميزان المدفوعات بزيادة تدفق رأس المال إلى الداخل (انتقال المنحيين  $X$  و  $IS$  إلى  $X'$  و  $IS'$  يمينا). ويجري التعديل تحت النظام الثابت عن طريق زيادة عرض النقود ليلاقي كمية طلب النقود المرتفع لمنع ارتفاع قيمة العملة (ينتقل  $LM$  إلى  $LM'$  إلى يمين  $LM$ ) وبالتالي يتحقق التوازن عند مقدار إضافي من الدخل، ونستدل من ذلك أن الصدمة الحقيقية ستكون متفاقمة في ظل نظام صرف ثابت. أما عملية التعديل تحت النظام المرن فنتم عن طريق ارتفاع قيمة العملة، الذي سوف يحدث بدوره عجزا في الميزان التجاري، وبالتالي ينخفض الطلب الكلي فينخفض الناتج مما يلغي الزيادة الأولية في الطلب الكلي (يعود منحى  $IS'$  إلى وضعه في السابق) وبذلك يخفف من أثر الصدمة الحقيقية في حالة النظام المرن.

إن النتائج السابقة لنموذج Mundell–Fleming خاصة بحالة الحرية الكاملة لرأس المال، أما في حالة تقييد حركة رأس المال فإن النتائج سوف تختلف، حيث قدمت اقتراحات أخرى لـ Fischer 1977 على ضوء نموذج Mundell–Fleming تشير إلى عكس ما ذكر، فعند تعرض الاقتصاد لصدمة طلب كل ايجابية يؤدي الأمر إلى عجز ميزان التجارة في حال تقييد حساب رأس المال، وبالتالي فإن التعديل تحت النظام الثابت ستم عن طريق خسارة الاحتياطيات ومن ثم انخفاض عرض النقود، وبذلك يتم تعديل الصدمة جزئيا بينما التعديل تحت النظام المرن فإن العجز سيؤدي إلى تدهور قيمة العملة بالتالي ستزيد الصادرات مما يعظم من أثر الصدمة.

**4. مقترحات Pool:** ظهرت مقترحات Pool سنة 1970 مع عدد من في تفضيل النظام الأنسب بالتركيز على خصائص الصدمات المتكررة التي يتعرض لها الاقتصاد، حيث رأوا بأفضلية أداء نظام الصرف الثابت لتحقيق استقرار الناتج في مواجهة الصدمات النقدية المحلية وذلك بسبب تعديله الآلي لعرض النقود ليتكيف مع التغيرات في الطلب على النقود دون التعرض للجانب الحقيقي من الاقتصاد، بينما يعتبر أداء النظام المرن أفضل في مواجهة الصدمات الحقيقية المحلية بسبب ما يسمح به من تغير السعر النسبي ومن ثم إعادة تخصيص الموارد.

**المطلب الثاني : التأثير غير المباشر لأنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي**

**الفرع الأول : الأثر غير المباشر لأنظمة سعر الصرف من خلال مستوى الانفتاح التجاري**

تؤكد أدبيات النمو على العلاقة الايجابية بين مستوى التجارة والنمو الاقتصادي ، حيث يرى Barro and Sala-i-martin 1995 and Edward 1993 بلن الانفتاح التجاري يؤدي إلى زيادة معدل نمو الاقتصاديات خصوصا في الدول النامية، فالانفتاح يزيد من قدرة الاقتصاد على امتصاص التقدم التقني و يتيح الانفتاح أيضا أسواق جديدة تمكن من الاستفادة من اقتصاديات الحجم ووفقا لاقتراح Jensen and Wong 1997 تؤدي الفوائد الناتجة من زيادة الانفتاح إلى

تسربات إيجابية إلى القطاعات الغير مصدرية، ولذلك يمكن القول بأن أثر الأنظمة على الانفتاح يمكن ترجمته إلى النمو<sup>1</sup> .

والاعتقاد السائد على العلاقة هو زيادة معدل الانفتاح مع النظام الثابت، فهو يعمل على تخفيض كل من تقلب سعر الصرف وحالة عدم التأكد مما يخفض من تكاليف التجارة وبالتالي زيادة حجمها، وتكمن مخاطر عدم تأكد سعر الصرف وتقلبه بتكلفة تحويل العملات المحلية إلى العمليات الأجنبية، فإذا لم تغط تلك المخاطر رغم أن التغطية بذاتها قد تتضمن تكلفة فليق انخفاض قيمة العملة المحلية قد تتضمن خسارة لبعض مكاسب المصدرين وزيادة أرباح الموردين، بالإضافة إلى ذلك فلن عدم توفر مصداقية للسياسة النقدية تحت النظام المرن سيؤدي إلى زيادة معدل التضخم، مما يحد من تخصيص الإنتاج وهكذا ستخفض التجارة الدولية. ويتحقق المصدقية تقل احتمالية حدوث الأزمات مع الدول الأكثر انفتاحا، حيث أن تزايد الاستثمار في القطاعات المصدرية سيجعل التسعير بالعملة الأجنبية بالتالي يقلل النظام الثابت من احتمالية تأثر فاتورة عوائد المصدرين لانخفاض قيمة العملة، كما أن الديون بالعملات الأجنبية ستكون أقل عرضة للارتفاع، بمعنى أن النظام الثابت يعزل أثر الانخفاض على الفاتورة.

### الفرع الثاني: الأثر غير المباشر من خلال الاستثمار

وفقا لرأي ghosh (1997) يمكن أن تؤثر الأنظمة على النمو من خلال تراكم عناصر الإنتاج، ولذلك يرى ghosh بأن تراكم رأس المال سيكون أعلى تحت النظام الثابت، ويرجع ذلك إلى انخفاض حالة عدم التأكد، التي تعمل على زيادة معدل الاستثمار، فبحكم الخصائص التي يتسم بها النظام الثابت من توفير المصدقية وانخفاض معدل التضخم والحد من تقلب سعر الصرف وتقلب سعر الفائدة فإن معدل الاستثمار سيكون أعلى نظرا لانتقاء المخاطرة أو لانخفاض تكلفة التغطية، ومن مؤيدي تلك الفكرة dornbush (2001) الذي يقترح بأن التضخم الأقل وانخفاض حالة عدم التأكد المرتبطة بالنظام الثابت سيخفض من خطر أزمات العملة مما سيزيد من معدل الاستثمار، ويؤكد huizinga (1994)، bell and campa (1997) وجود علاقة سلبية بين عدم تأكد سعر الصرف ومعدل الاستثمار، بالإضافة إلى aizenman (1994) الذي أشار بأن النظام الثابت يؤدي إلى استثمار أعلى كنتيجة لتخفيض حالة عدم تأكد سعر الصرف وتخفيض تقلب سعر الفائدة الحقيقي.

### الفرع الثالث: الأثر غير المباشر من خلال التدفقات الداخلة إلى رأس المال

يقترح baiiliu (2000) بأن التدفقات الداخلة لرأس المال قد تساهم في النمو الاقتصادي، لأنها قد تؤدي إلى زيادة معدل الاستثمار المحلي والتسربات الإيجابية الناتجة عن تلك الاستثمارات كانتقال التكنولوجيا والمهارات مع الإستثمارات الأجنبية، غير أن ذلك مرهون بمستوى تطور القطاع المالي بشكل عام في تقديم وظائف مهمة كتعبئة المدخرات والمساعدة في تخصيص رأس المال وتسهيل إدارة المخاطر، وبالتالي فإذا كانت علاقة تدفقات رأس

<sup>1</sup> [http://www.oppc.pna.net/mag/mag22/new\\_page\\_12.htm](http://www.oppc.pna.net/mag/mag22/new_page_12.htm)

المال محققة فإن تأثير الأنظمة على النمو يمكن أن يحدث من خلال التأثير على حجم ونوعية التدفقات الرأسمالية الدولية<sup>1</sup> .

#### الفرع الرابع: الأثر غير المباشر من خلال مستوى تطور الأسواق المالية والمؤسسات النقدية

من المعروف أن تواجد الأسواق المالية المتطورة يساعد في الحصول على مميزات الأنظمة المرنة فالنظام المرن يرتبط بالتقلب المتزايد لسعر الصرف الإسمي وهو بالتالي ما سيخفض الاستثمار والتجارة الدولية لذا فإن النظام المرن سيكون أفضل إذا اقترن بنظام مالي متطور يساعد على امتصاص صدمات سعر الصرف، ويكون ذلك بتزويد الأدوات الوقائية وتغطية مخاطر العملة، فقد أشار Bordo and Flandreau (2001) بأن العديد من الدول التي لديها أنظمة مالية متطورة تميل إلى تبني نظام صرف مرن.

#### المطلب الثالث : دراسة أثر تقلبات سعر الصرف على الدول النامية

اعتمدت الدراسات على ربط معدلات النمو بمتغيرات عدة ومنها سعر الصرف بالاستناد إلى نموذج اقتصادي كالتالي:

$$M - P = \alpha y - Bi \quad \text{حيث:}$$

$$Y = Bi + \tau q + \delta(W - Pc) \quad M : \text{العرض النقدي}$$

$$q = e + p^* - p \quad Pc : \text{الاسعار المحلية}$$

$$Pc = P(1 - n)P + n(e + p^*) \quad P : \text{مخفض الناتج القومي}$$

$$Y = -\theta(W - P) \quad p^* : \text{الاسعار العالمية}$$

$$W : \text{الاجور الاسمية}$$

$$i : \text{سعر الفائدة الاسمي}$$

$$q : \text{سعر الصرف الحقيقي}$$

$$e : \text{سعر الصرف الاسمي}$$

وبالاستناد إلى هذا النموذج نستطيع ربط الإنتاج بأسعار الصرف :

$$Y = a_0 + a_1m + a_2q + a_3 wr$$

✓ الإنتاج الحقيقي يتأثر: سعر الصرف الحقيقي (q) بالنقد الحقيقي (m) الأجور الحقيقية (Wr)

✓ يتأثر الإنتاج أيضا من خلال تأثير سعر الصرف على الطلب لصافي الصادرات.

<sup>1</sup> Agrasoy, Emre. "How Important is the Choice of Exchange Rate Regime for Economic Growth in Emerging Market Economies?." McGill University (2006), Available at: www.mof.go.jp/english/asem/aseme03 P. 6-9



- ✓ كذلك يؤثر تغير سعر الصرف في أسعار السلع والأجور الحقيقية.
- ✓ قد يكون لأثر تغير الأسعار على القوة الشرائية وعلى الأجور الحقيقية أثر إيجابي أو سالب على الإنتاج وهذا يرتبط بمدى سلبية/ إيجابية الأثر الصافي لكل متغير.

## المبحث الرابع : الأزمات المالية ومشكلة اختيار نظام سعر الصرف المناسب

### المطلب الأول : نظرية الركن corners hypothesis

#### الفرع الأول : مفهوم النظرية

شكل تكرار الأزمات المالية في الدول النامية خلال التسعينات ظاهرة مثيرة للإهتمام والقلق وترجع أسباب ذلك إلى أن أثارها السلبية كانت خطيرة وحادة وهددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية، كما أنها تعتبر نتيجة حتمية للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول.

وتشير تقارير صندوق النقد الدولي إلى أنه في خلال فترة 1980 - 1999 تعرض أكثر من ثلثي الدول الأعضاء في الصندوق لأزمات مالية ومصرفية حادة، كما أن وتيرة تلك الأزمات تكررت وتلاحقت عالميا وفي ظل هذا الوضع المالي الدولي المتأزم ظهرت عدة جهات نظر بخصوص نظر أسعار الصرف المتبعة التي حاولت إيجاد حل لأزمات العملة التي ميزت العقد الماضي.

إن وضع تصنيف سليم لخصائص أنظمة الصرف إجراء لا بد منه لتحديد ورسم المنهج السليم الذي ينبغي للدول أن تتبعه من أجل تقادي نشوب أزمات العملة، ولهذا السبب إعتمدت الدراسات التجريبية الحديثة لسعر الصرف على خطة صندوق النقد الدولي التي حددت فئات أنظمة سعر الصرف القطرية خلال الفترة 1975 إلى 1998 ومن أهم النتائج المترتبة على النطاق الحالي لفئات أنظمة سعر الصرف تزايد الجدل القائم حول أفضلية النظام المتبع، وانقسم الاقتصاديون إلى فريقين :



1. فريق يؤيد ضرورة إتباع إما نظام الربط المحكم – الركن الأول – أو التعويم الحر – وهو ما يعرف بنظرية Corners Hypothesis أو نظرية القطبية الثنائية<sup>1</sup>.

2. فريق يؤيد الإستمرار في إتباع الأنظمة الوسيطة أي أنظمة الربط الميسر أو التعويم الموجه. فاختيار سعر الصرف التعويم أو الربط يعتبر من أقدم الأسئلة في الاقتصاد النقدي الدولي والتي عادت إلى النقاش بحدّة في الوقت الحالي خاصة بعد توالي حدوث أزمات العملة في العشرية الماضية ونجد من أهم الاقتصاديين الذين اهتموا بدراسة هذه المشكلة S.Fisher و Jeffrey Frankel والذان يعتبران مؤسسي نظرية الركن. وتعود أصل نظرية الركن لـ B. Eichengreen 1994 حيث دفعته إلى التفكير وصياغة هذه النظرية أزمة 1992 التي مست أنظمة صرف دول الاتحاد الأوروبي على إثر إنشاء الاتحاد النقدي الأوروبي وتوحيد العملة<sup>2</sup>، ثم تنامي الاهتمام بهذه النظرية من قبل عدة اقتصاديين آخرين نذكر منهم Obstfeld و K.Rogoff سنة 1995 اللذان أكدا أن هجمات المضاربة تكون شرسة في ظل الأنظمة الوسيطة مدعمين رأيهما هذا بحالات أزمات العملة لدول شرق آسيا ما بين 1997 و 1998 كما أكدا أن هذه الأزمات تكون أكثر تواترا بالنسبة لدول الأسواق البارزة وأنها نتيجة حتمية للخارطة المالية الدولية الجديدة.

وتقوم هذه النظرية على فكرة رئيسية هي أنه لا يمكن لأي دولة أن تستمر في إتباع نظام سعر صرف يقع في مجال الأنظمة الوسيطة والبديل العملي الوحيد المتاح لمواجهة هذا الوضع المعقد هو الالتزام بأحد أنظمة الركن أي إما نظام الربط المحكم أو نظام التعويم الحر، وإن الاستمرار في إتباع الأنظمة الوسيطة يجعل البلد معرضا لأزمات مالية متتالية.

## الفرع الثاني : صحة النظرية

في ظل ظروف عدم التأكد من فكرة نظرية الركن حاول عدة اقتصاديون اختبار مدى صحة هذه الفكرة من خلال إسقاطها على واقع أنظمة صرف دول العالم خاصة التي تعرضت اقتصاديا إلى أزمات مالية ودرسوا حدة هذه الأزمات وعلاقتها مع نظام سعر الصرف السائد في البلاد أثناء فترة حدوث الأزمة، وكذا تواترها أي عدد مرات تكرار حدوث الأزمات المالية ومن بين هذه الدراسات تلك التي قام خبراء صندوق النقد الدولي نذكر Andreo Bubula و Inci Otker Rober سنة 2003 وقد أخذوا عينة لـ 150 بلد يضم البلدان المتقدمة والسائرة في طريق النمو والمتخلفة، وقد تم حساب الأزمات في ظل كل نظام بعدد وقائع الأزمات من مجموع عدد الملاحظات أثناء سريان هذا النظام في فترة معينة والتي امتدت إلى 12 عاما وذلك من 1990 إلى 2001 إلى ومن النتائج التي تحصلا عليها ما يلي:

- مكان تواتر الأزمات المرتبطة بنظام الربط أعلى منه في ظل أنظمة التعويم.

<sup>1</sup> اندريا بوبولا وانسي اوتكر- روجي: "لغز القطبية الثنائية المستمر " التمويل و التنمية. مارس 2004 ص-32 و 35

<sup>2</sup> jeffrey frankel : « viriffing exchange rate rigime,harvard university" may17,2000

<http://siteresources.worldbank.org>

- احتمال نشوب الأزمة في ظل الأنظمة الوسيطة نريد بحوالي ثلاثة أمثال عنه في ظل الربط المحكم بالنسبة للدول النامية ويزيد بما يقرب من خمسة أمثال بالنسبة للدول المتقدمة.

- كانت الأنظمة الوسيطة أكثر تعرضا للأزمات عن الأنظمة القائمة في مجمل اقتصاديات دول العينة.

وبالنظر لنتائج هذه الدراسة التي تدعم بدرجة كبيرة نظرية القطبية الثنائية والتي توحى أيضا بأن الأنظمة الوسيطة يجب أن تختفي فإنه لا يزال هناك مجال لإعادة النظر في نتائج هذه الدراسة.

إلى جانب هذه الدراسات قام S.Fisher و K.Rogoff سنة 2001 وسنة 2002 بأخذ عينات جديدة من مختلف الدول التي تعرضت أنظمتها النقدية لأزمات مالية وأكدوا على أن الأنظمة الوسيطة هي الأنظمة الأكثر تعرضا للأزمات المالية ، وان أغلب بلدان العالم التي كانت تتبع نظم وسيطة اتجهت نحو الأخذ بالنظم المرنة في خلال العقد الماضي ومن المرجح أن يستمر هذا الاتجاه.

### الفرع الثالث : نقيض النظرية

رغم تعدد الدراسات الحديثة الحديثة حول أزمات العملة والتي كانت معظم نتائجها تدعم نظرية الركن، إلا أن هذه النظرية لا زالت تتعرض لجملة من الانتقادات من قبل بعض الاقتصاديين المعاصرين الذي يعترضون على فحوى النظرية أو يعارضون المنهجية التي اتبعتها أنصار النظرية في إثبات صحتها.

ومن أهم الانتقادات التي وجهت لنظرية الركن تلك التي وجهها P.Masson و Markov في الدراسة لأنظمة الصرف والتي استعمل فيها سلاسل ماركوف سنة 2001 لاختبار فعالية نظم الصرف الوسيطة، وأكد في نتائج دراسته أن أنظمة الربط والتعويم هي الأخرى عرضة لخطر حدوث الأزمة على حد سواء مع الأنظمة الوسيطة، وأنه لا توجد أدلة تطبيقية راسخة تؤيد وجهة النظر التي ترى أن الأنظمة الوسيطة ستختفي في نهاية الأمر، وأنه لا يوجد نظام واحد يصلح لكل البلدان في جميع الأوقات.

### المطلب الثاني : إختيار نظام سعر الصرف

هناك العديد من الدراسات والأدبيات الاقتصادية حول مزايا وعيوب أنظمة الصرف ومدى قوة أسعار الصرف الثابتة والمرنة في عزل الاقتصاد عن الصدمات الداخلية والخارجية، ولا يوجد جواب كامل لمدى أفضلية نظام الصرف الثابت أو المرن، لكن عموما يعتمد إختيار نظام سعر الصرف على الأهداف الاقتصادية ومنبع الصدمات والخصائص الهيكلية للاقتصاد محل الدراسة<sup>1</sup>.

### الفرع الأول: الأهداف الاقتصادية

<sup>1</sup>Lahréche Amina- « les régimes de change »réf.op.cité www.cepii.fr/francgraph/publications/ecomond/.../2000ch8.pdf

فأول مسألة تواجه سياسة سعر الصرف هي كيفية تحديد معيار الأمثلية، ويفترض على العموم اعتماد دالة رفاهية اجتماعية، لكن في الواقع تم التركيز على معيار الاستقرار الاقتصادي الكلي المتمثل في تخفيض تباين الإنتاج الحقيقي، مستوى السعر أو الاستهلاك الحقيقي في وجه صدمات انتقالية، لكن يجب التنويه أن الأهداف الاقتصادية عموما تتباين ولا يمكن الوصول إلى هدف دون التضحية بهدف آخر.

**والسؤال : هو كيفية تخفيض تباين الإنتاج الحقيقي حول الإنتاج الكامل أي ذلك المستوى الذي يحقق التشغيل التام ؟**

### **الفرع الثاني: منبع الصدمات**

أهم نتيجة من الدراسات النظرية هي عدم أمثلية النظامين إذا طبقا بشكلهم التام، أي سعر صرف كامل المرونة أو سعر صرف ثابت تماما، حيث يوجد مستوى وسطي للمرونة الذي يحقق ذلك الاستقرار المنشود في وجه الصدمات العشوائية، وبالتالي فإن المسألة المطروحة هي مدى مرونة نظام الصرف ؟ فطبيعة الصدمة التي يتعرض لها الاقتصاد، تحدد ماهية النظام الواجب إتباعه في تحديد سعر الصرف، حيث أن المدافعين الأوائل عن نظام الصرف العائم أكدوا دور أسعار الصرف المرنة في عزل آثار الصدمات الإسمية في تعديل ميزان المدفوعات وتثبيت الأسعار المحلية وبالتالي عندما تكون أسعار الصرف مرنة، فإنها تكون فعالة في عزل الصدمات الخارجية.

كما تم التمييز بين الصدمات ذات الطبيعة النقدية والصدمات الحقيقية في تحديد نظام العرض، ففي مواجهة الصدمات النقدية فإنه يحبذ اعتماد سعر الصرف الثابت لتثبيت الدخل، لأنه تحت هذا النظام تكون الكتلة النقدية متغيرا داخليا ويتم امتصاص الصدمات في تقلب مخزون الصرف دون التأثير على العرض والطلب في سوق السلع والخدمات، أما إذا كانت الصدمات حقيقية (في سوق السلع ) فإن سعر الصرف لا بد أن يتعدل للتأثير على الطلب الكلي، وبالتالي موازنة السوق الحقيقية، ففي حالة صدمة إيجابية على الطلب المحلي فإن سعر الصرف لابد أن يتحسن وذلك لتوجيه جزء من الطلب الكلي نحو الطلب الخارجي، ففي حالة تثبيت الإنتاج في وجه صدمة مؤقتة فإن سعر الصرف يحبذ أن يكون ثابتا إذا كانت الصدمة نقدية محلية، ويعدل سعر الصرف إذا كانت الصدمة خارجية أو ناجمة في السوق المحلية الحقيقية.

### **الفرع الثالث: الخصائص الهيكلية للاقتصاد**

مثل مدى انفتاح الاقتصادية للتجارة الخارجية ودرجة حرية انتقال رؤوس الأموال وعدم مرونة سوق العمل، تعتبر عوامل مؤثرة في عزل الاقتصاد عن التقلبات بواسطة أسعار الصرف.

**1. إنفتاح الاقتصاد للتجارة الخارجية :** كلما زاد الانفتاح الاقتصادي للتجارة الخارجية كلما زادت ملائمة سعر الصرف الثابت وذلك لارتفاع تكاليف تعديل سعر الصرف، إضافة إلى أنه يتم توجيه الصدمة النقدية نحو الخارج، بالمقابل فإن انفتاح الاقتصاد يسمح لتعديل سعر الصرف بتنشيط الإنتاج مقابل صدمات حقيقية داخلية وخارجية<sup>1</sup>.

**2. درجة حركية رأس المال :** والتي تربط أسعار الفائدة المحلية بالمستوى السائد في الأسواق العالمية، تؤثر على فعالية تعديل سعر الصرف في تحقيق الاستقرار.

لنفرض أن الطلب الخارجي ارتفع مع سياسة نقدية توسعية ويقابله انخفاض في أسعار الفائدة الخارجية، في حالة سعر صرف ثابت وحرية حركة كاملة لرأس المال، فإن أسعار الفائدة المحلية يجب أيضا أن تنخفض مما يزيد من أثر الصدمة الخارجية على عدم استقرار الاقتصاد، بالمقابل في حالة صدمة خارجية مع سياسة مالية توسعية فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي لتدعيم استقرار الاقتصاد بالرغم من صدمة الطلب الخارجية، وفي الواقع أن الأثر الصافي لتوسع الطلب الخارجي والتوسع النقدي يعتمد على مرونة الطلب والعرض وبالتالي فإن هذا الأثر قد يكون سالبا مما يدعو إلى تخفيض سعر الصرف لعكس الأثر السلبي على الإنتاج، وباستعمال نفس خط التفكير فإن صدمة داخلية مع حركية رأس المال وثبات سعر الصرف قد تؤدي إلى توسع آثار عدم الاستقرار على الإنتاج مع منع تغيير أسعار الفائدة التي قد تؤدي إلى استقرار الإنتاج، وفي حالة صدمة نقدية وحركية رأس المال وسعر الصرف ثابت، فإن هذا يعتبر أكثر فاعلية في استقرار الإنتاج وذلك عن طريق تحقيق آثار تذبذب أسعار الفائدة.

**3. عدم مرونة سوق العمل :** تلعب درجة مرونة الأجور دورا حاسما في مدى فاعلية سياسة أسعار الصرف، ويعتمد أثر أي تخفيض إسمي في سعر الصرف على مجمل المتغيرات الاقتصادية الكلية على كيفية تأثير الأجور الإسمية والأسعار نتيجة التخفيض، فإذا كان تأثير الأجور الإسمية كبيرا فإن تأثير الأجور الحقيقية يكون محدودا، وبالتالي إذا كانت الأجور الإسمية مربوطة بالأسعار والاقتصاد مفتوح ما يسمح بانتقال التضخم، فإن أثر التغيير في سعر الصرف الإسمي على الأجر الحقيقي وبالتالي على الإنتاج يكون ضئيلا، وفي حالة الربط التام يكون أثر سعر الصرف معدوما في تحقيق استقرار الإنتاج.

### المطلب الثالث: العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والأزمات المالية

ساد إعتقاد أن الأنظمة الثابتة هي الأكثر عرضة للأزمات المالية حيث يشير Berg1999,Goldstein200 بأن تقييم سعر الصرف الحقيقي<sup>2</sup> بأكثر من قيمته هو أحد أكثر المؤشرات أهمية للإنذار أزمة عملة قادمة، ولأن النظام الثابت لا يسمح غالبا بتعديل سعر الصرف الحقيقي، فإن الدليل المهم لإمكانية إضرار النظام الثابت بالنمو هو توقف العمل به بعد التعرض لازمة العملة، فمن المحتمل أن تجبر هذه الأزمة على ترك النظام الثابت عند حدوثها، بينما تستمر الأنظمة المرنة مع حدوث هذه الأزمة، فالأزمة تؤدي إلى تدهور سريع في قيمة العملة

<sup>1</sup> - الدكتور بلقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، إصدارات جسر التنمية، العدد الثالث والعشرين المعهد العربي للتخطيط - الكويت على خط الانترنت: <http://www.arab-api.org/devbrdg/brdg211.htm>

<sup>2</sup> سعر الصرف الحقيقي يعبر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وبالتالي يقيس القدرة على المنافسة، وهو يقيّد المتعاملين الاقتصاديين في اتخاذ قراراتهم، فمثلا ارتفاع مداخل الصادرات بالتزامن مع ارتفاع تكاليف إنتاج المواد المصدرة بنفس المعدل لا يدفع إلى التفكير في زيادة الصادرات لأن هذا الارتفاع في العوائد لم يود إلى تغيير في أرباح المصدرين وإن ارتفعت مداخلهم الإسمية بنسبة عالية.

وبالتالي لن يتغير وضع النظام المرن، ولكن تغير سعر الصرف يعتبر جوهريا مع طبيعة النظام الثابت، وحول مدى صحة العلاقة المذكورة آنفا فقد أثبت Ghosh 2002 عدم صحة ارتباط الأزمات بالنظام الثابت، حيث توصلوا إلى نتائج مفاجئة تشير إلى أن حدوث أزمات العملة تحت النظام المرن أكثر من حدوثها تحت النظام الثابت، بالإضافة إلى دراسة لصندوق النقد الدولي 1999 وجد أن ما يقارب نصف الدول التي تعرضت للأزمات خلال الفترة 1970-1996 كانت قد أعلنت إتباع سعر صرف مرن، ولكن هذه الأدلة تضعف بحقيقة أنها استندت على التصنيف الرسمي المعطن والذي قد يختلف عن التصنيف الواقعي .

وسواء كانت الأزمات أكثر احتمالا مع النظام الثابت أم المرن فمن الأهمية معرفة أي النظامين سيحتمل تكلفة أكبر بعد أزمة العملة، فهناك اعتقاد بأن النظام الثابت يفرض تكلفة عالية على الناتج بسبب محاولة الحكومة الحفاظ على نظام الصرف لأطول فترة ممكنة رغم انهياره في النهاية، وبذلك فإن تكلفة الأزمة تحت النظام الثابت تكون قبل انهيار العملة، ويدعم Ghosh 2002 هذه الفكرة بأن درسوا علاقة معدل النمو بالأزمات تحت النظامين الثابت والمرن على الفترات قبل وبعد وأثناء الأزمة، وتوصلوا إلى أن النمو تحت النظام الثابت يبدأ بالانخفاض التدريجي قبل الأزمة ومن ثم ينهار أثناء الأزمة وبعد ذلك يتجه للركود (حول الصفر)، بينما ينخفض النمو مع النظام المرن قبل الأزمة ثم يبدأ بالتزايد أثناء وبعد الأزمة، وكما يبدو أن أزمة العملة ليست شديدة تحت النظام المرن، لأن الأزمة يمكن أن تواجه بسياسة نقدية توسعية أي الزيادة في الائتمان مما يعمل كمحفز للاقتصاد على الأقل في الأجل القصير، بالإضافة إلى أن تدهور قيمة العملة تحت النظام المرن أقل تكلفة من عملية التخفيض مع النظام الثابت، لأن التخفيض يفوق سعر الصرف الثابت ميزة المصادقية لتحفيز الاقتصاد .

### المطلب الرابع : مواجهة الأزمات المالية من خلال الاختيار الصحيح لنظام سعر الصرف

الجدل حول نظام سعر الصرف المناسب ليس جدلا جديدا، وقد كانت دائما هناك آراء مختلفة حول هذا الموضوع، وقد تركز النقاش حول سياسات سعر الصرف في البلاد النامية مؤخرا حول موضوع العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والأزمات المالية، لقد أشير إلى أن أغلب الأزمات المالية الأخيرة في بعض الأسواق الناشئة تنصح حاليا لتختار بين حدين متطرفين، أما التعويم الحجر للعملة أو ربط أسعار الصرف بالكامل بإحدى العملات الرئيسية غالبا الدولار الأمريكي، عن طريق آليات مثل مجالس النقد أو مجرد تبني الدولار كعملة وطنية.

ولكن هناك شكوك قوية عما إذا كان أي من هذين الاختيارين....وفي ظل الإنتقال الحر لرأس المال سوف يقدم حماية أكثر، ضد تقلبات العملة والأزمات المالية من أنظمة الرابطة الإسمية (nominal pegs)، كما أن هناك خطرا من الاختيارين المتطرفين سوف لا يسمح بتصميم وتوجيه سعر الصرف وفقا لمقتضيات التجارة والمنافسة، وهناك أيضا شكوك حول ما إذا كانت البلاد التي تتبع نظام سعر صرف مرن هي أقل عرضة للأزمات المالية من تلك التي تتبع أنظمة أسعار الصرف الثابتة أو المربوطة.

لقد دلت تجربة السنين الأخيرة للبلاد المختلفة، الصناعية، وكذلك البلاد النامية والتي تمر بمرحلة انتقال، أن هناك أنظمة مختلفة لسعر الصرف يمكن أن تدار بنجاح في ظل النظام العالمي السائد، تتراوح من نظام مجلس النقد إلى نظام سعر الصرف كامل المرونة، كما تتضمن أنظمة أوسط كنظام سعر الصرف المتحرك والتعويم القدر ، ومن ناحية عملية فإن البلاد تختار عادة أنظمة بسيطة، وهذه حقيقة يمكن إرجاعها ليس إلى عيوب النظم الحدية فحسب ولكن أيضا إلى المطالب الإضافية التي تواجهها السلطات، ويبدو الآن أن هناك اتفاقا يتزايد قبوله إلى أن الإدارة الأحسن لأسعار الصرف في البلاد النامية تتطلب تحديد أسعار الصرف الحقيقية مع محاولة التنظيم والرقابة على التدفقات الرأسمالية غير المستقرة، ويبدو هذا بديلا أكثر قابلية للاستمرار بالنسبة للبلاد النامية من الاختيارين الآخرين، التعويم الحر أو التنازل الكامل عن السلطة النقدية لبنك مركزي أجنبي.

ليس هناك مبررات واضحة تدعو إلى تقييد حرية البلاد النامية في اختيار نظام سعر الصرف الذي يناسبها، ولا يجب أن نستعمل شرطية الصندوق لفرض نظام سعر صرف بعينه على أي من البلاد كأحد الشروط للحصول على السيولة الدولية ولكن يتعين أيضا ملاحظة ما يلي :

1. يجب أن يكون واضحا للبلد المعني أن هناك ضرورة لوجود توافق وانسجام بين نظام سعر الصرف الذي تم اختياره وبين السياسات النقدية والمالية التي تتبع، والتي تتغير طبقا للنظام الذي يختار، وقد تتطلب إجراءات تكميلية أخرى، وعليه فاستمرارية أنظمة أسعار الصرف الثابتة تتطلب وجود كميات أكبر من الاحتياطات النقدية الدولية، كما أن الأنظمة الوسيطة تستدعي تدخلا أكبر في مجال إدارة حساب رأس المال.
2. يجب أن تأخذ القواعد الاحترازية المحلية في الاعتبار المخاطر الاقتصادية الكلية المحددة التي تواجهها مؤسسات الوساطة المالية، في ظل أنظمة أسعار الصرف المختلفة.
3. سيبقى هنالك شك في إمكان أن تحقق بلاد الأسواق الناشئة استقرارا لسعر الصرف بمجرد تبني السياسات الاقتصادية الكلية المناسبة وكذلك أنظمة أسعار الصرف الملائمة في الوقت التي تظل فيه عملات البلاد الصناعية الرئيسية عرضة للتقلبات الكبيرة، وقد لاحظ كثير من المراقبين أمثال Paul Volcher & George Soro بأنه لن يكون في الإمكان تحقيق استقرار نظام أكبر في الاقتصاد العالمي بدون القيام بنوع من الإصلاح لنظام سعر الصرف الخاص بالبلاد الصناعية الثلاث الكبرى، وأن الأسواق الناشئة تظل عرضة لأزمات العملات إذا ما استمرت العملات الرئيسية.

### الفرع الأول : مساوئ التثبيت

في تسعينات القرن الماضي، ظهر إجماع جديد بخصوص أنظمة سعر الصرف بحيث بات على الحكومات أن تختار بين أسعار الصرف المرنة وأسعار الصرف الثابتة، فالأسعار الثابتة القابلة للتعديل، مثل تلك الخاصة بنظام (بريتون وودز) ونظام النقد الأوروبي قبل عام 1993، لم تعد فاعلة بسبب ضعفها في مواجهة هجمات

المضاربين، وبدلاً من صفة "المعومة" للأسعار سأستخدم صفة "المرنة" لأن مراقبين كثيراً غير مقتنعين بالكامل بأن الأسواق أذكى من الحكومات، ولا يستثنون دور التدخل الرسمي في التأثير في الأسعار التي يحددها السوق. ويبدو أن الإجماع يلمح أيضاً إلى أن الأسعار الثابتة فاعلة ومعقولة في الوقت نفسه، لكن لدي تحفظات على هذا الرأي، فبالنسبة إلى كل الاقتصاديات تقريباً، ما عدا البلدان الأصغر الملحقه اقتصادياً ببلدان أكبر والتي قد تفضل تبني عملات هذه البلدان، تكون الأسعار المرنة أكثر ملائمة، لقد قُدمت حجج كثيرة مؤيدة لتثبيت أسعار الصرف، وكل تلك الحجج سليمة نوعاً ما، لكنها غير جذابة، جملةً وتفصيلاً.

تُطرح الحجة الأولى غالباً على شكل اعتراض على الأسعار المرنة لكنها تُطبق أيضاً على الأسعار الثابتة القابلة للتعديل، ويلعب عدم الاستقرار الناتج من التغيرات في سعر الصرف دوراً ضريبياً على التجارة، وبشكل أكثر أهمية، كضريبة على الاستثمار في قطاعات السلع المتاجر بها.

وعلى رغم إمكان الوقاية من خطر سعر الصرف باستعمال المشتقات المالية، تصعب الوقاية من الخطر ما لم يُعرف حجم تعرض الاستثمار للعملة الأجنبية، وعلى أي حال، لا يؤثر تغيير سعر الصرف فقط في قيم العملة المحلية في الدفعات المستقبلية للعملات الأجنبية، وإنما يؤثر أيضاً في قيم العملة الأجنبية من طريق التأثير في حجم التدفقات التجارية المستقبلية وقيمتها.

وترى الحجة الثانية المؤيدة للأسعار الثابتة أن تغيرات سعر الصرف تسبب ضغوطاً وقائية ويمكنها بالتالي أن تمنع تحقيق المكاسب من التداولات، وظهرت هذه الحجة دورياً في سياقات مختلفة جداً، فانخفاض قوة العملة البرازيلية عام 1999، دفع الأرجنتين إلى أن تنصب حواجز تجارية وتهدد بوقف تحرير التجارة، هذه الحجة كالأولى، لا يمكن أن تُرفض رفضاً قاطعاً، لكن على رغم ذلك، من الواجب ملاحظة أن تثبيت سعر الصرف يحرم الحكومة من أداتين ثمينتين جداً، سعر الصرف الاسمي والسياسة النقدية، ويمكن لذلك أن يُغري بتبني سياسات تجارية حمائية لتحمل صدمات خفض الناتج، وتتناول الحجة الأخيرة للأسعار الثابتة تأثير نظام سعر الصرف في نوعية السياسة النقدية، ولهذه الحجة روايات عدة، تقول الرواية الأولى إن سعر الصرف الثابت يحدّد الصدمات النقدية، بما في ذلك تلك الناتجة عن عجز المصرف المركزي، كذلك فإن بلداً ذا سعر صرف ثابت "سيستورد" أو "يصدر" النقد ألياً حينما يبرز تغيير في الطلب أو العرض وبذلك يمنع الصدمة النقدية من التأثير في الاقتصاد الحقيقي.

وتستند الرواية الثانية، بالطريقة نفسها، إلى افتراض أن بعض المصارف المركزية أقل أهلية وصدقية من غيرها، لذلك يمكنها استيراد صدقية من نظرائها الأكثر أهلية من طريق تثبيت سعر الصرف وهكذا تلزم أنفسها بوضوح بمحاكاة السياسة النقدية للمصارف المركزية الأكثر أهلية.

لقد اتبعت هذه الإستراتيجية بلدان أوروبية عدة ثبتت عملاتها الوطنية على أساس المارك الألماني لاستيراد الصدقية من الـ"بوندسبنك"، لكن هل نجحت في ذلك؟ من الصعب الحكم، فقد هبطت نسب التضخم بحدة في أوروبا في الثمانينات وماتت المستويات الألمانية المنخفضة في آخر التسعينات، لكن نسب التضخم هبطت بحدة في البلدان الأخرى أيضاً، بما في ذلك في المملكة المتحدة والولايات المتحدة.



وترتبط الرواية الثالثة بالثانية مباشرة ، فهي ترى أن تثبيت سعر الصرف يمكن أن يُستعمل لتحقيق سقوط سريع وكبير في التضخم عندما تعاني البلاد بشكل مزمن من التضخم العالي جداً وحتى المفرط ، بكلمة أخرى، يعتبر تثبيت سعر الصرف، كما في السابق، طريقةً لشراء الصديقة، وهذا النوع من "العلاج بالصدمة" حقق نتائج إيجابية في بلدان كثيرة، بما في ذلك بوليفيا وبولندا والأرجنتين والبرازيل ، لكن في معظم الحالات لم يتوقف التضخم فوراً، فأسعار السلع المتاجر بها استقرت بسرعة، لكن أسعار السلع غير المتاجر بها استمرت في الارتفاع، بالترافق مع متوسطات الأجور، وارتفعت الأسعار ببطء أكثر من ذي قبل، لكن بمقدار يكفي ليسبب ارتفاعاً كبيراً في قيمة سعر الصرف الحقيقي وتدهوراً في ميزان الحساب الجاري، فكان ضرورياً خفض قيمة العملة المحلية ، لذلك فإن أولئك الذين يواصلون التوصية بهذا النوع من العلاج بالصدمة يسارعون أيضاً إلى التحذير من أن الحكومات التي تتبناها يجب أيضاً أن تتبكر "استراتيجية خروج"، أي طريقة لتعزيز مرونة سعر صرف العملة قبل حدوث ارتفاع جوهري في قيمتها الحقيقية.

مباشرة بعد إتفاق اللوفر عام 1987، تبنت البلدان الصناعية الرئيسة أنظمة شبيهة إلى حد كبير بنظام النقد الأوروبي المؤسس عام 1993، وكان يجب أن أتذكر ما كتبت في وقت سابق، عام 1973، أثناء مشاورات (لجنة العشرين) التي كانت تحاول أن تصمم "نظام أسعار الصرف المستقرة لكن القابلة للتعديل" قلت إن ذلك كان تناقضاً لفظياً، فالاستقرار غير متوافق مع قابلية التعديل!

## الفرع الثاني : بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا هل تربط أم تعوم ؟

منذ أزمات العملات في التسعينيات، كرست الاقتصادات قدراً كبيراً من الجهود لدراسة تجريبية ونظرية عن نظم أسعار الصرف في البلدان النامية، والحقيقة أنه يجري الطعن في توافق الرأي الأول القائل بأن على البلدان النامية الشديدة الإندماج في النظم التجارية والمالية العالمية أن تتبنى إما التعويم وإما الربط بعملة أخرى، ويتمثل الرأي السائد الآن في أن المرونة المتزايدة في إدارة أسعار الصرف يمكن أن يساعد هذه البلدان في التعامل مع الصدمات الخارجية، وتقليل خطر الأزمات المصرفية، والإسهام في تحقيق الاستقرار المالي، وبالطبع، هناك مخالفون يجادلون دفاعاً عن النظم الوسيطة، مشددين على الصعوبة التي تواجهها البلدان النامية في الوفاء بالشروط المسبقة للتعويم الناجح والتأثير السلبي للتقلب المفرط لأسعار الصرف على الاستثمار والنمو.

وفي الأعوام الأخيرة، حققت بعض بلدان الشرق الأوسط وشمال أفريقيا تقدماً كبيراً في تحرير التجارة، وفتح نظمه المالية، وتبني أدوات للسياسة النقدية تستند إلى السوق، وفي ضوء هذه التغيرات، هل يتعين على هذه البلدان أن تنظر في جعل سياسات أسعار الصرف فيها أكثر مرونة ؟ وفي الوقت الحالي، تشمل نظم أسعار الصرف في المنطقة مجلس العملة ( جيبوتي )، وأشكالا من التعويم (إيران، مصر)، ونظماً لربط العملة، وعلاوة على هذا، فإن البلدان الستة الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي وافقت على إنشاء اتحاد نقدي بحلول عام 2010 يقوم على عملة وحيدة مربوطة بالدولار الأمريكي.



ونناقش هنا نظم أسعار الصرف لخمسة من بلدان السوق الناشئة في المنطقة – مصر، والأردن، ولبنان، والمغرب، وتونس، وبلدا منتجا للنفط هو إيران – لنرى ما إذا كان من الضروري أن تنتظر في إقرار ترتيبات أكثر مرونة في الوقت الذي تقوم فيه بفتح اقتصاداتها، وهذه المناقشة مبنية على نظرية مناطق العملة المثلى التي تقرر أن الصدمات الحقيقية ( مثلا صدمات معدل التبادل التجاري ) يتم مواجهتها بصورة أفضل من خلال أسعار صرف مرنة، وأن الصدمات الإسمية ( مثلا، صدمات الطلب على النقود)، يمكن مواجهتها من خلال أسعار صرف ثابتة، كما تعد اعتبارات أخرى مهمة لاختيار ترتيب أسعار الصرف، تشمل حجم الاقتصاد، والانفتاح على التدفقات التجارية والرأسمالية، ودرجة الدولار، ومرونة أسواق العمل والسلع، والسياسة التجارية، وتنسيق السياسات المالية والنقدية.

ونجد أن اختيار نظام مرن لمصر وإيران ملائم، في حين أن ذلك الأمر أقل وضوحا وله طابع أطول أجلا، وفي كلتا الحالتين، يطرح الانتقال إلى ترتيب أكثر مرونة لأسعار الصرف قضية الشروط التي سوف يتعين على هذه البلدان أن تقي بها، وتشمل إجراء تغييرات في إطار سياساتها النقدية، إذا أثرت تحقيق مرونة أكبر.

**1. النظم الراهنة :** وفقا للتصنيف الرسمي لصندوق النقد الدولي المنشور في الإحصائيات المالية الدولية 2002، فإن للأردن ولبنان والمغرب نوعا ما من نظام سعر الصرف المربوط، وكان لمصر سعر صرف مربوط حتى 29 جانفي 2003، عندما أقرت نظاما لسعر صرف عائم، وطبقت تونس ومؤخرا إيران أسعار صرف عائمة موجهة، وقد ربطت مصر عملتها بالدولار في 1991، غير أنها تخلت عن ربطها به في منتصف 2002، وقد تزايد الضغط على الجنيه منذ 1998، مع تدفق روس الأموال إلى خارج البلد في أعقاب الأزمة الآسيوية، في حين تأثرت السياحة بتوابع الهجمات الارهابية داخل البلد وفي الخارج، وعلاوة على هذا، فاقم ارتفاع سعر الدولار أمام اليورو والين فقدان القدرة على المنافسة، وفي بداية الأمر واجهت مصر الضغوط من خلال التدخل في سوق الصرف ومن خلال سياسات ائتمانية أشد صرامة، غير أن الاحتياطات الرسمية واصلت الانخفاض وتباطأ النمو الاقتصادي، ولم تتراجع ضغوط سعر الصرف بعد تخفيض أولي لقيمة العملة في منتصف 2000، وفي جانفي 2001، إتمدت البلد نطاقا لتعديل سعر العملة قابلا للتصحيح، غير أن الضغوط على الجنيه اشتدت من جديد بعد سبتمبر، وأفضت إلى تخفيض نسبة تزيد على 35% أمام الدولار من منتصف عام 2000 إلى أوائل 2003، وقد بقي عرض العملة الأجنبية ناقصا في السوق الرسمية بسعر الصرف الرسمي السائد، ونشأت سوق موازية للصرف، وفي أعقاب التحرك الأخير نحو نظام للتعويم، انخفض سعر صرف الجنيه بنسبة 20%، وحدث تحسن في توافر العملة الأجنبية في السوق الرسمية.

واعتمدت إيران سعر صرف عائم موجهها باتخاذ إجمالي نقدي باعتباره أداة التثبيت الإسمية بحكم الأمر الواقع في أعقاب توحيد أسعار الصرف المتعددة المعترف بها رسميا في مارس، ويدير البنك المركزي سعر الصرف العائم الموجه بصورة رئيسية عن طريق التدخل في سوق النقد الأجنبي، لأن البلد ليس لديه عمليا أية أسواق نقدية، كما

أن المعدلات المالية للعائد ( التي تعادل أسعار الفائدة ) محددة، ويبدو أن إيرادات النفط هي التي تحرك التقلبات في سعر الصرف الحقيقي الفعال للريال، وقد تم في الآونة الأخيرة إنشاء صندوق للتثبيت النفطي لتخفيف تأثير تقلبات أسعار النفط، ويبدو إختيار سعر صرف عائم موجه ملائما نظرا لتعرض إيران لصدمات معدلات التبادل التجاري، والإصلاحات التجارية، وخطط التحرير التدريجي للأسعار، وآفاق التدفقات الرأسمالية الضخمة إلى البلاد.

وتقيم الأردن، باقتصادها المفتوح الصغير، ربطا ثابتا لعملتها بالدولار منذ 1996، وقد ساعدت أداة تثبيت سعر الصرف البلاد في الحد من التضخم والتوفيق بين الصدمات الإسمية والطلب على النقود غير أنها جعلت هذا الاقتصاد عرضة لصدمات معدلات التبادل التجاري، ويعتمد اقتصاد الأردن على أسعار الصادرات التعدينية وتحويلات العمال الأردنيين في بلدان الخليج، غير أن اقتصاد ظل قادرا على المنافسة رغم الارتفاع الكبير في سعر الدولار والتدهور في معدلات تبادله التجاري في السنوات القليلة الماضية. ويرجع هذا جزئيا إلى مرونة أسواق العمل في الأردن، والإصلاحات الهيكلية، واتفاقية للتجارة الحرة مع الولايات المتحدة الأمريكية، واتفاقية الانتساب إلى الإتحاد الأوروبي، وعمليات التخفيف التي توفرها المنح النفطية العينية من العراق. ورغم أن تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الأردن ليست ضخمة، فقد كرست البنوك التجارية أصولا أجنبية كبيرة أثناء فترات عدم الاستقرار لمواكبة تزايد تفضيل المقيمين لحيازة العملة الأجنبية، ويتم التصدي للضغوط على الدينار من خلال توليفة من تدخلات البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي وتعديلات سعر الفائدة، وقد أدى تراكم إجمالي للاحتياطيات الرسمية يعادل تسعة شهور من الواردات حتى نهاية سبتمبر 2002 إلى الحد من تعرض الأردن للصدمات، في حين أفضى تصحيح مالي أدى إلى خفض نسب الدين العام، إلى تحسين المصادقية وأفسح مجالا للسياسات المالية لمقاومة التقلبات النقدية الدورية.

وللبنان أيضا اقتصاد مفتوح صغير بربط ثابت للعملة بالدولار، واقتصادها مدولر بصورة عالية، ورغم أن لبنان حقق انخفاضا سريعا للتضخم خلال التسعينيات، فقد عانى الاقتصاد من فقدان للقدرة على المنافسة وصار معرضا بصورة متزايدة لخطر تقلب تدفقات رؤوس الأموال والتحويلات، وعلاوة على هذا أفضت العجزات المالية الهيكلية الضخمة للبنان إلى تراكم ضخم للدين العام ( 170 % من الناتج المحلي بحلول عام 2001 ) مما جعل النظام المالي أكثر عرضة لخطر أي تعديل له وزنه في سعر الصرف الإسمي، وكان على لبنان أن يرفع بصورة متكررة أسعار الفائدة المرتفعة أصلا للدفاع عن ربط العملة خلال فترات ركود النمو، وفي الآونة الأخيرة، أصبح التدخل في أسواق النقد الأجنبي هو الأداة المفضلة للدفاع عن الليرة، غير أن لهذه الأداة حدودا، وبصورة خاصة إن لم الاحتياطيات كافية لتغطية الديون الأجنبية القصيرة الأجل والمبالغ النقدية الإجمالية، أما عملة المغرب، الدرهم المربوطة بسلة من العملات، فقد ارتفعت قيمتها من الناحيتين الإسمية والفعلية على السواء، على امتداد فترة طويلة، ومع وجود قيود على حساب رأس المال (وبصورة خاصة على التدفقات التي يقوم بها المقيمون إلى الخارج )، احتفظ البنك المركزي المغربي ببعض الإستقلال في السياسة النقدية، وبفضل سياسة نقدية حذرة بوجه

عام، تقاربت معدلات تضخم الأرقام القياسية لأسعار المستهلكين مع معدلات البلدان المتقدمة النمو، غير أن الدرهم ارتفعت قيمته بنسبة حوالي 21 % بالقيمة الفعلية الحقيقية خلال الفترة من جانفي 1991 إلى مارس 2001، أساسا بسبب الوزن الكبير للدولار الأمريكي في سلة العملات، وقد دفع هذا، بالإضافة إلى التكامل المتنامي للمغرب مع الإتحاد الأوروبي، البنك المركزي إلى تعديل تركيب السلة في أفريل 2001 لصالح اليورو، مما أفضى إلى انخفاض صغير نسبيا في قيمة السعر الفعلي الإسمي، ورغم التقدم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، كان النمو في المغرب ضعيفا نسبيا، مما يعكس اعتماد الاقتصاد على الزراعة والإيقاع البطيء للإصلاحات الهيكلية، وفي ظل عدم تحقيق مكاسب في الإنتاجية ربما يؤدي رفع القيمة الحقيقية الفعلية للدرهم أيضا إلى بطء نمو الصادرات.

أما تونس، التي تستهدف بحكم الأمر الواقع سعر الصرف الحقيقي للدينار، فقد حظت بتضخم منخفض منذ منتصف التسعينيات، أساسا نتيجة سياسات مائة ونقدية حصيفة، ونمو فعلي للنتاج المحلي الإجمالي بمتوسط بلغ 5 % خلال 2001/1996، ومما يسر سياسة سعر الصرف في تونس عدم وجود صدمات كبيرة في معدلات التبادل التجاري ووجود ضوابط على رؤوس أموال غير المقيمين، وقد أصبحت السياحة مهمة بصورة متزايدة، وانخفض الاعتماد على الزراعة.

ويبين التحليل السابق للوضع في كل بلد على حدة، أن نظم أسعار الصرف في البلدان الستة حققت درجات متباينة من النجاح، وفي الآونة الأخيرة لم تتعرض نظم الصرف في الأردن والمغرب وتونس لضغوط، لأن الصدمات الحقيقية كان يمكن تدبرها نسبيا ولأن السياسات الاقتصادية الكلية اتفقت بصورة عامة مع اختيار نظام سعر الصرف، وعلى النقيض من ذلك تبرهن الضغوط المتكررة في أسواق النقد الأجنبي لمصر ولبنان أن خطر التعرض لصدمات حقيقية خارجية المنشأ، وتقلب تدفقات رأس المال إلى الداخل مصر والعجوزات المالية الهيكلية الضخمة التي يتم تمويلها بالاقتراض المحلي والأجنبي الباهظ لبنان أمور لا تتوافق مع سعر صرف مربوط بعملة أجنبية، وفيما يتعلق بإيران، فقد نجح توحيد سعر الصرف وكان الانتقال إلى سعر صرف عائم موجه سلسا، غير أن التقييم الكامل لهذه التجربة يحتاج إلى مزيد من الوقت.

ورغم اختيار نظام الصرف، فإن خمسة من البلدان الستة ( إيران هي الإستثناء ) سجلت معدل تضخم منخفضة، في حين تراوح النمو الحقيقي بين حوالي 3 إلى 5 % خلال 2001/1993، ويعكس هذا الأداء الجيد للتضخم الإتجاه النزولي العالمي خلال معظم سنوات التسعينيات وتأثير سياسات إدارة الطلب الحكيمة، ويعكس أيضا بدرجات متباينة، استمرار تحديد الأسعار، وصورة النمو مختلطة إلى حد ما، نظرا لتعرض الزراعة لتقلبات الطقس ( المغرب وتونس )، وتقلب أسعار النفط ( إيران )، وضعف التحسين في إنتاجية عوامل الإنتاج الإجمالية في كل البلدان الستة، وبالإضافة إلى هذا، فإن الصدمات الدولية أو الإقليمية المنشأ، وتشمل انهيار عملية السلام في الشرق الأوسط وتطور أحداث 11 سبتمبر، قد أثرت في النمو، ويمكن القول بأن تكلفة التكيف مع هذه الصدمات

كانت ستصبح أقل في ظل نظام سعر صرف مرن عنها في ظل الربط بعملة أجنبية، بافتراض تساوي الأشياء الأخرى.

**2. القيام بالاختيار الصحيح :** في حين بدا أن التحرك نحو إدارة أكثر مرونة لسعر الصرف ملائم لمصر وإيران، يبقى أن ننظر لنرى ما إذا كان تعويم سعر الصرف سيزيد على إدارته، خاصة نظرا للسيطرة المالية لإعداد السياسات النقدية في إيران والحاجة إلى استحداث إطار عمل مؤسسي مساعد لتنسيق السياسات النقدية والمالية في كل من البلدين، غير أنه فيما يتعلق بالبلدان الأخرى، فقد تنشأ الحاجة إلى مرونة أكبر لسعر الصرف في الأجل المتوسط أو الطويل، ويمكن للبنان أن تحتفظ بربطها الثابت للعملة في الأجل القريب في الوقت الذي تنفذ فيه تصحيحا ماليا قويا تكمله مساعدة كبيرة من جانب البلدان المانحة، غير أنه ليس من الواضح في الأجل الأطول ما إذا كان التصحيح المالي وحده - حتى وإن استكمل بإصلاحات هيكلية طموحة- يمكن أن يستعيد القدرة على المنافسة والنمو للإقتصاد اللبناني.

وفيما يتعلق بالأردن ولبنان والمغرب وتونس، يجب أن يأخذ اختيار نظام الصرف في الإعتبار الزيادة في تدفقات رأس المال إلى الداخل التي يحتمل أن تكون متقلبة والتي من المرجح أن تعقب تحرير التجارة وحساب رأس المال وبقية الإصلاحات، وما قد تواجهه نظمها المالية الوليدة من مصاعب في التوسط للحصول على تدفقات ضخمة لرأس المال إلى الداخل، ومن الضروري أيضا أن تفكر هذه البلدان في الصدمات الحقيقية الخارجية المنشأ التي تتعرض لها اقتصاداتها، مثل التغيرات في معدلات التبادل التجاري وقضايا الأمن، وكما توضح تجربة اقتصادات السوق الناشئة الأخرى يمكن أن تكون ترتيبات أكثر مرونة لسعر الصرف أكثر ملائمة لمساعدة هذه البلدان في التكيف مع تزايد تدفقات رأس المال إليها ومع الصدمات الخارجية المنشأ، في حين أن أشكال ربط العملة الثابتة أو النطاقات الضيقة لتقلب سعر العملة يمكن أن تكون لها تكلفة اقتصادية ثقيلة، وبصورة خاصة إذا لم يتم التصدي في الوقت المناسب لجمود أسواق العمل والأجور الإسمية والمراكز المالية الأضعف للبلدان.

**خلاصة:** إن أنظمة سعر الصرف تعمل من خلال الآلية التلقائية لعزل الاضطرابات الخارجية من التأثير على الاقتصاد المحلي، فإذا كان النظام مرنا فإن التعديل يتم عن طريق تغيير سعر الصرف الإسمي الذي يعمل كمخفف لتأثير الصدمة على الاقتصاد المحلي، وذلك على عكس النظام الثابت الذي تجري عملية التعديل فيه عن طريق تغيير الأسعار المحلية والأجور، ولكون الأسعار المحلية والأجور جامدة خاصة في اتجاهها نحو الإنخفاض فإن التعديل سيأخذ وقتا طويلا إلى أن تسمح الأسعار المحلية بالتغيير، ولهذا فإن سعر الصرف الحقيقي سيتغير ببطء والناتج المحلي سيزيد تقلبه، وبالتالي ينتج عن التعديل تحت سعر الصرف الثابت عدم كفاءة إنتاجية عناصر الإنتاج بسبب انحراف الأسعار المحلية عن وضعها التوازني، وهكذا تخفف الأنظمة الثابتة في تعديل الصدمات الحقيقية، أما في حالة صدمة إسمية فإن التعديل يكون أفضل مع النظام الثابت، لأن أي تغيير خارجي في عرض النقود سيعدل أليا عن طريق تدخل البنك المركزي من خلال الاحتياطات بينما تحت النظام المرن فإن التعديل يتم

عن طريق التغيير في الدخل، زمن هنا كان اقتراح Pool بتحديد نظام سعر الصرف الأنسب اعتماداً على نوعية الصدمات المتكررة التي يتعرض لها الاقتصاد.

## المطلب الخامس: تحليل لتجارب دول نامية

### الفرع الأول: التجربة الأردنية

**مقدمة :** بالنسبة للاقتصاد الأردني فتشير دراسة jbili and kramarenko 2003 والتي بحثت أن كان سعر الصرف الثابت أفضل أم المعموم بالنسبة للاقتصاد الأردني، حيث خلصت الورقة إلى أن نظام سعر الصرف المعموم قد يساعد على زيادة تدفق رأس المال والمساعدة على احتواء الصدمات الخارجية<sup>1</sup>، في حين أن سعر الصرف الثابت يؤدي إلى زيادة التكلفة بالنسبة للاقتصاد وإن كان يعمل على استيعاب موجات التضخم، حيث أوصت الدراسة إلى أنه يجب أن يكون هنالك مرونة أكبر في أسعار الصرف وأدوات السياسة المالية، والتحرك بسرعة وعدم انتظار حدوث أزمة تجبر السلطات النقدية على التحرك.

أما دراسة 2003 bhattacharya فقد بينت أن نظام سعر الصرف الثابت قد يكون مثالي جداً في الأوقات التي تكون بها الصدمات في الجانب الحقيقي real side في حين أن نظام سعر الصرف المعموم يكون هو المناسب في حال أن الصدمات كانت في الجانب النقدي monetary side، والسؤال الذي يبقى مطروحاً، هل إتباع نظام سعر الصرف المربوط بالدولار كان السبب في تحقيق الاستقرار؟

### 1. المعايير التي تحكم اختيار نظام سعر الصرف وتقييمها بالنسبة للاقتصاد الأردني :

#### الجدول رقم 18: المعايير التي تحكم اختيار نظام سعر الصرف وتقييمها بالنسبة للاقتصاد الأردني

المعيار	شرح المعيار	تقييم وضع الاقتصاد الأردني للمعيار	سعر الصرف الأمثل
الحجم النسبي	ربما تجد الدول الصغيرة أنه من المناسب ان ترتبط مع دولة كبيرة وخاصة إذا كانت العلاقة التجارية كبيرة مع هذه الدولة وفي هذه الحالة يكون سعر الصرف الثابت هو الأمثل	يعتبر الاقتصاد الأردني صغير الحجم	سعر الصرف الثابت
تكامل التجارة	يعتبر التكامل الاقتصادي عامل امان ، فالدول ذات التكامل الاقتصادي هي الأقدر على معالجة العجزات في موازين مدفوعاتها ولا يوجد لديها عجز في الميزان التجاري وبالتالي كلما كان هنالك تكامل اقتصادي كان سعر الصرف الحر هو الأمثل	يرتبط الأردن بالعديد من الاتفاقيات التجارية سواء على المستوى الإقليمي او العالمي ولكن لا يوجد على ارض الواقع تطبيق فعال الى هذه الاتفاقيات يرتقي الى التكامل التجاري	سعر الصرف الثابت
القدرة على امتصاص الصدمات الاسمية والحقيقية	كلما كانت الدولة على قدرة عالية من امتصاص الصدمات كلما كان الوضع اسلم في اختيار سعر صرف حر	تعرض الاقتصاد الأردني الى العديد من الصدمات الاسمية والحقيقية وقد صمد في وجهها ولكن تركت هذه الصدمات اثار سلبية على الاقتصاد	سعر الصرف الثابت او الحر
تنوع هيكل الانتاج	ترتبط هذه النقطة بقدرة الاقتصاد على تنوع المنتجات بحيث يكون الاعتماد على الخارج قليل كذلك القدرة على التطور والمنافسة الدولية وبالتالي كلما كان هنالك مرونة في الاقتصاد يكون نظام سعر	استخراجية وتحويلية	

<sup>1</sup> Al-Mshat ,Rania and andreas billmerier 2007 the monetary transmission Mechanism in egypt . imf working paper wp/07/285 p24-25

	الصرف الحر هو الامثل	
التركيز الجغرافي للتجارة	كلما كان هنالك تركيز في الشركاء التجاريين كان من مصلحة الدولة الربط مع الدولة ذات الحصة الاكبر في التجارة	اهم الشركاء التجاريين للاردن هم السعودية والولايات المتحدة الامريكية والصين كما ان 70% من تجارة الاردن هي بالدولار
درجة التطور الاقتصادي المالي	تعكس درجة تطور الدولة درجة قدرة الدولة على المنافسة الدولية وبالتالي القدرة على امتصاص الصدمات الخارجية الاسمية والحقيقية فكلما كان هنالك تطور اقتصادي كان سعر الصرف الحر انسب	يتسم الاقتصاد الاردني بدرجة عالية من التطور الاقتصادي والمالي ولديه القدرة على امتصاص الصدمات الخارجية الاسمية والحقيقية
استقرار ومصداقية عملة الركيزة	وجود سياسات مالية ونقدية شفافة وتعلن الى الجمهور بكل شفافية ، كذلك استقرار السياسات النقدية والمالية ، وكلما كان هنالك استقرار كلما كان سعر الصرف الحر انسب	لدى الاردن سياسات مالية ونقدية شفافة وتعلن الى الجمهور بكل شفافية وهناك استقرار نسبي في السياسات النقدية والمالية

**المصدر: IMF working paper, working paper NO 01/46 p 18 "Poirson Helene" how do countries choose their exchange rate regime?**

ويظهر تحليل المعايير إلى مناسبة سعر الصرف الثابت للاقتصاد الأردني ولكن لا تعتبر هذه النتيجة مطلقة حيث من الممكن أن يتخذ الأردن موقع وسط بين المربوط بعملة واحدة أو سعر الصرف الحر وذلك من خلال تطبيق إما الربط مع سلة من العملات أو عبر صرف زاحف ( حر ضمن حدود)، وهناك عديد من الدراسات في هذا المجال كانت تشير إلى وجود آثار إيجابية من سياسة سعر الصرف المتبعة من قبل البنك المركزي والمتمثلة في ربط الدينار الأردني الأمريكي ماسهم بتحقيق الإستقرار النقدي والذي يعتبر وحسب قانون البنك المركزي على قمة الأولويات ما أدى إلى تحفيز بيئة الاستثمار وذلك بجعل الأردن بيئة استثمارية مستقرة ومن هذه الدراسات دراسة petri 2006 و sedik والتي درست أثر المنح وتحويلات العاملين على سعر الصرف التوازني، وترتبط سياسة سعر الصرف بالعديد من المعيير والظروف الاقتصادية فبالرغم من أن النظرية الاقتصادية تميل نظام سعر الصرف الحر من أجل الوصول إلى سياسة نقدية أكثر فعالية في التأثير على النشاط الاقتصادي إلا أنها تعاود التحذر من أن هذه السياسة قد تسبب في العديد من التشوهات الاقتصادية ذات العلاقة القوية بالتذبذبات التي تصيب سعر الصرف وبالتالي ومن أجل السيطرة على تلك التشوهات وضبط الأسعار كان لابد من تطبيق سعر الصرف الثابت<sup>1</sup>.

وفي الأردن ومن خلال التجارب التي مر بها كان من الطبيعي ربط الدينار بالدولار الأمريكي ليخلق قدر من المصداقية والاستقرار في الإقتصاد الأردني ومعالجة المشاكل ومن بينها العجز الكبير في الميزان التجاري وعجز موازين الحكومة واللجوء إلى الاقتراض الخارجي، وبالتالي كانت سياسة سعر الصرف الدينار الأردني سياسة ناجعة وذلك من خلال التركيز على تقوية الاحتياطيات الأجنبية بالإضافة إلى خلق بيئة جاذبة للاستثمارات الأجنبية التي تعمل من جانب إلى تراكم عملات أجنبية وتقوية القدرة الإنتاجية في الإقتصاد الأردني، والذي يترتب عليه تحسن في الميزان التجاري وازدياد النمو الاقتصادي وعليه تقوية الأساس للإنتقال إلى نظام سعر صرف حر كخطوة مستقبلية.

<sup>1</sup> Jbili, Abdelali and vitali kramarenko 2003 "should MenA countries float or peg?" finance and development march 2003, volume 40 number 1 Internatuional monetary fund washington dc p12



## النتيجة:

في ما يتعلق بالأردن، فقد اختارت المملكة الأردنية تثبيت عملتها مقابل الدولار رسمياً في عام 1995 عند 709 قروش أردنية للدولار، ومكّن هذا الإجراء من إتباع نظام صرف للعملة مماثل لذلك الذي تتبعه دول الخليج التي لها علاقات اقتصادية وتجارية متينة معها ، فتثبيت سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار شجع على تدفق مدخرات الأردنيين العاملين في دول الخليج، إضافة إلى أنه يجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة ويدعم قطاعات السياحة والخدمات الأخرى التي تصدر إلى دول مجلس التعاون الخليجي ، ومن أهم الصادرات الرئيسية للأردن الفوسفات والبوتاس والإسمنت والأدوية، التي يتم تسعيرها جميعاً بالدولار، فأى تخفيض في سعر صرف الدينار لا يضيف شيئاً إلى قيمتها التنافسية في أسواق الصادرات العالمية، وقد ساعدت سياسة تثبيت سعر صرف العملة على تخفيض المخاطر الناتجة عن حدوث تراجع العملة المحلية التي كان يخشاها المدخرون أو المستثمرون وعملت أيضاً على تحقيق نوع من الاستقرار في سوق صرف العملات.

## الفرع الثاني: التجربة العراقية

إن المشكلة الأساسية في انخفاض سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الأم هيكي ليس في أساس العلاقة الحسابية الميكانيكية بين قيمة الدينار العراقي والدولار الأم هيكي بل أنه مشكلة تتعلق بالانخفاض الكبير في العوائد المالية النفطية التي أدت إلى أقل الاحتياطيات النقدية الأجنبية فضلاً عن زيادة الطلب عليها مما أدى إلى زيادة الضغط وبتجاه نزولي على سعر صرف الدينار العراقي ومن ثم زادت الفجوة بين سعر صرفه الرسمي وسعر السوق الموازية، فأصبح من الضروري الوقوف على مدى ملائمة نظام الصرف القائم في العراق.

### 1. العوامل المحددة لاختيار نظام الصرف في العراق: ان الجهود المختلفة التي مر بها العراق لم يعد خلالها أي

اهتمام بنظام سعر الصرف في ظل وفرة العوائد المالية النفطية، ومن ثم لم يحدث أي تغيير في نظام الصرف المتبع في العراق منذ عام 1931، إلا أنه ترتب على خوض العراق لحروب طويلة أدى إلى انخفاض في عوائد النقد الأجنبي مما دعى إلى الاهتمام بسعر الصرف والتي كانت بداية تغيير في سياسة العراق الاقتصادية بانتهاء عهد وفرة العوائد من النقد الأجنبي<sup>1</sup>، ولكن تتوقف إمكانية عزل الاقتصاد العراقي عن الصدمات ذات المن اشريء الداخلية والخارجية على طبيعة خصائصه الاقتصادية من حيث :

### ▪ درجة الانفتاح الاقتصادي : يقيس الاقتصاديون الانفتاح الاقتصادي بنسبة التجارة الخارجية

(الصادرات+الاستيرادات) إلى الناتج القومي الإجمالي، أو نسبة المستوردات إلى الإنفاق المحلي الإجمالي أو الطلب الكلي (الاستهلاك الخاص+الاستهلاك العام+إجمالي الاستثمارات+صافي التجارة الخارجية)، ويعكس المقياس الأول مدى تأثير الاقتصاد الوطني بالتقلبات الاقتصادية الدولية، في حين يعكس المقياس الثاني مدى

<sup>1</sup> دافيد بريتون وماتن ج. غلمان، "سياسة سعر الصرف وصندوق النقد الدولي"، مجلة التمويل والتنمية ، المجلد 28، العدد3، سبتمبر 1991 ص 30 .

إعتماد الاقتصاد الوطني على المستوردات<sup>1</sup> لذلك تم قياس انفتاح الاقتصاد العراقي حسب المعيار الذي اقترحه ماكينون، وقد بلغت نسبة الإنفتاح 90% في بداية الثمانينيات من القرن العشرين، وهذا يشير إلى أهمية التجارة الخارجية في الاقتصاد العراقي، استيراد وتصديرها ومن ثم فإن هذه النسبة العالية تبين مدى ارتباط الاقتصاد العراقي بالعالم الخارجي، إن هذه النسبة العالية لانفتاح الاقتصاد العراقي انخفضت بعد عام 1982 حتى وصلت عام 1985 إلى 55% ثم إلى 45% عام 1988 وهذا يرجع إلى قلة قيم الصادرات العراقية من السلع والخدمات خاصة النفط منها، بسبب ظروف الحرب العراقية-الإيرانية وتبع ذلك انخفاضات كبيرة في نسبة الانفتاح وصلت إلى 12.6 في عام 1994 والسبب في ذلك آثار الحصار الاقتصادي، وبعد مذكرة التفاهم عادت نسبة الانفتاح إلى الارتفاع لتبلغ 70% في عام 2000، إلا أنه مع ذلك تبقى نسبة انفتاح الاقتصاد العراقي عالية، أي يعتمد اعتماداً كبيراً على الأسواق الخارجية، وهذا يعني أن الكلفة المحتملة لتقلب سعر الصرف المترتبة على التجارة ستكون أكبر، لذلك فيفضل اتباع الاقتصاد العراقي نظاماً ثابتاً لسعر صرف عملتها لأن استقرار سعر الصرف للعملة سيضمن إيرادات مستقرة إذا ما قورنت بنسبة الانفتاح الاقتصادي في بلدان متقدمة كاليابان والولايات المتحدة الأمريكية التي انخفضت فيها إلى ما يقارب الـ 10% عام 1987 ومن ناحية أخرى فإن النسبة العالية لانفتاح الاقتصاد العراقي يمكن عزوها إلى الأسباب الآتية :

1. عدم مرونة الجهاز الإنتاجي ومحدودية الطاقة الإنتاجية فضلاً عن تخصص العراق في إنتاج وتصدير سلعة رئيسية واحدة هي النفط الذي يشكل ما يقارب ( 90%) من إجمالي صادرات القطر إضافة إلى عدد محدود من السلع الأخرى مما يجعل اعتماده على القطاع الخارجي كبير ويجعل اقتصاده أكثر انفتاحاً.

#### الجدول رقم 19 : مؤشر انفتاح الاقتصاد العراقي للسنوات (1980-2003)

السنة	الاستيراد من السلع والخدمات	الصادرات من السلع والخدمات	إجمالي التبادل التجاري	الناتج المحلي بالأسعار الجارية	4:3	4:1	4:2
1980	5304.15	9031.406	14335.566	15770.7	90.9	33.6	57.2
1981	4084.884	6127.326	10212.21	11346.9	90	36	54
1982	5944.1223	4863.3728	10807.495	12714.7	85	46.75	38.25
1983	5206.1625	4259.587	9465.75	12621.0	75	41.25	33.75
1984	5607.866	4584.1635	10187.03	14550.9	70	38.5	31.5
1985	4849.712	3511.86	8361.572	15011.8	55.7	32.3	23.3
1986	4300.65	2256.701	6637.35	14652	45.3	24.4	20.86
1987	4366.208	3430.592	7796.8	17600	44.3	22.46	21.8
1988	5246.694	3497.796	8744.49	19432.2	45	27	18
1989	5306.054	4897.896	10203.95	20307.9	50	26.1	23.8
1990	3590.6073	4390.29	7996.905	22848.3	35	15.7	19.2
1991	2685.475	1577.18	4262.66	21313.3	20	12.8	7.2
1992	6204.044	2658.876	8862.92	56813.6	15.6	10.92	4.68
1993	15673.367	4420.693	20094.06	140507.9	14.3	11.15	3.14
1994	54932.92	33668.564	88601.48	703821.3	12.6	7.8	4.19
1995	253312.11	113806.89	367119	2252263.8	16.3	11.24	9.05

<sup>1</sup> أمين رشيد كنوننة، الاقتصاد الدولي مطبعة الجامعة، بغداد، 1987ص12 .



19.38	18.6	38	2556307.0	971396.6	495412.3	475984.36	1996
26.55	18.45	45	3286924.7	1479116.1	872678.5	606437.6	1997
36	24	60	4653524.1	2792114.5	1675268.7	1116845.8	1998
35.1	29.9	65	6301285.3	4095835.9	221175.11	1884084.3	1999
35	34.9	70	7377757.6	5164430.3	2582216.1	2582214.2	2000
43.19	28.79	72	7784686	5604973.92	3362984.352	2241989.568	2001
40.34	39.65	80	24758500.75	19806800.6	9989500.2	9817300.4	2002
44.4	45.5	90	21827334.22	19644600.4	9711100.3	9933500.5	2003

المصدر: نشرة البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، كانون الأول 2003

2. تتشابه ظروف العراق كبلد نام مع ظروف البلدان النامية الأخرى بامتلاكه حصة صغيرة في الأسواق العالمية ونسبة عالية من السلع المستوردة في إنتاجه المحلي ومنتجات محلية محدودة مما يجعل درجة التنافس بين السلع المنتجة والسلع المستوردة قليلة.

3. يتوقف أثر التغيرات في سعر صرف العملة المحلية على حجم الصادرات والإستيرادات وعلى مرونة الطلب المقابل على كل منها، وبما أن الاقتصاد العراقي يتصف بانخفاض مرونة الطلب المحلي على الاستيرادات، وانخفاض مرونة الطلب الخارجي على الإستيرادات فإن التغيرات في سعر صرف العملة المحلية لن تحقق أهدافها في تحسين ميزان المدفوعات لذلك، لأن التأثير المباشر لسعر الصرف في الأسعار يؤدي بالسلطات المحلية أن تولي أسبقية عالية للحفاظ على سعر صرف ثابت للعملة المحلية، لذلك فإن ارتفاع نسبة انفتاح الاقتصاد العراقي يجعل الأخذ بنظام سعر الصرف المرن مكلفاً للاقتصاد بما يضيفه من آثار تضخمية وسوء في توزيع الموارد الاقتصادية ومن ثم سيؤدي في النهاية إلى أن تفقد العملة المحلية أهميتها من حيث كونها وحدة حسابية ومخزناً للقيمة وعند اتباع نظام سعر الصرف الثابت يتطلب اتباع سياسة انكماشية في حالة العجز وتضخمية في حالة الفائض للحفاظ على التوازن الاقتصادي العام، وهذا يعني إخضاع السياسة النقدية لحالة ميزان المدفوعات.

▪ **درجة التركيز السلعي :** المقصود بها نسبة مساهمة سلعة ما في صادرات بلد ما، فارتفاع هذه النسبة يعني

درجة كبيرة من التركيز السلعي والعكس صحيح، فالبلد الذي يتميز بارتفاع درجة التركيز السلعي يميل عادة إلى الأخذ بنظام أسعار الصرف الثابتة لكي يضمن استقرار إيراداته من صادراته والعكس صحيح بالنسبة للبلد الذي يتميز بتنوع صادراته فإنه يميل إلى الأخذ بنظام التعويم، ويعتمد ذلك على الفرق الكبير بين مرونة العرض والطلب في الحالتين فالاعتماد على تصدير سلعة أو أكثر من المواد الأولية التي تمتاز بعرض غير مرناً نسبياً وتشكل هذه السلعة نسبة كبيرة من مجموع صادراته مقابل استيرادات متنوعة يكون أكثر عرضة للتقلبات في الأسعار العالمية لأن تغيرات الأسعار العالمية ستترك أثراً كبيراً على حصيلة صادراته ومن ثم التأثير في التوازن الخارجي والتوازن الداخلي لمحدودية صادراته لأن عدم استقرار عائدات التصدير سينعكس على كمية الاحتياطيات من النقد الأجنبي لدى الجهاز المصرفي ومن ثم الأموال المعدة للإقراض والسيولة والائتمان وفي عرض النقد، ان العراق من حيث أنه بلد نام نفطي يتميز باعتماده الكبير على القطاع الأولي النفطي في تكوين ناتجه المحلي الإجمالي، ويتبين ذلك من خلال التوزيع القطاعي للناتج المحلي الإجمالي في الجدولين 57 و 58

حيث كانت مساهمة القطاع النفطي خلال السبعينيات وبداية الثمانينيات من القرن السابق ما يقرب من 60% في حين كانت مساهمة القطاع الزراعي 5% والقطاع الصناعي 4.5%، وتعد تغيرات هذه النسب منذ منتصف الثمانينيات على أثر استمرار الحرب العراقية-الإيرانية وحرب الخليج الأولى ثم فرض الحصار الاقتصادي عام 1991، بتقليل الأهمية النسبية للقطاع النفطي إلى ما يقارب 15% في عام 1990 مما أدى إلى ارتفاع الأهمية النسبية لمساهمة القطاع الزراعي في تكوين الناتج المحلي الإجمالي إلى 20% والقطاع الصناعي إلى 9.5%، إن هذا التغير في هيكل الناتج المحلي للاقتصاد العراقي مع بداية الثمانينيات من القرن السابق قد حصل بسبب الانخفاض الكبير في إنتاج وتصدير النفط الخام وليس عن نموهم في نشاطات القطاعات الإنتاجية غير النفطية. إن هذا التغير الحاصل كان في صالح القطاعات السلعية، ومن ثم فإن التغير الذي حصل في البنية الإنتاجية للاقتصاد العراقي لم يستطع تحقيق عوائد مالية كافية لتمويل الإنفاق الحكومي العام ولم يستطع أيضاً إنتاج فائض تصديري يحل محل الصادرات النفطية التي انخفضت كمياتها، وللتعويض عنها من حيث كونها مصدراً مهماً للعائدات، وكانت النتيجة ظهور عجز دائم في ميزان المدفوعات خلال تلك المدة ويتبين أن درجة التركيز في الاقتصاد العراقي عالية مما أدى إلى انفتاحه على الخارج بشكل كبير وزاد ذلك من إمكانية تعرضه للصدمات الخارجية، لذلك يصبح من الملائم للاقتصاد العراقي ذي التخصص العالي في صادراته الأخذ بنظام سعر الصرف الثابت لمواجهة الصدمات التي يتعرض لها بالسحب من الاحتياطي العام للبلد بدلاً من السماح للتغيرات في عوائده النفطية من أن يكون لها أثر سلبي في الاقتصاد.

### الجدول رقم 20 : هيكل الناتج المحلي الإجمالي في العراق للسنوات من (1980-2000) وبالأسعار الجارية

(سنوات مختارة) الوحدة مليون دينار

القطاع	1991	1993	1995	1997	1999	2000	2001	2003
الزراعة والغابات والصيد	6047.9	45462.6	1282760.1	1306858.4	1988631.3	206122.1	1498552.05	3710646.81
التعدين والمقالع	149.4	91.7	2089.2	11898.9	44992.2	51430.6	116772.9	1964460.1
الصناعة التحويلية	1273.9	6213.6	19077.4	99185.6	189196.5	289196.5	506004.5	8733093.3
التشييد والبناء	812.4	4757.8	11913.0	80147.5	105214.4	190529	175155.435	611165.3
الكهرباء والماء	162.4	276.8	1498.5	19733.4	23536.6	39459.5	389234.3	65482
القطاعات السلعية	8446	56802.5	1317338.3	1517823.8	2351571	776737.7	2335405.8	5456833.5
النقل والمواصلات والخزن	2654.9	36701.7	314104.2	612911.5	653429.9	3959061.1	2226420.2	4430948.8
تجارة الجملة والمفرد والفنادق	3658.2	33756.9	502374.7	884925.3	1776520.1	1651896.1	1089856.04	3645164.8
البنوك والتأمين	1988.2	5306.8	39320.6	88899.4	186046.9	132143.9	225755.8	76395.669
قطاع التوزيع	8292.3	75765.4	855799.5	1586736.2	2615996.9	5743101.1	3542032.13	8840070.35
ملكية دور السكن	1111.3	2740.2	40365.7	91800.3	753458.1	500927.2	762899.228	1898978.1

5609624.8	1144348.84	356991.6	580259.3	90564.4	38760.4	5199.8	3463.7	الخدمات الاجتماعية
7530430.3	190724807	857918.8	1333717.4	182364.7	79126.1	7940	4575	قطاع الخدمات
21827334.22	7784686	7377757.6	6301285.3	3286924.7	2252263.8	140507.9	21313.3	الناتج المحلي الإجمالي

المصدر: نشرة البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، كانون الأول 2003.

### الجدول رقم 21 : التوزيع النسبي لهيكل الناتج المحلي الإجمالي في العراق للسنوات من (1980-2003)

2003	2001	2000	1999	1997	1995	1993	1991	القطاع
17	19.25	27	31.5	39.7	56.9	32.3	28.3	الزراعة والغابات والصيد
0.9	1.5	0.6	0.7	0.36	0.09	0.06	0.7	التعدين والمقالع
4	6.5	8.1	3	3.0	0.8	4.4	5.9	الصناعة التمويلية
2.8	2.25	4	1.6	2.4	0.05	3.3	3.8	التشييد والبناء
0.3	0.5	0.05	0.3	0.6	0.06	0.19	0.7	الكهرباء والماء
25	30	39.8	37.3	46.1	58.4	40.4	39.6	القطاعات السلعية
20.3	28.6	24.6	10.3	18.6	13.9	26.1	12.4	النقل والمواصلات والخرن
16.7	14	14.8	28.1	26.9	22.3	24	17.1	تجارة الجملة والمفرد والفنادق
3.5	2.9	2.5	2.95	2.7	1.7	3.7	9.3	البنوك والتأمين
40.5	45.5	42.0	41.5	48.2	37.9	53.9	38.9	قطاع التوزيع
8.7	9.8	10.2	11.9	2.7	1.7	1.9	5.2	ملكية دور السكن
25.7	14.7	7.8	9.2	2.7	1.7	3.7	16.2	الخدمات الاجتماعية
34.5	24.5	18	21.16	5.5	3.5	5.6	21.4	قطاع الخدمات
100	100	100	100	100	100	100	100	الناتج المحلي الإجمالي

المصدر : نشرة البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، كانون الأول 2003

### • حرية حركة عوامل الإنتاج : إن عوامل الإنتاج المقصودة هي العمل ورأس المال، ومن المعروف أن حركة

التجارة تؤثر في أسعار عوامل الإنتاج وذلك من خلال تأثيرها في أسعار السلع القابلة للمتاجرة ومن ثم توزيع عوامل الإنتاج، إن توفر حرية الحركة لعوامل الإنتاج من وإلى البلد يقلل من قدرة السلطات المحلية فيه بالتحكم بسياسات تحقيق الاستقرار الاقتصادي بما في ذلك السياسات النقدية والمالية مما يدفع البلدان إلى اختيار نظام سعر الصرف المرن، لأنه يوفر آلية تلقائية في إزالة الاختلالات الخارجية والداخلية وأن سعر الصرف يعكس العلاقة بين متوسط أسعار عوامل الإنتاج الخارجية وأسعار عوامل الإنتاج في الداخل والخارج بتغير العلاقة بينهما، وذلك بتحويل عوامل الإنتاج أساساً عن الطلب الداخلي نحو إشباع الطلب الخارجي والعكس صحيح، أما في حالة وجود قيود تحد من حرية حركة عوامل الإنتاج من وإلى البلد فإنها تدفع البلدان إلى إختيار نظام سعر الصرف الثابت وذلك من أجل استبعاد حركات عوامل الإنتاج التي تقود إلى عدم الاستقرار، وأن العراق بوصفه بلد نفطي أخذ بالإسراع في تنفيذ عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال خطط التنمية الطموحة التي وضعت بعد الارتفاع الأول في أسعار النفط من 1.3 دولار للبرميل الواحد عام 1973 إلى 11.2 دولار عام 1974 فلتبعت إستراتيجية الدفعة القوية في التنمية معتمدة في ذلك على التوقعات المتفائلة باستمرار الارتفاع في أسعار النفط في السوق الدولية والتي وصلت فعلاً إلى 34 دولاراً للبرميل الواحد عام 1981، فأصبحت هناك ندرة في عنصر العمل وهو أمر طبيعي بسبب الحاجة إلى استخدامها في تنفيذ خطط وبرامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية

بالإضافة إلى ظروف الحرب، مما يتطلب تعويضها بأيدٍ عاملة عربية وأجنبية وقدمت التسهيلات الكثيرة لجذب تلك العمالة، وفي نفس الوقت وضعت القيود على حركة العمالة العراقية باتجاه خروجها هذا، فضلاً عن السماح لوأس المال المحلي بللخروج للاستثمار في الخارج، كما أنه لأسباب سياسية لا يرحب برأس المال الأجنبي للاستثمار في الداخل و عدا ما يتعلق بالاستثمارات العربية بحيث صدر القانون رقم 46 الخاص بالاستثمارات العربية مستهدفاً تشجيعها للمساهمة في عملية التنمية، إن موقف العراق من الاستثمار الأجنبي يرجع إلى تجربته مع شركات النفط الأجنبي العاملة فيه منذ عشرينيات القرن العشرين، كما أن العراق في ظل وفرة العوائد المالية النفطية التي تتمتع بها من الخمسينيات وحتى بداية الثمانينيات لم يكن بحاجة إلى الاستثمار الأجنبي فيه، وبذلك تشير بيانات ميزان المدفوعات إلى أن صافي حساب المدفوعات والتمويلات أظهر عجزاً متواصلًا طوال السبعينات وحتى الثمانينات، إذ وصل عام 1980 إلى 387.3 مليون دينار فضلاً عن مدة التسعينيات من القرن العشرين وهذا يشير إلى انخفاض حركة عوامل الإنتاج في العراق مما يجعل نظام الصرف الثابت أكثر ملاءمةً لاقتصاده.

**• حجم الاحتياطات:** تستخدم السلطات النقدية الاحتياطات لتمويل الاختلالات في المدفوعات وتسوية العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات، إذ تتيح هذه الاحتياطات للبنوك المركزية المحافظة على استقرار أسعار الصرف ومن ثم العمل على تحقيق استقرار الاقتصاد المحلي، ومنذ الحرب العراقية-الإيرانية تعرضت مصالح العراق الاقتصادية إلى أضرار بالغة في صورتها نتيجة توقف صادراتها من النفط خلال أنابيب النفط مارة عبر سوريا وعن طريق الخليج العربي فضلاً عن تدهور أسعاره في السوق الدولية من 34 دولار للبرميل الواحد عام 1981 حتى وصل إلى 13.5 للبرميل الواحد عام 1989، وعلى الرغم من أنه قد مدت خطوط أنابيب جديدة للنفط عام 1987 عبر كل من تركيا والسعودية، إلا أن عائداته من النفط استمرت في الانخفاض بفعل انخفاض أسعاره الدولية لذا فإن حجم احتياطات العراق تأثرت بهذه التطورات النفطية في زمن الحرب بالإضافة إلى استمرار الحكومة في سياساتها الانفاقية التوسعية الكبيرة، ومن المعروف أنه كلما زاد حجم الاختلال الذي يعاني منه بلد ما زادت الحاجة إلى كمية أكبر من الاحتياطات فبدون احتياطات كافية يكون اختيار نظام سعر الصرف الثابت أمراً يصعب الالتزام به في معالجة أي اختلال يظهر في ميزان المدفوعات بهدف الحفاظ على سعر الصرف عند مستوى ثابت ولقد انعكس ذلك بزيادة العجز في ميزان المدفوعات، وتناقصت الاحتياطات النقدية الأجنبية وتحول العراق من بلد ذي احتياطات كبيرة إلى بلد مدين. وبالرغم من أنه لا يمكن تحديد حجم الدين الخارجي، إلا أن بعض المؤشرات تبين أن مديونية العراق الخارجية شهدت ارتفاعاً في الثمانينيات وصلت إلى 35 مليار دولار عام 1985، واستمرت في الارتفاع بانتهاء الحرب العراقية-الإيرانية عام 1988 ومن ثم فإن قيمة العملة المحلية تكون معرضة للانخفاض، وعندها يصبح سعر صرف العملة المحلية غير مشجع مع الواقع وذلك لظهور فرق واضح بين سعر الصرف الفعلي الاسمي وسعر الصرف الحقيقي مما يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال المحلية أمراً حتمياً لا محال منه ويترتب على ذلك تطور أسواق صرف موازية ينخفض فيها سعر العملة المحلية كثيراً عن

السعر الرسمي، وأنه مع ظهور سوق صرف موازية فإن أية سياسة توسعية نقدية أو مالية تؤدي إلى استمرار الانخفاض في قيمة العملة المحلية. وفيما يتعلق بهذا العامل بالذات وبمعزل عن العوامل الأخرى، فقد يدعو ذلك إلى اختيار العراق لنظام الصرف المعموم المدار، ولكن العوامل الأخرى وهي الغالبة تدعو إلى العكس من ذلك إلى اختيار نظام الصرف الثابت، هذا فضلاً عن مدة الحصار الاقتصادي والانخفاض غير الطبيعي في حجم الاحتياطيات وهذا بدوره ينعكس على قيمة العملة المحلية في الانخفاض.

■ **التكامل المالي الدولي :** يعبر التكامل المالي الدولي عن درجة العلاقات المالية والنقدية لبلد ما مع بلدان أخرى، إذ تلعب حركات رأس المال الدولية دوراً مهماً في ميزان المدفوعات وفي تحديد سعر الصرف، وهناك مؤشر يعبر عن درجة التكامل المالي الدولي وهو نسبة الموجودات الأجنبية لدى المصارف التجارية إلى إجمالي عرض النقد في الاقتصاد المحلي، فالنسبة العالية تشير إلى درجة عالية من التكامل المالي الدولي ومن ثم درجة عالية من الحرية في الحركات الدولية لرأس المال والعكس صحيح، ورغم أن هذا المؤشر يستخدم في تحديد درجة التكامل المالي الدولي، إلا أن أهميته محدودة، إذ لا ينطبق على البلدان التي تضع قيوداً على قابلية عملتها على التحويل، كما إنه لا ينطبق على البلدان التي تمتاز بضعف أسواق المال والصرف فيها، وبالتالي تم التوصل إلى تحديد درجة التكامل المالي الدولي على أساس توافر شرطين الأول: يتعلق بتوافر أسواق مالية محلية متطورة، أما الثاني: فيشترط أن تكون الموجودات النقدية والمالية المحلية والأجنبية بدائل كاملة لبعضها البعض. ومن ثم يمكن القول أن درجة التكامل المالي الدولي للعراق منخفضة وذلك يرجع إلى:

- القيود الشديدة الموضوعة على حركة رأس المال من وإلى القطر.
- عدم فاعلية سياسة سعر الفائدة.
- محدودية وضعف السوق المالية في العراق وتدني مستوى تطورها وخضوعها لقيود حكومية واسعة وسيطرة عنصر المضاربة عليها.
- ضعف المناخ الاستثماري في العراق بسبب الأوضاع الاقتصادية غير المستقرة السائدة حالياً وظروف الحصار الاقتصادي المهيمنة على العراق، حيث تشير درجة العلاقات المالية والنقدية المتطورة إلى تبني نظام الصرف المرن والسبب في ذلك كلما كانت درجة التكامل المالي والدولي مرتفعة كلما قلت الحاجة إلى إجراء تعديلات في التكاليف والأسعار النسبية فيما بين البلدان من خلال تكييف سعر الصرف، لأنه يصبح بإمكان حركات رأس المال أن تمول حالات الاختلال الخارجي، ومن ثم عزل البلد من الصدمات التي يمكن أن يتعرض لها من خلال التحويلات المالية، بما أن درجة التكامل المالي الدولي في الاقتصاد العراقي منخفضة، لذا يجب تبني نظام صرف ثابت لعدم قابلية العوامل خاصة منها رأس المال على الانتقال دولياً.

■ **حجم الاقتصاد :** لحجم الاقتصاد تأثير فعلي في اختيار نظام سعر الصرف، وبالنظر لوجود تجانس أكبر في الاقتصادات الأصغر حجماً والأقل تنوعاً و ان فئات المجتمع تكون أقل تبايناً وتضارباً في المصالح فيه، فمن المتوقع أن تعتمد البلدان ذات الاقتصادات الأصغر حجماً أسعار الصرف الثابتة نظراً لاعتمادها على الأسواق

الخارجية وارتفاع درجة انكشافها التجاري، وعلى العكس من ذلك تميل البلدان ذات الاقتصادات الأكبر حجماً إلى الأخذ بأسعار الصرف المرنة نظراً لاتساع السوق الداخلية لهذه البلدان وبالتالي اعتمادها بشكل ضعيف على الأسواق الخارجية، لذلك فإنه كلما كبر حجم البلد زادت إمكانية عزله عن الصدمات التي يمكن أن يتعرض لها، وبالنظر إلى صغر حجم العراق مساحةً وسكاناً وارتباطه الشديد بالتجارة الدولية وانكشافه اقتصادياً أمام العالم الخارجي لذلك، ومما تقدم ومن استعراض العوامل المحددة لنظام سعر الصرف في العراق يتضح بأنه من الأفضل أن يتبنى الاقتصاد العراقي نظام الصرف الثابت، وذلك بسبب المميزات التي يمتاز بها الاقتصاد من حيث درجة الانفتاح العالية ودرجة عالية من التركيز السلعي وعدم توفر حرية الحركة لعوامل الإنتاج إضافة إلى ضعف تكامله المالي الدولي، هذا فضلاً عن صغر حجم الاقتصاد.

**الاستنتاجات :** يمكن تلخيص أهم ما توصلت إليه الدراسة من استنتاجات كما يأتي :

1- يعمل سعر الصرف على ربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي من خلال العلاقات المتبادلة ما بين العملات المختلفة، إذ أنه يمثل سعر تبادل عملة بأخرى في وقت معين ، إذ يمثل سعر الصرف المرآة التي ينعكس عليها مركز الدولة التجاري مع العالم الخارجي وذلك من خلال العلاقة بين الصادرات والاستيرادات، لذلك تعد أداة ربط بين اقتصاد مفتوح وباقي اقتصادات العالم من خلاله يتم معرفة التكاليف والأسعار الدولية وبذلك يقوم بتسهيل المعاملات الدولية المختلفة وتسويتها.

2- هناك علاقة دالية طردية بين سعر الصرف وعرض الصرف الأجنبي، إذ أن ارتفاع سعر الصرف يؤدي إلى زيادة عرض الصرف الأجنبي لانخفاض أثمان السلع والخدمات الوطنية على فرض بقاء العوامل الأخرى ثابتة، إذ أن انخفاض أثمان السلع والخدمات الوطنية يؤدي إلى زيادة الكميات المطلوبة منها في الخارج ويؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على العملة الوطنية، أي زيادة عرض الصرف الأجنبي والعكس صحيح في حالة انخفاض سعر الصرف، أي أن عرض العملة الأجنبية في الداخل الوجه الآخر للطلب على العملة المحلية في الخارج وكذلك عرض العملة المحلية في الخارج هو الوجه للطلب على العملة المحلية في الداخل.

3- عندما بدأ التعويم الشامل للعملات الرئيسية في العالم في أوائل عام 1973، أصبحت عملية اختيار نظام أسعار الصرف والترتيبات الملائمة مسألة أساسية بالنسبة للبلدان النامية، لذلك أنتهج قسم من البلدان النامية المرونة في إدارة أسعار الصرف الثابتة، وبشكل عام ان أقي سياسة لسعر الصرف سواء منها المرن أو الثابتة لم تكن فعالة من دون مساندة لها من السياستين المالية والنقدية نظراً للارتباط الوثيق بين سعر الصرف وكل من هاتين السياستين.

4- هناك جملة اعتبارات تؤثر في قرار الدولة عند اختيارها لسعر الصرف المناسب لأوضاعها الاقتصادية والاجتماعية تتمثل في:

التركز السلعي، حجم الاقتصاد، الانفتاح الاقتصادي، التكامل المالي الدولي، حرية حركة عوامل الإنتاج، حجم الاحتياطيات.



لذلك أظهرت خصائص الاقتصاد العراقي ضرورة تبني العراق لنظام سعر ثابت للدينار العراقي لأن هذا النظام يتلاءم مع أهداف السياسة الخارجية والداخلية للعراق.

### الفرع الثالث: التجربة الجزائرية

تعتبر الجزائر بحكم خصوصيات اقتصادها الذي يظل يشتغل بأقل من مستوياته الحقيقية، من أهم الدول التي يمكن لها أن تستقطب أكبر قدر من تدفق رأس المال الأجنبي نظرا للامكانيات الهائلة المتاحة لها مما يمنحها امتيازاً نسبياً في الضفة الجنوبية لحوض المتوسط وحتى على المستوى القاري، هذا الامتياز النسبي لا يمكن ترجمته لواقع ملموس في ظل نظام صرف غير واضح و غير مستقر، ولهذا الغرض قامت الجزائر باصلاحات اقتصادية و مالية شاملة مع بداية العقد الأخير من القرن الماضي مس أساسا نظام الصرف المتبع حيث تحولت من نظام التثبيت إلى نظام التعويم المدار الذي صاحب تطبيق برنامج الاصلاح الهيكلي خلال التسعينات.

فبعد انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق العالمية خلال السنوات الأخيرة من عقد الثمانينيات وجدت الجزائر نفسها أمام أزمة مالية حادة رمت بظلالها على الاقتصاد الجزائري وعلى الاستقرار الاجتماعي على حد سواء و بات نظام الاشتراكية الذي سيطر على البلاد لما يزيد عن ثلاثة عقود من الزمن عل المحك، وأصبح المسؤولون الجزائريون يفكرون جديا في مراجعة السياسات السابقة، واتخذت السلطات الجزائرية إجراءات صارمة للحد من الاختلالات الخارجية من خلال تحرير التجارة الخارجية وتحرير الأسعار الداخلية وتطبيق سياسات نقدية و مالية صارمة، كل هذا يدخل ضمن إصلاحات اقتصادية و مالية شاملة ترمي إلى تحديث القطاع الاقتصادي وإعطاء رأس المال الأجنبي فرصة المشاركة في الاقتصاد الوطني وتكييف هذا الأخير مع المتطلبات الاقتصادية العالمية.

وتعتبر الجزائر بحكم خصوصيات اقتصادها الذي يظل يشتغل بأقل من مستوياته الحقيقية. من أهم الدول التي يمكن لها أن تستقطب أكبر قدر من تدفق رأس المال الأجنبي نظرا للامكانيات الهائلة المتاحة لها مما يمنحها امتيازاً نسبياً في الضفة الجنوبية لحوض المتوسط وحتى على المستوى القاري، هذا الامتياز النسبي لا يمكن ترجمته لواقع ملموس في ظل نظام صرف غير واضح و غير مستقر، ولهذا الغرض قامت الجزائر باصلاحات اقتصادية و مالية شاملة مع بداية العقد الأخير من القرن الماضي مس أساسا نظام الصرف المتبع حيث تحولت من نظام التثبيت إلى نظام التعويم المدار الذي صاحب تطبيق برنامج الاصلاح الهيكلي خلال التسعينات.

فبعد انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق العالمية خلال السنوات الأخيرة من عقد الثمانينيات وجدت الجزائر نفسها أمام أزمة مالية حادة رمت بظلالها على الاقتصاد الجزائري وعلى الاستقرار الاجتماعي على حد سواء و بات نظام الاشتراكية الذي سيطر على البلاد لما يزيد عن ثلاثة عقود من الزمن عل المحك ، وأصبح المسؤولون الجزائريون يفكرون جديا في مراجعة السياسات السابقة.

واتخذت السلطات الجزائرية إجراءات صارمة للحد من الاختلالات الخارجية من خلال تحرير التجارة الخارجية وتحرير الأسعار الداخلية وتطبيق سياسات نقدية و مالية صارمة، كل هذا يدخل ضمن إصلاحات اقتصادية و مالية

شاملة ترمي إلى تحديث القطاع الاقتصادي وإعطاء رأس المال الأجنبي فرصة المشاركة في الاقتصاد الوطني وتكييف هذا الأخير مع المتطلبات الاقتصادية العالمية.

إن التقلبات التي تعرفها أسواق الصرف الدولية ولو لفترة قصيرة من شأنها أن تحدث آثارا بالغة الأهمية على الاقتصاديات الوطنية، وهو ما حدث بالنسبة للاقتصاد الجزائري خلال سنة 2003 حيث تعرضت أسواق الصرف الدولية خاصة فيما يتعلق بسعر صرف الدولار مقابل الأورو إلى تقلبات حادة، الأمر الذي أحدث تأثيرات سلبية على المتغيرات الكلية ذات العلاقة واستدعى تدخل السلطة النقدية بهدف إتباع سياسة تثبيت سعر الصرف الحقيقي للعملة المحلية، بغية الحفاظ على استقرار مؤشرات الاقتصاد الكلي التي تم تحقيقها، وللوقوف على كل الجوانب المتعلقة بالتغيرات المحتملة لأسواق الصرف الدولية وانعكاساتها على الوضع الداخلي والخارجي للجزائر، لابد من معرفة سياسة ونظام الصرف في الجزائر.

### 1. أثر تقلبات أسعار الصرف العالمية على الجزائر: يشهد العالم تقلبات حادة في أسعار الصرف خاصة بعد

ظهور اليورو كعملة اوروبية موحدة، وتراجع قيمة الدولار أمام هذه العملة، مما أثر سلبا على العديد من الاقتصاديات و منها الاقتصاد الجزائري بالخصوص حيث تتميز الجزائر بأن جل صادراتها تأتي بالدولار في حين أن قرابة 70% من وارداتها مسعرة باليورو لذا سنحاول في هذا المبحث إبراز آثار هذه التقلبات على ميزان المدفوعات من خلال اثارها على الميزان التجاري و المديونية الخارجية للبلد .

#### 1.1. تقلبات سعر صرف اليورو و تأثيرها على ميزان المدفوعات : يعاني الإقتصاد الجزائري منذ مدة نظراً

لطبيعة بنية تجارته الخارجية المرتبطة بالسوق الأوروبية بنسبة تفوق 60 % إستيراداً وتصديراً وقيمة الديون الخارجية المقدرة بالعملة الأمريكية بقرابة 40 % من تأثير كبير جراء تقلبات الصرف بين اليورو والدولار باعتبار أن ميزان المدفوعات يتأثر بما يجري في الإقتصاد ككل، وبالتالي فهو يتأثر بهذه التقلبات.

#### ⊠ تأثير تقلبات سعر صرف اليورو على الميزان التجاري : إنطلق اليورو مطلع عام 1999 في خطوة وصفت

بأنها واحدة من أبرز إنجازات القارة الأوروبية في تاريخها الحديث ، و حددت قيمته بـ 1,16 دولار، وخلال مسيرته منذئذ وحتى عام 2000 فقد اليورو نحو 30,75 % من قيمته إذ تراجع في أكتوبر من عام 2000 إلى 0,82 دولار، أما عام 2001 فقد قضاها متارجحاً بين الصعود والهبوط في وقت خيم الترقب في انتظار موعد التداول الرسمي عام 2002 لكنه فاجأ الأسواق عام 2002 بوتيرة صعود قوية خالفت توقعات المحليين فاسترد فيه نحو من نصف ما فقد مرتفعاً بنسبة 15 % عن العام كله، وأنهى اليورو العام الأول من التداول الفعلي بنجاح باهر، إذ تمكن من التفوق عن العملة الدولية الأولى الدولار الأمريكي وبلغت مكاسبه أمامها خلال العام بأكمله نسبة 15 % بعد مسيرة حافلة بالتقلبات في أسواق الصرف العالمية، وهو ما أدى إلى صلابة اليورو وتماسكه حتى أصبح في صميم نظام النقد العالمي ، بل لاعباً بارزاً فيه، مؤثراً على الاقتصاديات المحلية والإقليمية ، وعلى التجارة الدولية كما أصبح تأثيره واضحاً على اقتصاديات الدول النفطية، وبالتالي على موازين مدفوعاتها،



والجزائر إحدى هذه البلدان، ويعتبر الإتحاد الأوروبي الشريك التجاري الأول، إذ يساهم بأكثر من 60 % من التجارة الخارجية للجزائر<sup>1</sup>، وهنا تكمن أهمية دراسة تأثير اليورو على المبادلات التجارية بين الجزائر والإتحاد الأوروبي، وعلى الميزان التجاري للجزائر.

**1. تأثير تقلبات سعر صرف اليورو على الواردات الجزائرية :** تؤمن الجزائر غالبية وارداتها من دول الإتحاد الأوروبي ، كما تزداد قيمة هذه الواردات كل سنة ، حيث وصلت خلال السنوات الأخيرة بين 60 و 70 % من إجمالي الواردات ، وشكلت المواد الغذائية والسلع الصناعية والمعدات والآلات غالبية الواردات، ويلعب القرب الجغرافي بين الجزائر وأوروبا دورًا كبيرًا في تطوير العلاقات الإقتصادية الجزائرية الأوروبية. إن استخدام اليورو كعملة موحدة أدى إلى زيادة المنافسة بين الدول الأوروبية، وبالتالي زيادة الشفافية في الأسعار ، فضلاً عن تقليل تكاليف تحويل العملات من أجل تسوية مدفوعات هذه الواردات، وبالتالي تركيز المستورد الجزائري في دراسة أنسب الأسواق الأوروبية للحصول على السلع التي يريد إستيرادها بعيداً عن حسابات سعر الصرف<sup>2</sup>.

لكن ارتفاع قيمة اليورو مقابل الدولار منذ سنة 2003 بالخصوص بمعدل يتراوح بين 1,10 دولار إلى 1,35 دولار مقابل واحد يورو كأعلى حد قياسي تسجله العملة الأوروبية أضحي يمثل عبئاً يتمثل في ارتفاع كلفة الواردات الجزائرية من منطقة اليورو لاسيما المواد الرئيسية كالقمح والأدوية والمواد المصنعة بنسبة تتراوح بين 20 و 30 % من قيمتها السابقة ، وهذا يؤدي إلى ارتفاع قيمة الواردات بحوالي 5 % إلى 20% حسب تقديرات الخبراء<sup>3</sup> جراء إرتفاع قيمة العديد من المواد المستوردة من منطقة اليورو كما ذكرنا سابقاً، وبالتالي زيادة العجز أو تقلص الفائض في الميزان التجاري الذي ينعكس بدوره على الميزان الجاري الذي يعتبر أحد أهم مكونات ميزان المدفوعات، وبالتالي المساهمة في تدهور رصيد ميزان المدفوعات.

**2. أثر تقلبات سعر صرف اليورو على الصادرات :** ليس هناك تأثير مباشر لليورو على الصادرات الجزائرية باعتبار أن 97 % من إجمالي الصادرات هي عبارة عن محروقات، وهي مسعرة بالدولار الأمريكي، لكن التطور المستمر للعملة الأوروبية مقابل الدولار نظراً لعوامل مرتبطة بتطور الإقتصاد الأمريكي الذي يتجه نحو الإنكماش وتواضع وتيرة النمو الإقتصادي، وتبعات ارتفاع العجز في الموازنة التي تجاوزت الرقم القياسي بـ 400 مليار دولار<sup>4</sup>، وعلى ضوء هذه التطورات، وباعتبار أن الإقتصاد الجزائري من بين الإقتصادات المرتبطة عضوياً بالتجارة الخارجية بمعدلات نسبة مطلقة الأكثر تأثراً من هذا الإرتفاع المستمر للعملة الأوروبية مقارنة بالعملة الأمريكية الدولار حيث أن صادرات الجزائر تبلغ 31 مليار دولار من المحروقات تقدر بالعملة الأوروبية بـ

<sup>1</sup> زباري بلقاسم ، إنعكاسات وتحديات الأورو على الإقتصاد الجزائري في ظل الشراكة الأورو - متوسطية - الملتقى الوطني الأول حول الإقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة ، جامعة البلدية ، ماي 2002 ص : 291 .

<sup>2</sup> ص . ح ، ديون الجزائر تزداد والدينار في وضع صعب ، جريدة الخبر اليومية ، 24 مارس 2005 ، ص : 4 .

<sup>3</sup> صلاح الدين السبستاني، دراسات نظرية و تطبيقية، قضايا اقتصادية معاصرة، عالم الكتاب للنشر و التوزيع، القاهرة، 2003، ص 39.

<sup>4</sup> ص . ح ، ديون الجزائر تزداد والدينار في وضع صعب ، مرجع سابق ، ص : 4 .

23,8 مليار يورو فقط، بالتالي هذا يحد من ارتفاع القوة الشرائية لعائدات الجزائر، وهذا ما ذهب إليه عبد اللطيف بن أشنهو الوزير ( السابق للمالية ) إلى أن برميل النفط الحالي المقدر بـ 50 دولار لا يساوي بالقيمة الحقيقية سوى 30 يورو، وبالتالي متوسط الأسعار الحالية ( 2005 ) هي ذاتها التي سجلت عام 2000 وبالتالي محدودية تأثير إرتفاع سعر النفط على قدرة الدفع الجزائرية<sup>1</sup>.

إذن تأثير اليورو على الميزان التجاري يكون من خلال انخفاض قيمة الصادرات عند تحويلها للعملة الأوروبية اليورو نتيجة ضعف الدولار أمام اليورو ، وارتفاع قيمة الواردات، وهذا نظراً للخاصية التي تميز التجارة الخارجية للجزائر، حيث أن صادراتها تسعر بالدولار، في حين أن غالبية وارداتها تسعر باليورو، ويتم الدفع نقداً ( 83% ) وبالتالي يؤدي هذا إلى تدهور رصيد الميزان التجاري الذي ينعكس بدوره على رصيد ميزان المدفوعات، أي نستنتج أن تقلبات سعر صرف اليورو مقابل الدولار تؤدي إلى تدهور رصيد ميزان المدفوعات.

⊗ **تأثير تقلبات سعر صرف اليورو على المديونية:** عرفت المديونية الجزائرية في السنوات الأخيرة إنخفاضاً مقارنة بما كانت عليه من قبل بسبب تسديد جزء هام منها، بعد التحسن الكبير في إيرادات الدول نتيجة ارتفاع أسعار النفط حيث قدرت سنة 2003 بـ 22,6 مليار دولار بعدما كانت أكثر من 30 مليار دولار سنة 1999 ، كما نلاحظ تغير على تركيبية العملات الصعبة المكونة للمديونية الجزائرية حيث كان الدولار يسيطر على حوالي 40% من مجموع العملات المكونة للمديونية الخارجية في حين تشكل العملات الأوروبية حوالي 30 % و الين حوالي 12.2% سنة 98<sup>2</sup> .

وكان على الجزائر أن تراعي تكوين عملات الدين الخارجي وربطها بتكوين العائدات من التجارة الخارجية وهذا ما تم بالفعل، حيث شرعت الجزائر منذ نهاية 2004 في إعادة التوازن لمديونيتها الخارجية، كما أكدته بنك الجزائر حيث أضحت العملة الأوروبية اليورو تمثل 40% من القيمة الإجمالية للديون بنفس النسبة مع الدولار الأمريكي، وإذا كانت التوازنات الكبرى التي عرفت استقرار منذ سنة 2002 لم تتأثر لحد الآن، إلا أن ارتفاع قيمة اليورو مقابل الدولار، وهذا ما أكدته الخبراء الماليين الذين يرون أن العملة الأمريكية الدولار فقدت ما بين 2001 و2004 نسبة 30 % من قيمتها الاسمية حيث بلغ المتوسط الشهري ما بين جانفي ومارس 2005 بـ 1,28 دولار لليورو، أدى إلى تزايد العبئ المتمثل في ارتفاع قيمة الديون الخارجية للجزائر المقطرة باليورو على الرغم من إجراءات الدفع المسبق لجزء منها، حيث سجلت المديونية ارتفاعات في قيمتها بـ 500 مليون دولار إضافية ويمس ذلك أقساط و خدمات الديون والديون الأصلية<sup>3</sup> على الرغم من أن قيمة المديونية بالدولار الأمريكي في بنية المديونية الجزائرية يضل معتبر كما ذكرنا سابقا 40% فالمديونية الجزائرية تراجعت بالدولار لكنها ارتفعت

<sup>1</sup> ص . ح ، إرتفاع أسعار النفط لم تؤدي إلى تحسين قدرة الجزائر الشرائية ، جريدة الخبر اليومية ، 16 أبريل 2005 ، ص : 4.

<sup>2</sup> حنيش الحاج . الأورو وانعكاساته على بنية التجارة الخارجية أسعار الصرف والمديونية الخارجية للجزائر .رسالة ماجستير جامعة الجزائر 2001/2000 ص 128.

<sup>3</sup> ص ح ، ديون الجزائر تزداد و الدينار في وضع صعب ، مرجع سابق ، ص : 4.

باليورو و باقي العملات الأخرى مثل الين، بالتالي من شأن هذا الارتفاع في قيمة المديونية تعميق العجز الحاصل في ميزان العمليات الرأسمالية ، بالتالي المساهمة في تدهور رصيد ميزان المدفوعات .

#### ☒ آثار تقلبات سعر صرف اليورو على احتياطات الصرف : يسعى الإتحاد الأوروبي إلى أن يصبح اليورو عملة

احتياطية تنافس الدولار كما أن رغبة بعض البنوك الآسيوية في تحويل جزء من احتياطياتها إلى اليورو ربما سيكون دافعا في تسريع تحويل العملة الموحدة ( اليورو ) إلى ثاني عملة احتياط في العالم بعد الدولار، رغم أنه من الصعب التأكيد في الوقت الراهن وحتى السنوات القليلة المقبلة ما إذا كان اليورو سينافس الدولار، لكن ليس من شك في أنه قادر على مزاحمة الدولار كعملة دولية، فالإتحاد الأوروبي حدد عام 2010 موعدًا لتوسيع حجم اقتصاده بما يساوي حجم الإقتصاد الأمريكي، وليس من شك أن اليورو سيزداد قوة في سباق العمل على تحقيق هذا الهدف .

سيمكن هذا الجزائر من تنويع العملات الأجنبية المكونة لاحتياطات الصرف مما يعني لمتخذ القرار حرية الاختيار في استخدام الاحتياطي الجزائري من العملات الصعبة ، الشيء الذي يوفر للجزائر مزيدًا من الأمان والاستقرار . عرف احتياطي الصرف الجزائري ارتفاعًا كبيرًا لم يشهده من قبل حيث وصل إلى 45 مليار دولار نهاية شهر مارس من عام 2005، لكن الانخفاض المستمر للعملة الأمريكية الدولار يجعل القيمة الحقيقية للاحتياطات من الصرف منخفضة مما يحد من المكاسب المحصل عليها نتيجة ارتفاع أسعار النفط، وللمحد من آثار تقلب سعر صرف اليورو مقابل الدولار على احتياطي الصرف وجب التنويع في العملات المكونة للاحتياطي الصرف مع مراعاة طبيعة الوضع النقدي الحالي وطبيعة المعاملات التجارية الجزائرية. من التحليل السابق، يمكن أن نستخلص أن التقلبات في سعر صرف اليورو مقابل الدولار أدت إلى التأثير سلبًا على ميزان المدفوعات الجزائري من خلال المساهمة في تدهور رصيده ، نتيجة ارتفاع في قيمة الواردات ، وقيمة المديونية الخارجية وخدمات الديون وانخفاض احتياطات الصرف.

### 2.1. تقلبات سعر صرف الدولار وتأثيره على ميزان المدفوعات واداء بنك الجزائر:

#### أولاً: وضعية القيمة الحقيقية للدولار الأمريكي

يشهد سعر الصرف الإسمي للدولار الأمريكي تراجعًا ملحوظًا أمام العملات الرئيسية الأخرى خلال السنوات الأخرى الماضية، وهذا ما نلاحظه سنة 2003 ، حيث انخفض سعر الدولار الأمريكي مقابل اليورو بنسبة بلغت 16,5% وهي نسبة كبيرة بالمقارنة لسنة 2002 التي بلغت 5,2% أمام الجنيه الإسترليني بنسبة بلغت 8,1% ، في حين انخفاض سعر صرف الدولار أمام الين بنسبة بلغت 7,6% ، لكن ماذا عن سعر الصرف الحقيقي للدولار الذي يعتبر أداة مهمة في تحليل القدرة الشرائية للعائدات التي تأتي بالدولار، خاصة بالنسبة للجزائر التي تعتبر جل صادراتها عبارة عن محروقات 97% والتي تسعر بالدولار الأمريكي خاصة بعد الجدل الذي دار حول أسعار النفط في الفترة الأخيرة، وهذا ما سنحاول التطرق إليه من خلال الجدول الآتي:

**الجدول رقم 22 : تطور أسعار البترول بالقيمة الاسمية و الحقيقية خلال الفترة (70 – 99) – الوحدة دولار للبرميل، سنة الأساس 1970 = 100.**

السنوات	القيمة الاسمية	القيمة الحقيقية	السنوات	القيمة الاسمية	القيمة الحقيقية
1970	1,67	2,36	1985	27,01	15,21
1971	2,04	2,67	1986	13,53	6,02
1972	2.30	2.68	1987	17,73	6,81
1973	3,07	3,07	1988	14,24	5,14
1974	10,77	9,87	1989	17,31	6,3
1975	10,73	8,7	1990	22,26	7,06
1976	11,51	9,31	1991	18,62	5,71
1977	12,4	9,1	1992	18,44	5,34
1978	12,7	7,88	1993	16,33	5,08
1979	17,28	9,48	1994	15,53	4,76
1980	28,67	13,94	1995	16,86	4,76
1981	32,5	16,43	1996	20,29	5,61
1982	32,38	17,16	1997	20	5
1983	29,04	15,76	1998	14	2,8
1984	28,2	16	1999	15	3,1

المصدر: مجلة الدراسات الاقتصادية الدار الخلدونية، سطيف الجزائر 1999 ص 208

يتضح من خلال الجدول السابق أن القيمة الحقيقية لسعر البرميل من النفط بالدولار مر بثلاث مراحل المرحلة الأولى تمتد من سنة 70 إلى غاية سنة 73 أي كانت القيمة الحقيقية لسعر البرميل من النفط أكبر من القيمة الاسمية وهو يعبر عن القوة الشرائية الكبيرة للدولار في هذه المرحلة ومن ثم العائدات المتتالية من صادرات المحروقات ، أما المرحلة الثانية فتتمتد من سنة 1973 إلى غاية 1984 حيث نلاحظ أن القيمة الاسمية تقترب من القيمة الحقيقية ، حيث نلاحظ أن الفرق بين القيمة الحقيقية و القيمة الاسمية معقول وهذا يدل على ان سعر الصرف الحقيقي للدولار يقترب من سعر الصرف الاسمي ، بالتالي العائدات الآتية من النفط والتي تكون عادة بالدولار لها قوة شرائية مقبولة.

أما المرحلة الثالثة، فتتمتد من سنة 1985 إلى غاية سنة 1999 حيث نلاحظ أن الفرق بين القيمة الاسمية لسعر البترول القيمة الحقيقية له بدأ يرتفع بالتالي تدهور القوة الشرائية للدولار بح يث أصبحت القيمة الحقيقية لعائدات النفط بعيدة ولا تعكس القيمة الاسمية لها، حيث أن فترة بداية السبعينات كانت القيمة الحقيقية لسعر البترول أقل من القيمة الاسمية و القيمة الحقيقية ثم عاد ليرتفع سعر النفط الاسمي مقارنة بالسعر الحقيقي وهذا خلال أواسط السبعينات إلى غاية بداية الثمانينات، ليتسع الفرق بينهما ابتداءً من سنة 1985 إلى 1999.

**ثانيا : تأثير انخفاض القيمة الحقيقية للدولار على ميزان المدفوعات**

يمكننا معرفة آثار انخفاض القيمة الحقيقية للدولار على ميزان المدفوعات من خلال معرفة تأثير هذا الانخفاض على صادرات النفط باعتبار أن 97% من صادرات الجزائر هي عبارة عن محروقات، تؤثر قيمة الصادرات على رصيد الميزان التجاري و بالتالي على رصيد ميزان المدفوعات، وذلك من خلال الجدول التالي :

**الجدول رقم 23 : تطور قيمة الصادرات النفطية الاسمية والحقيقية خلال الفترة (70 – 99) الوحدة : مليون دولار .**

السنوات	القيمة الحقيقية للصادرات	القيمة الاسمية للصادرات	السنوات	القيمة الحقيقية للصادرات	القيمة الاسمية للصادرات
1970	1423,3	1010	1985	7339,7	13034
1971	1068	816	1986	3588,4	8065
1972	1426,2	1224	1987	3468	9029
1973	1950	1950	1988	2750,4	7620
1974	4530,8	4944	1989	3469,9	9534
1975	3649,4	4501	1990	4026,3	12695
1976	4223	5221	1991	3911,3	12330
1977	4409,8	6009	1992	3333,1	11510
1978	3933,8	6340	1993	3238,3	10410
1979	5203	9484	1994	2724,8	8890
1980	6638	13652	1995	2893,8	10250
1981	7136,6	14117	1996	3652,4	13210
1982	7136,6	13509	1997	3455	13820
1983	6915	12742	1988	2028	10940
1984	7257,8	12792	1999	2542	12300

المصدر : اعتمادا على الجدول رقم 59 ومعطيات بنك الجزائر .

نلاحظ من خلال الجدول رقم 42 أن قيمة الصادرات الحقيقية أكبر من قيمة الصادرات الاسمية في المرحلة الممتدة من 1970 إلى غاية 1973 وهو ما يدل على أن القيمة الحقيقية للدولار كانت أكثر من القيمة الاسمية، وهذا يبين القوة الشرائية الكبيرة التي كان يتمتع بها الدولار في هذه الفترة.

أما خلال المرحلة الممتدة من 1974 إلى غاية 1985 نلاحظ أن القيمة الحقيقية للصادرات أقل من القيمة الاسمية للصادرات وهذا يدل على أن القيمة الحقيقية للدولار انخفضت نسبياً مقارنة بقيمتها الاسمية، لكن الفرق بين القيمة الحقيقية والاسمية للصادرات لم يكن كبير، وهذا مقبول في الأدبيات الاقتصادية حيث تكون القيمة الحقيقية أقل من قيمتها الاسمية لكن شريطة أن لا يكون الفرق شاسع.

أما ابتداءً من سنة 1985 إلى غاية 1999 ، فنلاحظ تدهور القيمة الحقيقية للصادرات مقارنة بالقيمة الاسمية حيث نلاحظ أن الفرق بين القيمة الحقيقية والاسمية للصادرات يتسع من سنة إلى أخرى حيث وصل سنة 1999 إلى 9758 مليار دولار وهذا يعبر عن التدهور الكبير في قيمة الحقيقية للدولار وبالتالي في سعر الصرف الحقيقي للدولار وقوته الشرائية، و يؤثر هذا على الميزان التجاري و باعتباره أحد الحسابات المكونة لميزان المدفوعات فإنه يؤدي إلى تدهور في رصيد ميزان المدفوعات، كما إن انخفاض القوة الشرائية للعائلات يدفع الى الاستدانة لتمويل مختلف العمليات و بالتالي تدهور رصيد ميزان العمليات الرأسمالية ومن ثم رصيد ميزان المدفوعات حيث

أنه وحتى إن ارتفعت القيمة الاسمية للصادرات في بعض السنوات إلى أن قيمتها الحقيقية ضعيفة و بالتالي تنعكس على قوتها الشرائية، ويرى خبراء الاقتصاد ان سعر البرميل في بداية الثمانينات حيث وصل حتى 40 دولار للبرميل يعادل الان (في سنة 2005) 80 دولار للبرميل من خلال هذا التحليل يمكننا التأكيد على أن أسعار النفط الحالية ليست مرتفعة كما يعتقد البعض لان القيمة الحقيقية لسعر البرميل حاليا 49 دولار للبرميل كمتوسط للأسعار النفط خلال السداسي الاول من سنة 2005 تعادل حوالي 25 دولار للبرميل في الثمانينات ويعادل 12 دولار في 1973<sup>1</sup> و بالتالي الأسعار الحالية للنفط مقبول جدا خاصة بالنسبة للمستهلكين ويجب العمل للمحافظة عليها كما ان الدخل المرتفعة في الدول الصناعية (المستهلك الرئيسي للنفط) تحتوي الزيادة في أسعار النفط .

### ثالثا : أثر تغيرات سعر صرف الدولار على أداء بنك الجزائر

لمعرفة أثر تقلبات سعر صرف الدولار على هامش ربح البنك قمنا بدراسة هامش الربح وكذا إيراداته الناتجة عن الاتجار في العملة الصعبة مع افتراض أن مبلغ العملة الصعبة هو 1500 دج لنفس السبب السابق.

#### - الفترة ما بين جانفي وفيفري

أولا: جدول يبرز هامش ربح البنك وإيراداته خلال شهري جانفي وفيفري.

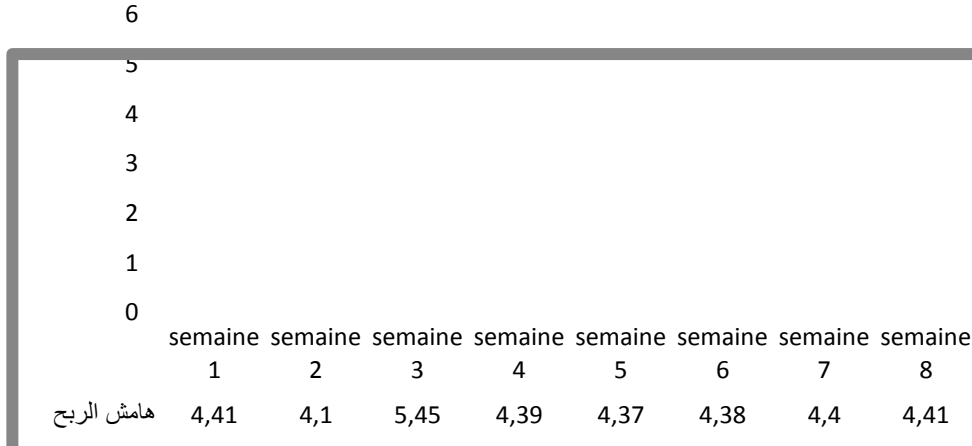
#### الجدول رقم 24: إيرادات البنك الناتجة عن الاتجار بالدولار خلال شهري جانفي وفيفري من 2006

البيان	سعر البيع	سعر الشراء	المبلغ بالعملة الصعبة	هامش الربح	إيرادات البنك الناتجة عن شراء الدولار	إيرادات البنك الناتجة عن بيع الدولار
1	76.56	72.15	1500	4.41	108225	114840
2	76.43	72.33	1500	4.10	108495	114645
3	77.24	72.79	1500	5.45	109185	115860
4	76.13	71.74	1500	4.39	107610	114195
4	75.71	71.34	1500	4.37	107010	113565
2	75.96	71.58	1500	4.38	107370	113940
3	76.40	72.00	1500	4.40	108000	141600
4	76.56	72.15	1500	4.41	108225	114840

المصدر: إحصائيات بنك الجزائر لولاية المدية

#### الشكل رقم 19 : أثر تقلبات سعر صرف الدولار على هامش الربح خلال شهري جانفي وفيفري

<sup>1</sup> ضياء مجيد الموسوي، ثورة أسعار النفط، دوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 87، 86.



المصدر: من إعداد الطالبة عن طريق إحصائيات بنك الجزائر لولاية المدية

### ثانيا: تحليل وتفسير

نلاحظ من خلال المعطيات المتعلقة بالإيرادات الناتجة عن الاتجار بالدولار أن المشتريات كانت في تزايد مستمر، حيث بلغت 109185 مليون دج في حين أن المبيعات كانت مرتفعة نسبيا ثم انخفضت عند القيمة 114645 مليون دج لتعاود الارتفاع إلى 115860 مليون دج وهذا خلال الأسابيع الثلاثة الأولى من شهر جانفي الذي شهد فيه هامش الربح انخفاض قدر بـ 4.10 لكل وحدة نقدية عند الأسبوع الثاني ليرتفع إلى 5.45 لكل وحدة في الأسبوع الثالث من نفس الشهر، وهذا راجع على تدهور سعر صرف الدولار ثم تحسنه بسبب زيادة الطلب عليه في الآونة الأخيرة مما يفعل من ميكانيزمات السوق فيزيد من إيرادات البنك ويرجع السبب حسب اعتقادنا إلى :  
 - إنصراف المستثمرين إلى ترقب وقائع اجتماع لجنة السوق المفتوحة في المجلس الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي الأمريكي) التي قد تعطي مؤشرات مهمة على مدى استمرار سلسلة رفع أسعار الفائدة الأمريكية إلا أن حجم التعامل كان محدودا مع بدء عودة الأسواق إلى العمل بعد عطلة العام، لهذا السبب حسب اعتقادنا كانت هناك تذبذبات في سعر صرف الدولار في المعاملات به تكون هي الأخرى متذبذبة.  
 - لكي تتجنب الجزائر الاصطدام قامت بتقييم أغلب صادراتها بالأورو لتدخل في بداية التحديات في المبادلات التجارية.

كما أننا نلاحظ انخفاض مشتريات الدولار من الأسبوع الرابع لشهر جانفي إلى غاية الأسبوع الأول من شهر فيفري، حيث بلغت قيمتها 107010 مليون دج وكذلك الأمر بالنسبة للمبيعات، حيث بلغت حوالي 113940 مليون دج مما أدى إلى انخفاض هامش ربح البنك الذي وصل إلى 4.39 لكل وحدة وذلك راجع لانخفاض سعر صرف الدولار وبالتالي تقل إيرادات البنك من الدولار و حسب اعتقادنا هذا راجع إلى :  
 - تعامل الجزائر مع الاتحاد الأوروبي يؤثر سلبا على الاقتصاد الجزائري، وهذا ما يعكس سائر تقلبات سعر صرف الدولار مقابل الدينار.



- تدهور قيمة الدولار مقابل العملات الأخرى لا سيما الأورو مما يؤدي ببنك الجزائر إلى التعامل بالأورو أكثر من التعامل بالدولار.

بالإضافة إلى ذلك نلاحظ ارتفاع المشتريات والمبيعات من جديد خلال الأسابيع الثلاثة الأولى من شهر فيفري، فوصلت قيمة المشتريات إلى 108220 مليون دج والمبيعات بلغت 114840 مليون دج الذي أدى إلى ارتفاع هامش ربح البنك إلى 4.41 لكل وحدة الدولار في تلك الفترة وبالتالي زيادة إيرادات البنك وذلك نظرا لارتفاع سعر صرف الدولار وهذا راجع حسب اعتقادنا إلى:

- إن معظم صادرات الجزائر مقومة بالدولار و عندما يرتفع سعر صرف الدولار فإن المبيعات سوف ترتفع وتزيد وبالتالي يرتفع معها هامش الربح.

- استيراد قطع غيار السيارات من الولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى أوروبا التي تعزز الشراء والبيع وبالتالي تفعيل السوق وفي الأخير يزيد هامش الربح.

### - فترة ما بين مارس و أبريل

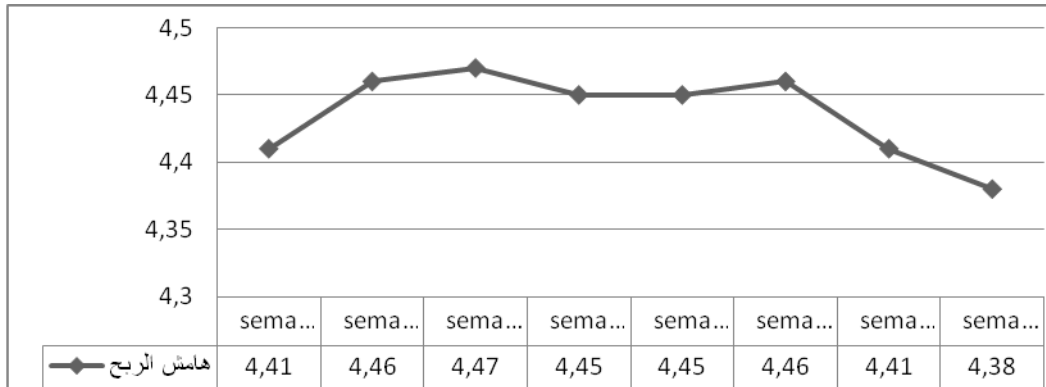
أولا: جدول يبرز هامش ربح البنك وإيراداته خلال شهري مارس و أبريل.

الجدول رقم 25 : إيرادات البنك الناتجة عن الاتجار في الدولار خلال شهري مارس و أبريل من 2006

البيان	سعر البيع	سعر الشراء	المبلغ بالعملة الصعبة	هامش الربح	إيرادات البنك الناتجة عن شراء الدولار	إيرادات البنك الناتجة عن بيع الدولار
1	76.56	72.15	1500	4.41	108225	114840
2	77.36	72.90	1500	4.46	109350	116040
3	77.55	73.08	1500	4.47	109620	116325
4	77.35	72.90	1500	4.45	109350	116025
4	77.24	72.79	1500	4.45	109185	115860
2	77.46	73.00	1500	4.46	109500	116190
3	76.59	72.18	1500	4.41	108270	114885
4	76.11	71.73	1500	4.38	107595	114165

المصدر: إحصائيات بنك الجزائر لولاية المدية

الشكل 20 : أثر تقلبات سعر صرف الدولار على هامش الربح خلال شهري مارس و أبريل من 2006



المصدر: من إعداد الطالبة عن طريق إحصائيات بنك الجزائر لولاية المدية

ثانيا: تحليل وتفسير



يظهر لنا جليا من إيرادات البنك الناتجة عن الاتجار في الدولار أنه كل من المشتريات والمبيعات في ارتفاع مستمر إلى أن تبلغ ذروتها عند القيمتين 109350 مليون دج و 116325 مليون دج للمشتريات والمبيعات على الترتيب خلال الأسابيع الثلاثة الأولى من شهر مارس مع تحصيل هامش ربح قدر بـ 4.47 لكل وحدة من طرف البنك على الدولار مما نتج عنه زيادة في إيرادات البنك التي كان سببها ارتفاع سعر صرف الدولار، وهذا راجع حسب اعتقادنا إلى :

-البنك الاحتياطي الاتحادي ( البنك المركزي الأمريكي) يؤثر على السياسة النقدية الدولية وأسعار الصرف الأجنبية عن طريق رفع أسعار الفائدة مما يدفع الأجانب إلى الاستثمار في الصناديق الأمريكية وخلال هذه العملية سيحول الدينار الجزائري إلى الدولار فيزيد الطلب على الدولار فترتفع قيمته. ويتبين لنا حدوث انخفاض ظرفي وطفيف، حيث بلغت قيمة الانخفاض 109185 مليون دج و 115860 مليون دج للمشتريات والمبيعات على التوالي في الفترة المحصورة بين الأسبوع الأخير من شهر مارس والأول من شهر أبريل مما أدى إلى تحقيق هامش ربح ثابت قدره 4.45 لكل وحدة، بسبب ارتفاع سعر صرف الدولار، وهذا راجع حسب اعتقادنا إلى :

- تباطؤ الاقتصاد الأمريكي مما أدى إلى ان الأورو يسجل رقما قياسيا مقابل الدولار وبالتالي انخفاض هذا الأخير، حيث يلجأ بنك الجزائر إلى التعامل بالأورو دون الدولار.

كما يظهر أن المشتريات ارتفعت بالإضافة إلى المبيعات، حيث بلغت كل منهما 109500 مليون دج و 116190 مليون دج للمشتريات والمبيعات على التوالي وذلك خلال الأسبوع الثاني من شهر أبريل، حيث يعتبر ارتفاعا نسبيا الذي أدى إلى أن هامش الربح في ازدياد طفيف ونسبي بلغ 4.46 لكل وحدة وهذا يعني أن الطلب عليه لم يكن في المستوى المرغوب وهذا راجع إلى الارتفاع النسبي في سعر صرف الدولار، ويرجع السبب حسب اعتقادنا إلى:

- قلة كلفة شراء السلع والخدمات من طرف الجزائر وفي المقابل تصبح الصادرات الأمريكية غالية للمشتريين الأجانب الأمر الذي يدفع بزيادة معدلات التضخم ويعزز انخفاض الصادرات من تراجع الإنتاج الأمريكي. وفي الأخير نلاحظ أن المبيعات والمشتريات في انخفاض مستمر إلى أن وصلت إلى 107595 مليون دج و 114165 مليون دج لكل من المشتريات والمبيعات على الترتيب وبالتالي انخفاض هامش الربح إلى غاية 4.38 لكل وحدة، مما أدى إلى انخفاض إيرادات البنك من هذه العملة وهذا بسبب انخفاض سعر صرف الدولار، ويعود السبب حسب اعتقادنا إلى :

-تخفيض الدولار يعتبر وسيلة مقصودة لتعزيز القدرة التنافسية للصادرات الأمريكية على حساب صادرات الدول المنافسة للأسواق الخارجية.

عزوف بنك الجزائر عن بيع الدولار حيث يقوم بشرائه فقط.

**2 . تطور أنظمة الصرف في الجزائر:** تميز سعر الصرف الخارجي للدينار الجزائري بالثبات والاستقرار على طيلة ثلاثة عقود من الزمن، ويمكن رد هذه الميزة إلى نظام الرقابة على الصرف المتبع الذي أضفى الكثير من الثبات والجمود على أسعار صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، ويمكن تلخيص أهم المراحل التي مرت بها أنظمة وسياسات الصرف في الجزائر المستقلة بما يلي :

**أولاً : نظام سعر الصرف الثابت :** كان تسعير الدينار الجزائري في هذه المرحلة لا يتم على أساس معايير اقتصادية لها علاقة بأداء ودرجة كفاءة الإقتصاد الوطني بل يتم تحديد قيمة الدينار إدارياً ، ويمكن تقسيم هذه الفترة إلى مرحلتين:

**المرحلة الأولى: نظام الصرف الثابت بالنسبة لعملة واحدة ( 69 - 73 ) :** بتاريخ 10 مارس 1964 أنشأت العملة الوطنية الدينار وحددت نسبة صرفها وفقاً لنظام التسعير المسير بـ 0,18 غ ( 1 دج = 180 ملغ ) من الذهب الخالص وهذا كالاتزام من الجزائر بصفتها عضو في هيئة بريتون وودز التي تلزم كل عضو بالتصريح عن تكافؤ عملته بالنسبة لوزن معين من الذهب، ونصت المادة 03 من القانون السابق على تكافؤ الدينار مقابل الفرنك الفرنسي بحيث 1 دج = 1 ف ف واستمر هذا التكافؤ إلى غاية 1969<sup>1</sup> ، أين اضطرت السلطات النقدية الفرنسية إلى تخفيض قيمة الفرنك أمام الدولار الأمريكي، رغم ذلك استمر ارتباط الدينار بالفرنك ، لكن لم يتبعه في الإنخفاض حيث أصبح 1 دج = 1,25 ف ف، أو 1 ف ف = 0,888 دج ، بين أوت 1969 وديسمبر 1973 .

لقد أدى تدهور العملة الفرنسية إلى تدهور الدينار الجزائري مقابل مختلف عملات تسديد الواردات الجزائرية، أمام هذه الوضعية التي اقترنت بالتخلي عن أسعار الصرف الثابتة، وتبني أسعار الصرف المعومة نتيجة لانهايار نظام بريتون وودز قامت الجزائر بتغيير نظام تسعير الدينار.

**المرحلة الثانية : نظام الصرف الثابت بالنسبة لسلة من العملات ( 74 - 87 ) :** لجأت السلطات النقدية الجزائرية عقب انهيار نظام الصرف الثابت واتجاه عدة دول إلى تعويم عملتها إلى ربط الدينار إلى سلة من العملات وتم ذلك في 21 جانفي 1974 ، وتم تشكيل هذه السلة من العملات الصعبة المشكلة لهيكل المدفوعات أي العملات التي تتم بها التسوية، وهي ( الدولار الأمريكي، الدولار الكندي، المارك الألماني، الشلنغ النمساوي، الفرنك البلجيكي، الفرنك الفرنسي، الكورون الدانماركي، الجنيه الإسترليني، الكورون النرويجي، الليرة الإيطالية، الفلورين الهولندي، الكورون السويدي، الفرنك السويسري، البسيطاس الإسبانية<sup>2</sup> . واستعمل الدولار الأمريكي كعملة عبور بين الدينار وباقي عملات السلة، حي ث يتم حساب سعر صرف الدينار باتباع الخطوات التالية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> Bouzar chabha , l'histoire mouvementée du taux de change du dinar bulletin d'information n° 11998 université mouloud mammeri de tizi ousou , p 15

<sup>2</sup> Ilmane mc. note de travail sur l'opportunité de dévaluer le dinar algerien les cahiers de la reforme tome 05 , 2 éme edition enay , 1990 , p 116 .

<sup>3</sup> حميدات محمود" مدخل للتحليل النقدي" ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 1996 ص 157 - 158.

- حساب التغيرات النسبية للعملات المكونة لسلة الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الأمريكي.
- حساب المتوسط المرجح بالتغيرات النسبية للعملات المكونة للسلة بالنسبة للدولار الأمريكي.
- حساب سعر الصرف اليومي للدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري بإضافة مجموع التغيرات النسبية المرجحة لكل عملة إلى سعر صرف الدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري في سنة الأساس (1974).
- باستعمال طريقة أسعار الصرف المتقاطعة، يمكن حساب أسعار الصرف الدينار الجزائري مقابل باقي العملات المسعرة من طرف البنك المركزي (بنك الجزائر حاليا) و المتضمنة في سلة العملات.

سمحت هذه الطريقة في تحديد قيمة الدينار من توفير المزايا التالية:

إمكانية تسعير العملات الأجنبية يوميا، وبشكل موحد انطلاقا من نظام التثبيت بباريس على الساعة الخامسة مساء.

يمثل سعر الصرف المحصل عليه متوسط أسعار الصرف عند الشراء و البيع.

و يتم ذلك قصد المحافظة على استقرار العملة الوطنية و كذا استقلاليتها عن أي عملة من العملات القوية أو أي منطقة من المناطق النقدية فضلا عن سعي السلطات النقدية إلى إيجاد نظام تسعير يتفادى السلبيات والنقائص التي عرفها نظام الصرف في المرحلة السابقة و المتمثلة أساسا في:

- عدم الخضوع لتسعير الدينار الجزائري لتطور معدلات التبادل.
- عدم تآثر التسعيرة بتطور رصيد الميزان الجاري، ومن ثم كانت تحدد قيمة الدينار حسب الصيغة التالية:

$$DMO = \sum (Fi \cdot DMi)$$

حيث DMO : هي التغيرات بالنسبة المئوية لتسعير الدينار بالنسبة لعملة العبور.

Fi هو وزن العملة i في السلة.

DMi : هي تعبر عن التغيرات بالنسبة المئوية لسعر العملة i مقارنة بسعر عملة العبور.

وبالتالي ، فقد تم إعداد نظام لتسعير الدينار بطريقة تعكس بأمانة التذبذبات بين مختلف عملات السلة أثناء تحديد قيمته .

ويمكن الحصول على التسعيرة الجديدة في التاريخ ( t ) بواسطة العلاقة :

$$Mo ( t ) = Mo ( O ) ( 1 + DMO )$$

حيث تعبر Mo ( O ) عن معدل صرف الدينار مقابل عملة العبور في الزمن ( O ) .

Mo ( t ) : عن معدل صرف الدينار مقابل عملة العبور في الزمن ( t ) .

<sup>1</sup> علالي بدر الدين ، مواجهة المؤسسة الاقتصادية لمخاطره الصرف حالة الجزائر ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير ، المدرسة العليا للتجارة ، 1999 - 2000 ، ص : 131 .

أما DMO فهي نفسها المشار إليها أعلاه منحت لكل عملة من هذه العملات ترجيحاً يتناسب مع وزن المدفوعات الخارجية للدولة وذلك ابتداء من 1974 ، ولقد أضفى هذا النظام صبغة الاستقرار والثبات على أسعار صرف الدينار الجزائري مثلما يبينه الجدول رقم 61 ومع نهاية الثمانينات وبداية التسعينيات، واثراً بداية تحويل النظام السائد في الجزائر من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق، تم إصدار قانون النقد والقرض سنة 1990 و استطاع من خلاله البنك المركزي اتخاذ عدة ترتيبات تتماشى مع هذا النظام الجديد.

#### الجدول رقم 26 : أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي الفترة 1974-1993 الوحدة : دج

السنة	1974	1980	1982	1984	1986	1988	1989	1990	1991	1992	1993
دج/\$	4.18	3.84	4.59	4.98	4.7	5.91	8.03	12.81	22.80	23.56	24.97

المصدر: بوعتروس عبد الحق " دور سياسة سعر الصرف في تكيف الاقتصاديات النامية حالة الجزائر , رسالة دكتوراه دولة كلية الاقتصاد جامعة قسنطينة 2002 ص 193

خلال هذه الفترة، ظهرت مرونة أكثر على الصرف الأجنبي، خاصة فيما يتعلق منها بتنظيم التجارة الخارجية بشكل عام، الاستثمار الأجنبي، قضايا الصرف وتسيير الحسابات بالعملات الأجنبية وكيفية الاستفادة من عائدات التصدير.

#### ثانيا : نظام التعويم المدار

لقد أعلن عن إتباع نظام التعويم المدار للدينار الجزائري اعتباراً من 1995 ، وأهم ما ميز هذا الأخير هو ترتيبات صرف أكثر مرونة، وفي ظلّه عرف الدينار الجزائري تغييراً كبيراً خاصة في السنوات الأولى من تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي الشامل مثلما يبينه الجدول التالي:

#### الجدول رقم 27: أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الفترة 1994-2007

السنة	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
دج مقابل الدولار	42.89	52.17	56.18	58.41	60.35	69.31	75.34
السنة	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
دج مقابل الدولار	77.82	79.72	72.61	72.61	73.36	72.64	69.36

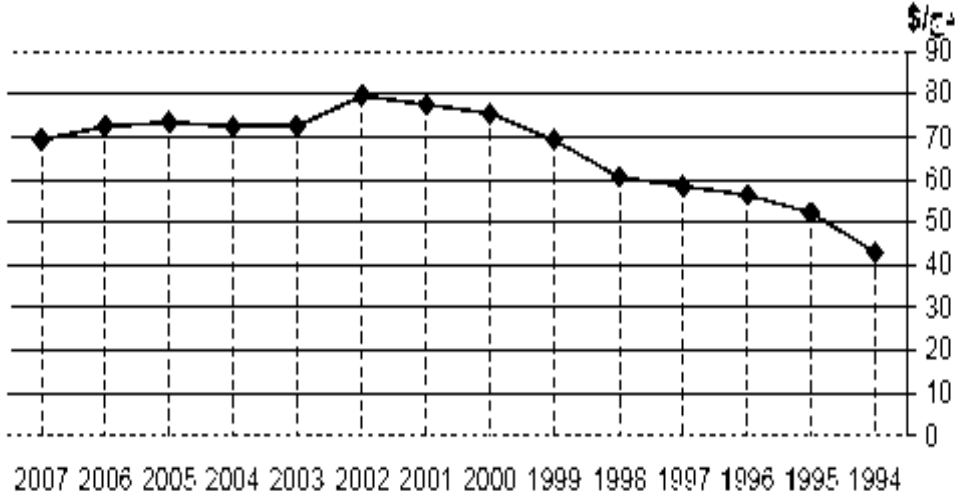
المصدر: بنك الجزائر

يتبين من خلال الجدول السابق أن الدينار الجزائري قد عرف مرحلتين رئيسيتين بعد سنة 1994 :

**1. المرحلة الأولى 1994-2002 :** فبالرغم من التخفيض الكبير الذي عرفه الدينار الجزائري سنة 1994 باتفاق مع صندوق النقد الدولي، فقد عرفت هذه المرحلة انخفاضاً أو بالأحرى تخفيضاً تدريجياً للدينار أمام الدولار الأمريكي، إذ انتقلت قيمته من 42,89 دج مقابل واحد دولار أمريكي سنة 1994 إلى 69,31 دج سنة 1999 ، ليواصل الإنخفاض سنة 2000 إلى 75,34 دج، أي بنسبة % 8,7 مقارنة بسنة 1999 ليصل الإنخفاض إلى أعلى مستوى له سنة 2002 بقيمة 79,72 دج.

**2. المرحلة الثانية 2003-2007 :** وهي مرحلة الإستقرار النسبي للدينار الجزائري أمام الدولار في حدود 72 دج مقابل واحد دولار بعدما انخفض سعر صرفه من قيمة 79,72 دج سنة 2002 إلى 72,61 سنة 2003 ، ويرجع ذلك أساساً إلى عمل السلطات النقدية للمحافظة على استقرار سعر الصرف الحقيقي للدينار مقابل الدولار والأورو، كما هو مبين في الشكل التالي:

**الشكل رقم 21 : تطور سعر صرف الدينار مقابل الامريكي الدولار خلال الفترة 1994-2007**



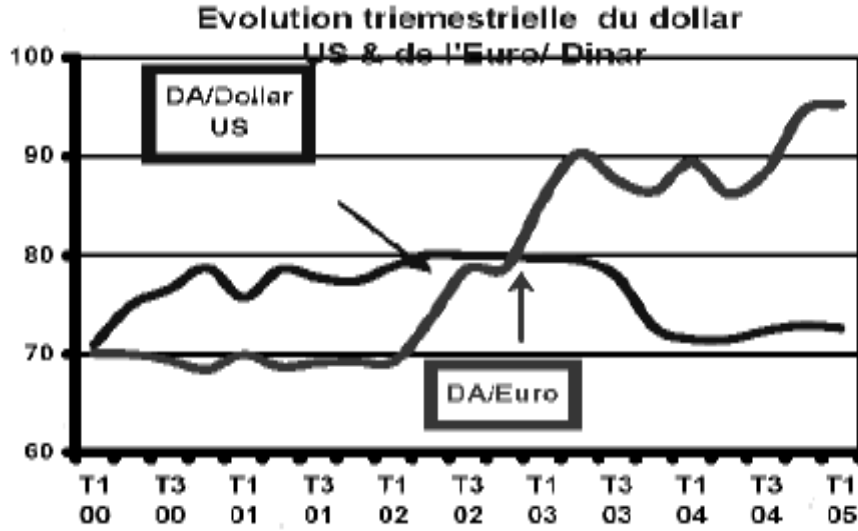
المصدر : بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 46

في آخر تقرير لبنك الجزائر حول وضعية الاقتصاد الجزائري تشير الأرقام الخاصة بأسعار الصرف إلى بلوغ متوسط سعر الصرف الرسمي السنوي 73,84 دينار في وقت قدر متوسط سعر الصرف غير الرسمي السنوي (الموازي) ما بين 77 و 79 دينار لكل دولار وبالرغم من أن هذا الفارق يبدو غير كبير إلا أنه يلزم تبعية السوق

الرسمي للسوق الموازي<sup>1</sup> ، ويبدو من خلال الشكل التالي أن قيمة الدينار الجزائري أمام الدولار الأمريكي قد عرفت اتجاهًا معاكسًا تمامًا أمام الأورو بعد سنة 2003 .

**الشكل رقم 22 : تطور قيمة الدينار الجزائري مقابل كل من الدولار الأمريكي والأورو.**

<sup>1</sup> زين العابدين جبارة" الدفع باليورو" آخر صيحة في بعض المطاعم والمحلات "تاريخ النشر 08/ 27 2007 على الموقع الإلكتروني <http://www.echoroukonline.com/modules.php?name=News&file=article&sid=10519>



Source: MINISTERE DES FINANCES "La situation économique et financière A fin mars 2005" DCEP,2005, p:6. <http://www.mf.gov.dz/documentation/nc20051.pdf>

**3. إصلاح نظام الصرف:** بعد الاتفاق المبرم مع صندوق النقد الدولي المدعم للإصلاح الهيكلي في الجزائر، أصبح سعر الصرف أكثر مرونة، لكونه يتحدد في جلسات يومية تعقد بين البنوك التجارية، تحت إشراف البنك المركزي، كما أن تحديد سعر الصرف لجميع العملات يتم يوميا على أساس العروض المقدمة من البنوك التجارية في بداية كل جلسة، مع الأخذ بعين الاعتبار ما توفر من عملات أجنبية في نفس الوقت، واليوم بعدما يفوق العقد من الزمن من انتهاء نظام التعويم المدار للدينار الجزائري نقف لنتساءل عن مدى قدرة هذا النظام الجديد على التأثير في الاقتصاد الجزائري أو بمعنى آخر هل نظام التعويم المدار رفع قدرة الاقتصادية للجزائر بأفضل مما كانت عليه في نظام تثبيت الدينار؟

وحتى نتمكن من الإجابة عن هذا السؤال لابد من إجراء مقارنة بين وضعية الاقتصاد الجزائري في ظل نظام التعويم ووضعيته في ظل نظام التثبيت .

**1.3. الاقتصاد الجزائري في ظل نظام التثبيت :** لم يولي القائمين على السياسة النقدية للجزائر بعد الاستقلال أهمية كبيرة لسياسة الصرف فبعد ما كانت الجزائر تابعة لمنظمة الفرنك الفرنسي قامت بعمليات صارمة للرقابة على الصرف نظرا للنزيف الحاد في رؤوس الأموال الأجنبية وأنشأت العملة الوطنية ، الدينار الجزائري في أفريل 1964 والذي تم تحديده ب 180 ملغ من الذهب الخالص<sup>1</sup> وخرجت الجزائر من منطقة الفرنك الفرنسي وثبتت الدينار الجزائري مقابل سلة واسعة من العملات تضمن 14 عملة لأهم الدول التي لها علاقات تجارية مع الجزائر، ورغم تسجيل ميزان المدفوعات الجزائري لإختلالات كبيرة في تلك الفترة إلى أن السلطات النقدية لم تلجأ إلى التعديل في سعر الصرف الرسمي لإعادة التوازن الكلي مما يدفعنا إلى القول بأن أداة سياسة سعر الصرف التي هي إحدى الأدوات الهامة للسياسة النقدية التي لم توظف بالشكل السليم في فترة التخطيط المركز، وكان سعر الصرف يخضع لقرار إداري وليس لكفاءة الأداء الاقتصادي مما نجم عن هذا الوضع ارتفاع تكلفة تسعير سعر الصرف

<sup>1</sup>حميدات محمود" مدخل للتحليل النقدي" مرجع سابق ص 158.

واستنزاف العملة، الأخرى تركزت أسس النظام الاشتراكي من خلال سياسات الأسعار، الجبائية، وسياسة الإنفاق الحكومي.

وما لوحظ عن الاقتصاد الجزائري خلال فترة التخطيط المركزي من طرف اقتصاديين بارزين مثل Henri Guitton، Raymond Barre، Paul Samuelson بأنه اقتصاد يتميز بعجز هيكلي لرأس المال نتيجة لنقص وضعف الادخار المحلي من جهة وتزايد اليد العاملة النشيطة الطالبة للعمل من جهة أخرى مما نجم عنه بطالة مزمنة في سوق عمل شبه محدود<sup>1</sup>، هذه الطبيعة التي ميزت الاقتصاد الجزائري في تلك الفترة فرضت بشدة احتياجات تمويلية كبيرة كان من المستحيل للموارد الذاتية للاقتصاد الجزائري أن تلبيها.

إن سياسة سعر الصرف كانت مثبتة من خلال نظام تثبيت سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الإقصاء التام لرأس المال الأجنبي لاعتبارات إيديولوجية، هذه الأخيرة كان لها أثر بارز على المشرع الجزائري الذي وضع قوانين تحكم الاستثمار وعمليات الصرف تتماشى و ميكانيزمات الاقتصاد الموجه.

**2.3 . الاقتصاد الجزائري في ظل نظام التعويم (1999-2007) :** إن عودة ارتفاع أسعار المحروقات إبتداء من الثلاثي الأخير لسنة 1999 أضفى نوعا من الراحة المالية على هذه الفترة تم استغلالها في بعث النشاط الاقتصادي من خلال سياسة مالية تنموية، عبّر عنها ارتفاع حجم الإنفاق العام ضمن ما سمي بمخطط دعم الإنعاش الاقتصادي، بحيث ارتفعت نسبة الإنفاق العمومي من الناتج المحلي الخام من 28,31% سنة 2000 إلى حوالي 34,87% سنة 2003، فبلغ 155 مليار دولار الذي تم اعتماده خارج ميزانية الدولة لتمويل هذا البرنامج يعبر بوضوح عن رغبة الدولة في انتهاج سياسة مالية تنموية ذات طابع كينزي تهدف إلى تنشيط الطلب الكلي من خلال تحفيز المشاريع الاستثمارية العمومية الكبرى، وقد ساهمت السياسة المالية بشكل ملحوظ في تحسين بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية ظاهريا، لعل من أهمها انخفاض حجم المديونية الخارجي ة إلى حدود 4.88 مليار دولار سنة 2007، وارتفاع نسب النمو الاقتصادي إلى مستويات مقبولة، إذ بلغت نسبة 6.8% سنة 2003، نفس الشيء عرفته مستويات التشغيل أين انخفضت نسبة البطالة في الجزائر إلى أكثر من النصف خلال السنوات الستة الماضية، إذ سجلت الأرقام الرسمية لسنة 2007 نسبة 11.8%، أما عن معدلات التضخم فقد وصلت إلى أدنى مستوياتها حيث بلغت 0.33% سنة 2000 و 1.64% سنة 2005، و يمكن ملاحظة ذلك من خلال التحليلات التالية:

☒ **تطور الميزان التجاري:** حققت الجزائر سنة 2007 فائضا تجاريا بقيمة 32,08 مليار دولار أي انخفاض بنسبة 3,25% مقارنة بسنة 2006 ( 33,15 مليار) وفق معطيات المركز الوطني للإعلام الآلي والإحصائيات التابع للجمارك الوطنية، أما فيما يتعلق بالصادرات الإجمالية فقد بلغت سنة 2007 قيمة 59,52 مليار دولار، أي ارتفاع بنسبة 8,89% مقارنة بسنة 2006، في حين وصلت الواردات إلى 27,43 مليار دولار أي ارتفاع بنسبة

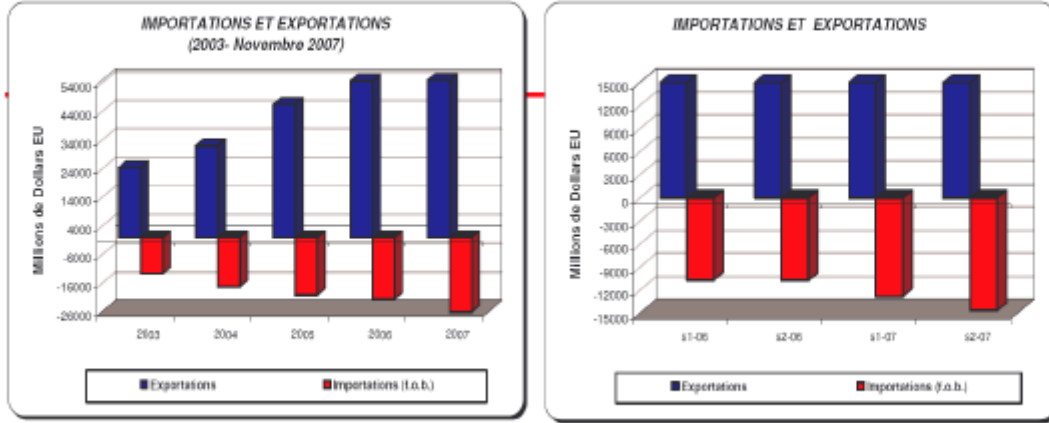
<sup>1</sup> د. الشارف عتو "دراسة قياسية لاستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركن لنظام سعر الصرف". مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا - العدد السادس ص128.



27,88 + بالمائة %، فالفائض في الميزان التجاري كان كبيرا سنة 2000 ببلوغة قيمة 12,85 مليار دولار ليتقلص بعدها بعامين في حدود 6,81 مليار دولار، ثم عاود الإرتفاع منذ سنة 2003 إلى غاية سنة 2007 وقد وصلت نسبة الإرتفاع خلال تلك الفترة ب 189,57% ويرجع كل هذا الإرتفاع الكبير في الفائض التجاري إلى الإرتفاع المستمر للعائدات النفطية الناتج بدوره عن الإرتفاع المتواصل لأسعار المحروقات.

☒

### الشكل رقم 23 : تطور الصادرات والواردات في الجزائر خلال الفترة 2003-2007



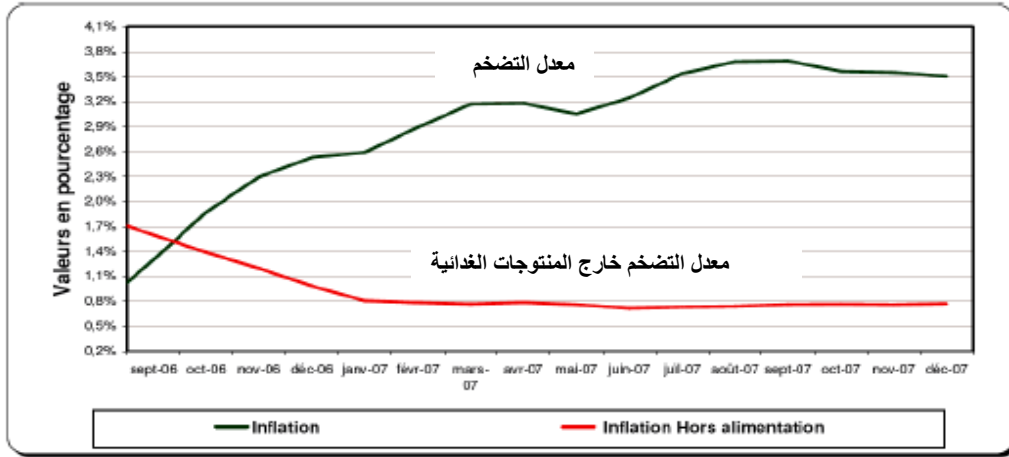
المصدر: Bank of algeria " bulletin statistique trimestriel" N- 02 ,Mrs 2008 p22

من خلال الشكل نلاحظ أن كلا من الصادرات والواردات تعرف نموًا مستمرًا، غير أن الفارق بينهما في اتساع مستمر، ما يجعل الفائض التجاري في إرتفاع مستمر هو الآخر رغم تراجعته قليلا عام 2007 عن عام 2006 ، وهي السنة التي عرفت نمو الواردات بنسبة أكبر من نمو الصادرات، حيث ارتفعت نسبة الواردات إجمالاً بنسبة الربع ما بين 2006 و 2007 ، فقد بلغت الواردات عام 2006 أكثر من 21,45 مليار دولار وارتفعت عام 2007 إلى 27,43 مليار دولار، وذات المنحى مستمر عام 2008 حيث نلاحظ بأن واردات الجزائر من الإتحاد الأوروبي قفزت من 3,29 مليار دولار خلال الثلاثي الأول من عام 2007 إلى 4,13 مليار دولار خلال الثلاثي الأول من عام 2008 بزيادة فاقت 52 بالمائة، أما حصة الإتحاد الأوروبي فإنها تقدر ب 53,4 بالمائة.

☒ **تطور معدل التضخم :** على الرغم من الجهد المتواصل لبنك الجزائر في مجال استرجاع فائض السيولة البنكية، يبقى التضخم عن طريق التكاليف في ارتفاع، ويعود سبب الضغوط التضخمية في جزء كبير منها، إلى إرتفاع أسعار المنتجات الغذائية المستوردة وبالفعل انتقل مؤشر أسعار الإستهلاك كمتوسط سنوي من 3,5% في سنة 2007 إلى 4,47% في أبريل 2008 والشكل البياني التالي يوضح تطورات معدل التضخم في الجزائر:



## الشكل رقم 24 : تطور معدل التضخم في الجزائر من بتمبر 2006- ديسمبر 2007



المصدر: Bank of algeria " bulletin statistique trimestriel" N- 02 ,Mrs 2008 p25

فمن خلال الشكل نلاحظ ان معدل التضخم خارج المنتجات الغذائية في إتجاه معاكس تمامًا خلال سنة 2006 لمعدل التضخم العام والذي عرف تصاعداً مستمراً طيلة تلك الفترة وحتى سبتمبر 2007 ، ليستقر بعدها في حدود 3,5 %، في حين عرف معدل التضخم خارج المنتجات الغذائية استقراراً خلال سنة 2007 في حدود 0,80 % ، وهذا ما يدل على أن الإرتفاع في معدل التضخم في الجزائر، إنما يعود أساساً إلى الإرتفاع الكبير الذي تشهده المنتجات الغذائية التي تستوردها الجزائر من السوق العالمية.

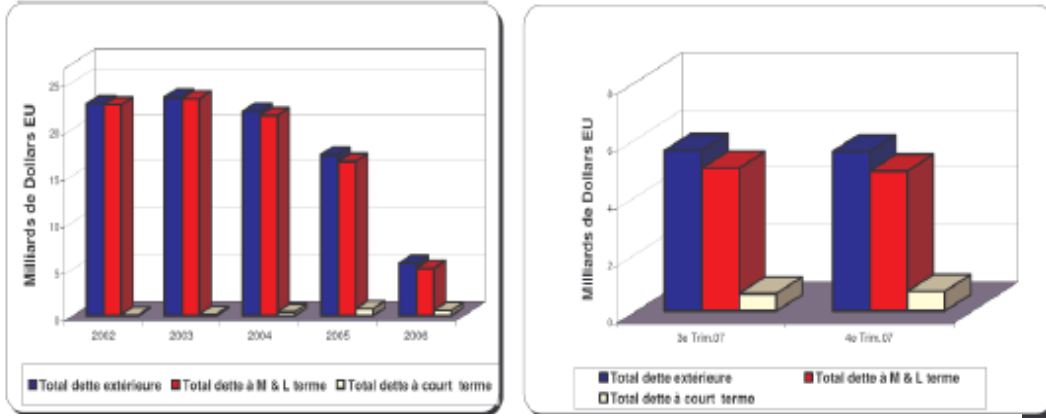
ومن أجل المساهمة في إيقاف هذا النوع الجديد من التضخم، يواصل بنك الجزائر تثبيت معدل الصرف الفعلي الحقيقي مع إدارة صارمة لتدخلات السياسة النقدية من أجل تعزيز الإستقرار المالي الكلي، الذي يعتبر ضرورياً من أجل تنفيذ منظم للتنمية الإقتصادية والإجتماعية.

⊗ **المدىونية الخارجية:** لم يعد قائم الدين الخارجي متوسط وطويل الأجل يبلغ سوى 4,889 مليار دولار نهاية 2007 وهو ما يمثل فقط 3,6% من إجمالي الناتج الداخلي بعد استقرار نسبي بين 2001 و 2003 في حدود 22,5-23 مليار دولار، عرف قائم الدين الخارجي متوسط وطويل الأجل اتجاهاً تنازلياً منذ 2004 منتقلاً من 16,485 مليار دولار نهاية 2005 إلى 5,062 مليار دولار نهاية 2006 و 4,889 مليار دولار<sup>1</sup> نهاية 2007.

## الشكل رقم 25 : تطور الديون الخارجية للجزائر 2002- 2007

<sup>1</sup> محمد لكصاسي " تطورات الوضعية النقدية والمالية في الجزائر "بنك الجزائر، تدخل أمام مجلس الأمة، 13 جويلية 2008

الشكل رقم (4-6): تطور الديون الخارجية للجزائر خلال الفترة (2002-2007).

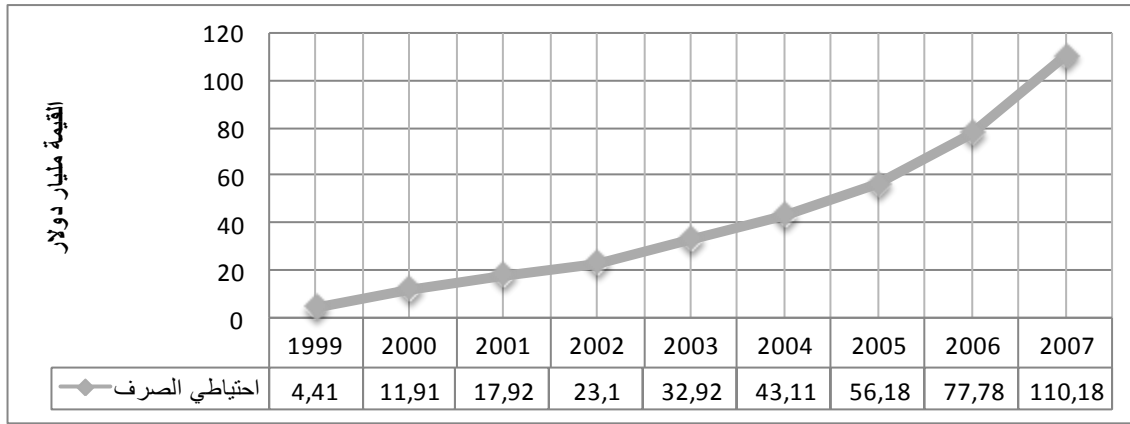


المصدر: Bank of algeria " bulletin statistique trimestriel" N- 02 ,Mrs 2008 p25

وقد سمحت عمليات التسديد المسبق خلال السنوات من 2005 إلى 2006 بتخفيض قوي في الدين العمومي الخارجي، وهو ما يشهد على نجاح سياسة تقليص المديونية الخارجية للجزائر ومستوى الأمن المالي الخارجي.

⊗ **إحتياطي الصرف:** واصلت الإحتياطيات الخارجية الرسمية للجزائر خلال السنوات الأخيرة في اتجاه تصاعدي خاصة منذ عام 2003 وذلك في ظل التطورات الإيجابية في ميزان المدفوعات الجاري :

الشكل رقم 26: تطور احتياطي الصرف الجزائر من 1999- 2007



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات بنك الجزائر

ورغم هذه القفزات الكبيرة لإحتياطيات الصرف في الجزائر والتي عرفت كل سنة، فإن الأرقام التي طرحها صندوق النقد الدولي مؤخراً تدفع صوب الإعتقاد بتحقيق مزيد من القفزات وفق ذات الإتجاه، إذ وعلى حسب توقعات هذه المؤسسة الأخيرة، فإن هذا الإحتياطي سيبلغ نهاية العام الحالي 2008 نحو 145,6 مليار دولار، ثم 173,4 مليار نهاية عام 2009 ليبلغ نهاية 2010 نحو 197,5 مليار دولار.

أما في نهاية 2011 ، فمن المتوقع أن يصل إلى 218,9 مليار ليسجل بعدها آخر عام 2012 ما لا يقل عن 238,9 مليار دولار<sup>1</sup>.

## النتيجة:

بداية من تاريخ 1996/01/02 الذي تزامن مع تطبيق نظام التعويم المدار والذي ما زال إلا يومنا هذا مطبقاً في الجزائر، وملاحظ في هذه الفترة أن الدينار الجزائري فقد من قيمته 26 % ومن جهة أخرى نلاحظ أن رصيد ميزان المدفوعات سجل تطور إيجابي ملحوظ في سنة 1997 بنسبة 155.5 % مقارنة بالسنة الفارطة، في المقابل نلاحظ أن الدينار الجزائري انخفضت قيمته بنسبة 5.48 % كدليل منافي لمبدأ النظرية الاقتصادية، وما يفهم عند مقارنة هذه النسب أن السلطة النقدية قامت ببيع العملة المحلية قدر ذلك الفارق الموجود بين النسبتين، وهذا ثقيل جداً على السلطة النقدية من باب الواقع، وتكررت هذه الملاحظات في العديد من المواقع مثل ما حدث في سنة 2000 بحيث تطور رصيد ميزان المدفوعات بنسبة 441.22 % مقارنة بسنة 1999 إلا أنه في المقابل انخفضت قيمة الدينار الجزائري بنسبة 13.06 % وتكررت هذه الملاحظة في كل السنوات الموالية. هذا دليل على أن السلطة النقدية لا تحترم مبدأ التعويم المدار بل تدعي أنها تتبنى هذا الشكل من أشكال التعويم ( وهو التعويم المدار ) بكل جوانبه إلا أن التطبيق مخالف تماماً لذلك، إلا أنه في الحقيقة مازال الدينار الجزائري يعيش تحت كنف نظام الصرف الثابت والمتحكم في وضعيته هو السلطة النقدية ما دام أن قيمة الدينار لا تتأثر بجوانب العرض والطلب عليه، وهذا ما أشار إليه Rogoff et Reinhardt الذي تكلم في العديد من المرات، على وجود الكثير من الدول تنتهج شكل من أشكال التعويم إلا أنها في الحقيقة تطبق خلاف ذلك.

## الخاتمة:

يعاني الاقتصاد الجزائري من تأثير كبير جراء تقلبات اسعار الصرف، وهذا نظراً لطبيعة بنية التجارة الخارجية المرتبطة بالسوق الأوروبية بنسبة تفوق 60% استيراداً وتصديراً، وقيمة الديون المقدرة بالعملية الأمريكية بقرابة 40 % ، فضلاً أن التدهور الكبير في القيمة الحقيقية للدولار يؤثر بشكل كبير على القوة الشرائية لعائدات النفط ، وبالتالي يؤثر سلباً على ميزان المدفوعات والاقتصاد الجزائري ككل.

من خلال دراسة نظام التثبيت خلال سنوات التخطيط المركزي بدا جلياً أن سياسة سعر الصرف في تلك الفترة لم يكن من ضمن أدوات السياسة النقدية للبلاد، كما أن الدينار الجزائري كان مقوماً بأعلى من قيمته الحقيقية مما كلف الخزينة العمومية مبالغ كبيرة للحفاظ على تلك القيمة وتمحورت السياسة المالية للجزائر في تلك الفترة حول سياسة الإنفاق الحكومي الذي بدأ يبحث عن مورد لتغطيته ، مثلت المديونية الخارجية جزء من تمويل هذا الإنفاق الحكومي الكبير ، كل هذه التطورات حصلت في غياب تام للاستثمار الأجنبي المباشر الذي كان يعاني الإقصاء بصريح القوانين والتشريعات المصدرة في إطار قواعد الاقتصاد الموجه، ومع بداية التسعينات دخل الاقتصاد الجزائري

<sup>1</sup> جريدة القيس " على حسب توقعات صندوق النقد الدولي: احتياطي النقد الأجنبي في الجزائر سيبلغ 200 مليار دولار بعد عامين "الجزائر العدد رقم 12524 :، الصادرة بتاريخ 12: أبريل 2008 ، من الموقع الإلكتروني:

مرحلة جديدة حملت معها تحولات جذرية وهيكلية بعضها فرضته الأزمة والآخر دافعت عنه قناعات التجربة الماضية<sup>1</sup>.

ومست هذه التحولات أو التصحيحات نظام سعر صرف الدينار حيث تخلى عن نظام التثبيت لصالح نظام التعويم المدار وخضع الدينار لعمليتي تخفيض ، الأولى سنة 1991 والثانية سنة 1994 وكانت هذه الخطوة هدف للاهتمام بسعر الصرف كأداة من أدوات السياسة النقدية التي تستخدم لإعادة التوازن خاصة توازن ميزان المدفوعات واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، ولكن بعد مرور أكثر من عقد من الزمن من انتهاء نظام التعويم المدار ما يزال الدينار الجزائري غير قادر على التأثير في حركة رؤوس الأموال الأجنبية كما بينت ذلك الدراسات التي أكدت غياب أي علاقة في المدى الطويل بين سعر الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والديون الطويلة الأجل في حين أن مؤهلات الاقتصاد الجزائري كبيرة في منطقة الضفة الجنوبية للمتوسط.

حتى يمكن لنظام سعر الصرف أن يؤثر بشكل فعال في جذب رؤوس الأموال الأجنبية ودعم النمو الاقتصادي ينبغي على السلطات النقدية مراعاة الجوانب التالية:

1- التوجه نحو مرونة لسعر الصرف وتحقيق استقلال أكبر للسياسة النقدية التي من شأنها مواجهة الصدمات وتسهيل اندماج الاقتصاد الوطني في الاقتصاد العالمي.

2- رفع كل القيود التي ما زالت تكبل حركة إصلاح القطاع المالي وتأهيل هذا الأخير ، ورفع قدراته التقنية بما يتماشى مع الأعراف الدولية لتفادي المزيد من الأزمات البنكية التي تعتبر عاملا منفرا وطاردا لرأس المال الأجنبي.

3 - ان أي قرار للتوجه نحو تبني نظام مرن لسعر الصرف يجب أن يكون بتدرج حذر لأن مرونة الصرف لوحدها لا يمكن أن تكون علاجا ناجعا لكل الأمراض ، بل يجب الاهتمام بالتوازنات الاقتصادية الكبرى التي نعتبر استقرارها شرطا أساسيا لمحاولة تبني نظام مرن لسعر الصرف.

## الفرع الرابع : التجربة المكسيكية

تخلت المكسيك في ديسمبر من عام 1994 عن الحدود التي وضعتها لسعر الصرف وعمت عملتها البيسو في ظروف تتسم بعدم الاستقرار الشديد، ولقد نظر إلى النظام المرن لسعر الصرف آنذاك على أنه خيار انتقالي ليأخذ بيد البلد حتى تتحسن أحواله في ظل الأزمة المالية وأزمة سعر الصرف التي حلت به، ولكن مع مرور الوقت، حظي هذا النظام بالمزيد من التقدير بحيث أبقى عليه حتى اليوم، ويقترح اليوم القليل من مراقبي الاقتصاد المكسيكي التخلي عن نظام سعر الصرف المعوم، وما هو أجدر بالملاحظة، أن هذا يأتي من بلد معروف بأن تتردد فيه يوميا عبارات الندم بشأن السياسات الاقتصادية من جانب السلطات ومن جانب الشعب بعد إذ أعاد النظر في الأمر، فليس هناك من أحد - تقريبا - يشكك في الحكمة وراء الإبقاء على سعر الصرف المعوم منذ عام 1995 هناك أسباب

<sup>1</sup> د/الشارف عتو "دراسة قياسية لاستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركن لنظام سعر الصرف". مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا - العدد السادس ص138.

سلبية وإيجابية على حد سواء لهذا الإجماع المشهود فيما يتعلق بسعر الصرف المرن، من ناحية الجانب السلبي، فإن تجربة انهيار سعر الصرف في عام 1994 ، وما أعقبه، ربما كانت قد حولت فكر حتى أولئك الذين رأوا أن أزمات سعر الصرف كانت نتيجة أخطاء كان من الممكن تجنبها لئلا تكونت في السبعينات أما الجانب الإيجابي، فلقد تمكنت المكسيك من أن تحقق تقدماً ملموساً على طريق تثبيت اقتصادها في ظل نظام سعر الصرف الموعوم دون أن يبنى على ذلك حالات من الاختلال الشديد، ودون أن يكون قد تنازلت عن الكثير بألا يكون لديها سعر صرف ثابت.

**1. نظام سعر الصرف في المكسيك:** لقد ساد في السنوات الأخيرة شعور عام بعدم الرضا عن التصنيفات الرسمية لأنظمة سعر الصرف، وهناك محاولتان حديثتا العهد نحو وضع تصنيفات ذات معنى من الناحية الاقتصادية وهما ورقة Levy-Yeyati and Sturzenegger 2002 و Reinhardt and Rogoff 2002 وعرضت هاتان الورقتان تصنيفاتهما التبادلية الخاصة بأنظمة سعر الصرف في عدد كبير من الدول على مدى عقود عدة، ويبدو أن هاتين الورقتين تكملا بعضهما البعض، فلقد استخدمت الورقة الأولى البيانات الخاصة بأسعار الصرف الموازية لاكتشاف ما إذا كان جزء كبير من صفقات العملات قد نفذ بأسعار متغيرة حتى في ظل أنظمة رسمية لتثبيت السعر، بينما حاولت الورقة الأخرى أن تقيس التزام الدول التي أقرت نظم تعويم رسمية بأسعار صرف مستهدفة ضمناً تنتمي الورقة الثانية في حقيقة الأمر إلى ما أفرزته أدبيات Calvo and Reinhardt عن الخوف من التعويم 2002 إذ ذكر هذا المصدر أن المؤيدين للتعويم يتخرجون في حقيقة الأمر من رؤية سعر الصرف يتحرك بحرية نظراً للتكاليف التي يملئها تقلب الأسعار، وهي تكاليف تتراوح ما بين أثر هذا التقلب على التضخم، إلى أثره على كشف الموازنة العامة والخاصة المقومة بالدولار، ومن ثم يتدخلون في غالب الأحيان لمنع سعر الصرف من أن يتحرك كثيراً، ويسترسل على نفس خط النقاش هذا قائلين أن مؤيدي تثبيت سعر الصرف على استعداد لبيع أو شراء العملة الأجنبية حسب السعر المعلن (Levy-Yeyati and Sturzenegger 2002) ومن ثم تصبح احتياطاتهم الدولية شديدة التقلب بينما تستقر أسعار الصرف لديهم، أما المنادون الحقيقيون بالتعويم، وعلى النقيض من ذلك، فيحجمون عن التدخل في سوق الصرف، وبذلك تظل احتياطاتهم الدولية مستقرة حتى ولو تحرك سعر الصرف، وهكذا ينظر هذان الباحثان إلى توزيع التفاوت في أسعار الصرف، وكذلك إلى تفاوت صافي الاحتياطات الدولية، ويصنفان الدول إلى ثلاث فئات وفقاً لأدائها على تلك المحاور.

الشكل رقم 27: سعر الصرف الاسمي في المكسيك مقابل الدولار القيم في نهاية الشهر

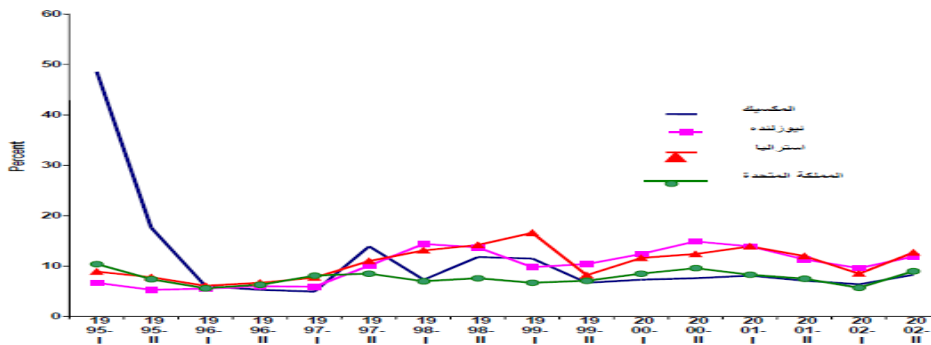
الشكل (1): سعر الصرف الاسمي في المكسيك مقابل الدولار (القيم في نهاية الشهر)



المصدر: د. الفريديو أوفاس و د. اليخندرو ورنر " تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المرن" مداخلة في ندوة نظمت من قبل معهد السياسات الاقتصادية - " صندوق النقد العربي - بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي في ديسمبر 2002 ، تحت عنوان " نظم وسياسات سعر الصرف ص118.

والآن لئما يبين لنا الشكل رقم 79، ثبتت المكسيك سعر البيسو أمام الدولار الأمريكي حتى أواخر ديسمبر 1994 إلا أنه على الرغم من التغيير الواضح في سلوك سعر الصرف بعد ذلك التاريخ، وعلى الرغم من التصنيف الرسمي لنظام سعر الصرف في المكسيك على أنه نظام قائم على التعويم الحر، فإن المراقبين ليسوا على اتفاق كامل بشأن نوع نظام الصرف الذي طبقته المكسيك اعتباراً من أواخر 1994 طبقاً لما أورد Reinhardt and Rogoff 2002 اتبعت المكسيك نظام تعويم حر في الفترة ما بين نهاية 1994 وأوائل 1996 ، ثم اتبعت نظام تعويم موجه منذ ذلك التاريخ وصاعداً، أما طبقاً لما ذكره Levy-Yeyati and Sturzenegger (2002) فلقد اتبعت المكسيك نظاماً "وسطياً" خلال عامي 1995 و1996 ، ثم اتبعت بعد ذلك اعتباراً من 1997 نظام تعويم حر.

الشكل رقم 28: تقلب سعر الصرف على أساس سنوي (نسب مئوية)

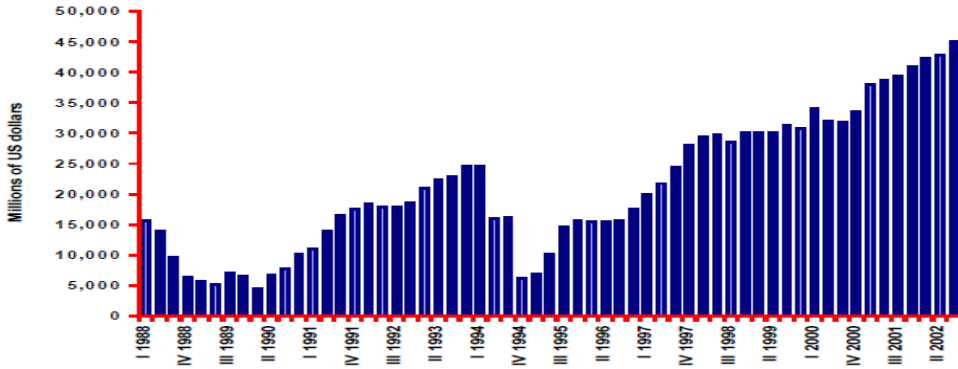


المصدر: د. الفريديو أوفاس و د. اليخندرو ورنر " تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المرن" مداخلة في ندوة نظمت من قبل معهد السياسات الاقتصادية - " صندوق النقد العربي - بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي في ديسمبر 2002 ، تحت عنوان " نظم وسياسات سعر الصرف ص119.

يمكننا أن نقول أن الرأي القائل بأن المكسيك لم تطبق في حقيقة الأمر نظام صرف مرن أو أنها كانت متخوفة من التعويم قول غير صائب، وهو يرجع في الغالب إلى عدم الأخذ بالاعتبار حقيقة وضع المكسيك التي استوجبت إعادة تكوين احتياطياتها الدولية الصافية بعد أزمة ميزان المدفوعات في عام 1995 ، إن هذه الرؤيا المنقوصة تأتي من

مقارنة تقلبات سعر صرف العملات الأجنبية من ناحية، ومن الاحتياطات الدولية من الناحية الأخرى، ومن السهولة الاهتمام بالشق الأول من المقارنة، فبين الشكل 80 أن تقلب أسعار الصرف في حالة المكسيك لا يختلف كثيراً عما لوحظ في دول أخرى تطبق نظم تعويم " رسمية معتمدة" مثل أستراليا، والمملكة المتحدة، ونيوزيلندا، وحقيقة الأمر أن تقلب سعر البيسو أمام الدولار لم يكن أقل قدرأ منه أمام عملات الدول الثلاث المذكورة، حتى بعد تجاوز حالات الإنخفاض الكبرى في قيمة البيسو.

الشكل رقم 29 : تقلب سعر الصرف على أساس سنوي (نسب مئوية)



المصدر: د. الفريدو أوفاس و د. اليخندرو ورنر " تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المرن" مداخلة في ندوة نظمت من قبل معهد السياسات الاقتصادية - " صندوق النقد العربي - بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي في ديسمبر 2002 ، تحت عنوان " نظم وسياسات سعر الصرف ص 120.

يتطلب النظر إلى الشق الثاني من المقارنة إلى قدر أكبر من الشرح لأن تقلب الاحتياطات الدولية في المكسيك لئن بحق عالياً نسبياً، والمشكلة هنا أن الذي يركز فقط على تقلب متوسط صافي الاحتياطات الدولية قد يكون قادراً على التمييز بين التقلبات في الاحتياطات الناشئة عن التدخل المقصود بهدف الإبقاء على سعر الصرف في حدود نطاق مستهدف، وبين تلك الناشئة عن اختلاف اتجاهات صافي الاحتياطات الدولية استجابة لسياسة مقصودة تهدف إلى رفع مخزونها (أنظر الشكل 81)، ففي المكسيك هبط صافي الاحتياطات الدولية خلال عام 1994 من 25.5 بليون دولار أمريكي إلى 6.1 بليون نتيجة لمحاولة التصدي لسلسلة من الهجمات على البيسو التي وقعت خلال ذلك العام المفعم بالشجون السياسية ففي البداية لم يكن من المخطط للبرنامج النقدي عام 1995 كان يشهد تراجعاً لصافي الاحتياطات النقدية نظراً لأجواء عدم الثقة التي خيمت على احتمالات المساندة الخارجية للبرنامج الاقتصادي المكسيكي، ولقد وضع هذا البرنامج لكي يستوعب أي زيادة محتملة في صافي الاحتياطات الدولية، وذلك لأن ثوابته الرئيسية كانت القيد على نمو صافي الأصول المحلية والزيادة في نمو صافي الاحتياطات الدولية لدى البنك المركزي. فقد اشتمل البرنامج النقدي في عام 1996 بعد أن حظي بدعم من المجتمع الدولي، على زيادة متواضعة في مستوى صافي الاحتياطات الدولية، الأمر الذي يشير إلى أن هذا الأخير يمكن تحقيقه ما دام ذلك لا يلقي بكثير من الضغوط على سعر الصرف ، وعلى هذا فقد ارتفع صافي الاحتياطات الدولية إلى 15.7 بليون دولار بنهاية عام 1995 ، ثم 17.5 بليون دولار بنهاية عام 1996 ، ويرجع الفضل في ذلك جزئياً إلى الارتفاع النسبي في



أسعار النفط خلال هذين العامين 2 واتخذت السلطات المكسيكية قراراً بشكل رسمي في عام 1996 بزيادة صافي الاحتياطيات الدولية نظراً لأسباب تحوطية ومرة أخرى نجد أن الفكرة لكثرت اقتناص الفرص لإجراء عمليات شراء بهدف زيادة الاحتياطيات دون إحداث تأثير كبير على سعر الصرف في السوق، ومن ثم بدأ بنك المكسيك سعياً لتحقيق هذا الهدف في تنفيذ برنامج للحصول على الصرف الأجنبي عن طريق مزادات عروض البيع، وهذه العروض تعطى لمالكها الحق في بيع العملة الأجنبية للبنك المرآزي بأسعار محددة سلفاً، ولقد قام البنك المركزي فعلاً في ظل هذا البرنامج بشراء العملة الأجنبية بصورة مستمرة، فعلى سبيل المثال، في عام 1997 وهو أول عام كامل شهد تطبيق هذا البرنامج، تمكن البنك من الحصول على ما يزيد عن أربعة بلايين دولار وبنهاية الربع الأخير من عام 1998 وصل صافي الاحتياطيات الدولية إلى المستويات التي كان عليها قبل الأزمة، حيث بلغت 25 بليون دولار تقريباً، وهو آخر رقم شهدته بدايات عام 1994 ، وخلاصة القول أن تقلب صافي الاحتياطيات الدولية في المكسيك لا يعكس فقط التدخل الذي يرمى إلى الإبقاء على سعر الصرف في حدود هوامش معينة ، بل والقرار بالسماح لصافي الاحتياطيات النقدية أن يعود إلى ما كان عليه وفقاً لما تسمح به الظروف

**2. التضحيات الأساسية بصدد اختيار نظام سعر الصرف:** ما دمنا قد ذكرنا أن نظام الصرف الأجنبي في المكسيك كان في واقع الأمر نظاماً معوماً، فلتكن الخطوة التالية في جدول أعمالنا هي النظر في عواقب هذا الاختيار، وهذا ما نرمى إليه في هذا القسم، تتلخص أشهر النتائج التي وردت في الأدبيات بشأن اختيار نظام سعر الصرف في عبارة تدل على الاستحالة، وهي " الثلاثية المستحيلة " والفكرة هنا أنه إذا ما كثرت دولة ما مفتوحة أمام تدفق رؤوس الأم وال دولية، فهذه الدولة لا تستطيع أن يكون لها سياسة نقدية مستقلة، وضمان استقرار سعر الصرف فيه، وأثار هذه المعضلة على السياسة أن الدولة التي تختار أن تنتهج سياسة نقدية مستقلة، عليها أن تتنازل عن بعض مزايا تطبيق نظام ثابت للصرف الأجنبي، أنظر Werner and Milo 1998 كما ورد في شرح للبرنامج النقدي، لكن هناك بعض المناسبات التي تدخل فيه البنك المركزي في سوق سعر الصرف، إلا أن هذا التدخل كان نادراً محدوداً ولا يساعد في تبيان تقلب صافي الاحتياطيات النقدية لدى البنك المركزي، هنالك بعض الاستثناءات، إذ يلاحظ أنه في بعض البلدان النامية قد لا كون هنالك تلاماً بين أسعار الصرف المعومة والسياسة النقدية المستقلة وحرية انتقال رؤوس الأموال نتيجة لعدم نضج وتطور أسواق المال الوطنية Frankel 1999 ، إن الميزة الأساسية التي يعد بها نظام سعر الصرف المستقر هي تلك الناشئة عن الحد من حالة عدم الثقة في العلاقة بين بلد ما وبقية بلاد العالم، فمن المفترض أن الرابطة التي تتسم بقدر أقل من عدم الثقة مع الدول الأخرى، يفترض أن تتمخض عن تجارة أكثر قوة وتدفقات استثمارية أكبر، ذلك لأن لا العوائد والتكاليف الناشئة عن العمليات التجارية الدولية التي ينفذها وكلاء محليون، ولا العائد للأجانب على استثمار أموالهم في هذا البلد، معرض لمخاطر العملة وهذا الحد من عدم الثقة يبرز بشكل أكثر أهمية في حالة ما إذا ثبتت الدولة عملتها تجاه عملة شريكها التجاري الرئيسي، وفي حقيقة الأمر، فإن اختيار العملة التي تثبت عملة البلد تجاهها سوف يؤدي نتيجة للحد من



عدم الثقة إلى نمو التجارة والتدفقات الاستثمارية ليكون في صالح البلد المثبتة العملة تجاهه، وفي حالة المكسيك فإلن الأمر الواضح أن العملة التي تثبتت تجاهها هي الدولار الأمريكي.

أما الميزة الهامة الثانية التي يمكن أن تتوقعها الدول التي انتهجت سبيل تثبيت سعر الصرف فيها فهي استجلاب ثبات الأسعار من دولة العملة الصعبة، ومن ثم فإن ما يتوقع في أثير من الأحيان هو أن الدول ذات معدلات التضخم العالية تستطيع بتثبيتها سعر الصرف أن تبتدع أداة ارتكاز للحد من توقعات التضخم، الأمر الذي يعجل بامتصاص هذا التضخم ولذلك بتقليل تكاليفه، ويعتقد أيضاً في بعض الأحيان أن سعر الصرف الثابت يقوم بدور الوسيلة التنظيمية التي تحول دون أن تصبح السياسة المالية توسعية بشكل غير مبرر، وبينما يبدو أن هنالك دليل يؤيد المقولة بأن سعر الصرف الثابت يوقف اندفاع العملية التضخمية، إلا أنه ليس من الواضح بأن أسعار العملات المرتكزة على فكرة التثبيت ناجحة بقدر متساو في تحفيز العقلنة المالية، بل وفي الحث على العودة المبكرة للنمو<sup>1</sup>، وأياً ما كان الأمر، فإن أحد نقاط الضعف الأساسية لهذا النوع من استراتيجيات التثبيت هي الزيادة الحتمية في سعر الصرف الحقيقي التي تنشأ نظراً لتأخر انخفاض التضخم، التي تؤكد حقيفة أن الدولة بدأت في طريقها نحو امتصاص التضخم ولكن مع قليل من المصادقية، وفي الواقع حاولت دول عديدة، لا سيما المكسيك في أواخر الثمانينات، وفنزويلا في أواسط التسعينات، أن تخفف من حدة هذه المشكلة بتحريك سعر الصرف طبقاً لمسار سبق الإعلان عنه ومع ذلك، وحتى في الحالات المشار إليها، ارتفع سعر الصرف الحقيقي، وهذا الارتفاع قد يؤدي بمرور الوقت إلى التدهور في الحساب الجاري وتراكم الخصوم الخارجية الكبيرة في موازنات وآلاء القطاعين العام والخاص على حد سواء.

أما المثال الرئيسي لنظام سعر الصرف المرن فهي الصورة المنعكسة في المرأة للمزايا المفترضة لأنظمة سعر الصرف الثابت، فمن الممكن أن يؤدي تقلب سعر العملة الأجنبية إلى صعوبة عمل أولئك الذين يتاجرون مع بقية بلدان العالم، ويؤدي أيضاً إلى تغيير أسعار السلع الأجنبية بدخولها السوق المحلية، الأمر الذي يزيد من تقلب الأسعار الداخلية، وإضافة إلى ما ذكره، فإن انخفاض القيمة سينعكس بسهولة أكبر على التضخم المحلي الذي يعوزه الدافع القوي الذي يوفره تثبيت سعر الصرف، وهذا يشير ضمناً إلى أن امتصاص التضخم قد يستغرق وقتاً أطول، وقد يكون أيضاً أكثر تكلفة بحالة وجود نظام مرن لسعر الصرف.

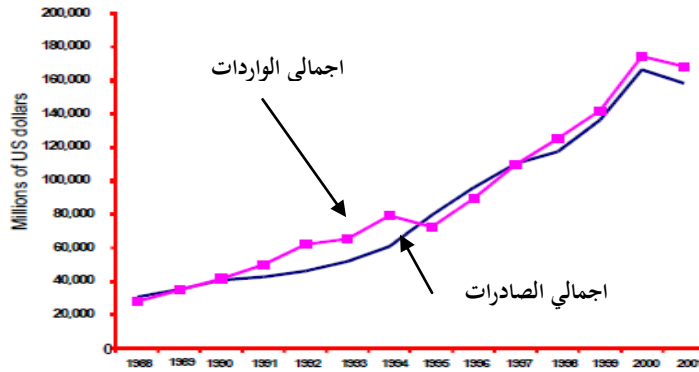
تتمثل أهم مزايا سعر الصرف المرن في قدرة الدولة على أن تتكيف مع الصدمات وأن تتفاعل معه فسعر الصرف المرن يمكنه امتصاص بعض آثار الصدمات الخارجية التي لولاه لانتقلت بكاملها إلى الاقتصاد الحقيقي أو إلى بعض قطاعاته، ويمكن بشكل نمطي تخفيف أثر صدمة الطلب الخارجي المعاكس على النشاط الداخلي بفعل الآثار التحويلية للمصرفات، الناشئة عن تخفيض قيمة العملة، والأهم من ذلك أنه في ظل نظام سعر صرف مرن، تظل السياسة النقدية رهنا لرغبات السلطات التي يمكنها أن تستغلها للتعامل مع الصدمات الخارجية منها والداخلية على حد سواء .

<sup>1</sup> Hamann, J. 1999. "Exchange-Rate Based Stabilizations: A Critical look at the Stylized Facts", IMF Working Paper WP/99/132. Washington, D.C: IMF.

**3. هل فات المكسيك الكثير من عدم تثبيت سعر صرفها؟** نحاول في هذا القسم أن نقيس تجربة المكسيك خلال السنوات الأخيرة باستخدام المعايير التي من المفترض أن نتوقعها من نظام سعر صرف ثابت" يجرى على عكس ما تقتضيه الحقائق" ، والنتيجة التي وصلنا اليه أن المكسيك لم يفتها الكثير من اختياره لنظام سعر صرف مرن، حيث انتعشت التجارة والاستثمار الدوليين بينما انخفض التضخم، وفي نفس الوقت تجنبت تراكم حالات عدم التوازن الخارجي الكبرى.

☒ **هل فقدت المكسيك النمو التجاري والاستثماري الأجنبي؟** لقد انتعشت التجارة الخارجية المكسيكية انتعاشاً هائلاً منذ عام 1995 ، على نحو ما يبين الشكل رقم 78 مع انخفاض طفيف في عام 2001 فلقد كان متوسط معدل نمو التجارة الذي يعرف بإجمالي الواردات والصادرات بالدولار الحالي خلال الفترة 1989 - 1993 ، 14.8% وارتفعت إلى 16.5% خلال الفترة 1994 - 2000 وكان التغيير أثير حدة في جانب الصادرات التي نمت بمعدل 11.1% خلال الفترة الأولى، و 18.1% خلال الفترة الثانية، ونتيجة لتلك الخطى المتسارعة للنمو تضاعف إسهام الصادرات ضعفين تقريباً في النشاط الاقتصادي خلال تلك الفترة التي شهدت تطبيق نظام الصرف المرن، إذ ارتفعت من 14.5% من إجمالي الناتج المحلي خلال الفترة 1989، 1994 وإلى 27.8% خلال الفترة 2001-1995 ولقد كان بارزاً أيضاً التغيير في نسبة الواردات إلى إجمالي الناتج المحلي حيث ارتفعت من 16.4% إلى 28% من إجمالي الناتج المحلي خلال هاتين الفترتين<sup>1</sup>.

الشكل رقم 30: صادرات وواردات المكسيك مليون دولار أمريكي



المصدر: د. الفريدو أوفاس و د. اليخندرو ورنر " تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المرن" مداخلة في ندوة نظمت من قبل معهد السياسات الاقتصادية - " صندوق النقد العربي - بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي في ديسمبر 2002 ، تحت عنوان " نظم وسياسات سعر الصرف." ص 126.

إن النظام المرن قد ناسب المكسيك، ويرجع ذلك جزئياً إلى تكاملها في الأسواق المالية الدولية ولكن أيضاً إلى أنها استطاعت إنجاز نظامها المرن لأن بها اقتصاد نام متقدم نسبياً، يتمتع بسوق مالية وسوق نقد أجنبي متطورة إلى حد كبير تسمح بالمرونة من دون تذبذبات مفرطة، وبالنسبة للعديد من البلدان النامية الأخرى المتكاملة بقدر أقل في الأسواق المالية العالمية ولديها أسواق أقل نمواً، قد يكون ربط العملات هو الخيار المفضل.

<sup>1</sup> د. الفريدو أوفاس و د. اليخندرو ورنر " تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المرن" مداخلة في ندوة نظمت من قبل معهد السياسات الاقتصادية - " صندوق النقد العربي - بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي في ديسمبر 2002 ، تحت عنوان " نظم وسياسات سعر الصرف." ص 124، 125

## خاتمة الفصل الثالث :

إن نتائج الدراسة تدعم فكرة أن الدول النامية باتباعها سياسة سعر الصرف ثابت تحقق معدل نمو أعلى مما لو اتبعت سعر صرف مرن، وقد تمون الأسباب الكامنة وراء هذه النتيجة أن الصدمات النقدية أكثر أهمية من الصدمات الحقيقية لعينة الدراسة، أو أن ذلك يرجع إلى عدم تطور القطاعات المالية الأزمة للنظام المرن، أو أن الدول حققت معدلات نمو مرتفعة جراء زيادة معدل الاستثمار والانفتاح وبشكل يغطي على خسارتها من فقدان آلية تلقائية تعمل على تعديل الصدمات الحقيقية .

وتتضمن العديد من الدراسات النظرية المتوفرة كثيراً من الإرشادات، حول كيفية اختيار نظام سعر الصرف، والمعيار السياسي لاختيار النظام هو تخفيض تكلفة الناتج للتكيف مع الصدمات الخارجية، ولذلك فإن طبيعة وحجم الصدمات المرجح أن يتعرض لها الاقتصاد، فضلاً على الخصائص الهيكلية التي تتميز بها أسواق السلع والعمل والسوق المالية فيه، تمثل اعتبارات مهمة في اختيار نظام سعر الصرف، ويميز الاقتصاديون بين الصدمات الحقيقية (الناشئة على الجانب الحقيقي في الاقتصاد)، والصدمات الإسمية (الناشئة عن النظام النقدي والمالي المحلي)، والصدمات الحقيقية تتمثل في التغيرات في معدلات التبادل التجاري، التغيرات في الطلب على صادرات السلع والخدمات، التغيرات في نمو الإنتاجية مقارنة بالشركاء التجاريين، الأحوال الجوية على الناتج الزراعي، وتأثير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الداخلة على جانب العرض في الاقتصاد، تداعيات تحويلات العمالة من الخارج.

إن الصدمات الإسمية تنشأ في الأساس مع عدم استقرار الطلب على النقود والذي يظهر على هيئة تغيرات في مدى إقبال الاقتصاديون على حيازة العملة المحلية في ضوء الابتكارات المستحدثة في الأوراق المالية أو التذبذبات في مستوى الثقة، ويمكن أن يتم التعامل مع الصدمات الخارجية من خلال تبني سعر صرف مرن، فمثلاً يساعد تخفيض سعر الصرف على خفض الأجور الحقيقية وضمان تحويل الإنفاق من السلع الأجنبية الأعلى كلفة إلى السلع المحلية الرخيصة نسبياً، ومن ثم الحفاظ على الناتج وتوظيف العمالة.

# الفصل الرابع

تحليل الأزمة المالية 2008

أزمة Sub-prime

## المقدمة :

صنعت الأزمة المالية العالمية الحدث الأبرز في وسائل الإعلام العالمية، حيث ظهرت مصطلحات عديدة سيطرت على التحليل الاقتصادي والمالية للخبراء، مما زاد من انتشار حالات الذعر وتنامي القلق لدى الرؤساء والوزراء والمسؤولين والقائمين على المؤسسات المالية والبورصات وأصحاب الودائع والمقترضين من البنوك والمتعاملين معها، والمستهلكين المهدين بارتفاع الأسعار، والعمال المهدين بفقد وظائفهم، والفقراء والمساكن الذين يعيشون على الإعانات والصدقات ..

وفي هذا الجانب، فإن العديد من الاقتصاديين والباحثين أكدوا أن الأزمة الحالية هي الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن الماضي ( 1929-1933)، وهي تختلف عن أزمت الأسواق الناشئة التي اجتاحت المكسيك وتايلندا وكوريا الشمالية وإندونيسيا وروسيا والبرازيل والأرجنتين في الفترة ( 1994-2001)، وقد وصفها كثيرون بأنها " 11 سبتمبر جديد " أو " سبتمبر الأسود " .

إن عدوى هذه الأزمة المالية الأمريكية امتدت إلى باقي دول العالم بسبب عولمة الاقتصاد، مؤكدة مقولة أنه: " إذا أصيب الاقتصاد الأمريكي بالأنفلونزا، فإن اقتصاد العالم كله يعطس ". ولا شك أن عددا كبيرا من الأشخاص، ولاسيما في الدول العربية، لا يعرف ما الذي حدث بالضبط ! وماذا سيترتب على ما حدث؟ وغيرها من التساؤلات الإستشرافية الأخرى.

## المبحث الأول : حقائق حول الأزمة المالية لسنة 2008

### المطلب الأول : تعريف أزمة الرهن العقاري

أزمة الرهن العقاري هي أزمة مالية حالية سببها ارتفاع مفاجئ في أسعار العقارات في الولايات المتحدة، مما شكل عواقب بالغة الضرر على البنوك والأسواق المالية العالمية. الأزمة، والتي تمتد بجذورها إلى نهايات القرن العشرين، بدأت في الظهور في 2007 مبينة نقاط الضعف في الصناعة المالية والنظام المالي العالمي. أدى ارتفاع سعر الفائدة إلى تغيير في طبيعة السوق الأميركية، تمثل في انخفاض أسعار المنازل، وتزايد عدد العاجزين عن سداد قروضهم العقارية في الولايات المتحدة وظهرت بوادر الأزمة على السطح بشكل جلي مع بداية عام 2007، وذلك مع تزايد حالات التوقف عن الدفع، وزيادة ظاهرة استيلاء المقرضين على العقارات، وكثرة المواجهات بين المقرضين والبنوك. زاد عدد المنازل المعروضة للبيع بالولايات المتحدة 75% عام 2007، حيث بلغ عددها 2.2 مليون، وهو ما يمثل نحو 1% من عدد المساكن بالولايات المتحدة كلها. ضعفت قدرة البنوك على تمويل الشركات والأفراد، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي، وهدد بحدوث كساد.

### ☒ هيكل سوق الرهن العقاري الأمريكي (الرئيسي والثانوي) : الشكل الموالي يوضح هيكل السوق

الرئيسي والثانوي للرهن العقاري، الكيفية التي يتم بها عملية التوريق به، والمأخوذ من تقرير **Sheila Bair** رئيس مؤسسة الأمريكية **The Federal Deposit Insurance Corporation** التأمين على الودائع الفدرالية الأمريكية في تقريرها أمام لجنة الخدمات المالية، في الكونغرس الأمريكي في 17 أبريل 2007، المصطلحات المستخدمة في الشكل البياني أدناه هي كالاتي :

- **المقرض Borrower** : وهو مشتري العقار، والذي يقترض لشراء العقار السكني.

- **المصدر Issuer** : هو كيان خاص غرضه إبعاد الإفلاس، وتسمى كذلك بوسيلة ذات غرض خاصة من خلال تسهيل التوريق وإصدار الأوراق المالية للمستثمرين، (إبعاد الإفلاس يعني أن لا SPE التزامات أمانة حتى لو كان المقرض معسر بسبب وضعه القانوني وهيكل ميزانيته، لذا لا تتأثر SPE وديون إصداراتها بالإفلاس المقرض).

- **المقرض Lender** : كيان مكون من الوكلاء وصناديق القروض الذين يقومون في نهاية المطاف ببيع إلى SPE لادراجها في عملية التوريق، فالمقرضون يعرضون بقيمة القرض زائد الأتعاب، وفي بعض الحالات يعقد المقرض عقد مع سمسار الرهن العقاري، ويمكن أن يكون المقرضون بنوكا أو مؤسسات غير بنكية.

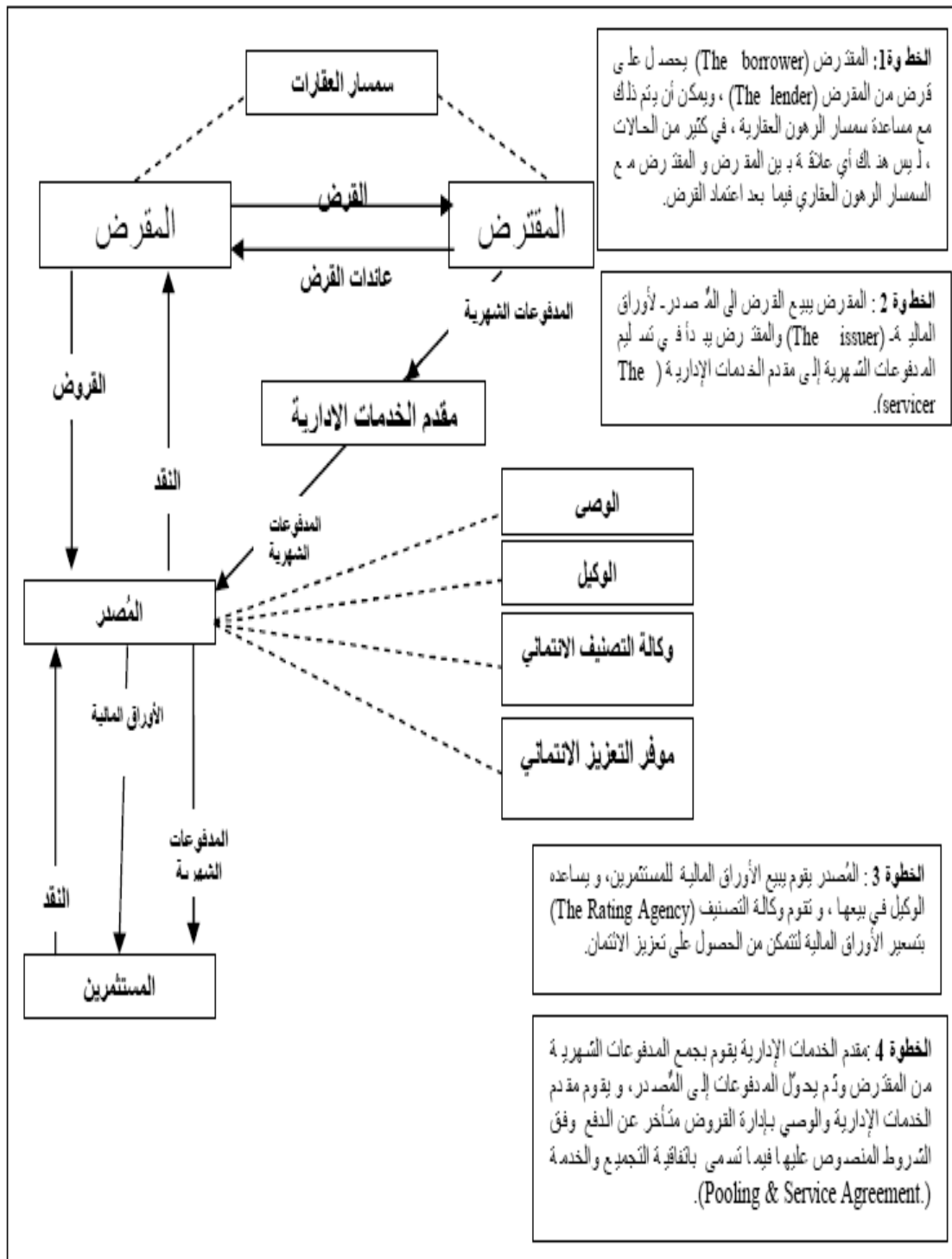
- **سمسار الرهن العقاري Mortgage Broker** : يقوم بدور الوسيط بين المقرض والمقرض، ويحصل السمسار على إيراداته من رسوم القرض النهائي.

- **مقدم الخدمات الإدارية Servicer** : هو الجهة المسؤولة عن تحصيل مدفوعات القروض من المقرضين، تم يتم تحويلها إلى مصدر لتوزيعها على المستثمرين، عادة يتقاضى أتعابه من خلال الرسوم على أساس حجم القروض

- ، كما أنه ملزم إلى أقصى حد بجلب المدفوعات من المقترضين إلى المصدر، ويكون كذلك مسؤولاً عن التعامل مع المتأخرين عن تسديد القروض.
- **المستثمرون Investors**: هم مشتركو مختلف الأوراق المالية التي أصدرت عن عملية التوريق، فالمستثمرون يوفرون التمويل للقروض ويتحملون درجات متفاوتة من مخاطر الائتمان، استناداً إلى شروط شراء الأوراق المالية.
- **وكالة التصنيف الائتماني Rating Agency**: تقوم بالتقديرات الأولية لمختلف الأوراق المالية التي يصدرها المصدر وتحديثاتها، (من حيث القوة، الائتمان، الربحية) واستناداً إلى هذه التقديرات، الأداء اللاحق والمخاطر المستشعرة، كما يكون لهذه الوكالات تأثير على الهيكل الأولي للأوراق المالية.
- **الوصي Trustee**: هو الطرف الثالث عين لتمثيل مصالح المستثمرين في عملية التوريق، التي يمكن أن تتضمن تحديد معايير خدمات مقدم الخدمات الإدارية.
- **وثائق عملية التوريق Securitization Documents**: الوثائق تبين إنشاء عملية التوريق وتحديد الكيفية التي تعمل بها، من بين وثائق التوريق وثيقة اتفاقية التجميع والخدمة Pooling and Service Agreement، وهو العقد الذي يحدد كيفية يتم بها دمج القروض في عملية التوريق، وإدارة القروض وخدماتها وضماناتها، واستراتيجيات التخفيف للخسائر، كما تبين بماذا يقوم مقدم الخدمات الإدارية في حالة التخلف عن سداد القروض<sup>1</sup>.
- **الوكيل Underwriter**: يدير إصدار الأوراق المالية للمستثمرين.
- **موفر التعزيز الائتماني Credit Enhancement Provider**: معاملات التوريق قد تشمل تعزيز الائتمان (تهدف إلى خفض المخاطر الائتمانية) المقدمة من قبل طرف ثالث مستقل في شكل خطابات، اعتماد أو ضمانات.

### الشكل رقم 31: هيكل السوق الرئيسي والثانوي للرهن العقاري

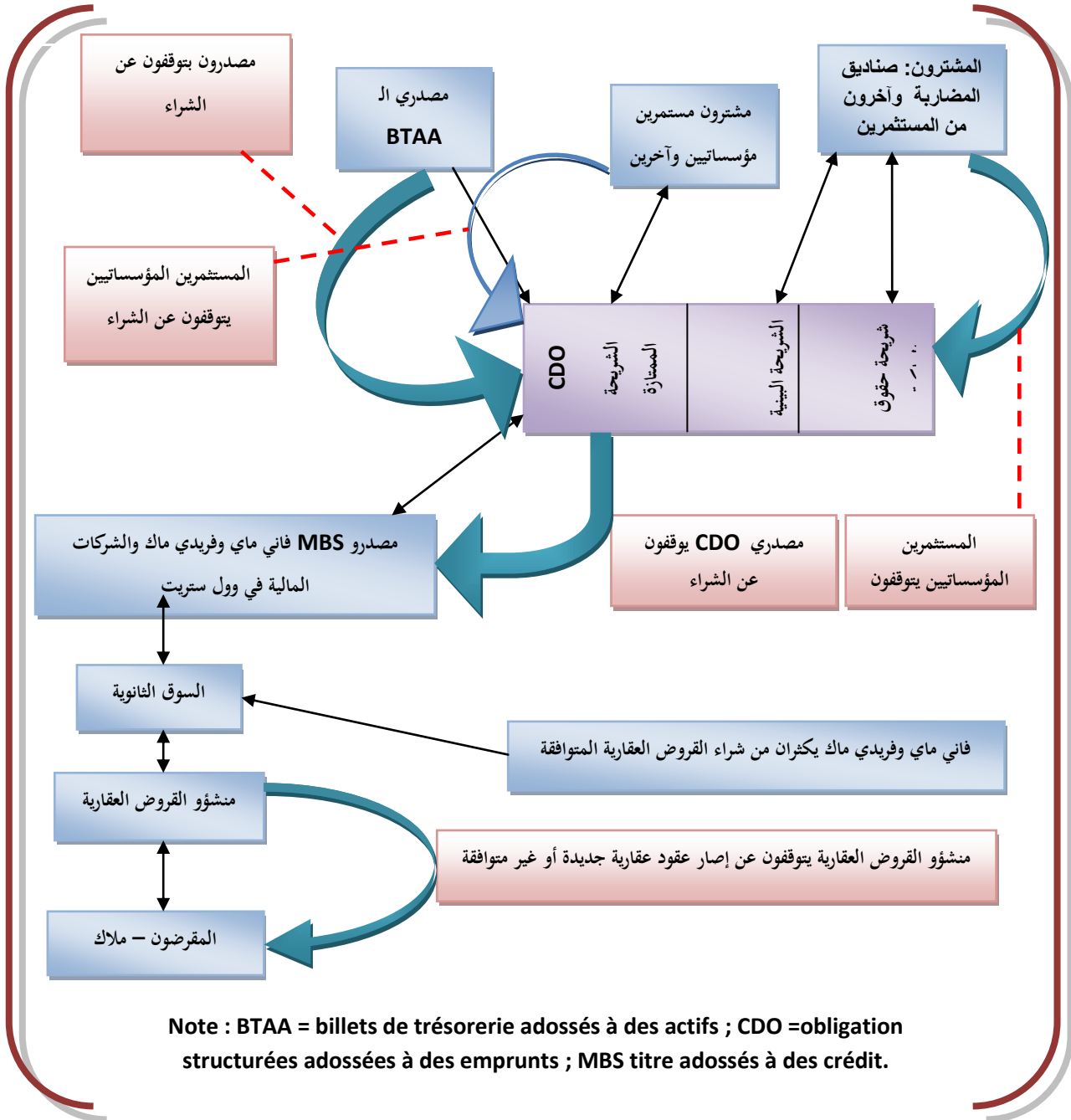
<sup>1</sup> Inside Mortgage finance, Finance et développement , Décembre 2007, P18 .



المصدر: الدكتور عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة sub-prime، دار النشر لجوند 2009.



الشكل رقم 32 : الرحلة المعقدة التي يقطعها قرض عقاري من المصدر الأصلي إلى المشتري النهائي.



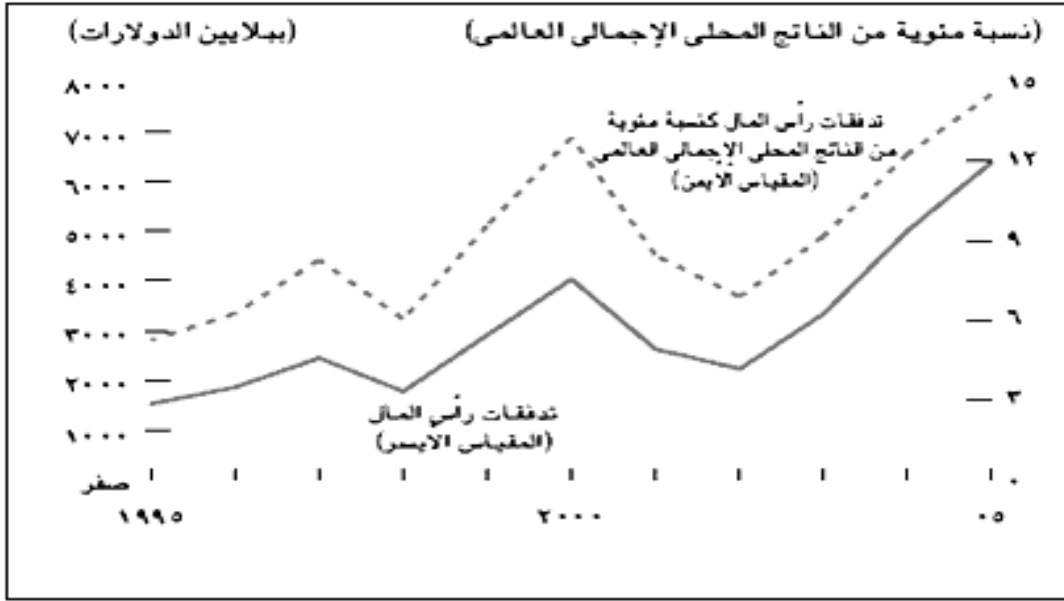
المصدر: Inside Mortgage finance, Finance et développement , Décembre 2007, P18

### المطلب الثاني : أهم الملامح الأولية للأزمة المالية :

قد تكون بداية الأزمة انطلقت مع إعلان مؤسسة مالية أمريكية عملاقة ، هي " ليمان برادرز " عن إفلاسها الوقائي، وإنقاذ أكبر شركات التأمين في الولايات المتحدة الأمريكية AIG و التدخل في مجموعة من المؤسسات الأخرى ذات الأهمية النظامية في الولايات المتحدة وفي أوروبا ، وهذه كانت بداية وإعلان رمزي عن الأزمة

المالية ، فالحقيقة أنها بدأت تتكون داخل الاقتصاد الأمريكي ، وبعض دول العالم منذ أوائل العقد الجاري ، أين عرفت أسواق العقار انتعاشا، بالولايات المتحدة والعديد من اقتصاديات أوروبا الغربية، نتيجة هبوط أسعار الفائدة الحقيقية، وقوة النمو وفي بعض الحالات سرعة الهجرة الوافدة . دون ما إغفال الزيادة الحادة في إجمالي المدخرات التي يجري توجيهها نحو الأدوات المالية عبر الحدود – تدفقات رأس المال - فقد تجاوزت هذه التدفقات بما في ذلك الديون، وأسهم رأس مال المحافظ ، والتمويل المستند للاستثمار المباشر 6 تريليون دولار في عام 2005 ، لاحظ الشكل البياني.

الشكل رقم 33: ارتفاع تدفقات رأس المال العالمي للفترة 1995-2005.



المصدر: A special report on the future of finance ; Greed—and fear ; online at : the economist , Jan 22nd, 2009, online at : [http://www.economist.com/specialreports/displayStory.cfm?story\\_id=12957709](http://www.economist.com/specialreports/displayStory.cfm?story_id=12957709)

حصلت الولايات المتحدة بين عامي 2000 و 2008 على 5.7 تريليون دولار من الخارج للاستثمار ، أي ما يعادل أكثر 40 % من الناتج المحلي الإجمالي (GDP) لعام 2007 وخلال نفس الفترة حصلت بريطانيا وإيرلندا على نحو خمس GDP لكل منها ، وأسبانيا على قرابة 50 % من GDP في سنة 2007.

- من أين تأتي هذه الأموال ؟ مصدرها احتياطات البنوك المركزية ، وأموال الثروات السيادية ، نتيجة فوائض الحساب الجاري الكبير في بعض الدول ، ولدى مصدري النفط 13 . وللإشارة ارتفع حاصل الحسابات الجارية لهذه البلدان خلال الفترة 2002-2007 من أقل من 90 مليار دولار 0.3 % من إجمالي الناتج المحلي العالمي إلى نحو 500 مليار دولار ( 0.9 % من إجمالي الناتج المحلي العالمي) ، و الشكل البياني 21 ، يظهر سلوك الحساب

الجاري للدول المصدرة للنفط . بحق هي مفارقة ، أن تنتقل الأموال من الدول النامية والفقير إلى دول أكثر تطورا وثراء مادي – تتحدى الجاذبية - ، غير أن التعمق في الدراسة يوجد ما يببررها<sup>1</sup>.

### الشكل رقم 34 : سلوك الحساب الجاري في البلدان المصدرة للنفط.



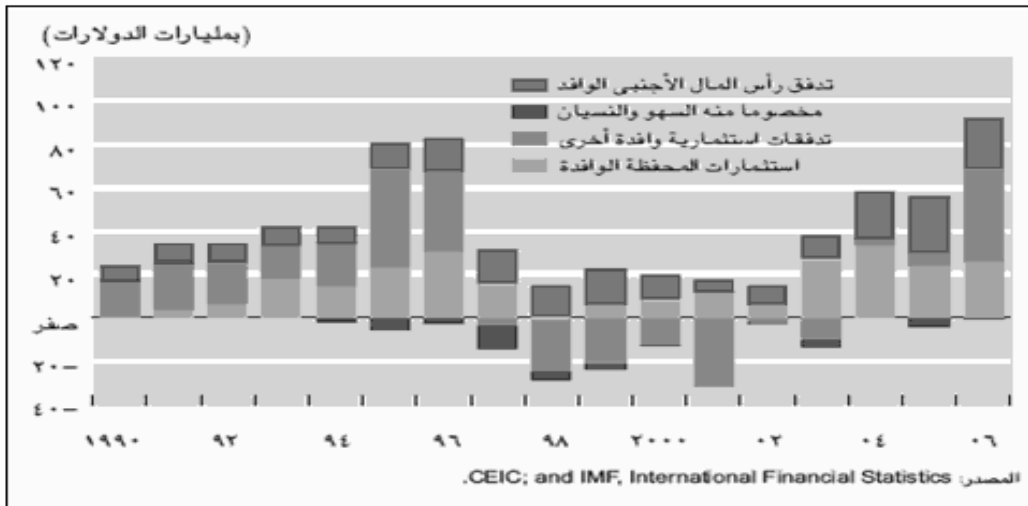
المصدر : Khor Hoe Ee and Kee Rui Xiong آسيا منظور عن أزمة الرهون دون الممتاز عن صندوق النقد الدولي ، "مجلة التمويل و التنمية" ، يونيو 2008 ص19.

ولعل هذا كان إشارة إنذار مبكر للضرورة . كيف ذلك ؟ إذا ما رجعنا إلى الأزمة الآسيوية عام 1997 ، نجد أنه قبل الأزمة بعامين تصاعد تدفق رأس المال للمنطقة بصورة كبيرة لاحظ الشكل البياني 22 وأدى هذا بدوره إلى ارتفاع حاد في الإقراض المصرفي و اقتراض الشركات ، واشترى المستثمرين الأجانب الأوراق المالية الآسيوية مرتفعة العائد ، أو صكوك الديون الأمريكية المقومة بالدولار ، مفترضين أن الاقتصاديات الآسيوية ستواصل نموها السريع ، وأن ربط العملات بالدولار سيستمر لما لا نهاية ، فكانت معايير ائتمانية متساهلة، وسجل حجم الائتمان نمواً سريعاً ، عاصره زيادة سريعة في أسعار أصول الممتلكات<sup>2</sup>.

### الشكل رقم 35: ازدياد تدفق رأس المال إلى الو.م.أ بصورة كبيرة قبل وقوع الأزمة المالية الآسيوية بعامين.

<sup>1</sup> أسوار براساد، راغورام راجان، ارفيند سويرامانيان، مفارقة رأس المال ، صندوق النقد الدولي ، "مجلة التمويل و التنمية - " وجهها العولمة المالية - ، مارس 2007 ، المجلد العدد44.

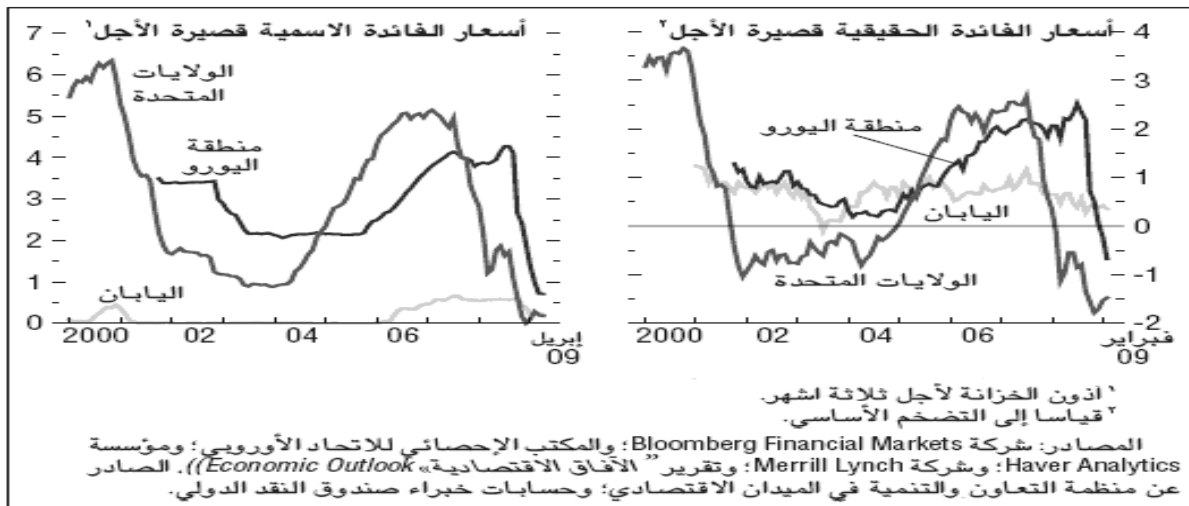
<sup>2</sup> hor Hoe Ee and Kee Rui Xiong ، آسيا منظور عن أزمة الرهون دون الممتاز ، صندوق النقد الدولي ، "مجلة التمويل و التنمية" ، يونيو 2008 ص



المصدر : Khor Hoe Ee and Kee Rui Xiong أسيما منظور عن أزمة الرهون دون الممتاز عن صندوق النقد الدولي ، "مجلة التمويل و التنمية " ، يونيو 2008 ص 20

وبنفس الصورة ، فقد أدى التدفقات المتصاعدة لرأس المال إلى الولايات المتحدة الأمريكية إلى وفرة في السيولة، أضف إلى ذلك الإبقاء على أسس السياسة النقدية متساهلة للغاية ، بغية التصدي لمخاوف الانكماش في أعقاب أزمة تكنولوجيا المعلومات في أوائل العقد الجاري<sup>1</sup> ، كل ذلك دفع إلى انخفاضات كبيرة في أسعار الفائدة ، ومن ثم خلق اتجاهها عاما نحو الإقراض الرخيص ، وتوسع في الائتمان المقدم لاحظ الشكل البياني أدناه، كيف أن أسعار الفائدة انخفضت كثيرا بشكل لم يكن متوقعا أو مفهوما في الفترة من 2000 إلى منتصف 2004 .

### الشكل رقم 36 : تطورات أسعار الفائدة الحقيقية والأسمية قصيرة الأجل.



المصدر : صندوق النقد الدولي ، دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية و المالية العالمية أكتوبر 2008 ، آفاق الاقتصاد العالمي: الضغط المالي و الهبوط الاقتصادي و التعافي ، ص 22

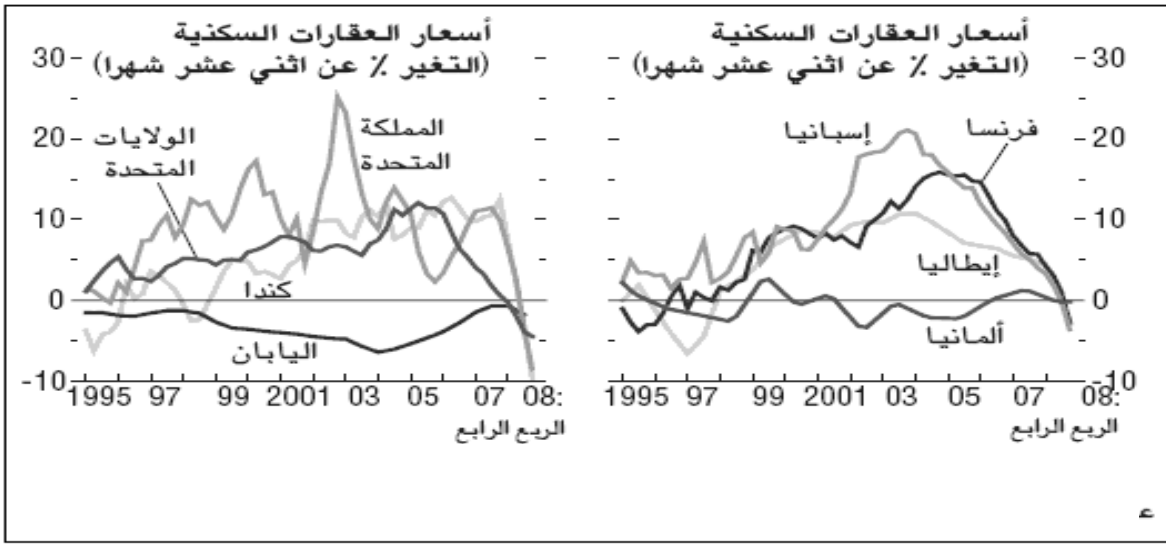
إن الانخفاض الشديد في سعر الفائدة يعني طبعا سياسة نقدية توسعية ، وهذا التوسع في النقد يؤدي في نهاية المطاف إلى تضخم نقدي إما بشكل عام وإما في أسواق معينة ، وقد نال سوق العقار نصيبا كبيرا منه،<sup>2</sup> كما أن هذا التوسع ،

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي ، دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية و المالية العالمية أكتوبر 2008 ، آفاق الاقتصاد العالمي: الضغط المالي و الهبوط الاقتصادي و التعافي ، ص 22 .

<sup>2</sup> وشاح رزاق ، الأزمة المالية الحالية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، ص 20

لا سيما في الولايات المتحدة ، كان مدفوعا أيضا بظهور أساليب تمويلية جديدة تستند إلى التوريق، وإلى استمرار ضعف معايير الإقراض 19 ، وأخذت أسعار العقار ترتفع لتصل قمتها في الربع الثاني من عام 2006 ارتفعت أسعار الممتلكات بـ 50 % بين سنتي 2001 - 2006، وارتفعت معها أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بشكل مستمر ، سواء في الولايات المتحدة أو في غيرها من دول العالم ،مقابل انخفاض الأسهم في القطاعات الاقتصادية الأخرى ، بما فيها قطاعات التكنولوجيا والاتصالات الحديثة. لا حظ الشكل البياني أدناه، يظهر نسب التغير في أسعار العقارات السكنية.

الشكل رقم 37 : تغيرات أسعار العقارات السكنية



المصدر: صندوق النقد الدولي ، دراسة استقصائية للاوضاع الاقتصادية و المالية العالمية أكتوبر 2008 ، أفاق الاقتصاد العالمي:

الضغط المالي و الهبوط الاقتصادي و التعافي ، ص 22

الأمر الذي أدى إلى إقبال الأفراد و لشركات لشراء المساكن و العقارات ، بهدف الاستثمار طويل الأجل، وزادت وفقا لذلك عمليات الإقراض من قبل البنوك و ازداد التوسع ، والتساهل في منح القروض العقارية للأفراد من ذوي الدخل المنخفضة، وغير القادرين عن السداد ، والمسماة بالقروض " متدنية الجودة " ، وذلك حتى دون التحقق من قدرتهم على السداد ، أو حتى الاستعلام من هويتهم الائتمانية في معظم الأحوال ، أنظر نمو الائتمان في القطاعات الخاصة ، ضمن الشكل البياني :

الشكل رقم 38 : تطورات حجم الائتمان المقدم إلى القطاعات الخاصة.



المصدر: Alasrag Hussien, Impact of The global financial crisis on the Egyptian economy , Online at: <http://mprapa.ub.uni-muenchen.de/12604/>, posted 08. January 2009, MPRAPA Paper No. 12604.

مع حلول عام 2006 ، كانت القروض العقارية عالية المخاطر تشكل أكثر من 40 % من القروض العقارية الجديدة في الولايات المتحدة ، ووصل التمويل العقاري إلى حالة التشبع ، وازداد الأمر سوءاً بانتهاء فترة الفائدة المثبتة المنخفضة للقروض وارتفعت أسعار الفائدة) انظر الشكل البياني ( 05 ، وتوقفت أسعار العقارات عن الصعود ، حيث انخفضت أسعار العقارات الاسمية بنسبة 1.4 % خلال 6 أشهر في سنة 2006 ، وأصبح الأفراد المستفيدين من القروض متدنية الجودة غير قادرين على سداد الأقساط المستحقة عليهم، النسبة العظمى من الديون المتعثرة هي للفقراء ولمتوسطي الدخل ، فازدادت معدلات حجز البنوك على عقارات من لم يستطيعوا السداد ، لتصل إلى حوالي 93 % وفقد أكثر من 2 مليون أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات .ومما ساهم في تفاقم المشكلة اتجاه البنوك المقدمة لهذه القروض لتوريق الديون العقارية) تجميع القروض العقارية المتشابهة و إعادة بيعها للمؤسسات والشركات المالية العقارية الأخرى ، لتقوم الأخيرة بتجميع أقساط القروض من المدينين ، وذلك في محاولة للحد من المخاطر المترتبة عليها ( وهو ما أدى إلى امتداد آثار الأزمة لعدد كبير من البنوك ، و الشركات في الولايات المتحدة وحول العالم – علفت قرابة 70 شركة رهن عقارية أمريكية عملياتها وأعلنت إفلاسها أو عرضت للبيع - ، وهنا بدأ الحديث عن أزمة مالية عالمية مصدرها الاقتصاد الأمريكي، ولكنها تتجاوز حدود الولايات المتحدة الأمريكية لتطول آثارها الاقتصاد في معظم دول العالم<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث : مراحل الأزمة المالية منذ اندلاعها

<sup>1</sup> Alasrag Hussien, Impact of The global financial crisis on the Egyptian economy , Online at MPRAPA Paper No. 12604, posted 08. January 2009, <http://mprapa.ub.uni-muenchen.de/12604/>

من المعلوم أن الأزمة المالية العالمية الحالية تعود في الأساس إلى سعي البنوك خاصة الأمريكية منها إلى تحقيق مكاسب كبيرة في عملياتها مما أدى بها إلى العمل على منح قروض ذات درجة عالية من المخاطر خاصة في المجال العقاري ضاربة بتوصيات لجنة بازل عرض الحائط. ظهرت بوادر الأزمة على السطح بشكل جلي مع بداية عام 2007، وذلك مع تزايد حالات التوقف عن الدفع، وزيادة ظاهرة استيلاء المقرضين على العقارات، وكثرة المواجهات بين المقرضين والبنوك، وبلغ حجم القروض المتعثرة للأفراد نحو مائة مليار دولار، كما زاد عدد المنازل المعروضة للبيع بالولايات المتحدة 75 % عام 2007، حيث بلغ عددها 2.2 مليون منزل، وهو ما يمثل نحو 1% من عدد المساكن بالولايات المتحدة كلها<sup>1</sup>.

و يمكن تلخيص أهم المراحل الأساسية لهذه الأزمة فيما يلي<sup>2</sup>:

**المرحلة الأولى:** كما في جميع المجالات في الولايات المتحدة الأمريكية بغية إشباع الحاجيات يلجئ الأفراد إلى الاقتراض من المصارف، و هو ما حدث في المجال العقاري حيث أن الحصول على منازل و تجهيزها في هذا البلد يقوم الأفراد بالاقتراض من المؤسسات المتخصصة التي نذكر من أهمها مؤسستي فريدي ماك وفاني ماي. ويمكن تبسيط صيغة القرض العقاري كما يلي، هو عقد بين ثلاثة أطراف هي مالك العقار، المشتري و الممول (بنك أو مؤسسة متخصصة مالية في التمويل العقاري)، حيث يتم الاتفاق على أن يدفع المشتري نسبة معينة من المبلغ الكلي للعقار محل الاتفاق (مثلا 10% ) و الباقي تتكفل المؤسسة أو البنك بدفعه على إعتباره قرضا واجب السداد من طرف المشتري في أجل يتراوح بين 15-30 سنة بفائدة تكون في البداية بسيطة و لكنها متغير بالزيادة أو النقصان حسب قرارات الاحتياطي الفدرالي. بعد سنتين من تاريخ العقد حيث يقتصر التسديد قبل انقضاء هذه المدة على الفوائد المترتبة دون الأقساط، و بعد هذه المدة يبدأ في تسديد هذه الأقساط<sup>3</sup>، و الشكل البياني التالي الذي يوضح تطورات النسبة بين الادخار و الناتج الداخلي الخام من 1950 و 2005<sup>4</sup>.

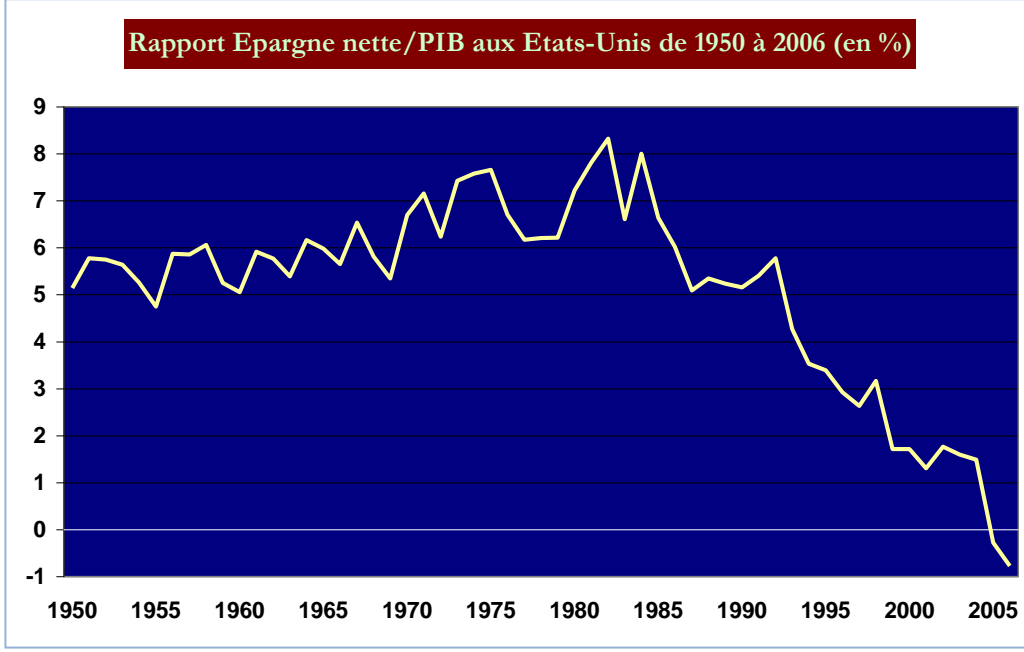
### الشكل رقم 39 : تطور نسبة بين الادخار والناتج الداخلي الخام في الولايات المتحدة الأمريكية.

<sup>1</sup>- منتدى الجزيرة دوت نت، عرض حول الأزمة المالية العالمية 2008 ص 1.

<sup>2</sup>- عبد الحليم غربي، مجلة العلم و الإيمان، العدد 27، نوفمبر 2008، ص 27.

<sup>3</sup>- عبد الحليم غربي مرجع سبق ذكره ص 25.

<sup>4</sup>- ناجي بن حسين، مداخلة بعنوان عرض عام حول الأزمة المالية العالمية 2008 في ندوة حول الأزمة المالية العالمية، جامعة قسنطينة، بتاريخ 31-01-2009 ص 32.



المصدر: ناجي بن حسين، مداخلة بعنوان عرض عام حول الأزمة المالية العالمية 2008 في ندوة حول الأزمة المالية العالمية، جامعة قسنطينة، بتاريخ 2009-01-31 .

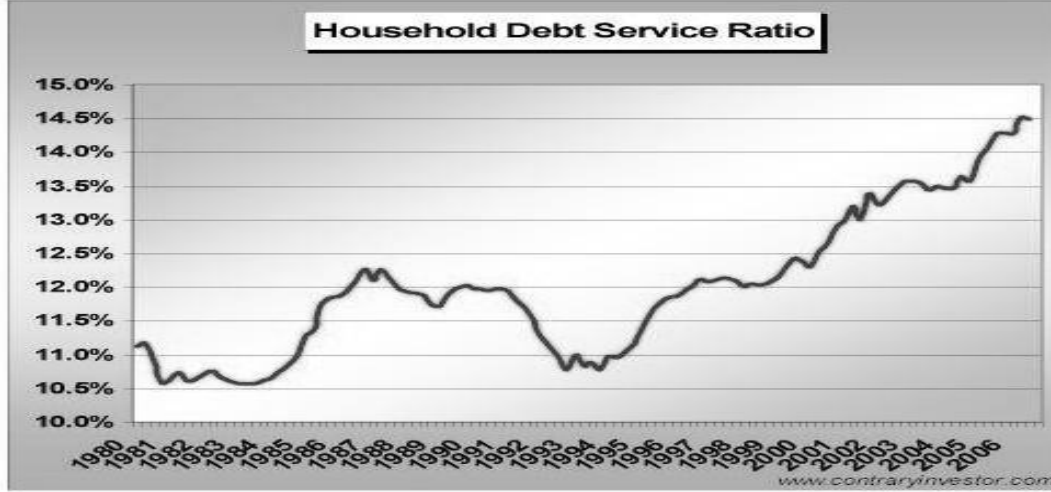
من خلال هذا الشكل نجد أن النسبة بين الادخار و الناتج الداخلي الخام شهدت نمو متزايد في الفترة الممتدة بين 1950 و 1982، وهو راجع أساسا إلى تفضيل الادخار خاصة في شكل الودائع المصرفية. أما بعد العام 1982 و إلى غاية العام 2005 شهدت النسبة انخفاضا حاد راجع أساسا إلى نقص المدخرات المصرفية التي قام أصحابها باستعمالها في الاستثمار العقاري خاصة شراء المنازل، و هو ما يوضحه الشكل.

**المرحلة الثانية:** نتيجة الإقبال المتزايد على هذا النوع من القروض شهد القطاع العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية نمو معتبرا يمكن التعبير عليه بطرف عقارية الذي أدى بالأفراد و الشركات إلى طلب هذا النوع من القروض ليس الهدف منها الحصول على منزل، و لكن بهدف الاستثمار و المضاربة بالاستفادة من الفروق السعرية للمنازل التي شهدت تطورا ملحوظا في الفترة الممتدة من 2001 إلى 2006، والشكل البياني التالي يوضح تطور نسبة تملك الأمريكيين للمنازل في الفترة الممتدة بين 1980 و 2006<sup>1</sup>.

**الشكل رقم 40 : تطور نسبة تملك الأمريكيين للمنازل في الفترة الممتدة بين 1980 و 2006.**

<sup>1</sup> - ناجي بن حسين، مداخلة بعنوان عرض عام حول الأزمة المالية العالمية 2008 نفس المرجع السابق ص 33.





المصدر: ناجي بن حسين، مداخلة بعنوان عرض عام حول الأزمة المالية العالمية 2008 في ندوة حول الأزمة المالية العالمية، جامعة قسنطينة، بتاريخ 2009-01-31 .

من خلال هذا الشكل البياني يمكن لنا التأكيد على أن الانخفاض الذي حدث في النسبة بين الادخار و الناتج الداخلي الخام بين العام 1982 و العام 2005 هو قيام المدخرين بالاستثمار في شراء المنازل، و هو ما يتضح من خلال الارتفاع المطرد في نسبة تملك المنازل، عكس ما حدث في الفترة ما بين 1980 و 1982 أين كان مالكو الأموال يفضلون ادخار أموالهم في شكل ودائع مصرفية.

**المرحلة الثالثة:** استجابة لهذا النمو والمنافسة بين المؤسسات المالية المتخصصة و البنوك، عملت هذه الأطراف على القيام بمنح قروض عالية المخاطر تصل إلى قروض بدون ضمانات كافية في بعض الأحيان، و هو الشيء الذي سوف يجعل هذه البنوك فيما بعد تعاني من مشاكل ائتمانية كبير تصل إلى عدم قيامها بالتزاماتها في الغالب وبالتالي الوقوع في أزمة سيولة.

**المرحلة الرابعة:** بعد هذه الطفرة التي شهدتها المجال العقاري وصل هذا الأخير إلى مرحلة التشبع أين كان الطلب على المنازل في ثبات دام لفترة قصيرة لحين مطالبة الممولين الأساسيين بأموالهم.

**المرحلة الخامسة:** قام الممولون بالمطالبة بتسديد الأقساط المترتبة على المقترضين و فوائدها، وكانت الكارثة حيث أن النسبة الكبيرة من هؤلاء هم ذوي ملاءة مالية ضعيفة أو معدومة، وليست لديهم القدرة على تسديد هذه المبالغ فضلا عن فوائدها المرتفعة نتيجة الارتفاع الحاصل في أسعار الفائدة السوقية نتيجة التغيرات المصاحبة لهذا التوسع في الإقراض العقاري ، مما أدى بالمقرضين في مرحلة أولى إلى عرض هذه المنازل للبيع حيث وصلت نسبة المنازل المعروضة إلى ما يفوق 75 %، و هو الشيء الذي أدى إلى الانخفاض السريع و العمودي في أسعار العقارات.

**المرحلة السادسة:** وسعي من البنوك إلى الخروج من هذه المشكلة قامت في خطوة أولى ببيع هذه الديون لشركات تحصيل الديون التي عملا على القيام بتوريق هذه الديون (تقنية من تقنيات المشتقات المالية)، وجعلها قابلة للتداول عن طريق إصدار سندات دين بأسعار فائدة عالية و طرحها في أسواق المال والبورصات للتداول.

**المرحلة السابعة:** و بالموازاة مع الانخفاض الحاد في أسعار المنازل شهدت الأصول التي تقوم عليها – سندات الدين- انخفاضا في قيمتها في الأسواق المالية، مما أدى بملاك هذه السندات إلى محاولة التخلص منها ببيعها لكن المشكل ليس هناك من يرغب في الشراء إلا الذين يريدون الشراء بأسعار متدنية.

**المرحلة الثامنة:** وفي خطوة ثانية وسعيا من البنوك التي تعاني من أزمة سيولة عملت على اللجوء إلى الاقتراض من البنوك الأخرى الشيء الذي كان غير ممكن في هذه الأثناء كون البنوك أغلبها يعاني من نفس المشكلة أو يمتنع عن الإقراض خوفا من الوقوع في نفس المشكلة، مما أدى بالبنوك إلى العمل على التخلي عن بعض مكونات محفظتها المالية كحل أخير تعمل من خلاله على الحصول على أموال تكون قادرة من خلالها على الوفاء بالتزاماتها سوا كانت هذه العملية تحقق عوائد أم لا المهم هو الحصول على التمويل. هذا فضلا عن قيامها بتخفيض قيمة أصولها و بالتالي رؤوس أموالها مما سيزيد من تعثر المركز المالي لهذه البنوك.

**المرحلة التاسعة:** أمام هذا الوضع و زيادة تآزمه شهدت أسواق المال تغيرات سلبية على جميع الأصعدة، فالسندات كانت في انخفاض مستمر و أسعار أسهم البنوك المتعثرة في انخفاض كذلك، و العمليات التمويلية للاستثمار في الأوراق المالية متعطلة نتيجة عجز البنوك عن التمويل أو أحجامها عن القيام بذلك هذا من جهة، و من جهة أخرى تدهور أسعار أسهم شركات التأمين التي وفرة خدمات تأمينية خلال هذا الوضع.

**المرحلة العاشرة:** لقد ساعد هذا الوضع على قيام البنوك و مؤسسات التمويل المختلفة و كذا مؤسسات التأمين على طلب الحماية من الاحتياطي الفدرالي كخطوة نحو إشهار إفلاسها ، و هو ما تم فعلا الشيء الذي عمق من انتشار الأزمة و توسعها.

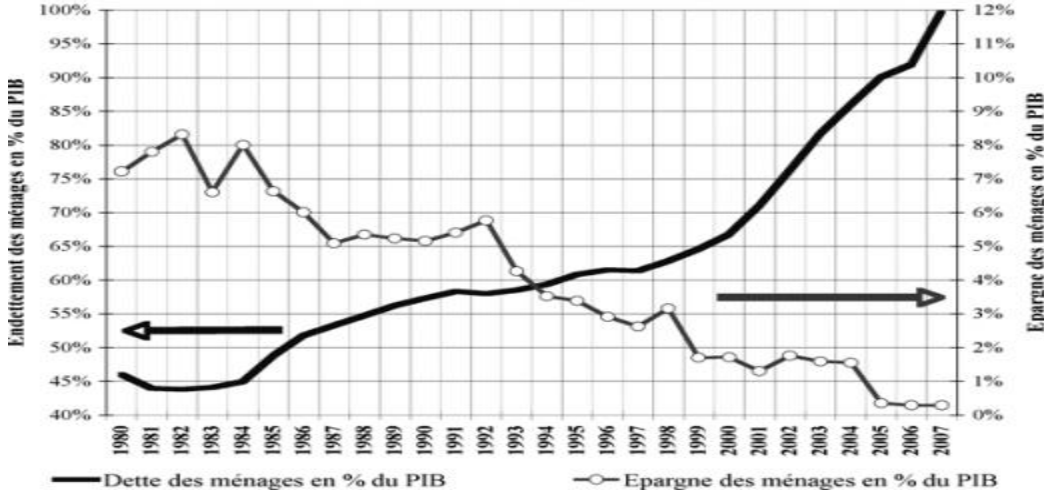
## المطلب الرابع: أسباب الأزمة المالية العالمية

### الفرع الأول: الإقراض العقاري المرتفع المخاطر

يعتبر موضوع الرهن العقاري السبب الرئيس والمباشر للأزمة، حيث شجع الازدهار الكبير لسوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001 و 2006 البنوك وشركات الإقراض على اللجوء إلى الإقراض العقاري مرتفع المخاطر، ويتم بموجبه التعاقد بين ثلاث أطراف بين مالك لعقار ومشتري وممول بنك أو شركة تمويل عقاري على أن يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بمبلغ معين ويدفع المشتري جزءاً من الثمن ( 10 % مثلا) ويقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة و اعتبره قرضا في ذمة المشتري مقابل رهن العقار للممول ويسدد القرض على أقساط طويلة 30 سنة بفائدة تبدأ عادة بسيطة في السنتين الأوليتين ثم تتزايد بعد ذلك و يسجل العقار باسم المشتري ويصبح مالكة له حق التصرف فيه بالبيع أو الرهن. وكون البنوك أغفلت التحقق من الجدارة

الائتمانية للمقترضين وأغرتهم بفائدة بسيطة في الأول ثم تزايدت وتوسعت في منح القروض مما خلق طلبا متزايدا على العقارات إلى أن تشبع السوق فانخفضت أسعار العقارات وعجز المقترضون عن السداد وهذا الانفجار في الائتمان قاد إلى التصاعد الكبير لمديونية العائلات الأمريكية، ورافقه انهيار مثير في الادخار، وهذا ما يوضحه الشكل البياني التالي:

الشكل رقم 41: مقارنة بين مديونية العائلات وإدخاراتها في الولايات المتحدة الأمريكية (% من PIB).



Source : Jacques Sapir, « Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe », P.4.  
<http://www.france.attac.org/spip.php?article9400.vu> le 02/03/ 2009.

من خلال الشكل يظهر أن مديونية العائلات بقيت مستقرة بين 40% و 45% من قيمة PIB خلال سنوات 1960 و 1970، لتعرف أول ارتفاع لها سنة 1984 قبل أن تنفجر فعلياً سنة 2001، في حين انهار معدل الادخار الخاص بالعائلات إلى 0.3% من قيمة PIB، أما بالنسبة لمديونية البلدان الأوروبية<sup>1</sup> فنلاحظ من خلال معطيات سنة 2006 أن هناك اختلاف في مديونية العائلات في أكبر بلدان الاتحاد الأوروبي، فبريطانيا وإسبانيا 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 ثروتهم العقارية فيما يسمى بـ "l'hypothèque rechargeable"، ويمكن أن نلاحظ أثرها في إسبانيا أين ارتفعت أسعار العقارات بـ 247% بين 1997 و 2005، كما أن مديونية العائلات الإسبانية ارتفعت من 84% إلى 100% من قيمة PIB بين 2006 و 2007.

ففي بريطانيا مثلاً قدرت مديونية العائلات بـ 107% من قيمة PIB، كما أن معدل الادخار لدى العائلات ضعيف جداً وفي تناقص، وعلى العكس بالنسبة لكل من فرنسا وإيطاليا، فإن مديونية العائلات متواضعة، كما أن بريطانيا واراندا عرفتا أزمة الرهن العقاري مشابهة جداً للزمة الأمريكية التي مست مجموع الهيكل المصرفي لهذه البلدان، في حين تعتبر البنوك الألمانية من بين المتضررين من الأزمة.

<sup>1</sup> Jacques Sapir. Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe OP.Cit.P.3-13.

## الفرع الثاني: تحويل القروض الممنوحة إلى سندات متداولة في الأسواق المالية

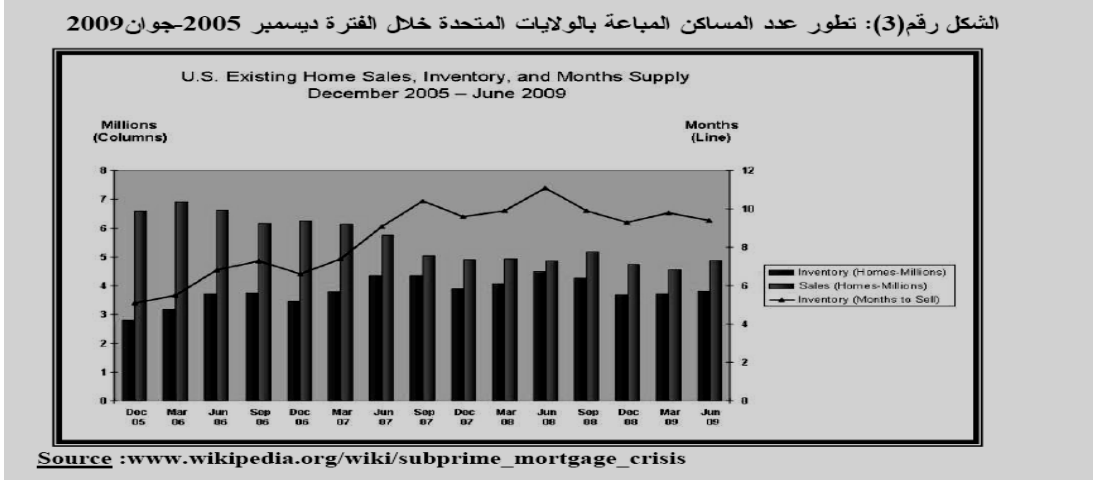
بحيث قامت البنوك بتحويل القروض الممنوحة إلى سندات متداولة في الأسواق المالية "التسنييد" من خلال البيع لشركات التوريق، وتم ذلك باستخدام إجراءات و أدوات وتقنيات مالية معقدة تمثلت في قيام البنوك ببيع الديون على شكل سندات إلى مستثمرين آخرين قاموا بدورهم برهن السندات لدى البنوك مقابل حصولهم على ديون جديدة لشراء المزيد من تلك السندات، وتكررت تلك العمليات وتوسعت الهوة بين الإقتصاد الحقيقي والإقتصاد المالي أو الورقي، فمعدل نمو وتراكم الديون يتجاوز أضعاف مضاعفة نمو وتراكم الثروات، كما أن نمو خدمة الديون يتزايد بصورة تتجاوز أضعاف مضاعفة نمو الدخل والأزمة إن كانت تمثل تهديدا فإنه يمكن أن يولد من رحمها فرصا إذا تم إحسان إستغلالها .

في خطوة من البنوك لتعزيز مركز السندات، تم التأمين عليها من قبل شركات التأمين المشهورة على أن يقوم حامل السند بدفع رسوم التأمين عليها للحماية من إفلاس البنك أو صاحب البيت مما شجع على اقتناء المزيد من تلك السندات، ورغم هذه العمليات المعقدة وبسبب هبوط قيمة هذه العقارات بدءا من عام 2007 أصبحت قيمتها أقل من قيمة السندات المتداولة والصادرة بشأنها، ولم يعد في مقدور الأفراد سداد ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة فأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية، ونتيجة لتضرر المصارف الدائنة من عدم السداد هبطت قيمة أسهمها في البورصة وأعلنت عدة شركات عقارية وشركات تأمين إفلاسها.

لقد سيطر على أذهان المستثمرين حالة من عدم الثقة مما دفع في إتجاه قيام المودعين بسحب ودائعهم مما انعكس سلبيًا على سيولة البنوك على الرغم من تدخلات البنوك المركزية والتي تجاوزت الـ 500 مليار دولار، كما أصيبت الأسواق المالية بالشلل التام، وتوالت الخسائر الاقتصادية الناتجة عن العجوزات ومنيت كثير من الأسواق بالخسائر وأصبح العامل النفسي مرتبط بالثقة في القطاع المالي برمته، حيث فقد المستثمر الثقة في الأسواق ولم يعد يصدق جدوى الأدوات المالية الحديثة والمتمثلة في عملية التوريق، كما فقد القدرة على تقييم الدين بشكل حقيقي وكامل نتيجة تورط شركات التصنيف الائتماني ولقد ظهرت ملامح الأزمة بوضوح مع بداية 2007 وذلك مع تزايد حالات توقف المقترضين عن الدفع وزيادة عدد المنازل المعروضة للبيع وبروز ظاهرة استيلاء المقترضين على العقارات وكثرة المنازعات بين المقترضين والبنوك، حيث عجزت بعض البنوك عن مواجهة عمليات سحب الأموال وتمويل المؤسسات والأفراد فأعلنت إفلاسها. وفي المقابل انخفضت أسهمها وأسهم شركات الاستثمار العقاري، فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية وهدد بحدوث كساد اقتصادي، كما أدى ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا بالسوق المالية الأمريكية إلى انتقال أزمة الرهن العقاري من الولايات المتحدة إلى القارة الآسيوية والأوروبية، لتتطور إلى أزمة أكبر أصبحت تعرف بالأزمة المالية العالمية، ولعل أفضل ما يلخص الأزمة هو تقديم صورة مبسطة تمكن الإنسان العادي من فهمها، بحيث نفترض أن هناك عدة مباني تم وضعها مصطفة إلى جانب بعضها، فإذا ما وقع أحدها فإنه وكرد فعل تتابعي تسقط البقية وهكذا فقد ترتب على الرهن العقاري أهرامات من الديون مرتبطة ببعضها البعض، ووجود خلل في إحدى حلقات الديون المركبة كما حدث في توقف المقترضين في

سوق التمويل العقاري عن سداد القروض أدى إلى انهيار النظام المالي بأكمله وحدثت الأزمة والمنحنى البياني التالي يوضح عدد المساكن المعروضة للبيع بالولايات خلال الفترة الممتدة من ديسمبر 2005 إلى جوان 2009 ، حيث تسارعت وتيرة بيع المنازل بدء من 2008 .

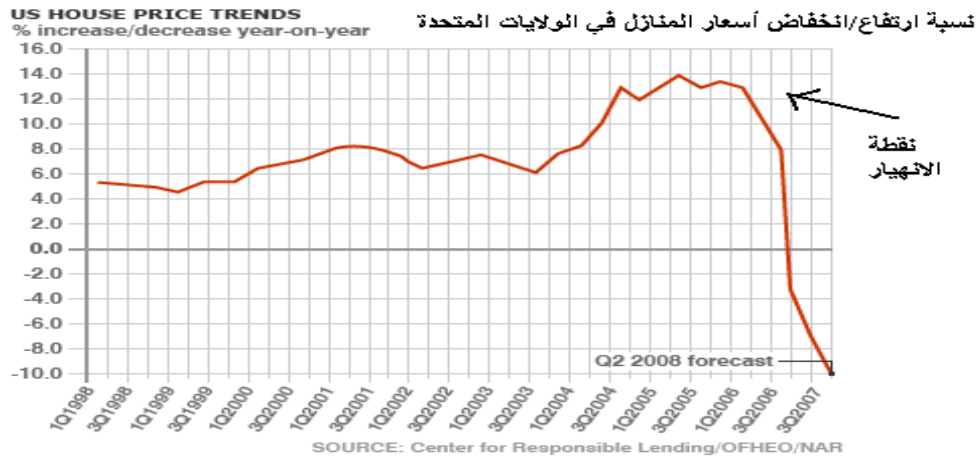
الشكل رقم 42 : تطور عدد المساكن المباعة بالولايات المتحدة خلال الفترة ديسمبر- 2005 جوان 2009  
- الحالة الأولى قبل الأزمة :



المصدر : [www.wikipedia.org/wiki/subprime\\_mortgage\\_crisis](http://www.wikipedia.org/wiki/subprime_mortgage_crisis)

الحالة الثانية بعد الأزمة المالية : بدأت المطالبة القضائية من قبل البنوك للمقترضين بالمبالغ التي اقترضوها، مما دفع المقترضين لبيع منازلهم بأعداد كبيرة لدفع القروض المترتبة عليهم، نتيجة ذلك تدهورت أسعار المنازل بشكل خيالي.

الشكل رقم 43 : نسبة ارتفاع وانخفاض أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية



المصدر : <http://knol.google.com/k/-/-/1gjqybqqr1lik/86zhtz/44235452hprice416>

لقد استمرت بنوك الإقراض العقاري في الاسترسال في تمويل تلك القروض الهائلة والمجازفة المقصودة عن طريق الاقتراض من البنوك الأخرى محلية وعالمية ( عملية إعادة بيع القروض ) محققا بذلك أرباح خيالية، ثم انقلبت الصورة في منتصف 2006 مع بداية انخفاض أسعار العقارات الأمريكية نتيجة انفجار الفقاعة في نفس الوقت الذي كانت فيه أسعار الفائدة قد شهدت ارتفاعا كبيرا منذ منتصف عام 2004، كما يوضحه الشكل التالي :

الشكل رقم 44 : أسعار الفائدة القيادية للبنوك المركزية للولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: 2009، فوندي مونياري إنترنشنال

### الفرع الثالث : تعميم المضاربة

إن توسع نشاط المضاربة في سوق العقارات في الولايات المتحدة ناتج من الأرباح العالية المتحققة فيه، ومن التسهيلات الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين في هذا القطاع، كل ذلك شجع المستثمرين على التوسع الكبير في هذا القطاع، وأدى إلى حصول الفارق الكبير بين أسعارها الحقيقية والسوقية، وعندما حصل تغير في المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض أو الطلب برز الخلل ويظهر للعيان وحصلت الأزمة، التي سرعان ما انتقلت إلى الأنشطة الأخرى أو الدول الأخرى المرتبطة معها بعلاقات بينية واسعة، وقد أفرزت هذه الحالة تعاظم نمو فئة أصحاب رؤوس الأموال والسماسة، وأضحى القرار السياسي للدولة متأثر بسيطرتهم، مما تسبب بحصول تجاوزات وانفلات في نشاط هذه القوى التي خلقت الفوضى في الشأن المالي والاقتصادي، مستفيدة من أجواء الحرية التي منحها لهم فلسفة النظام الاقتصادي الرأسمالي والتطبيقات العولمية، وبسبب تمتعهم بقدرة مالية واقتصادية واستثمارية ضخمة مكنتهم من توجيه وإدارة المسارات الاستثمارية للمؤسسات العولمية بما ينسجم ومصالحهم.

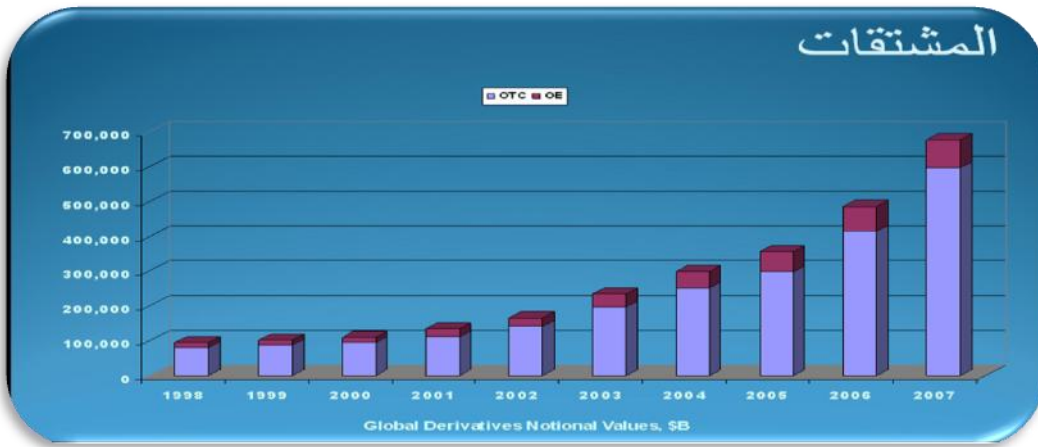
إن فشل الدولة في التعامل مع فوضوية السوق العالمية يبرز بشكل واضح سيطرة الاقتصاد على السياسة وفقدان الحكومات قدرتها على المبادرة في معالجة الخلل.

### الفرع الرابع : تطور حجم عقود المشتقات



منذ أن ظهرت المشتقات في الغرب قبل 150 عامًا تقريبًا أثارت ولا تزال الكثير من الجدل حول مشروعيتها سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية، فحسب القانون فإن العقود المؤجلة التي لا يراد منها التسليم وإنما التسوية على فروق الأسعار تعد من الرهان والقمار الذي لا يعترف به القانون العام، ومن ناحية اقتصادية فإن هذا التعامل لا يختلف عن القمار لأنه لا يولد قيمة مضافة بل مجرد مبادلة يربح منها طرف ويخسر الآخر، بل قد يكون أسوأ أثرًا من القمار لأنه يتعلق بسلع وأصول مهمة ومؤثرة في النشاط الاقتصادي ويتضرر من جراء تقلباتها الكثير من الناس، ولهذا لم يكن غريبًا أن أكثر مجموعات الضغط نشاطًا في السابق ضد المشتقات كان المزارعين، إذ كانوا أكثر الفئات تضررًا من هذه التقلبات. وقد جرت في الماضي عدة محاولات في الكونجرس الأمريكي لمنع المستقبلات، إن المدافعين عن المشتقات يرون أنها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات والمؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهي المؤسسات المالية وبيوت السمسرة الكبيرة، وبذلك ترتفع إنتاجية الوحدات الاقتصادية ومن ثم مستوى الرخاء الاقتصادي وهذه العملية هي ما يسمى بالتحوط، أي توخي الشركات والمؤسسات للمخاطر وتجنبها، لكن المعارضين يقولون إن المشتقات هي نفسها أدوات المجازفة والرهان على تقلبات الأسعار والاسترباح من ذلك. وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على المشتقات، حيث تبلغ نسبة العقود المستخدمة بغرض المجازفة وفق الإحصائيات الرسمية أكثر من 97% من إجمالي العقود، بينما تقتصر أغراض التحوط على أقل من 3% إن المشتقات المالية أدوات للمجازفة والرهان أكثر منها أدوات للتحوط. كما أن تبادل المخاطر يعني أن العملية تصبح مبادلة صفرية، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الآخر، وإن لم يتحقق انعكس الوضع، وهذا هو ما يجعل المشتقات هي أهم أدوات المجازفة والرهان على الأسعار، لأن المقصود ليس تبادل الملكية وإنما مجرد المخاطرة.

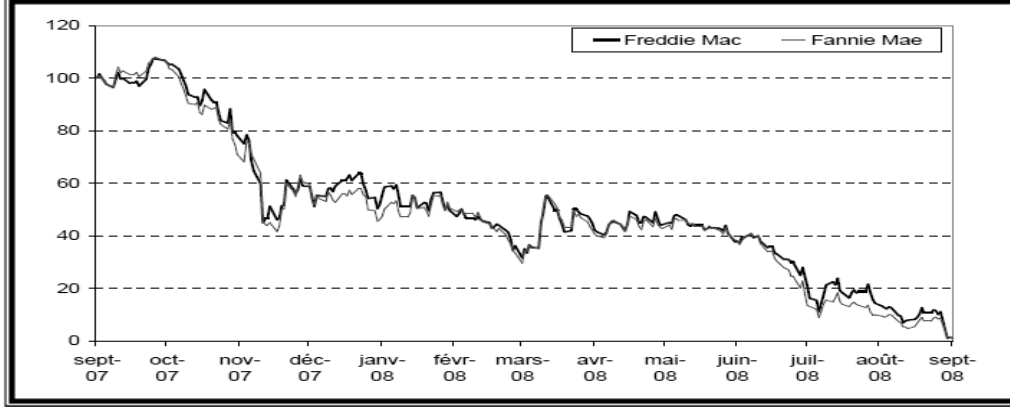
الشكل رقم 45: تطور حجم عقود المشتقات خلال الفترة: من جوان - 1998 إلى جوان 2007 (مليار دولار)



المصدر: سامي بن ابراهيم السويلم، الأزمة المالية رؤية إسلامية، الملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الأفاق والتحديات، 25-26 نوفمبر 2005، جامعة الشلف.

وحسب مصادر عديدة ومن بينها بنك التسويات الدولية، فإن المبلغ الإجمالي للمنتجات المشتقة حول العالم تجاوز منذ ديسمبر 2007 عتبة 1144 ألف مليار دولار.

#### الشكل رقم 46 : تدهور أسعار أسهم Freddie Mac و Fannie Mae



المصدر : pansard\_colloque\_bush.ppt de cervepas.univ-paris3.fr

لقد أضحت أسواق الصرف العالمية وفي خضم الأزمة المالية مؤشرا أساسيا للمخاطر المصرفية وللمخاطر السيادية الملازمة لها، حيث تتعرض أسواق العملات كنتيجة لذلك ومنذ صيف 2007 لضغوط ليست الأولى من نوعها، إنما تعكس الأداء الإقتصادي والمالي للدول صاحبة هذه العملات بعدما تأثرت مالية ومصارف هذه الدول، ليأخذ الترابط المتبادل في تقلب أسعار الصرف اتجاها معاكسا لا سيما بين تقلب سعر صرف الدولار مقابل العملات الأخرى الأساسية، والأمر يصح أيضا بالنسبة لمخاطر الائتمان التي تضغط بشكل مباشر على العملات، أي أنه كلما زادت كلفة التأمين ضد مخاطر دولة في التخلف عن الدفع كلما زادت الضغوط على عملة هذه الدولة، حيث تقاس هذه المخاطر عن طريق مشتقات القرض وبخاصة عقود المبادلة على التعثر عن التسديد كما تراجعت عمليات التوريق خلال 2008 بحوالي 25 %، حيث انتقلت من 3827 مليار دولار العام 2007 إلى 2850 مليار دولار في نهاية 2008.

إن مكن الخطر الحقيقي الذي تكشف على نطاق واسع وتسبب في الجزء الأكبر من المشكلات المالية والاستثمارية والاقتصادية يرتبط بسوق ما يسمى المشتقات المالية، وهي سوق قائمة على المعاملات الافتراضية بالأساس، وترتبط بمضاربات مستقبلية آجلة لتعاملات شبه وهمية، بالإضافة إلى نوعيات مستحدثة من المعاملات المالية وتديرها أساسا المؤسسات المالية والبنوك الكبرى والعلاقة وشركات التأمين الضخمة الأمريكية والتي تكاد تنحصر في شركة واحدة هي شركة إيه. أي. جي، التي كادت تفلس لولا وضعها تحت الوصاية الحكومية، وصولا إلى مرحلة التأمين شبه الكامل بعد ضخ 85 مليار دولار لمساندتها ارتفعت أخيرا إلى نحو 130 مليار دولار في ظل الضغوط الواقعية. وتتجاوز قيمة سوق المشتقات المالية قيمة الفوائض المالية العالمية وتراكماتها عبر السنوات الطويلة الماضية بمراحل علي امتداد العالم للدول، وبنوكها المركزية للشركات والمؤسسات والأفراد وكذلك



للفوائض البترولية والصناديق الاستثمارية السيادية ، وغيرها من الجهات الحائزة للمال، والمنطق وراء رفض الإدارة الأمريكية فرض الرقابة على صناديق التحوط التي احتلت البورصة وباتت تهدد السوق العالمية، هو أن المبالغ التي ضختها هذه الصناديق للبورصة سمحت بانتعاشها ولكن الحقيقة أن هذه الصناديق بدأت تلعب وتقامر بالائتمان نفسه الذي يشك كل ركنا أساسيا في الاقتصاد الأمريكي، وحولت الرهان على الديون بكل أشكالها إلى مصدر أساسي للربح، ولم يأت هذا الرهان من فراغ، بل من الواقع الأمريكي الغريب الذي يرى في الائتمان محركا أساسيا للنمو الاقتصادي يشار إلى أن أول صندوق تحوط ولد في عام 1949 على يد الفرد وينسلو جونز عالم الاجتماع عندما كان يعد مقالة حول أحدث الوسائل المستخدمة في تحليل أداء الأسواق المالية والتنبؤ بتطوراتها لحساب مجلة " فورتن " حيث توصل إلى آلية تمكنه من تحقيق عوائد أعلى مما يحققه المحترفون .

وكانت استراتيجيته تقوم على المتاجرة في الأسهم بناء على مركزين ماليين طويلي الأجل بحيث يشتري الأسهم التي يتوقع أن ترتفع ويحتفظ بها إلى أن يبيعها بالثمن المتوقع وقصير الأجل وهو ما يسمى البيع على المكشوف بحيث يبيع أسهم يتوقع انخفاضها ليعيد شرائها في وقت لاحق مع استخدام الاقتراض للاستثمار في أدوات مالية تدر عائدا أعلى من سعر فائدة الاقتراض وهو ما يسمى الرفع المالي، وما تزال هذه الآليات من أهم خصائص صناديق التحوط في عصرنا هذا مع محاولة التطوير والابتكار في آليات الاستثمار من قبل مديري هذه الصناديق لإيجاد آليات استثمارية تحقق عائدا عاليا مع مخاطر مقبولة ومحاولة إيجاد آليات لتحديد هذه المخاطر، ويبلغ عدد صناديق التحوط الموجودة في العالم حاليا حوالي 10 آلاف صندوق تقريبا تدير 1.3 تريليون دولار . وتعتبر صناديق التحوط من أسرع الأدوات المالية نموًا في العالم وتتميز صناديق التحوط عن صناديق الاستثمار الأخرى بما يلي :

وعاء استثماري خاص يضم عددا محددًا من المستثمرين لا يزيد في الغالب عن 499 مستثمرا غرضه الاستثمار في الأوراق المالية ؛ غير خاضع للتسجيل تحت أنظمة الجهات الرقابية المناط بها مراقبة الصناديق الاستثمارية حيث انه عقد شركة بين المستثمر والجهة المديرة للصندوق ؛ قيمة الاشتراك بالصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 500 ألف دولار إلى مليون دولار كحد أدنى للاشتراك فهو يعتبر من الأوعية الاستثمارية الخاصة بالأثرياء؛ الأجرة التي يتقاضاها مدير الصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 12 % من قيمة الأصول إضافة إلى 20% من الأرباح؛ الاسترداد يتم شهريا أو سنويا ؛ ليس هناك أي قيود على مدير الصندوق من الجهات المنظمة في آليات الاستثمار ومن حيث استخدام الرفع المالي أو أدوات المشتقات أو البيع على المكشوف.

### المطلب الخامس : تداعيات الأزمة المالية العالمية

إن الأزمة المالية خلفت مجموعة من الانعكاسات السلبية على مختلف اقتصاديات دول العالم، و سوف نتناول فيما يلي هذه التداعيات في أقسام أولهما تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي <sup>1</sup> (أمريكا و أوروبا) و في القسم

<sup>1</sup> - د. على عبد الله شاهين "الأزمة المالية العالمية (أسبابها وتداعياتها وتأثيراتها على الاقتصاد)" - كلية التجارة - جامعة الإسلامية.

الآخر نتناول تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاديات العربية بعد ذلك نعرض على تداعيات هذه الأزمة على أسواق السلع خاصة النفط، الذهب و الفضة كما يلي:

### الفرع الأول : الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها على الاقتصاد العالمي

لا يزال هناك غموض بشأن، التداعيات المستقبلية لأزمة القروض عالية المخاطر في قطاع التمويل العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية على الاقتصاد العالمي، ويرى " بول كروغمان " الفائز بجائزة نوبل للاقتصاد هذا العام 2008 عن أعماله التي ساعدت في تفسير سبب هيمنة بعض الدول على التجارة الدولية، بأن " اقتصاد العالم قد يعاني من كساد طويل، لكنه ربما ينجو من الانهيار "، وتشير التقديرات الأمريكية إلى أن أكثر من مليون أمريكي فقدوا منازلهم المرهونة جراء أسوأ أزمة إسكان واجهتها الولايات المتحدة منذ الكساد العظيم عام 1929، وأن 150 وكالة عقارية قد أفلست حتى نهاية سبتمبر 2008، وتوقع صندوق النقد الدولي بأن تصل خسائر المؤسسات المالية الدولية إلى 945 مليار دولار بسبب الأزمة الحالية، وطالبها باتخاذ إجراءات فردية من أجل تحسين آليات الإفصاح واستراتيجيات إدارة المخاطر لدى هذه المؤسسات. وتتأبأ مجلة " إيكونوميست " الاقتصادية حدوث أحد ثلاث سيناريوهات لتداعيات الأزمة في المستقبل وذلك على النحو الذي يبينه الجدول :

**الجدول رقم 28 : سيناريوهات تداعيات الأزمة في المستقبل.**

النسبة	الآثار المحتملة	السيناريو
60 %	تسهم السياسات النقدية للدول في إحداث تأثير بسيط على الاقتصاد العالمي.	الأول
30 %	تعرض الولايات المتحدة الأمريكية إلى كساد مع تداعيات كبيرة مماثلة ستقع في جميع أنحاء العالم.	الثاني
10 %	أن يتبع دخول الولايات المتحدة في كساد وضعاً مظلماً للاقتصاد العالمي عبر حدوث تداعيات أكثر سوءاً.	الثالث

المصدر : مجلة العلم والإيمان - مجلة علمية شهرية شاملة - العدد 27 - نوفمبر 2008 - النظام الرأسمال يعد أيامه الأخيرة بقلم الدكتور بشير مصطفى - عنوان المقالة - رؤى استشرافية في ضوء الأزمة المالية العالمية - الدكتور عبد الحليم غربي - باحث اقتصادي

### الفرع الثاني : تداعيات الأزمة على اقتصاديات الدول الأوروبية و الولايات المتحدة الأمريكية

لقد خلفت هذه الأزمة جملة من التداعيات السلبية على هذه الاقتصاديات بدت واضحة أساساً في مجموعة المصارف، المؤسسات المالية و شركات التأمين المتضررة التي قامت فعلاً بإشهار إفلاسها أو تعاني من عسر مالي سوف يؤدي بها لا محالة إلى إعلان إفلاسها عاجلاً أم آجلاً مما سوف ينعكس على سيرورة عمليات التمويل،

و بالتالي تأثر العمليات الاقتصادية القائمة من جهة، و كذا التي هي في طور الإنجاز من جهة أخرى و فيما يلي أهم هذه المؤسسات المتضررة<sup>1</sup>:

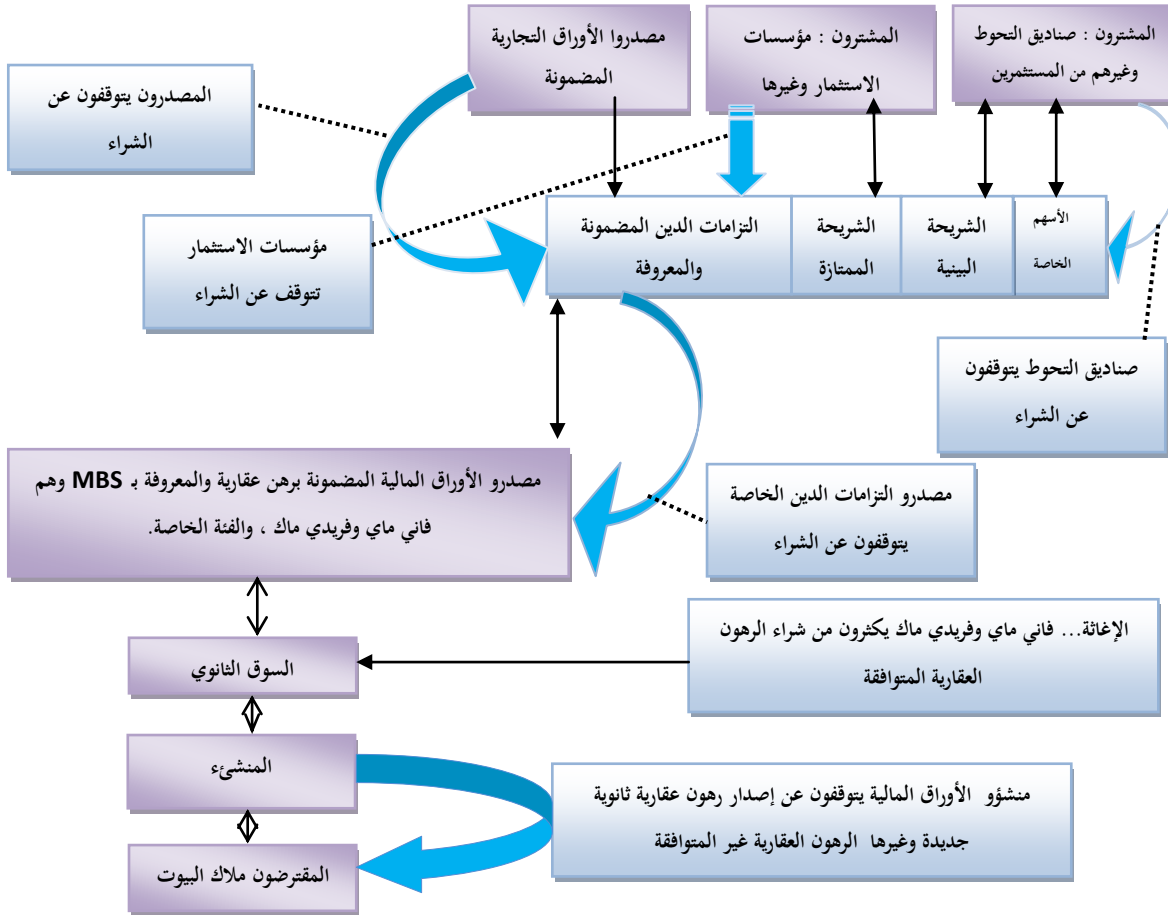
- البنك البريطاني "نورذرن روك" أول مصرف للتسليف العقاري في بريطانيا تؤممه الحكومة البريطانية في 17 فبراير.
- بنك الأعمال الأميركي "بير ستيرنز" الذي يعاني من نقص السيولة اشتراه بنك "جي بي مورغان تشيز" في 16 مارس بمساعدة السلطات الفدرالية.
- البنك البريطاني "أليانس أند لايسستر" أعلن في 14 يوليو أن بنك "سانتندر" الإسباني يشتريه بقيمة 1.33 مليار جنيه إسترليني (1.66 مليار يورو) فقط مع زيادة رأسماله بواقع مليار جنيه إسترليني.
- وضعت وزارة الخزانة الأميركية "فاني ماك" و "فريدي ماك" - وهما هيتان لإعادة تمويل التسليفات العقارية- تحت وصاية الدولة في السابع من سبتمبر.
- بنك الأعمال الأميركي "ليمان براذرز" وُضع في 15 سبتمبر تحت حماية قانون الإفلاس قبل تصفيته. واشترى البنك البريطاني "باركليز" أنشطته الأميركية، في حين اشترى البنك الياباني "نومورا هولدينغ" الأنشطة في أوروبا و آسيا والشرق الأوسط.
- "بنك أوف أميركا" اشترى بنك الأعمال الأميركي "ميريل لينش" في 15 سبتمبر.
- تأميم المجموعة الأميركية العملاقة في مجال التأمين "إي آي جي" في 16 سبتمبر لتفادي إفلاسها.
- اشترى بنك "لويد تي إس بي" منافسه البريطاني "إتش بي أو إس" - رابع بنك في بريطانيا من حيث الرسمة- في 15 سبتمبر.
- بنكا الأعمال المستقلان "غولدمان ساكس" و "مورغان ستانلي" اضطرا في 21 سبتمبر إلى التحول إلى مجموعتين مصرفيتين قابضتين. ويحصل "غولدمان ساكس" على تمويل بقيمة خمسة مليارات دولار من الملياردير وارن بوفيت، و "مورغان ستانلي" يفتح رأسماله أمام البنك الياباني "ميتسوبيشي يو إف جي".
- المجموعة الأميركية "واشنطن ميوتشوال" -سادس بنك أميركي من حيث الأصول- أعلنت إفلاسها في 25 سبتمبر وقد أغلقتها السلطات الأميركية ونظمت التحويل الفوري لودائعها إلى منافسها "جي بي مورغان تشيز" مقابل 9.1 مليارات دولار.
- انهارت المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في 28 سبتمبر لكن السلطات في بلجيكا ولوكسمبورغ وهولندا قررت ضخ ما مجموعه 11.2 مليار يورو لتمويل "فورتيس" مقابل حصص في رأسمال المؤسسة.

<sup>1</sup> منتدى الجزيرة دوت نت، مرجع سبق ذكره، ص 8، ص 31، ص 33-36.

- تم تأميم البنك البريطاني "برادفورد أند بينغلي" وتصفيته في 29 سبتمبر ، وهو المؤسسة المالية البريطانية الرابعة التي تفقد استقلاليتها منذ بداية أزمة الائتمان الدولية.
- اشترى "سيتي غروب" مصرف "واكوفيا" رابع بنك أميركي من حيث الأصول في 29 سبتمبر .
- في آيسلندا أعلنت الحكومة في 29 سبتمبر شراء 75% من رأسمال "غليتيير" -ثالث بنك في البلاد الذي يعاني من نقص السيولة- بقيمة ستمائة مليون يورو.
- أفلت البنك الألماني الخاص "هيو ريل استيت" المتخصص في الشأن العقاري، من الإفلاس في 29 سبتمبر بفضل فتح خط ائتمان بقيمة 35 مليار يورو بكفالة الدولة بصورة رئيسية.
- إفلاس عدد من شركات الإقراض العقاري الأميركية مثل (نيو سينتشرى فايننشال كوربوريشن"، و"أميركان هوم مورغيج انفستمنت).
- لجوء الكثير من الشركات العقارية إلى تسريح عدد كبير من موظفيها، ومن بين هذه الشركات شركة كانتري وايد، كبرى مؤسسات القروض العقارية في الولايات المتحدة، التي قررت تسريح خمس موظفيها بواقع 12 ألف وظيفة لمواجهة نحو 1.2 مليار دولار من الخسائر التي لحقت بها جراء أزمة الرهن العقاري.
- ما بين مليونين إلى ثلاثة ملايين أميركي يواجهون خطر فقدان منازلهم.
- شركة (ميريل لينش) الاستثمارية الأميركية تتكبد خسائر بقيمة 14.1 مليار دولار.
- بنك أوف أميركا يشتري بقيمة أربعة مليارات دولار بنك كنتري وايد أكبر ممول للرهن العقاري في الولايات المتحدة، في خطوة من شأنها تقادي حدوث واحدة من أكبر حالات الانهيار في أميركا جراء أزمة الإسكان.
- قررت جميع البنوك الأوروبية تجميد صناديقها العاملة في المجال العقاري في الولايات المتحدة، حيث جمد بنك (بي إن بي باريبا) أكبر بنك فرنسي مدرج بالبورصة استثمارات قيمتها (2.3) مليار دولار.
- بنك (أي كي بي إنداستري) الألماني تكبد خسارة تقدر بـ 954.818 مليون دولار.
- أقدمت الحكومة البريطانية على تأميم بنك "نوردزن روك" للتمويل العقاري لمنع إشهار إفلاسه، وهي المرة الأولى منذ سبعينيات القرن الماضي التي يتم فيها تأميم شركة بريطانية.
- بنك جي بي مورغان تشيز أعلن شراء بنك الأعمال الأميركي "بير ستيرنز" بسعر متدن مع المساعدة المالية للاحتياطي الاتحادي.
- باعت مؤسسة سيتي غروب 7.5 مليار دولار من السندات إلى هيئة استثمار أبو ظبي الإماراتية الحكومية.
- الحكومة اليابانية تعلن أن خسائر مؤسساتها المالية نتيجة لأزمة قروض الرهن العقاري تضاعفت إلى 5.6 مليارات دولار بالأشهر الثلاثة الأخيرة من العام الماضي.
- - انهيار العديد من أسواق الأسهم العالمية : أدت الأزمة إلى انهيار عام للأسواق المالية العالمية، فمثلا خلال الفترة ما بين 03 سبتمبر 2008 و 22 أكتوبر 2008 ، تراجع مؤشر داوجونز للأسهم الـ 30 الممتازة بـ

26.1 % من قيمته، مؤشر S&P الأمريكي بـ 29.7 % ، ومؤشر ناسداك لشركات التكنولوجيا بـ 30.8 % ، ومؤشر نيكاي الياباني بـ 31.6 %، ومؤشر الفاينانشال تايمز المجمع للبورصات الأوروبية.<sup>1</sup>

### الشكل رقم 47 : تسلسلية أزمة الرهن العقاري



المصدر: راندال دود، الرهونات العقارية الثانوية، مجسات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 44، العدد 4، ديسمبر 2007، واشنطن دي سي، الولايات المتحدة الأمريكية.

### - تأثير الأزمة على المؤسسات المالية : كثير من البنوك ومؤسسات الرهن العقاري، وشركات التأمينات

وصناديق التحوط، عانت من خسائر كبيرة نتيجة التخلف عن دفع الرهن العقاري أو تخفيض قيمة الرهن .

### الجدول رقم 29: أكبر الخاسرين من أزمة الرهن العقاري إلى غاية أوت 2008.

البنوك الأولى المتأثرة بالأزمة	الخسائر إلى غاية أوت 2008	مصير المدراء التنفيذيين CEO	انخفاض في سعر السهم %
Citigroup	54,6	استبدال	58-
Merrill lynch	51,8	استبدال	62-
UBS	38,2	استبدال	63-
HSBC	27,4	باق	6-

<sup>1</sup> - أحمد النجار، الأزمة المالية الأمريكية والعالمية وإعادة الاعتبار لدور الدولة وللنموذج الاشتراكي، دراسات استراتيجية، مركز الأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية، العدد 194، ديسمبر 2008، ص16.

61%-	استبدال	22	Wachovia
31%-	باق	21,2	Bank of America
83%-	استبدال	15,9	IKB
53%-	باق	15,2	Royal Bank of Scotland
86%-	باق	14,8	Wachington Mutual
30%-	باق	14,4	Morgan Stanley

Source : Bank losses, Hall of shame, Finance & Economics, Economist Magazine, 07/08/2008, Rtrieved from :[http://www.economist.com/finance:displaystory\\_id=11897636](http://www.economist.com/finance:displaystory_id=11897636)

الشكل رقم 48 : إنخفاض سهم شركة جنيرال موتورز من حدود 22 دولار (شهر يونيو 2008) الى حدود 2 دولار (شهر ماي

(2009)



Source : Bank losses, Hall of shame, Finance & Economics, Economist Magazine, 07/08/2008, Rtrieved from :[http://www.economist.com/finance:displaystory\\_id=11897636](http://www.economist.com/finance:displaystory_id=11897636)

شهدت شركة جنيرال موتورز تراجع حاد في مبيعات هذا العام زاد عن % 50 مما كانت عليه المبيعات في العام الماضي, و خسائرها قاربت الستة بليون دولار. شركة جنيرال موتورز مهددة بالافلاس و قد تعلن افلاسها في الأسابيع القادمة كما فعلت منافستها شركة كرايسلر للسيارات.

هذا و قد انخفضت أسهم العديد من الشركات الأمريكية على غرار سهمي سيتي جروب و جنيرال موتورز مما ادى لإنخفاض كبير في أهم مؤشرات أسواق الأسهم الأمريكية و أستعرض فيما يلي مؤشر سوق ناسداك الشهير.

الشكل رقم 49 : خسارة مؤشر ناسداك ما يقارب 50% من قيمته في خلال عام 2009.



Source : Bank losses, Hall of shame, Finance & Economics, Economist Magazine, 07/08/2008, Rtrieved from :[http://www.economist.com/finance:displaystory\\_id=11897636](http://www.economist.com/finance:displaystory_id=11897636)

و انهارت معظم البورصات العالمية على رأسها بورصة لندن, باريس, فرنكفورت و اليابان متأثرة بالوضع المتأزم في ولايات المتحدة.

### الفرع الثالث : تداعيات الأزمة المالية على الدول العربية

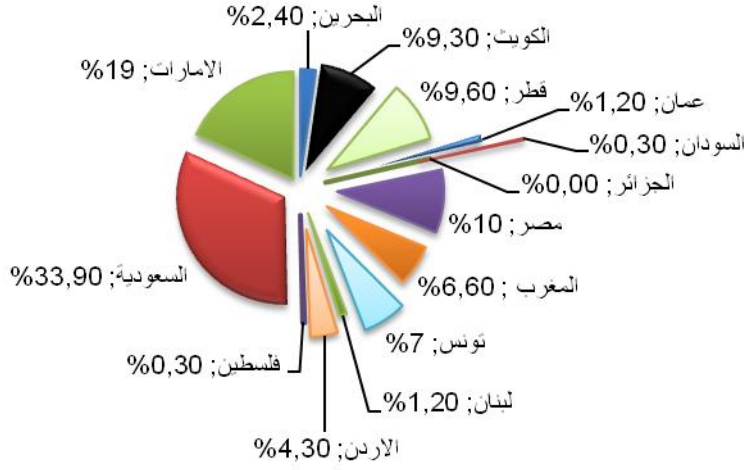
1. من حيث درجة الانفتاح : انعكست الأزمة المالية الأميركية على معظم اقتصادات دول العالم حتى إنها أصبحت تلقب بالأزمة المالية العالمية، وبما أن الدول العربية جزء من منظومة الاقتصاد العالمي فإنها سوف تتأثر سلبا بهذه الأزمة، بل في واقع الأمر قد تأثرت بالفعل. ومدى تأثر الدول العربية يعتمد على حجم العلاقات الاقتصادية المالية بين الدول العربية والعالم الخارجي. في هذا الإطار يمكننا تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات من حيث مدى تأثرها بالأزمة، وهي:  
**المجموعة الأولى:** هي الدول العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفعة وتشمل دول مجلس التعاون الخليجي العربية.  
**المجموعة الثانية:** وهي الدول العربية ذات درجة الانفتاح المتوسطة أوف وق المتوسطة ومنها مصر والأردن وتونس.  
**المجموعة الثالثة:** وهي الدول العربية ذات درجة الانفتاح المنخفضة ومنها السودان وليبيا.  
بالنسبة للمجموعة الأولى فإن صادراتها تمثل نسبة كبيرة من الناتج المحلي، ويعتبر النفط هو المصدر الرئيسي للدخل الوطني. وقد لوحظ جراء تداعيات الأزمة انخفاض أسعار النفط من حوالي 150 دولارا للبرميل في شهر يوليو الماضي إلى حوالي 40 دولارا للبرميل حاليا، أي بانخفاض بنسبة 75%، ومما لا شك فيه أن هذا الانخفاض الحاد سيؤثر على وضع الموازنات العامة القادمة وعلى معدلات النمو الاقتصادي، إذ أن معدلات النمو في النصف الثاني من العام 2008 والعام 2009 انخفضت مقارنة بمعدلات عام 2007 والنصف الأول من العام 2008.

من ناحية أخرى، يلاحظ أن النشاط المالي لدول الخليج في العالم الخارجي كبير، حيث تم استثمار جزء لا يستهان به من عوائد النفط، وحيث يلاحظ أن دول الخليج أصبحت تمتلك صناديق ثروات سيادية تستثمر في الخارج خصوصا في الولايات المتحدة وأوروبا ، ومما لا شك فيه أن هناك بعض الصناديق التي يمكن أن تكون لها استثمارات في بعض المؤسسات المالية المتعثرة، وتشير بعض التقديرات إلى أن خسائر صناديق الثروات السيادية في الدول الناشئة بما فيها دول الخليج تقدر بحوالي 4 مليارات دولار، وتقدر الاستثمارات العربية بالخارج بحوالي 2.4 تريليون دولار، وكما هو معلوم فإن هذه الاستثمارات مملوكة للحكومات والأفراد ولكن معظمها يعود لدول الخليج وسوف تتأثر تلك الاستثمارات بحسب الجهة التي يتم الاستثمار فيها ، وكلما كانت تلك الجهة تتميز بدرجة عالية من المخاطر، فإن درجة التعرض إلى خسائر تكون أكبر، ومما لا شك فيه توجد بعض الخسائر ولكن غير معلن عنها.

أما بالنسبة للبورصات فإن حالة الخوف والفرع هي التي أصابت المستثمرين في العالم كله ابتداء من أميركا، حيث انهارت بورصة وول ستريت إلى بورصة إندونيسيا التي أغلقت أبوابها مرورا بالبورصات في معظم دول العالم ومنها إلى البورصات العربية وخصوصا الخليجية والمصرية على اعتبار أنها تشكل الجزء الأكبر من الحجم السوقي لأسواق الأسهم العربية.

الشكل رقم 50 : الحجم السوقي لأسواق الأسهم العربية





#### المصدر: صندوق النقد العربي بتاريخ 2008.09.30

أما بالنسبة لدول المجموعة الثانية فإن تأثيرها بالأزمة سيكون أقل من دول المجموعة الأولى باستثناء تأثير البورصات فسيكون في مستوى تأثير بورصات المجموعة الأولى. أما بالنسبة لدول المجموعة الثالثة، وهي ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المحدودة، فسيكون التأثير عليها محدوداً أيضاً، لقد قدر صندوق النقد العربي خسائر الأسهم العربية خلال العام الماضي بنحو 367 مليار دولار بعدما تراجعَت قيمتها السوقية إلى 769.5 مليار دولار من 1.13 تريليون دولار عام 2007، وذلك بسبب الانخفاض الحاد الذي سجلته الأسواق نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية وبحسب التقرير السنوي للصندوق حول أداء أسواق المال العربية لعام 2008، بلغت خسائر الأسهم السعودية 272.7 مليار درهم تشكل نحو 74 في المائة من إجمالي خسائر الأسواق المالية العربية، وذلك بسبب استحواد السوق السعودية على 32 في المائة من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية، حيث بلغت القيمة السوقية للأسهم السعودية 246.4 مليار درهم مقارنة بـ 519 مليار درهم في عام 2007 بانخفاض 52.5 في المائة.

ووفقاً للتقرير انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 50.1 في المائة ليصل إلى 163.9 نقطة في نهاية عام 2008، مقارنة بـ 328.7 نقطة في نهاية عام 2007. أما مقارنة بالربع الثالث من عام 2008، فقد انخفض المؤشر بنحو 35.1 في المائة، ونجم هذا الانخفاض - كما يقول التقرير - عن تراجع ملحوظ في أداء غالبية الأسواق المالية العربية، وذلك أعقاب الأزمة المالية العالمية، وانخفضت مؤشرات الأسواق العربية خلال عام 2008 باستثناء بورصة الأوراق المالية في تونس، ومقارنة بأداء أسواق الأوراق المالية الدولية، يبين المؤشر المركب للصندوق أن أداء أسواق الأوراق المالية العربية في عام 2008 تراجع بنسبة أعلى من التراجع الذي شهدته معظم الأسواق الناشئة؛ فقد انخفض مؤشر ستاندرد آند بورز 500 بنسبة 38.5 في المائة، ومؤشر فوستي

100 بنحو 31.3 في المائة، في حين انخفض مؤشر نيكاي بنحو 42.1 في المائة، ومؤشر كاك 4 بنحو 42.7 في المائة.

ووفقا للتقرير اتخذت الجهات الرقابية والتنفيذية في جميع أسواق المال العربية عديدا من التدابير لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية، من خلال ضخ سيولة في القطاع المصرفي وفي أسواق الأوراق المالية وضمن ودائع البنوك وضمن القروض وخفض أسعار الفائدة ونسب الاحتياطي الإلزامي للبنوك. غير أن ذلك لم يحد من تدهور أداء أسواق الأسهم العربية مثلما يعكسه الجدول التالي:

### الجدول رقم 30 : أداء أسواق الأسهم العربية 2008

المشرق العربي			الخليج العربي		
الدولة	المؤشر	نسبة التراجع	الدولة	المؤشر	نسبة التراجع
فلسطين	مؤشر القدس	-16%	قطر	مؤشر سوق الدوحة	-29%
الأردن	مؤشر سوق عمان	-17%	البحرين	مؤشر البحرين العام	-34%
لبنان	مؤشر بلوم	-22%	الكويت	مؤشر سوق الكويت	-38%
شمال إفريقيا			عُمان	مسقط 30	-40%
تونس	مؤشر تونس المرجح	4%	أبو ظبي	مؤشر سوق أبوظبي لجميع الأسهم	-49%
المغرب	مؤشر المجموعة المالية CFG	-13%	السعودية	مؤشر تداول لجميع الأسهم	-57%
مصر	مؤشر كاي 30	-56%	دبي	مؤشر دبي العام	-72%

المصدر : صندوق النقد العربي بتاريخ 2008.09.30

وبحسب تقرير صندوق النقد العربي، شكلت الأسهم السعودية 33.9 في المائة من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية على الرغم من أنها سجلت تراجعاً بنهاية العام الماضي بنسبة 57 في المائة لتصل إلى 385.78 مليار دولار من 519 مليار دولار عام 2007 ، وأوضح التقرير أن قيمة التداول في السوق السعودية انخفضت بنهاية العام الماضي 23.3 في المائة إلى 523.1 مليار دولار مقارنة بـ 628.3 مليار دولار عام 2007، وشكلت هذه القيمة 52.4 في المائة من إجمالي قيمة تداولات الأسواق العربية، وانخفض متوسط التداول اليومي من 2.7 مليار دولار إلى ملياري دولار العام الماضي، لكن ارتفع معدل دوران الأسهم من 131.4 في المائة إلى 212.3 في المائة<sup>1</sup>.

وارتفعت عدد الأسهم المتداولة خلال العام الماضي بنسبة 1.6 في المائة إلى 58.8 مليار سهم مقارنة بـ 57.8 مليار سهم عام 2007، وارتفع بذلك المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة من 233.4 مليون سهم إلى 234.4 مليون سهم. وتشير تقديرات صندوق النقد العربي إلى تباطؤ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ، وذلك نتيجة

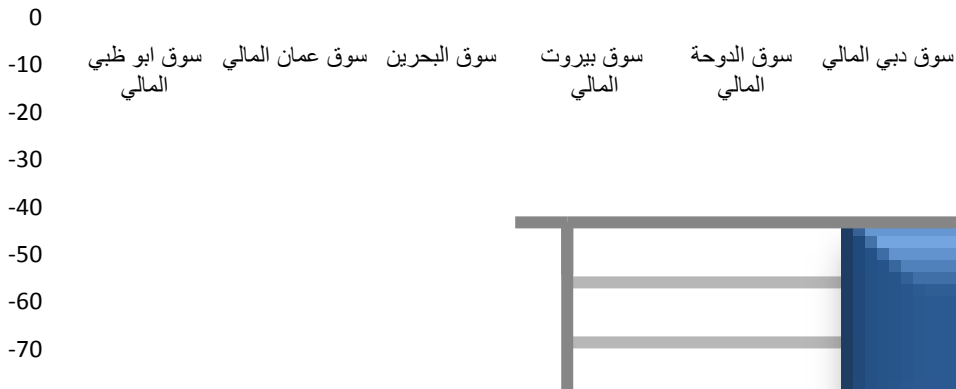
<sup>1</sup> - تقرير صندوق النقد العربي: الأزمة المالية تكبد الأسهم العربية 367 مليار دولار 2008 على خط الانترنت [www.yumeyat.com](http://www.yumeyat.com)

انخفاض أسعار النفط ومستوى الإنتاج خلال النصف الثاني<sup>1</sup> من عام 2008 جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية، أما بالنسبة لمعدل التضخم فقد سجلت نسب التضخم السنوية تراجعاً في أواخر العام الماضي، حيث بلغت 9 في المائة في شهر كانون الأول (ديسمبر) مقارنة بـ 9.5 في المائة في شهر تشرين الثاني (نوفمبر) ويقدر معدل التضخم في عام 2008 بنحو 9.2 في المائة.

2. تأثيرات الأزمة المالية على النمو الإقليمي والأسواق المالية للدول العربية بمختلف اقتصادياتها: من المؤكد أن الأزمة المالية العالمية قد ساهمت في تراجع معظم الأسواق المالية في المنطقة العربية تراجعاً ملحوظاً، غير أن أثرها على الاقتصاد الفعلي لا يزال محدوداً نسبياً حتى الساعة، ويعزى ذلك في جزء كبير منه إلى وجود فائض كبير من السيولة في دول مجلس التعاون الخليجي نتيجة الطفرة النفطية خلال السنوات الأخيرة، والعزلة النسبية مثلاً سوريا واليمن، وتدني رسملة الأسواق مثلاً الأردن ولبنان، غير أن مؤشرات نمو إجمالي الناتج المحلي والبطالة المتوقعة للعام 2009 تفيد بأن الأزمة ستعصف وبشدة بالمنطقة العربية في المستقبل، فمن المتوقع أن يتراجع نمو إجمالي الناتج المحلي الفعلي إلى 4% خلال العام 2009 بالمقارنة مع 6% في العام 2007 ومن المتوقع أيضاً أن تحافظ مستويات البطالة على مستوياتها للعام 2007 في أفضل السيناريوهات، أو أن ترتفع مستوياتها الإقليمية الإجمالية من 4.9 إلى 8.10% في أسوأ السيناريوهات، إلى هذا من المتوقع أن يساهم ارتفاع معدلات التضخم، واستمرار تقلب الأسواق، وتزايد الديون الوطنية في تردي الأوضاع في عدد من المناطق وفي زيادة تعرض البلدان العربية للتباطؤ الاقتصادي.

1. تأثير الأزمة على النمو الإقليمي والأسواق المالية: لقد أثرت الأزمة المالية العالمية بقوة على الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط، فقد تراجع مؤشرات الأسواق المالية وأسواق الأسهم بشكل كبير، مع هبوط المؤشر المركب بأكثر من 60% في شهر فبراير الماضي بالمقارنة مع شهر فبراير من السنة الماضية<sup>2</sup>:

الشكل رقم 51 : مؤشرات الشرق الأوسط التغير السنوي من فبراير 2007 الى فبراير 2008



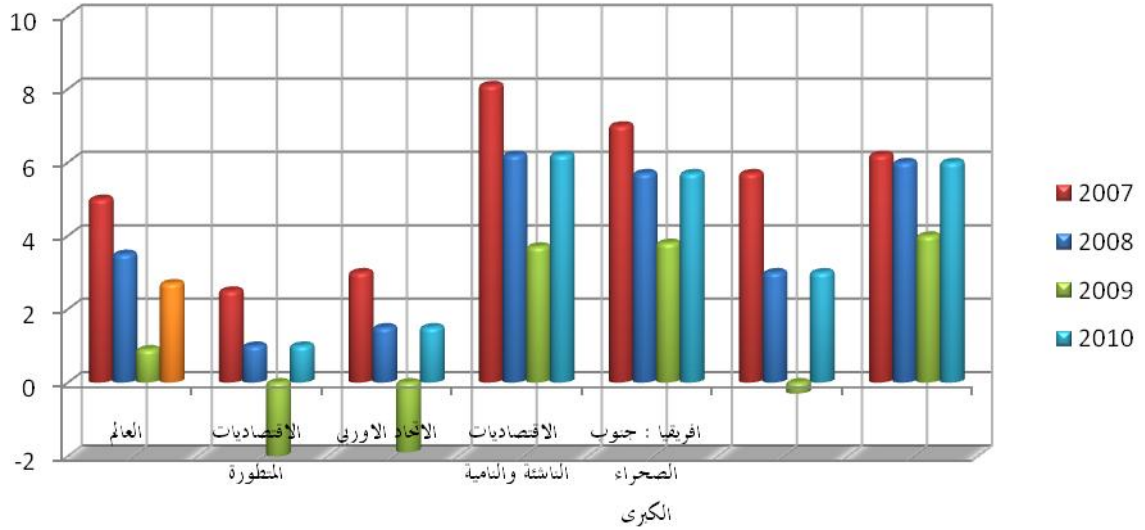
المصدر: صندوق النقد العربي، 1 مارس 2009

<sup>1</sup> - ينال البرماوي، مخاطر الأزمة المالية على أسواق العمل العربية، الدستور يومية سياسية عربية مستقلة، العدد 14675، الأردن، 26-03-2008  
<sup>2</sup> منظمة العمل الدولية: "مجموعة من السياسات العالمية لمعالجة الأزمة العالمية 2008 المعهد الدولي لدراسات العمل ومنظمة العمل الدولية الأزمة المالية والاقتصادية ص112.

ومن المتوقع أن تلوح الآثار السلبية للأزمة الحالية على النمو الاقتصادي في الأفق بشكل أساسي في العام 2009 ، استناداً إلى مراجعة تقديرات النمو الصادرة عن صندوق النقد الدولي<sup>1</sup> ومن المتوقع أن تتراجع معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي العالمي من 5% في العام 2007 و 5.3% في العام 2008 إلى 5.0% في العام 2009 أما الإقتصاديات المتطورة بما في ذلك الإتحاد الأوروبي، وبلدان أوروبا الشرقية والوسطى فمن المتوقع أن تعاني انكماشاً اقتصادياً في العام 2009، ومن المتوقع كذلك أن يتراجع النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط بأكثر من نقطتين مؤبطين من 6% تقريباً في العام 2008 إلى 4% في العام 2009 لكن، يبقى معدل النمو المتوقع أكثر ارتفاعاً من معدلات النمو السائدة في المناطق الأخرى للعام نفسه، وعليه، من المتوقع أن تتحسن معدلات النمو الاقتصادي بشكل ملحوظ في العام 2010.

الشكل رقم 52 : معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الإقليمي في البلدان ذات القوة الشرائية المتعادلة 2007-

2010



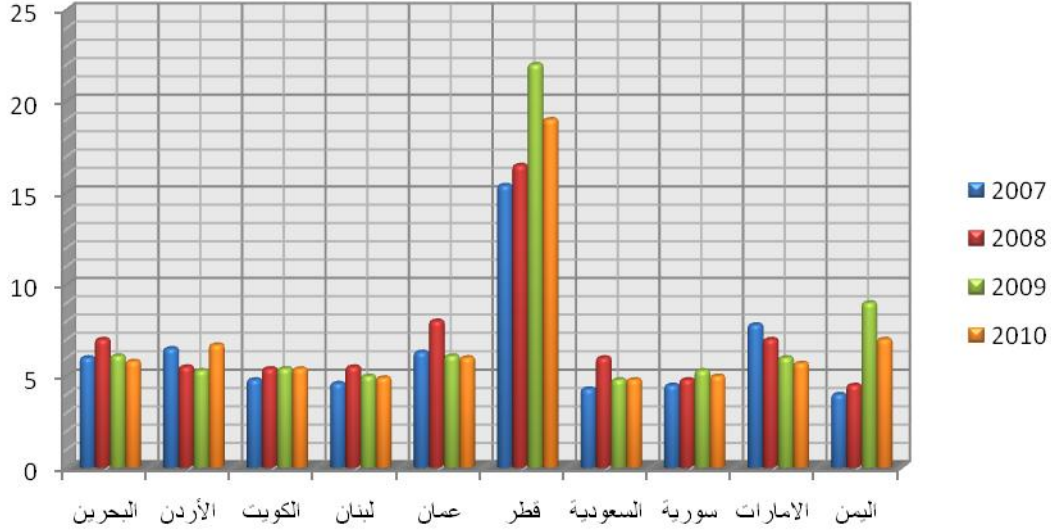
المصدر: صندوق النقد الدولي، تحديث الآفاق الاقتصادية العالمية يناير 2009

بالنسبة إلى أكثرية البلدان العربية، يتوقع صندوق النقد الدولي تدهور معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الفعلي في العام 2009 بالمقارنة مع 2008 ، باستثناء سوريا، واليمن، وقطر التي قد تسجل نمواً أسرع أما السعودية فمن المتوقع أن في العام 2009 (الشكل رقم 3.41) ان يشهد معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الفعلي فيها أكبر تباطؤاً يزيد، عن 5.1 نقطة مئوية، وأن يبلغ بالتالي 4% تقريباً في العام 2009 وهو أدنى المستويات المتوقعة في جميع البلدان العربية، من جهة أخرى، يتوقع أن تتزايد معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الفعلي، في اليمن وقطر،

<sup>1</sup>صندوق النقد الدولي يتوقع ثبات أسعار الصرف الفعلية على مستوياتها في 8 ديسمبر/5 يناير 2009 صندوق النقد الدولي، تحديث للآفاق الاقتصادية العالمية، 2008 واشنطن العاصمة، 2009

بما يزيد عن 4 نقاط مئوية ما بين العامين 2008 و2009 ، لتتراجع لاحقاً في العام 2010 قد يؤثر على هذه الإسقاطات<sup>1</sup>.

### الشكل رقم 53 : معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الفعلي في البلدان العربية 2010-2007

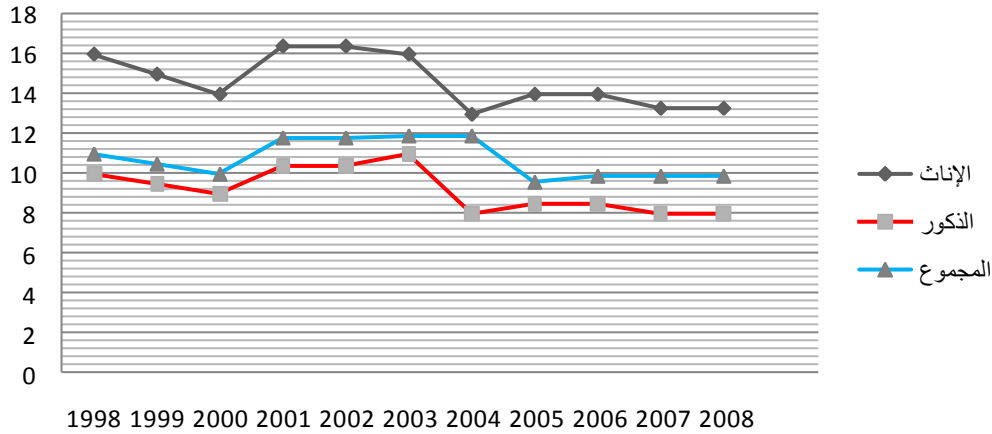


المصدر: صندوق النقد الدولي، قاعدة البيانات الخاصة بالآفاق الاقتصادية العالمية، تشرين أكتوبر 2008

**1.1. النمو والاستخدام:** أثر النمو الاقتصادي السليم الحاصل خلال السنوات الأخيرة تأثيراً إيجابياً على استحداث فرص العمل في منطقة الشرق الأوسط. فقد تزايد الاستخدام الإجمالي 2008 فيما تزايد عدد السكان في سن العمل -بنسبة 45% خلال الفترة 1998 بنسبة 49% خلال الفترة نفسها، وقد انعكس ذلك من خلال تراجع معدلات البطالة الكلية الإقليمية من 1.11% في العام 1998 إلى 4.9% في العام 2008 الشكل رقم 4.41 (كما تراجع معدل البطالة في صفوف النساء في المنطقة من 1.16% في العام 1998 إلى 4.14% في العام 2008 ، لكن لا تزال معدلات البطالة في صفوف النساء ضمن أعلى المعدلات في العالم، وبالرغم من عدم اندماج المنطقة في الاقتصاد العالمي بخلاف المناطق الأخرى في العالم، تبقى الزراعة والصناعة في الشرق الأوسط أهم مصدر لفرص العمل، لكنها أصبحت أقل تنافسية بسبب تزايد الضغوطات من أجل تصدير السلع إلى الأسواق العالمية بأسعار أدنى.

<sup>1</sup> توقع إسقاطات صندوق النقد الدولي بشأن استمرار ثبات أسعار الصرف الفعلية على متوسط مستوياتها في 18 أوت - 15/سبتمبر 2008 صندوق النقد الدولي، الآفاق الاقتصادية العالمية، واشنطن العاصمة 2008

### الشكل رقم 54 : معدلات البطالة في الشرق الأوسط كنسبة مئوية من القوى العاملة

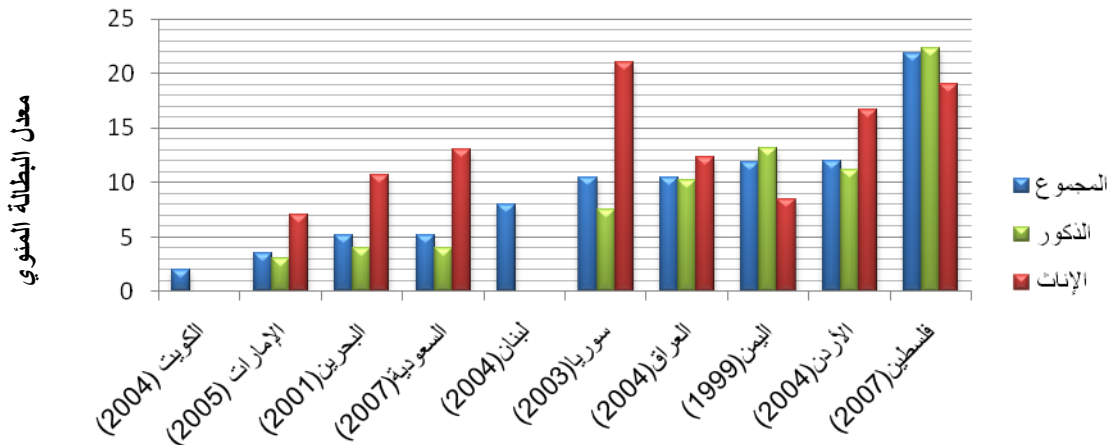


المصدر : منظمة العمل الدولية، اتجاهات الاستخدام العالمية للمرأة/ مارس 2009

**ملاحظة :** أرقام العام 2008 هي تقديرات أولية.

أما معدل البطالة في صفوف الشباب فهو مرتفع بشكل كبير، فقد بلغ 4.20 % في العام 2007 فضلاً عن ذلك، تواجه النساء صعوبات أكثر من الرجال - وبخاصة الشباب الوافدين إلى أسواق العمل - في إيجاد عمل، بالرغم من أن معدل مشاركة النساء في القوى العاملة يبلغ فقط 25 % بالمقارنة مع 75 % من الرجال (وتُظهر جميع بلدان المنطقة تقريباً التي تتوافر بشأنها بيانات حديثة حول معدلات البطالة معدلات أعلى للنساء بالمقارنة مع الرجال) **الشكل رقم 5.41** (أما في سوريا، فقد بلغت الفوارق بين معدلات البطالة للنساء والرجال أكثر من 15 % وإذا ما اقترنت هذه الفوارق بتباطؤ محتمل للنشاط الاقتصادي، فمن شأنها أن تُحبط همة النساء وتؤدي إلى خروجهن من سوق العمل، وبالتالي نفس التقدم المحرز في إطار الحد من جمود النساء، وخسارة الأموال المستثمرة في تعليم النساء، وفي المقابل، قد يتزايد النشاط الاقتصادي النسائي مع تراجع دخل الرجال في أوقات الأزمات كما تبين في الأراضي الفلسطينية المحتلة، وإن يكن في حال وجود نزاع - (ولو أن الزيادة قد سُجلت في أنشطة غير نظامية رديئة النوعية ومتدنية الأجر).

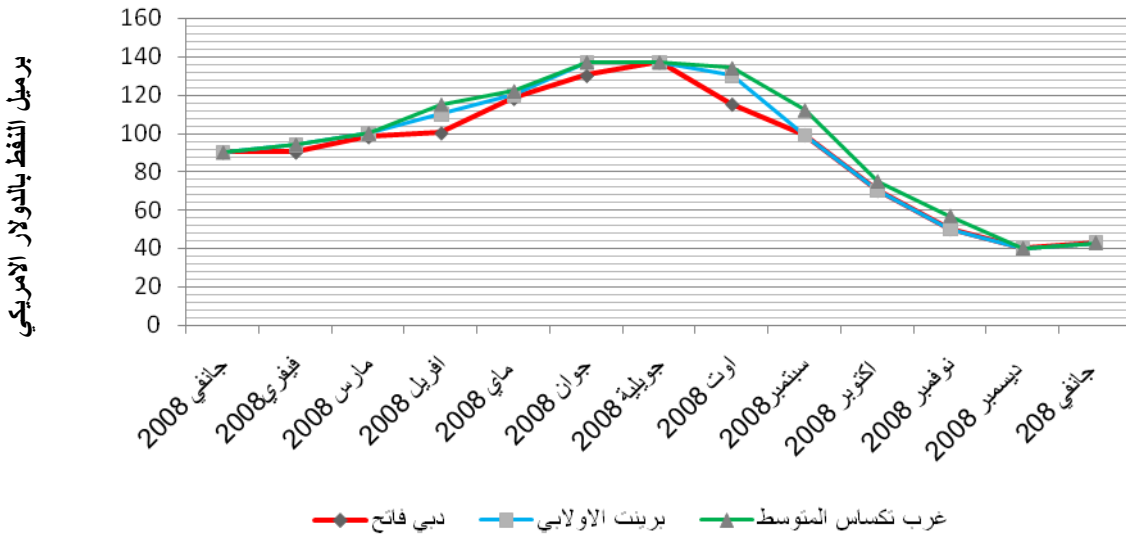
### الشكل رقم 55 : معدلات البطالة في بلدان عربية مختارة حتى آخر سنة تتوافر بشأنها البيانات



المصدر : منظمة العمل الدولية، مؤشرات سوق العمل، الإصدار الخامس.

**2.1 أسعار النفط والسلع والتضخم:** تراجعت أسعار النفط تراجعاً ملحوظاً بعد أن بلغ سعر البرميل 140 د.أ أي أعلى المستويات في يوليو 2008 منذ شهر يوليو ، تراجع سعر برميل النفط بشكل ملحوظ رغم القيود على الإنتاج ليبلغ 40 د.أ ابتداء من يناير 2009 الشكل البياني 6.41 ، وقد استجابت منظمة الأوبك للتراجع الحاصل في أسعار النفط من خلال خفض الإنتاج اليومي ب 2.4 مليون برميل) بالمقارنة مع مستويات الإنتاج في سبتمبر 2008<sup>1</sup>، يشير ضمناً إلى توقّع فائض في الموازنة في العام 2008 وقد يتعرّض النمو في دول مجلس التعاون الخليجي لضغوطات كبيرة في حال واصلت أسعار النفط تراجعها.

### الشكل رقم 56 : أسعار النفط الخام الشهرية برميل النفط بالدولار الأمريكي



المصدر :إدارة معلومات الطاقة فبراير 2009

لقد أثر تراجع أسعار الوقود والسلع بشكل إيجابي على ميزانية الأسر وخفّف من الضغوطات الناتجة من الارتفاع الحاد لأسعار الطاقة 2008 لكن مستويات الأجور ومعاشات التقاعد / والأغذية في 2007 لم ترتفع وفقاً لذلك، فيما تم تخفيض أو إلغاء دعم السلع الاستهلاكية نتيجة الضغوطات على الموازنة 140 وقد ساهم هبوط أسعار النفط في زوال عدد من الضغوطات على الموازنات العامة في هذه البلدان التي استعاضت عن سياسات الحماية الاجتماعية المباشرة بدعم الأغذية والوقود<sup>2</sup>.

### 3.1 انخفاض مستوى التحويلات المالية

تعتمد بعض بلدان الشرق الأوسط بشكل كبير على التحويلات المالية من الخارج، في الواقع تُعتبر التحويلات المالية بالنسبة إلى عدد كبير من الأسر مصدر أساسي للدخل تعوّض بشكل جزئي عن النقص في الوصول إلى آليات الحماية الاجتماعية الرسمية، وفي حال انقطاع هذا المصدر من الدخل نتيجة تداعيات الأزمة العالمية المالية والاقتصادية، فمن المتوقع أن تتأثر معيشة شرائح كبرى من السكان في العالم العربي بشكل سلبي.

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي: الآفاق الاقتصادية الإقليمية للشرق الأوسط وآسيا الوسطى واشنطن العاصمة اكتوبر 2008 ص 10

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي: الآفاق الاقتصادية الإقليمية للشرق الأوسط وآسيا الوسطى مرجع سابق ص 11



يساهم نقص المعلومات الموثوقة بشأن التحويلات المالية في صعوبة قياس تأثيرات الأزمة المالية. ويمكن استخلاص بعض المؤشرات بشأن حجم تأثيرات الأزمة من تقديرات البنك الدولي الثنائية للهجرة العمالية والتحويلات المالية<sup>1</sup>.

يعتبر حجم التحويلات المالية إلى عدد من البلدان كبيراً، حيث يبلغ حوالي 6 مليارات د.أ في لبنان و 3 مليارات د.أ في الأردن.

الشكل رقم 57: إجمالي التحويلات المالية بملايين الدولارات الأمريكية



المصدر: قاعدة البيانات بمؤشرات التنمية العالمية

من خلال مقارنة مستوى التحويلات المالية إلى إجمالي الناتج المحلي الوطني، يتضح مدى اعتماد بعض الاقتصاديات على هذا النوع من التحويلات الشكل البياني 8.41، في لبنان، شكّلت التحويلات المالية أكثر من خمس إجمالي الناتج المحلي في العام 2005، تليه الأردن بنحو 20% والأراضي الفلسطينية المحتلة 15%، واليمن 8% وسوريا 3%.

#### ☒ مثال السعودية: التحويلات في الشرق الأوسط

يمكن التدليل على أهمية التحويلات المالية بالنسبة إلى عدد من اقتصاديات الشرق الأوسط من خلال الاسترشاد بمثال من المملكة العربية السعودية، وهي الدولة الوحيدة في الخليج التي تتوافر بشأنها تقديرات ثنائية عن تدفقات التحويلات، فأكثر بقليل من خمس إجمالي التحويلات المالية من السعودية يتم تحويله إلى بلدان عربية أخرى، وعلى رأسها الأردن، واليمن، ولبنان، وفلسطين وسوريا الشكل البياني 8.41 أما السواد الأعظم من التحويلات المالية المتبقية فيتم تحويله إلى الهند ودول أخرى في جنوب شرق آسيا، ومصر.

الشكل رقم 58: التقديرات بشأن توزيع التحويلات المالية الخارجية من السعودية

<sup>1</sup>د.راتحا، وشو: الهجرة بين دول الجنوب والتحويلات المالية، ورقة عمل البنك الدولي واشنطن العاصمة 2007

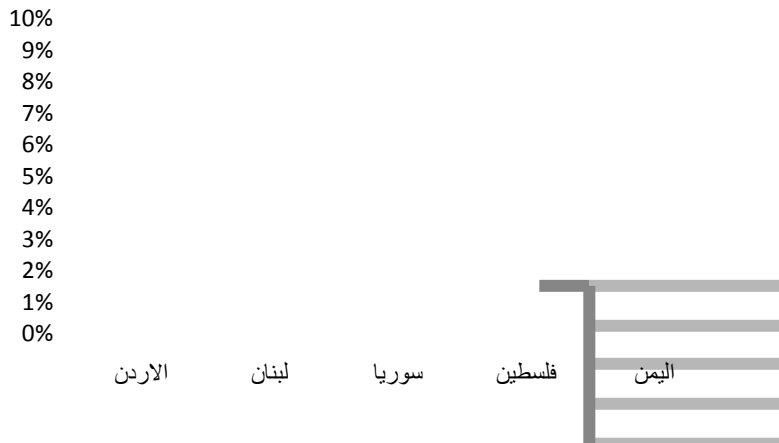




المصدر : د.راتحا، و. شوو :الهجرة بين دول الجنوب والتحويلات المالية، ورقة عمل البنك الدولي واشنطن العاصمة 2007.

وتساهم التحويلات المالية من السعودية بشكل ملحوظ في إقتصاديات عدد من البلدان المتلقية ، وإذا ما نظرنا إلى الدول العربية ، توازي التحويلات المالية من السعودية أكثر من 0.8 % من إجمالي الناتج المحلي في الأردن، و 9.5 % من إجمالي الناتج المحلي في الأراضي الفلسطينية المحتلة، و 3.5 % من إجمالي الناتج المحلي في اليمن، و 3.1 % من إجمالي الناتج المحلي في لبنان، و 6.0 % من إجمالي الناتج المحلي في سوريا.

الشكل رقم 59 : التقديرات بشأن حجم التحويلات المالية من السعودية إلى البلدان العربية الأخرى كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي في البلدان المتلقية 2005



المصدر : تقديرات حسابية استنادا إلى د.راتحا، و. شوو :الهجرة بين دول الجنوب والتحويلات المالية، ورقة عمل البنك الدولي 102 واشنطن العاصمة، 2007 ومؤشرات التنمية العالمية.

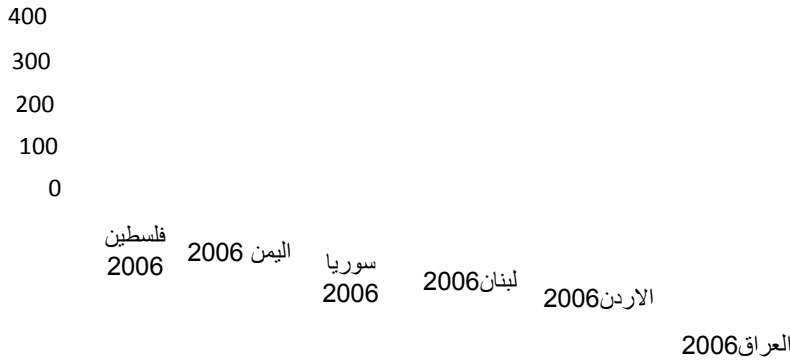
وبالتالي، يؤثر تراجع حجم التحويلات المالية في بلد واحد تأثيراً كبيراً على إقتصاديات البلدان المتبقية ومجتمعاته، بالرغم من أن التحويلات المالية قد أثبتت مناعتها أمام الانكماش الاقتصادي في الماضي، حيث تم التعويض عن الانكماش الاقتصادي الحاصل في منطقة ما في العالم بالنمو الحاصل في مناطق أخرى، غير أن الأزمة العالمية الحالية قد تؤثر بشكل أقوى نتيجة الانكماش الحاصل بالتوازي في معظم المناطق المرسله للتحويلات المالية، وحسب تقديرات البنك الدولي، بلغ النمو في التحويلات المالية المتدفقة من دول مجلس التعاون الخليجي

38 % في العام 2008 ومن المتوقع أن تنكمش هذه التحويلات المالية بنسبة 3 % في العام 2009، أما بالنسبة إلى التحويلات المالية الوافدة إلى الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، فمن المتوقع أن التحويلات قد واصلت نموها في العام 2008 ، لكن بدرجة أقل من السنوات السابقة، ويمكن أن تنخفض بنسبة 4.1 إلى 2.5 % في العام 2009<sup>1</sup>.

#### 4.1. تراجع المعونة الرسمية للتنمية والمساعدة الدولية:

نظراً إلى دخول عدد من الجهات المانحة الرئيسية في مرحلة من الركود ومواجهتها بشكل متزايد الضغوطات المالية، تتزايد المخاوف من تراجع مستويات المعونة الرسمية للتنمية والمساعدة الدولية، تعتمد بعض البلدان العربية اعتماداً كبيراً على المساعدة الخارجية الشكل البياني 10.41 ( غير أن اليمن، وهي البلد الوحيد في المنطقة ذو الدخل المتدني، لا تعتمد على المساعدة الخارجية التي لا تمثل سوى جزء صغير من إجمالي الناتج المحلي، وفي البلدان الأخرى، إرتبطت المساعدات بالنزاعات والأزمات السياسية الرئيسية، كما هي الحال بالنسبة إلى العراق، ولبنان، والأراضي الفلسطينية المحتلة، والأردن إلى حد معين، فقد بلغت المعونة الرسمية للتنمية والمساعدة الدولية المخصصة لهذه البلدان مستويات عالية، أي ما يعادل 384 د.أ للفرد الواحد في حال الأراضي الفلسطينية المحتلة في العام 2006 ولا تتوافر البيانات الخاصة بالعراق.

#### الشكل رقم 60 : المساعدة الرسمية والمعونة الرسمية للتنمية بقيمة د.أ للفرد الواحد.



المصدر : تقديرات حسابية استناداً إلى مؤشرات التنمية العالمية، وآفاق الأمم المتحدة لسكان في العالم:مراجعة العام 2008 نيويورك: الأمم المتحدة بالنسبة إلى اليمن، أظهرت مقارنة، أجراها مؤخراً صندوق النقد الدولي بشأن التأثيرات المحتملة للأزمة المالية على المساعدة الدولية، تراجعاً في مستوى المساعدات الدولية من 1.1 % من إجمالي الناتج المحلي في العام 2008 إلى 7.0 % من إجمالي الناتج المحلي في العام 2009 ، ويعكس هذا التراجع المتوقع درجة متدنية من التعرض، نظراً إلى ضعف اعتماد اليمن نسبياً على المساعدة بالمقارنة مع البلدان الأخرى المتدنية الدخل<sup>2</sup>، وبالرغم من أن اليمن هو البلد الوحيد المتدني الدخل في المنطقة، غير أن بلدان أخرى في المنطقة، بما فيها

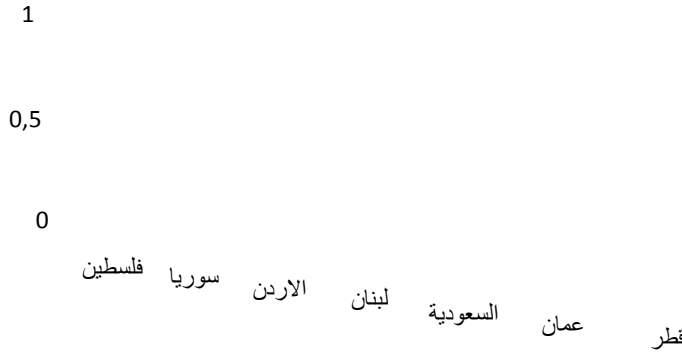
<sup>1</sup> د. راتحا، س.موهاباترا:مراجعة آفاق تدفقات التحويلات للفترة 2009

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي تداعيات الأزمة المالية العالمية على البلدان المتدنية الدخل وواشنطن العاصمة، 2009 ص 56

العراق، والأردن، ولبنان، والأراضي الفلسطينية المحتلة، تعتمد بشكل أكبر على المساعدة الدولية. فالمساعدة الدولية المخصصة لهذه البلدان تعود إلى حد كبير إلى اعتبارات سياسية، قد تتم أو لا تتم مراجعتها في أعقاب الأزمة المالية والاقتصادية.

**5.1. تزايد الفقر والهشاشة:** بالرغم من الغنى النسبي السائد في أجزاء من المنطقة العربية، غير أن الفقر والهشاشة يشكّلان مصدر قلق أساسي في كثير من البلدان، بما فيها دول مجلس التعاون الخليجي، وذلك بالرغم من شح البيانات الإحصائية، فقد أظهرت الدراسات الأخيرة حول الفقر في بلدان المشرق أن معدلات الفقر قد بلغت 4.8% من السكان الذين يعيشون في الفقر المدقع في لبنان، و 2.14%، في الأردن، و 4.11% في سوريا، وذلك استناداً إلى خط الفقر الوطني، أما اليمن، وهي البلد الوحيد في المنطقة ذو الدخل المتدني، فيبلغ معدل الفقر فيها 35.32%، فيما يبلغ فقر الدخل في الأراضي الفلسطينية المحتلة 28% وتشير البيانات الأخيرة الخاصة بمؤشر التنمية البشرية الشكل رقم 11.41، وهي أكثر توافراً من تعداد الفقراء، إلى مروحة مستويات المعيشة السائدة في المنطقة.

**الشكل رقم 61 : مؤشر التنمية البشرية حسب آخر البيانات المتوافرة.**



**المصدر : برنامج الأمم المتحدة الإنمائي ديسمبر 2008**

بالرغم من عدم توافر البيانات الإحصائية بشأن التغيرات الأخيرة التي طرأت على مستويات الفقر، غير أن ما نسمعه من روايات وتقارير يشير إلى تزايد مستوى الهشاشة والتعرض نتيجة أزمة الغذاء والوقود، حتى في بلدان الخليج الغنية نسبياً، حيث يتأثر بشكل خاص العمال الوافدين. أما الأدلة المرتبطة بحركة السوق وذات الصلة بإمكانية ارتفاع مستويات الفقر نتيجة الأزمة المالية والاقتصادية فهي غير متوافرة بعد، لكن قد تزيد معدلات ونسب الفقر في حال حصول مزيد من التراجع في الأجور والمداخيل، وارتفاع البطالة، إلى جانب تراجع التحويلات المالية، وانحسار الإنفاق العام والمساعدة الخارجية.

**المطلب العاشر: الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية**

قد يتفق أو يختلف الخبراء في حجم الصدمة التي أحدثتها أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الأمريكي والدول المرتبطة بها اقتصاديا، ولكن ما لا يختلف عليه الجميع أن هذه الأزمة كشفت عن مجموعة من الدروس المستفادة يمكن الخروج بها من أسباب وقوعها، وكيفية التعامل معها :

1. لقد بينت الأزمة الحالية أن الاقتصاد العالمي أصبح مرتبطا ومتشابكا إلى درجة أن أي حادثة في بلد ما تؤدي إلى انفعالات في كل دول العالم، ولعل تكنولوجيا الاتصال أسهمت في هذا التحول النوعي للاقتصاد المعولم من خلال نشر أخبار وصور الأزمة المالية بسرعة فائقة<sup>1</sup>.

2. لقد كشفت الأزمة الحالية عن التطور الهائل للأسواق المالية من خلال عمليات التوريق التي تعني قيام البنوك بتحويل ضمانات القروض التي تقدمها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة، وهذه القروض الجديدة تقوم بنوك أو مؤسسات مالية أخرى بتحويل جانب منها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة وهكذا، وبالنتيجة يكون هناك بناء مالي من عدة طوابق يمكن أن ينهار إذا انهار طابق منه.

3. لقد كشفت الأزمة الحالية عن فقاعتين تحكمان الاقتصاد العالم الأولى: فقاعة الرّبا، والثانية فقاعة بيع الديون، وكل منهما يرتبط بالآخر. وقد بلغ حجم سوق التوريق 500 مليار دولار عام 1994 ف الولايات المتحدة الأمريكية ، وبلغت القروض المورقة بسندات أوروبية مبلغا مماثلا .

4. لقد أدت الأزمة المالية إلى الاعتراف بدور الدولة وتأمين بعض فروع الاقتصاد، لأن قوى السوق لا تكفي وحدها لضمان التوازن الآلي لأسواق المال والاقتصاد، والحكومات مطالبة بوضع إستراتيجية بديلة لحماية الاقتصاد المحلي، واغتنام هذا التوجه العالمي نحو استعادة دور الدولة في إدارة الاقتصاد.

5. لقد كذبت هذه الأزمة تلك النظرية الاقتصادية التي ترى بأن الاستثمار العقاري والاستثمار في السندات الربوية هم أهم المجالات الاستثمارية الآمنة من حيث حجم المخاطر والعائد، ولعلها فرضية بطل صدقها لارتباط هذه الاستثمارات بالرّبا والمقامرات.

6. لقد بينت الأزمة الحالية أن السبب الرئيس في إفلاس البنوك كان عدم كفاءة الإدارة والمتمثل في منح قروض دون ضمانات أو مقابل ضمانات غير كافية، وفيما يلي جدول يوضح نتائج دراسة لإحدى المؤسسات عن مسببات الفشل والأهمية النسبية لكل من هذه المسببات في فشل المؤسسات.

### الجدول رقم 31 : أسباب فشل المؤسسات

<sup>1</sup> - الدكتور عبد الحم غربي: مجلة العلم والإيمان "رؤى استشرافية في ضوء الأزمة المالية العالمية" مرجع سابق ص 24 .

الأهمية النسبية	السبب
93.1%	عدم كفاءة الإدارة
2%	الإهمال
1.5%	التزوير
0.9%	الكوارث
2.5%	أسباب أخرى

المصدر: مجلة العلم والإيمان - مجلة علمية شهرية شاملة - العدد 27 - نوفمبر 2008 - النظام الرأسمال يعد أيامه الأخيرة بقلم الدكتور بشير مصطفى - عنوان المقالة - رؤى استشرافية في ضوء الأزمة المالي العالمية - الدكتور عبد الحليم غربي - باحث إقتصادي .

7. لقد أكدت الأزمة الحالية ارتباطها بالتوسع والإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان دون رصيد ( السحب على المكشوف ) والتي تحمل أصحابها تكاليف عالية، وعندما يعجز صاحب البطاقة عن سداد ما عليه من مديونية زاد له في سعر الفائدة وهكذا حتى يتم تنفيذ الرهن عليه.

8. لقد بينت الأزمة الحالية ذلك الانفصام بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، ففي الوقت الذي يبلغ حجم إنتاج العالم كله من السلع والخدمات 48000 مليار دولار فقط، فإن حجم الأصول المتداولة في الأسواق المالية يبلغ 144000 مليار دولار.

9. لقد بينت الأزمة المالية ابتعاد السياسات الاقتصادية في الدول الكبرى عن الالتزام بالقيم الأخلاقية والإنسانية، حيث قامت البنوك بتوريق الرهون العقارية وكذا القروض المتعثرة وبيعها في صورة سندات، من خلال عرض بيع خداعي لهذه الرهون العقارية على كونها استثمارات " رفيعة الدرجة "، تتميز بحد أدنى من المخاطر المالية.

10. لقد أكدت الأزمة الحالية ارتباطها بعملية الإنفاق على الحرب، حيث تقدر تكلفة حربي العراق وأفغانستان بحوالي 800 مليار دولار، أي بما يتجاوز ما ستضخه الولايات المتحدة الأمريكية لحل الأزمة، ومن ثم ينبغي تأسيس شكل جديد من التعامل والتخلي عن " اقتصاد الحرب " الذي اعتبر من بين أهم أسباب الأزمة. ويشكل الإنفاق العسكري أكبر نزيف عالمي للسيولة في العالم، فالولايات المتحدة تنفق كل ثلاث دقائق مليون دولار لحربها على العراق، مما يعني نزيفاً للسيولة العالمية، وتمويله يكون باقتراض الحكومة الأمريكية من دول العالم ومن سوقها الداخلية، وذلك بإصدارها سندات خزينة ( اقتراض ربوي ) لها سمعة عالمية كبيرة مصدرها إسم الولايات المتحدة الأمريكية واقتصادها القوي<sup>1</sup>.

### الجدول رقم 32: حجم الإنفاق العسكري الأمريكي

<sup>1</sup> - الدكتور بشير مصطفى : مجلة العلم والإيمان العدد 27 - نوفمبر 2008 - النظام الرأسمال يعد أيامه الأخيرة مرجع سابق من الصفحة 24 إلى الصفحة 29.

السنوات	الحرب على العراق (ألف دولار/ دقيقة )	الحرب على الإرهاب (ألف دولار/ دقيقة )	ميزانية الدفاع الأمريكي ( ألف دولار )
2003	93	54	438
2004	111	74	448
2005	164	100	507
2006	188	116	536
2007	245	166	611
2008	371	195	-

المصدر: مجلة العلم والإيمان، العدد 27 نوفمبر 2008، النظام الرأسمالي يعد أيامه الأخيرة بقلم الدكتور بشير مصطفى مرجع سابق.

11. لقد كشفت الأزمة الحالية عن ضرورة التنسيق الجماعي والعمل المشترك على مواجهة الأزمات الاقتصادية العالمية التالية: أزمة المال وأزمة الطاقة والأزمة الغذائية.

12. لقد أكدت الأزمة الحالية أن حكومات الدول العربية والإسلامية مطالبة بسرعة التعامل مع هذه الأزمة بما يجنب انهيار اقتصادياته، حيث تبدأ إدارة الأزمة بالاعتراف بوجود الأزمة، ومصارحة الشعوب العربية والإسلامية بها وبأبعادها المنظورة وغير المنظورة، وانعكاساتها على الأوضاع الاقتصادية للدول والأفراد على السواء، مع مراعاة البعد عن التهويل أو التهوين من الآثار الاقتصادية لهذه الأزمة<sup>1</sup>.

13. لقد مثلت الأزمة المالية فرصة للعرب والمسلمين لعرض نظام اقتصادي بديل يستبعد الفائدة الربوية، وهي فرصة كذلك لاستقطاب رؤوس أموال عربية هاربة من أسواق المجازفة المالية، وتوطين الاحتياطات النقدية بإخراجها من الأسواق المالية العالمية المضطربة.

### الجدول رقم 33: التحولات الاقتصادية المحتملة لما بعد الأزمة المالية العالمية

التغيرات الحاصلة	قبل الأزمة	بعد الأزمة
النظام الاقتصادي العالمي	القطبية الأحادية ( هيمنة أمريكية )	إحلال شكل جديد من التعددية القطبية.
الدول الصناعية الكبرى	الولايات المتحدة، كندا، بريطانيا، ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، اليابان.	انضمام قوى اقتصادية جديدة: روسيا، الصين، الهند، البرازيل.
إدارة الإقتصاد	آلية السوق ( اليد الخفية ) " دعه يعمل، دعه مر"	استعادة دور الدولة ( تكامل آليات السوق والتدخل الحكومي )
العملة الرئيسية	الدولار الأمريكي	الأورو
النظام المصرفي	لا إقتصاد بلا بنوك، ولا بنوك بلا فائدة.	البنوك الإسلامية علاج لأزمة المال العالمية.
المنهج الاقتصادي	المدرسة الليبرالية الجديدة	مدرسة إقتصاد المشاركة

<sup>1</sup> - الدكتور بشير مصطفى مجلة العلم والإيمان، مرجع سابق من 29 إلى الصفحة 30

المصدر : مجلة العلم والإيمان - مجلة علمية شهرية شاملة - العدد 27 - نوفمبر 2008 - النظام الرأسمال يعد أيامه الأخيرة بقلم الدكتور بشير مصطفى - عنوان المقالة - رؤى استشرافية في ضوء الأزمة المالية العالمية - الدكتور عبد الحم غربي - باحث إقتصادي. إذا تطورت الأزمة المالية العالمية الراهنة إلى أزمة اقتصادية شاملة فإن عبئها سيقع حتما على الطبقات والدول الفقيرة وحتى يتجنب الاقتصاد العالمي ذلك فإننا نقدم الاقتراحات والتوصيات التالية :

1. إعادة النظر في دور الدولة والقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، حتى يتم تفعيل سياسات الاستثمار خارج قطاع المحروقات، والتنويع في سلة العملات.
2. إعادة النظر في النظام المالي والمصرفي القائم فكريا وممارسة حتى يتم ربط النشاط المالي بالقطاع الحقيقي من الاقتصاد وتشجيع تأسيس البنوك الإسلامية.
3. إعادة النظر في طبيعة الأدوات المالية المستحدثة في البورصات حتى يتم إنشاء نظام معلومات للإنذار المبكر في الأسواق المالية وأسواق سعر الصرف للتنبؤ بالمشكلات قبل وقوعها.
4. إعادة النظر في رقابة البنوك المركزية على النشاط المصرفي حتى يتم التأكد من معايير منح القروض الاستهلاكية ومحاسبة المسؤولين المتسببين في إحداث الأزمات.
5. إعادة النظر في السياسات المصرفية المتعلقة بإدارة السيولة والعائد ومخاطر الائتمان، وكفاية رأس المال، حتى يتم التنفيذ الفاعل والمستمر للقوانين والمعايير المحلية والدولية.
6. إعادة النظر في الجشع المالي للمؤسسات المالية لتعظيم الربح حتى يتم اعتبار التلاعب في هوامش سعر الفائدة من الجرائم الاقتصادية.

### المبحث الثاني : آثار الأزمة المالية العالمية

وصفت صحيفة (لوس أنجلوس تايمز) ما حدث في أسواق الأسهم بأنه الأسوأ منذ هجمات 11 سبتمبر 2001، وعزت ذلك إلى تنامي القلق من تحول متاعب الولايات المتحدة الاقتصادية الازدهار العالمي إلى أزمة

اقتصادية، أما صحيفة ( واشنطن بوست ) فعزت انهيار أسواق الأسهم إلى أزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة التي تفشت تداعياتها لتصل أرجاء المعمورة كلها تقريباً، وذكرت ( لوس أنجلوس تايمز ) أن القلق الرئيسي يكمن في أنه رغم النمو المدهل في اقتصاديات دول مثل الصين والهند والبرازيل فإن العالم لم يستطع الصمود أمام الهبوط الحاد للاقتصاد الأمريكي الذي استهلك ما قيمته 2.1 تريليون دولار من السلع والخدمات الأجنبية في الأشهر 11 الأولى من عام 2007.

### المطلب الأول : الحلقة المفرغة

تشدد البنوك الأمريكية معايير الإقراض مما يرفع تكلفته على الشركات والمستهلكين الذين يمثلون الأمل في حماية الاقتصاد من الكساد، فإنفاق المستهلكين يمثل أكثر من ثلثي النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة، وتزايد المخاوف من كارثة اقتصادية بسبب تخوف البنوك من الإقراض وقلق المستهلكين، فحتى الخفض الحاد في أسعار الفائدة ليس كافياً لمنع الكساد. وقال ( راي سويفر ) رئيس شركة ( سويفر ) للاستشارات المصرفية إنها حلقة مفرغة، فمع تشديد البنوك على معايير الإقراض يصعب الحصول على ائتمان وهو أمر سيء للاقتصاد ويدفع البنوك لتشديد المعايير بدرجة أكبر.

وقالت شركة (أميريكان إكسبرس) التي تركز على المستهلكين الأكثر ثراء والأقل عرضة لمخاطر التباطؤ الاقتصادي، إن حالات التخلف عن السداد زادت بشكل مفاجئ في ديسمبر السابق. وحسب (سي تي غروب) فقد زادت تكاليف الائتمان لقروض المستهلكين الأمريكيين في الربع الأخير من العام الماضي لارتفاع حالات التوقف عن السداد في مجالات بطاقات الائتمان والرهن العقاري وقروض شراء السيارات والقروض الشخصية، وأفاد بحث أعده بنك (كريدي سويس) أن الشركات التي تصدر البطاقات الائتمانية قلصت ترويجها للبطاقات، وأصدر قطاع البطاقات الائتمانية 595 مليون عرض ترويجي في نوفمبر الماضي بانخفاض 3 % عن أكتوبر.

إذن الحلقة المفرغة تتلخص بأن زيادة تشديد البنوك على معايير الإقراض يرفع تكلفته، والتراخي فيه يؤدي إلى زيادة المقترضين وبالتالي احتمال حدوث أزمات مالية، والأزمات ترفع تكاليف الائتمان بسبب زيادة حالات التوقف عن السداد في مجالات بطاقات الائتمان والرهن العقاري وقروض شراء السيارات والقروض الشخصية وغيرها.

### المطلب الثاني : تباطؤ النمو العالمي

أعلن (دومينيكا ستراوسكان) رئيس صندوق النقد الدولي أن معظم مخاطر تراجع الاقتصاد العالمي قد تحققت، وتوقع تباطؤ النمو العالمي إلى 3.7 % العام القادم وهو أدنى النسب في العقدين الأخيرين، وقال إن بطء النمو العالمي يأتي من التباطؤ في الاقتصاد الأمريكي، الذي أثر بشكل سريع على نظيره الأوروبي، وذكر (آلان



غرينسبان) رئيس البنك المركزي الأمريكي السابق للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أن إفلاس مصرف كبير ليس مشكلة في حد ذاته " فالأمر مرهون بطريقة إدارة المسألة وكيف ستتم التصفية "

وبموافقة مجلس الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي الأمريكي) على تحول بنك (مورغان ستانلي) و (غولدمان ساكس) إلى شركتين مصرفيتين قابضتين يكون نموذج البنوك الاستثمارية في أمريكا قد انتهى. ويعد تحول البنوك الاستثمارية بهذه الطريقة نوعاً من الاقرار بأن أنماط التمويل والاستثمار التي كانت متبعة فيها باتت خطيرة وبحاجة لحماية في شكل ودائع مصرفية، وذكرت صحيفة (نيويورك تايمز) أن هذه الخطوة هي بمثابة إعادة صياغة جذرية لفترة تميزت بالتمويلات الكبرى التي وصفت بأنها عصر ذهبي حديث، أما صحيفة (وول ستريت جورنال) فوصفت هذه الإجراءات بأنها تشكل نهاية (وول ستريت) بالشكل الذي نعرفه منذ عقود.

اشترى بنك (أوف أميركا) بنك (كنترى وايد) أكبر ممول للرهن العقاري في الولايات المتحدة بقيمة أربعة مليارات دولار، في خطوة من شأنها تفادي حدوث واحدة من أكبر حالات الانهيار في البلاد جراء أزمة الإسكان. حصل بموجبها حملة أسهم (كنترى وايد) على 0.1822 من سهم بنك (أوف أميركا) مقابل كل سهم من أسهمهم بتراجع نسبته 7.6% من سهم (كنترى وايد).

وسبق لبنك (أوف أميركا) إنفاق أكثر من مئة مليار دولار في السنوات الأربع الماضية على شركات (فليت بوسطن) المالية، و(إم بي إن أي) لإصدار بطاقات الائتمان، و(لاسال) بنك، وصندوق (يو إس ترست) لإدارة الثروات. علماً أن بنك (أوف أميركا) يمتلك مصرف NBNA وعدداً صغيراً من المصارف، إضافة إلى اثنين وتسعين بالمئة من مجمل صناعة بطاقات الائتمان، حتى قيل بأنه 1 يجهز عشر بطاقات للشخص الواحد.

### المطلب الثالث : خسائر Citigroup

أعربت مجموعة (سي تي غروب) المصرفية الأمريكية عن أملها في جمع نحو 14 مليار دولار من عدد المستثمرين في الصين والسعودية لرفع رأسمالها. وأوضحت أن الأمير الوليد بن طلال أحد المساهمي بها سيضخ أموالاً جديدة لمساعدتها على تجاوز أزمة خسائر سوق القروض العقارية، وبلغت خسائر (سي تي غروب) بالمليارات في الربع الأول من السنة المالية بلغت 5.11 مليار دولار، ما يعادل 1.02 دولار للسهم، وتراجعت إيراداتها 48% لتبلغ 13.22 مليار دولار.

### المطلب الرابع: آثار أخرى للأزمة المالية العالمية

1. تأميم شركتي (فاني ماي) و (فريدي ماك) : استحوذت الحكومة الأمريكية على شركتي (فاني ماي) مختصة بتمويل الإسكان و (فريدي ماك) المختصة بتوفير السيولة للجهات الممولة للمساكن، ووضعتهما تحت " الحجز الفدرالي" لمساعدة النظام المالي الأمريكي على تحمل الخسائر المالية الهائلة التي لحقت بقطاع القروض العقارية، وتعتبر هذه الخطوة استثنائية في بلد لا تتدخل حكومته في النشاط الاقتصادي للمصارف، وهو ما يعني صدمة

جديدة لأسواق التمويل الأمريكية في ظل المشكلات الاقتصادية الناجمة عن عمليات حبس الرهن المتصاعدة والتي أدت لزعزعة الاقتصاد.

**2. البنك البريطاني (نورذرن روك):** أول مصرف للتسليف العقاري في بريطانيا تؤممه الحكومة البريطانية في 17 فبراير.

**3. بنك (سانتندر) الإسباني:** اشترى بنك (سانتندر) الإسباني البنك البريطاني (أليانس أند لايسستر) في 14 يوليو بقيمة **1.33** مليار جنيه إسترليني.

**4. شركة التأمين AIG:** تواجه شركة التأمين الأمريكية أميركان إنترناشيونال غروب (أيه آي جي) وهي من أكبر شركات التأمين في العالم، مخاطر جسيمة حيث فقدت حوالي 90 % من قيمتها منذ مطلع العام الجاري. وقد أممت الحكومة الأمريكية المجموعة الأمريكية العملاقة في مجال التأمين (إي آي جي) في 16 سبتمبر لتفادي إفلاسها.

**5. بنك (لويد تي إس بي):** اشترى بنك (لويد تي إس بي) منافسه البريطاني (إتش بي أو إس) رابع بنك في بريطانيا من حيث الرسمة في 15 سبتمبر.

**6. مجموعة (فورتيس):** انهارت المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية (فورتيس) في 28 سبتمبر، لكن السلطات في بلجيكا ولوكسمبورغ وهولندا قررت ضخ ما مجموعه 11.2 مليار يورو لتمويل (فورتيس) مقابل حصص في رأسمال المؤسسة.

**7. بنك (برادفورد أند بينغلي) البريطاني:** تم تأمين البنك البريطاني (برادفورد أند بينغلي) وتصفيته في 29 سبتمبر، وهو المؤسسة المالية البريطانية الرابعة التي تفقد استقلاليتها منذ بداية أزمة الائتمان الدولية.

**8. شركة (غليتنير) الأيسلندية:** أعلنت الحكومة الأيسلندية في 29 سبتمبر شراء 75 % من رأسمال (غليتنير) ثالث بنك في البلاد لأنه يعاني نقص السيولة بقيمة ستمئة مليون يورو.

**9. بنك (هيبو ريل استيت) الألماني:** أفلت البنك الألماني الخاص (هيبو ريل استيت) المتخصص في الشأن العقاري، من الإفلاس في 29 سبتمبر بفضل فتح خط ائتمان بقيمة 35 مليار يورو بكفالة بصورة رئيسية.

**10. اندماج Lloyds TSB البريطاني:** اشترى المصرف البريطاني (لويدز تي أس بي) مصرف (هاليفاكس بنك أوف) ويرى (فوكوياما) : بأن ثورة رونالد ريغان قد " ضلت بسبب تحولها في نظر الكثير من أنصارها إلى

أيدولوجية معصومة من الخطأ، وليس استجابة برجماتية إلى تجاوزات دول الرفاه، وبذلك حظيت فكرتان رئيسيتان على هالة من القدسية حولهما، أولهما: أن إجراءات خفض الضرائب ستمول نفسها بنفسها، وثانياً : أن الأسواق المالية باستطاعتها تنظيم ذاتها "، وذلك كحال جميع الحركات التي رمت لإحداث تحولات وتوقعت لها ديمومة العيش.

**11. دعه يعمل دعه يمر:** تلعب المؤسسات المالية الضخمة مثل البنوك وشركات التأمين والسمسرة وأسواق الأسهم والسندات الدور الأكبر في توليد وخلق الثروات، لكن ليس كمؤسسات الاقتصاد الحقيقي مثل المصانع والمزارع، ففي الوقت الذي يبلغ حجم إنتاج العالم كله من السلع والخدمات 48 تريليون دولار فقط فإن حجم الأصول المتداولة في الأسواق المالية يبلغ 144 تريليون دولار.

إن الانفصام الذي يبدو صارخا بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد الورقي صار يغذيه في رأي منتقدين مزيج مؤلف من المضاربات والفساد وتراخي الدور الرقابي للحكومات تحت شعار الرأسمالية التاريخي " دعه يعمل دعه يمر"، ففي الحالة الأمريكية فجرت المضاربات فقاعة العقارات فانفجرت معها أزمة القروض عالية المخاطر وأسواق السندات والأسهم المرتبطة بها، أما الفساد فتتمثل في مغامرة حفنة من هذه المؤسسات في منح قروض عقارية سخية لعملاء غير قادرين أصلا على السداد طمعا في تحويل هذه القروض إلى سندات على أمل إغراق الأسواق بها، هذه الأزمة هزت قدسية الفكر الرأسمالي وهو مبدأ عدم تدخل الدولة السافر في النشاط الاقتصادي والذي كسر بإقدام الولايات المتحدة الأمريكية والاقتصادية الكبرى في العالم على التدخل في الأزمة بضخ مئات المليارات في الأسواق وفي شرايين شركات ضخمة متعثرة. غير أن هناك من حذر بقوة من استخدام أموال العامة في إنقاذ مؤسسات منهارة من شأنه أن يكون بمثابة مكافأة للمخطئين على أخطائهم الفادحة، كما يجادل هؤلاء بأن من شأن هذا التدخل أيضا أن يفاقم أزمة المديونية في دولة يبلغ حجم الدين فيها أكثر من تسعة تريليونات ونصف التريليون دولار وهو الأمر الذي قد يكبد دافع الضرائب ثمنا باهظا.

**12. الشفافية وعدم كفاية القواعد:** قال صندوق النقد الدولي إن خسائر المؤسسات المالية الدولية قد تصل إلى 945 مليار دولار بسبب الأزمة الحالية لقروض الرهن العقاري، وطالبها باتخاذ إجراءات فورية من أجل تحسين آليات الإفصاح واستراتيجيات إدارة المخاطر لدى هذه المؤسسات. وأشار صندوق النقد الدولي إلى أن أزمة الائتمان الراهنة جاءت نتيجة عدم كفاية القواعد المنظمة للعمل المالي والفضل الجماعي في تقدير مدى المخاطر التي أقدمت عليها مجموعة واسعة من المؤسسات المالية.

### المبحث الثالث : الحلول المقترحة

إن الفارق الأساسي بين أزمتي 1929 و 2008 العالميتين هو توافر أدوات اتصال واسعة الامكانيات ونظم معلومات عالية السرعة والقادرة على الاسترجاع والتحليل والمساعدة في اتخاذ القرار بما يساعد في وضع احتمالات وسيناريوهات متعددة قابلة للفهم والمناقشة، لذلك نجد دول العالم اشتركت في الحل أكثر مما اختلفت فيه حتى الآن، إلا أن الحلول المقترحة والمتخذة ليست جذرية ولا تمنع تكرارها في المستقبل والتاريخ ما زال شاهد حي على ذلك، وذكر (فوكوياما) بأن " انهيار كبريات المصارف الاستثمارية الأمريكية، واختفاء ما يزيد على

تريليون دولار من ثروات سوق الأسهم خلال يوم واحد فقط، والتحرك نحو محاولة إنقاذ الوضع بضخ 700 مليار دولار من أموال دافعي الضرائب، كلها أمور توضح ضخامة الانهيار الذي تجابهه وول ستريت ".  
تتشارك جميع الحلول المقترحة في بلدان العالم بضخ أموال في شرايين البنوك لضمان استمرارها في الاقراض وبعد إجماعها عنه خشية الدخول بمرحلة كساد عالمي، إضافة إلى ضمان الوائع المصرفية الشخصية لضمان تدفق الأموال من المودعين في شرايين البنوك.

### المطلب الأول : النهج الأوروبي المشترك للتعامل مع الأزمة

امتدت الأزمة إلى أوروبا بسبب عولمة الاقتصاد فانخفضت البورصات فيها بسبب الأزمة المالية. وازداد أثر الأزمة على بريطانيا بسبب الامتداد الذي تشكله البنوك البريطانية للبنوك الاستثمارية الأمريكية وشملت الخطة البريطانية :

- خطة لضخ مليارات الجنيهات الإسترلينية لإنقاذ البنوك البريطانية تشمل ضخ ما يصل 250 مليار جنيهه (نحو 450 مليار دولار) من أموال الحكومة في أكبر بنوك البلاد. وتوفر خطة الإنقاذ البريطانية خمسين مليار جنيهه (86 مليار دولار) من أموال دافعي الضرائب لضخها في بنوكها.

- عرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس أموال جديدة لها، إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل.

أما فرنسا فكان تأثير الأزمة أقل بسبب القيود التي تفرضها الحكومة على بنوك الاستثمار. أما ألمانيا، قاطرة الاقتصاد الأوروبي، فكانت الأقل تأثراً بسبب إتباعها سياسات مالية أكثر استقلالية عن بريطانيا والولايات المتحدة، لكنها تعد خطة إنقاذ مشابهة تصل قيمتها إلى 549 مليار دولار تشمل ضخ رأسمال قيمته مليارات الدولارات في بنوكها وضمانات للإقراض بين البنوك، وأعلنت قمة دول منطقة اليورو ( قمة الدول الـ 15 التي تتبنى اليورو عملة رسمية لها ) أنها ستناقش الخطة التي تدعو إلى ضمان الإقراض بين البنوك والذي تجمد بشكل شبه كامل في أنحاء العالم.

واعتبر (جان كلود تريشييه) رئيس المصرف المركزي الأوروبي أن مؤسسات الاتحاد الأوروبي ليست مهيأة لإطلاق خطة إنقاذ مصرفية مماثلة للخطة الجاري إقرارها بالولايات المتحدة الأمريكية لعدم وجود ميزانية فدرالية بالاتحاد الأوروبي، وطرح فكرة إقامة صندوق إنقاذ مصرفي أوروبي حجمه 300 مليار يورو ( 418.4 مليار دولار)، لكن رئيس لجنة وزراء مالية منطقة اليورو أيد موقف ألمانيا بعدم ضرورة تكوين صندوق أوروبي للبنوك المتعثرة، وهو الموقف نفسه الذي تبنته الحكومة الهولندية مع تأييدها لفكرة صندوق إنقاذ يخصص له 3 % من إجمالي الناتج المحلي لإنقاذ البنوك الوطنية، وأصر (جان كلود يونكر) رئيس مجموعة اليورو على أن أوروبا ليست بحاجة لبرنامج مماثل لما انتهجته الحكومة الأمريكية، لأن الأزمة المالية أعمق بكثير في الولايات المتحدة منها في أوروبا. كما ذكر المتحدث باسم رئيس الوزراء البريطاني (غوردن براون) أنه لا يتوقع بحث إنشاء

صندوق إنقاذ أوروبي. وقالت وزارة الإقتصاد الإسبانية إنها ستؤيد مسعا أوروبيا منسقا لزيادة ضمانات الودائع المصرفية من الحد الأدنى الحالي على مستوى أوروبا وهو 20 ألف يورو.

### المطلب الثاني : الحلول الغربية للتعامل مع الأزمة المالية الحالية

سعت الإدارة الأمريكية عبر خطة الإنقاذ المالي التي عرفت بـ " خطة بولسن " نسبة إلى " هينري بولسن " وزير الخزانة الأمريكية والتي تبلغ تكلفتها 700 مليار دولار أمريكي إلى الإسهام في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستقبلية من هذه الخطة لاحتواء الأزمة الراهنة، وتحسين مستوى سيولة البنوك لضمان استمرارها في عمليات الإقراض، وضمان الودائع المصرفية الشخصية لدعم تدفق الأموال من المودعين إلى البنوك.

#### الجدول رقم 34 : خطط الإنقاذ المالي الغربي

الخطة	منح السيولة	ضمان الودائع
الأمريكية	700 مليار دولار	250000 دولار
الأوروبية	100 مليار أورو	50000 أورو
اليابانية	50 مليار دولار	-

المصدر: مجلة العلم والإيمان العدد 27 - نوفمبر 2008 - النظام الرأسمالي يعد أيامه الأخيرة بقلم الدكتور بشير مصطفى مرجع سابق.

وقد وجدت معظم دول العالم نفسها مضطرة للتعامل مع هذه الأزمة لتقليل آثارها السلبية عليها، وإلى جانب ضخ السيولة لرفع حجم الكتلة النقدية في الأسواق دون اعتبار للمخاطر المترتبة عن ذلك مثل، رفع التضخم وتراجع قيمة العملة، تعمل الحكومات المعنية بأزمة أسواق المال في الاتجاهات التالية :

تدخل الدولة في الاقتصاد على حساب الحكومة الخفية ( السوق ) : وتتعلق آلية ذلك بتأميم البنوك وشركات التأمين، وبالاستحواذ على نسبة من رأس مال البنوك المتعثرة.

-اتخاذ إجراء بضمان حد أدنى من الودائع، لاستعادة الثقة لدى المودعين والمدخرين.

-تخفيض البنوك المركزية لنسب الفائدة، للسماح بتحسين مؤشرات الأسواق المالية.

-فرض المزيد من الضرائب لتعويض العجز في موازنتها.

ويرى خبراء اقتصاديون بقصور سياسة ضخ الأموال التي تنتهجها الحكومات الغربية من أجل القضاء على الأزمة المالية العالمية، حيث أن هذه الإجراءات يمكن أن تساهم في حل مؤقت للأزمة، لكنها لن تضمن القضاء نهائيا على المخاطر التي تهدد الاقتصاد العالمي، وذلك للاعتبارات التالية :

- إن اعتماد سياسة عرض النقود تعني إقراض البنوك مزيدا من السيولة وتضخم كتلة الديون على المؤسسات المالية دون أن يكون لذلك مقابل مساو من الإنتاج، ولهذا يمكن أن تتجدد الأزمة الحالية مستقبلا مثلما تجددت بعد عام 1929.

أعتبرت هذه السياسة مكافأة للمتسببين في الأزمة بالإهمال وسوء الإدارة لأموال المودعين. إن هذه الأموال ستتحملها الخزينة العمومية، بمعنى أن المواطنين دافعي الضرائب سيسدون فاتورة أخطاء السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية الأمريكية. توفير هذه الأموال سيتم من خلال الاستدانة بموجب سندات حكومية تزيد من الدين العام، ويكون ذلك على حساب الأعباء للأجيال القادمة، وستزيد من حجم الأوراق المالية في السوق المالية المنهارة، وإذا تم توفيرها من خلال إصدار النقود، فإنها ستزيد من التضخم. يعتبر تدخل الدولة في الاقتصاد بالتأميم والإشراف والرقابة ضد مبادئ الرأسمالية وخروجها عن مقتضياتها. وفي هذا السياق قال " جوزيف ستينغلتر " الحاصل على نوبل للاقتصاد عام 2001، " أن أمريكا لن تتمكن من إعادة الاستقرار تماما للاقتصاد، وشبه الخطة بعملية نقل دم إلى شخص يعاني من نزيف داخلي، وأضاف أن الخطة ربما تمنع حالات إفلاس وتحول دون ضياع رهون العقارية التي كانت سببا في الأزمة المالية، لكنها لن تحقق توازنا ماليا للأسواق"<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث : النهج العربي الفردي للتعامل مع الأزمة

أعلن بنك الاستثمار البحريني (إفستكورب) إطلاق صندوق بقيمة مليار دولار بالتعاون مع صندوق سيادي خليجي للاستثمار في الديون العقارية بالولايات المتحدة. وذكر البيان أن الصندوق سيشتري قروضا كاملة وأوراقا مالية مدعومة بضمانات رهن عقاري في الولايات المتحدة. كما أشار إلى صندوق سيادي خليجي لم يسمه قد ساهم بمبلغ 850 مليون دولار في تمويل هذا الصندوق بحجة أن هناك فرصا كبيرة لتحقيق عائدات مربحة من خلال أسواق الإقراض العقاري في الولايات المتحدة. حيث سيقترض الصندوق لرفع موارده من 2-3 مليارات دولار، كما يهدف الصندوق لشراء أصول أمريكية تبدو جذابة بسبب الأزمة المالية وارتفاع سعر الدولار، حيث توقع أن تزيد السلطات بالولايات المتحدة الأصول الخطرة من كشوف حسابات البنوك بتحويلها للحكومة ودافعي الضرائب وستترك الأصول الجيدة فقط.

### المطلب الرابع : خطة الحكومة الأمريكية للإنقاذ

لقد سعت الحكومات من خلال بنوكها المركزية و كذا خزائنها إلى العمل على التصدي للأزمة، ولكن من أهم ما يميز هذه الحلول أنها تصر على مواجهة الأزمة من خلال ضخ تدفقات نقدية في الأسواق المالية بصفة مباشرة، حيث بلغ مجموع ما ضخته البنوك المركزية حول العالم ما يفوق التريليون دولار في الأسبوع الأول من الأزمة، و بعدة أشكال أهمها القيام بإنشاء صناديق استثمارية تعمل بصفة أساسية على إعادة الثقة للأسواق من خلال لعب دور صانع السوق و القيام بموجة شراء واسعة مثلما فعلت فرنسا بإنشائها لصندوق استثماري بقيمة 200 مليون يورو تعمل من خلاله على القيام بشراء واسع لأسهم الشركات ذات الملاحة العالية، أو بصفة غير مباشرة عن

<sup>1</sup> قناة CNBC عربية، برنامج أنت المسؤول حلقة خاصة عن الأزمة المالية العالمية و خطة الإنقاذ الأمريكية، بتاريخ 2008-12-31.

- طريق تقديم هذه الأموال للمؤسسات المتضررة و التي تعاني من عسر مالية أو مشاكل في السيولة، حيث التي تعتبر عملية إعادة الرسملة من أهم الأشكال للقيام بذلك، كما قد تتبع بعض الأساليب الأخرى المتعلقة أساسا بالسياسات المالية كالضرائب مثلا و النقدية كتخفيض سعري الفائدة و إعادة الخصم من جهة، و القيام بعمليات الضمان للودائع من جهة أخرى، وفيما يلي أهم الحلول المتبعة لمواجهة الأزمة من طرف مختلف الحكومات:
- إنشاء صناديق استثمار حكومية تعمل من خلالها على إعادة الثقة لأسواق المال بحيث تعمل على قيادة السوق عن طريق إطلاق موجة شراء واسعة للأوراق المالية للشركات التي تتمتع بملاءة مالية عالية.
  - تقديم قروض قصيرة الأجل للمنشآت التي تعاني من أزمة سيولة تحول بينها و بين أداء التزاماتها مهما كان نوعها، بشرط أن تكون ملاءتها المالية مرتفعة.
  - قيام الدولة بإيداع أموال لدى البنوك التجارية بغية مساعدتها على مواجهة مشاكل السيولة و كذا تحفيزها على القيام بعملية الإقراض سعيا منها لتحريك العمليات الاقتصادية اليومية.
  - قيام الدولة بعملية إعادة رسملة المؤسسات المتعثرة خاصة المصرفية منها من خلال المشاركة في رأس المال أو تأميمها.
  - عمل الحكومات على ضمان الودائع بغية إعادة ثقة المودعين في المؤسسات المالية و المصرفية.
  - قيام البنوك المركزية بعمليات تخفيض لسعر الفائدة على الإقراض و سعر إعادة الخصم بغية تحفيز سوق مابين البنوك و بالتالي إعادة النشاط المصرفي للواجهة من جهة و كذا تحسين مؤشرات الأسواق المالية.
  - قيام هذه الدول بفرض المزيد م الضرائب بغية تعويض العجز في موازنتها، و على العكس قام البعض الآخر بتقديم إعفاءات ضريبية للطبقة الوسطى و الشركات.
- و تعتبر خطة الإنقاذ الأمريكية من أهم الخطط التي وضعت بغية الوصول لهذا الهدف و فيما يلي شرح مبسط لهذه الخطة، و فيما يلي تفاصيل هذه الخطة<sup>1</sup>.
- ☒ **مشروع خطة إنقاذ القطاع المصرفي الأمريكي:** تسعى الإدارة الأميركية عبر مشروع خطة إنقاذ القطاع المصرفي الذي أدخلت عليه تعديلات طفيفة وأقره مجلس الشيوخ الأربعاء، إلى قيام الدولة بشراء أصول هالكة بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهون العقارية.
- وتهدف هذه الخطة إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن. وينص القانون على مهلة لهذه الخطة تنتهي يوم 31 ديسمبر/كانون الأول 2009 مع احتمال تمديدتها بطلب من الحكومة لمدة أقصاها سنتين اعتبارا من تاريخ إقرار الخطة.

<sup>1</sup> منتدى الجزيرة دوت نت، مرجع سبق ذكره، ص 43.



## أولاً: الضمانات لمكفي الضرائب :

- يتم تطبيق خطة الإنقاذ على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 ملياراً بطلب من الرئيس. ويملك أعضاء الكونغرس حق الفيتو على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه في 700 مليار دولار.

- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق.

- يكلف وزير الخزانة التنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة.

وأدرجت في النص مادتان جديدتان:

- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد.

- إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات.

## ثانياً- تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند رحيلهم :

- منع دفع تعويضات باهظة لرؤساء أو مدراء الشركات الذين يتم تسريحهم أو يستقيلون بعد أن عملوا في شركات باعت أصولاً إلى وزارة الخزانة طالما تساهم الخزانة فيها.

- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها. وحددت المكافآت لمسؤولي الشركات الذين يفيدون من التخفيضات الضريبية بـ500 ألف دولار.

- وتنص الخطة على استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق.

## ثالثاً- المراقبة والشفافية :

- يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطة. ويضم هذا المجلس رئيس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة.

- يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على الحضور في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات.

- تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة.

- يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة.

- إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات.

- إجراءات حماية للمالكين المهددين بمصادرة مساكنهم بينما من المقرر تطبيق مليوني إجراء من هذا النوع في

2009.

- السماح للدولة بمراجعة شروط منح القروض العقارية للمدينين الذين يواجهون صعوبات.



- مساعدة المصارف المحلية الصغيرة التي تضررت بأزمة الرهن العقاري.

## المطلب الخامس : الحلول المقترحة من الهيئات والمنظمات الدولية(أوبك، صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء و التعمير) لمواجهة الأزمة العالمية:

من المنظمات الدولية التي يمكن لها المساعدة في إيجاد حلول لهذه المعضلة هي منظمة الدول المصدرة للنفط، صندوق النقد الدولي و البنك الدولي للإنشاء و التعمير. و سوف نستعرض فيما يلي دور كل من هذه المنظمات في التوصل للسيطرة على الأزمة و الحد من انعكاساتها السلبية على الاقتصاد العالمي. أما عن الحلول المقدمة من هذه الهيئات فهي كما يلي<sup>1</sup>:

### الفرع الأول : دور منظمة أوبك في التصدي للأزمة

تعمل منظمة أوبك من خلال اطلاعها الجيد على أسواق النفط و متغيراته على الحد من التداعيات السلبية على مختلف اقتصاديات الدول، و خاصة المصدرة لهذه السلعة الإستراتيجية و الحساسة، و ذلك لاعتماد أغلبية القطاعات عليها و ارتباط الأخرى بها. فهذه المنظمة من قيل حدوث الأزمة في مرحلة الطفرة التي حدثت في أسواق هذه السلعة وهي تعمل على الحفاظ استقرار أسعار هذه المادة و بالتالي الحفاظ على استقرار الاقتصاد العالمي، فهي دائما تتلقى اللوم في حالة تعرض الاقتصاد العالمي للهزات و لكن الحقيقة غير ذلك ففي الوقت الذي كانت أسعار النفط تشهد طفرة غير مسبوقة كانت الدول المستوردة تتعالى أصواتها مطالبا بالرفع سقف الإنتاج بغية الحد من عمليات المضاربة، و بالتالي التخفيض من أسعار المشتقات النفطية المرتفعة و التي المتسبب الرئيسي في ارتفاعها هو الضرائب التي تفرضها هذه الدول على النفط الخام حيث قد يصل مقدار الضرائب الذي تحصده هذه الدول إلى ما يقارب 66% من سعر البرميل الواحد، ثم تتحجج هذه الدول أن السبب هو نقص الإنتاج. و على العموم فقد لعبت هذه المنظمة دورا أساسيا في التصدي للأزمة قبل حدوثها و حتى بعد إنفجارها، فهي عملت قبل الأزمة على الرفع من سقف الإنتاج بغية السيطرة على جموح الأسعار لكن دون جدوى لأن الأسعار لم تكن تخضع لعوامل حقيقية، بل كانت المحرك الأساسي لتحرك الأسعار هي المضاربة بشكل أساسي التي تغذيها عوامل ظرفية سبق ذكرها، أما بعد الأزمة و بعد تهوي أسعار هذه المادة قامت المنظمة بالتخفيض من سقف الإنتاج بغية السيطرة على الانخفاض المستمر في الأسعار حتى بعد زوال العوامل الظرفية التي تغذي قوى المضاربة، حيث ظهرت هنا عوامل جديدة تغذي هذه القوة و المتمثلة أساسا في الثقة المتهاوية في الأسواق و كذا التنبؤات بدخول الاقتصاد العالمي في مرحلة ركود اقتصادي تتطور فيما بعد لحالة من الانكماش، وهو ما ألقى بضلاله على أسعار تداولات النفط حيث وقفت هذه المنظمة بوسائلها المتاحة على التصدي لها.

وما يقال عن الدور الذي لعبته منظمة أوبك قبل و بعد الأزمة أنه لم يتعدى أن يكون دور مسكن للأسواق بصفة خاصة و للاقتصاد العالمي بصفة عامة لأنه لم يعالج أسباب الأزمة و المتمثل في المضاربات والعمل على الحد

<sup>1</sup> قناة CNBC عربية، برنامج أنت المسؤول حلقة خاصة عن الأزمة المالية العالمية و خطة الإنقاذ الأمريكية مرجع سابق

من تأثيرها على الأسواق واكتفت بانتظار النتائج و الآثار لتعالجها فهي كغيرها غير فعالة ما لم تجد حلول لمسببات الأزمة.

### الفرع الثاني: دور صندوق النقد و البنك الدولي

حذر صندوق النقد الدولي من أن الاقتصاد العالمي أصبح يقف على حافة الكساد بسبب الأزمة المالية الراهنة، في حين أكد رئيس صندوق النقد الدولي « دومينيك سترأوس كان » على الحاجة للتعاون الدولي لتفادي الكساد، مشيراً إلى أن الأزمة المالية الراهنة وضعت الاقتصاد العالمي على حافة الكساد ، وحث « سترأوس كان » على التعاون الدولي، مؤكداً أن فقدان الثقة هو أكثر الأزمات إلحاحاً في أسواق المال حالياً، مشيراً إلى أن هذا الأمر جعل الأدوات الحكومية التقليدية مثل خفض أسعار الفائدة أقل فعالية. طالب الصندوق بأن تعطي الدول الأولوية لإعادة تمويل المؤسسات المالية التي تعرضت موازنتها لعجز شديد نتيجة انخفاض قيمة أصول القروض العقارية لديها ، وحث رئيس صندوق النقد الدولي الدول الغنية على تنسيق جهودها لمساعدة البنوك ومؤسسات الإقراض التي تعاني من عجز في السيولة النقدية، موضحاً أنه لا توجد دولة محصنة ضد الفوضى المالية.

وأكد رئيس FMI إلى أن الاقتصاديات الصاعدة ليست في منأى عن هذه الأزمة وأنها تواجه حالياً تراجعاً في معدلات النمو بسبب تراجع الطلب على صادراتها، وتقلص فرص حصولها على قروض خارجية.

### الفرع الثالث : نقد دور المؤسسات المالية الدولية

قال محللون أن صندوق النقد يكيل بمكيالين، فعندما يتعلق الأمر بتدخل دول أفريقية فقيرة في الاقتصاد يسارع إلى انتقادها، أما عندما تعلق الأمر بأكبر اقتصاد في العالم، وهو الاقتصاد الأمريكي، فإن الصندوق يسارع للمباركة والبحث السريع عن المبررات والحجج.

### المطلب السادس : السيناريوهات المحتملة للأزمة المالية العالمية

تفاوتت التوقعات بشأن التطورات المحتملة في الأزمة المالية الراهنة، فهناك من يرى أن المرحلة الصعبة فيها قد انتهت، وأن الاقتصاد العالمي سيتعافى في نهاية هذا العام، وهناك من يرى أن هذه الأزمة ستطول بعض الوقت، وقد تمتد حتى عام 2010، وأن بوادر تعافي الاقتصاد الأمريكي ومن ثم العالمي ستكون في النصف الثاني من عام 2009 على الأقل، لذلك فإن وضع سيناريو معين لمستقبل الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي في ظل هذه الأزمة يتوقف على طبيعة المرحلة التي يمر بها، وعلى مدى الاستقرار أو التغيير في أسعار المساكن وقدرتها على تخفيف الضغط على شركات التمويل لشطب الخسائر المرتبطة بالرهون العقارية، ومن ثم فإنه قد يكون من الصعب في هذا الوقت تحديد عمق أو مدة هذا التباطؤ أو الركود. إلا أنه بشكل عام يمكن

وضع ثلاثة سيناريوهات لما يمكن أن يكون عليه وضع الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي في المرحلة القادمة<sup>1</sup>:

### الفرع الأول : التعافي الاقتصادي السريع ( المتفائل )

وهذا السيناريو هو الأكثر تفاؤلاً، يقوم على توقع أن تكون مرحلة التباطؤ التي يمر بها الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي قصيرة ومؤقتة، وسليها مرحلة من الانتعاش السريع في نهاية عام 2008، وذلك للأسباب الآتية:

1. الأثر الفعال المنتظر من الإجراءات السريعة التي اتخذتها الولايات المتحدة الأمريكية ودول العالم الأخرى بعد ظهور الأزمة، والتي سعت لإنعاش الإنفاق الاستهلاكي، وإجراء المزيد من التخفيضات الضريبية، والتي يتوقع لها أن تختصر فترة التباطؤ، وتعيد الانتعاش إلى الاقتصاد الأمريكي ومن ثم الاقتصاد العالمي.

2. أن معدل التخلص من الوظائف في الولايات المتحدة بلغ 8000 وظيفة شهرياً منذ ديسمبر 2008، ويعتبر هذا أمراً بسيطاً، وذلك لأن المعدل الطبيعي للتخلص من الوظائف في معظم فترات الركود كان من 150000 إلى 200000 وظيفة شهرياً وهو ما لم يصل إليه الاقتصاد الأمريكي بعد.

3. أن السياسات النقدية والمالية المرنة التي تتبعها الولايات المتحدة كفيلة بأن تساهم في إنهاء حالة الركود، وتعتبر عملية إنقاذ المصارف من الإفلاس مثلاً على سرعة ومرونة التحرك إزاء السياسات المالية والنقدية لاحتواء هذه الأزمة.

4. سيادة التوقعات بقدرة الدول النامية الغنية ومنها الدول النفطية والخليجية على المساهمة بشكل فعال في انتعاش الاقتصاد الأمريكي والعالمي من مستتق الركود، وذلك من خلال ضخ المزيد من الأموال لامتناس هذه الأزمة، وفي هذا المجال يشار إلى قيام حكومات سنغافورة والكويت وكوريا الجنوبية بضخ أكثر من 21 مليار دولار لإنعاش سبتي جروب وميرل لنش، وإلى ضخ صناديق الاستثمار بالدول النامية لحوالي 96 مليار دولار بأكبر بنوك العالم منذ بدء الأزمة.

### الفرع الثاني : الدخول في مرحلة من الركود غير القصيرة ( الأقل تفاؤلاً )

وهذا السيناريو أقل تفاؤلاً، ويقوم على أن الجزء الأسوأ من الأزمة المالية العالمية قد انتهى، وأنه على الرغم من عدم وجود توقعات بالمزيد من الانهيارات وأزمات السيولة في مؤسسات مالية ومصرفية جديدة، إلا أن الاقتصاد الأمريكي ومن ثم العالمي لن يعود لوضعه الطبيعي في المستقبل القريب، وستكون هناك مرحلة من الركود

<sup>1</sup> - إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية مجلس الغرف السعودية 10 أكتوبر 2008.

يتوقع أن تستمر حوالي 12 شهرًا على أقل تقدير إن لم تمتد إلى 18 شهر. ويعزز هذه السيناريو ما أعلنه صندوق النقد الدولي بانخفاض توقعاته لنمو الاقتصاد العالمي ليصل إلى 5.1 % عام 2008، وكذلك الضعف المستمر للدولار الأمريكي، وضعف المؤشرات الاقتصادية، وارتفاع معدلات التضخم، هذا إلى جانب تدهور المؤشرات الخاصة بسوق الإسكان، وما هو معروف من أن دورات الإسكان طويلة، حيث تستمر فترات التراجع فيها لمدة غير قصيرة.

### الفرع الثالث: الدخول في نفق الكساد المظلم ( المتشائم )

وهذا السيناريو متشائم، واحتمالات حدوثه منخفضة، ويقوم على أن الاقتصاد الأمريكي، ومن ثم العالمي على مشارف الدخول لنفق مظلم من الركود سيؤدي بالتبعية إلى حالة من الكساد الاقتصادي طويل الأمد، وذلك عبر حدوث تداعيات أكثر سوءًا سيكون تأثيرها سلبي وكبير على العالم، ويستند التشاؤم في هذا السيناريو على الآتي:

-ارتفاع معدلات التضخم، التي ستزيد من الضغوط المفروضة على مالكي الرهونات العقارية، ومن ثم تنخفض معدلات تكوين مدخرات، سواء على مستوى الأفراد أو على مستوى الدول، والتي ستحتاج لوقت طويل لتجديد مدخراتها مرة أخرى.

-أن كل الجهود المبذولة من قبل الحكومة الأمريكية بالتعاون مع البنوك المركزية العالمية لحل هذه الأزمة هي مجرد مسكنات لامتناس الأثر النفسي عن طريق تأمين السيولة، ومنع انهيار أسعار الأسهم والسندات والأصول الأخرى، خاصة في ظل استمرار التأثير السلبي لمشكلات قطاع الإسكان، والتي حتمًا ستأخذ وقتًا أطول لحلها قد يصل لسنتين.

-وصول سياسة تخفيض سعر الفائدة من أجل توفير السيولة لنهايتها دون أن تنتهي الأزمة، مع بقاء الصعوبة في سداد الديون الناجمة عن أزمة الرهن العقاري، وهو ما سيقود لمرحلة من الركود القوي في الاقتصاد الأمريكي ومن ثم العالمي.

وأيا كان السيناريو الذي سيحدث لهذه الأزمة خلال الشهور والسنوات القادمة، فإنه يبدو أن معدل النمو في الاقتصاد العالمي سيظل منخفضًا لفترة غير قصيرة حتى ولو لم يتحول لنمو سلبي فسيبقى أقل مما كان عليه عام 2007، كما أن الخسائر التي تكبدها الاقتصاد الأمريكي والعالمي ستحتاج لفترة لتعويضها، الأمر الذي يشير إلى استمرارية ضعف الاقتصاد العالمي لفترة زمنية طويلة قد تستغرق بعض الوقت، وتنبأت مجلة (إيكونومست) حدوث أحد ثلاثة سيناريوهات لتداعيات الأزمة في المستقبل :

**الأول :** تسهم السياسات النقدية للدول في إحداث تأثير بسيط على الاقتصاد العالمي ونسبة احتمالية 60 %.

**الثاني:** تعرض الولايات المتحدة إلى كساد مع دعايات كبيرة مماثلة ستقع في جميع أنحاء العالم ونسبة احتمالته 30 %.

**الثالث :** أن يتبع دخول الولايات المتحدة في كساد وضعا مظلما للاقتصاد العالمي عبر حدوث تداعيات أكثر سوءا ونسبة احتمالته 10 %.

ويتسق الاحتمال الثاني والثالث مع توقعات وزير الخزانة الأمريكي السابق (لاري سامرز)، وتنبأ الكاتبان (بيتر بون) و (سايمون جونسون) في مقال لهما في صحيفة (واشنطن بوست) أن الحرب العالمية المقبلة ستكون مالية، لأن الأفق المالي العالمي يزداد كآبة وخطورة يوما تلو الآخر، فعرض (أيسلندا) ضمان مودعيها المحليين دون الأجانب هي خطوة نحو الحرب العالمية، وسرعان ما طالب وزير المالية البريطانية (غوردون براون) مقاضاة (أيسلندا) جراء ذلك. والحرب المالية ستكون مؤلمة ومكلفة في آن واحد، فهي ستؤدي إلى خفض تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، وستحمل أثارا بعيدة المدى على السياسات والسلام العالمي. وقد اقترح الكاتبان خطة من عدة نقاط لتجنب ما دعا إليه رئيس (أيسلندا) من أن " كل بلد مسؤول عن نفسه " لتجنب حرب عالمية مالية، منها : قيام القوى الصناعية العظمى بإعلان خطة جماعية تدعو إلى إعادة رسملة البنوك. -إعلان تلك الدول ضمان مؤقت لجميع الودائع والديون. خفض أسعار الفائدة، والالتزام بضخ السيولة في النظام المالي، وتوفير حماية أصحاب العقارات والغارقين في تسديد ديونها.

## المبحث الرابع : دراسة حالة مجموعة من الأسواق المالية

### المطلب الأول : السوق الأمريكي

البورصة الأمريكية أو ما يعرف اختصارا بـ (NYSE) هي أكبر البورصات العالمية سوا من ناحية عدد الشركات المدرجة و الذي يتجاوز أكثر من 1000 شركة و تزيد قيم التداول فيها ملايين الدولارات. ضف إلى ذلك أن هذه الأزمة و التي تعتبر من أخطر الأزمات التي مر بها الاقتصاد الأمريكي بصفة خاصة و الاقتصاد العالمي بصفة عامة كانت مصدرها الأساسي البورصة الأمريكية نتيجة التعامل بما يعرف بالرهون العقارية، لذلك نحاول في هذا المبحث التعرف على أهم معالم تأثر هذا الاقتصاد الكبير بهذه الأزمة مركزين في ذلك على مدى تأثر البورصة الأمريكية بآثارها.

**الفرع الأول: تقديم السوق الأمريكي :** تعتبر البورصة الأمريكية (NYSE) أو ما يعرف ب ( New York Stock Exchange)، من الأسواق العالمية حيث يعود تاريخ إلى السبعينات من القرن الثامن عشر وبالضبط في 17 ماي من سنة 1972 عندما قام 24 من أبرز السماسرة في الولايات المتحدة الأمريكية في ذلك الوقت وهم<sup>1</sup>:

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leonard Bleecker</li> <li>• Hugh Smith</li> <li>• Bernard Hart</li> <li>• Alexander Zuntz</li> <li>• John A. Hardenbrook</li> <li>• Samuel Beebe</li> <li>• Ephraim Hart</li> <li>• Isaac M. Gomez</li> <li>• G. N. Bleecker</li> <li>• John Bush</li> <li>• David Reedy</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Andrew D. Barclay</li> <li>• Sutton &amp; Hardy</li> <li>• Benjamin Seixas</li> <li>• John Henry</li> <li>• Benjamin Winthrop</li> <li>• John Ferrers</li> <li>• Gulian McEvers</li> <li>• Augustine H. Lawrence</li> <li>• Peter Anspach</li> <li>• Charles McEvers, Jr.</li> <li>• Robinson &amp; Hartshorne</li> </ul>
--	--

المصدر: الموقع الإلكتروني للبورصة الأمريكية [www.nyse.com](http://www.nyse.com).

بالتوقيع على اتفاقية «باتون وود» <<Buttonwood Agreement >>، ثم في العام 1817 قام السماسرة الأربع والعشرون بتشكيل ما يسمى ب (NYS& EB) أي (New York Stock & Exchange Board)، أما في العام 1863 أختصر الاسم إلى (NYSE) أما في العام 1869 فقد تمت عملية الاندماج بين هذه الأخيرة و مع الهيئة الحكومية للسندات، ثم في العام 1972 تم ترشيح شركة خاصة لجعل العمليات في هذه السوق آلية عن طريق شركة (SIAC) أو (Securities Industry Automation Corporation)، أما في العام 2004 و بغية تكريس الثقة و حماية حقوق المساهمين قام الجهاز الوظيفي في (NYSE) بتشكيل لجنة مستقلة تعنى أساسا بالسهر على تحقيق ما سبق، من جهة أخرى يعتبر العام 2006 من أهم الأعوام في مسيرة هذا السوق كونه تحول إلى ما يعرف الآن (NYSE)Group عند قيامه بالاندماج مع ما يعرف Archipelago، حيث بدأ التداول في الشركة الجديدة الناتجة عن عملية الاندماج في الثامن من مارس من نفس العام. كما تجدر الإشارة إلى أن شركة Archipelago قبل عملية اندماجها مع (NYSE) كانت قد استحوذت على شركة PACIFIC EXCHANGE في العام 2005.

أما عن أهم مراحل نشأة Archipelago فهي كما يلي: في العام 1997 تم انطلاق عمل شركة ARCA والتي هي عبارة عن شبكة للاتصال الإلكتروني، ثم في العام 2000 استحوذت هذه الشركة على PCX Equity Trading Business، أما في العام 2001 كانت انطلاقة Archipelago EXCHANGE، ليتم في سنة 2004 إعادة هيكلة هذه الخيرة إلى شركة قابضة في التاسع عشر من أوت من نفس السنة.

أما عن المراحل التي مرت بها PACIFIC EXCHANGE فهي: في العام 1882 تم تأسيس سوق للتداول في الأسهم و السندات في سان فرانسيسكو، بعد ذلك كانت انطلاقة سوق لوس أنجلوس للأوراق المالية الناتج عن

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني للبورصة الأمريكية [www.nyse.com](http://www.nyse.com).

إعادة تنظيم شركة لوس أنجلوس لتداول النفط، ليتم بعد ذلك الاندماج بين السوقين لتكوين شركة ساحل المحيط الهادئ للأوراق المالية، أما في العام 1976 قامت السوق السابقة الذكر بإطلاق منصة للتداول في الخيارات، و في العام 2001 كانت نشأة شركة Archipelago EXCHANGE بعد عملية تنظيم لمنشأة EXCHANGE PACIFIC.

**الفرع الثاني : واقع الأزمة المالية العالمية على السوق الأمريكي :** المتتبع لهذه الأزمة يرى أن بداياتها كانت في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال ما يعرف بالرهون العقارية و التي تعتبر إحدى تقنيات المشتقات المالية التي تستعمل في الأسواق المالية لهدف الحيلة، و تعتبر صناديق المضاربة و التحوط هي أهم المتعاملين بهذه التقنيات، و لن نقوم هنا بإعادة وقائع الأزمة من البداية ولكن سوف نقوم بتلخيصها تلخيصا مبسطا بغية التعرف على مدى تأثير الاقتصاد الأمريكي بها بصفة عامة والسوق المالي بصفة خاصة.

كانت هذه الأزمة عند قيام البنوك والمؤسسات المالية التي تنشط في المجال العقاري ببيع ديونها لشركات تحصيل الديون عند العجز عن تحصيلها في نفس الوقت التي كانت هذه البنوك و المؤسسات تعاني من مشاكل في السيولة للوفاء بالتزاماتها تجاه المودعين و المستثمرين. في خطوة ثانية قامت شركات تحصيل الديون بعملية التوريق لهذه الديون و طرحها في السوق المالي الأمريكي، و زيادة على ذلك قامت مؤسسات التأمين بعملية التأمين على لأوراق الناتجة عن عملية التوريق هذه أساسا ضد مخاطر عدم السداد، و زيادة على إضفاء الثقة على هذه الأوراق قامت وكالات التصنيف بمنحها تصنيفات عالية (AAA) مما أغرى المستثمرين على اقتناء هذه الأوراق و بقوة.

بعد مدة شهدت هذه الأوراق العديد من المشاكل مما جعلها أداة استثمارية غير ناجعة مما أدى إلى موجة من النزول في أسعار هذه الأوراق في البورصة الأمريكية، و كنتيجة لعملية النزول شهد الاقتصاد الأمريكي بصفة عامة ضيقا في عملياته الاستثمارية ألقت بظلالها على بورصة وول ستريت و التي كانت لها نتائج جد سيئة على جميع قطاعات السوق الأمريكي خاصة بعد تنامي موجة الإفلاس خاصة لتلك الشركات العملاقة مثل ليمان براذرز والشركة العالمية للتأمين وغيرهما.

كما توصلنا سابقا إلى أن البورصة الأمريكية تتكون من العديد من المؤشرات التي تعكس نشاط السوق عند التداول، و لقد شهدت هذه المؤشرات موجة عالية من النزول خاصة في الآونة الأولى من إنفجار الأزمة، فلقد شهد مؤشر الناسداك الصناعي خسائر فاقت 20% خلال الفترة الممتدة من 15 أكتوبر إلى 15 نوفمبر 2008، أما المؤشر التكنولوجي الداوجونز فلقد شهد هو أيضا خسائر حادة قدرة بحوالي 11% خلال نفس الفترة. و كنتيجة لهذا شهد مؤشر الناسداك المجمع خسائر حادة تعتبر الأولى من نوعها منذ اعتماد المؤشر في الوقت الذي تعتبر حالة السوق الأمريكي حالة لم يشهد مثلها منذ ما بعد الكساد الكبير في أكتوبر 1929، كما تجدر الإشارة إلى أن مؤشر (S&P500) الذي يحتوي على أعلى 500 شركة من حيث القيمة السوقية قد يحول إلى غير ذلك إن



استمرت الأزمة بنفس الحدة. ثم بعد ذلك عرفت السوق موجة أخرى من موجات النزول التي أصبحت الصفة المميزة للسوق في هذه الفترة خاصة بعد ظهور أزمة قطاع صناعة السيارات على السطح من خلال أزمة جنرال موتورز (GM) و كرايسلر التي كانت تعاني من مشاكل في السيولة تحول دون تسديد إلتزاماتها ومواصلة العملية الإنتاجية خاصة بعد فشلها في الحصول على مساعدات مالية من الحكومة أسوة بالقطاع المالية و باقي الشركات الأخرى التي تحصلت على تمويل من طرف الحكومة الأمريكية ضمن ما يعرف بخطة بولسون الذي كان آنذاك وزير للخزانة في عهد الرئيس بوش الابن، و التي قدرت بحوالي 700 مليار دولار لتحفيز الاقتصاد نتناول تفاصيلها لاحقاً، كما لم تحصل أيضاً على الموافقة على طلب الحماية تحت ما يعرف بالبند الحادي عشر الذي ينص عليه القانون الأمريكي في مثل هذه الحالات و الذي يعطي للمؤسسة الحق في الحماية من الدائنين لمدة سنة واحدة تقوم فيها المؤسسة بإعادة هيكلة نفسها فيها، ومعاودة القيام بتسديد إلتزاماتها. كما تجدر الإشارة هنا أن الخطة المذكورة سابقاً لم يكن لها الوقع الذي كان مرجو منها على السوق خاصة بعد العديد من الانتقادات التي وجهت لها، و كذا للإدارة التي كانت آنذاك، و مع طريقة التصويت عليها حيث أنها تم رفضها العديد من المرات قبل اعتمادها، إلا أنها مكنت السوق من القيام بعملية جني أرباح خلال الأسبوع الأول من إقرارها.

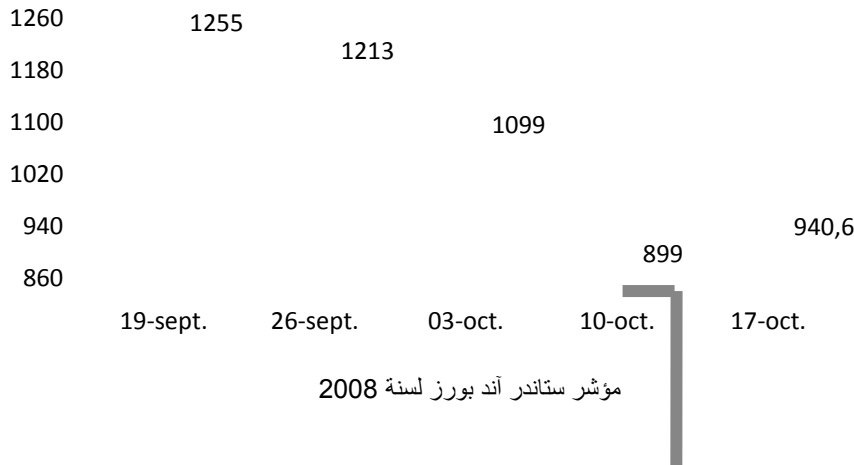
أما في العام 2009 فقد شهدت السوق موجة من الهدوء مع ترقب انتخاب رئيس جديد للبلاد، و هو الذي تم في العشرين من يناير منه الشيء الذي كان له الوقع الجيد على السوق لتشهد موجة من الارتقاعات كرد فعل على انتخاب الديمقراطي باراك أوباما بعد تراجع ثقة الأمريكيين في الحزب الجمهوري الذي وقعت العديد من الأزمات خلال فترات ولايته مثل هذه الأزمة و أحداث الحادي عشر من سبتمبر 2001، إلا أن الأسواق ما لبثت أن عاودت النزول من جديد و ساد اللون الأحمر على جميع القطاعات خاصة مع استفحال مشكلة قطاع السيارات في البلاد و مطاردة شبخ الإفلاس لشركاته، و ضرورة البحث عن مخرج لها يعمل على إعادة الثقة للسوق و كذا عودة النشاط الاستثماري له، و كان ذلك من خلال تقديم وزارة الخزانة لرائدتي صناعة السيارة لتمويل بقيمة تفوق 80 مليار دولار لجنرال موتورز و أكثر من 10 مليار دولار لكرايسلر الشيء الذي أنعش السوق بعض الشيء، و عودة النشاط للسوق إلا إن ذلك لم يكن كافياً للسوق ليشهد نشاط استثماري معتبر، مما دعا الحزب الديمقراطي من خلال الرئيس المنتخب إلى ضرورة إيجاد خطة لإنقاذ الاقتصاد ككل و كان ذلك من خلال الخطة التي اقترحها القادم الجديد للبيت البيض و التي قدرت ب 825 مليار دولار إلا أنها مرشحة لتصل إلى التريلليون دولار، و التي سوف نتناول تفاصيلها كذلك لاحقاً، حيث عملت هذه الأزمة على إعادة الثقة للسوق ليعود اللون الأخضر و بالتالي الاستثمار و الاقتصاد ككل.

إلا أن السوق المالي الأمريكي يبقى يعرف تذبذباً في الأداء الذي يعود أساساً إلى نتائج الشركات المدرجة وتوقعات توسع أو انكماش هذه الشركات من جهة و كذا توقعات الانكماش للاقتصاد ككل، ومعدلات النمو المتوقعة و ذلك من خلال البيانات التي تصدر عن الهيئات الرسمية و غير الرسمية، وأمام هذا الوضع الذي تمر به البورصة



بصفة خاصة و السوق بصفة عامة فقط قامت الحكومة الأمريكية بالعديد من الإجراءات التي من شأنها أن تقلل من الآثار السلبية لهذه الأزمة على جميع المتعاملين .

### الشكل رقم 62 : أداء مؤشر ستاندرد آند بورز



المصدر: محمد أيمن عزت الميداني, ندوة الثلاثاء الاقتصادية، قراءة في الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة 3-2009

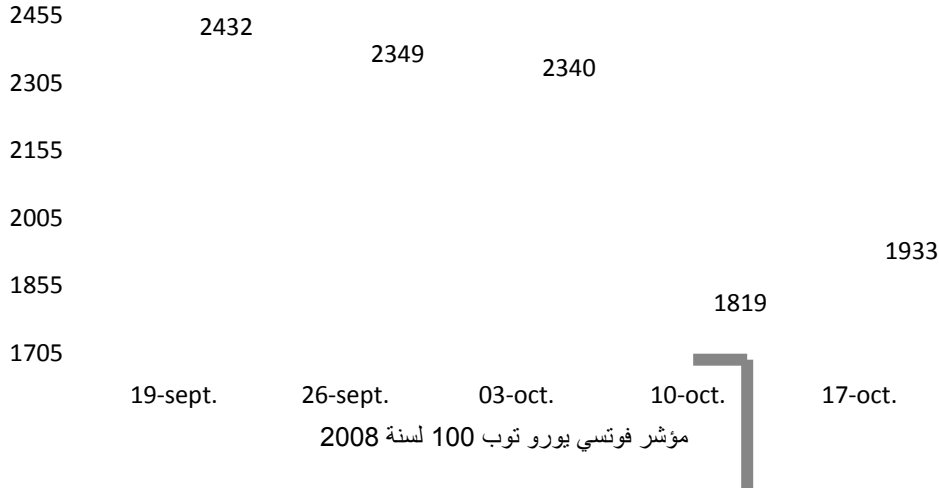
شهدت الأسهم الأمريكية تقلبات عنيفة خلال الأسبوع، ولكنها تمكنت من التعافي بعض الشيء بعد أن ضخّت الحكومة الأمريكية المزيد من السيولة في القطاع المصرفي، رغم استمرار المخاوف من انزلاق الاقتصاد تجاه الكساد في ظل انخفاض الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري وهبوط الإنتاج الصناعي وارتفاع البطالة وتدهور أسعار المساكن والنفط والسلع. قد ارتفع مؤشر داو جونز خلال الأسبوع المنتهي في 17 أكتوبر، بنسبة 4.7% ، وستاندر آند بورز 4.6% وناسداك 3.7% وجاء هذا الارتفاع بعد خسائر هذه المؤشرات بنحو 28% في الأسابيع الثلاثة السابقة، في حين بلغت خسائر هذه المؤشرات منذ بداية السنة كالتالي : داو جونز 33.8% ، ستاندر آند بورز 36.4% ، ناسداك 36% .

■ ومن أبرز أخبار الشركات، جاءت الأرباح الربعية لكل من "كوكاكولا" و"جوجل" و"إنتل" و"مايكروشيب" أعلى من توقعات المحللين، وارتفعت أرباح الشركة الطبية "جيني تيش" 6.6% بسبب ارتفاع مبيعاتها، وتدعمت أسهم "سي تي جروب" و"بنك أمريكا" نتيجة اعتقاد المستثمرين أنهما من ضمن البنوك التسعة التي تعتزم وزارة الخزانة شراء حصص من أسهمها، في حين نصح المليونير "بافت" شراء الأسهم الأمريكية بعد أن بدأ هو بالشراء، وفي الجانب السلبي، خفضت شركة "هوني ويل" من أرباحها للربع الرابع وتوقعت كساد في أمريكا وأوروبا في السنة القادمة، وجاءت أرباح شركة "بيبيسي كولا" مخيبة للأمل وأقل من المتوقع، وسجل بنك "سي تي جروب" خسائر ربعية للمرة الرابعة بسبب خسائر القروض وشطب الديون الرديئة. وحذرت "إي بي" من انخفاض إيراداتها السنوية، وتوقع "مورجان ستانلي" حدوث كساد كبير في أرباح الشركات وارتفاع المخاطر، ونصح المستثمرين بالتركيز على الأسهم الدفاعية، مثل أسهم المنافع والمرافق الخدمية والابتعاد عن تلك المرتبطة بالدورة الاقتصادية.

■ وفي مجال البيانات الاقتصادية، ذكرت وزارة الخزانة الأمريكية أنها ستضخ 250 مليار دولار في البنوك. وأظهرت البيانات هبوط مبيعات التجزئة في سبتمبر لتعكس بذلك ضعف الإنفاق الاستهلاكي، وانخفضت النشاطات الصناعية في الشهر الحالي لتصل إلى أدنى مستوى لها في 18 سنة، وانخفضت تصاريح بناء المساكن الجديدة في سبتمبر إلى أدنى مستوى لها في 27 سنة، وانخفض مؤشر ثقة المستهلكين لجامعة ميتشجان ورويترز في أكتوبر بشكل قياسي. وأظهر تقرير لمجلس الاحتياطي الفيدرالي ضعف النشاطات الاقتصادية في سبتمبر مع هبوط الإنفاق الاستهلاكي والإنفاق الاستثماري. وانخفض سعر النفط الخام بنسبة 7.5% خلال الأسبوع، ليصل سعر البرميل 71.85 دولار من نوع غرب تكساس بعد ارتفاع المخزون الأمريكي الحكومي الذي عكس إنخفاض الطلب على النفط.

## المطلب الثاني : واقع الأزمة المالية العالمية على السوق الاوربي

الشكل رقم 63 : أداء مؤشر فوتسي يورو توب 100 لسنة 2008



المصدر: محمد أيمن عزت الميداني, ندوة الثلاثاء الاقتصادية، قراءة في الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة 3-3-2009

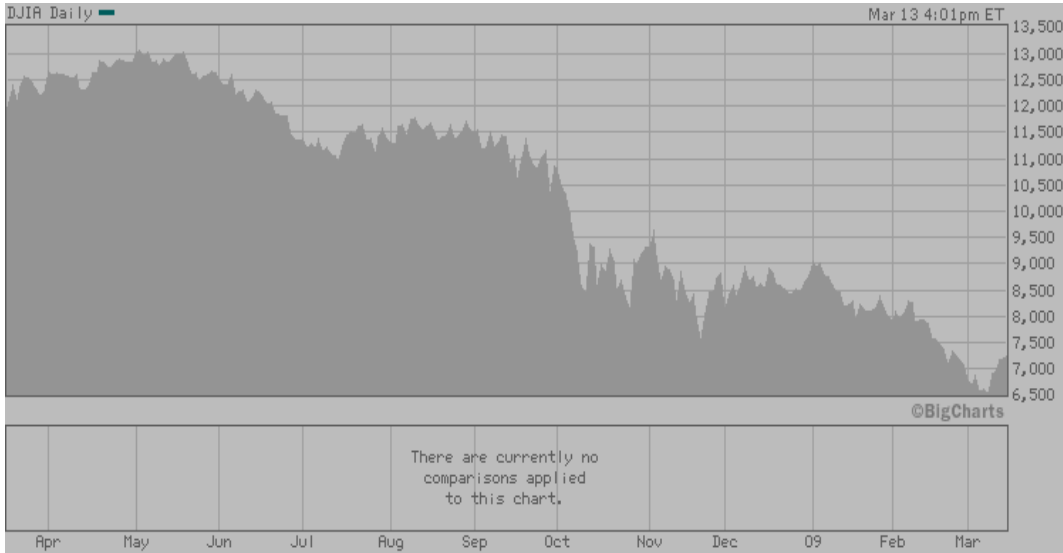
هناك سؤال يمكن طرحه وهو ما دخل العالم في هذه الأزمة إذا كانت تخص الولايات المتحدة؟ بما أن الولايات المتحدة الأمريكية تلعب دوراً محورياً في العالم فهذا يعني أن البنوك والشركات الأمريكية كلها تعمل على نطاق عالمي وتطرح أسهمها في كل البورصات العالمية وفيها مساهمون من كل دول العالم وعندما تأزم كل ذلك فمن البديهي أن تتأثر كل دول العالم التي تدور في فلك الاقتصاد الأمريكي<sup>1</sup>.

لقد كان من أول وأهم آثار الأزمة العالمية حدوث سلسلة انهيارات متتالية في أسواق المال العالمية، بدأت من الولايات المتحدة الأمريكية وانتهت في آسيا، وقد قدرت وكالة بلومبيرغ المالية التي تابعت أداء 89 سوقاً مالية حول العالم خسارة أسواق المال في عام 2008 بقرابة 30 تريليون دولار<sup>2</sup>، بينما تشير تقديرات بنك التنمية الآسيوي إلى أن خسارة العالم قاربت الـ 50 تريليون دولار من الأصول المالية في عام 2008<sup>3</sup>.

ولنظرة أكثر قرباً على خسار أسواق المال العالمية نورد هنا الخسائر التي منيت بها بعض الأسواق الرئيسية: ففي الولايات المتحدة خسر مؤشر "داو جونز" الصناعي ما يقارب 50% من قيمته منذ أعلى مستوى له عند 14043 نقطة في 8 تشرين الأول عام 2007، والمخطط التالي يبين خسارة المؤشر لنصف قيمته خلال سنة واحدة<sup>4</sup>:

**الشكل رقم 64 : خسارة مؤشر "داو جونز" لنصف قيمته خلال سنة واحدة**

<sup>1</sup> - الأزمة المالية العالمية وأثرها على علي العالم العربي مقدم إلى : إدارة مشروع "الطرق المؤدية إلى التعليم العالي" ضمن متطلبات الحصول على شهادة حضور البرنامج التدريبي بشتاء 2009، إكرام حافظ عبد الحميد علي محافظة التدريب : سوهاج الكود: 3035 ص 100 .  
<sup>2</sup> محمد أيمن عزت الميداني، ندوة الثلاثاء الاقتصادية، قراءة في الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة 3-3-2009  
<sup>3</sup> الجزيرة نت، الاقتصاد والأعمال 9-3-2009  
<sup>4</sup> مؤشرات الأسهم الأمريكية على موقع شبكة سي إن إن الأمريكية على الإنترنت



المصدر: مؤشرات الأسهم الأمريكية على موقع شبكة سي إن إن الأمريكية على الإنترنت

ففي إنكلترا خسر مؤشر "فاينانشال تايمز" لبورصة لندن ما يقارب 40% من قيمته خلال أقل من سنة واحدة منذ أيار 2008 وحتى آذار 2009 , والمخطط التالي يوضح ذلك<sup>1</sup>:

الشكل رقم 65 : خسارة مؤشر "فاينانشال تايمز" خلال أقل من سنة واحدة



المصدر : حصاد الجمعة الاقتصادي، الجزيرة 8 \ 15 2009.

– وفي ألمانيا صاحبة أكبر اقتصاد في أوروبا, خسر مؤشر سوقها "داكس" ما يقارب 45% من قيمته نتيجة للأزمة المالية العالمية خلال سنة واحدة من أيار 2008 وحتى آذار 2009, والمخطط أدناه يبين ذلك<sup>2</sup>: وتوقعت الحكومة الألمانية عجزاً في الموازنة لعام 2009م، يصل إلى 3.9% من ناتجها الإجمالي<sup>3</sup>.

الشكل رقم 66 : خسارة مؤشر "داكس" خلال سنة واحدة

<sup>1</sup> مؤشرات الأسهم الأوروبية على موقع بي بي سي على الإنترنت  
<sup>2</sup> مؤشرات الأسهم الأوروبية على موقع بي بي سي على الإنترنت  
<sup>3</sup> حصاد الجمعة الاقتصادي، الجزيرة 8\5\2009.



المصدر : حصاد الجمعة الاقتصادي، الجزيرة 8 \ 15 2009.

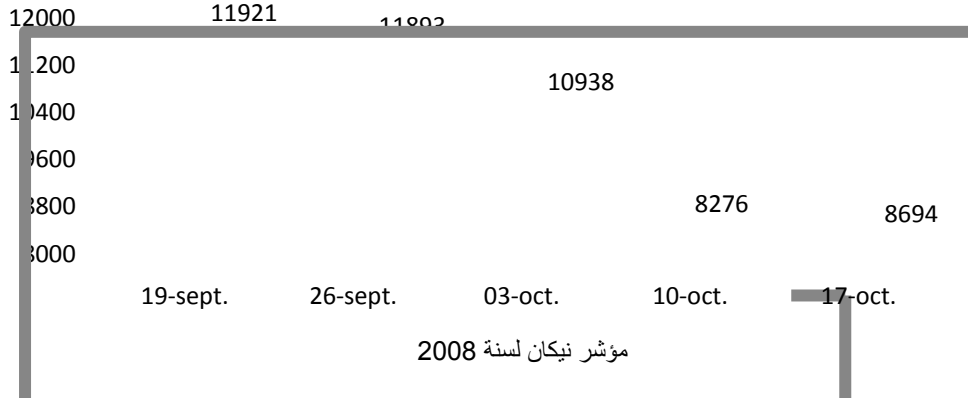
■ ارتفع مؤشر كل من ميبتل الإيطالي و داكس الألماني وكاك الفرنسي وفوتسي البريطاني بنسبة 7.1% و 5.2% و 4.8% و 3.3% خلال الأسبوع على في حين انخفضت الأسواق الأوروبية بنحو 40% منذ بداية السنة بسبب أزمة الائتمان التي تسببت بخسائر ضخمة للقطاع المصرفي، وجمدت الإقراض بين البنوك، وأثارت القلق تجاه الاقتصاد وأرباح الشركات، قاد هذا الارتفاع الأسبوعي أسهم المؤسسات المالية نتيجة ابتهاج المستثمرين بالخطوات المنسقة التي اتخذتها الحكومات والبنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم لإنقاذ أسواق الائتمان، وإعلان الأوروبيين عن خطة إنقاذ بأكثر من 2 تريليون دولار، الأمر الذي حسن من فرص إقراض الشركات الصناعية والخدماتية رغم توقع تأثر ربحيتها و شهدت الأسواق الأوروبية إنخفاض تكاليف الإقراض بالدولار كنتيجة لضخ البنوك المركزية الأوروبية المزيد من السيولة في النظام المصرفي.

■ وفي ألمانيا، انخفضت ثقة المستثمرين في أكتوبر بأعلى من المتوقع، ولأول مرة منذ ثلاث أشهر، بسبب الأزمة وفي بريطانيا، انخفضت أسعار المساكن في سبتمبر لتصل إلى أدنى مستوى لها في ثلاث عقود، وتسارعت أسعار المستهلكين لتصل إلى أعلى مستوى لها في 16 سنة.

### المطلب الثالث : واقع الأزمة المالية العالمية على السوق الياباني

ارتفع مؤشر نيكاي بنسبة 5% خلال الأسبوع، في حين بلغت خسائره 43.2% منذ بداية السنة، وارتفع الين مقابل الدولار، ليصل الدولار 101.6 ين مع توقع انزلاق الاقتصاد الأمريكي تجاه الكساد، وجاء ارتفاع مؤشر نيكاي الأسبوعي لأول مرة منذ بداية سبتمبر وبعد انخفاض بنسبة 24.3% في الأسبوع السابق في ظل تقلبات عنيفة لم يشهدها من قبل، وبدعم من التزام الحكومات في مختلف أنحاء العالم بإعادة الثقة إلى النظام المالي، مع اتجاه المستثمرين إلى الأسهم الدفاعية مثل، أسهم شركات الاتصالات والأدوية والمنافع .

الشكل رقم 67 : أداء مؤشر نيكاي لسنة 2008



المصدر: محمد أيمن عزت الميداني، ندوة الثلاثاء الاقتصادية، قراءة في الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة 2009-3-3

■ انخفض الطلب على قطاع الخدمات في أغسطس بأعلى من المتوقع ليعكس بذلك ضعف الإنفاق الاستهلاكي وتدهور سوق العمل والتضخم، وعدم قدرة الإنفاق الاستهلاكي على دعم النمو الاقتصادي.

■ لقد ارتفع المؤشر الثلاثي الذي يعكس قطاع الخدمات بنسبة 1.4% عما كان عليه في يوليو، في حين توقع الاقتصاديون انخفاضه 0.9% وأظهر مسح لرويترز إنخفاض ثقة رجال الصناعة اليابانيين في أكتوبر إلى أدنى مستوى لها في ست سنوات، الأمر الذي عكس هشاشة الاقتصاد الياباني وتوقع انزلاقه نحو الكساد، وأظهر مسح آخر أن الطريقة الوحيدة لوقف تدهور الأسهم اليابانية هو زيادة الإنفاق الحكومي وتطبيق سياسات اقتصادية جديدة على أن تكون جزءاً من جهود دولية منسقة بين الاقتصادات الرئيسية في العالم، في اليابان كذلك خسر مؤشر "نيكاي" لبورصة طوكيو ما يقارب 42% من قيمته خلال عام 2008 فقط<sup>1</sup>.

■ **المركزي الياباني يضخ 9.5 مليار دولار لتخفيف اضطرابات السوق :** في محاولة لتخفيف حدة الاضطرابات في أسواق المال اليابانية ضخ البنك المركزي في طوكيو أمس 9.5 مليار دولار " ترليون ين"، ورغم إقرار الكونغرس الأمريكي خطة لإنقاذ المصارف في الولايات المتحدة لا يزال المستثمرون اليابانيون متشائمين حيال صحة الاقتصاد الأمريكي وقلقين من ارتفاع سعر صرف الين في مقابل الدولار في أسواق القطع على ما يفيد متعاملون، وتراجع مؤشر نيكاي في بورصة طوكيو بنسبة 4.25 في المائة أمس عند الإقفال مسجلاً أدنى مستوى له منذ أكثر من أربع سنوات ونصف السنة بسبب مخاوف متزايدة من صحة الاقتصاد في الولايات المتحدة وأوروبا وتراجع سعر الدولار في مقابل الين. وخسر مؤشر نيكاي 46.05 نقطة 4.25 في

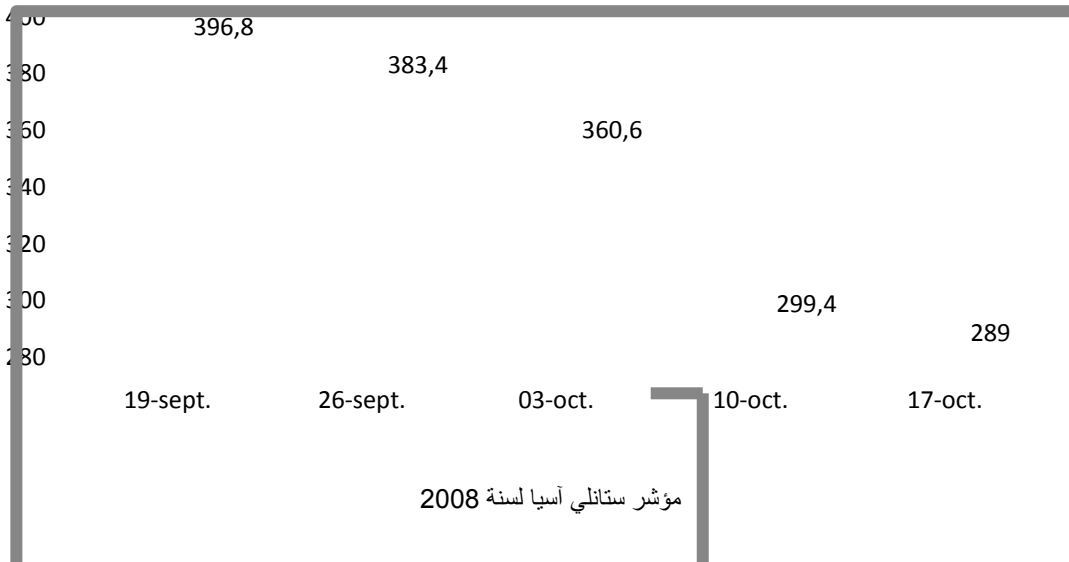
المائة ليصل إلى 10473.09 نقطة وهو أدنى مستوى له عند الإقفال منذ 12 فبراير 2004 وخسر مؤشر توبيكس الموسع 48.92 نقطة ليصل إلى 999.05 نقطة، وهي المرة الأولى منذ ديسمبر 2003 التي ينهي فيها هذا المؤشر جلسات التداول تحت عتبة الألف نقطة، وشهدت أسهم المصارف اليابانية الكبيرة اضطرابات كبيرة. مما دفع البنك

<sup>1</sup> محمد أيمن عزت الميداني، ندوة الثلاثاء الاقتصادية، قراءة في الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة 2009-3-3

المركزي الياباني ضخ المزيد من الأموال لتخفيف حدة الاضطرابات في أسواق المال، حيث ضخ تريليون ين (9.5 مليار دولار) وفي أسواق العملة تراجع الدولار أمام الين 104.57 ليصل إلى 104.52105.03 ين مقابل 105.01 ين، كما تراجع اليورو أمام الدولار ليصل إلى 1.36501.3655 دولار مقابل 1.38361,3838 دولار.

### المطلب الرابع : واقع الأزمة المالية العالمية على السوق الآسيوي

الشكل رقم 68: أداء مؤشر مورجان ستانلي آسيا



المصدر: محمد أيمن عزت الميداني، ندوة الثلاثاء الاقتصادية، قراءة في الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة 2009-3-3

واصلت الأسهم الآسيوية الانخفاض للأسبوع السابع على التوالي بسبب المخاوف من تدهور أرباح الشركات الآسيوية التي تعتمد في إيراداتها على الصادرات إلى الغرب، لقد جاء هذا الانخفاض رغم التزام دول المنطقة ببذل الجهود للتخفيف من آثار الأزمة الائتمانية وضمن بعض حكومات المنطقة لودائع البنوك مثل استراليا وسنغافورة وماليزيا وهونج كونج، وكانت سوق الصين الأكثر انخفاضا، حيث سجلت خسائر بنسبة 5.1%، يليها

كوريا 4.9%، كل من إندونيسيا وسنغافورة 3.6%، تايوان 3.3%، ماليزيا 3.1%، هونج كونج 1.6% في حين ارتفعت سوق تايلاند 4.3%، لقد بلغت خسائر مؤشر مورجان ستانلي الآسيوي بدون اليابان 53% منذ بداية السنة.

- وفي الصين، يسود القلق من تباطؤ النمو رغم انخفاض حدة القلق تجاه النظام المصرفي العالمي، إذ يتوقع الاقتصاديون تباطؤ النمو الاقتصادي في الربع الثالث ليصل إلى 9.7% عما كان عليه منذ سنة، وهو أدنى مستوى له في أربع سنوات، في حين ارتفع بمعدل 10.1% في الربع الثاني.
- وفي كوريا، يتوقع الإعلان عن ضمان الحكومة لديون البنوك، وضح 30 مليار دولار في البنوك، وإحداث تخفيضات ضريبية لإعادة الثقة للسوق.
- وفي سنغافورة، انخفضت الصادرات في سبتمبر للشهر الخامس على التوالي بسبب ضعف الطلب من أمريكا وأوروبا.

### المطلب السابع: التوقعات لما بعد الأزمة

يبدو بأن التوقعات أصبحت تؤكد الآن أن الاقتصاد العالمي سوف يعاني كثيراً من جراء هذه الأزمة ليس الاقتصاد الأمريكي أو الأوروبي فقط ولكن جميع اقتصاديات العالم، بالطبع يعتبر الاقتصاد الأمريكي أكثر المتضررين حيث يتوقع أن ينخفض معدل نموه إلى ما يقرب الصفر يليه الاقتصاد الأوروبي الذي هو أصلاً ليس أحسن حالاً حيث أن معدل نموه لا يتوقع أن يتجاوز النصف في المائة، بالنسبة للاقتصاد الياباني الذي كان يعتقد بأنه بدأ يتعافى من كساد طويل خيم عليه طيلة الخمسة عشرة سنة الماضية يتوقع له الآن على أثر هذه الأزمة أن يرجع في انتكاسة تقوض تعافيه الذي طال انتظاره، وحتى الصين والهند التي كانت تحقق معدلات نمو عالية خلال الثلاثين سنة الماضية يتوقع أيضاً أن تتأثر بهذه الأزمة وتنخفض فيها معدلات النمو بشكل ملموس، هذا ينطبق بالطبع على دولنا العربية التي بدون شك سوف تتأثر بهذه الأزمة، كما أنه من المتوقع أن تنخفض فيها وفقاً لذلك معدلات النمو الاقتصادي حيث بدلاً مما أصبحت تحققه خلال السنوات القليلة الماضية من معدلات نمو تصل إلى 6% في المتوسط يمكن أن تنخفض معدلات النمو إلى حدود 4.5% على أفضل تقدير، سوف تكون كثير من الأرقام المتعلقة بتأثيرات هذه الأزمة أكثر تحديداً وأكثر دقة مع نهاية هذا العام إلا أنه يمكن من الآن على الأقل تحديد القطاعات التي من المتوقع أن تتأثر بهذه الأزمة على سبيل المثال لا الحصر.

**أولاً: الطلب على النفط ومستوى أسعاره:** إن الاقتصاديات العربية في معظمها تعتمد على إنتاج وتصدير النفط، وكما شاهدنا فإن الأزمة أدت إلى انخفاض سعر البترول بأكثر من 60% هذا إضافة إلى اضطراب دول الأوبك إلى تخفيف إنتاجها من النفط، ويعتبر هذا التأثير هو الأكبر للأزمة على الاقتصاديات العربية خاصة إذا أخذنا في



الاعتبار أن الإيرادات النفطية هي المصدر الوحيد للدخل تقريباً في كثير من البلدان العربية مما يعني أن الإنفاق الحكومي وهو المحرك الأساسي للاقتصاد سوف يتأثر وفقاً لذلك.

**ثانياً : الحصول على التمويل وتكاليفه :** نعتقد على ضوء هذه الأزمة بأن الممارسات المصرفية الخاصة بمنح الائتمان وتكاليفه قد تتغير حيث سوف يكون هناك حرص أكبر في اختيار المقترضين والمشاريع القابلة للتمويل، كما أن تكاليف التمويل ستبقى مرتفعة نسبياً الأمر الذي قد يؤدي إلى ممارسات مصرفية أكثر حذراً وأكثر انتقائية.

**ثالثاً : الاستثمارات الأجنبية :** المتوقع أن تنخفض الاستثمارات الأجنبية على إثر هذه الأزمة ووفقاً لبعض التقديرات فإن مثل هذا الانخفاض قد يصل إلى 30 % مقارنة بالعام الماضي.

**رابعاً : التجارة :** أيضاً متوقع لها أن تتأثر سلباً بهذه الأزمة بما يشمل مرافق التجارة من موانئ وقنوات مائية.

**خامساً تحويلات الأيدي العاملة :** من المتوقع أيضاً أن تتأثر سلباً حيث أن انكماش النشاط الاقتصادي من شأنه أن يمثل فرص عمل أقل ومستويات رواتب وأجور أدنى.

**سادساً : الأسواق المالية :** أكثر المتأثرين عالمياً وعربياً وهي تعكس مختلف التفاعلات مع هذه الأزمة من ضعف أوضاع المؤسسات المالية المتضررة إلى التوقعات السلبية لأداء الاقتصاد بشكل عام وما يترتب عليه من ضعف أداء الشركات ومختلف القطاعات إضافة إلى صعوبة وارتفاع تكاليف التمويل، صحيح أن أسعار الأسهم عالمياً أو عربياً أقل من قيمة الشركات وأدائها حالياً لكن الأسعار في الواقع تعكس أيضاً توقعات قيم الشركات وأدائها في المستقبل على ضوء هذه الأزمة وما قد تسببه من تراجع وكساد الاقتصاد، وفي الواقع إن تداعيات هذه الأزمة لا تنحصر مثلما ذكرنا في هذه الجوانب فقط بل إن تأثيراتها تبدو بأنها سوف تكون أبعد بكثير على الصعيد العربي والعالمي.

على الصعيد العربي فإن التأثيرات بعيدة المدى لهذه الأزمة ويمكن أن تؤثر على سياسات الإصلاح وبخاصة تحرير القطاع المالي حيث من المتوقع أن يكون هناك على إثر هذه الأزمة مراجعة وإعادة نظر حول مدى ودرجة التحرير التي يمكن أن تكون مقبولة للأنشطة المالية دون أن تؤدي إلى تعرض الدول المعنية إلى مخاطر مماثلة لما حصل خلال هذه الأزمة، طبعاً من ناحية زيادة الحرص والتحوط فإن مثل هذا الموقف يمكن أن يكون مطلوباً إلا أننا نخشى بأن يمثل ذلك ذرائع للتراجع عن الإصلاح المطلوب. كذلك فمن المتوقع على المدى البعيد أن يعاد النظر في موضوع الاستثمارات سواء الاستثمارات الأجنبية في المنطقة أو استثمارات المنطقة في الخارج.

على صعيد الاستثمارات الأجنبية في المنطقة فعلى ضوء الحركة السريعة لهذه الاستثمارات خلال الأزمة خاصة بالنسبة للاستثمارات التي تدعى الأموال الساخنة فإن تجربة دول المنطقة كما هي حال تجارب الدول النامية عموماً فإنها لم تكن إيجابية تماماً، حيث أحدثت هذه الأموال في خروجها المفاجئ إرباكاً لأسواق المنطقة قد تستدعي على أثرها التفكير في التعامل معها بشكل مغاير من شأنه الحد من تأثير حركة هذه الاستثمارات على اقتصاديات المنطقة، أما فيما يخص استثمارات المنطقة في الخارج فكذلك على أثر الأضرار التي ترتبت على هذه الاستثمارات

من جراء هذه الأزمة قد تحتاج دول المنطقة إلى مراجعة سياسات واستراتيجيات استثماراتها في الخارج على صعيد نوع الأصول المستثمر فيها وكذلك القطاعات وحتى جغرافية هذه الاستثمارات.

أما على الصعيد العالمي فإن التساؤل الأكبر سيرتكز على ضوء هذه الأزمة حول مدى ملائمة النظام الاقتصادي العالمي وهل بالفعل أن الاقتصاد الحر لا يزال أفضل الأنظمة الاقتصادية أم أن الأمر أصبح يحتاج إلى إعادة نظر على أساس اضطرار الدول للتدخل وإدارة الاقتصاد بدلاً من الاعتماد على الأسواق، وهل أن مثل هذا التدخل هو مجرد إجراءات مؤقتة أم أن الأمر يمثل اختلالات هيكلية تحتاج إلى تصويب ومراجعة جادة، وماذا عن المؤسسات الدولية التي خلقت أصلاً للعمل على تحقيق الاستقرار المالي العالمي مثل صندوق النقد الدولي؟ هل سيقصر دوره على معالجة الأزمات المالية فقط في الدول النامية والفقيرة أم أنه سوف يسمح له بمعالجة الأزمات حتى وإن نشأت في الدول المتقدمة طالما أن تأثيراتها تطل الدول الأخرى؟

هناك في الواقع عدة تساؤلات تثار على ضوء هذه الأزمة نأمل بأن يتمكن المجتمع العربي والدولي من التصدي لها بالإجراءات المناسبة.

بقي المغرب نسبياً بمنأى عن تبعات الأزمة الاقتصادية العالمية خلال العام 2008، ولكن مظاهر التباطؤ بدأت تظهر من خلال بعض المؤشرات التي استدعت وضع "خطة طوارئ" لدرء آثار الأزمة على النشاط الاقتصادي ولكن هذه الخطة تطرقت فقط إلى بعض القطاعات الصناعية وفشلت في تنشيط العجلة الاقتصادية"، بحسب ما أفاده الدكتور لحسن العشي، أستاذ الاقتصاد في جامعة الرباط والباحث في المؤسسة الوطنية للإحصاءات والاقتصاد التطبيقي وذلك خلال حلقة نقاش أدارها د. ابراهيم سيف من مركز كارنيغي للشرق الأوسط.

طبقاً لتقارير حديثة صادرة عن صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ألقى الركود العالمي الذي تسببت به الأزمة المالية في أواخر 2008 بأثقاله على اقتصادات الشرق الأوسط. وتوحي المؤشرات الأولى بأن الانكماش في المنطقة لم يكن حاداً بقدر الانكماش في الأسواق الناشئة الأخرى، وبأن الاقتصاديات هناك تجتاز الأزمة بصورة أفضل إجمالاً من سواها في المدى القصير. لكن في المدى الطويل، يمكن أن يتسبب ركود مطوّل بعدم استقرار اجتماعي وسياسي. لقد استطاعت الاقتصادات النفطية الحفاظ على مستويات عالية من الإنفاق الرأسمالي على الرغم من التراجع في الإيرادات النفطية. ومن جهة أخرى، قد تظهر تداعيات لاحقة في البلدان غير المنتجة للنفط بينما يتراجع تدفق الرساميل من الحوالات والاستثمارات الخارجية وعائدات السياحة وتؤثر في باقي اقتصاداتها. لكن، من غير المحتمل أن تتكبد البلدان غير المندمجة في الاقتصاد العالمي خسائر كبيرة.

بلغ نمو إجمالي الناتج المحلي في الشرق الأوسط بكامله عام 2008 ستة في المئة، لكن من المتوقع أن ينخفض إلى 3.1 في المئة سنة 2009، ثمة فارق جذري مع نسبة الـ 5.9 في المئة من النمو التي سبق أن توقعها صندوق النقد الدولي للعام 2009، لكنه نمو جيد مقارنة بالاقتصادات الناشئة الأخرى مثل أميركا اللاتينية، حيث تراجع نمو

إجمالي الناتج المحلي من 4.2 في المئة عام 2008 إلى -2.2 في المئة عام 2009، وكان للأزمة آثار مختلفة على هذه الاقتصادات، بما في ذلك التراجعات الحادة في أسعار النفط وخروج الرساميل بكثافة.

### -ملخص التوقعات للشرق الأوسط وشمال إفريقيا

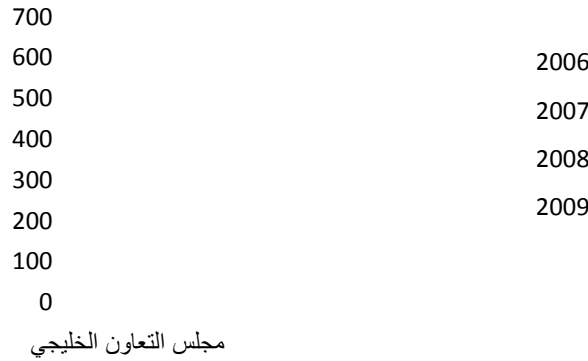
الجدول رقم 35: التغيير المئوي السنوي إلا في حال الإشارة إلى خلاف ذلك

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2008-95	المؤشرات
4.6	3.8	3.1	6.0	5.4	5.3	4.4	إجمالي الناتج المحلي بأسعار السوق (2000 دولار)
7.5	6.0	3.8	19.7	32.3	1.3	6.3	الاستثمار الثابت
5.1	2.9	2.9	7.6	8.2	7.3	5.1	الصادرات، السلع والخدمات غير عوامل الإنتاج
7.1	5.4	0.6	18.2	19.5	7.8	5.8	الواردات، السلع والخدمات غير عوامل الإنتاج

المصدر : <http://carnegie-mec.org/publications/?fa=2336>

عرفت البلدان المصدرة للنفط تراجعاً حاداً في أسعار النفط في بداية الأزمة الاقتصادية. وعلى الرغم من أن التوقعات تظهر زيادات نسبية في أسعار النفط، إلا أنه من غير المحتمل أن تبلغ مستويات الذروة التي سجلتها قبل الأزمة.

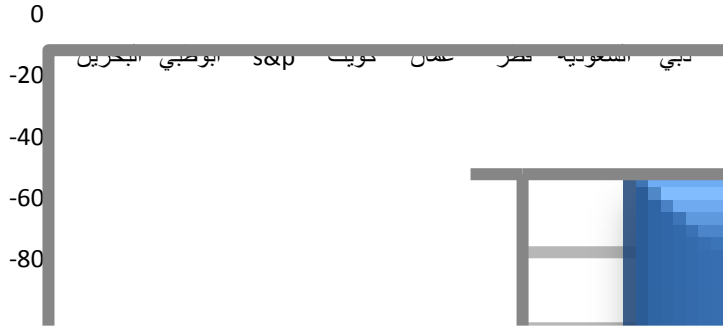
الشكل رقم 69 : صادرات الهيدروكربونات (الغاز والنفط)، ببلاتين الدولارات الأمريكية



المصدر: <http://carnegie-mec.org/publications/?fa=23367>

تسبب تدني أسعار النفط وتراجع العائدات الحكومية في اقتصادات مجلس التعاون الخليجي بعجزات كبيرة في الموازنات المالية، مما أثر في ثقة المستثمرين ولعب دوراً في هبوط أسعار الأسهم.

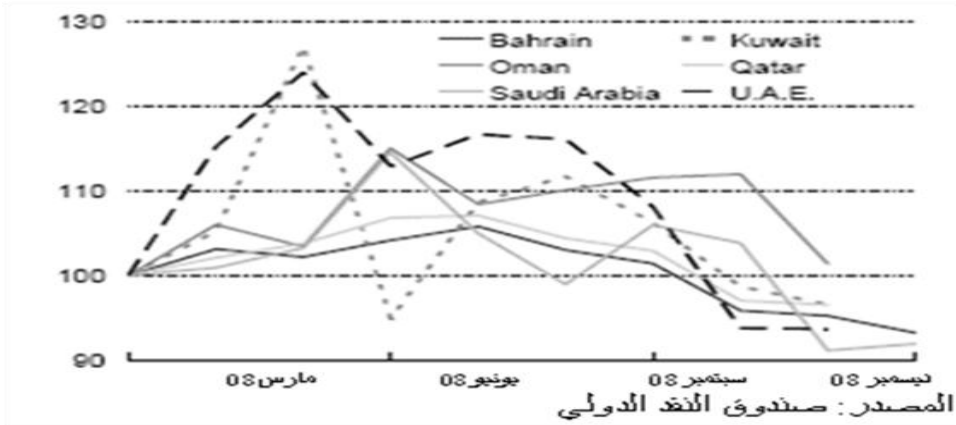
**الشكل رقم 70 : التغيير في مؤشرات البورصة لمجلس التعاون الخليجي**  
(بالنسبة المئوية؛ 1 يناير/كانون الثاني 2008-30 مارس/آذار 2009)



المصدر: <http://carnegie-mec.org/publications/?fa=23367>

وكذلك عكس سوق العقارات، وهو من أهم أسواق الاستثمار في الخليج، مخاوف المستثمرين وأزمة الأئتمان.

**الشكل رقم 71 : مؤشر الأسعار العقاري في بلدان مجلس التعاون الخليجي**  
(المؤشر، مارس/آذار 2008=100)



المصدر: <http://carnegie-mec.org/publications/?fa=23367>

في الإجمال، أثبت مصدرو النفط في المنطقة (بلدان مجلس التعاون الخليجي إلى جانب الجزائر وليبيا) قدرة على الصمود، بفضل أسعار النفط المرتفعة بصورة متواصلة في الطفرة التي سبقت الأزمة، والإجراءات الحكومية التي ساعدت على التخفيف من آثار الانكماش، وبين عامي 2005 و 2008، سهّلت أسعار النفط المرتفعة النمو الاقتصادي القوي، بما في ذلك جهود التنويع المختلفة في الاقتصادات النفطية، مما أدى إلى نمو غير نفطي متزايد بين 2005 و 2008، وساعدت هذه التطورات البلدان المصدرة للنفط على زيادة الأصول الأجنبية وخفض الديون الحكومية، مما ساهم في تهدئة أنظمتها المالية على الرغم من أنها تكبّدت خسائر من الاستثمار في الأصول الأجنبية.

**مصدرو النفط وأساليب التعامل مع الأزمة:** شملت الردود الحكومية القوية على الانكماش كلاً من رزم التحفيز المالي، والإنقاذ، والإنفاق الحكومي المستدام ، وقد أفادت بلدان مجلس التعاون الخليجي من الردود المنسقة في السياسات التي ركزت على ضخ سيولة في أسواقها، وخفض معدلات الفوائد، وزيادة الإنفاق العام. فقد زادت السعودية الإنفاق الحكومي للعام 2009 بنسبة 15.8 في المئة، مع رزمة تحفيزية بقيمة 124.7 بليون دولار، وبعد مأزق سياسي استمر طويلاً، أقرت الكويت رزمة تحفيزية بقيمة 5.2 بلايين دولار في نيسان/أبريل 2009 للمساعدة على تسريع المعافاة الاقتصادية. ووقّرت الإمارات العربية المتحدة نحو 32.7 بليون دولار من الإعانات والمساعدات لمؤسساتها المالية والاستثمارية. كما أدت صناديق الثروات السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي، وعلى الرغم من خسارتها نسباً مئوية كبيرة من قيمها، دوراً في التخفيف من تداعيات الأزمة عبر تأمين السيولة وزيادة الاستقرار المالي، ونظراً إلى مشاركة الصناديق المتزايدة في المعاملات المالية، أصبحت عرضة إلى تدقيق أكبر من المنظمين حول العالم.

**- مصدر النفط في الشرق الأوسط : ملخص إجراءات التعامل مع الأزمة :** على الرغم من أن بلدان مجلس التعاون الخليجي ستواجه خفوضات كبيرة في النمو الاقتصادي في السنتين المقبلتين، إلا أن أداءها الإجمالي سيتأثر إلى حد كبير بمدة الركود العالمي وتقلبات أسعار النفط. وبينما تحاول هذه الاقتصادات تجاوز الأزمة، يشدد خبراء الاقتصاد على أهمية الإجراءات المنسقة في السياسات، والتشدد أكثر في ضبط الهيكليات المالية، واعتماد مزيد من الإجراءات لتحسين ثقة المستثمرين.

**مستوردو النفط:** يُرجح أن يشهد مستوردو النفط في الشرق الأوسط، أي المغرب وتونس ومصر والأردن وسورية ولبنان، تأثيراً لاحقاً للانكماش، ويتوقع خبراء الاقتصاد، وبينهم مسعود أحمد، مدير قسم الشرق الأوسط وآسيا الوسطى في صندوق النقد الدولي، أن تزداد الضغوط خلال العام 2009، بينما تعاني الصناعات الكبرى في هذه البلدان من تداعيات التراجع في الحوالات المالية التي تشكل مصدراً مهماً للدخل الوطني. وستواجه هذه البلدان أيضاً تراجعاً إجمالياً في الاستثمارات الخارجية المباشرة وتدنياً في العائدات السياحية - وينطبق هذا في شكل خاص على المغرب حيث شكّلت السياحة الدولية حوالي 9 في المئة من إجمالي الناتج المحلي العام 2008 وفي الأردن حيث تجاوزت 10 في المئة من إجمالي الناتج المحلي عام 2008.<sup>1</sup>

بما أن اقتصادات الشرق الأوسط ليست مندمجة اندماجاً كبيراً في الاقتصاد العالمي، ولديها روابط أقل مع المؤسسات المالية العالمية، فهي لم تتأثر كثيراً بالأزمة. لكن على الأرجح أنها ستواجه تداعيات ثانوية ناجمة عن التراجع في تدفقات الرساميل، مما يجعلها تعاني أكثر فأكثر من الفقر وارتفاع معدلات البطالة. ومن المتوقع أن ترتفع معدلات البطالة من 9.5 في المئة العام 2008 إلى 10.3 في المئة العام 2009 في المغرب، ومن 8.4 في المئة العام 2008 إلى 13.9 في المئة العام 2009 في مصر. وقد ازداد التضخم أيضاً عقب الارتفاع الكبير في

<sup>1</sup> <http://www.carnegieendowment.org/publications/?fa=view&id=23367>

أسعار السلع الأساسية في مطلع صيف 2008، مما تسبب بتلطمع اجتماعي في تونس ولبنان والمغرب ومصر وموريتانيا.

- **توقعات البلدان:** يتوقع خبراء الاقتصاد أن يشتد تأثير الأزمة بينما يركز الشركاء التجاريون لبلدان الشرق الأوسط والمستثمرون الأساسيون فيها، على معافاتهم الخاصة، وبينما يشهد الاقتصاد العالمي تباطؤاً إن لم يكن تعثراً كاملاً في النمو. ومادامت آفاق النمو في الاقتصادات الصناعية الكبرى غير واضحة المعالم، فإن مستقبل الاستثمارات المباشرة في اقتصادات الشرق الأوسط ضبابي أيضاً.

- **مستوردو النفط وأساليب التعامل مع الأزمة:** بحسب تقديرات البنك الدولي، يُتوقع أن يبلغ نمو إجمالي الناتج المحلي في المنطقة ثلاثة في المئة فقط سنة 2010، أي نحو نصف النمو العام 2008 (سنة في المئة). وتشير التقديرات عينها إلى أن مستوردي النفط سوف يتلقون ضربة أقوى بما أنهم يعتمدون بقوة على إيرادات الاستثمارات الخارجية المباشرة والحوالات المالية من العمال والسياحة<sup>1</sup>.

#### الجدول رقم 36: مستوردو النفط في الشرق الأوسط ( ملخص إجراءات التعامل مع الأزمة )

البلد	التييسير النقدي	ضمانات الإيداع	السيولة/المال الاحترازي	التحفيز المالي	التدخل في البورصة
مصر	✓	مكررة		✓	
الأردن	✓	✓	✓		
لبنان			✓		
موريتانيا					
المغرب	✓	موجودة أصلا	✓	✓	
باكستان	✓				✓
سوريا			✓	✓	
تونس	✓		✓	✓	

المصدر: <http://www.carnegieendowment.org/publications/?fa=view&id=23367>

وعلى الأرجح فإن معافاة الاقتصادات الشرق أوسطية ستكون بطيئة ومطوّلة ومرتبطة حكماً بالمعافاة العالمية ، كي تخرج حكومات المنطقة أقوى من الأزمة، يجب أن تفكر في المدى الطويل وتنشئ مؤسسات اقتصادية قوية وتنظر في تطبيق إصلاحات اقتصادية جديّة.

#### المبحث السادس : المقارنة بين أزمة 1929 و أزمة 2008

<sup>1</sup> <http://www.carnegieendowment.org/publications/?fa=view&id=23367>

رغم أن الأزمة الحالية لم تكتمل فصولها بعد، فذلك لا يمنع من إجراء مقارنة أولية بينها وبين أزمة الكساد الكبير، في محاولة لتحديد أهم نقاط التشابه والاختلاف بينهما.

## المطلب الأول : أوجه الشبه بين أزمة 1929 وأزمة 2008

### الفرع الأول : السياق العام والأسباب لأزمة 1929 وأزمة 2008

- اقتصاد أميركي منتعش: عرف الاقتصاد الأميركي انتعاشا كبيرا سنوات العشرينات، حيث كان إنتاج المؤسسات وافرا وهاما، خاصة قطاع صناعة السيارات الذي كان في أوج ازدهاره. وصرح الرئيس الأميركي في تلك الفترة الجمهوري اربير هوفر "السلام سيبود العالم لسنوات"، "العالم على عتبة نمو تجاري كبير".

عرف الناتج الداخلي الأميركي الخام ارتفاعا محسوسا قدر بـ 2.2 % في عام 2007 ، و 3.4 % في العام 2006 و 3.2 % في العام 2005. ويرى أوليفيه باستريه بأن الوضع بين الأزميتين الماليتين للعامين 1929 و 2008 مختلف، فاليوم يلعب اقتصاد البلدان الآسيوية دورا هاما في بعث الاقتصاد العالمي.

- جنون مضاربي "سنوات العشرينات وسنوات الألفينيات : عرفت بورصة نيويورك حركة تبادلات نشطة سنة 1927، قدرت مبالغ المعاملات فيها بـ 577 مليون، لترتفع في العام الموالي إلى 920 مليون. حجم المعاملات هام جدا (أكثر من 2 مليار من الأوراق المالية يتم التعامل بها يوميا في سوق واحد اناسداك)، لكن التغيير في الحجم بين 2007 و 2008 يعادل تماما ما كان بين 1927 و 1928، ففي جوان الماضي ارتفع حجم المبادلات في سوق ناسداك بـ 49 % نسبة لجوان 2007.

- القروض السهلة : أدى انتعاش الاقتصاد سنوات العشرينات إلى سهولة الحصول على القروض، وأثارت المضاربات في البورصة شهية العديد من الأفراد، خاصة وأن الفرد كان بإمكانه دفع 10 % من المعاملات وأخذ دين على 90 % المتبقية من المعاملة، وهي النسبة التي يتم المضاربة عليها في البورصة، الأمر الذي خلف آثارا سيئة على المالكين والمؤسسين الصغار عند انهيار الأسعار، ووضعية مماثلة بالتأكيد اليوم، القروض المشكوك فيها تقع على قروض سكنية، منحت لأفراد ذوي جدارة إئتمانية ضعيفة ويضارب عليها في البورصة.

- زعر في الأسواق المصرفية والمالية : في كلتا الأزميتين، انطلق الذعر من بورصة نيويورك. مدى الإنخفاض في قيم البورصة متشابه أيضا، فانخفاض الأسهم منذ الصيف كان أسرع منه في سنة 1929، ففي ذلك الوقت خسرت الأسواق 49 % خلال 14 شهر، في حين اليوم بلغت الخسائر 45 % في 10 شهور، وفي 1929 توالى انهيارات في أسعار الأسهم لمدة ثلاث سنوات، وأدت إلى اختفاء 9000 مصرف، بما يعادل 15 % من ودائع الجهاز المصرفي.

### الفرع الثاني: الأثر على القطاع الحقيقي والفكر الإقتصادي لأزمة 1929 وأزمة 2008



\* انعكاس الأزمة المالية على القطاع الحقيقي : في سنوات الثلاثينات أدت الأزمة المالية إلى حدوث كساد في النمو الإقتصادي، واليوم تغيرت توقعات معظم الهيئات الدولية حول مؤشرات النمو في العالم، نحو التراجع في حدود النصف على المستوى العالمي.

\* انعكاس الأزمة المالية على الفكر الإقتصادي : أدت الأفكار الكينزية في الثلاثينات إلى الحلول مكان الفكر الكلاسيكي الحر، بسبب تقديمه الوصفة المناسبة للخروج من الكساد. واليوم تدخلت الدولة مباشرة لإيقاف التدهور في الأسواق المصرفية والمالية، في ظل الفكر النيوكلاسيكي، الذي كما يبدو عجز عن إعطاء الحل، بل وتثار تساؤلات حول نقائص النظام الرأسمالي يجب أن تكمل، وبعض الممارسات النابعة من مبدأ الحرية يجب أن تحد لضمان الإستقرار المالي والعالمي.

### المطلب الثاني : أوجه الاختلاف بين أزمة 1929 وأزمة 2008

1. طرق المعالجة : اختلفت تعامل حكومات العالم حيال الأزمة المالية الحالية عن تلك التي طبقت في الثلاثينات، فيبدو أن المجموعة الدولية استوعبت درس 1929، إذ عملت الدول الكبرى على التدخل المباشر لتفادي انهيار اقتصادها وإنقاذ مصارفها وبورصاتها، فقد أقرت الولايات المتحدة بمبادرة من وزير الخزينة خطة إنقاذ بقيمة 700 مليار دولار، قبل أن تعتمد بريطانيا ودول منطقة اليورو مخططات مالية لإنقاذ البنوك من الانهيار، وجاء رد فعل دول الإتحاد الأوروبي في أعقاب قرار البنوك المركزية في ربوع العالم بخفض من نسب فوائدها في خطوة لدعم المؤسسات المصرفية وإنعاش سياسة القروض المتضررة من جراء تدهور الثقة بين الشركاء الماليين والاقتصاديين. خلال أزمة 1929، اكتفت السلطات الفدرالية الأميركية بإنقاذ بنك واحد في الأيام الأولى التي تبعت اندلاع الأزمة، وهو ما أدى إلى انتعاش مؤقت لأسواق المال قبل أن تدخل الولايات المتحدة ومن ورائها العالم في مرحلة انكماش اقتصادي، وقد جاء تدخل الدولة بعد فترة طويلة (4 سنوات) في الوم ا و أوربا، لإنعاش الإقتصاد.

2. معطيات عامة: يعتمد الإقتصاد في السنوات الأخيرة على التبادل الدولي بشكل كبير ومكثف بسبب العولمة وتكنولوجيا الإتصالات، وقد أدى هذا إلى تسريع عملية انتقال آثار الأزمة من الوم ا إلى باقي دول العالم في أيام، في حين انه في أزمة الكساد ظلت بين 3 و 4 سنوات لتصل إلى أوربا.

- في سنوات العشرينات، اتجهت كل دولة إلى اعتماد طرق حمائية لاقتصادها الوطني، في حين في الأزمة الحالية، تحاول الدول وبالتنسيق الوصول إلى حل عالمي، تيقنا منها أن لا دولة في منأى من الأزمة.

- في أزمة الكساد، كان الإقتصاد في المراكز الرأسمالية يتميز بأنه اقتصاد صناعي. أما اليوم فالإقتصاد يرتكز أساسا على الصناعة المالية وعولمة أسواق المال وتحريرها، والخدمات المالية. التي باتت تقوم على المضاربة بدل اقترانها بالإقتصاد العيني.



## المطلب الثالث : الدروس المستخلصة

إن المقارنة البسيطة السابقة بين أزمة 1929 و أزمة 2008، أظهرت تماثلا يكاد يكون متطابقا حول مسار وأسباب الأزمات رغم مرور حوالي ثمانين عاما بين تاريخ حدوثهما، مما يستدعي الإنتباه إلى أن الأسباب الحقيقية وراء هذه الأزمات تكمن في الأسس الفكرية التي يقوم عليها النظام الرأسمالي الحر، وأن الأزمات ستظل مستمرة ما لم يصحح هذا الأساس الذي يقوم عليه، وفي هذا المجال، يطرح المفكرون المسلمون الفكر الاقتصادي كحل دائم لهذه الأزمات فعلى أي أساس يمكن اعتباره بديلا للنظام الرأسمالي.

- الأسباب الحقيقية وراء الأزمات الرأسمالية: يمكن أن نميز ثلاث أسباب عميقة وجوهرية لحدوث الأزمات هي

- أولا، أزمة اقتصاد السوق أي أزمة مقولة "دعه يعمل دعه يمر" التي أوكلت لآلية اليد الخفية إدارة النشاط الاقتصادي وتخصيص الموارد وتوزيع الثروات. ف "آدم سميث" منظر هذه النظرية كان يقول إنه كلما بحث الإنسان عن مصلحته الشخصية، وسعى إلى تعظيمها، فالمصلحة العامة تتحقق بشكل طبيعي، أي أن هناك يدًا خفية (طبيعة قوانين السوق) هي التي تنظم كل شيء بعيدا عن تدخل الدولة. فهذه المقولة أصبحت اليوم في أزمة حقيقية، وأصبح الكل يُجمع أن هناك أزمة هيكلية عميقة محورها أنه يجب التخلي عن فكرة الاقتصاد الحر وعدم تدخل الدولة، مثلما صرح بذلك العديد من زعماء العالم الرأسمالي، ومنهم الرئيس الفرنسي ورئيسا الوزراء الكندي والبريطاني. وكلهم أعلنوا صراحة عن نهاية مرحلة الاقتصاد الحر . ونرى اليوم أن الدولة التي كان مرفوضا تدخلها في الأشياء البسيطة هبطت بثقلها في دول المركز الرأس المالي، وأصبحت تشتري في البنوك الواحدة تلو الأخرى في الولايات المتحدة وأوروبا. فنحن نعود إلى فكرة التأمين وتدخل الدولة من جديد والتي تعتبر فكرة مناقضة للنهج السائد لحد الآن.

- ثانيا، الفائدة في الأزمة الحالية هي إشكالية حقيقية ومن أعوص المشاكل في الفكر الاقتصادي الرأسمالي برمته؛

لأن النظام كله يقوم على آلية الفائدة بمعنى أن سعر الفائدة (أي الأجر الذي يدفع لرأس المال المقرض مقابل الزمن) هي المحرك الأساس لعجلة الاقتصاد وأن إلغائها يؤدي إلى الانكماش وبدونها لا يمكن أن يسير الاقتصاد إطلاقا. ولكن هذا غير صحيح فقد أثبتت التجربة الواقعية أن الفائدة هي سبب كل الأزمات في تاريخ الرأسمالية. فعندما نعود إلى أزمة سنة 1929 نجد أن "كينز" اقترح تنزيل سعر الفائدة إلى الصفر تماما واليوم هناك بعض البلدان الرأسمالية التي تشق نهجا خاصا مثل اليابان وصل سعر الفائدة فيها إلى واحد، وأحيانا إلى الصفر دون أن يعني ذلك أنه تم إلغاؤها، كما كتب "موريس آلي" الاقتصادي الفرنسي الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1988 كتابا بعنوان "الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق، من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد"، ذكر فيه شرطين من أجل إعادة التوازن للأسواق والاقتصاد، وهما: الشرط الأول أن يكون معدل الضريبة في حدود دنيا لا تتجاوز 2 %، وأن يكون معدل سعر الفائدة في حدود الصفر، وهذا ما يتطابق وينسجم تماما مع مبادئ الاقتصاد الإسلامي.

- ثالثاً، هو تحول الاقتصاد العالمي في ظل الرأسمالية المعولمة من اقتصاد حقيقي إلى اقتصاد رمزي أي من اقتصاد قائم على الإنتاج والاستثمار والعمل إلى اقتصاد وهمي قائم على المضاربة والمقامرة والمخاطرة في المشتقات والتحوطات والخيارات والمستقبليات وغيرها. وهذه كلها أدوات من ابتكار الرأسمالية المالية الجديدة وهي مشكلة حقيقية أشار إليها "موريس آلي" في مقال منذ عشر سنوات بعنوان "الغرب أمام الكارثة" أشار فيه إلى أن تغول الاقتصاد الرمزي على الاقتصاد الحقيقي هذا سيقود إلى الانهيار.

## خاتمة الفصل الرابع :

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى أهم مجريات وحيثيات الأزمة المالية العالمية الراهنة 2008 من حيث دراسة أهم ومختلف النقاط المشكلة لها منذ البداية، حيث شملت الدراسة البوادر الأولى لنشأت هذه الأزمة المعقدة من حيث الأسباب والمراحل، ثم أهم آثارها وانعكاساتها على الاقتصاديات الدول الأوروبية والأمريكية والعربية، وعلى أسواق السلع والخدمات، وأخيراً ارتأينا التطرق إلى بعض الحلول المقترحة من طرف المنظمات والهيئات الحكومية لمواجهة هذه الأزمة.

فجميع الحلول المبدولة والمقترحة من طرف الحكومات كانت مجرد حلول سطحية ومؤقتة، فهي بذلك لا تعالج المشكلة بل تزيد من حدتها واتساعها كما هم الشأن في المشروع الذي تقدم به بولسون والمتمثل في ضخ السيولة

النقدية في الاقتصاد الأمريكي ، فهذا الحل يرفع من معدلات التضخم مما ينجر عنه الارتفاع الكبير في المستوى العام للأسعار، وعليه عدم الاستقرار الاقتصادي والمالي داخل البلد.

أما فيما يخص حلول الشركات فكانت نسبة المخاطرة بها كبيرة جدا في ظل غياب الملاءة اللازمة والتي تتطلب الشفافية المثلى والدقة الكافية.

## المقدمة:

لم تقتصر الأزمة العالمية على الاقتصاد الأمريكي فقط بل انعكست تداعياتها على اقتصاديات الدول، وتأثرت بها الدول النامية على اعتبار أنها جزء من منظومة الاقتصاد العلمي وتربطها علاقات اقتصادية ومن المؤكد أن درجة تأثيرها تختلف بين دول النامية حسب درجة ارتباطها واندماجها في الاقتصاد العالمي، وعليه فإن تأثيرها قد يكون بشكل مباشر أو غير مباشر ، وفي المدى الطويل أو القصير لذلك فقد عملت على اتخاذ عدة إجراءات لمواجهتها ، وفي هذا الإطار تمكنا من تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: الخصائص الاقتصادية والمالية للدول النامية.

المبحث الثاني: آليات التصدي للأزمة المالية في الدول النامية.

المبحث الثالث: آثار الأزمة المالية العالمية على الدول النامية وكيفية المواجهة.

المبحث الرابع : مؤشرات إجمالي الناتج المحلي وأسواق العمل في البلدان النامية بعد الأزمة المالية العالمية.

### المبحث الأول: الخصائص الاقتصادية والمالية للدول النامية

سيتم طرح في هذا المبحث مجموعة من الخصائص العامة التي ستنتم بها اقتصاديات هذه البلدان وذلك من خلال عرض أهم الخصائص الاقتصادية والخصائص المالية من خلال دراسة خصائص كل من السياسات المالية والنقدية) المصرفية (والتي تظهر ضعف النظام الضريبي ، النظام المصرفي بالإضافة إلى إظهار ضعف أسواقها المالية ومدى عدم كفاءتها ، كما وأنها سوف ندرس طبيعة الأزمات في الدول النامية ، والمخاطر التي تواجهها جراء محاولة الانفتاح على الأسواق رأسمال العالمية والمعوقات التي تحول دون ذلك ، ومدى هشاشة أنظمتها التي تجعلها أكثر عرضة من غيرها في الإصابات والهزات والأزمات المالية والاقتصادية.

#### المطلب الأول: الخصائص الاقتصادية.

نعرف الدول النامية على أنها الدول التي لم تستغل ثرواتها الطبيعية والبشرية إلى أقصى حد ممكن فالأقطار النامية هي عموماً منتج للمواد الأولية و سلع زراعية معدة أغلبها للتصدير بالإضافة إلى انخفاض الإنتاجية ومستوى الدخل الذي يؤدي إلى نقص رؤوس الأموال وكل هذا يتم تفصيله إلى الخصائص التالية:

#### أولاً: الاعتماد على إنتاج وتصدير المواد الأولية :

تقوم الأقطار النامية عموماً بالإنتاج المواد الأولية والسلع الزراعية المعدة أساساً لأغراض التصدير ، وذلك لأن حجم هذه المنتجات يفوق بمقدار الاستهلاك المحلي منها ولهذا فهي مضطرة لتصديرها إلى بلدان هي في الغالب متقدمة صناعياً ، وتمثل هذه الصادرات نسبة كبيرة من دخولها قد تتعدى % 25 منها و تتمحض عن هذه الحقيقة عن آثار اقتصادية هامة تتلخص في أن هذه الصادرات تحتل المركز الاستراتيجي الذي يشغله الاستثمار المحلي عادة في البلدان الأكثر تقدماً ، وهذا جوهر الفرق بين الاقتصاد المصدر والاقتصاد المستثمر ، وعلى العموم فإن الأقطار النامية لا تملك استغلالاً كبيراً في تقرير سياستها الاقتصادية الداخلية أو الخارجية<sup>1</sup>

#### ثانياً : نقص رؤوس الأموال

والتي تعد من بين أهم وأبرز الخصائص الاقتصادية للدول النامية في القضايا التنموية ، حيث أن مشكلة تكوين رأسمال تؤدي إلى مشكلة صعوبة الارتفاع بالطاقة الإنتاجية إلى المستوى الممكن بلوغه حيث أن في الفيتنام يحتاج واحد كيلومتر مربع 1كلم من الأرز إلى 200 يوم من العمل اليدوي الشاق بينما لا يحتاج في ولاية لوزيانا في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أكثر من 6 دقائق ولمشكلة تكوين رأسمال وجهان ، الأول هو جانب العرض والثاني هو جانب الطلب ، حيث يتوقف الجانب الأول على الرغبة في الادخار مع المقدرة عليه ويتوقف الجانب الثاني على الحافز الاستثمار وتحقيقه تقودنا إلى الخاصية التالية :

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد علي، النقود والمصاريف والأسواق المالية ، دار حامد للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، الأردن 2004 ص 396

### ثالثا: انخفاض مستوى الدخل

يعتبر متوسط دخل الفرد أو النصيب الفرد من الإنتاج القومي من أكثر المعايير البشرية، مجال قياس الفجوة التي تفصل بين الدول النامية من ناحية والدول المتقدمة من ناحية أخرى ، وتشير الإحصائيات أن الدخل الفردي السنوي لا يتجاوز 3000 دولار مقابل 16000 دولار في الدول المتقدمة سنة 1997 فالدخل الفردي في الصين لا يتجاوز 620 دولار سنة 1995<sup>1</sup>.

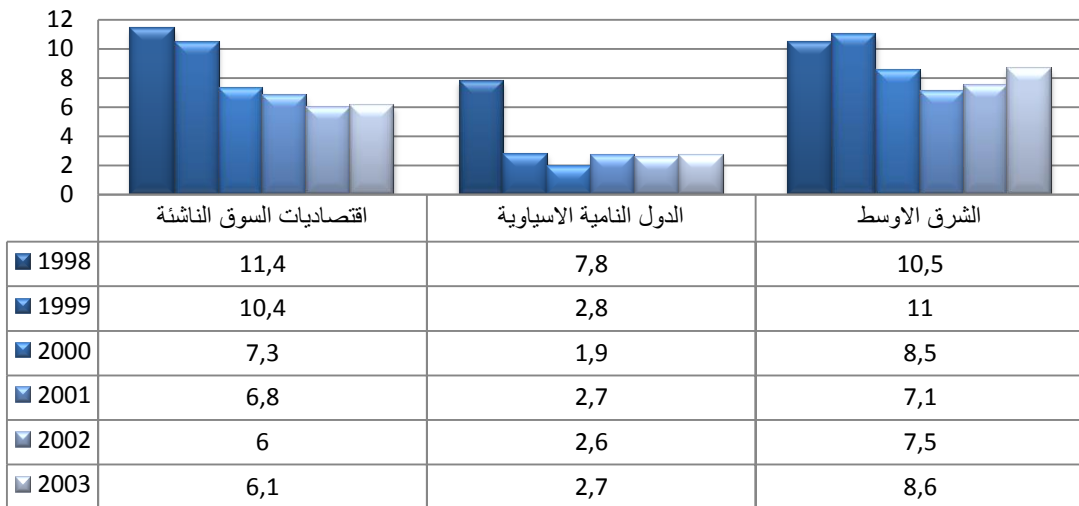
### رابعا : تفكك الهياكل الاقتصادية

ونقصد تفكك الهياكل الاقتصادية تنظيم مختلف القطاعات الاقتصادية من الناحية البشرية ، والتقنية والمالية ومن أهم مظاهر تفكك الهياكل الاقتصادية قطاع الفلاحة حيث تكمن منافسة الزراعات التصديرية كالقهوة ، الشاي والموز الزراعات المعيشية كالحبوب ، والسكر وتربة المواشي .قطاع الصناعة الذي يتميز بضعف شبكات النقل والمواصلات بالإضافة إلى ضعف مرودية بالرغم من تشغيله لنسبة هامة من اليد العاملة وتتميز هذه القطاعات بعدم التكامل فيما بينها من حيث الأنشطة الاقتصادية داخل كل قطاع.

### خامسا : ارتفاع مستويات التضخم

تتميز اقتصاديات الأقطار العربية النامية إلى ارتفاع مستويات التضخم التي تبلغ حدودها العليا والتي تصل في بعض البلدان إلى و 15 % وفيما يلي عرض جدولي لمستويات التضخم في بعض الدول النامية:

### شكل رقم (72) : عرض مستويات التضخم في بعض الدول النامية



المصدر: جورج توفيق العبد الحميد، تحديات نمو العولمة في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ، صندوق النقد الدولي 2003

يؤدي هذا التضخم المرتفع إلى عدة آثار سلبية من بينها ما يلي :

1- تدهور العدالة في توزيع الدخل القومي حيث تفسر وتؤكد كل التجارب أن حالات التضخم التي

<sup>1</sup> عبد الله صعيدي ، مبادئ علم الاقتصاد ، مطابع البيان التجارية ، الجزء الأول ، طبعة 2004 ، ص 223

حدثت في العلم بصفة عامة والدول النامية بصفة خاصة ، حتمية الضرر الذي يصيب ذوي الدخل المحدودة أو الثابتة حيث تتدهور القيمة الشرائية لدخولهم النقدية ، ومن ثم يقل نصيبهم من الدخل القومي الحقيقي ، وعلى العكس تتجه طائفة أخرى التجار وأصحابا عوائد التملك مكتسبي الأرباح إلى الارتفاع.

2- تدهور القوة الشرائية للعملة المحلية.

3- انخفاض معدلات الادخار المحلي، وذلك لنقص تفصيل السيولة تحويل النقود إلى أي شيء ذو قيمة أكثر ثابته منها.

4- زيادة العجز في ميزان المدفوعات : فعندما ترتفع الأسعار في فترات التضخم تكتسب المنتوجات الأجنبية المحلية، وهذا يؤدي إلى زيادة الطلب عليها، ومن هنا زيادة الواردات منها ، ويزداد هذا الأثر كلما ارتفعت المرونة السعرية للطلب على الواردات .

### المطلب الثاني: الخصائص المالية والمصرفية

سنحدث في هذا المطلب الخصائص المالية المتمثلة في كل من خصائص السياسة المالية

وخصائص السياسة النقدية في الدول النامية بالإضافة إلى المشاكل المصرفية والنقدية، وذلك كما يلي:

**أولا : الخصائص السياسية المالية في البلدان النامية** السياسة الحالية بالمعنى العام تعني بكيفية استخدام الضرائب والإنفاق الحكومي والاقتراض العام من قبل الحكومة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، أو التنمية الاقتصادية، من قبل البلدان النامية، فقد بدأت حديثا حكومات هذه البلدان باستخدام السياسة المالية لتحقيق التنمية الاقتصادية .  
وبدراسة الخصائص السياسية المالية في البلدان النامية نجد ما يلي<sup>1</sup>:

1- انخفاض نسبة الاقتطاع الضريبي: إذ تنخفض نسبة الاقتطاع الضريبي إلى الناتج القومي الإجمالي حيث لا تزيد عن % 20 - 15 من الناتج القومي الإجمالي في الدول النامية ، بينما ترتفع هذه النسبة إلى % 30 في الدول المتقدمة والسبب يرجع إلى ذلك الانخفاض فالدخل الفردي الحقيقي، الناتج عن انخفاض الدخل القومي ، الأمر الذي يحول دون إمكانية اقتطاع أكثر خشية المساس بالحاجات الأساسية للأفراد.

2- انخفاض نسبة مساهمة الضرائب المباشرة في الإيرادات العامة وسيطرة الضرائب غير المباشرة : تسهم الضرائب المباشرة التي على الدخل و الثروة بنسبة منخفضة في الإيرادات العامة للدولة ، ويعود ذلك إلى انخفاض الدخل القومي والفردي ،والى اتساع نطاق الزراعي ، انخفاض الدخل الناتج في هذا القطاع ، كما نلاحظ سيادة الضرائب غير مباشرة على الأنظمة الضريبية في البلدان النامية وذلك بسبب: ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك ، وإنفاق الأفراد لجزء كبير من دخولهم على السلع الاستهلاكية .

فرض الضرائب غير مباشرة وتحصيلها لا يحتاجان إلى إدارة ضريبية عالية الكفاءة، وهو ما تعاني منه الدول النامية.

<sup>1</sup> محمد صفر وآخرون ، واقع وأفاق السياسة المالية النقدية في الدول النامية ،مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية سلسلة العلوم الاقتصادية مجلة 27 العدد 2005 ص 116

3- انخفاض الكفاءة الإدارية للأجهزة القائمة على ربط الضرائب وتحصيلها وانخفاض الضريبي وتطبيقه للكثير من هذه البلدان ، حيث تعاني هذه البلدان من عدم توفر العناصر الإدارية والفنية الكفاءة القدرة على تحمل المسؤوليات وتطبيق الأخلاقي لعاملين في الإدارة الضريبية ، كما أن تغلب صفة الرواتب والأجور الضعيفة على أجور العاملين.

بالإضافة إلى انتشار التهرب الضريبي من قبل الأفراد المكلفين بالضريبة نتيجة انخفاض مستوى الوعي الضريبي. هذا فيما يخص الضرائب التي تغير من أهم مصادر التمويل في البلدان النامية، أما في ما يخص دور القروض العامة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية نحو الأمام في اقتصاديات المتخلفة ما و الضعف ، وذلك أن هذه البلدان تلجأ إلى هذه القروض لسببين:

- 1-السبب الأول : من أجل تمويل العجز الحاصل بين الإنفاق العام والإيراد العام أي تغطية النفقات الجارية ، وهذا ما سيؤدي إلى آثار سلبية متمثلة في ارتفاع الأسعار والتي تستنتج بموجبات تضخمية ، وذلك لان زيادة الإنفاق العام في ظل جهاز إنتاجي غير مرن سيؤدي إلى موجات تضخمية.
- 2-السبب الثاني :من أجل تمويل مشاريع اقتصادية استثمارية التي تهدف إلى زيادة من العروض السلعي والزيادة في الخدمات المقدمة للمواطنين وبمعنى أن تعمل على دفع عجلة التنمية إلى الأمام. كما أن البلدان النامية قد تلجأ إلى القروض الخارجية ، وذلك لحاجتها لرأسمال وعدم كفاية مدخراتها الوطنية ، ولتوفير العملات الأجنبية ، وتحسين ميزان المدفوعات ودعم عملتها وحمايتها من التدهور ، ويترتب على هذا الدين الخارجي أ، تقوم الدولة المقترضة باقتطاع جزء من ثروته وتصديره إلى الخارج للوفاء بالالتزامات المترتبة عنه .

### ثانيا :الخصائص العامة للسياسات النقدية في البلدان النامية

يقصد بالسياسة النقدية النشاطات التي تقوم بالبنك المركزي والمصممة للتأثير على المتغيرات النقدية مثل عرض النقد وأسعار الفائدة ، و العريف الأوسع و الأشمل للسياسة النقدية أينما تتمثل الوسائل التي يستخدمها البنك المركزي للسيطرة على عرض النقد وحجم الائتمان الممنوح لنشاط الاقتصادي والتحكم بهيلكى أسعار الفائدة بما يؤمن استمرار نمو النشاط الاقتصادي .

و نستطيع القول أن هناك إجماعا بين الاقتصاديين في الخصائص السياسية النقدية على أن :

- 1-السياسة النقدية في الدول النامية تأخذ مكانة غير متقدمة بين السياسات الأخرى ، وذلك لأسباب تتعلق بالأوضاع المتوسطة لتلك الدول ، وبقلة الإمكانيات المتاحة لدى السلطات النقدية لكي تدير سياساتها بفعالية.
- 2- كما أن الدور التنموي للسياسة النقدية في هذه الدول ما يزال غير واضح في الأذهان، فان السياسة النقدية بحاجة إلى أن يحدد لها ما هو منتظر منها تحقيقه من أهداف اقتصادية تسهم في إسراع عملية التنمية.



3- وكنتيجة لتخلف النظام المعرفي والنقدي وعدم وجود أسواق مالية تميل لاستخدام الأدوات والوسائل الكفيلة في السياسة النقدية على حساب الأدوات الكمية، فمثلا نجد أن إلية السوق المفتوحة تحتاج إلى نظام مختلفة، ق مالية متقدمة لكي تقوم بدورها النقدي على أكمل وجه، وهذا ما تقدمه أغلبية البلدان النامية.

4- كما يلاحظ أن هيكل أسعار الفائدة في الدول النامية يتحدد بمستويات عالية وان التفاوت في ما بين أسعار الفائدة الطويلة الأجل وأسعار الفائدة القصيرة الأجل قائم، وذلك في ما بين القطاعات الاقتصادية المختلفة، والمعروف أن ارتفاع أسعار الفائدة يعيق النمو الاقتصادي.

### ثالثا: المشاكل المعرفية في الدول النامية

يؤدي المعرف في الوقت واحد مهمتين وثيقتين الارتباط ببعضهما البعض، فهو يربط بين المقرض والمقترض في السوق النقدية والمالية، ويوفر في الوقت ذاته وسائل الدفع، فالنجاح المعرف في السوق المذكورة يتوقع حل قدرته على تفسيرها وترتيبها الأخيرة، ارتباطا وثيقا بقدرة المعرف على اجتذاب الأموال الودائع ومنح القروض الائتمان. ويمكن إيجاز خواص هذا الكيان بالنسبة لاقتصاديات الأقطار النامية كما يلي وبصورة عامة.

1- أن نسبة عالية من دخولها القومية تنجم عادة في تصدير نوع واحد أو أنواع قليلة من المواد الأولية، وعلى ذلك فإن اقتصاديات الأقطار النامية هي اقتصاديات غير مستقلة بل هي اقتصاديات تابعة تتأثر صادراتها ومستوى دخلها وفعاليتها الاقتصادية بصورة خطيرة بالأوضاع الاقتصادية السائدة في الأقطار الأخرى خاصة الصناعية منها، وتقلب صادراتها بشدة بسبب عوامل خارجية عن سيطرتها وتحمل هذه الصادرات المركز الذي يحتله عادة الاستثمار في المناطق الأكثر تقدما.

2- تقلبات من وإلى الدول النامية والتي تعلوا مخاطرها إلى أكثر من 80% كما يحصل في الدول الصناعية، وهذا راجع إلى عدم نضوج الأسواق المالية والنقدية.

3- تفتقر هذه الأقطار إلى أسواق نقدية ومالية منتظمة و واسعة ومتطورة.

4- ضالة الإدخارات وعدم استثمارها بصورة فعالة، حيث يفصل الناس أنواع معينة من الاستثمارات غير المنتجة، كالعمارات والذهب، لكونها ضمن من غيرها.

5- لا تزال بعض المناطق الجغرافية والقطاعات الاقتصادية بعيدة عن استعمال النقد إلى حد كبير، وإنما يشيع فيها الاكتفاء الذاتي والتبادل عن طريق المقايضة.

6- عدم تطور العادة المعرفية لدى لجمهور تطورا كافيا، بل تتم معظم المعاملات على أسباب الدفع النقدي المباشر أي عدم فعالية استعمال وسائل الدفع.

و في ظل هذه الظروف اتبعت الأنظمة المصرفية في الأقطار المختلفة سياسات تتلاءم وحاجات التخلف المحدودة، هادفة بصورة خاصة إلى تأمين فترة المصارف على إبقاء الديون وحماية المودعين لديها سواء ذلك بالنسبة للغرفة التجارية أ، الاختصاصية أو المركزية.

### المطلب الثالث: طبيعة الأزمة في الدول النامية

لقد تركزت أغلب الأزمات المالية ، خاصة في التسعينات ، في بلاد الأسواق الناشئة ومن المهم إدراك أن، المخاطر التي تواجه البلاد النامية التي تحول الانفتاح على الأسواق رأسمال العالمية هي أعظم بكثير من تلك التي يمكن أن تواجه البلاد الصناعية ، هنالك عدة صفات وخواص تتعلق بالبلاد النامية تجعلها أكثر عرضة لمثل هذه الأزمات ، ولعل من أهمها ما يلي:

#### أولا :قلة المعلومات

إن قلة المعلومات المتوفرة للمستثمرين الأحوال في هذه البلاد، قد تدفع بعضهم إلى مجرد لاكتفاء بتقليد السلوك من يعتقدون بأنها أكثر دراية ومعرفة بالأحوال منهم.

#### ثانيا :القابلية للعدوى

القابلية الشديدة للعدوى وانتقال آثار الأزمات من بلد إلى آخر وذلك بسبب عدم توفر المعلومات الكافية للتصدير بين الأوضاع الحقيقية لمختلف البلاد، وفقدان الثقة في بلد ما يمكن أن يؤدي إلى فقدانها في بلاد أخرى على الرغم من اختلاف الظروف وقلة المبررات ، وقد زادت السرعة التي يمكن أن يتحرك بها الرأسمال في الأسواق اليوم من خطورة هذه الظاهرة، حيث تنم البلاد النامية بصغر حجم الأسواق مقارنة بحجم التدفقات الرأسمالية الدولية يجعلها أكثر عرضة للتقلبات حيث إن تغييرات صغيرة نسبيا في التدفقات الرأسمالية بالمعايير الدولية يمكن أن تؤدي إلى تغييرات كبيرة في أسعار الأصول.

#### رابعا :ضعف القطاع المالي

وبالأخص البنوك يؤدي إلى إقبال على أنواع من الوساطة المالية غير الرشيدة ،وتركم الديون القصيرة الأجل ، ففي حالات الوفورات الاقتصادية غالبا ما يتم تداول التدفقات الرأسمالية الوافدة أسلوب يؤدي إلى الإفراط في الاعتماد على الاقتراض بالعملات الأجنبية، وتراكم الدين ،قصير الأجل إما من جانب البنوك نفسها، كما حدث في حالة كوريا و تايلاندا أو من جانب الشركات والمؤسسات المباشرة في

أند ونسيا يمكن لنظام مالي ومعرفي قوي تفادي مثل هذه المشاكل وذلك عن طريق تحديد افتراضية المباشر، وكذلك عند هذه الشركات والمؤسسات المحلية ذات الالتزامات الكبيرة بالعملات الأجنبية.

#### خامسا :وجود ضمانات حكومية ضمنية

إن وجود ضمانات حكومية ضمنية في البلاد النامية يشجع الاقتراض الصغير الرشيد لهذه البلاد مما يجعلنا أكثر تعرضا للزمات ،وهذه الضمانات الضمنية لن تسمح للبنوك بأن تفشل إذ لن يشجع البنوك على إنتاج سلوك تهوري فحسب ولكنه أيضا يشجع الدائنين على تجاهل الأوضاع المالية الفعلية للبنوك .

#### سادسا :توحيد أنظمة سعر الصرف

تفسر الدراسات الاقتصادية التي أجريت في السنوات الأخيرة إلى أن أسعار صرف العملات تتأثر بتفاعل العرض والطلب على الأصول المالية في الأسواق النقدية لذا انعكس أزمات هذه الأسواق ، وما يتمخض من تقلبات حادة في أسعار الصرف العملات الرئيسية الدولة، وعلى عائدات صادرات الدول النامية ، حيث تتقلب نتيجة

للتغيرات التي تحدث في قيم العملات التي تحدد سعر الصرف هذه الصادرات في الأسواق الدولية، لذلك فإن لذلك حدوث تقلبات في أسعار صرف السلع المصدرة من طرف الدول النامية، ناتجة عن تقلبات أسعار صرف العملات بل أصبحت تبعاتها وحركاتها رؤوس الأموال بفعل تغييرات أسعار الفائدة.

### سابعاً: عدم الاستقرار السياسي

مما تترتب عليه آثار أشد على تطورات المستثمرين وتوقعاتهم كما هو الحال في البلاد الصناعية لأنه غالباً ما يثير شكوكاً حول استقرار السياسات الاقتصادية وقد يؤدي إلى تدهور الإدارة الاقتصادية، ومن ثم فإن البلاد النامية التي يسودها عدم الاستقرار السياسي هي أكثر عرضاً لفقدان ثقة المستثمرين، ومن الملاحظ أن الأزمات في كل من المكسيك، وكوريا، اندونيسيا سبقتها ظروف سادها الشك والقلق وعدم الاستقرار السياسي ومن الواضح وعلى ضوء الظروف الهيكلية الخاصة التي تسود البلاد النامية بأن الأزمات المالية سوف تكون في الغالب ظاهرة متكررة في هذه البلاد.

### المبحث الثاني: آليات التصدي للآزمة المالية في الدول النامية

يتوجب علينا إبراز بعض الوسائل والآليات التي يمكن الاستهداء بها للتصدي للآزمة العالمية الحالية

#### المطلب الأول: آليات التصدي للآزمة على مستوى السياسة المالية:

**1 - إعادة الاعتبار لدور الدولة الاقتصادي من خلال المراقبة والتنظيم والإشراف:** وبرأينا فإن الأسواق القوية تولد في أحضان الدول القوية، وبأنها بحاجة إلى من ينظمها لأنها غير قادرة على تنظيم نفسها بنفسها، وبالتالي نحن بحاجة إلى يد مرئية بدلاً من اليد الخفية.

**2 - التركيز على زيادة الأصول الإنتاجية والتركيز على دعم المنظومة الإنتاجية:** في قطاعات الإنتاج المادي، وربط معدل الإصدار النقدي مع معدل النمو الاقتصادي، وتدخل المصرف المركزي للتحكم بحجم السيولة النقدية بمعناها الضيق والواسع، والمحدد لذلك هو القدرة الإنتاجية، وليس التدفقات المالية التي يمكن أن تتأثر بالمضاربات الدولية.

**3 - مكافحة الركود الاقتصادي:** مراعاة معاناة الناس وأوضاع الشركات التي تأثرت بالآزمة من خلال إجراء تخفيضات ضريبية للإفراد والشركات كضريبة الدخل والضرائب المستوفاة علي أرباح رأس المال، حيث إن تخفيض الأعباء الضريبية علي الشركات والمواطنين لاسيما الفئات الاجتماعية غير الميسورة وذوي الدخل المتدنية سوف يساعدهم وبلا شك على تجاوز الصعوبات الحياتية اليومية التي أفرزتها الأزمة المالية العالمية ومضاعفاتها على الحالة العامة للاقتصاد، الأمر الذي أدى إلى إعاقة النمو وتوقف عجلة الاقتصاد، معلناً بذلك بداية مرحلة جديدة من الانكماش والركود.

#### 4 - تكريس الإنفاق الحكومي الرأسمالي وضح الأموال المخصصة في الموازنة العامة في قطاعات الإنتاج

**المادي:** كالصناعة والزراعة والتجارة وإقامة مشاريع تنموية حيوية متنوعة، من أجل خلق فرص عمل، وتشغيل العمالة العاطلة عن العمل، الأمر الذي نستطيع معه توليد الدخل، وبالتالي محاربة الفقر، وتحسين الأوضاع المالية، والاجتماعية للمواطنين، والحد من نمو البطالة مرتفعة النسب أصلاً، كذلك لا بد من إنشاء مشاريع إنتاجية، وزراعية، وتجارية (صغيرة ومتوسطة الحجم) في مناطق جيوب الفقر، والبطالة وذلك لمساعدة سكان هذه المناطق على تحسين ظروفهم المعيشية، وأحوالهم المادية، وإعطاء هذه الشريحة المهمشة من المجتمع فرصة حقيقية للمساهمة في النهوض بالاقتصاد الوطني المحلي.

#### 5 - احتواء التضخم وغلاء الأسعار: لا بد من إجراء تخفيضات على الضرائب أو ضريبة القيمة المضافة، غير

المباشرة كضريبة المبيعات على المنتجات أو الرسوم أو الجمارك الأساسية، والمواد الأولية، ومدخلات الإنتاج، ومستلزمات الإنتاج، من أجل تخفيض الأسعار، ودفع معدلات التضخم إلي الهبوط وبالتالي تحفيز الإنفاق، وتنشيط الأسواق وصول إلى زخم اقتصادي أكثر نمواً. إن تخفيض الأسعار هو المحرك الأساسي لعجلة النمو المتباطئ بسبب ازدياد وتيرة الطلب على السلع والخدمات.

#### 6 - زيادة المخزون الإستراتيجي: لا بد لنا أيضاً من الاهتمام بزيادة المخزون الاستراتيجي من المواد الغذائية

الأساسية كالأرز والقمح والذرة والسكر والعدس والزيوت والسلع الحياتية الضرورية كالصابون والأدوية والمواد الترمينية والمحروقات والغاز.

#### 7 - إجراء تدابير بسياسة تقشفية: باعتماد حزمة من الإجراءات التقشفية الوقائية والأخذ مدلاً في الاستهلاك

والإنفاق الترشيد وشد الحزام. فالإقتصاد والتقشف الغذائي وادخار بعض المال للضرورات القصوى، وحالات الطوارئ وإعادة توزيع مواردنا توزيعاً رشيداً بالشكل السليم .

#### المطلب الثاني: آليات التصدي لازمة على مستوى سياسات البنك المركزي

#### 1 - ضرورة التركيز على دور البنك المركزي باعتبار أن المصرف المركزي يمثل مصرف المصارف والتعامل

مع معدلات هوامش أرباح بشكل يتناسب مع التطورات الاقتصادية، وليس مع عشوائية السوق، أي الاعتماد على الدراسات الاقتصادية الموضوعية، لاسيما وأنا في دولة تسعى إلى تطبيق الاقتصاد الإسلامي في مناحي الحياة.

**2 - حث البنك المركزي على اعتماد إجراءات نقدية أكثر مرونة**، وذلك بتسهيل شروط منح التمويل من خلال خفض هوامش الأرباح لتقليل تكاليف التمويل وتقليص حجم أو نسب الاحتياطات الإلزامية المودعة لديها، بهدف رفع مستوى السيولة المالية لدى البنوك التجارية. فمن خلال هاتين السياستين المالية والنقدية نستطيع تحسين نشاط تمويل وزيادة المعروض النقدي في الأسواق، لإتاحة السيولة ليس فقط للشركات كي تتمكن من تمويل احتياجاتها الاستثمارية أو التوسع في مشاريعها أو الاستمرار في ممارسة أعمالها، بل أيضًا لزيادة قدرة المستهلكين على الشراء، وبالتالي التخفيف من حدة عزوفهم عن شراء السلع واستخدام الخدمات، خصوصًا فيما يتعلق بشراء المنازل والسيارات والسلع المعمرة كالأثاثات والتلفزيون والثلاجة والغسالة والكمبيوتر وغيرها وذلك أم لا في تحريك مياه الطلب الراكدة، وزيادة معدلات الإنفاق الاستهلاكي والإنتاجي.

**3 - الرقابة الرشيدة على استثمار أموال البنوك في الخارج**، وتشجيع البنوك على تنفيذ استثمارات كبيرة في الصناعة والزراعة، ووجود الرقابة الفعالة على الرهن العقاري، ومنع الإعلانات التي قد تورط الأفراد في زيادة الاستدانة التي قد تؤدي إلى حدوث أزمة، بالإضافة إلى معالجة قضية الإسكان، ومنع المضاربة على زيادة قيمة العقارات، ودخول الحكومة في مجال الاستثمار الصناعي والزراعي.

**4 - توفير السيولة المالية**: لا بد من تحرك حازم باتجاه التصدي لأزمة السيولة ومحدودية النقد ومعالجة الأزمة التمويلية وندرة القروض الشخصية والاستثمارية.

**5 - زيادة التنسيق بين المؤسسات المالية** سواء على الصعيد الداخلي أو الخارجي، وأن يكون الهدف هو مواجهة الاختلالات المالية الناجمة عن التفاوت بين قيمة الاقتصاد الحقيقي أي مقدار الإنتاج من السلع والخدمات والاقتصاد المالي.

### المطلب الثالث: آليات التصدي لازمة على مستوى سياسات الاستثمار والمنافسة

**1 - تسهيل شروط الاستثمار**: لا بد من منح تسهيلات وحوافز استثمارية، من أجل توفير مناخ جاذب لتوليد استثمارات عربية بينية وأجنبية مباشرة، وتحرير الاستثمارات الأفقية (الاستثمارات في استخراج البترول ومشتقاته) ، وإيجاد فرص عمل للمواطنين من شأنها أن تساهم في زيادة دخول الأفراد، ورفع مستوى الخزينة العامة من الإيرادات الضريبية التي يتم استيفاؤها من الجهات المستثمرة، وبالتالي تحفيز الطلب الاستهلاكي والإنفاق الحكومي العام على السلع والخدمات، وزيادة معدلات استثمارات الأعمال، الأمر الذي سيؤدي إلى تنشيط الدورات الاقتصادية بطيئة الحركة .

## 2 - تخفيف قواعد المنافسة competition requirements: لاسيما في ظل مناخ الأعمال المتراجع حاليًا إذا ما

أردنا تدفق رؤوس أموال القطاع الخاص وتشجيع المستثمرين) عماد الاقتصاد الخاص وتحسين ثقتهم على تعزيز نشاطاتهم الاستثمارية في مختلف القطاعات الاقتصادية كالطاقة والنقل والتعدين والاتصالات والتكنولوجيا والإسكان والعقارات والسياحة.. الخ. ولكي تؤدي الاستثمارات المرجوة ثمارها لابد لنا أيضًا من العمل على تحرير حركة المبادلات التجارية بين الدول إذا ما رغبتنا في زيادة معدلات التدفق التجاري من استيراد وتصدير، وصولاً إلى تحقيق المنفعة المشتركة لجميع الأطراف المعنية.

ملاحظة : يعتمد مدى نجاح الدولة في استقطاب الاستثمارات الأجنبية على عوامل عديدة، منها ظروف الدولة الاقتصادية، بيئة الأعمال في الدولة، جهود الدولة في تشجيع وجذب الاستثمار، وأمن الدولة واستقراره السياسي.

### المطلب الرابع: آليات التصدي للآزمة على مستوى ديوان الزكاة

## 1 - تفعيل دور ديوان الزكاة في منح الدعم النقدي والعيني: لأسر الطبقات الدنيا والمتوسطة من المجتمع

والعمل على تفعيل أكبر للاستقطاعات الاجتماعية المالية كفريضة الزكاة مثلاً والتي هي من أركان الإسلام من أجل مساعدة الفقراء والمحتاجين والأيتام وذوي الاحتياجات الخاصة الذين لا حول لهم ولا قوة في هذه الظروف الصعبة، فنحن ومن خلال هذه السياسات المالية الضريبية، نعقد الأمل على زيادة مداخيل الأفراد ورفع هوامش الأرباح الصافية للشركات المتصرف بها من أجل تشجيع الطلب الاستهلاكي والإنفاق الاستثماري الإنتاجي وبالتالي تحريك عجلة الاقتصاد وإنعاش النمو المتراخي.

## 2 - مراجعة نسب الجباية بما يتوافق المتطلبات والمتغيرات الاقتصادية المحلية والخارجية.

## 3 - توجيه توزيع مصرفي القراء والمساكين ( المشروعات الصغيرة): إلى المستهدفين في مجال الزراعة

بشقيها النباتي والحيواني ، حتى يتم تنمية الجباية من الزرع والأنعام .

## المبحث الثالث: آثار الأزمة المالية العالمية على الدول النامية وكيفية المواجهة المطلب الأول: انعكاسات الأزمة المالية على السعودية وكيفية مواجهتها

الفرع الأول : الروابط بين الاقتصاد السعودي والاقتصاد العالمي : يعمل الاقتصاد السعودي كاققتصاد منفتح ضمن منظومة الاقتصاد العالمي، ومن ثم فهو يتأثر بالتقلبات والأزمات الاقتصادية الدولية شئنا أم أبينا، وذلك نتيجة لوجود مجموعة من الروابط بين الاقتصاد السعودي والاقتصاد العالمي والتي يتمثل أهمها في الآتي:

✓ التجارة الخارجية للمملكة مع العالم : تمثل التجارة الخارجية أهم روابط المملكة مع العالم الخارجي، وخاصة فيما يتعلق بالصادرات، حيث تلعب الصادرات دوراً أساسياً في النمو الاقتصادي في المملكة وخاصة صادرات النفط، وذلك كون النفط سلعة إستراتيجية للمملكة ومصدر رئيسي للدخل، وسلعة إستراتيجية للعالم أيضاً باعتبارها مصدر أساسي للطاقة والنشاط الاقتصادي. كما تلعب الواردات دوراً أساسياً في النمو أيضاً، من خلال توفير مستلزمات الإنتاج، ناهيك عن توفير المستلزمات الاستهلاكية من السلع، ولا شك أن النمو الاقتصادي العالمي وتزايد الطلب على النفط وارتفاع أسعاره لمستويات قياسية تجاوز 140 دولار للبرميل، قد أفاد الاقتصاد السعودي بشكل واضح، من خلال زيادة حصيلة الصادرات النفطية، وزيادة الفائض في الموازنة العامة رغم تزايد النفقات العامة بشكل كبير، وزيادة قدرة المملكة على تمويل الواردات اللازمة للتوسع الإنتاجي وزيادة الاستهلاك، كما أدت الزيادة في حصيلة الصادرات إلى زيادة تراكم الأصول الأجنبية الرسمية في الخارج.

الجدول رقم 37: تطور التجارة الخارجية للمملكة مع العالم الخارجي وتراكم الاحتياطي من الأصول الأجنبية ( المليار دولار ).

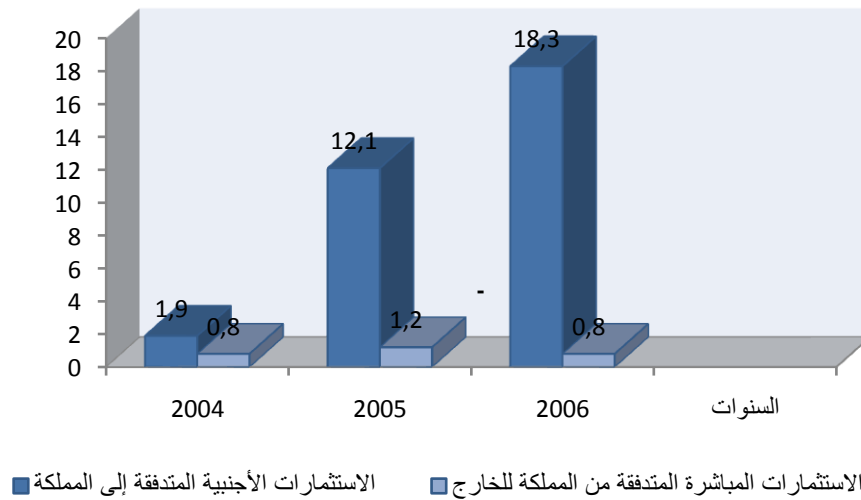
البيان	2007	2006	2005	2004	2003	2002
حصيلة الصادرات النفطية	--	18806	16101	11004	8200	6306
حصيلة إجمالي الصادرات	23302	21306	18001	12507	9300	7203
المدفوعات من الواردات	8706	6007	5406	4101	3309	2906
احتياطي الأصول الخارجية	--	27302	19505	12709	9701	7303

المصدر : [www.saudichambers.org.sa/Images/financial\\_crisis2\(1\).pdf](http://www.saudichambers.org.sa/Images/financial_crisis2(1).pdf)

✓ **الاستثمارات السعودية في الخارج** : تتنوع الاستثمارات السعودية في الخارج بين استثمارات خاصة واستثمارات رسمية، وهي استثمارات إما في أصول كالعقارات وغيرها من الموجودات العينية، أو استثمارات في أسواق المال العالمية، ورغم عدم وجود بيانات دقيقة حول حجم هذه الاستثمارات إلا أنه من المتوقع أن تكون هذه الاستثمارات بمبالغ كبيرة، وهذه الاستثمارات تحقق فوائد للمملكة متمثلة في تحقيق عوائد تؤثر بدورها في معدلات النمو في الاقتصاد الوطني.

✓ **الاستثمارات الأجنبية في المملكة**: تعتبر المملكة في مقدمة دول المنطقة من حيث جذب الاستثمارات الأجنبية، سواء كانت استثمارات أجنبية مباشرة أو استثمارات أجنبية في سوق الأوراق المالية، وتشير الأرقام إلى تطور حجم هذه الاستثمارات بشكل كبير خلال السنوات الأخيرة، وتساهم هذه الاستثمارات في زيادة الإنتاج، ورفع معدلات النمو، وخلق فرص عمل للمواطنين، ناهيك عن الفوائد الأخرى لهذه الاستثمارات الأجنبية مثل جلب التكنولوجيا المتقدمة للمملكة، والمساهمة في زيادة الصادرات غير البترولية.

الشكل رقم 73 : تدفق الاستثمارات المباشرة من وإلى المملكة، وفق تقرير الاستثمار العالمي لعام 2007، الصادر عن مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (بالمليار دولار).



المصدر: [www.saudichambers.org.sa/Images/financial\\_crisis2\(1\).pdf](http://www.saudichambers.org.sa/Images/financial_crisis2(1).pdf)

وفي إطار الجهود التي يبذلها القطاعين الحكومي والخاص حقق الاقتصاد الوطني العديد من الانجازات في السنوات الأخيرة، كان من أهمها تحقيق معدل نمو مناسب لسنوات متعددة في الناتج المحلي الإجمالي، وجذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية، وتعزيز مستويات السيولة في السوق، وإطفاء الدين العام، ونمو الصادرات غير



النفطية بمعدلات مرتفعة، وتوسيع دور القطاع الخاص في الاقتصاد الوطني، وحصول المملكة على ترتيب متقدم بين دول العالم في مجال الإصلاح الاقتصادي وبيئة الأعمال.

### الفرع الثاني : مداخل تأثير الأزمة المالية العالمية على اقتصاد المملكة

يمكن القول أن اقتصاد المملكة يتأثر بالأزمة المالية العالمية الناجمة عن أزمة الرهن العقاري الأمريكية عبر مجموعة من المداخل والتي تتمثل:

**1. مدخل سوق الأسهم :** من المعروف في الأزمات المالية العالمية أن الأزمة تشتعل في بدايتها وبسرعة في سوق الأسهم، ثم تنتقل بعد فترة ( تتراوح بين شهرين إلى ثلاث ) لسوق السلع، ثم تنتقل بعد فترة أطول (من ثلاثة إلى أربعة أشهر ) إلى سوق العمل، وهذا ما حدث في تداعيات وتطورات أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، حيث ضربت الأزمة أسواق الأسهم في البداية، ثم انتقلت إلى أسعار السلع والأصول بعد فترة وخاصة أسعار العقارات، ثم بدأت تداعياتها تنتقل لسوق العمل ممثلة في فقد عدد كبير لوظائفهم في المؤسسات التي ضربتها الأزمة، الأمر المؤكد أن الاستثمارات السعودية للأفراد والمؤسسات الرسمية في أسواق المال العالمية ( رغم عدم معرفة حجمها الحقيقي ) قد تأثرت بهذه الأزمة، ولذلك فإن الأمر يتطلب الوقوف على حجم الخسائر السعودية في هذا المجال.

وتعتبر سوق الأسهم السعودية جزء من منظومة السوق المالية العالمية، فبالرغم من عدم تأثرها بالسوق العالمية في الفترة من 2005 وحتى 2007 إلا أن الأزمة الأمريكية ألقّت بظلالها عليها في الآونة الأخيرة، وتلقت السوق صدمة نتيجة حالة الهلع التي انتابت أسواق المال العالمية في بداية أزمة الرهن العقاري، فوفقاً لنتائج الربع الأول من عام 2008 شهد سوق الأسهم بالمملكة تراجعاً كبيراً ومفاجئاً في المؤشر العام، حيث وصلت الخسائر لأقصاها خلال الأسبوع الأخير من شهر يناير بفقد 2184 نقطة، ثم بدأت السوق منذ ذلك الوقت تشهد ارتفاعات محدودة تليها انخفاضات كبيرة، حتى سجلت سوق الأسهم قاعاً جديداً في اليوم الأول لاستئناف التداولات بعد إجازة عيد الفطر، وهو أقل مستوى منذ الهبوط الحاد في فبراير 2006 الذي حل بالأسهم وأثر على مدخرات المواطنين، كما أنه يعتبر أقل مستوى للمؤشر منذ أربع سنوات حيث خسرت السوق في يوم واحد حوالي 141 مليار ريال من قيمتها السوقية، وانخفضت جميع الأسهم بنسبة 10 ، ليصل المؤشر إلى 6726 نقطة، في حين كانت أقل قيمة سجلها مؤشر السوق أثناء هبوط فبراير 2006 هي 6767 نقطة.

إن ما تعرضت له السوق المالية خلال الفترة الماضية من هبوط يرجع إلى تأثرها بالأزمة المالية العالمية التي لم تقلت منها بورصة متقدمة أو نامية أو ناشئة، وأن ذلك ليس لعيب في أداء الشركات الوطنية ولا لخلل في الاقتصاد الوطني، ومن ثم فالسوق المالية مازالت لا تعكس الأوضاع الممتازة للاقتصاد الوطني، لذلك يرى المجلس عدم الربط بين ما يحدث في السوق المالية وبين واقع القطاعات الاقتصادية الإنتاجية والخدمية.

**2. مدخل الجهاز المصرفي :** من الطبيعي أن يكون الجهاز المصرفي أحد المداخل التي يمكن أن يتأثر بها الاقتصاد السعودي من الأزمة المالية العالمية، وذلك بسبب استثمارات المصارف في الخارج، وارتباطاتها مع المصارف العالمية. وبعد مرور حوالي عام على اندلاع شرارة هذه الأزمة المالية العالمية فإن المصارف السعودية تؤكد مرارًا أنها في مأمن من هذه الأزمة، وأن هناك العديد من العوامل التي أدت إلى صمودها أمام هذه الأزمة، ومن أهمها ما يلي:

- المميزات التي يتمتع بها القطاع المصرفي السعودي وخاصة ما يتعلق بتطبيق مقررات لجنة بازل.

- بعد البنوك السعودية عن ثقافة توريق القروض المنتشرة في بنوك أمريكا والدول الغربية.

- توفر السيولة في البنوك السعودية، وعدم وجود أي شح في تقديم الائتمان المصرفي، حيث أن النمو في السيولة خلال الأشهر الثمانية الماضية ارتفع لحوالي 21 % مقارنة بحوالي 18 % في العام الماضي، كما سجلت الودائع نموًا كبيرًا يتجاوز 22 % من المعدل السنوي للنمو في الأشهر الثمانية الأولى أكثر مما شهده العام الماضي، كما حدث نمو في الإقراض من جانب البنوك بمعدل أكثر من 48 % ، حيث كان معدل الإقراض 11 % في الأشهر الثمانية الأولى من هذا العام.

**3. مدخل النمو الاقتصادي :** فالنمو الاقتصادي في المملكة مرتبط بشكل كبير بالعلاقات والروابط الخارجية للاقتصاد السعودي وخاصة ما يتعلق بالصادرات، ورغم تأثير الأزمة على معدل النمو الاقتصادي العالمي، ومن ثم وجود احتمالات لتأثيرها على حجم الطلب على النفط وعلى أسعاره ومن ثم تأثيرها على نمو الاقتصاد السعودي من الناحية النظرية، إلا أن الواقع يؤكد أن هذا الأثر لم يظهر بعد، فما زالت أسعار النفط مرتفعة عن المستوى الذي يشكل خطورة على الموازنة العامة رغم انخفاضها مؤخرًا، وهناك توقعات باستمرارها مرتفعة خلال السنوات القادمة رغم احتمالات تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي، ومن ثم فتأثير الأزمة على نمو الاقتصاد السعودي من مدخل صادرات النفط يعتبر ضعيفًا جدًا على الأقل في الأجل القصير، ومع ذلك لا يمكن إغفال تأثير هذه الأزمة على الصادرات غير النفطية للمملكة، وخاصة صادرات البتروكيماويات التي سينخفض الطلب العالمي عليها في ظل تباطؤ معدل النمو الاقتصادي العالمي، وربما يؤدي ذلك بشكل نسبي ما حدث من تراجع في أرباح أكبر الشركات في هذا القطاع.

**4. مدخل علاقة الريال بالدولار الأمريكي :** المعروف أن العلاقة بين الريال والدولار وضع سابق للأزمة المالية الراهنة، وتتفاوت الآراء حول هذه العلاقة بين ضرورة فك عراها وبين الإبقاء عليها دون تغيير، إلا أن المملكة ما زالت تؤكد على استمرارية هذه العلاقة بين الريال والدولار، وتسوق في ذلك مبررات كثيرة في مقدمتها الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي ومنع المضاربة على العملة الوطنية. وقد اتخذت الدولة من السياسات المالية والنقدية ما تتطلبه هذه العلاقة بغض النظر عن درجة الانسجام بين مجمل السياسات الاقتصادية في المملكة، وقد

ظهر ذلك بوضوح في تتبع مؤسسة النقد السعودي لخطوات البنك المركزي الأمريكي فيما يتعلق بإجراء تخفيضات على معدلات الفائدة الأمريكية للتخفيف من آثار الأزمة، حتى بلغ عدد مرات تخفيض الفائدة من قبل المملكة حوالي سبع مرات، رغم أن ذلك لا يخدم هدف كبح جماح التضخم الذي بلغ 1.11% في المملكة في يوليو 2008، وهو ما أدى إلى تحول الفرق بين سعر الفائدة بين البنوك على الودائع بالريال وسعر الفائدة على الودائع بالدولار إلى فرق بالسالب لصالح الدولار، وذلك منذ عام 2005.

ورغم ذلك فإن لدى مؤسسة النقد العربي السعودي مساحة للتحرك واستخدام أدوات أخرى مساعدة للحد من التضخم بعيداً عن سعر الفائدة، ممثلة في قرار رفع الاحتياطي القانوني للبنوك الوطنية أكثر من مرة، ولكن هذا الوضع وهذا التوجه في سياسة سعر الصرف والسياسة المالية والنقدية المتصلة بها تأثرت بتطورات الأزمة في الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي، وتأثيرها على قيمة الدولار، وعودة البنك المركزي الأمريكي لخفض سعر الفائدة لمستوى 5.1%، حيث قامت مؤسسة النقد العربي السعودي بتخفيض الاحتياطي القانوني لدى البنوك إلى 10%، وخفض فائدة إعادة الشراء "الريبو" نصف نقطة مئوية من 5.5% إلى 5% في 12 أكتوبر 2008، وذلك لتعزيز وضع السيولة في الجهاز المصرفي، ومع ذلك فإن حدوث تفاقم للأزمة، وحدث المزيد من التراجع في قيمة الدولار، ومزيد من التخفيض لسعر الفائدة الأمريكي قد يضع سياسة سعر الصرف في المملكة عند مفترق طرق.

**الجدول رقم 38 : تطور نسبة الوديعة النظامية التي تحتفظ بها البنوك لدى مؤسسة النقد العربي السعودي.**

البيان	15 ربيع	29 ربيع	18 ربيع	26 ربيع	28 ربيع	13 شوال 1429
الوديعة النظامية كنسبة من الودائع تحت الطلب.	7%	9%	10%	12%	13%	10%
الوديعة النظامية كنسبة لمجموع الودائع الادخارية والأجلة.	2%	2%	2%	2%	4%	4%

المصدر : [www.saudichambers.org.sa/Images/financial\\_crisis2\(1\).pdf](http://www.saudichambers.org.sa/Images/financial_crisis2(1).pdf)

### الفرع الثالث : وضع الاقتصاد السعودي بالنسبة للأزمة المالية العالمية

وبعد التعرف ولو بصفة بسيطة على الاقتصاد السعودي نتعرض فيما يلي إلى وضع هذا الاقتصاد بالنسبة للأزمة المالية العالمية، وكغيره من اقتصاديات العالم تعرض الاقتصاد السعودي إلى ما يعرف بالأزمة المالية العالمية - التي تعدت تداعياتها الدول التي كانت سبباً أساسياً فيها- خاصة وأن هذا الاقتصاد يعتمد على النفط ومشتقاته في

تمويل موازنته العامة و التي تأثرت أسعاره بسبب هذه الأزمة. لذلك يرى المحللين أن هذا الاقتصاد ليس عرضة للازمة المالية بصورة مباشرة كون أن البنوك العاملة لم تكن تتعامل في ما يعرق بالمشقات المالية المعقدة التي يمكن اعتبارها سببا رئيسيا في الأزمة، كون أن هذه البنوك ليست على دراية كبيرة بمثل هذه الأدوات إلى جانب عدم استعداد هذه البنوك إلى العمل ضمن مجالات مخاطرة كبيرة، ولو كان الاقتصاد السعودي لم يتأثر بهذه الأزمة بشكل كبير إلا أن السوق المالي الذي يعتبر محرك للاستثمار المالي في الدول لأنه من المصادر الأساسية للتمويل للشركات العاملة في الاقتصاد من جهة و كذا مجال من مجالات الاستثمار و تحقيق العوائد قد تعرض خلال هذه الأزمة و لازال كذلك لتذبذبات حادة تهدد استقراره، الذي سوف ينعكس على نشاط الشركات المدرجة فيه وبالتالي تأثر الاستثمار المالي بالتبعية.

ونحاول هنا التعرف على مختلف الأسباب التي كانت وراء هذا التذبذب، وكذا التعرف على مختلف مظاهر هذا التذبذب و أيضا مختلف آثاره وتداعياته خاصة على الاستثمار في السوق المالي أو ما يعرف بالاستثمار المالي وكذا الإجراءات التي عملت كل من مؤسسة النقد العربي السعودية و هيئة سوق المال من جهة والشركات المدرجة أسهمها في السوق من خلالها على التقليل أو الحد من آثار هذه الأزمة السلبية.

**أولاً: أسباب التذبذبات الحادة في سوق الأسهم السعودي :** يمكن تلخيص أهم هذه السباب فيما يلي: يوجد في السوق المالي السعودي ما يفوق 110 شركات مدرجة أسهمها فيه، هذه الشركات عملت على الاستفادة من التسهيلات و الحوافز الممنوحة من طرف الدولة لتحقيق مكانة عالية في السوق المحلية و الخارجي سوا كان إقليمياً أو دولياً. و قد عملت هذه الشركات في إطار أرباحها المحققة و كذا التمويل المتوفر من طرف البنوك المحلية و كذا الأجنبية و حتى السوق المالي على التوسع في أنشطتها على الصعيدين الداخلي و الخارجي، لكنها كانت دائمة التحفظ في تعاملاتها حيث لم تكن مستعدة للتعامل في المجالات ذات المخاطر العالية، فقد كانت هذه الشركات تعمل على الصعيد الخارجي إما في إنجاز المشاريع الحقيقية أو الاستثمار في بنوك أو أسواق أجنبية عن محافظ لها هناك لكن دائماً في إطار تفادي المخاطر المرتفعة للحفاظ على أموال المساهمين بالدرجة الأولى لأن ذلك يضمن لها الحفاظ على مكانتها في السوق. و لكن ورغم هذه الدرجة من الحيطة والحذر وقعت هذه الشركات في ممارسات من النوع العالي المخاطر خاصة في إطار استثماراته المالية عن طريق المحافظ التي في البنوك و الأسواق المالية الأجنبية، فهذه التجاوزات التي حدثت لم تكن لتأثر سوا على الشركة في حد ذاتها أو على الاقتصاد السعودي بالتبعية لأنه و حسب مؤسسة النقد العربي في السعودية فإن استثمارات الشركات العاملة في سوق السهم السعودي في الأدوات العالية المخاطر لا يتجاوز 1% من إجمالي الناتج الداخلي الخام للملكة في العام 2008 أي أنه لا خوف على هذه الشركات حيث أنها سوف تعوض ما سوف تفقده من جراء التعامل في مثل هذه الأدوات من خلال نتائجها التي كانت إيجابية بدرجة كبيرة عن طريق أخذ مخصصات للخسائر، كما أن ذلك أيضاً لن يؤثر على السوق المالي السعودي و بالتالي الاقتصاد ككل إلا من خلال أثر يكاد لا يذكر، لكن ما نراه يحدث في سوق

الأسهم السعودي عكس ذلك تماما فما هي الأسباب التي أدت إلى هذا التأثير السلبي على السوق المالي؟ بعد التعرف على أن الاقتصاد السعودي حسب أغلب آراء المحللين لن يتأثر بالأزمة المالية بصفة مباشرة وكذا بعد تصريحات مؤسسة النقد السعودية، كان لزاما علينا التعرف على مختلف مسببات هذه الحالة السلبية للسوق المالي السعودي، و يمكن أن نلخص ذلك في سبب رئيسي و حيد و هو الحالة النفسية السلبية السائدة في السوق وإلى جانب هذا السبب الرئيسي يمكن أن نعدد جملة من الأسباب الفرعية كما يلي<sup>1</sup>:

❖ **الاكتتابات الأولية** وما كان لها من آثار سلبية على التعامل في أسواق الأسهم خاصة في عامي 2007 و 2008 التي عملت على استنزاف السيولة الموجودة لدى الأفراد خاصة، حيث ما ميز هذه الاكتتابات في السوق السعودي كثرة العدد و الضخامة، و الجدول التالي يوضح مختلف عمليات الاكتتابات التي تمت في سوق الأسهم السعودي بين 2007 و 2008 .

❖ **غياب واضح لمبادئ الحوكمة خاصة مبدأي الإفصاح والشفافية** الذي عمق من إنتشار الأزمة و آثارها السلبية، كون المؤسسات المتضررة تعمل على عدم الإفصاح عن مدى تضررها من جراء الأزمة مما جعل المستثمرين يعممون الأمر السلبي لجميع الشركات دون وعي.

❖ **عدم وجود صانع للسوق يقوم بالحفاظ على مستوى صحي لهذا الأخير** مما يضمن عدم التسعير الخاطئ للأوراق المدرجة.

❖ **إنتشار التصنيفات الائتمانية غير الموضوعية** مما أدى إلى التعامل في الأسواق بدون كفاءة تذكر.

❖ **عمليات البيع القوية التي قام بها الأجانب في السوق المالي و تصفية مراكزهم** بغية تغطية الخسائر التي تعرضوا لها في أسواق أخرى أوروبية أو أمريكية بصفة خاصة كان عامل ضغط على السوق خاصة بعد إلحاق المستثمر المحلي بركب البيع.

❖ **حالة الارتباط الكبيرة بين مختلف الأسواق الإقليمية خاصة السوق المالي المصري والعالمية** خاصة سوق لندن، السوق الأمريكي و طوكيو بالسوق السعودي و هو ما يظهر من خلال مصفوفات الارتباط:  
الجدول رقم 39 : مصفوفة معاملات الارتباط بين مختلف الأسواق العربية والعالمية بتاريخ 15 سبتمبر- يناير 2008.

مصر	السعودية	الكويت	أبوظبي	دبي	الأردن	لندن	الولايات المتحدة	طوكيو
1.00	0.69	0.03	0.53	0.77	-0.37	0.74	0.80	0.47
0.69	1.00	-0.28	0.39	0.85	-0.35	0.75	0.69	0.64
0.03	-0.28	1.00	0.64	-0.14	0.78	-0.22	-0.27	0.16
0.53	0.39	0.64	1.00	0.60	0.43	0.29	0.24	0.63

<sup>1</sup> من إعداد الطالبة بتصريف عن بعض المراجع.  
<sup>2</sup> التقرير السنوي للبورصة المصرية 2008 ص 23.

لندن	الولايات المتحدة	طوكيو
0.74	0.80	0.47
0.75	0.69	0.64
-0.22	-0.27	0.16
0.29	0.24	0.63
0.70	0.72	0.65
-0.46	-0.59	0.15
1.00	0.93	0.68
0.93	1.00	0.55
0.68	0.68	1.00

المصدر: مجلة تداول للسوق السعودي العدد جانفي 2009: عن التقرير السنوي للبورصة المصرية 2008 ص23

الجدول رقم 40 : مصفوفة معاملات الارتباط بين مختلف الأسواق العربية و العالمية بتاريخ 15سبتمبر-ديسمبر 2008.

	مصر	السعودية	الكويت	أبوظبي	دبي	الأردن	لندن	الولايات المتحدة	طوكيو
مصر	1.00	0.97	0.94	0.88	0.95	0.97	0.81	0.87	0.96
السعودية	0.97	1.00	0.96	0.93	0.98	0.98	0.68	0.75	0.91
الكويت	0.94	0.96	1.00	0.91	0.97	0.95	0.72	0.82	0.90
أبوظبي	0.88	0.93	0.91	1.00	0.98	0.90	0.64	0.74	0.84
دبي	0.95	0.98	0.97	0.98	1.00	0.95	0.70	0.80	0.89
الأردن	0.97	0.98	0.95	0.90	0.95	1.00	0.76	0.81	0.93
لندن	0.81	0.68	0.72	0.64	0.70	0.76	1.00	0.97	0.89
الولايات المتحدة	0.87	0.75	0.82	0.74	0.80	0.81	0.97	1.00	0.90
طوكيو	0.96	0.91	0.90	0.84	0.89	0.93	0.89	0.90	1.00

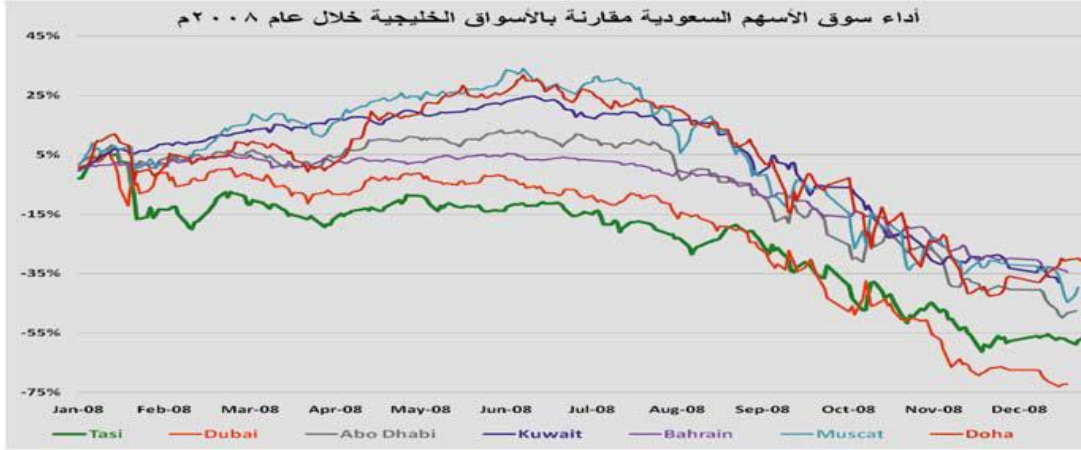
المصدر: مجلة تداول للسوق السعودي العدد جانفي 2009: عن التقرير السنوي للبورصة المصرية 2008 ص23

من خلال المصفوفة الأولى بتاريخ قبل الأزمة، نجد أن علاقة السوق السعودي بالأسواق الإقليمية متباينة فلقد كانت وطيدة مع كل من مصر و دبي في حين أن معامل ارتباط السوق السعودي بكل من سوق الكويت و أبو ظبي والأردن أي أن مختلف التغيرات التي تحدث في هذه الأسواق الأخيرة ليس لها تأثير معتبر على أداء السوق السعودي، في حين أن التغيرات التي تحدث في الأسواق العربية الأخرى التي تم ذكرها لها تأثير معتبر على السوق السعودي. أما عن علاقة هذا السوق بمختلف الأسواق العالمية التي سبق ذكرها فهي تظهر من خلال نفس المصفوفة على أنها علاقة قوية أي أن السوق السعودي يتأثر بمختلف التغيرات التي تحدث على مستوى هذه الأسواق، في حين أن المصفوفة الثانية بتاريخ بعد الأزمة، نجد أن الأزمة عمقت من العلاقة الموجودة بين السوق السعودي و الأسواق العالمية أي أنها أصبحت أكثر تأثراً بها من ذي قبل، بل أكثر من ذلك فإن الأزمة عملت على تقوية العلاقة بين هذا السوق و الأسواق العربية السابقة الذكر مما يدل على أن مختلف التغيرات التي تحدث في هذه



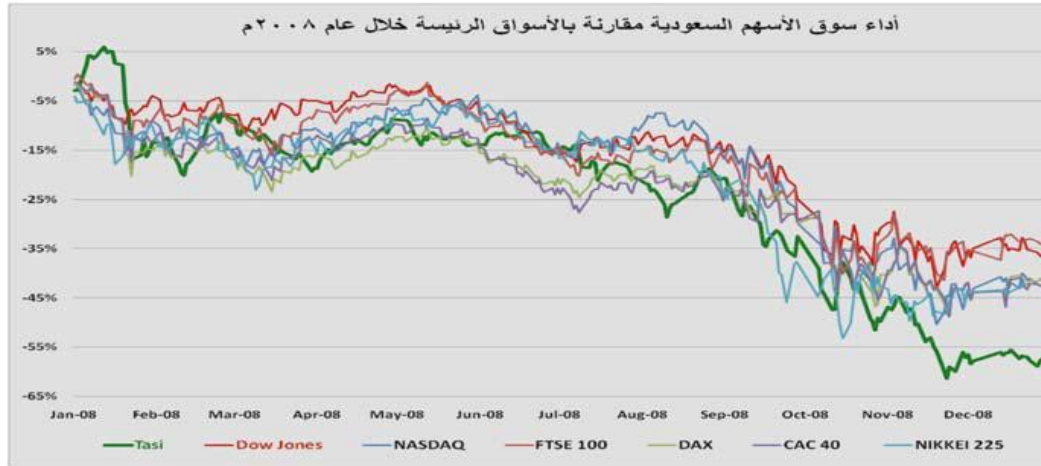
الخيرة سوف يكون لها تأثير بنفس الاتجاه على السوق محل الدراسة. ولزيادة توضيح الكلام السابق يمكن وضع الشكلين البيانيين التاليين كما يلي<sup>1</sup>:

#### الشكل رقم 74 : أداء سوق الأسهم السعودية مقارنة بالأسواق الخليجية خلال عام 2008



المصدر: مجلة تداول للسوق المالي السعودي العدد فيفري 2009 ص47

#### الشكل رقم 75 : أداء سوق الأسهم السعودية مقارنة بالأسواق الرئيسية خلال عام 2008



المصدر: مجلة تداول للسوق المالي السعودي العدد فيفري 2009 ص49

#### الفرع الرابع : تداعيات الأزمة على الاقتصاد بصفة عامة و السوق المالي السعودي بصفة خاصة

كما سبق وأن أشرنا إلى أن الاقتصاد السعودي بصفة عامة لن يتأثر بالأزمة المالية بصورة مباشرة، إلا أنه سوف يعاني من آثار سلبية بصورة غير مباشرة خاصة على المدى البعيد ناتجة أساساً عن الانخفاضات الكبيرة التي شهدتها أسعار النفط. أما بشأن حالة الاقتصاد في المدى القصير والمدى المتوسط فهو في معزل عن التأثير بهذه الأزمة لأنه سوف تستعمل الاحتياطات الأجنبية في الحفاظ على مستوى معقول من النفقات يضمن الحدود

<sup>1</sup> مجلة تداول للسوق السعودي ص 47.

المسطرة من برامج التنمية في البلاد، فمحللين يرون أن الاحتياطات الأجنبية للاقتصاد السعودي تضمن له الاستمرار بنفس الوتيرة الحالية لمدة خمس ( 5 ) سنوات في حالة الانخفاض الحاد للأسعار النفط بوصولها إلى حدود 15 دولار للبرميل، وتعتبر الموازنة العامة للملكة السعودية أكبر دليل على ذلك، فالبرغم من التوقعات بانكماشها إلا أنها جاءت على العكس توسعية لتعرفت زيادة في النفقات لضمان مواصلة عمليات التنمية و المشاريع المسطرة.

كذلك من الآثار السلبية ارتفاع تكلفة الإقراض بين البنوك في ظل حالة إنعدام الثقة و التخوف من مخاطر عدم السداد مما أدلا إلى تعطيل العمليات الاقتصادية خاصة في سوق الأسهم، و من الآثار السلبية أيضا التي يشهدها الاقتصاد السعودي في ظل هذه الظروف أيضا ارتفاع معدلات البطالة حيث بلغت عدد الأشخاص الذين فقدوا عملهم خلال ديسمبر 2008 ، جانفي وفيفري 2008 ما يقارب 3000 شخص نتيجة إتباع سياسة التقليل من العمالة في الشركات العاملة في السعودية لغرض ترشيد النفقات، إلى جانب هذه الآثار التي يعاني منها الاقتصاد السعودي كغيره من الاقتصاديات الأخرى في المنطقة العربية خاصة و العالم بصفة عامة، إلا أنه هناك آثار يمكن القول على أنها ايجابية نوعا ما نذكر منها أساسا تحسن القدرة الشرائية للمواطنين نظرا للانخفاضات التي طالت مختلف السلع الاستهلاكية و كذا مختلف السلع الوسيطة مما أعطى راحة لدى المواطنين و تحسن ملحوظ في مؤشرات الاستهلاك، ويعود هذا التحسن أساسا إلى انخفاض أسعار هذه السلع في السوق الدولية خاصة وأن السبب الرئيسي في التضخم هو الواردات أي تضخم مستورد و ليس ناتج عن ظروف داخلية، أما فيما يخص سوق الأسهم فقد تأثر أيضا بحالة إنعدام الثقة السائدة في السوق مما إنعكس سلبا على عمليات الاستثمار المالي فيه المتمثلة أساسا في شراء الأسهم و السندات حيث أصبح الأفراد يفضلون النقود على استثمارها في السوق المالية الذي يعكسه - عملية التفضيل- تصفية المحافظ والخروج من السوق بأقل خسارة ممكنة ، و يعتبر كل من حجم التداول في فترة معينة، كذا كمية التداول وأداء مؤشرات القطاعات مؤشرات جيدة تعكس حقيقة الاستثمار في سوق الأسهم، لذلك سوف نتطرق فيما يلي لهذه المؤشرات في السوق السعودي للتوصل إلى مدى تأثيره بالأزمة كما في الجدول في الصفحتين التاليتين و من خلال الجدول رقم 29 نجد أن كل من قيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة و عدد الصفقات المنفذة في العام 2008 عرفت انخفاض معتبر مقارنة مع العام 2007 مما يؤكد على حالة إنعدام الثقة من قبل المستثمرين في أسواق الأسهم خاصة في نهاية العام 2008 أو سهر ديسمبر الذي شهد نسب دنيا فيما يخص كل المؤشرات السابقة مقارنة مع العام 2007، و من خلال هذا الجدول نستنتج أن الأفراد لا يرغبون في الاستثمار في الأسهم و السندات أو ما يعرف بالاستثمار المالي و يفضلون الاحتفاظ بأموالهم خاصة في مثل هذه الظروف و من خلال الجدول رقم 30 نلاحظ أن كل المؤشرات التي تم ذكرها فيها تعرف انخفاض سوا كانت من ربيع إلى آخر من العام 2008 أو بين هذا العام و العام 2007، وهذا يؤكد حالة عزوف



المستثمرين عن الاستثمار في أسواق السهم خاصة في ظل حالة انعدام الثقة و الشفافية الجيد في السوق التي كانت لتكون عامل دفع للسوق في مثل هذه الظروف الصعبة.

**الجدول رقم 41 : معلومات التداول في السوق السعودي، مقارنة شهرية بين 2007-2008.**

نسبة التغير	عدد الصفقات		نسبة التغير	عدد الأسهم المتداولة		نسبة التغير	قيمة الأسهم المتداولة (ريال)		الشهور
	2007	2008		2007	2008		2007	2008	
16.1	5.424.	6.298.	65.2	5.063.802	8.366.736	79.9	183.083.186.	329.438.8	جانفي
25.1	6.600.	4.941.	18.3	6.689.881	5.460.600	16.7	260.453.391.	216.870.3	فيفري
52.0	9.418.	4.519.	51.1	8.846.892	4.325.459	61.3	410.968.847.	158.973.6	مارس
36.4	6.769.	4.300.	13.9	6.362.179	5.473.140	23.4	263.497.815.	201.652.2	أفريل
31.5	6.412.	4.391.	28.5	5.314.573	3.796.052	35.4	242.503.006.	156.584.2	ماي
57.2	4.323.	6.797.	106.	3.123.213	6.462.070	74.7	127.833.570.	223.349.1	جوان
9.21	5.084.	5.553.	2.21-	4.134.355	4.042.968	4.37-	170.759.098.	163.304.3	جويلية
26.8	4.952.	3.621.	30.1	4.150.633	2.900.955	45.9	196.692.215.	106.226.7	أوت
40.5	4.418.	2.627.	19.0	3.253.462	2.632.543	45.9	148.506.939.	80.203.69	سبتمبر
12.0	2.729.	3.057.	76.4	2.857.415	5.042.510	10.8	108.491.275.	120.208.0	أكتوبر
5.05	3.790.	3.599.	33.6	5.112.591	6.831.361	31.5	189.354.105.	129.713.0	نوفمبر
57.7	5.740.	2.428.	36.2	6.823.497	4.348.200	70.1	255.569.077.	76.421.30	ديسم
20.6	65.66	52.13	3.32-	61.732.49	59.682.59	23.2	2.557.712.52	1.962.945	السنو

المصدر: التقرير السنوي لسوق الأسهم السعودي لعام 2008 ص 16.

الجدول رقم 42 : أداء مؤشرات القطاعات 2007-2008.

مؤشرات القطاعات	2008م	2007م	نسبة التغير
المصارف والخدمات المالية	13,595.73	30,544.22	-55.49%
الصناعات البتروكيماوية	3,170.95	9,470.25	-66.52%
الأسمدة	3,055.25	7,242.52	-57.82%
التجزئة	3,733.01	5,484.49	-31.94%
الطاقة والمرافق الخدمية	3,415.18	5,614.08	-39.17%
الزراعة والصناعات الغذائية	3,860.53	5,733.29	-32.66%
الإتصالات وتقنية المعلومات	1,646.50	3,339.06	-50.69%
التأمين	609.62	2,315.07	-73.67%
شركات الاستثمار المتعدد	2,052.66	6,222.37	-67.01%
الاستثمار الصناعي	3,289.77	6,154.63	-46.55%
التشييد والبناء	3,920.35	6,870.90	-42.94%
التطوير العقاري	3,214.26	6,713.30	-52.12%
النقل	2,950.05	5,388.50	-45.25%
الإعلام والنشر	1,783.79	3,982.12	-55.21%
الفنادق والسياحة	3,986.84	6,194.75	-35.64%

المصدر: التقرير السنوي لسوق الأسهم السعودي لعام 2008 ص 16.

الجدول أعلاه يبين لنا حالة مختلف القطاعات بالمقارنة بين عام 2007 و 2008, حيث نرى أن كل القطاعات في سوق الأسهم تعرف انخفاضات حادة دون استثناء مما يؤكد نفس القول السابق، حيث في ظل هذه الظروف كل القطاعات شهدت موجة بيع ضغطت على المؤشر العام للسوق ليعرف موجة نزول حادة، و هو ما سوف نتعرف عليه فيما سوف يأتي.

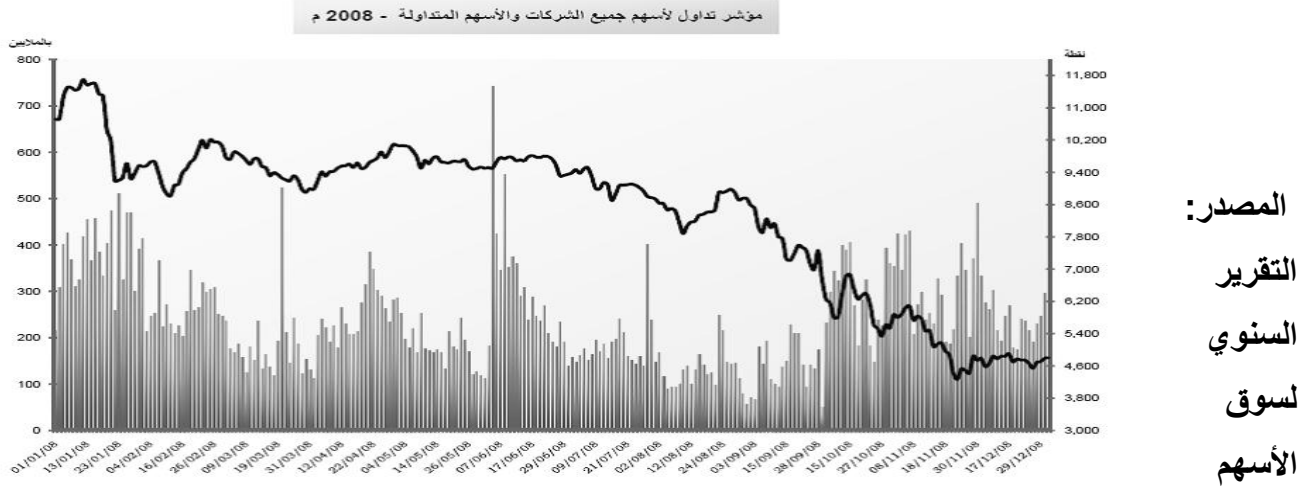
الشكل رقم 76: التقرير السنوي لسوق الأسهم السعودي لعام 2008 .



المصدر:  
التقرير  
السنوي  
لسوق  
الأسهم

السعودي لعام 2008 ص 20.

## الشكل رقم 77 : مؤشر تداول لأسهم جميع الشركات والأسهم المتداولة لعام 2008



السعودي لعام 2008 ص 22.

من خلال المخطط الثاني المتمثل في مؤشر تداول جميع أسهم السوق السعودي لسنة 2008 يتأكد لنا ما سبق ذكره وهو أن كل القطاعات عملت على الضغط على المؤشر العام للسوق و بالتالي حدوث الانخفاضات الحادة في مؤشر السوق الذي فقد ما يفوق 40 % من قيمته ليعود بذلك إلى مستويات العام 2004، و يعتبر الربع الأخير من العام 2008 هو الذي حدث فيه الضغط أكثر من الأرباع الثلاثة الأخرى حيث فقد مؤشر السوق ما يقارب 95% من قيمته في الفترة الممتدة من 06-10-2008 إلى 31-12-2008 من نفس السنة، وهو ما يوضحه المخطط الأول في الصفحة السابقة.

### الفرع الخامس: الإجراءات التي تم اتخاذها لمواجهة تداعيات هذه الأزمة

(1) الإجراءات المتخذة من طرف مؤسسة النقد السعودي: يمكن تلخيص أهم تدخلات مؤسسة النقد السعودي للحد و التقليل من آثار هذه الأزمة ما يلي<sup>1</sup>:

☒ القيام بعمليات تخفيض سعر الخصم حيث قامت في شهر أكتوبر من العام 2008 و في ظل الانخفاضات الحادة التي يتعرض لها مؤشر السوق السعودي بتخفيضه 50 نقطة أساس ليصل بذلك إلى 5 %، تم توالى التخفيضات في هذه النسبة لتصل إلى 3 % .

☒ القيام بتخفيض الإحتياطي القانوني للبنوك التجارية في مرحلة أولى من 13% إلى 10% مما عمال على ضمان ما يفوق 10 مليارات ريال سيولة للبنوك، ثم في مرحلة لاحقة ليصل بذلك إلى 7 %.

☒ القيام بإيداع أموال بصورة مباشرة لدى البنوك التجارية تعدت قيمتها 3 مليارات دولار في 21 أكتوبر من العام 2008 وهو أول ضخ دولاري قامت به مؤسسة النقد العربي .

<sup>1</sup> مجلة تداول ( مجلة سوق السهم السعودي ) ص 9.

## 2) الإجراءات المتخذة من طرف الشركات: قامت الشركات العاملة في المملكة العربية السعودية عامة والمدرجة

أسهمها في سوق الأسهم بجملة من الإجراءات لمواجهة الأزمة نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

• القيام بتسريح للعمالة خاصة في الشركات العاملة في قطاع البناء و التشييد و القطاع المالي بغية ترشيد النفقات

حيث بلغ عدد مناصب الشغل التي تم فقدها حوالي 3000 منصب شغل في الأشهر الأولى لسنة 2009.

• القيام بتأخير آجال تسليم المشروعات التي لم تسلم أو التنازل عنها خاصة في المجال العقاري.

• القيام بعمليات الاندماج بغية تكوين كيانات كبيرة ذات ملاءة مالية عالية.

• القيام بتوزيعات نقدية معتبرة تفوق في بعض الأحيان سعر الفائدة على الودائع لدى البنوك التجارية كخطوة

لتحفيز المستثمرين إلى الاحتفاظ بأسهمهم أو التشجع على القيام بشراء هذه الأسهم، حيث أنه وفق هذه الخطوة

أصبح الاستثمار في الأسهم و السندات يدر عائدا أعلى من الاستثمار في شكل ودائع بنكية لدى البنوك السعودية.

### المطلب الثاني: أثر الأزمة على الإقتصاد الأردني وكيفية المواجهة

ان الإقتصاد الأردني بمنأى عما يجري في الأسواق المالية العالمية، بسبب قلة التشابكات بين النظام المصرفي في

الأردن والنظام المصرفي الأميركي من جهة، وأداء الإقتصاد الوطني الجيد خلال عام 2008 ، وسلامة أنظمة

الرقابة في السوق المالي من جهة اخرى، ووصفوا المحللين الماليين في بورصة عمان التوقعات بوجود آثار للأزمة

المالية العالمية ب المبالغة في التقديرات من قبل صغار المستثمرين، مما دفع لتراجع البورصة في يومين متتاليين

بعد الأزمة، رغم عدم وجود مبررات لهذه التقديرات ،أظهر الإقتصاد الأردني بانه على المدى القصير سوف يستفيد

إستفادة كبيرة جراء الأزمة المالية العالمية ولعل ذلك يبدو جليا من خلال إنخفاض قيمة مستورداته من النفط الخام،

حيث أنه ونتيجة لإنخفاض أسعار النفط عالميا من شأنه أن يسهم وبشكل كبير في خفض الإنفاق الحكومي على

مستورداتها من النفط الخام في تسيير كافة جوانب الإنفاق الحكومي بحيث يتيح لها تخصيص الفارق الذي تشكل

بسبب هذا الإنخفاض في دعم مشاريع إقتصادية وتنموية أو على الأقل أن يكون كافيا في تغطية العجز الذي تشكل

في موازنة الدولة.

يضاف إلى ذلك إنخفاض أسعار المواد الأولية والتي يتم إستيرادها من الخارج ومن الأمثلة على ذلك إنخفاض

أسعار القمح والذرة كمواد اولية غذائية إضافة الى إنخفاض أسعار الحديد والنحاس وما الى ذلك كمواد أساسية في

قطاع الصناعة، في حين أن الأردن قد يظهر تأثرا نسبيا على المدى المتوسط من خلال أنه ونتيجة لتأثر مختلف

القطاعات الإقتصادية بسبب ضعف الطلب على السلع والمنتجات الإستهلاكية، الأمر الذي سوف يؤثر على ربحية

الشركات المنتجة لتلك السلع فتسعى إلى خفض تكاليف الإنتاج من خلال الإستغناء عن الموظفين لديها ، وهذا الأمر

من شأنه أن يسهم في رفع نسبة البطالة في الأردن بشكل مرتفع عما كانت عليه في السنوات السابقة وعلى وجه

الخصوص الاعوام 2007 و2008 ، حيث أن تعزيز الثقة في الإقتصاد المحلي من شأنه أن يسهم في بناء الإقتصاد

الوطني الفعال ومن شأنه أن يسهم في تشجيع الإقتصاد الوطني للوقوف في وجه الأزمة المالية العالمية ودرء كافة

<sup>1</sup> . من إعداد الطالبة بتصرف عن بعض المراجع.

آثارها السلبية، أما بالنسبة للأسواق المالية العالمية شهدت يوماً هبطت في أسعار الأسهم إلى أدنى مستوياتها، هوت فيه وهبطت فيه أسعار النفط الأمريكي ستة دولارات إلى 81.87 دولار للبرميل، فيما ارتفع سعر الذهب نحو 3% مع إقبال المستثمرين عليه كملاذ آمن لإستثماراتهم مع هبوط أسواق الأسهم بصفة عامة.

ووفقاً للبنك المركزي فإن الزيادة في الاحتمالات كانت من النشاط الاقتصادي بما فيها تدفقات الاستثمار المباشر من الخارج والسياحة وتحويلات المغتربين العاملين في الخارج، كما أن موازنة عام 2008 تسجل عجزاً أقل بكثير من العجز المستهدف، مشيراً إلى أن البيئة الاستثمارية في الأردن لا تزال تحتفظ بجاذبيتها مقارنة مع دول أخرى، وعن الانخفاض الذي شهدته بورصة عمان في أول يومي تداول من الأسبوع الأول من الأزمة وخسارتها 193 نقطة، أن ما يحدث في العالم يؤثر سواء بشكل مباشر أو غير مباشر على البورصة.

سوق الأوراق المالية المحلية أكثر نجاعة من الأسواق العالمية في إتباع الرقابة المستمرة ضمن المعايير الدولية إلى جانب عمليات الإفصاح المستمرة عن بيانات الشركات الجوهرية والمالية للجمهور بشكل عام، والإلتزام في الرقابة المستمرة في السوق المحلية قابله الإنفلات من قبل هيئات الرقابة البنكية في الأسواق المالية العالمية إنتقلت بعدها العدوى إلى المؤسسات الرقابية الأخرى ورافق ذلك مبالغة من قبل المؤسسات في الإقراض والتركيز على العقارات ومنح القروض غير المضمونة وتبعه زيادة في المعروض من العقارات وانخفاض أثمانها وعندها ظهرت الأزمة وانتقلت من ل وول ستريت إلى مين ستريت أي من السوق المالية الأميركية إلى باقي النشاطات الاقتصادية.

هذه الأزمة درس للدول للعودة إلى إتباع الأساسيات التي تطبقها الأسواق الناشئة في الرقابة والشفافية في التعامل مع جمهور المساهمين والمستثمرين، وأظهرت الإحصاءات الصادرة عن بورصة عمان بأن قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين والتي تمت من خلال التداول في بورصة عمان خلال شهر أيلول قد بلغت 8357 مليون دينار مشكلة ما نسبته ( 7.25 % ) من حجم التداول الكلي، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم 1327 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار الأجنبي قد ارتفع بمقدار 7،30 مليون دينار خلال شهر أيلول. الاستثمار الأجنبي في السوق المحلي الأردني في ظل الأزمة العالمية<sup>1</sup>:

كشفت إحصائيات رسمية أردنية تراجع صافي الإستثمار الأجنبي في بورصة عمان بنسبة % 69 في الشهر الأول من العام الحالي ببلوغه 5 ملايين دينار مقارنة بمبلغ 16.4 مليون دينار مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي ( الدولار يعادل 0.71 دينار).

إلا أن ذلك التراجع في صافي الاستثمار لم يغير شيئاً من مناصفة تملك المستثمرين غير الأردنيين في إجمالي القيمة السوقية وحتى تفوقهم في القطاع المالي باستحواذهم على 51.4% ويرى خبراء ماليون أن مجرد صدور أرقام موجبة- وليس سالبة - في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية كمحصلة نهائية لصافي الاستثمار غير الأردني على

<sup>1</sup> -www.alaswaq.net/articles

أنه أمر جيد حسب تعبيرهم. ويجتهد العديد من المحللين في قراءتهم للأرقام في تهدئة روع المستثمرين بهدف كبح حالة الذعر التي تشهدها الأسواق المالية، وأظهرت الإحصاءات الصادرة عن البورصة الأردنية أن قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين، والتي تمت من خلال التداول في بورصة عمان خلال شهر يناير / كانون الثاني 2009 بلغت 163.1 مليون دينار مشكلة ما نسبته 27.2% من حجم التداول الكلي، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم للفترة نفسها 158.1 مليون دينار.

وأوضحت الدراسات أن نسبة تملك غير الأردنيين تصل الى 50 من إجمالي القيمة السوقية، والتي تعد من أفضل الأسواق في المنطقة، نتيجة البيئة التشريعية الجاذبة والقوانين الاستثمارية المحفزة.

**- بورصة عمان :** وفقا لبيانات بورصة عمان الخاصة بالمستثمرين العرب، بلغت القيمة الإجمالية لعمليات شرائهم خلال شهر يناير الماضي حوالي 146.3 مليون دينار، وشكلت ما نسبته 89.7% من إجمالي قيمة شراء غير الأردنيين، في حين بلغت القيمة الإجمالية لعمليات شراء غير العرب 16.8 مليون دينار شكلت ما نسبته 10.3% من إجمالي شراء غير الأردنيين.

أما القيمة الإجمالية لعمليات بيع العرب، فقد بلغت 138.0 مليون دينار، وشكلت ما نسبته 87.3% من إجمالي قيمة عمليات بيع غير الأردنيين، في حين بلغت قيمة عمليات بيع غير العرب 20.1 مليون دينار، وشكلت ما نسبته 12.7% من إجمالي قيمة بيع غير الأردنيين، ولا نستطيع أن نقارن عام 2008 الذي امتاز في بدايته بالتفاؤل بعام 2009 الذي تسيطر عليه الأجواء التشاؤمية كما أن حالة الترقب تسيطر على المستثمرين في بورصة عمان، سواء كانوا أردنيين أو غير أردنيين، وبالتالي سيتبدد انحسارها أو يتجذر مع ظهور النتائج المالية لسنة 2008 خصوصا للشركات القيادية، وعند النظر إلى صافي الاستثمار غير الأردني في بورصة عمان في نهاية العام الماضي، والذي بلغ 309.8 مليون دينار مقابل 466.2 مليون دينار لنفس الفترة من العام 2007، نجد تراجعاً نسبته 50%، ويشير إلى أن بورصة عمان أنهت تعاملات العام الماضي على تراجع بنسبة 25% في قيمتها السوقية، مودعة مكاسب بنسبة 32% في النصف الأول من ذلك العام الذي وصف بأنه الأقسى على المستثمرين.

**- تسييل بعض الأوراق المالية:** وهناك احتمالية قيام بعض المستثمرين في الخارج بتسييل بعض الأوراق المالية التي يملكونها في بورصة عمان لتعديل مراكزهم المالية في بلدانهم خصوصا الخليجيين منه، كما يحتاج إلى مزيد من الوقت لتتضح صورة توجهات السوق في العام الحالي بشكلها النهائي، وبحسب بيانات بورصة عمان فإن نسبة مساهمة غير الأردنيين في الشركات المدرجة في البورصة في نهاية شهر كانون الثاني 2009 أصبحت حوالي 49.4% من إجمالي القيمة السوقية، حيث شكلت مساهمة العرب 34.7% في حين شكلت مساهمة غير العرب 14.7% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، أما من الناحية القطاعية، فقد بلغت النسبة للقطاع المالي 51.4%، ولقطاع الخدمات 34.3%، ولقطاع الصناعة 53.2% الاطار العملي للبحث في هذا الجانب تم استخدام أسلوب

التحليل الوصفي في تحليل البيانات المالية من خلال استخدام البرنامج ( SPSS ) الإحصائي وذلك لإستخراج النسب المئوية لوصف عينة الدراسة وتم حساب عوائد الاسهم لخمس شركات مالية وخمس شركات 2009 عقارية من 2008/1 الى 2008/3 وسيتم المقارنة بين العوائد قبل الازمة أي قبل شهر 8 / 2008 وبعد الازمة من 2008/8 الى 2008/3 لجميع الشركات المالية والعقارية المحلية وقد تم تحليل عوائد كل شركة على حدة وبعد التحليل الإحصائي سيتم إستخراج النتائج من التحليل الإحصائي لإثبات فرضيات البحث اي هل أثرت الأزمة على الاستثمارات المالية والاستثمارات الحقيقية أم لم تؤثر وهل كانت إيجابية أم سلبية.

وقد تم استخدام القانون التالي لحساب العوائد :

$$\text{عائد السهم} = \frac{\text{سعر الاغلاق} - \text{سعر الافتتاح}}{\text{سعر الإغلاق}} \times 100$$

### - التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات

قام الباحثان باستخدام اختبارا ت ( Independent-Sample t-test ) للمقارنة بين متوسطات العائد وذلك بهدف المقارنة بين متوسطات العائد قبل وبعد الأزمة والجدول التالية توضح تلك النتائج<sup>1</sup> :

#### 1 - إختبار لجميع الشركات

المقارنات	متوسط العائد	الإنحراف المعياري	الخطأ المعياري	قيمة ت	مستوى الدلالة
قبل الأزمة	0.93 %	16.24906	1.94213	2.668	0.008
بعد الأزمة	- 5.47 %	13.16592	1.47199	2.668	0.008

يتضح من الجدول أن قيمة ت = 2.668 وهي دالة عند مستوى دلالة 008.0 وبناءا على ذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة أي أنه توجد فروق ذات دلالة احصائية بين متوسطات العائد قبل وبعد الأزمة حيث أن متوسط العائد قبل الأزمة 0.93 ، بينما بعد الأزمة - 5.47 % أي الأزمة المالية اثرت وبشكل سلبي بشكل عام على جميع الاستثمارات.

#### 2- اختبار الشركات المالية

المقارنات	متوسط العائد	الإنحراف	الخطأ المعياري	قيمة ت	مستوى
-----------	--------------	----------	----------------	--------	-------

<sup>1</sup> د. وليد أحمد صافي، د. شقيري نوري موسى "الأزمة المالية العالمية واثرها على الإستثمارات المالية والحقيقية دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية" الملتقى الدولي الرابع الأزمة العالمية الراهنة وانعكاساتها على دول منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا جامعة دالي ابراهيم لجزائر كلية العموم الاقتصادية وعلوم التسيير 09/08 /ديسمبر 2009.



الدلالة			المعياري		
0.002	3.227	3.10644	18.37793	% 4.88	قبل الأزمة
0.002	3.227	2.00325	12.66966	% - 6.76	بعد الأزمة

يتضح من الجدول أن قيمة ت = 3.227 وهي دالة عند مستوى دلالة 0.002 وبناء على ذلك نرفض الفرضية لعدمية ونقبل الفرضية البديلة أي أنه توجد فروق ذات دلالة احصائية بين متوسطات العائد قبل وبعد الأزمة حيث أن متوسط العائد قبل الأزمة 4.88% بينما بعد الأزمة - 6.76% وهذا يعني أن الأزمة المالية أثرت وبشكل سلبي على الإستثمارات المالية.

### 3- اختبار الشركات العقارية

مستوى الدلالة	قيمة ت	الخطأ المعياري	الانحراف المعياري	متوسط العائد	المقارنات
0.703	0.382	2.17781	12.88409	- 3.0134	قبل الأزمة
0.703	0.382	2.16342	13.68264	- 4.1920	بعد الأزمة

يتضح من الجدول أن قيمة ت = 0.382 ومستوى دلالتها = 0.703 وهي غير دالة وبناء على ذلك نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة أي أنه لا توجد فروق ذات دلالة احصائية بين متوسطات العائد قبل وبعد الأزمة أي أن الأزمة المالية لم تؤثر على الإستثمارات العقارية.

### 4- المستثمرون العرب المتحدون:

مستوى الدلالة	قيمة ت	الخطأ المعياري	الانحراف المعياري	متوسط العائد	المقارنات
0.54	0.625	4.38429	11.59974	% - 1.96	قبل الأزمة
0.54	0.625	6.98587	19.75903	% - 7.29	بعد الأزمة

يتضح من الجدول أن قيمة ت = 0.625 ومستوى دلالتها = 0.54 وهي غير دالة وبناء على ذلك نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة، أي أنه لا توجد فروق ذات دلالة احصائية بين متوسطات العائد قبل وبعد الأزمة وهذا يعني أن الأزمة المالية لم تؤثر على شركة المستثمرين العرب المتحدون.

### 5- المحفظة العقارية الاستثمارية:

مستوى الدلالة	قيمة ت	الخطأ المعياري	الانحراف المعياري	متوسط العائد	المقارنات
---------------	--------	----------------	-------------------	--------------	-----------



0.86	-0.175	4.46329	11.80876	-2.22%	قبل الأزمة
0.86	-0.175	4.21808	11.93052	1.15 % -	بعد الأزمة

يتضح من الجدول أن قيمة  $t = 0.175$  - ومستوى دلالتها 0.86 وهي غير دالة وبناءً على ذلك نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة أي أنه لا توجد فروق ذات دلالة احصائية بين متوسطات العائد قبل وبعد الأزمة أي أن الأزمة لم تؤثر على المحفظة العقارية الإستثمارية.

#### 6-البنك العربي

المقارنات	متوسط العائد	الإنحراف المعياري	الخطأ المعياري	قيمة ت	مستوى الدلالة
قبل الأزمة	-1.90%	15.33517	5.79615	1.02	0.32
بعد الأزمة	-8.31%	8.42454	2.97852	1.02	0.32

يتضح من الجدول أن قيمة  $t = 1.02$  ومستوى دلالتها 0.32 وهي غير دالة ، بناءً على ذلك فإننا نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة أي أنه لا توجد فروق ذات دلالة احصائية بين متوسطات العائد قبل وبعد الأزمة . أي أن الأزمة لم تؤثر على البنك العربي

#### - نتائج البحث:

1- كان تأثير الأزمة في الأسواق المالية العالمية كبير وسببها أزمة الرهن العقاري الأمريكي وهي الشرارة الأولى لما نشهده من أزمات وتدهور في الاقتصاديات العالمية ولا شك هناك أسباب أخرى أدت لحدوث الأزمة مثل التضخم وانخفاض الدولار الأمريكي وارتفاع سعر النفط الخام.

2- تبين من التحليل الإحصائي أن الأزمة المالية أثرت تأثير سلبي على جميع الشركات عينة البحث وذلك عند جمع الشركات المالية مع الشركات العقارية.

3- بين التحليل الإحصائي أن الأزمة المالية لم تؤثر على الإستثمارات العقارية ، ويرجع ذلك لعدم سيولتها بالنسبة للإستثمارات المالية والاستثمارات العقارية المحلية بعيدة من أزمة الرهن العقاري في امريكا أي أن عدم وجود بيع لسندات الرهن العقاري لأكثر من جهة وبشكل متكرر فقد كانت متوسط عوائد الاستثمار العقاري قبل الأزمة - ( 3.0134 وبعد الأزمة ( - 4.1920 ) .

4- تبين من التحليل الإحصائي أن الأزمة المالية أثرت على الإستثمارات المالية فقد كان متوسط العائد قبل الأزمة ( % 4.88 وانخفض إلى ( % 6.76 - ) إن سبب هذا الأثر الإستثمارات المالية إن بورصة عمان مرتبطة مع بورصات العالم حتى لو كان هذا الأثر منخفض نسبياً لأن اقتصادنا مرتبط مع الإقتصاد العالمي.

5- تأثر سوق عمان المالي بالأزمة تأثراً طفيفاً بالنسبة للأسواق المالية الأخرى العربية منها والعالمية فقد بلغت خسائر سوق عمان المالي % 24.9 وهي خسائر محدودة وهذا يدل على عدم وجود ارتباط مادي قوي بين سوق

عمان المالي وهذه الأسواق، الخسائر الناتجة في سوق عمان المالي كانت بسبب عوامل نفسية لدى المستثمرين وبالذات الهبوط الغير مبرر في بورصة عمان أول يومين من الأزمة.  
6- إن سبب التأثير البسيط لبورصة عمان هي بسبب سلامة أنظمة الرقابة والشفافية والإفصاح المستمر.

### المطلب الثالث : أثر الأزمة على الإقتصاد اليمني وكيفية المواجهة

لمعرفة آثار الأزمة المالية العالمية على الإقتصاد اليمني فإنه من الأهمية أن نتعرف أولاً على أهم السمات التي اتسم بها الإقتصاد اليمني وخاصة انه تعرض إلى كثير من المصاعب الاقتصادية، والانتكاسات التي نجمت عن الحرب الأهلية خلال عقود الستينات والسبعينات، حيث تميزت تلك الفترة بعدم وجود أنشطة اقتصادية، وعدم وجود تخطيط اقتصادي، وكذا القصور الكبير في جانب التنمية الاقتصادية، وظل الإقتصاد اليمني منغلقاً ومنعزل على نفسه، حيث لم يفتح على العالم الخارجي خلال تلك العقود وما قبلها، وظل خلال العقود الماضية يتسم بعدة سمات مثله مثل البلدان النامية التي تعاني من انخفاض رأس المال والتكنولوجيا الحديثة، ويتضح ذلك من خلال انخفاض متوسط دخل الفرد، والاستخدام غير الأمثل للموارد الاقتصادية، الأمر الذي أدى إلى وجود ضعف في معدل التكوين الرأسمالي، والاعتماد الأساسي على نشاطين: النشاط الزراعي، والنشاط السمكي، وهما غير متطورين، وصغر حجم نشاطات القطاعات الاقتصادية الأخرى وعدم وجود التشابك بين القطاعات الاقتصادية، والاعتماد على القروض والمساعدات الخارجية في عملية التنمية لذلك ظل الإقتصاد اليمني يعاني من عجز في الميزان التجاري، وميزان المدفوعات ولأن المسيرة التنموية في الجمهورية اليمنية لم يمض عليها ثلاثة عقود، فإن الإقتصاد اليمني لا يزال يصنف من ضمن البلدان العشرين الأقل نمواً في العالم، نتيجة محدودية إمكانية موارده البشرية)الماهرة أو المؤهلة والمؤسسية، وما ترتب عليه تدني الإنتاجية، وبالتالي انخفاض مستوى المعيشة، وأن الفرد العامل يعيل أكثر من أربعة أفراد في المتوسط، وبالمعيار الاقتصادي تعتبر الجمهورية اليمنية من البلدان النامية ذات الدخل المنخفض جداً، حيث بلغ معدل إنفاق الفرد اليومي أقل من دولار الذي يعادل خط الفقر العالمي لذا ظلت اليمن بشطريها حتى عام 1990 تتبع أنماطاً مختلفة من الأنظمة السياسية والاقتصادية، مع العلم أن تلك الأنظمة فرضتها أوضاع التشطير، ومع تحقيق الوحدة اليمنية في عام 1990 أصبح للجمهورية اليمنية إرادة سياسية موحدة وخصوصاً بعد أن تخطت سنوات العسرة لترسيخ الوحدة بنهاية عام 1994 التي بانتهائها ترسخت دولة الوحدة اليمنية وبالنظر إلى أن اليمن من ضمن الدول النامية التي يتوقع أن تتأثر بالأزمة المالية العالمية فإن أبرز الآثار التي سوف يتعرض لها الإقتصاد اليمني ما يلي:

لقد كان من آثار الأزمة المالية انخفاض أسعار النفط إلى النصف وبالتالي فإن الإقتصاد اليمني يخسر نصف عائدات النفط بسبب تلك الأزمة، حيث أدى تراجع أسعار النفط الخام في السوق الدولية إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي الاسمي لقطاع استخراج النفط الخام % 35.5 بما نسبته عام 2009 .

وأيضاً يتوقع أن يتراجع معدل نمو قطاع البناء والتشييد بما نسبته 4% ، ويعود السبب في ذلك الى تراجع حجم الاستثمارات الحكومية والعامّة والقطاع الخاص والمحلي والأجنبي في قطاع البناء والتشييد، وايضاً تراجع نمو قطاع منتجي الخدمات الحكومية بنسبة 1% ، وذلك بسبب تراجع الانفاق الحكومي في التوسيع والتطوير للخدمات الحكومية، وكذلك الوضع لقطاع المال والتأمين والعقارات وخدمات الاعمال نتجية لتراجع العوائد الاستثمارية الوطنية للجهاز المصرفي في الخارج أو تراجع الطلب المحلي على خدمات الجهاز المصرفي، ومن هذا المنطلق يذكر الخبير الاقتصادي حجر الى ان معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي في العام 2009 لا يتجاوز 4.8 % بعد ان كان يتوقع ان يصل معدل النمو الى 7.4% بسبب توقع دخول الغاز الطبيعي مرحلة الانتاج خلال عام 2009 ومساهمته في تحقيق زيادة الناتج تصل نسبتها إلى 2.5%.

- هناك بعض البنوك التي سوف تتأثر بصورة مباشرة بالازمة المالية العالمية وأنها عرضة للانهيـار ويتوقع بان يكون دور تلك البنوك اقل بسبب الازمة المالية لذلك فانه لرفع كفاءة تلك البنوك ينبغي تقسيم نشاط البنوك التجارية من قبل البنك المركزي.

- كون اليمن دولة نامية وتحصل على المساعدات والمنح الاجنبية فان الازمة المالية قد تؤثر بشكل كبير على تخفيض المساعدات والمنح وقد تنعدم تلك المساعدات وخاصة على المدى الطويل في حالة ان الازمة المالية العالمية لا تزال تقلق العديد من الدول التي تقدم المساعدات والمنح لليمن.

-انخفاض المساعدات والمنح المقدمة الي اليمن قد تزيد من معدل البطالة وبالتالي زيادة معدلات الفقر الامر الذي قد يؤثر على الاستقرار الاقتصادي والسياسي نتيجة لازمة المالية فان اسعار السلع التي يتم تصديرها من اليمن الى الخارج اهم 30 سلعة وخاصة المواد الخام تتعرض الى انخفاض كالبني الذي انخفض بمقدار الربع كما ان هناك أهم السلع المصدرة والتي سوف تنخفض اسعارها وبالتالي يكون خسارة في العائدات.

- نظراً الى ان البنك المركزي اليمني وبعض البنوك التجارية اليمنية تودع جزء من احتياطي النقد الاجنبي في البنوك الامريكية والاوربية باسعار فائدة محددة وقد اوقعت الازمة المالية خسائر فادحة في الجهاز المصرفي العالمي وانخفضت اسعار الفائدة الى مستويات قياسية وبالتالي فان عائدات الودائع والحافطة الاستثمارية سوف تتأثر سلباً بانهيـار سوق الاسهم والسندات.

- نتيجة لازمة المالية فانه بالتأكيد سوف تتأثر حركة الرساميل الدولية في قنوات الاقتصاد العالمي والتي جزء منها يستثمر في اقتصاديات الدول النامية واليمن من ضمن تلك الدول.

- لازمة المالية العالمية خلقت ركود اقتصادي بسبب انخفاض تحركات رأس المال الى الدول النامية بسبب ضعف الثقة في البنوك والمحافظ الاستثمارية في الوقت الراهن.

-الازمة المالية العالمية اذا كانت قد اثرت بشكل سلبي على الدول المتقدمة فان اثرها سيكون ضعف ذلك الاثر على الاقتصاد اليمني وما شابه ذلك.

- نظرا الى درجة اعتماد الاقتصاد الوطني على العالم الخارجي مرتفعة حيث وصلت درجة انكشاف الاقتصاد الوطني على العالم الخارجى بلغت ما نسبته 70 % في العام 2007 ، فضلا عن ذلك ارتفاع نسبة اعتماد تمويل التنمية على العالم الخارجى.

ومن أجل السعي نحو مواجهة اي ازمة لابد من اتخاذ اجراءات احترازية تكون على اساس مدروس تتمثل في انشاء نظام مالي ومصرفي يعمل على ترشيد الاستهلاك، ويساعد النظام المصرفي في عملية التنمية والنمو، وايضا ينبغي ضبط العقود لكي تكون حقيقية لا وهمية، وكون النقود ليست رأس مال في حد ذاتها حيث ان النقود لا تولد نقود، فانه من الاهمية أن يكون الاقتصاد حقيقي لا مالي، وعليه فانه يفضل استخدام الرافعة الاستثمارية بدلا عن استخدام الرافعة المالية، وايضا يستحسن توريق الاصول بدلا من توريق الدين.

**\*التحليل القياسي : أثر كل من عائدات النفط والرقم القياسي العام للأسعار على عجز الموازنة 2000-2009:** سوف تقوم الدراسة بتقدير اثر كل من عائدات النفط والرقم القياسي العام للأسعار على عجز أو فائض الموازنة خلال الفترة 2000-2009 حيث تعتمد الدراسة في تقدير الدالة على بيانات ربع سنوية حيث تم الحصول على البيانات الخام من كتاب الاحصاء السنوي الصادر عن الجهاز المركزي للإحصاء في اليمن لاعوام مختلفة فقد تم تحويل جميع البيانات السنوية إلى بيانات ربع سنوية باستخدام طريقة التحويل، مع العلم بان قيمة المتغير المعني في السنة السابقة والحالية والتالية على التوالي<sup>1</sup>:

$$X_{t+1} \text{ و } X_t, X_{t-1}$$

وتتمثل الفائدة في استخدام بيانات ربع سنوية في زيادة حجم العينة المدروسة وبالتالي زيادة عدد درجات الحرية وتحسين إمكانية الوصول إلى نموذج ذو مقدرة تفسيرية أكبر من ذلك النموذج الذي يعتمد على بيانات سنوية واستنادا إلى البيانات الربع سنوية فان النموذج الخاص بالتقدير سيكون على النحو الآتي:

$$(G - T) = \alpha_0 + \alpha_1 TRO + \alpha_2 CPI + \alpha_3 I + U_t$$

حيث أن (G - T) : يمثل عجز او فائض الموازنة وهو يمثل المتغير التابع، ونظرا الى ان معظم السنوات كانا لانفاق الحكومي اكبر من الايراد العام فان الدراسة توضح بانه عندما

(G-T) اكبر من الصفر فهذا يعني عجز، واذا كان اصغر من الصفر فهو فائض. ولما كانت معظم السنوات تمثل عجز فسوف يكون التعامل على اساس ان العلاقة بين عائدات النفط و(G - T) كعجز علاقة عكسية اي انه كلما زادت عائدات النفط انخفض العجز.

<sup>1</sup> Hammed s. AL- BAZAI, "The Role of Money in Saudi Arabia", j.kau:Econ. & Adm. (1999).VOL.13.No. 1, pp37

**TRO** : عائدت النفط في اليمن

**CPI** : لرقم القياسي العام للأسعار .

**I**: مالي الاستثمار

**$\alpha_i$**  : تمثل المعالم الخاصة بالنموذج  $i = 0, 1, 2, 3$

**Ut** : الخطأ العشوائي.

وقد تم استخدام الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) من أجل تقدير ذلك باستخدام المربعات الصغرى O L S ونظرًا إلى أن بعض الدراسات السابقة التي استخدمت متغيرات السلاسل الزمنية في الجوانب القياسية كانت تتعامل مع تلك المتغيرات دون اختبار مدى استقراريتها مع مرور الزمن فإن ذلك قد يؤدي إلى الحصول على نتائج مضللة لا تكون على مستوى عالٍ من الدقة. وهنا يتم فحص استقرارية متغيرات السلاسل الزمنية، نتائج مضللة لا تكون على مستوى عالٍ من الدقة حيث نجد أن اختبار المتغيرات التامة التكامل تقوم على سكونية استقرارية البواقي في المعادلة ونظرًا لأهمية السكون فإن هناك ثلاثة اختبارات لفحص سكون المتغيرات تامة التكامل وهي اختبار أنجل وجرانجر وهو اختبار (CROW) واختبار (Test DF de Engle et Granger) واختبار Fuller Dickey - Test لأنجل وجرانجر ويعتبر الاختبار الأول هو الأكثر بساطة من حيث التطبيق والأكثر ضمانة<sup>1</sup>.

وفي هذه الدراسة هذه سنقوم باستخدام الاختبار الأول اختبار (CROW)

**H0**: غير ساكنة  $\Leftrightarrow \mu t$  غير تامة التكامل

**H1**: ساكنة  $\mu t \Leftrightarrow$  تامة التكامل ويتم استخدام اختبار دارين واتسون من أجل سكونية  $\mu t$  ، ونعرف ان

الإحصائية لدارين واتسون تحسب على النحو التالي :

$$\hat{d} = D_{-W} = \frac{\sum_{j=2}^n (\mu_j - \mu_{j-1})^2}{\sum_{j=1}^n (\mu_j)^2} = 0.394$$

ونظرا إلى أن قيمة دارين واتسون صغيرة، وتقترب من الصفر فهذا يعني أن فرضية العدم هي المتحققة، أي:

أن  $\mu t$  غير ساكنة بمعنى غير تامة التكامل، وعليه تم معالجة تلك المشكلة بطريقة الفرق العام وكانت تظهر في نتائج التقدير وجود مشكلة ارتباط ذاتي، وقد ظهرت تلك المشكلة مرتين وتم معالجة تلك المشكلة ونظرا الى ان

<sup>1</sup> د. محمد يحيى الرفيق " تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاد اليمني" عن الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية العالمية وأثرها على

اقتصاديات الدول العربية على خط الانترنت: <http://hpacha.ifrance.com/crisefin/011Yahia.pdf>

معلمة الاستثمار كانت بالسالب وقريبة من الصفر فقد تم استبعاد متغير الاستثمار وبقي النموذج فقط يبين اثر كل من عائدات النفط والرقم القياسي العام للأسعار على عجز او فائض الموازنة على النحو الاتي:

$$(G - T) = 4255.457 - 0.395 TRO + 1110.859 CPI$$

$$t - test ( 1.670 ) ( - 4.898 ) ( 1.409 )$$

$$P - Value ( 0.106 ) ( 0.000 ) ( 0.170 )$$

$$F = 13.507 P-Value = 0.000$$

$$D.W = 1.792 , R = 0.694 , R^2 = 0.482 , R^2 adjusted = 0.447$$

يظهر من خلال نتائج التقدير بأن اثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع عجز او فائض الموازنة حيث اظهرت قيمة F- TEST بأن النموذج مقبول وذو دلالة احصائية عند مستوى معنوية 0.05 كما يتبين من خلال قيمة داربن واتسون  $D.W = 1.792$  التي تشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي، ويتبين أيضا من خلال معامل التحديد  $R^2 = 0.482$  أن المتغيرات المستقلة تفسر المتغير التابع بما نسبته 48% يعني بأن 52% يفسر بمتغيرات أخرى لم تذكر في النموذج كما يتبين من خلال نتائج النموذج بأن عائدات النفط في اليمن كانت بما يتوافق مع النظرية الاقتصادية حيث أنه كلما زادت عائدات النفط أدى ذلك إلى انخفاض عجز الموازنة ويتبين من خلال قيمة  $t - test = -4.898$   $P - value = 0.000$  بأن عائدات النفط كانت ذو دلالة احصائية أي أنه كلما زادت عائدات النفط بمليون ريال أدى ذلك إلى انخفاض عجز الموازنة بنحو 0.395 مليون ريال، إلا ان تلك الزيادة منخفضة وذلك يرجع إلى أن أسعار النفط العالمية قد انخفضت بشكل كبير لدرجة أن كثير من الدول ومن ضمنها اليمن قد انخفضت عائداتها من النفط بأكثر من النصف الأمر الذي أثر بشكل كبير على اليمن وأدى ذلك إلى ان الحكومة اليمنية تعمل على تخفيض الموازنة الى 50% لكل الابواب ما عدا الباب الأول، حيث ان اليمن تعتمد بما نسبته اكثر من 75% من صادراتها على النفط وفيما يتعلق بأثر الرقم القياسي العام للأسعار فقد أظهرت قيمة المعلمة بأنها موجبة وهذا يعني بأنه كلما زاد الرقم القياسي العام للأسعار كلما أدى ذلك إلى زيادة عجز الموازنة إلا أنه يظهر من خلال قيمة:

$$t - test = 1.409 P -value = 0.170$$

وفيما يتعلق باثر الاستثمار على عجز او فائض الموازنة فقد تم استبعاد ذلك المتغير حيث انه ليس له أي أثر وخاصة أنه عند الرجوع إلى الهيئة العامة للاستثمار تبين بأن هناك العديد من المستثمرين الأجانب الذين يريدون ان يستثمروا، في البلاد ولكن عند حدوث الازمة المالية العالمية انخفض عدد الدول الاجنبية التي تريد ان تستثمر وذلك نظرا لان تلك الازمة قد اثرت على العديد من الدول وخاصة في الجانب المصرفي الذي يمثل الرافد الاساسي للاستثمارات.

**الاستنتاجات والتوصيات :** بعد أن تم استعراض التداعيات الخاصة بالازمة المالية العالمية وأثارها على الاقتصاد اليمني فسوف يتم التطرق إلى أهم النتائج والتوصيات التي توصلت إليها الدراسة وتتمثل فيما يلي:

تتمثل اهم النتائج التي حصلت عليها الدراسة في الآتي:

- تبين من خلال الدراسة والتحليل بأن الازمة المالية العالمية كان لها صدى وأثر كبير على الاقتصاد في كل دول العالم، حيث أظهرت التحليلات بأن الازمة المالية لها اثار سلبية على اسواق البورصة وعلى اصحاب الودائع والمدخرات<sup>1</sup>.

- كما تبين من ذلك بأن الودائع الخاصة بالبنك المركزي اليمني، وبعض الودائع الخاصة بالبنوك التجارية تأثرت سلبيا بسبب انخفاض أسعار الفائدة، ونظرا إلى ان اليمن تعتمد بشكل كبير على المساعدات والمنح المقدمة من الدول فان تعرض بعض تلك الدول لأثر سلبي بسبب الأزمة المالية العالمية قد يؤدي إلى تخفيض المساعدات والمنح المقدمة لليمن أو تنقطع، وبالتالي تزداد معدلات البطالة ومعدلات الفقر.

- كما أن تلك الازمة قد أثرت على النظام المصرفي حيث خلقت عدم الثقة في التعامل بين المصارف مع بعضها البعض وخاصة عند رفض تلك المصارف من اقراض بعضها البعض.

#### **المطلب الرابع : إنعكاسات الأزمة العالمية على الاقتصاد الكويتي وكيفية المواجهة**

واصل الاقتصاد الكويتي نموه خلال عام 2007، وإن كان بمعدلات أقل من الأعوام الأربعة السابقة، حيث بلغ معدل النمو بالأسعار الجارية نحو 8% بدلاً من 25% عام 2006، وقد جاء ذلك النمو كمحصلة لتفاعل العديد من التطورات والمستجدات الاقتصادية الدولية والمحلية كان من أبرزها استمرار وتيرة الارتفاع في مستويات أسعار النفط العالمية وإن جاءت بمعدلات أبطأ من مثيلاتها في العام السابق، وتراجع الكميات المنتجة من النفط والغاز المسال.

وبسبب زيادة الطلب المحلي وارتفاع أسعار الواردات زاد معدل التضخم مقاسا بالتغير النسبي لأسعار المستهلكين عام 2000=100 من نحو 1.3% عام 2006 إلى نحو 5.5% عام 2007، وقد حقق الحساب الجاري خلال عام 2007 فائضا بلغ نحو 13492 بليون دينار كويتي مقارنة بفائض بلغ نحو 14965 مليونا خلال عام 2006. كما حققت الموازنة العامة للدولة فائضا بلغ نحو 6986 مليون دينار مقارنة بنحو 7255 مليون عام 2006، وذلك بعد استقطاع مخصصات صندوق احتياطي الأجيال القادمة، أما بالنسبة للسكان والقوى العاملة، نجد أن العدد الإجمالي للسكان قد زاد بنسبة 8.6% خلال عام 2007 مقارنة بنسبه 4.6% خلال عام 2006، ويرجع الجانب الأكبر من ذلك النمو إلى الزيادة في عدد السكان غير الكويتيين بمعدل 6.8% بينما استقر معدل نمو السكان الكويتيين عند

<sup>1</sup> د. محمد يحيى الرفيق " تداعيات الأزمة المالية العالمية واثرها على الاقتصاد اليمني " نفس المرجع السابق من ص 156-158



معدل 1.3% . وقد صاحب ذلك زيادة عدد العمال في الكويت بنسبة 6.8% خلال عام 2007، حيث زادت أعداد القوى العاملة غير الكويتية بنسبة 9%، وأعداد القوى العاملة الكويتية بنسبة 6.6%<sup>1</sup>.

### الفرع الأول : آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الكويتي

المشكلة المترتبة على الأزمة المالية لها أكثر من جانب يتعلق أحدها بالأسواق المالية التي تراجعت وجانب آخر يتعلق بالمصارف التي تعثرت واحتاج بعضها لزيادة رأسماله مثل " سيتي جروب " أو اضطرت للإندماج مثل "بيرستيرينز" أو خرجت من السوق المصرفية مثل " ليمان برادرز ". وجانب نقص الائتمان بالسوق الدولية، والجانب الأهم وهو تراجع معدلات النمو بالدول المتقدمة. وأيضا بالدول النامية، وهذا ويلاحظ أن حدود الأزمة في دول مجلس التعاون الخليجي قد اقتضرت وبنسبة كبيرة على البورصات الخليجية والتي تدنت لمستويات قياسية لم تشهدها من قبل، وذلك لأسباب نفسية ليس لها علاقة بالأداء الجيد للشركات المدرجة في هذه البورصات أو بأرباح الشركات والتي أعلنت عن نتائج جيدة للربع الثالث من عام 2008، ونوضح فيما يلي الآثار الحالية والمتوقعة للأزمة على الاقتصاد الكويتي :

1. تراجع بورصة الكويت وانخفاض أسعار الأسهم في هذه البورصة وهذا يرجع إلى عدة أسباب منها ، توقعات المستثمرين بانخفاض أرباح المصارف وتشدد البنوك المركزية في منطقة دول مجلس التعاون لعمليات الإقراض تحسبا لأي عواقب مستقبلية، وأيضاً ضعف الإطار الرقابي للبورصة الناتج من عدم وجود هيئة مستقلة معنية بالتجاوزات والمخالفات التي تقوم بها كثير من الجهات المستثمرة في البورصة، هذا بالإضافة إلى ازدياد التكامل المشترك بين أسواق رأس المال الخليجية وأيضاً انخفاض أسعار النفط وتوقعات المستثمرين في دول مجلس التعاون، الأمر الذي سوف يؤثر سلباً على أداء الشركات المدرجة في البورصة. ومن أسباب التراجع أيضاً أزمة الرهن العقاري وما تبعها من أزمات مالية كبيرة لأكبر المؤسسات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وتوقعات المستثمرين الكويتيين بحدوث ركود اقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية وانعكاسات ذلك على بقية اقتصاديات الدول الأخرى .

2. تأثير الأزمة على الاستثمار الإجمالي في الاقتصادي الكويتي سوف يختلف حسب طبيعة هذه الاستثمارات ونوعها. والاستثمار الكلي في الكويت عبارة عن استثمارات عامة واستثمارات خاصة يقوم بها القطاع الخاص الوطني واستثمارات أجنبية، وتختلف العوامل المحركة لكل من هذه الاستثمارات. ونوضح ذلك فيما يلي:

- الاستثمارات الأجنبية نجد أن حجمها في أسواق المال الخليجية مازال ضئيلاً وبالتالي لا تمثل مصدر عدم استقرار لهذه الأسواق، ولذلك يجب النظر لانعكاسات الأزمة المالية الراهنة لأسواق المال الخليجية من خلال تأثيرها على رؤوس الأموال الخليجية المستمرة في أسواق المال الغربية.

1 أ.د. وائل إبراهيم الراشد رؤية تحليلية لانعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون واقع دولة الكويت- جامعة الكويت - على خط الانترنت [www.jinan.edu.lb/Conf/Money/2/alrashe...](http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/2/alrashe...)



- بالنسبة للأثر على معدل الاستثمار الخاص الوطني نجد أن التساؤل عن كيفية تأثير الأزمة على معدل الاستثمار الخاص ومن ثم التنمية في الكويت، هو تساؤل هام وأساسي نظراً لارتباط معدل النمو بمعدلات الاستثمار، وبمعنى آخر فإن نقص الاستثمارات سوف يؤدي بالضرورة إلى تراجع معدلات النمو ومن ثم المزيد من البطالة وغيرها من الآثار السلبية، ونتوقع أن الاستثمارات الخاصة الموجهة إلى الأسواق الخارجية سواء قطاع التصدير أو تلك المتعلقة بقطاع السياحة والفندقة وكذلك الأنشطة العقارية سوف تتأثر سلبياً بهذه الأزمة، أما الاستثمارات الخاصة الموجهة لتلبية الطلب الداخلي لن تتأثر كثيراً وذلك لأن الطلب المحلي الاستهلاكي مرتفع في المجتمع نتيجة لعوامل عديدة ومتنوعة.

- بالنسبة للاستثمار الحكومي فهو يعتمد أساساً على المالية العامة وبالتالي نجد أن احتمالات انخفاضه غير واردة، بل ومن الضروري زيادتها وذلك لتعويض النقص المحتمل في استثمارات القطاع الخاص.

3. بالنسبة للقطاع المصرفي الكويتي نجد أن هناك علاقة عضوية ما بينه وبين القطاع المصرفي الدولي من خلال ثلاث روابط أبرزها أرصدة البنوك الكويتية في الخارج، وكذلك استثمارات البنوك الكويتية في الأوراق المالية الأجنبية وأيضاً العلاقة بالبنوك المراسلة لتسهيل عمليات الاستيراد والتصدير، هذا بخلاف استثمارات الأفراد الكويتيين بالبورصات الأجنبية أو ودائعهم بالبنوك الأجنبية بالخارج. ومن الطبيعي أن تتأثر تلك الأموال بما يحدث بتلك الأسواق من تغيرات سلبية، إلا أن نقص الإفصاح المصرفي يحول دون معرفة البنوك المحلية المتضررة من الأزمة وحجم تضررها، رغم أن قواعد الإفصاح تحتم عليها ذلك.

4. بالنسبة لمعدل النمو نجد أن الاقتصاد الكويتي اقتصاد ريعي يعتمد على الطلب الأجنبي بشكل كبير وخاصة الطلب على النفط، ولذلك نجد أن تراجع معدلات النمو بالدول الكبرى ينعكس سلباً على حجم الطلب على الصادرات الكويتية النفطية وتراجع أسعارها وبالتالي نقص العوائد النفطية وحصيلة الصادرات.

#### الفرع الثاني : مواجهة الكويت للأزمة المالية العالمية

الكويت في مواجهتها للأزمة لابد أن تراعى عدداً من المبادئ الأساسية وفي مقدمتها : أن تكون أساليب المواجهة خليجية خالصة أولويتها الوحيدة مصالح دول مجلس التعاون كما أن المواجهة تتطلب تكامل الجهود الحكومية والشعبية في إطار من الشفافية الكاملة والثقة المطلقة ،ومن أهم إجراءات المواجهة التي اتخذت والإجراءات المقترحة ما يلي :

- هناك بعض السياسات الداخلية التي يمكن أن تخفف من وطأة تأثير الأزمة العالمية، بل والتي يمكن أن تتحول بالكثير من السلبيات إلى إيجابيات وفي مقدمة هذه السياسات : التركيز على استثمار الموارد البشرية بطريقة أكثر قدرة على المنافسة والإنتاج، ومواجهة التضخم وتوالي ارتفاع الأسعار بطريقة أكثر حسماً.

- فصل الدور الرقابي والتنظيمي للبورصة عن الدور الإشرافي بتكوين هيئة مستقلة لأسواق المال وسوف يسهم ذلك في تطوير الإطار المؤسسي للبورصة والذي بدوره يسهم في تفعيل الإطار القانوني وتحسين قواعد الإفصاح بهدف حماية المستثمر وتطبيق المبادئ الدولية والتي بدورها تسهم في زيادة ثقة المستثمر ورفع كفاءة السوق.

- تكوين هيئة إقليمية لأسواق دول مجلس التعاون للرقابة والتنسيق بين هذه الأسواق. فلا شك أن ازدياد التكامل المشترك بين أسواق المال بدول مجلس التعاون وتأثر أسواق المال المحلية بالمستجدات الإقليمية في دول مجلس التعاون يستدعى وجود جهة رقابية موحدة لهذه للأسواق معنية بالإطار الرقابي والتنظيمي لبورصات دول مجلس التعاون.
- إنشاء صندوق تحوطي من مجموعة البنوك الخليجية لدعم أي خسائر محتملة للقطاع المصرفي نتيجة لأي هزات محتملة للأسواق الخليجية .
- ضرورة إنشاء محفظة من قبل الهيئة العامة للاستثمار تكون متخصصة في شراء أصول بعض الشركات الاستثمارية التي بحاجة إلى سيولة، ويتم تحديد آلية الشراء عن طريق الاتفاق مع الشركة، وتحديد مستويات سعرية للأصول يتم الاتفاق عليها ، على أن تقوم الهيئة بالشراء عند السعر المتفق عليه، ويصدر مقابل ذلك سند قابل للرهن بقيمة لا تزيد عن 80% من قيمة الأصل، عندها تقوم الشركة برهن هذا السند عند البنوك، وتحصل على السيولة مقابل هذا السند الحكومي، على أن توجه تعليمات إلى البنوك بتسهيل هذه الآلية.
- وتنوع مؤسسات وأدوات التمويل ، حيث نجد أن أي اقتصاد يشهد توسعاً على نحو سريع لابد وأن يتطلب الكثير من الوسطاء الماليين كالمصارف، والأسهم، والسندات، والصكوك الإسلامية. ومع ذلك لا يوجد سوى البنوك في الوقت الحالي تقوم بدور المصدر الرئيسي لتمويل الصناعة والتجارة.
- تسببت التدفقات الهائلة من السيولة في الاقتصاد بفضل أسعار النفط العالية إلى خلق ضغوط تضخمية، وأنماط استهلاكية تعاني من الانفلات، وارتفاع غير مبرر في أسعار بعض الأصول. وهنا يتطلب الأمر زيادة قدرة المؤسسات على امتصاص السيولة من خلال مشاريع ضخمة في البنية التحتية لدول المنطقة بهدف تحقيق العوائد، وتقويم السلوك المضاربي السائد والقائم على الأرباح القريبة، ناهيك عن تمكين القطاع الخاص، ورفع التنافسية، وخلق الوظائف .
- تشجيع المؤسسات الدولية (مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي ومؤسساتهما التابعة) على التواجد المحلي وتشجيع التواصل مع هذه المؤسسات للاستفادة من خبراتها كواحدة من المرجعيات في الأمور الفنية من ناحية، ولتدريب الكوادر الوطنية من ناحية أخرى.
- تعاني سوق الأوراق المالية في الكويت وبقية البورصات الخليجية من مستويات عالية من المضاربة نتيجة لتدني نسبة المستثمرين المؤسسيين مثل الصناديق بالنسبة إلى حجم القيمة السوقية. ونقترح هنا اتخاذ كل ما من شأنه تنويع وتوسعة قاعدة الصناديق الاستثمارية بأنواعها.
- لا يمكن اكتمال عملية تطوير جميع جوانب سوق المال من دون تنمية حقيقية لسوق السندات ، ومع تطور سوق التمويل الإسلامي بشكل خاص، بات من المهم جداً على الكويت الإحاطة بتطوير جميع جوانب سوق السندات في المنطقة، وهو ما سيساعد على تطوير منتجات الدخل الثابت المتنوعة الهامة جداً للتجارة والصناعة، كما سيساعد على تطوير منحنى العوائد اللازم لقياس عوائد أدوات الدين.

- يرى البعض أن السياسة النقدية في الكويت قد شهدت في الأشهر الأخيرة تغيرات إيجابية عديدة للحد من الانعكاسات السلبية للأزمة المالية ، فصدر قانون ضمان الودائع، وجرى تخفيض سعر الخصم ، وتم تعزيز السيولة في الجهاز المصرفي، ورفعت نسبة الإقراض إلى الودائع . وينصب الدور الأكبر في المرحلة الحالية على السياسة المالية المتمثلة في زيادة الإنفاق العام لما له من تأثير مباشر ومضاعف على كافة الأنشطة والقطاعات الاقتصادية، علماً أن مديونية الحكومة لا تتجاوز 1.2 مليار دينار أو ما يعادل 5% من الناتج المحلي الإجمالي ، بينما تصل النسبة المماثلة في معظم الدول الأوروبية إلى قرابة 40% ، وتؤكد دراسة اقتصادية محلية أن زيادة المصروفات العامة بنسبة 5% (بالمساواة بين المصروفات الجارية والمصروفات الرأسمالية) تمكن القطاع غير النفطي (أي القطاع الخاص غالباً) من تحقيق نمو حقيقي في حدود 3%، أما إذا بقي الإنفاق العام على مستواه الحالي فسيؤدي إلى انكماش القطاع غير النفطي (القطاع الخاص بكل أنشطته) بنسبة تقارب 21.5% .

- يرى البعض ضرورة إنشاء صندوق يسمى صندوق الاستقرار الاقتصادي ، ويهدف إلى تقليل المخاطر النظامية وتجنب الكساد الاقتصادي وإعادة الثقة والاستقرار لسوق المال والمؤسسات المالية وأيضاً دعم نمو القطاعات الاقتصادية غير النفطية، ويقدر رأسمال الصندوق بنحو 5.4 مليار دينار كويتي تلتزم الدولة بها عن طريق ضمانات أو أيداعات مالية أو أي أدوات مالية أخرى ، ويقوم الصندوق بسداد هذه الأموال خلال عشرة أعوام ، وتتكون إيرادات الصندوق من الحصول على 5.7% من الأرباح الصافية للشركات المساهمة المقفلة، 5% من الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التداول في الأسواق المالية الكويتية بالنسبة للشركات والمؤسسات غير الكويتية هذا بالإضافة إلى عوائد أخرى، ويقوم الصندوق بتوزيع أمواله على البرامج المختلفة لتحقيق أهدافه مثل صناديق أسواق المال والاندماجات ورسملة الشركات وإعادة شراء الأصول وتمويل شراء أسهم الخزينة.

### المطلب الخامس : نتائج الازمة المالية على المغرب

#### الفرع الأول : نظرة عامة على اقتصاد المغرب

المغرب بلد ذات دخل متوسط، عدد السكان 32 مليون والنصيب الفردي يناهز \$2000. القطاع الزراعي عنصر من الناتج المحلي الاجمالي يوظف 40% من سكان الجزائر، يوجد أيضا قطاع الصناعة التحويلية الذي يلعب دورا مهما في اقتصاد المغرب. عنصر آخر من هذا الاقتصاد هو قطاع الخدمات وبالاخص قطاع السياحة. هناك أيضا قطاع العقارات الذي يمثل 10% من الناتج المحلي الاجمالي، النظام الاقتصادي للبلد يتميز بانفتاح كبير نحو العالم الخارجي. أوروبا لا تزال الشريك التجاري الرئيسي للمغرب (60-70%) ضمن أوروبا، فرنسا لا تزال الشريك التجاري الرئيسي، تليها اسبانيا، بريطانيا، ألمانيا، وخلال السنوات الماضية، وقع المغرب اتفاقات للتجارة الحرة التي من شأنها أن تؤدي الى تفكيك مجموع الحواجز التجارية خلال ثلاث سنوات.

فيما بين مختلف اتفاقات التجارة الحرة التي صادق عليها المغرب مع الشركاء الاقتصاديين الرئيسيين، هي اتفاقية التجارة الحرة بين الولايات المتحدة والمغرب، اتفاق أغادير، اتفاق غافتا علما بأن تجارة المغرب مع الدول العربية تسجل أقل من 10%.

### الفرع الثاني: أثر الازمة المالية على الاقتصاد المغربي (يدرس على مدى ثلاث فترات)

- الفترة الاولى تتعلق بنهاية عام 2007 وبالأربعاء الثالث الأول من عام 2008، في ذلك الوقت لم يكن هناك صدمة خارجية واضحة رغم أن المغرب يعتمد كثيرا على واردات النفط. كان النمو الاقتصادي مرتفع (حوالي 6%) وكان يقودها الطلب المحلي والبنية التحتية العامة، على الصعيد المحلي، وعلى الرغم من تدهور الوضع المالي في الولايات المتحدة وأوروبا، الائتمان المصرفي في المغرب لا يزال يتزايد، سوق الاوراق المالية يتسع، والبطالة تنخفض. بالإضافة إلى هذه الأعراض الإيجابية، المغرب لم يتعرض للأزمة المالية الدولية ومحصنة ضد الازمات الدولية أيضا. أسباب هذه النظرة الايجابية تتكون من ثلاث حجج : قطاع مصرفي قوي، سوق أسهم معافى ذات المستثمرين المحليين وحساب رأس مال محدود. وهكذا، فإن النتائج التي يمكن تقديمها هي الحقائق أن المغرب قد قدم ما يكفي من الخيارات في السنوات الماضية وجني فوائد الاصلاحات الحكيمة التي وضعت سابقا.

- الفترة الثانية تتعلق بالربع الرابع من عام 2008 ويتميز بالركود في أوروبا: الشريك الرئيسي للمغرب، ركود في سوق العقارات، الاتجاه النزولي في سوق الاسهم، وانخفاض تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج. حتى الآن، لا تأثير لوظ في الاقتصاد المغربي، والأثر المحتمل أن يكون محدودا للغاية بسبب النمو المغربي المحرك بالطلب المحلي بشكل رئيسي (الاستهلاك المحلي والاستثمار المحلي). علاوة على ذلك، فإن الحكومة المغربية لديها برنامج طموح للاستثمارات العامة لعام 2009، والتي من المتوقع أن تعوض عن أي انخفاض في الطلب الخارجي، وأخيرا، فإن قانون التمويل لعام 2009 أدخل خفض الضرائب على الدخل التي يتوقع أن يزيد الاستهلاك المحلي<sup>2</sup>.

- الفترة الثالثة والأخيرة تتعلق بأوائل عام 2009 عندما بدأت الأزمة المالية الدولية تتدهور وبدأت تظهر في الاقتصاد المغربي، في ذلك الوقت، كان هناك انخفاض كبير في الصادرات التي لها علاقة في الملابس الجاهزة والمنتجات الجلدية، وبدأت بعض الشركات المصنعة تغلق بسبب سعر الصرف اعتبارا أن ال BP فقد 40% من قيمته، والبعض الآخر لا رؤية لديه للمستقبل كما أن سوق العقارات كان في وضع دقيق، على الرغم من كل هذه الجوانب السلبية، لا يزال المغرب غير معلن في أزمة وهو معرض لأزمة جلبت من الخارج، من المتوقع أن يكون التأثير المحتمل للأزمة محدودا جدا، والحكومة ترصد أثرها وهي مستعدة لدعم القطاعات التي قد تعاني من مشاكل، الحجج لهذه البيانات المعيفة متعلقة بتوقعات النمو لعام 2009 وهي تتجاوز 5% بسبب وفرة الأمطار،

<sup>1</sup> <http://www.carnegieendowment.org/events/?fa=eventDetail&id=1469>

<sup>2</sup> فتح الله ولعلو، نحن و الأزمة الاقتصادية العالمية. الناشر : المركز الثقافي العربي. الطبعة الأولى 2009 ص7

بالإضافة إلى ذلك تحتفظ الحكومة المغربية على برنامجها الاستثماري ، نتيجة ذلك هو أن أعضاء القطاعين العام والخاص أنشأوا "لجنة الاستخبارات الاستراتيجية".

### الفرع الثالث : خطة مواجهة الازمة المالية

وبعد الاجتماع الأول للجنة الاستخبارات الإستراتيجية ظهرت فكرة خطة طوارئ وأول مشروع قدم في مجلس الحكومة في 15 كانون الثاني 2009. وتم التوقيع على النسخة النهائية لمكافحة الأزمة من قبل الحكومة في 24 شباط 2009، علما أن تعميم خطة الطوارئ اتخذت خلال وقت قصير للغاية وأنها لم تسمح لأي مناقشة عامة، البرلمان على سبيل المثال لم يشارك في العملية. الأساس لهذا التحليل هو أن هناك أزمة دولية مؤقتة، فان هناك اجراءات اتخذتها الحكومات والمصارف المركزية في كل أنحاء العالم ، في المغرب القطاعات التي لديها استراتيجيات واضحة على المدى الطويل هي التي تعاني من الازمة، وفي هذه الحالة الدعم الحكومي لها مبرر ، ولكن، على الرغم من تدهور الوضع الاقتصادي، تشمل خطة الطوارئ قطعين فقط وهما المنتوجات والجلود، والصناعات من وجهة (نحو 20% من شركات الصناعة التحويلية، 39% من العمالة و 39% من الصادرات)، وصناعة السيارات على الجانب الآخر (حوالي 1% من الشركات الصناعية، 10% من العمالة و 17% من الصادرات) وما يتبقى ( 79% من شركات الصناعة التجويلية، 51% من العمالة و 17% من الصادرات) غير مشمول، بالإضافة الى ذلك، لا توجد خطة واضحة حول أسباب استبعاد هذه الصناعات ، يتم تنفيذ خطة الطوارئ هذه ابتداء من كانون الثاني 2009 لمدة ستة أشهر قابلة للتجديد مرة واحدة. تركز الخطة على ثلاثة محاور موزعة على التدابير الاجتماعية، والتدابير المالية والتدابير التجارية التي اعتمدها الخطة، الهدف الرئيسي للتدابير الاجتماعية هو الحفاظ على فرص العمل والتغطية الاجتماعية للعاملين على مستوى 2008، الاجراء المعتمد لبلوغ الهدف هو دفع 100% صاحب العمل اشتراكات الضمان الاجتماعي من قبل الحكومة بالنسبة الى الصادرات من اجمالي المبيعات. ولكن ليست كل الشركات سوف تستفيد من هذه اللحظة، الا الشركات المالية والضمان الاجتماعي في نهاية عام 2008 هم وحدهم المؤهلون لهذه الخطة، والهدف من هذا الاجراء المالي التي تشملها الخطة هو ضمان الحصول على التمويل ، هندسة التدبير هو تقديم الدولة لضمان 65% من الائتمان للشركات والمصارف. شركات الغزل والنسيج والجلود وصناعة السيارات التي تصور على الاقل 20% من مبيعاتها والتي قد ضربت بالازمة الدولية قد تستفيد من هذه الخطة.

الفقرة الثالثة والاخيرة، وهي التجارية، تدعم جهود تسويق الصادرات. التدابير المتبعة تخص تنفيذ حملة اعلامية تستهدف الاسواق التقليدية في المغرب، جنبا الى جنب مع التغطية التي تقوم بها الحكومة من 80% من نفقات التسويق وخصوصا الرحلات التجارية لتغيير وتنويع الاسواق ضمن 12000 \$ أميركيا عن كل رحلة من قبل الشركة، اتخذ تدبير آخر وهو الحد من أقساط التأمين على الصادرات في الفترة من 3% الى 1%. وأخيرا، فان

الاجراء الأخير هو زيادة حصة الصادرات من المخاطر المؤمنة عليها من 50% إلى 80%. الشركات المؤهلة للاستفادة من هذه التدابير التجارية في النظام المالي والإدارة والضمان الاجتماعي في نهاية عام 2008 مع برامج ترويجي لمدة ستة أشهر ، لاحظ أن هناك معلومات محدودة للغاية بالنسبة الى تنفيذ الخطة ، وبعد مقابلة مع رئيس مجلس CGEM خلال 23 آذار 2009 قد جاء فيها أن عشرون شركة عزل ونسيج واثنان عشر شركة سيارات ومعدات تستفيد من هذه الخطة ، وأخيرا، فإن الجهات الفاعلة الرئيسية من خطة الطوارئ هي: السلطات الرسمية مثل الحكومة والبنك المركزي، والاحزاب السياسية، خصوصا أحزاب المعارضة، النقابات العمالية ونقابات العمال والمجتمع المدني<sup>1</sup>.

وفي الأخير، نؤكد على أن المغرب شأنه شأن باقي الدول النامية، يبقى في حاجة ماسة إلى بناء سياسة إقتصادية قوية، منفتحة على الإقتصاديات الإقليمية والدولية، لكن مع الحرص على عدم التفريط في حقها السيادي المتعلق طبعا بتقرير مصائرها واختياراتها الإقتصادية، السياسية والإجتماعية ، ولأنّ العالم اليوم يشهد بروز أقطاب وتكتلات إقتصادية كبرى، فإن المغرب و جيرانه مطالبين، أكثر من أي وقت مضى، بتجاوز كل العراقيل و الخلافات القطرية بينهم، و العمل الجدي من أجل إعادة بناء الإتحاد المغاربي -إقتصاديا على الأقل- حتى يتسنى لأقطاره الحصول على موطئ قدم ما في ساحة تسودها داروينية إقتصادية شرسة لا تعرف معنى للرحمة إزاء الضعفاء و إلا، فإن التاريخ سيعاقب كل من تخلف عن الركب كما قال ذات مرة ميخائيل غورباتشوف أثناء إطلاقه لمسلسل الإصلاحات ببلاده في ثمانينات الألفية الثانية<sup>2</sup>.

### المطلب السادس: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الجزائر وكيفية مواجهتها

إن بورصة الجزائر جاءت نتيجة لمتطلبات الظروف الاقتصادية السائدة آنذاك، فالمعروف أن الجزائر خاصة في بداية الثمانينات شهدت مرحلة من الإصلاحات الاقتصادية التي يهدف من خلالها إلى تحويل الاقتصاد الجزائري إلى اقتصاد حر يواكب التغيرات العالمية و يندمج في الاقتصاد العالمي الذي كان يستلزم إنشاء سوق مالي يعمل على تلبية متطلبات الشركات الوطنية خاصة فيما يخص عملية التمويل وكذا العمل على تشجيع الادخار و تقليل الاعتماد على البنوك في تمويل المشروعات بالإضافة إلى العديد من الوظائف التي يمكن أن تحققها البورصة كتوفير المعلومات اللازمة فيما يتعلق بالاستثمار. والجدير بالذكر أن الاقتصاد الجزائري قبل هذا مر بمرحلة مغايرة تماما كانت بدايتها منذ الاستقلال سنة 1962 حيث كان يعرف بالاقتصاد المخطط يعتمد اساسا على المركزية في إتخاذ القرار نتيجة تبني النظام الاشتراكي كنظام اقتصادي. و سوف نقوم فيما يلي بتقديم تلخيص لأهم ملامح

<sup>1</sup> Lahcen AchyI/brahim Saif "رد الحكومة على الأزمة الاقتصادية العالمية" على خط الانترنت:

<http://www.carnegieendowment.org/events/?fa=eventDetail&id=1469>

<sup>2</sup> - فتح الله ولعلو، نحن و الأزمة الاقتصادية العالمية. مرجع سابق . ص 40

المرحلتين كما يلي: كما سبق و أن تطرقنا سابقا شهد الاقتصاد الجزائري مرحلتين أساسيتين قيل إنشاء ما يعرف ببورصة الجزائر هما: مرحلة الاقتصاد المخطط و مرحلة الإصلاحات<sup>1</sup>.

### الفرع الأول: وضعية الإقتصاد الوطني العام تحت تأثير الأزمة

أفاد تقرير أعده صندوق النقد الدولي بعد إرساله خبراء إقتصاديون إلى الجزائر أن الأخيرة نجحت في حماية إقتصادها من تأثير الأزمة المالية، التي تعصف بالعالم اليوم وذلك من خلال قيامها بعدة إجراءات احترازية، ذكر التقرير منها الدفع المسبق لديونها الخارجية، والذي كان من شأنه أن يسبب الجزائر فاتورة غالية بعد ارتفاع أسعار الفائدة في السوق الدولية بفعل الأزمة، وكذا إجراءات إقتصادية فعالة كفتح المجال للإستثمارات الأجنبية بطريقة منتظمة ومنسجمة مع قدراتها الإقتصادية المحلية .

واستشهد البنك العالمي في دراسة حديثة وأكد FMI دعمه للإصلاحات التي باشرت بها الجزائر من اجل تحرير الإقتصاد وان نتائج هذه التوجهات الإقتصادية قد بدأت في الظهور. وأشار الصندوق في تقرير له أن الإقتصاد الجزائري " اجتاز شوطا كبيرا في مجال الإصلاح وأنه يسير وفق برنامج مدروس ويحظى بقبول المؤسسات الدولية والخبراء المحليين والأجانب". وحسب صندوق النقد الدولي فقد صرح أن ، الجزائر نجحت في حماية إقتصادها من صدمة الأزمة المالية<sup>2</sup> :

عند نهاية سنة 2007 قد تم تسجيل أرقام مرضية: فإحتياطات الصرف بلغت 110.18 مليار دولار (مقابل 77.781 مليار دولار في 2006) والديون الخارجية على المدى المتوسط والبعيد وصلت إلى 4.889 مليار دولار أي حوالي 3.6% من الناتج الداخلي الخام.

كما سجل ميزان المدفوعات فائضا قدر بـ (29.09+) مليار دولار وبلغ صندوق ضبط العائدات 4.537 مليار دينار، أي حوالي 63 مليار دولار والديون العمومية الداخلية في إنخفاض مستمر.

وتجدر الإشارة، أيضا، إلى أن مجمل موارد الإقتصاد إرتفعت في 2007 بنسبة قدرها 3.9%، منها 2.6% تعود إلى نمو الناتج الداخلي الخام و 1.3% إلى الاستيراد. ويليه الاستيراد الداخلي المتزايد، في حين أن قدرات الإنتاج المحلية ليست مستغلة بالقدر الكافي. ونذكر هنا بأن الاستيراد إرتفع في 2007 ووصل إلى 27 مليار دولار مقابل 20.031 مليار دولار في 2006 .

تزايدت نسبة الإستثمار في 2007 بـ 10%، أغلبها ساهمت فيها الدولة، في حين لا يزال المستثمرون الخواص سواء الجزائريين أو الأجانب ينوون الإستثمار ومناخ الأعمال غير مشجع

إن الإرتفاع الزائد للنفقات العمومية وخاصة النفقات الخاصة بالإستثمارات العمومية في المعدات تسببت زيادة في الهسار التضخمي المستورد بسبب إرتفاع الأسعار خاصة أسعار المنتجات الغذائية في السوق العالمية.

<sup>1</sup> لجنة مراقبة عمليات البورصة، دليل بورصة الجزائر 2004 ص 43.  
<sup>2</sup> رشيد طواهي ، مترجم من قبل نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية بتاريخ : 01.03.2009 على خط WWW.inf.org-- FMI Survey



إن المركز الوطني للإعلام الآلي والإحصائيات التابع للجمارك الجزائرية أكد أن مفاوضات انضمام الجزائر إلى هذه منظمة التجارة العالمية بلغت مرحلة متقدمة دون المساس بالسيادة الوطنية حققت الجزائر خلال الثلث الأول لسنة 2008 فائضا تجاريا بلغ 02،11 مليار دولار بإرتفاع 33% عن عام 2007، وتمكنت بفضل سياسية الاحتراز للمستقبل أن تضمن تمويل مشاريعها التحتية، خاصة وأن الجزائر هي في حاجة ماسة إلى تعزيز قدراتها التحتية للنهوض بإقتصادها الوطني، لكنها ظلت تواجه مشاكل واضحة، على غرار إرتفاع البطالة بين الشباب والإعتماد الكبير للإقتصاد على المنتجات البترولية، وإذا أردنا تلخيص وضعية الإقتصاد الجزائري في السداسي الثاني من 2008، يمكن أن نذكر الملاحظات التالية:

ضمان دعم تحقيق توازن الحسابات العمومية.

تسديد الديون الخارجية بشكل كبير.

التوازن في الميزانية على المدى المتوسط.

**أولا : التأثير على القطاع المالي<sup>1</sup> :** أكد وزير المالية من خلال تقرير قدمه عن الوضعية المالية للبلاد أن الأزمة المالية لن تمس الجزائر بصفة مباشرة لكون النظام المالي الجزائري غير مندمج في النظام العالمي، أنه لا توجد أي مخاوف من أن تكون للأزمة المالية التي يواجهها الإقتصاد العالمي حاليا، أثر على الجزائر وذلك بسبب:

- سيطرة القطاع العام على النظام المالي والإدارة الحريضة على الإحتياطات الدولية في البلاد.
- أن سياسة بلاد المالية منذ العام 2006 التي اتسمت بالسداد المسبق لدينها الخارجي، سمحت بتحسين الجزائر ضد التعرض لصدمة مالية خارجية، تبعا للتقلص الكبير في التمويلات الخارجية وتشديد شروطها، بالتزامن، مع تلافي استخدام غير مأمون للموارد المالية منذ الإضطرابات الخطيرة في الأسواق المالية الدولية منتصف 2007 وما رافقها من تشديد لشروط الإقتراض من طرف مؤسسات مالية دولية.
- أن الأرصدة المالية الجزائرية التي تم توظيفها في بنوك دولية و المقدرة بحوالي 45 مليار دولار، جرى إيداعها في حسابات سيادية ذات مخاطر محدودة جدا وبضمانات مؤكدة. وبرر وزير المالية، بالقول بأن الجزائر غير متواجدة في السوق المالية الدولية من خلال الإستثمار في سوق السندات والأسهم عالية المخاطر، مشيرا إلى الودائع الجزائرية في المؤسسات المالية الأمريكية، تم إيداعها في بنوك قليلة الفوائد، لكنها مضمونة من طرف الدولة، ما يجعل نسبة المخاطر تكاد تكون معدومة، على عكس لو تم إيداعها في بنوك ذات ربحية كبيرة مع نسبة مخاطر عالية، لأنه في هذه الحالة، يصعب حتى استردادها في حال إفلاس هذه البنوك.

<sup>1</sup> - كامل الشيرازي ، الجزائر في منأى عن الأزمة المالية، بتاريخ 2009.02.28 على خط <http://www.elbiledonline.net>



• وأضاف وزير المالية أن الأمر الآخر الذي وضع الجزائر خارج دائرة مخاطر الأزمة العالمية، هي تثبيت سعر صرفها على أساس سلة من العملات العالمية الكبيرة، مثل الدولار والين واليورو، على عكس دول الأخرى، التي ربطت مصيرها بالدولار الأمريكي.

• كون ان الجزائر غير موجودة في الأسواق المالية المثيرة للجدل، فإنها لن تمس بتفاعلات الأزمة الراهنة، واستدل الوزير بكون بلاده لا تصدر كثيرا خارج قطاع المحروقات وبالتالي لن تتضرر من تراجع الطلب في الأسواق الأوروبية والأمريكية، خصوصا مع التحصينات التي يحظى بها الإقتصاد الجزائري، كتحديد سعر الصرف على أساس سلة من العملات إضافة إلى خفض الدين الخارجي إلى ستمائة مليون دولار.<sup>1</sup>

ورغم إشارة التقرير إلى أن الوضع سيكون مستقراً على المدى المتوسط، بإعتبار أن إحتياجات البلاد تعادل تكلفة الاستيراد لعامين، فإنه حذر في حال تأزم أوضاع الإقتصاد العالمي والوصول إلى حالة كساد، سيدفع بالطلب على الطاقة إلى التراجع رغم اعتماد الحكومة الجزائرية على موازنة بسعر مرجعي يقل عن أسعار السوق وهذا ما يجنبها نوعا ما إشكالات في إنخفاض أسعار البترول وهذا لا يعني أن تراجع حصة الجزائر من صادراتها النفطية لا يتأثر نتيجة هذا الإنخفاض مما يجعلنا نؤكد على غرار ما تؤكد السلطات العمومية من ضرورة البحث عن بدائل أخرى لتمويل إقتصاد البلاد خارج قطاع المحروقات، وعليه فقد حان الأوان لإيجاد سياسة تنموية قائمة على بعث وتنشيط الإستثمارات في القطاعات القادرة على خلق ثروة وطنية مستقلة وعلى رأسها الزراعة والسياحة والصناعات الصغيرة والمتوسطة والصيد البحري، وكذلك الصناعات الحرفية والمهن الصغيرة.

**ثانيا : التأثير على قطاع الإنتاج<sup>2</sup> :** أكد وزير الأول للحكومة لدى عرضه مخطط عمل على مجلس الأمة أن "الأزمة المالية التي عصفت بأكبر إقتصاديات دول العالم تشكل إنذارا للجزائر بضرورة بناء إقتصاد مبني على الإنتاج والعمل على ترقيته بهدف التوصل إلى مرحلة المنافسة والتصدير ، وأكد أن الجزائر حققت نموا معتبرا خارج قطاع المحروقات أوضح أن "ذلك تجسد بفعل البرامج التنموية التي باشرتها الدولة منذ عام 1999 وكذا تطوير الإستثمار الوطني والأجنبي في القطاع الإقتصادي".

كشف المركز الوطني للإعلام والإحصائيات التابع للجمارك الجزائرية ، أن الصادرات خارج قطاع المحروقات لا تتجاوز 2.48 % من إجمالي الصادرات التي تمثل فيها المحروقات نسبة 97 % ويعتبر الرقم الذي تم تحقيقه خارج قطاع المحروقات رقما مهما بالنظر لتداعيات الأزمة المالية والإقتصادية العالمية، فضلا عن المنافسة القوية للمنتجات الدول المتقدمة، بالإضافة إلى التحديات الداخلية التي تواجه العديد من المؤسسات والشركات الإقتصادية، رغم أن السلطات المعنية كانت تسعى لرفع هذا المبلغ من 3 إلى 4 مليار دولار أمريكي، وأوضح نفس المصدر أن

<sup>1</sup> - كامل شيرازي، نفس المرجع السابق، على خط <http://www.elbiledonline.net>

<sup>2</sup> - أحمد أويحيى ، "الأزمة المالية العالمية تشكل إنذارا للمرور إلى اقتصاد مبني على الانتاج، وزارة الشؤون الخارجية، الجزائر، على خط [http://193.194.78.233/ma\\_ar/stories.php?story6017994](http://193.194.78.233/ma_ar/stories.php?story6017994) بتاريخ 2008,12,22

الصادرات خارج المحروقات شهدت نموا معتبرا خلال سنة 2008 حيث بلغت 1,890 مليار دولار بزيادة قدرها 42 % مقارنة بالسنة التي سبقتها 2007 ، التي لم يتجاوز فيه هذا الصنف من الصادرات قيمة 1,330 مليار دولار، وهذه نتيجة إيجابية ومؤشر جيد يؤكد التطور التدريجي لمسار الإقتصاد الجزائري ولو بكيفية بطيئة ، رغم أن أغلبية الصادرات خارج قطاع المحروقات تتكون من مشتقات نفطية، إلا أن هذا يترجم نسبة معينة من الجدوى الإقتصادية في قطاعات أخرى ، نذكر منها الزيادة الهامة في منتجات الإسمنت المائي الذي قفزت صادراته من 6.5 مليون دولار إلى 48 مليون دولار أمريكي ، كما عرفت المواد الفوسفاتية زيادة هامة بلغت 137,2 مليون دولار السنة الماضية مقارنة بالسنة التي قبلها حيث كان المبلغ لا يتجاوز 57 مليون دولار إلى جانب صادرات بقايا الحديد التي سجلت العام الماضي 189,5 مليون دولار مقابل 88 مليون دولار أمريكي في السنة التي سبقتها.

إن هذا التطور النسبي الذي حدث في قطاع الصادرات خارج ابطار المحروقات لا يكفي لتغطية حاجات المجتمع الجزائري إذ أن واردات الجزائر من الحبوب ومشتقاتها والدواء والحليب، قد تضاعفت خلال سنة 2008 مقارنة بواردات السنة التي سبقتها ، حيث بلغت قيمة هذه الواردات حوالي 8 مليار دولار مقابل 4,49 مليار دولار سنة 2007 ، وترجع هذه الزيادة في المواد المستوردة إلى الإرتفاع الكبير في أسعار المواد الأولية بالأسواق الدولية ، علما أن المبلغ الإجمالي للواردات الجزائرية قد بلغ 39 مليار دولار أمريكي ، العام الماضي مقابل 27 مليار دولار ، سنة 2007، ومس الإرتفاع أيضا المنتجات الموجهة لأداة الإنتاج بـ 16,35% أي ما يعادل 83,11 مليار دولار بينما عرفت المواد الغذائية إرتفاعا بنسبة 75,55% أي ما يعادل 71,7 مليار دولار وأخيرا المواد الإستهلاكية غير الغذائية بإرتفاع بلغ 30,22% أي ما قيمته 41,6 مليار دولار.

فالملاحظ من هذه الأزمة أن الجزائر التي تميزت بالعزلة المالية و الإقتصادية النسبية و الإقتصاد شبه المغلق قد تجنبت التأثير المباشر بالأزمة على المدى القريب رغم الإرتفاع الذي حصل في الصادرات خارج المحروقات إلا أنه تبقى النسب هامشية ولا تمثل سوى 2,12% من الحجم الإجمالي للصادرات. بغض النظر لصادرات المحروقات التي تعتبر أهم مبيعات الجزائر نحو الخارج بنسبة 97,88% لكن اعتمادها على منتج واحد هو السبب الوحيد و الرئيسي الذي جعل بتداعيات الأزمة تتسارع إلينا ، رغم سيطرة الحكومة الجزائرية على الوضع الحالي ولو بشكل نسبي ومؤقت إلا أن الأزمة جعلت بإعادة النظر في هيكله الإقتصاد الجزائري و بناء قاعدة إستراتيجية وطنية تقوم على تنويع الإقتصاد، بعيدا عن أحادية مداخل المحروقات المتذبذبة في كل الأحوال هبوطا وإرتفاعا<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني : أثر تغيرات أسعار البترول على الإقتصاد الجزائري

يلعب قطاع المحروقات دور مهم في بناء وإرساء قواعد الإقتصاد الوطني، خاصة وأن الجزائر تمتلك ثروات طبيعية هامة تتمثل في موارد الطاقة، بحيث ينتج أكثر من 1/3 من الثروة الوطنية ويزود الجزائر بـ 2/3 من موارده

<sup>1</sup> - نفس المرجع السابق، على خط [http://193.194.78.233/ma\\_ar/stories.php?story6017994](http://193.194.78.233/ma_ar/stories.php?story6017994) بتاريخ 2008,12,22

الميزانية للدولة ، غير أن هذه الثروة كانت محتكرة من طرف الشركات بترولية أجنبية قبل وبعد الإستقلال مما دفع بالجزائر إلى استرجاعها عن طريق التأميم واستغلالها لفائدة الإقتصاد الوطني من أجل صناعة وطنية قوية.

### أولاً: الإمكانيات النفطية الجزائرية

تتطلع الجزائر أن ترسي لنفسها مكانة أساسية كإحدى الدول النفطية الفاعلة، سواء ضمن منظمة الدول المصدرة للبتترول أو في إطار السوق العالمية، غير أن دور أي دولة ووزنها يتحدد بما تملكه من إمكانيات نفطية ومزايا تنفرد بها، تجعل الأطراف المتعاملين معها (الزبائن) يطمنون على إستمرار العلاقات الإقتصادية ويقدررون المكاسب التي ستعود عليهم، هذا من جهة ومن جهة ثانية هو مدى أهمية هذه الإمكانيات وقدرة تأثيرها على سوق النفط الدولية. ولذلك، فمن المفيد جدا معرفة الإمكانيات النفطية للجزائر من حيث حجم الإحتياجات لكل من البترول والغاز، وشبكة النقل التي تؤمن وصول المنتجات إلى الزبائن، وميزة الموقع الجغرافي ونوعية البترول وغيرها، وهي كلها عوامل تلعب الدور الأساسي في تجارة النفط في سوق دولية تتسم بالتغير السريع والمنافسة بين عدة منتجين و عدة مستهلكين.<sup>1</sup>

**1- الإحتياجات من البترول<sup>2</sup>:** إن حساب المدة المتوقعة من " عمر " النفط أي مدة الإنتاج، يختلف حسب جهات التقدير ومستوى الإستهلاك السنوي والاكتشافات الجديدة المحققة سنويا فمثلا سنة 1974 كانت الإحتياجات المؤكدة تقدر ب 7.64 مليار برميل من البترول وطاقة إنتاج اليومية ب 889 ألف برميل يوميا مما يعني أن سنوات إستهلاك البترول المتوقعة كانت تقارب 24 سنة كمقارنة مع السعودية التي لها في نفس الفترة من الإحتياجات 132 مليار برميل والإنتاج اليومي يقدر ب 8.4 مليون برميل أي عشرة أضعاف الجزائر والمدة المحتملة من عمر بترولها هي 43 سنة وهنا نورد جدولا يوضح إمكانيات الجزائر من البترول من حيث الإحتياطي ومستوى الإنتاج للفترة ما بين سنة 2000 و 2005 .

### الجدول رقم 43: تطور الإحتياجات المؤكدة والإنتاج والصادرات من البترول الجزائري

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005
الإحتياجات (مليون برميل)	11314	11314	11314	11800	11350	12270
إنتاج البترول الخام (ألف برميل- يوميا)	796.0	776.6	729.9	942.4	1311.4	1352.0
صادرات الخام و المكررة (ألف برميل- يوميا)	1005.3	997.3	1093.5	1269.3	1338.2	1434.7

<sup>1</sup> - عيسى مقلد، قطاع المحروقات الجزائرية في ظل التحولات الاقتصادية، رسالة ماجستير علوم اقتصادية، سنة 2007-2008 ص 42.

<sup>2</sup> L. M. VAAS et M HEIGEL : L'industrie du gaz dans le monde, Technip, Paris, Novembre 77 ,P.35

Source :OPEC Annual Statistical Bulletin2005 –WWW.opec.org –pp 21-41  
(21/08/2007)

ومن الجدول نلاحظ أن إحتياطيات الجزائر المؤكدة من البترول تقدر في سنة 2004 ب 11.3 مليار برميل إلى 12.3 مليار سنة 2005 وعند مستوى إنتاج 1.5 مليون برميل يوميا وثباته فإن هذه الإحتياطيات - إذا لم يكن هناك اكتشافات جديدة بالطبع -ستنفذ تقديرا في خلال 23 سنة من الإنتاج. ويلاحظ ثبات نسبي في الإحتياطيات المؤكدة للبترول ، ولم تتغير بشكل ملحوظ إلا في سنة 2005 ، وفي المقابل تزايد الإنتاج ابتداء من 2003 وتطور أكثر في سنة 2005 .

### ثانيا: الأزمة المالية وإنهيار أسعار البترول

أدت أزمات قروض الرهن العقاري بالولايات المتحدة في صيف 2007، واضطراب سوق المساكن إلى ضعف الثقة في الإقتصاد الأمريكي الذي يشهد تباطؤا مستمرا دون ظهور مؤشرات تؤكد انتعاشه ، فقد صدر عن بيت الإستثمار العالمي «جلوبل» في تقرير سنوي للنفط عن 2008 ما جعل في أواخر هذا العام يشهد تذبذبا كبيرا في أسعار النفط، فقد تراجعت أسعار خام النفط الأمريكي بنسبة 69.9 % خلال خمسة أشهر وذلك منذ أن بلغت أقصى إرتفاع لها مسجلة 145.16 دولارا أميركيا للبرميل ليستقر عند 43.60 دولارا أميركي للبرميل في 16 ديسمبر لعام 2008، وهو أدنى مستوى له منذ جانفي من العام 2005، وقد تذبذبت أسعار النفط على نطاق واسع خلال فترة الدراسة، فقد تضاعلت التوجهات الإيجابية، على الرغم من أنها قد زادت نتيجة توقع خفض الإنتاج من جانب منظمة الأوبك، نتيجة للتدفق المستمر للأخبار السلبية على الصعيد الإقتصادي ، كما أثرت الرؤية المستقبلية السلبية وضعف الطلب على النفط الذي صاحبها، سلبيا على الأسعار على أسواق النفط. وقد بدأ تأثير أزمة الإئتمان ينعكس على العديد من الشركات حول العالم، التي قررت خفض كلا من الإنتاج وعدد الموظفين للنجاة من العاصفة المالي<sup>1</sup>.

وأدى كل هذا إلى تأثر إقتصاد الجزائر التي تعتمد سياسة" الكل بترول "في إقتصادها و التي تمثل 97% من صادرات البلد حيث تتوقف ، كل الأنشطة الإقتصادية والإجتماعية وسياسة التنمية على عائدات النفط ولا شيء غيرها . فنقص المداخيل من النفط تؤدي إلى نقص الإنفاق بنوعيه الإستهلاكي والإستثماري لكن إذا نظرنا إلى خطة الإقتصاد الوطني على المدى القريب نجده مضمونا قد سيطرت الحكومة الجزائرية نسبيا على الوضع رغم التغيرات التي حصلت في أسعار البترول و أكد وزير الحكومة خلال عرضه لمخطط عمل الحكومة على نواب المجلس الشعبي الوطني ، أنه حتى وإن حدث احتمال نزول أسعار النفط إلى حدود 30 دولار، فالجزائر بإمكانها توفير إحتياطي من العملة الصعبة خلال السنوات الخمس المقبلة، لا يقل عن 50 مليار دولار .و هذا من خلال المؤشرات الإيجابية التي سجلتها مؤخرا في الإقتصاد الكلي و أيضا هناك إستثمارات على المستوى القاعدي و

<sup>1</sup> - تقرير اقتصادي، بحث بين الإستثمار العالمي " جلوبل"، ديسمبر 2008 .

إستثمارات طاقوية وإحتياطيات الدولة المطمئنة التي من شأنها ضمان إقتصاد معتدل على المدى القريب. و من خلال هذا الجدول سوف نعرف صادرات البترولية في الجزائر وإستهلاك العام للوطن خلال الفترة 2000 و 2007<sup>1</sup>.

الجدول رقم 44 : صادرات و إستهلاك البترول في الجزائر 2000 و 2007 (الوحدة 10طن<sup>3</sup>)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
صادرات البترول الخام	55.000	53.000	56.000	63.000	71.000	75.000	74.000	56.000
الإستهلاك الوطني للبترول	27.619	27.610	29.195	30.644	32.161	34.469	35.380	35.976

Source : Ministère de l'Énergie et des Mines - Bilan du Secteur de l'Énergie et des Mines 2000-2007

نلاحظ من خلال الجدول أن هناك تغيرات في الصادرات لكنها إرتفعت بشكل كبير خلال الفترة 2003 و 2005 هذا نتيجة إرتفاع أسعار البترول و أيضا إرتفاع قيمة الدولار الأمريكي مما أدت إلى زيادة في صادرات البلد لكن حصل إنخفاض في 2007 هذا نتيجة ظهور أولى تداعيات الأزمة لكن هذا الإنخفاض لم يكن مؤثرا كثيرا على الإقتصاد لأنه حتى و إن إنخفض فلقد تعدى 50%<sup>2</sup>، أما عن واقع الإقتصاد الوطني على المدى الطويل في حال حدوث كساد سيتراجع الطلب على المحروقات بشكل حاد وستتأثر الأسعار بشكل كبير وتتهار أسعار البترول و بما أن الولايات المتحدة هي أكبر دولة مدانة في العالم، وأمام تراجع قيمة الدولار بسبب زيادة عجز الموازنة السنوية، سترتفع نسبة التضخم، ومادامت 98 بالمائة من صادرات الجزائر يتم فوترتها بالدولار و 50 بالمائة من الواردات تتم بالأورو.

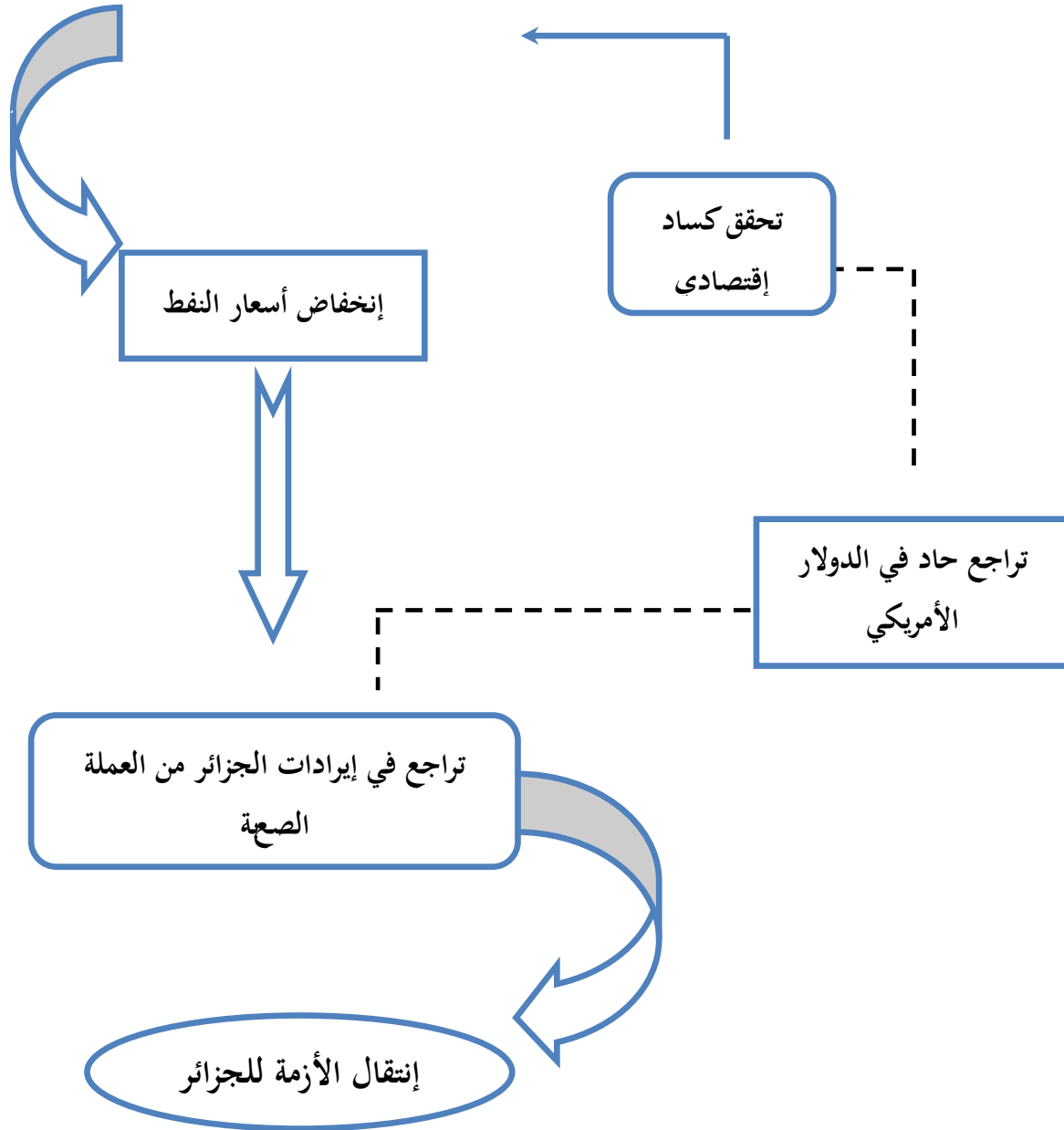
الشكل رقم 78 : مدى تأثير الجزائر بالأزمة المالية

إنخفاض الطلب على الطاقة

2008,12

<sup>2</sup> Ministère de l'Énergie

<sup>1</sup> - أحمد أويحيى ، مرجع سابق، على خط <http://www.energies.php?story6017994> ories.php ?story6017994



المصدر : ناجي بن حسين ، " عرض عام حول الأزمة المالية العالمية " ، جامعة منتوري قسنطينة كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير ، 2008PP ، ص 04 ، [nadji.benhassine@yahoo.fr](mailto:nadji.benhassine@yahoo.fr) مع كل هذه التوقعات حول الأزمة يجب على الدولة الجزائرية أن تتوخي الحذر و إعادة النظر في إستراتيجيتها الحالية، بالإضافة إلى إعادة النظر في طريقة بناء إقتصاد بعناصر أخرى أكثر فعالية، لأن هذا الواقع سيصطدم بإشكالية كبيرة خلال العشرية القادمة. خصوصا أن الأسباب التي تجعل الإقتصاد الوطني غير مضمون على المدى البعيد، ترجع للتبعية المطلقة لأسعار المحروقات.

الفرع الثالث : واقع الأزمة المالية العالمية على السوق في الجزائر

سوف نحاول هنا الوقوف عند مختلف آثار الأزمة على الاقتصاد الجزائري، و ذلك من خلال النظر في مدى تأثير بورصة الجزائر بهذا الحدث و كذا تأثيراته على الاستثمار في هذا السوق تم تعميم ذلك بغية الوصول إلى حقيقة تأثير هذه الأزمة العالمية على الاقتصاد الجزائري ككل.

### 1. آثار الأزمة المالية العالمية على بورصة القيم المنقولة في الجزائر

لبورصة القيم المنقولة الجزائرية خصوصية معينة، فهي ليست كبقية الأسواق سوا العربية أو العالمية، فمما تقدم سابقا نجد أن بورصة الجزائر تتمتع ببعض الصفات و التي سبق و أن تم ذكرها تجعل منها سوق مالي غير ناضج، فهذه البورصة لم تأتي كرد فعل للاقتصاد قوي بغية عكس صورة هذا الاقتصاد التي يعتبرها المختصين من أدوار البورصة، لكن هذه البورصة كانت كضرورة عند التخلي على منهج الاقتصاد المخطط وإتباع نظام اقتصاد السوق كون أن الانطواء تحت مظلة هذا الأخير يتطلب سوق مالي يعمل على توفير الاحتياجات التمويلية للمؤسسات التي تعمل في نفس البيئة. فبناء على ما سبق كانت بورصة الجزائر بورصة غير كفئة ولا تتمتع بالنضوج الذي يجعل منها سوق قادرة على أداء الوظائف التي سيطرت لها.

أما عن تأثير الأزمة المالية العالمية على بورصة الجزائر و الاستثمار فيها فلا أثر لها على هذه الأخيرة لسبب بسيط ألا وهو المميزات التي تميزها، فلقد سبق و أن قلنا أن بورصة الجزائر غير مفتوحة على العالم الخارجي كونها لا تمثل مطمحا للمستثمرين الأجانب لما لها من صفات تمنع هؤلاء من المخاطرة والدخول في هذا السوق، فهذه البورصة غير ناضجة بالمعنى الحقيقي فهي لا تحتوي على كم معتبر من الأوراق مالية بحيث تمكن المستثمرين من المفاضلة بينها و إختيار الفرص الاستثمارية الأمثل، فضلا عن عدم قدرة هذه المؤسسة على توفير ضرورات الاستثمار خاصة المعلومات التي تخص سوا الاقتصاد بصفة عامة أو المؤسسات العاملة فيه بصفة خاصة أي أن هذه البورصة لا تعكس الصورة الحقيقية للاقتصاد الجزائري مما يجعلها غير قادرة على أن تكون مصدر من مصادر المعلومات التي يلجئ إليها المستثمرين سوا الراغبين للدخول في البورصة أو الراغبين في القيام باستثمار حقيقي في البلاد هذا من جهة، أما من جهة أخرى فأغلبية الشركات التي تعتبر قيمها المنقولة محل قبول في بورصة الجزائر ليست لديها استثمارات في الأسواق الخارجية الشيء الذي يجعلها عرضة لتقلبات الأسواق الدولية، غير أن لهذه النقطة إستثناء ممتثل في شركة سوناطراك التي لديها استثمارات خارج الجزائر في بعض الدول العربية كالسعودية، مصر والإمارات العربية المتحدة والأجنبية كنيجيريا وروسيا، غير أن هذه الاستثمارات تعتبر عقود شراكة مضمونة كونها تتعلقا أساسا بعمليات التنقيب و ليس التسويق أي أن العوائد من خلال هذه الاستثمارات مضمونة عكس التسويق.

من خلال ما تعرضنا له أعلاه نجد أن تأثير هذه الأزمة على بورصة الجزائر للقيم المنقولة لا يذكر للأسباب السابقة.



## 2. الانعكاسات التجارية للأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري

تقلص صادرات الجزائر من المحروقات وتدهور مستوى إيراداتها انخفاض أسعار النفط من 147 دولار للبرميل الواحد إلى حوالي 40 دولار للبرميل الواحد نتيجة تقلص الطلب العالمي على هذه المادة الإستراتيجية ودخول الاقتصاد العالمي حالة من الركود أثر سلبا على مداخيل الدول النفطية. لقد تضافرت جملة من العوامل مسببة انخفاض أسعار النفط فانخفاض مستوى النمو الاقتصادي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، الصين، اليابان والهند بسبب الأزمة المالية العالمية أثر سلبا على مستوى الطلب، وازداد هذا الأمر تعقدا في ظل وجود سياسات ترشيد استهلاك الطاقة ووجود بدائل طاقوية، مثل الفحم، ووجود عرض فائض من النفط. ولم تفلح المحاولات المتكررة المبذولة من طرف منظمة الأوبك في وقف هذا التدهور من خلال تخفيض مستوى الإنتاج وذلك بسبب تدخل أطراف أخرى في سوق النفط.

إن انخفاض أسعار المحروقات في السوق العالمية وما يترتب عنه من تقليص إنتاج كل دولة منتجة ومصدرة للنفط سيترتب عنه تقلص إيراداتها من صادرات المحروقات وتأثر ميزانيات حكوماتها. فإجمالي صادرات البلد من المحروقات إذا ما قيم بسعر المحروقات سيعطينا مداخيل البلد من صادرات المحروقات. ومن مجموع المداخيل المتأتية من تصدير المحروقات لا بد من اقتطاع مبلغ مالي معتبر يقارب 20 مليار دولار يخصص لشركة سوناطراك من أجل ضمان إعادة الإنتاج والحفاظ

على مستوى الإنتاج السنة السابقة وتوفير إمكانيات لتطوير الإنتاج لاحقا ودفع أرباح الشركاء الأجانب، ومن ثم فإن المبلغ المتبقي العائد للخزينة العمومية يتقلص بانخفاض سعر النفط وتقلص مستوى الإنتاج والصادرات. فإذا افترضنا أن سعر النفط كان معادلا 50 دولار فإن إيرادات الجزائر ستبلغ 35 مليار دولار، وما يعود منه لخزينة الدولة لن يتجاوز 15 مليار دولار.

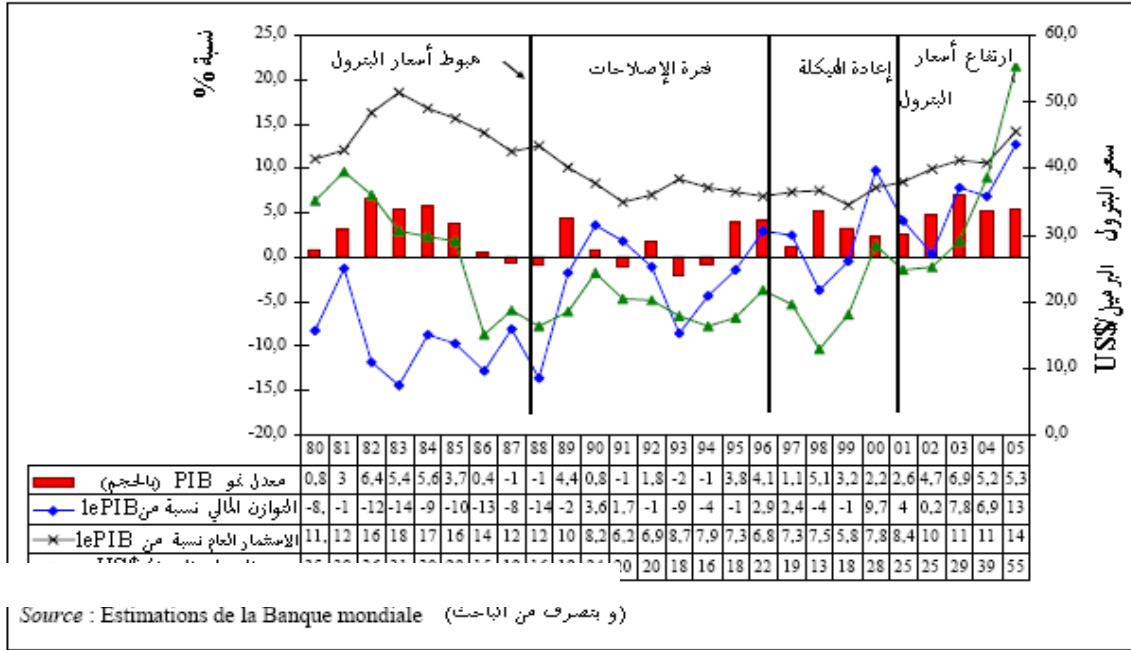
إن انخفاض سعر النفط إلى ما دون 50 دولار سيجعل الجزائر تعيش وضعا ماليا صعبا. فهذه الإيرادات تكاد لا تكفي لتغطية إيرادات الخزينة، قيمة الواردات وقيمة الأرباح المحولة للخارج من طرف الشركات الأجنبية العاملة في الجزائر. هذا الوضع سيتفاقم أكثر نتيجة الإجراءات التي اتخذتها الحكومة خلال سنة 2008 والقاضية برفع نصيب الدولة في الاستثمارات مع الأطراف الأجنبية من أجل جعلها غالبية. وباعتبار أن مداخيل المحروقات محدودة فإن الجزائر ستضطر إلى الاعتماد على احتياطيها من العملات الصعبة. ومن ثم يصبح الأمر حرجا، إذ ستضطر السلطات العمومية إلى تقليص النفقات العمومية مما ينعكس سلبا على الوضع الاجتماعي وعلى النمو الاقتصادي. فبالرغم من ، النفقات الكبيرة التي أنجزت في السابق إلا أن معدل النمو لم يتجاوز % 2.5 خلال سنة 2007 وسيكون أقل من ذلك خلال سنوات 2009/ 2010 نتيجة تقلص النفقات العمومية .

ولمواجهة تدهور أسعار النفط تعمل منظمة الأوبك على إعادة النظر في مستويات الإنتاج، وتشير بعض المعلومات انه من غير المنتظر أن ترتفع أسعار النفط إلى مستويات عالية جدا، إذ تشير مواقف المملكة العربية السعودية إلى



أن سعر النفط المقبول يتراوح بين 60 و 70 دولار أمريكي. هذا الوضع يستوجب على الجزائر إذن التهيئة لعصر ما بعد النفط.

### الشكل رقم 79 : التطورات الاقتصادية الكلية تبعا لتقلبات سعر البترول للفترة 1980-2005



المصدر : الطيب قصاص ، نبيل بن عامر مداخلة بعنوان " الازمة المالية الراهنة وتداعياتها على اقتصاديات الدول ، ملتقى دولي الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية يومي 20- 21 اكتوبر 2009 بجامعة فرحات عباس ص 15

#### • انخفاض أسعار المنتجات المستوردة وتزايد فاتورة الواردات الجزائرية :

إن الأزمة المالية العالمية بتحولها إلى حالة من الركود الاقتصادي أدت إلى انخفاض أسعار العديد من المنتجات، وكان بالإمكان أن يعدل هذا الانخفاض من انخفاض إيرادات الجزائر من العملات الصعبة. إلا أن السلطات الجزائرية وحفاظا على احتياطي البلاد من العملات الصعبة لجأت إلى تخفيض قيمة الدينار الجزائري للتأثير على الطلب على الواردات ومن تم الإبقاء على فاتورة الاستيراد على الأقل عند مستواها السابق.

#### الجدول رقم 45 : تطور الميزان التجاري الجزائري خلال سنتي 2007-2008.

الوحدة : مليون.

2008 (نتائج مؤقتة)		2007		البيان
د.ج	دولار أمريكي	د.ج	دولار أمريكي	
39.156	2.525.334	27.631	1.916.829	الواردات
78.233	5.051.340	60.163	4.172.730	الصادرات

39.077 2.526.006 32.532 2.363.775 رصيد الميزان

المصدر : Ministère des Finances, Direction générale des douanes, centre national de l'information et des statistiques du commerce extérieur de l'Algérie. Année 2008.

الجدول رقم 46 : واردات الجزائر حسب مجموعات المنتجات خلال الفترة 2007-2008.  
الوحدة : مليون دولار أمريكي.

2008		2007		البيان
النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	
19.75	7.716	17.93	4.954	سلع استهلاكية
30.22	11.832	31.68	8.754	مواد مجهزة لأداء
33.70	13.196	31.41	8.680	تجهيزات
16.38	6.412	18.98	5.243	سلع استهلاكية غير
1000	39.156	100	27.631	المجموع العام

المصدر : Ministère des Finances, Direction générale des douanes, centre national de l'information et des statistiques du commerce extérieur de l'Algérie. Année 2008.

لقد بلغت فاتورة الواردات الجزائرية خلال سنة 2008 حوالي 40 مليار دولار حقيقة نسبة معتبرة من هذه الفاتورة وجهت لاستيراد التجهيزات الصناعية، في حين نجد أن قيمة فاتورة الغذاء تقارب 8 مليار دولار. هذه الوضع كان يحتاج إلى تصحيح وتم ذلك من خلال تقليص قيمة الدينار من أجل كبح الواردات.

### 3. الانعكاسات المالية والنقدية للأزمة المالية في الجزائر

الاتجاهات الرئيسية الاقتصادية الكلية والنقدية: تكشف الاتجاهات الرئيسية النقدية والمالية، التي ميزت تطور الاقتصاد الوطني خلال سنة 2008، عن درجة المقاومة التي أبدتها الوضعية المالية الخارجية للجزائر، وذلك في ظرف تميز بتزايد حدة الأزمة المالية الدولية.

بعد العودة إلى استقرار الاقتصاد الكلي في سنة 2000، كانت الأداءات الاقتصادية والمالية للجزائر بين 2001 و2008 مدعمة، كما تشهد على ذلك الأداءات القوية للنمو الاقتصادي خارج المحروقات، الذي تجره برامج الإنعاش ودعم النمو، كما كانت الأداءات المالية الكلية للجزائر من جانبها جد متميزة.

عرفت الجزائر تسع سنوات من التحسن في وضعيتها المالية الخارجية وتزايد تعزيزها، مثمنا على مكاسب استقرار الاقتصاد الكلي، إذا كان ميزان المدفوعات الجارية خلال الفترة من 2000 إلى 2008 فائضا، فإنه من الجدير الإشارة إلى أن احتياطات الصرف قد ارتفعت بقوة خلال السنوات الأربعة الأخيرة. على الخصوص، بلغت احتياطات الصرف الرسمية، خلال السنوات الثلاثة الماضية، مستوى يعادل تغطية ثلاث سنوات من واردات السلع والخدمات، وهو ما يعني مستوى أعلى من المستوى الأمثل.

بينت دراستان قام بهما بنك الجزائر في 2007 و 2008 لتحديد المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف الضرورية لمواجهة أثر الصدمة الخارجية المفاجئة المحتملة أن المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف قد تم بلوغه من طرف الجزائر ابتداء من سنة 2001، وبعد ثماني سنوات من تسيير اقتصاد كلي سليم في الجزائر، تميزت سنة 2008 بتحقيق أداءات مالية تاريخية كما تشهد على ذلك بشكل خاص الصلابة المميزة للوضع المالية الخارجية الصافية. تحققت الأداءات المالية لسنة 2008 في ظرف يتميز بأزمة مالية واقتصادية دولية خطيرة. إضافة إلى ذلك، شهد الثلاثي الرابع من سنة 2008 ركودا مترامنا على مستوى الاقتصاديات المتقدمة وامتداد الآثار السلبية لهذه الأزمة المالية إلى الدول الناشئة والدول النامية.

خلال سنة 2008، المتميزة بتزايد حدة الأزمة المالية، واصلت الجزائر أداءاتها الاقتصادية الجيدة. بغض النظر عن الركود في قطاع المحروقات، الذي سجل سنته الثالثة على التوالي من انخفاض القيمة المضافة، والنتائج السلبية للفلاحة، فقد نما إجمالي الناتج الداخلي بفضل حيوية قطاعات البناء والأشغال العمومية، والصناعة والخدمات، كان النمو خارج المحروقات، الذي يجره برنامج الاستثمارات العمومية، يفوق 6% للسنة الثانية على التوالي، بينما بقي التضخم تحت السيطرة ( 4,4% على أساس متوسط سنوي مقابل 3,5% في 2007)، وذلك بالرغم من ظرف التضخم المستورد المتصل بقفزة التضخم على المستوى العالمي.

وإذا كان ميزان المدفوعات الجارية قد تعرض لصدمة خارجية ذات صلة بانخفاض أسعار المحروقات، في الثلاثي الرابع من سنة 2008، فقد تميزت سنة 2008 أيضا بتوازن ميزان رأس المال. يتعلق الأمر بأداء معتبر جدا في هذا الظرف الحالي المتميز بأزمة مالية دولية خطيرة، حيث يعبر عدد متزايد من الدول الناشئة والدول النامية عن حاجات هامة للتمويلات الخارجية، ظهرت وتغذت بفعل وضعية الصدمة الخارجية المفاجئة (صدمة مفاجئة تأتت من التدهور الواضح في وضعية المصارف الدولية والأسواق المالية)، وعليه، دُكرت الجزائر بين عدد محدود من الدول الناشئة والدول النامية ذات الهشاشة الضعيفة، وهي وضعية مرساة على الصلابة المميزة وسلامة الوضعية المالية الخارجية الصافية على المدى المتوسط.

استطاعت الخزينة العمومية، في ظرف تميز بتحسن وضعية المالية العمومية، التي تظهر فائضا إجماليا نهائيا يساوي 8,2% من إجمالي الناتج الداخلي في 2008، أن تُراكم المزيد من الموارد على مستوى صندوق ضبط الإيرادات (صندوق ضبط): 4280,1 مليار دينار في نهاية 2008. بالنظر إلى أهمية موارد صندوق ضبط الإيرادات، ساهم الاستمرار في برنامج الاستثمارات العمومية، بمعنى الجهد المتواصل لاستثمار الدولة، في تحقيق الأداء الجيد للقطاعات خارج المحروقات، الذي يعتبر القاعدة التي يرسى عليها التنويع الضروري للاقتصاد الوطني، وقد ساهمت عناصر الإنقاذ هذه التي تعتبر عوامل داخلية ضمن فضاء التسيير السليم للاقتصاد الكلي (Buffers)، في ظل ظرف يتميز بتسيير حذر لاحتياطات الصرف الرسمية من طرف بنك الجزائر، في

الحد بشكل واسع من خطر العدوى المالية المصرفية على القطاع المصرفي الجزائري، لذا وقصد احتواء كل خطر للعدوى المالية المصرفية، قام مجلس النقد والقرض وبنك الجزائر، بشكل متناغم مع القرارات التي اتخذتها السلطات العمومية، في الثلاثي الرابع من سنة 2008، بتدابير إضافية، لاسيما في المجالات التالية:

- الزيادة الجوهرية في متطلبات رأس المال الأدنى للمصارف والمؤسسات المالية.
  - تدعيم أدوات التقارير المالية للمصارف والمؤسسات المالية من طرف بنك الجزائر، وهو ما يسمح بتحسين متزايد للإشراف على القطاع المصرفي؛
  - تدقيق اختبارات المقاومة بشكل مستمر من طرف بنك الجزائر؛
  - تكثيف متابعة تطور المخاطر المصرفية من طرف بنك الجزائر، لاسيما في مجال تركيز مخاطر ضالقرض، للتأكد من تنمية قروض سليمة للاقتصاد.
- يهدف هذا الأمر إلى تعزيز الاستقرار المالي للجزائر بشكل أكبر؛ حيث يبرز ضبط النظام المالي كأولوية على الصعيد العالمي، وسمحت السيولة الواسعة للمصارف بمواصلة التوسع في القرض للاقتصاد في 2008، لاسيما لتمويل الاستثمارات المنتجة. في مجموع القروض الموزعة من طرف المصارف والمؤسسات المالية، صافية من الديون المعاد شراؤها من طرف الخزينة، زادت حصة القروض متوسطة وطويلة الأجل، أي 55,6% في نهاية 2008 مقابل 54,3% في نهاية 2007، وتبقى القروض الممنوحة للمؤسسات الخاصة والأسر أكثر أهمية (54%) من تلك الموزعة للمؤسسات العمومية (46%). استفادت المشاريع الكبرى لاستثمار المؤسسات العمومية في قطاعات الطاقة والماء من التمويلات الممنوحة من طرف المصارف العمومية. من جانبها، نمت القروض الرهنية بنسبة 16,5% في 2008، منتقلة من 109 مليار دينار في نهاية 2007 إلى 127 مليار دينار في نهاية 2008.

وفي مجال الإشراف، وإضافة إلى عمليات الرقابة بعين المكان وعلى أساس المستندات التقليدية التي زادت كثافتها، قامت مهمات التفتيش التي يقودها بنك الجزائر بتقييم جهاز مكافحة تبييض الأموال وتمويل الإرهاب على مستوى خمسة مصارف ومؤسسات مالية، شكلت موضوعا لرقابة شاملة. إضافة إلى ذلك، تم إنجاز عملية رقابة اختبارية شاملة على مستوى بنك آخر. فضلا عن ذلك، فقد تم توسيع عمليات الرقابة البعدية على الصرف بشكل كبير في سنة 2008، مدعمة بالتالي عمليات الرقابة على أساس المستندات في هذا المجال والتي تعتبر عمليات عمليات رقابة دائمة<sup>1</sup>. وحافظ بنك الجزائر، أمام فائض السيولة في النظام المصرفي الذي أصبح هيكليا، على نفس المستوى من التدخل في السوق النقدية بواسطة استرجاع السيولة ذات فترات نضج لسبعة أيام وثلاثة أشهر، مقارنة مع السداسي الثاني من سنة 2007. وإذا كان هدف التضخم عند 3% في المدى المتوسط قد تم الاحتفاظ به

<sup>1</sup> <http://www.bank-of-algeria.dz/communicat.htm>

كهدف نهائي، فقد حدد مجلس النقد والقرض مجالا مستهدفا يتراوح بين 3% و4% بالنسبة لسنة 2008 وذلك بسبب وجود خطر ارتفاع التضخم المستورد.

لقد قام بنك الجزائر في سنة 2008 بإدارة السياسة النقدية أساسا بواسطة وسائل استرجاع السيولة وتسهيله الودائع المغلة للفائدة، مع تأكيد خاص على مجموع القاعدة النقدية كهدف عملياتي. سمح هذا الأمر بامتصاص فائض السيولة في السوق النقدية بشكل فعلي والتحكم في التضخم، مدعما بذلك الاستقرار النقدي بشكل أكبر، لاسيما وأن التوسع النقدي في 2008 (16%) قد تم احتواؤه بل كان دون الهدف الأقصى (27%) المحدد من طرف مجلس النقد والقرض. يمثل معدل النمو النقدي المسجل في سنة 2008 انخفاضا مقارنة مع الميل التصاعدي المسجل في سنوات 2005-2007. تجدر الإشارة إلى أن الاستقرار النقدي في الجزائر يمثل في نفس الوقت مكسبا وركن الاستقرار المالي المدعم.

**تطور النظام المصرفي في الجزائر وأدائه :** يتحسن مستوى صيرفة الاقتصاد الوطني تدريجيا سواء بالنظر إلى تكثيف شبكة وكالات المصارف العمومية والخاصة ( 1301 وكالة في نهاية 2008) أو عبر عدد الحسابات المفتوحة لفائدة الزبائن (1,7 حساب لكل فرد في سن العمل). وما ما فتئ مستوى الوساطة المصرفية يتحسن سواء من زاوية نسبة الودائع (خارج ودائع سوناطراك)/إجمالي الناتج الداخلي خارج المحروقات ( 64,7% في 2008 مقابل 62,6% في 2007) أو من زاوية نسبة توزيع القرض/إجمالي الناتج الداخلي خارج المحروقات ( 44,7% في 2008 مقابل 43,1% في 2007).

وعرف نشاط المصارف في جمع الموارد تطورا معتبرا في 2008، على الرغم من أنه تم بدرجة أخف من تلك المسجلة في سنة 2007. بالفعل، زادت الودائع الملتقطة (ودائع تحت الطلب، ودائع لأجل والودائع السابقة للاستيراد) بنسبة 14,3% في 2008 مقابل 28,5% في 2007. توجد حصة المصارف الخاصة في سوق الموارد في حالة ارتفاع طفيف منتقلة من 6,9% في نهاية 2007 إلى 7,8% في نهاية 2008، ويبين تطور هيكل وسائل عمل المصارف خلال السنوات الثلاثة الماضية الأهمية النسبية والمتزايدة للودائع تحت الطلب، مقارنة مع المجموع الكلي للودائع، حيث بلغت 57% في سنة 2008 مقابل 56,7% في 2007 و49,8% فقط في نهاية 2006. يفسر هذا التطور بواسطة الميل التصاعدي للودائع تحت الطلب للمؤسسة الوطنية سوناطراك.

وعندما نأخذ بعين الاعتبار ودائع سوناطراك التي نمت بشكل كبير في السنوات الأخيرة ( 729,9 مليار دينار في نهاية 2006، و 1261,9 مليار دينار في نهاية 2007 و 1301,6 مليار دينار في نهاية 2008)، مرسخة قدرة ادخاراتها المالية، نجد أن حصة الودائع الملتقطة لدى القطاع العمومي (51,7% من قائم الودائع في نهاية 2008) قد تجاوزت حصة الودائع الملتقطة لدى المؤسسات الخاصة والأسر. على العكس، كانت حصة الودائع الملتقطة لدى المؤسسات الخاصة والأسر أكثر أهمية في 2006 وبشكل خاص في 2005 (57,7%) باعتبارها مرساة على

وسائل عمل متزايدة وموارد مستقرة، يعرف توزيع القروض تطورا معتبرا، حيث تنمو القروض للاقتصاد بنسبة 18,6% في 2008 مقابل 15,7% في 2007، ارتفعت القروض الموزعة من طرف المصارف الخاصة بوتيرة أعلى بشكل طفيف في سنة 2008 (12,5%) مقارنة مع ما تم تسجيله في سنة 2007 (11,5%)، تلعب المصارف العمومية، التي تضمن تمويل المؤسسات العمومية والتي تتدخل بنشاط أيضا في توزيع القروض إلى القطاع الخاص (77% في نهاية 2008 مقابل 79,4% في نهاية 2007)، دورا محددًا في الانتعاش المستمر للقروض للاقتصاد.

وتبقى القروض الموزعة للمؤسسات الخاصة والأسر مهيمنة بنسبة 54% من مجموع القروض المصرفية في نهاية 2008 مقابل 55,1% في نهاية 2007 و 55,4% في نهاية 2006. مع تسارع إنجاز وحدات تحلية ماء البحر والمركز الحراري في حجوط (مالية المشروع) فضلا عن الاستثمارات الهامة لشركة سونالغاز الممولة عن طريق القروض، نجد أن الزيادة في القروض للقطاع العمومي تعتبر أعلى (21,5% في 2008 مقابل 16,6% في 2007) من الزيادة في القروض للقطاع الخاص (16,3% في 2008 مقابل 15% في 2007)، وحسب فترة النضج، سجلت القروض للاقتصاد تطورا مواتيا متصلا بتمويل الاستثمارات في قطاعات الطاقة والماء. بالفعل، تعتبر حصة القروض متوسطة وطويلة الأجل، منذ 2006، أعلى من حصة القروض قصيرة الأجل (54,5% في نهاية 2008 مقابل 53,4% في نهاية 2007 و 51,9% في نهاية 2006). ساهمت الزيادة في القروض الرهنية والقروض الممنوحة للأسر لتمويل سلع معمرة أخرى في هذا الاتجاه التصاعدي. فقد انتقلت القروض الرهنية، من جانبها، من 109 مليار دينار في نهاية 2007 إلى 127 مليار دينار في نهاية 2008، أي بزيادة تساوي 16,5%<sup>1</sup>.

ويعتبر نمو القروض متوسطة وطويلة الأجل، خصوصا بعنوان القروض للاستثمار، متناغما مع الطابع المواتي لشروط التمويل المصرفي للاقتصاد الوطني. تأتي هذه التمويلات المتزايدة مكملة تدفق التمويل القوي المتأتي من الحقل الميزاني بعنوان التسديدات المحققة في إطار ميزانية تجهيز الدولة (1973,3 مليار دينار في 2008). على الرغم من حجم التسديدات في إطار الحقل الميزاني، أصبحت الخزينة العمومية منذ 2004 دائنا صافيا تجاه مجمل النظام المصرفي، كما يشهد على ذلك تقليص مديونيتها تجاه المصارف في ظل تراكم موارد هامة في صندوق ضبط الإيرادات.

إجمالا، تتجاوز الموارد الملتقطة من طرف المصارف، منذ 2001، قروضها الداخلية (حقوق على الدولة وقروض للاقتصاد)، وهو الأمر الذي يشهد على الطابع الهيكلية لفائض السيولة في السوق النقدية. على الخصوص، يتواجد فائض الموارد، بالنسبة للسنوات الثلاثة الأخيرة، في المصارف العمومية والمصارف الخاصة

<sup>1</sup> <http://www.bank-of-algeria.dz/communicat.htm>

على حد سواء. كان هذا الطرف الخاص بفائض الموارد، الذي يركز أساسا على التوسع في ودائع المؤسسة الوطنية سوناطراك، قد تمت تغذيته أيضا عن طريق نمو ودائع المؤسسات الخاصة والأسر التي لها علاقة مع التوسع القوي في نفقات الميزانية، لاسيما نفقات التجهيز والتحويلات الجارية؛ حيث تساهم هذه الأخيرة في ارتفاع مداخيل الأسر<sup>1</sup>.

من جهة أخرى، لا يزال تفضيل الأسر للأرصدة النقدية يميز سلوكيات الطلب النقدي في الجزائر، حيث تساوي نسبة النقد الائتماني/الكتلة النقدية 22,14% في نهاية 2008، في الوقت الذي أصبح فيه تحديث أنظمة الدفع (نظام التسويات الإجمالية الفورية للمبالغ الكبيرة والمدفوعات المستعجلة ونظام المقاصة الالكترونية) فعليا منذ السداسي الأول من سنة 2006، بالفعل، بدأت نتائج برنامج تحديث البنى التحتية المالية تصبح فعلية في مجال التنمية المالية. توجد العمليات المعالجة من طرف نظام RTGS، بالقيمة، في حالة نمو قوي (93,7%) في 2008، في الوقت الذي يعالج فيه نظام المقاصة الالكترونية عددا متزايدا من العمليات (9,32 مليون عملية في 2008 مقابل 6,93 مليون عملية في 2007).

بعد عمليات سحب الاعتماد وتصفية المصارف والمؤسسات المالية الخاصة، التي كانت تواجه صعوبات بل وتوجد في حالة توقف عن الدفع، بين 2003 و2006، بقيت وضعية المصارف والمؤسسات المالية التي تعمل في الجزائر مستقرة وذلك دون تدخل بنك الجزائر بصفته المقرض الأخير، في غياب الخطر المؤسسي. بل وأكثر من ذلك فقد تحسنت وضعية المصارف بشكل كبير بالنظر إلى مؤشرات الصلابة المالية. فقد تدعمت نسبة الملاءة الإجمالية للمصارف، خاصة بالنسبة للمصارف الخاصة، بفضل زيادة رأس المال الأدنى النظامي الذي دخل حيز التنفيذ في بداية 2006، على سبيل المثال، يقع هذا المؤشر عند 16,54% في نهاية 2008 مقابل 12,85% في نهاية 2007 بالرغم من النسبة الضعيفة الخاصة ببنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) التي لا تستجيب إلى التنظيم الاحترافي وكذلك الوضعية الخاصة للصندوق الوطني للتعاون الفلاحي (CNMA) الذي يوجد تحت إدارة مؤقتة، وفي 2008، ترتفع مؤشرات المردودية، خارج بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) والصندوق الوطني للتعاون الفلاحي (CNMA) اللذان يوجدان في طور التطهير، بشكل مواتي. تعتبر مردودية الأموال الخاصة، بالنسبة للبنوك العمومية كما بالنسبة للبنوك الخاصة، مرتفعة بما فيه الكفاية (25,15% عموما) وتبقى متقاربة بالنسبة لفنتي المصارف، أي 25,01% بالنسبة للمصارف العمومية و 25,60% بالنسبة للمصارف الخاصة. يعتبر عائد الأصول (1,19%)، الذي يوجد في تحسن طفيف بالنسبة لمجمل المصارف، أكثر أهمية في المصارف الخاصة (3,27%) منه في المصارف العمومية (0,99%)، ويشير هذا الفارق إلى التسيير الأفضل لمخاطر القروض من طرف المصارف الخاصة التي لها حصة أقل أهمية من الديون غير الناجعة التي يتطلب

<sup>1</sup> <http://www.bank-of-algeria.dz/communicat.htm>



تكوين مؤونة لها. ويعتبر المستوى العالي لعمليات المصارف العمومية مع البنك المركزي بمعدلات الاسترجاع، في ظل ظرف يتميز بفائض هيكلية في السيولة، عاملا مفسرا آخر.

يتعين الإشارة إلى أن نسبة هامش الفائدة/إجمالي الناتج تعتبر أكثر أهمية في المصارف العمومية منها في المصارف الخاصة، 70,59% و 48,81% على التوالي، وتشير هذه النسبة، التي تقيس حصة صافي ناتج الفائدة من إجمالي الناتج، إلى أن النواتج خارج الفائدة (عمولات، نواتج القرض بالإيجار،...) تعتبر أكثر أهمية في المصارف الخاصة. بالمقابل، تعتبر الأعباء خارج الفائدة في إجمالي الناتج أكثر ارتفاعا في المصارف الخاصة منها في المصارف العمومية ( 48,53% و 32,83% على التوالي)، وهو ما يشير إلى أن المصارف العمومية تتحكم بشكل أفضل في أعبائها، على الخصوص، تمثل الأعباء العامة للمصارف الخاصة 36,78% من هامشها المصرفي مقابل 26,50% في المصارف العمومية، كما تحسنت أيضا نسب سيولة المصارف. انتقلت نسبة الأصول السائلة/مجموع الأصول من 46,05% في 2007 إلى 49,11% في 2008، بينما تقع نسبة الأصول السائلة/الخصوم قصيرة الأجل عند 100,23% مقابل 98,90% في 2007. تجدر الإشارة إلى أن مستويات هاتين النسبتين المحققتين من طرف المصارف العمومية تعتبر أكثر أهمية من تلك الخاصة بالمصارف الخاصة، وهو ما يؤكد وضعية السيولة الكبرى للمصارف العمومية.

على العموم، وبالرغم من استمرار بعض المصاعب التي تواجه المصارف العمومية في مجال أنظمة المعلومات وتسيير مخاطر القروض، لاسيما المخاطر المتصلة بتركيز المخاطر على المجموعات الخاصة، يبقى النظام المصرفي في الجزائر مستقرا، في الظرف الحالي المتميز بالأزمة المالية الدولية الخطيرة. بالفعل، لم تنعكس الأزمة المالية الدولية بشكل مباشر على القطاع المصرفي الجزائري الذي لا يعتبر مندمجا بقوة على المستوى الدولي. إضافة إلى ذلك، يوجد للمصارف العاملة في الجزائر التزامات جد ضعيفة تجاه الخارج، حيث تمثل وضعياتها المفتوحة أقل من 0,5% من المجموع الكلي لميزانياتها، ويعتبر تقليص المديونية الخارجية للجزائر قبل مجيء الأزمة المالية عنصر مقاومة بالنسبة للمصارف أمام الصدمات الخارجية المتمثلة في الصدمة الفجائية (sudden stop) حيث أن الاشداد الخاص بشروط التمويل الخارجي بالنسبة للدول الناشئة يبرز عمليا.

• فيما يخص تدعيم الاستقرار المالي في الجزائر: قصد تجاوز أسباب الأزمة المالية الراهنة، أعلنت الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي عن خطط للإصلاح التي من شأنها أن تستجيب بشكل أفضل إلى المحافظة على استقرار أنظمتها المالية، في هذه العملية الخاصة بتمتين إطار الاستقرار المالي، يوجد دور البنوك المركزية بشكل قوي في المقدمة عبر مقاربة "احترافية كلية"، في الولايات المتحدة، يتعلق الأمر بمخطط من ثلاث جوانب: حماية المستهلكين والمستثمرين، تدعيم وسائل الدولة للتحكم في المخاطر المؤسسية وتأطير المعاملات في البورصة من طرف وكالات الرقابة. يتضمن المخطط الجديد إنشاء "مجلس للرقابة على الخدمات المالية"، ترأسه كتابة الخزانة،



قصد تنسيق خطوات مختلف القائمين بالضبط. يتم دعم دور الاحتياطي الفيدرالي الذي سوف يقوم بشكل خاص بالرقابة على المخاطر المؤسسية. سوف يقوم بالرقابة على المؤسسات المالية الأكثر أهمية (المصارف، صناديق الاستثمار، شركات التأمين)، بمعنى تلك المؤسسات التي يؤدي إفلاسها إلى اندلاع المخاطر المؤسسية والمس بكل النظام المالي الأمريكي، بالتوازي مع ذلك، سوف يتم رفع كل معايير رأس المال والسيولة الخاصة بكل المؤسسات المالية وسوف تحدد قواعد أكثر تقييدا تحكم المؤسسات الكبرى بينها، وسوف تنشأ وكالة لحماية المستهلكين والمستثمرين، حيث يمكنها على الخصوص معاينة التوزيع المفرط وغير المحسوب للقرض. بالمقابل، يعتبر من المطلوب زيادة شفافية وكالات التنقيط، وبالنسبة للاتحاد الأوروبي، من المزمع تأسيس جهازين للحد من التفتت الحاد في الإشراف، يتعلق الأمر قبل كل شيء بتأسيس "مجلس للمخاطر المؤسسية" يسهر على احترام القواعد من طرف المصارف. سوف يتشكل هذا المجلس من محافظي البنوك المركزية في الاتحاد. في حالة وجود تهديد على الاستقرار المالي يمكن للمجلس بعث إشارات إنذار وصياغة توصيات، كما يوجد من بين الاقتراحات أيضا بناء نظام أوروبي للمشرفين الماليين، من الآن وإلى غاية 2010، يتكون من ثلاث سلطات أوروبية تكلف بالرقابة على نشاط القطاعات المصرفية، والتأمينية والبورصية، بالتنسيق مع السلطات الوطنية، سوف يكون لهذه الهيئات، التي توجد فعلا حاليا، دورا معززا. يمكنها أن تقوم بلعب دور الحكم في حالة وجود خلافات بين مشرفين وطنيين فضلا عن تبني توصيات تجاه السلطات الوطنية التي تخرق التشريع الأوروبي أثناء عملها.

في حالة الجزائر، يعطي الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 لبنك الجزائر صلاحيات واسعة في مجال الاستقرار المالي، ويعطي هذا الأمر لبنك الجزائر مهمة الرقابة على حسن سير وأمن أنظمة الدفع، إن نظامي الدفع (نظام التسويات الإجمالية الفورية للمبالغ الكبيرة والمدفوعات المستعجلة ونظام المقاصة الالكترونية) الحديثين اللذين دخلا في الإنتاج في عام 2006، أي قبل الأزمة المالية الدولية، يضمنان تركا كليا لآثار عمليات الدفع. ويعتبر ذلك واحدا من أهم عناصر بناء الاستقرار المالي، إضافة إلى ذلك، سمح عملهما الكامل منذ ثلاث سنوات للمصارف بتحسين الخدمات المصرفية الأساسية لفائدة الزبائن، من بينها خدمات الدفع التي تعتبر أكيدة وموثوقة وأمنة.

إن فائض السيولة الذي لا يزال يميز النظام المصرفي في الجزائر منذ 2002 جعل دور المقرض الأخير من طرف بنك الجزائر غير مستعمل؛ حيث يتدخل بنك الجزائر في السوق النقدية لامتناع فائض السيولة فعليا. تتعارض مثل هذه الوضعية مع أزمة السيولة التي تميز المراحل الأولى للأزمة المالية الدولية والتي تطلبت تدخلات سريعة وحاسمة للعديد من البنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم. فقد دفعت هذه الأخيرة إلى تحويل عميق في أطر سياستها النقدية، مع بروز هدف الاستقرار المالي، أصبح بنك الجزائر، الذي سيواصل تسيير فائض السيولة في 2009، يتوافر على إطار للسياسة يتطابق مع المعايير الدولية في مجال وسائل السياسة النقدية، كما يشهد على ذلك النظام رقم 09-02 المؤرخ في 26 ماي 2009 المتعلق بعمليات السياسة النقدية ووسائلها

وإجراءاتها. ومن الواضح أن هذا الإطار العملي الجديد للسياسة النقدية سوف يساهم في متابعة هدف الاستقرار المالي في الجزائر بشكل أكثر حسما، معتمدا على المكاسب المحققة في مجال الاستقرار النقدي والقدرة على المقاومة من طرف القطاع المصرفي<sup>1</sup>.

إن النظام المحدد للقواعد العامة في مجال شروط المصارف المطبقة على عمليات المصارف، الذي تمت مراجعته وإتمامه، والذي تم إصداره من طرف مجلس النقد والقرض في 26 ماي 2009، يندرج في سياق هدف تدعيم إطار الاستقرار المالي في الجزائر. يشير هذا النظام على الخصوص إلى أنه يمكن أن تعرض منتجات مصرفية جديدة لصالح الزبائن بشرط أن يكون ذلك موضوع ترخيص مسبق يمنحه بنك الجزائر، في إطار الأهمية المولاة من جانبه لتقييم أفضل للمخاطر المرتبطة بالمنتجات الجديدة وضمان الانسجام بين الوسائل. كما يحدد أيضا معدل فائدة مفرط، قصد حماية الزبائن، كما تجدر الإشارة إلى أن بنك الجزائر قام بتطوير وسائل الرقابة الاحترافية الشاملة في شكل متابعة للمصارف بواسطة مؤشرات صلابة النظام المصرفي، ويتعلق الأمر بالمؤشرات الموجزة الإحدى عشر (11) التي تمس مستوى الأموال الخاصة (نسبة الملاءة)، وطبيعة القروض الموزعة، وتصنيفها، ومستوى المؤونات المشكلة لها. كما تم إدماج نسبة السيولة أيضا (نسبة شاملة) فضلا عن مجموع مؤشرات مردودية المصارف العمومية والخاصة.

قام بنك الجزائر مؤخرا بإنشاء لجننتين، الأولى هي لجنة الاستقرار المالي والثانية هي لجنة الإدارة المكلفة بمتابعة إعداد الإطار التنظيمي المتعلق بالنظام المحاسبي المالي في المصارف والمؤسسات المالية، وإذا كان بنك الجزائر قد قام في الثلاثي الرابع من سنة 2008 بتحديث وتعزيز نظام التقارير المالية للوضعيات الشهرية للمصارف والمؤسسات المالية، فقد قام مجلس النقد والقرض بإصدار (جويلية 2009) نظام جديد يتضمن مخطط الحسابات المصرفية والقواعد المحاسبية.

وفي إطار تدعيم الاستقرار المالي، سوف تُطوّر وظيفة الإشراف العام على النظام المصرفي بشكل أكبر في 2009، في نفس الوقت الذي تعرف فيه ممارسة اختبارات المقاومة عمليات تحسين، وسوف يقوم بنك الجزائر بتطوير قدراته بشكل أكبر في مجال الرقابة بعين المكان، والرقابة الدائمة فضلا عن الاكتشاف المبكر لمواطن الضعف والهشاشة في المصارف والمؤسسات المالية، وإذا كان على المصارف والمؤسسات المالية أن تتطابق، قبل نهاية سنة 2009، مع المتطلبات الجديدة في مجال رأس المال الأدنى الذي حدده مجلس النقد والقرض في ديسمبر 2008، فإنه ينتظر منها أيضا تقدما في مجال تسيير خطر السيولة، آخذين بالاعتبار الظرف الجديد لتقلص السيولة المصرفية.

<sup>1</sup> <http://www.bank-of-algeria.dz/communicat.htm>

يجب أن يترافق كل من رفع رأس مال المصارف وتحسين تسيير خطر السيولة بخطوات مستمرة في مجال تحسين تقييم مخاطر القروض وتسييرها والتحكم فيها، لأن الاستمرار في مساهمة المصارف الفعلية في تحسين تخصيص الموارد المالية في الاقتصاد الوطني يعد أمراً مطلوباً.

• **آخر التطورات المالية والنقدية:** إن انتشار آثار الركود في الاقتصاديات المتقدمة إلى الدول الناشئة والدول النامية قد تأكد في السداسي الأول من سنة 2009، دافعا بذلك بعض الدول الناشئة، لاسيما في آسيا، إلى وضع خطط للإنعاش تقوم على الطلب الداخلي. كذلك، ظهرت إشارات تدل على انتعاش الإنتاج الصناعي في العديد من الاقتصاديات الناشئة، لاسيما في الصين أين تزايد الإنتاج بشكل قوي. كما سجلت الهند ودول جنوب شرق آسيا انتعاشا في النمو في الثلاثي الثاني من سنة 2009، وقد أدى الطلب القوي في آسيا إلى تحفيز الانتعاش في الدول المصدرة للمواد الأولية في أمريكا اللاتينية والشرق الأوسط.

- **فيما يخص قدرة المقاومة للوضع المالية الخارجية :** حتى وإن كانت الجزائر لم تتعرض إلى الصدمة الخارجية المسماة "الصدمة الفجائية" (Sudden stop)، فقد تأثر الاقتصاد الوطني بنوع آخر من الصدمة الخارجية ترتبط بالركود المتزامن على مستوى الدول المصدرة والأزمة الاقتصادية العالمية الخطيرة لهذه السنة. بعد سقوط أسعار المحروقات وانخفاض إيرادات الصادرات في الثلاثي الرابع من السنة السابقة، فإن قناة انتقال آثار الأزمة الاقتصادية العالمية إلى الاقتصاد الجزائري كانت متمثلة في سنة 2009، أساسا، بمستوى أسعار المحروقات وانخفاض الطلب في هذا المجال، وتبين معطيات ميزان المدفوعات أن صادرات المحروقات قد قدرت عند 19,96 مليار دولار في السداسي الأول 2009، أي تقلص قوي مقارنة مع الأداءات السداسية لسنوات 2008، 41,70 و 35,49 مليار دولار، في السداسي الأول والثاني على التوالي، و 2007 (26,94 و 32,67 مليار دولار، في السداسي الأول والثاني على التوالي).

وإذا كان سعر البترول قد سجل اتجاها تصاعديا بين جانفي وجوان 2009 بواقع 57,94% بعد السقوط المسجل في الثلاثي الرابع من السنة الماضية (56,59 دولار/برميل مقابل 115,91 دولار/برميل في الثلاثي الثالث، على أساس متوسط) يتميز السداسي الأول من السنة الجارية بانخفاض جوهري في الأحجام المصدرة (- 13,48%)، مقارنة مع نفس الفترة من السنة الماضية، والذي يغذي أثر الصدمة الخارجية. بالقيمة، يساوي تقلص صادرات المحروقات 52,66%. أما سعر البترول الخام، من جانبه، الذي بلغ مستوى أدنى عند 41,21 دولار/برميل في المتوسط في ديسمبر 2008، فقد ارتفع في السداسي الأول 2009، ليبلغ 48,06 دولار/برميل في مارس و 68,2 دولار/برميل في جوان. على أساس متوسط ثلاثي، فقد انتقل من 45,35 دولار/برميل في الثلاثي الأول من سنة 2009 إلى 59,05 دولار/برميل في الثلاثي الثاني من السنة الجارية، علما أن الحسابات الخارجية الجارية قد تأثرت بشكل كبير بالتقلب في أسعار البترول والتقلص في الكميات المصدرة، التي تعتبر المتغير الأدوي

(Instrumental) الجديد، يعتبر التراجع في الصادرات خارج المحروقات في السداسي الأول من سنة 2009 جوهرياً؛ حيث لم يعد مبلغها ( 0,37 مليار دولار) يمثل سوى 45,1% من الأداء المسجل في السداسي الثاني 2008 (0,82 مليار دولار). وهو ما يضع سنة 2009 في مستوى أداء يقل كثيراً عن مستوى الأداء المسجل في السنة الماضية ( 1,4 مليار دولار) في مجال مساهمة الصادرات خارج المحروقات في قابلية استمرار ميزان المدفوعات الجارية، في هذا الظرف الحالي المتميز بالصدمة الخارجية.

وحسب معطيات ميزان المدفوعات، استقرت واردات السلع في السداسي الأول من سنة 2009، عند 9,6 مليار دولار على أساس وتيرة ثلاثية. يعتبر هذا المستوى الثلاثي من الواردات متناغماً مع مبلغ الواردات في الثلاثي الرابع من سنة 2008 (9,5 مليار دولار)، ولكنه يوجد في حالة تراجع طفيف مقارنة مع مستواها ( 10,2 مليار دولار) المسجلة في الثلاثي الثالث والثلاثي الرابع من سنة 2008. يترافق الاستقرار النسبي في مستوى واردات السلع في السداسي الأول من سنة 2009 (19,19 مليار دولار مقابل 19,70 مليار دولار في السداسي الثاني من سنة 2008) مع توسع قوي في بند سلع التجهيز الصناعية ( 34,07%)، والذي يعتبر متناغماً مع ارتفاع وتيرة إنجاز برنامج الاستثمارات العمومية للدولة وكذلك استثمارات قطاع المحروقات. بالمقابل، سجلت الواردات بعنوان بند التغذية تقلصاً جوهرياً (-21%) مقارنة مع المستوى المسجل في السداسي الأول من سنة 2008 حيث كان الارتفاع الشديد في واردات المنتجات الغذائية يعود في جزء كبير منه إلى القفزة المسجلة في أسعار هذه المنتجات في الأسواق الدولية، يبقى مستوى الخدمات المستوردة مرتفعاً في السداسي الأول من سنة 2009 (5 مليار دولار)، وهي تقريبا نفس الوتيرة السداسية المسجلة في سنة 2008 (5 و 6 مليار دولار). يفسر هذا المستوى المرتفع أساساً بواسطة "خدمات البناء والأشغال العمومية" ( 1,4 مليار دولار) و"الخدمات الفنية للمؤسسات" (1,46 مليار دولار). بالفعل، تمثل واردات الخدمات بعنوان البنى التحتية العمومية، بمعنى في إطار إنجاز ميزانية تجهيز الدولة، وبواسطة مؤسسات قطاع المحروقات، الجزء الأهم من الخدمات المستوردة، نتيجة لذلك، استقر عجز ميزان الخدمات، الذي تعمق في 2007 و 2008، في السداسي الأول من سنة 2009 على أساس وتيرة سداسية، لكن مستواه يبدو مرتفعاً أمام التقلص الشديد في إيرادات صادرات المحروقات وخارج المحروقات.

إضافة إلى ذلك، وبعد تآكل فائض الحساب الجاري الخارجي في الثلاثي الرابع من سنة 2008 (2,13 مليار دولار) مقارنة مع الفائض المسجل في الثلاثيات الثلاثة الأولى من سنة 2008 (10,50 مليار دولار، 10,42 مليار دولار و 11,40 مليار دولار، على التوالي)، يعرف السداسي الأول من سنة 2009 عجزاً في الحساب الجاري الخارجي بمبلغ 1,62 مليار دولار. ويتعلق الأمر هنا بظاهرة اقتصادية جديدة، نقص في الادخار مقارنة مع الاستثمارات، التي تتعارض مع الأداءات المسجلة في السنوات التسعة الأخيرة حيث وصل فائض الحساب الجاري الخارجي إلى الذروة في 2008 (34,45 مليار دولار). وهو ما يؤكد الأثر السلبي للصدمة الخارجية،

المرتبطة بالأزمة الاقتصادية العالمية الخطيرة، على ميزان المدفوعات الجارية في السداسي الأول من سنة 2009، في ظرف يتميز بتبعية هيكلية للاقتصاد الوطني إلى صادرات المحروقات.

أمام هذا العجز في الحساب الجاري الخارجي، الذي يجسد عجزا في الموارد، يتميز السداسي الأول من سنة 2009 بتوازن في حساب رأس المال والعمليات المالية. وهو السداسي الثاني على التوالي الذي لا يكون فيه حساب رأس المال والعمليات المالية سلبيا، حتى وإن كان مستوى الاستثمارات المباشرة الأجنبية الصافية في السداسي الأول من سنة 2009 (0,70 مليار دولار) يوجد في تراجع مقارنة بالأداءات السداسية للسنة الماضية. إضافة إلى ذلك، يتميز السداسي الأول من سنة 2009 بالغياب شبه الكلي للتعينات بعنوان الدين الخارجي، وهو ما يزيد في عضد مكاسب استراتيجية تقليص المديونية الخارجية المتبعة بين 2004 و2006.

تمثل هذه الظاهرة الجديدة المتمثلة في فائض حساب رأس المال والعمليات المالية أداء استثنائيا يسمح للجزائر بمواجهة "الصدمة الخارجية" ذات الحجم الكبير المرتبطة بوضعية التقلص القوي جدا في التمويلات الخارجية بالنسبة للدول الناشئة والدول النامية واشتداد شروطها ("الصدمة الفجائية").

على الرغم من أثر الصدمة الخارجية على ميزان المدفوعات الإجمالي الذي سجل عجزا يساوي 1,64 مليار دولار في السداسي الأول من سنة 2009، تبقى الوضعية المالية الخارجية للجزائر متينة. على الخصوص، يوجد قائم احتياطات الصرف الرسمية في نهاية جوان 2009 (144,32 مليار دولار) في ارتفاع طفيف مقارنة مع نهاية ديسمبر 2008 (143,1 مليار دولار)؛ حيث ساهم أثر إعادة التقييم بشكل إيجابي في ذلك. كذلك، تجدر الإشارة إلى أن سياسة توظيفات احتياطات الصرف المتبعة من طرف بنك الجزائر تساهم في التخفيف من أثر الصدمة الخارجية على وضعية احتياطات الصرف الرسمية للجزائر، في ظل الظرف الحالي المتميز بالتقلص القوي في إيرادات الصادرات أمام تحويلات بعنوان واردات السلع والخدمات لا تزال مرتفعة.

من زاوية الوضعية المالية الخارجية الصافية للجزائر، يعتبر من المفيد الإشارة إلى أن قائم الدين الخارجي متوسط وطويل الأجل قد تراجع إلى 3,9 مليار دولار في نهاية جوان 2009 مقابل 4,3 مليار دولار في نهاية 2008، وذلك في ظرف من الارتفاع الطفيف في احتياطات الصرف الرسمية. يشكل كل من المستوى المعتمد لاحتياطات الصرف الرسمية للجزائر والمستوى الأدنى للمديونية الخارجية وسائل هامة لحماية الاقتصاد الوطني أمام الأزمة الاقتصادية العالمية الخطيرة، ففي إطار ظرف يتميز بانكماش الأسعار على مستوى الشركاء الرئيسيين للجزائر، نجد أن بنك الجزائر يواصل تنفيذ سياسة تثبيت معدل الصرف الفعلي، وهو ما يتطلب متابعة جد خاصة للتطور قصير المدى في الأسعار النسبية، بالنظر إلى تقلبات أسعار الصرف في الدول الشريكة وتقلبات الأسعار. إضافة إلى ذلك، تمثل وضعية أسعار البترول صدمة من زاوية أساسيات الاقتصاد الوطني مع وجود أثر على معدل الصرف الفعلي الحقيقي التوازني.

- **الادخار الميزاني وعمليات الخزينة:** انتقلت إيرادات الميزانية (خارج الهبات) من 2483,3 مليار دينار في السداسي الأول 2008 إلى 1962,6 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2009، مسجلة بذلك انخفاضا بنسبة 21%، يعود هذا الانخفاض إلى انخفاض إيرادات الجباية البترولية (- 35,4%) في ظرف تميز بارتفاع الجباية العادية (28,1%). يرتبط الانخفاض القوي في مساهمة إيرادات المحروقات، أساسا، بتطور أسعار المحروقات المصدرة طوال السداسي الأول من سنة 2009. بالفعل، يقع السعر المتوسط عند 51,89 دولار/برميل في السداسي الأول من سنة 2009 مقابل 111,56 دولار/برميل في السداسي الأول من سنة 2008. نتيجة لذلك، لم تبلغ الإيرادات البترولية، في السداسي الأول من سنة 2009، سوى 63,1% من مجموع الإيرادات الميزانية مقابل 77,2% في السداسي الأول من سنة 2008، وبالفعل، فقد انتقلت إيرادات المحروقات من 1918,3 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2008 إلى 1238,7 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2009، بانخفاض قوي (-21%) بينما انتقلت إيرادات الجباية خارج المحروقات من 565 مليار دينار إلى 723,9 مليار دينار على التوالي، وهو ما يعادل ارتفاعا قويا (28,1%) بمبلغ يساوي 1238,7 مليار دينار تم تحقيقه في السداسي الأول من سنة 2009، توجد الجباية البترولية في هذا السداسي دون الهدف المحدد بالميزانية على أساس السعر المرجعي 37 دولار للبرميل (1927 مليار دينار) للسنة الجارية، في الوقت الذي سجل فيه السداسي الأول من سنة 2008 إيرادات بمبلغ 1918,3 مليار دينار، بمعنى مستوى أعلى من الهدف الخاص بالجباية البترولية المحدد بالميزانية على أساس نفس السعر المرجعي مثل السنة الجارية.

وفي السداسي الأول من سنة 2009، بلغت الإيرادات خارج المحروقات مبلغا إجماليا يساوي 723,1 مليار دينار، وهو ما يعادل زيادة بنسبة 28,1% مقارنة مع مستواها في السداسي الأول من سنة 2008، تمثل الإيرادات الضريبية، من جانبها، 88,3% من المجموع الكلي للإيرادات خارج المحروقات مقابل 86,8% في السداسي الأول من سنة 2008. سُجلت أقوى الارتفاعات على مستوى "ضرائب على المداخل والأرباح" (60,1%)، متبوعة ببند "ضرائب على السلع والخدمات" (13,4%) وبند "الحقوق الجمركية" (11,1%).

بحصة شبه مستقرة من مجموع الإيرادات خارج المحروقات (13,2% في السداسي الأول من سنة 2009 و11,7% في السداسي الأول من سنة 2008)، سجلت الإيرادات غير الضريبية زيادة بنسبة 13,9% في السداسي الأول من سنة 2009 مقارنة مع السداسي الأول من سنة 2008. تبقى هذه الزيادة أقل من الزيادة في الإيرادات الضريبية (30,3%). بالفعل، بلغت الإيرادات غير الضريبية 84,6 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2009 مقابل 74,3 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2008، بفعل تسديد إتاة بنك الجزائر ورغم انخفاض النواتج المتنوعة ونواتج أملاك الدولة، وارتفعت نفقات الميزانية الكلية في السداسي الأول (9,5%) لتبلغ 2160,9 مليار دينار مقابل 1974,3 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2008، ارتفعت النفقات الجارية بنسبة 13,7% وزادت نفقات الميزانية الخاصة بالتجهيز، من جانبها، بوتيرة أقل ارتفاعا (4,7%).



تواصل الجهد الميزاني الموجه لدعم إنعاش النشاط الاقتصادي، بواسطة مختلف البرامج، خلال السداسي الأول من سنة 2009 كما يشهد على ذلك نمو نفقات الاستثمار ( 4,7%)، كان الرصيد الإجمالي للخرينة في السداسي الأول من سنة 2009 سلبيا بمبلغ 228,7 مليار دينار. وقد ترافق هذا الانخفاض في قدرة الخزينة على التمويل مع استقرار في موارد صندوق ضبط الإيرادات ( 4280,1 مليار دينار في نهاية 2008 ونهاية جوان 2009)، خلال السداسي الأول من سنة 2009، جلبت الخزينة العمومية موارد غير مصرفية، تسمح لها بتمويل عجزها وحتى رفع ودائعها في الحساب الجاري لدى بنك الجزائر، مساهمة بذلك في تطوير الادخار المؤسسي.

- **التقلص النقدي وتضخم الأسعار:** إذا كانت الأشهر الستة الأولى من سنة 2009 تتميز بالمقاومة الجيدة النسبية لوضعية احتياطات الصرف الرسمية، رغم عجز رصيد ميزان المدفوعات الإجمالي، يبقى وأن السيولة المصرفية قد سجلت تقلصا هاما (- 10,4%) في ظرف يتميز باستقرار الموجودات الخارجية الصافية. وعليه، فإن الموجودات الخارجية الصافية لم تعد تغذي على الإطلاق عملية الإنشاء النقدي في 2009، بينما كان هذا المجموع يمثل المصدر الرئيسي للنمو النقدي، بشكل مستمر، منذ سنة 2000. إضافة إلى ذلك، أضحت الموجودات الخارجية الصافية تتجاوز، منذ نهاية 2005، السيولات النقدية وشبه النقدية في الاقتصاد الوطني.

إن مجموع الموجودات الخارجية، الذي سجل ارتفاعا قويا ( 38,2%) في 2008، من بينها 23,6% في السداسي الثاني مقابل 11,8% في السداسي الأول، والذي يوافق "ذروة" تاريخية، أصبح مستقرا في السداسي الأول من سنة 2009، فقد بلغ مجموع الموجودات الخارجية الصافية، كمقابل بالدينار، 10604,30 مليار دينار في نهاية جوان 2009 مقابل 10277,55 مليار دينار في نهاية مارس 2009 و 10246,96 مليار دينار نهاية ديسمبر 2008<sup>1</sup>.

بعد تراجع معدل التوسع النقدي بعنوان M2 في السداسي الثاني من سنة 2008 ( 5,36%)، والذي تلا وتائر 10,89% في السداسي الثاني من سنة 2007 و 10,5% في السداسي الأول من سنة 2008، يتميز السداسي الأول من سنة 2009 بتقلص نقدي (- 1,13%)، وإذا كان من المرتقب تسجيل ميل تنازلي جديد في معدل توسع M2 تبعا لتتقيد وتيرة إنشاء النقود في السداسي الثاني من سنة 2008، يمثل مثل هذا التقلص النقدي صدمة بالنسبة للوضعية النقدية، يفسر التراجع في الكتلة النقدية M2 (- 1,13%) أساسا بتراجع نمو الودائع تحت الطلب لدى المصارف (- 11,7%)، الناتج عن تقلص قوي في ودائع قطاع المحروقات (- 26,63%)، يعكس هذا الأمر أثر الصدمة الخارجية على الوضع النقدي للمؤسسات في هذا القطاع التي تعرف قدرة التمويل لديها تآكلا، في ظرف يتميز بتنفيذ برنامج هام للاستثمارات، ومنذ الثلاثي الثاني من سنة 2009، سجلت ودائع قطاع المحروقات انخفاضا جوهريا، تلا ارتفاعها القوي في السداسي الأول من سنة 2008 ( 18,86%).

<sup>1</sup> <http://www.bank-of-algeria.dz/communicat.htm>

يبقى تطور هيكل الكتلة النقدية M2 مرتبطاً بما فيه الكفاية بسلوكيات مؤسسات قطاع المحروقات، حتى وإن بقيت تشكيلة المنتجات التي تعرضها المصارف جد محدودة. وعلى هذا الأساس نجد أن حصة الودائع تحت الطلب لدى المصارف، كنسبة من M2، قد انخفضت في السداسي الأول من سنة 2009 (38,1%) في نهاية جوان مقابل 42,6% في نهاية 2008)، في ظرف يتميز بتقلص الودائع تحت الطلب على مستوى المصارف العمومية (-). 14,7%) والنمو الجوهري في الودائع تحت الطلب لدى المصارف الخاصة. نمت حصة شبه النقود (الودائع لأجل بالدينار والودائع بالعملة الصعبة)، بدورها، منتقلة من 28,6% في نهاية ديسمبر 2008 إلى 30,4% في نهاية جوان 2009. إجمالاً، سجلت وسائل عمل المصارف تقلصاً في السداسي الأول من سنة 2009، من جهة أخرى، وباستبعاد ودائع قطاع المحروقات، سجلت الكتلة النقدية M2 نمواً بنسبة 4,74% في السداسي الأول من سنة 2009.

ارتفعت القروض للاقتصاد، من جانبها، بنسبة 6,1% مقابل 5,4% في السداسي الأول من سنة 2008، وهو ما يؤكد الطابع المستمر لانتعاش القروض للاقتصاد. خارج عمليات إعادة شراء الديون غير الناجعة من طرف الخزينة، تقدر الزيادة في تدفقات القروض بنسبة 7,4%، إن تراجع الكتلة النقدية M2 في السداسي الأول من سنة 2009 (-1,13%) هو عبارة عن ظاهرة نقدية لم تسجل من قبل من طرف الاقتصاد الوطني وهو الأمر الذي يكشف عن حجم الصدمة الخارجية في سنة 2009. وتتعارض هذه الوضعية مع أهداف التوسع في المجاميع النقدية المحددة من طرف السلطة النقدية. بالنسبة لسنة 2009، حدد مجلس النقد والقرض أهداف معدل التوسع في الكتلة النقدية بين 12 - 13%، مع الاحتفاظ بهدف التضخم في حدود 4%.

من جهة أخرى، يقع ارتفاع القروض للاقتصاد في السداسي الأول من سنة 2009، وإن كان معتبراً بشكل لافت، دون هدف النمو المحدد بين 22 - 23% المحدد من طرف مجلس النقد والقرض. يبرز هذا التوسع في القروض للاقتصاد، في هذا الظرف الجديد المتميز بالتقلص النقدي، أهمية "قناة" القرض في نقل آثار التطورات النقدية، على أساس أن القروض متوسطة وطويلة الأجل قد زادت بنسبة 12,9% مقابل تقلص (-2,2%) في القروض قصيرة الأجل، ومن زاوية فترات النضج، يؤكد تطور القروض للاقتصاد في السداسي الأول من سنة 2009 استمرار الميل التصاعدي النسبي للقروض متوسطة وطويلة الأجل. بالفعل، فقد انتقلت الحصة النسبية للقروض متوسطة وطويلة الأجل من 54,5% في نهاية ديسمبر 2008 إلى 58% في نهاية جوان 2009. وقد ساهم في تحقيق مثل هذه النتيجة ديناميكية التمويل طويل الأجل للمشاريع الاستثمارية الكبرى في قطاعات الطاقة والماء.

مع ذلك، يبقى تطور القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دون الهدف المتوخى عبر مختلف التدابير المتخذة من طرف السلطات العمومية قصد تسهيل القرض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (إنشاء هيئات للضمان ذات أموال خاصة هامة، دعم معدلات الفائدة،...). من المفيد التذكير أن المستوى المرتفع لمخاطر القرض على



المجموعات الخاصة بحكم الواقع والديون غير الناجعة المرتبطة بذلك تساهم إلى حد ما في نفور المصارف في هذا المجال.

تتراجع سيولة المصارف، رغم أنها لا تزال واسعة، بشكل تدريجي لتنتقل من 2845 مليار دينار في نهاية 2008 إلى 2549 مليار دينار في نهاية جوان 2009، أي بانخفاض يساوي 296 مليار دينار يوافق تقلصا بنسبة 10,4%. يفسر كل من التقلص القوي في ودائع قطاع المحروقات والزيادة في الادخارات المالية للخرزينة العمومية لدى بنك الجزائر (142,4 مليار دينار) بشكل واسع هذا التقلص في السيولة المصرفية، أخذا بالاعتبار الاستقرار النسبي في مستوى الاحتياطيات في نهاية جوان 2009 (144,3 مليار دولار مقارنة بمستواها في ديسمبر 2008 والتقلص في السيولة المصرفية خلال الأشهر الستة الأولى من سنة 2009، واصل بنك الجزائر سياسته الخاصة بامتصاص فائض السيولة لدى المصارف باستعمال تقنية استرجاع السيولة (لسبعة أيام ولثلاثة أشهر) وتسهيله الودائع المغلة للفائدة. بالتوازي مع ذلك، تمت مراجعة معدلات تدخل بنك الجزائر في بداية مارس 2009، أي 1,25% بالنسبة لاسترجاع السيولة لثلاثة أشهر، 0,75% بالنسبة للاسترجاعات لسبعة أيام و 0,30% بالنسبة لتسهيله الودائع المغلة للفائدة. حدد معدل الفائدة على الاحتياطيات الإلزامية، في منتصف مارس 2009، عند 0,50%، وقصد استكمال تحسين مستوى الإطار العملياتي للسياسة النقدية، انسجاما مع التطورات الحديثة على المستوى الدولي على إثر الأزمة المالية، أصدر مجلس النقد والقرض في ماي 2009 نظاما جديدا في مجال تدخلات بنك الجزائر في السوق النقدية، وعملياته خارج السوق فضلا عن وسائل السياسة النقدية.

إن فارق التضخم بين الجزائر وأوروبا الخمسة عشر دولة، الذي يقاس بواسطة الفرق بين معدلات التضخم السنوية المتوسطة، والذي يوجد في غير صالح الجزائر، لا يتوقف عن الاتساع، منتقلا من 1,2 نقطة مئوية في ديسمبر 2008 إلى 3,1 نقطة في جوان 2009. وفي السداسي الأول من سنة 2009، يبرز الارتفاع القوي في أسعار المنتجات الغذائية (6,8% على أساس انزلاق سنوي)، والذي يتم جره بواسطة الانحراف في أسعار المنتجات الفلاحية الطازجة (14,3% خلال سنة واحدة)، على أنه المحدد الرئيسي في العملية التضخمية الداخلية التي تميز السنة الجارية. كما تساهم الزيادة الجوهرية في أسعار الخدمات (6,7%)، من جانبها، في الزيادة في المستوى العام للأسعار.

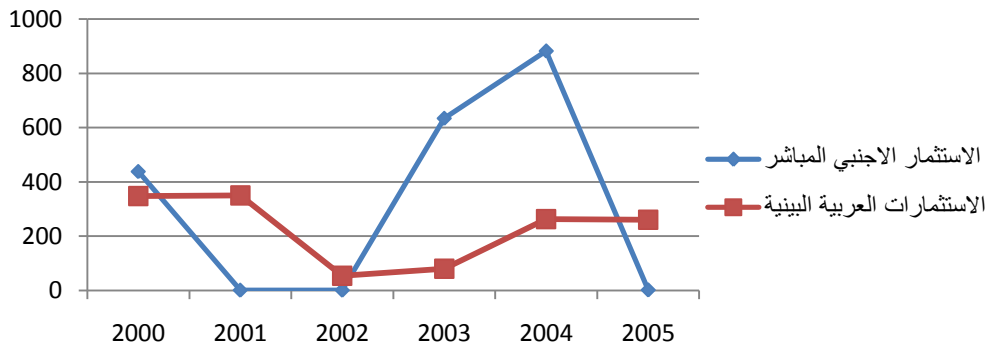
#### 4. انعكاسات الأزمة المالية على الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر

إن عزوف رأس المال الأجنبي عن القدوم إلى الجزائر مرده إلى نقص الانفتاح والحرية في الاقتصاد الجزائري، وهذا بالنظر إلى معايير إنشاء المؤسسات، عدد مناصب الشغل، التجارة العابرة للحدود، حماية المستثمرين، الحصول على القروض، الحصول على الرخص، دفع الضرائب، نقل أو تحويل الملكية، تنفيذ العقود، وغلق المؤسسات... ففي مجال التشغيل تتميز القوانين الجزائرية بالجسوة في مجال التوظيف والطرده. أما في مجال إنشاء

المؤسسات فإن الجزائر تتميز بتعدد إجراءات تأسيس المؤسسات، إذ تفرض الجزائر 14 إجراء، وهو ما يتطلب 21 يوم لانطلاق النشاطات الجديدة، وهي مدة طويلة نسبياً إذا ما قورنت بقطر التي لا تتعدى فيها هذه المدة 6 أيام<sup>1</sup>.

أما في مجال التمويل فإن الأمر ليس بأحسن. إن كثر الإجراءات البيروقراطية المرافقة لعمليات التصدير والاستيراد يرفع المدة المتوسطة للقيام بالتصدير إلى حوالي 17 يوماً وهو ما يكلف حوالي 1248 دولار لكل حاوية، في حين يبلغ المتوسط الجهوي حوالي 1024 دولار للحاوية الواحدة. أما من جانب الواردات فإن العملية الواحدة تتطلب مدة تقدر بـ 23 يوم وتكلف 1428 دولار للحاوية الواحدة، في حين نفس العملية لا تتطلب أكثر من 10 أيام في الإمارات العربية المتحدة ولا تكلف أكثر من 587 دولار للحاوية الواحدة، هذا المناخ الاستثماري المتاح في الجزائر هو الذي يمكن أن يفسر عزوف رأس المال الأجنبي على القدوم إلى الجزائر، ويمكن الوقوف على هذه المسألة بالنظر إلى تطور تدفق رأس المال الأجنبي المباشر إلى الجزائر خلال الفترة 2000-2006.

#### الشكل رقم 80 : مقارنة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمارات العربية البينية.



المصدر : من اعداد الطالبة بالاعتماد على المصدر التالي: مؤتمر الامم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار الدولي 2007.

الملاحظ أن الفترة 2000-2006 تميزت بارتفاع أسعار النفط إضافة إلى فتح مجالات استثمار هامة كاستثمار في قطاع المحروقات، الاتصالات، مشاريع البنى القاعدية، وهو ما يفسر هذا الإقبال المتوسط لرأس المال الأجنبي على الجزائر، وهو إقبال يبقى محدوداً مقارنة ببعض الدول العربية. فخلال سنة 2005، وفيما يخص استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية المباشرة، احتلت الجزائر المرتبة الثامنة ضمن 14 دولة عربية بحوالي 2.07 مليار دولار، في حين استطاعت المملكة العربية السعودية استقطاب حوالي 4.6 مليار دولار، وحصل المغرب على 3.7 مليار دولار أما سوريا فقد استفادت من 2.7 مليار دولار.

إن الأزمة المالية العالمية وما نتج عنها من تقلص حجم القروض على المستوى العالمي ستؤدي إلى تناقص حجم رؤوس الأموال الأجنبية القادمة إلى الجزائر. فهذه الاستثمارات ستأخذ بالحسبان احتياطي الجزائر من العملات

<sup>1</sup> Abderrahmane Mebtoul. Crise financière internationale et impact sur l'économie algérienne. Article tiré de l'internet le 10 janvier 2009.

الأجنبية، لأنه الضمان الذي يضمن لها الحصول على مداخيلها في وقت يبقى الدينار الجزائري غير قابل للتحويل . وهكذا فهذه الظروف قد تؤثر في حجم رأس المال الأجنبي المستثمر في الجزائر<sup>1</sup>.

### 5. انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الإدخار وعلى تمويل التنمية في الجزائر

إن انخفاض سعر النفط إلى مستوى 50 دولار سيجعل إيرادات الخزينة من الضرائب البترولية تقارب 27 مليار دولار، في حين ستصل هذه الإيرادات إلى مستوى 23 مليار دولار في حالة انخفاض سعر برميل النفط إلى 40 دولار . أما لو افترضنا أن سعر النفط سيصل إلى 30 دولار للبرميل فإن إيرادات الخزينة سوف لن تتعدى 19 مليار دولار<sup>2</sup> ، هذه التنبؤات غير مشجعة للغاية وهي تظهر مدى خطورة الوضع الذي آل إليه الاقتصاد الجزائري جراء انخفاض أسعار النفط كنتيجة لركود النشاط الاقتصادي العالمي.

لا بد من الإشادة هنا بالطريقة التي اعتمدها الجزائر في تسيير أمورها المالية، فلمواجهة احتمالات انخفاض أسعار النفط قامت الجزائر باتخاذ إجراءات استباقية تمثلت في التسديد المسبق لديونها وتمويل التنمية اعتمادا على أموال داخلية دون اللجوء إلى الاقتراض، إلى جانب إنشاء صندوق ضبط الإيرادات، الذي أصبح يضم في نهاية شهر نوفمبر 2008 ما قيمته 4192.5 مليار د.ج، في حين توفرت البنوك على فائض سيولة بلغ 2418 مليار د.ج،<sup>3</sup> هذه الموارد ستسمح، حسب تصريح محافظ بنك الجزائر، بتمويل نفقات الاستثمار الحكومي وكذا مواجهة الطلب على القروض المصرفية خلال فترة تزيد عن السنتين، من جهته صرح الوزير الأول، السيد أحمد أويحيى، أن الجزائر بإمكانها أن تقاوم لمدة 5 سنوات، حتى وإن انخفضت أسعار النفط إلى أقل من 37 دولار.

وفي هذه الظروف بالذات ستقوم الجزائر بإطلاق برنامج إنعاش جديد مدته خمس سنوات بغلاف مالي يتراوح بين 100 و 150 مليار دولار<sup>4</sup> أما وزير المالية، السيد كريم جودي، فقد أكد على أن الجزائر ستبقي على مستوى الاستثمار العمومي . وكتعبير عن عدم تعطل عملية التنمية، خاصة في مجال الطاقة، صرح وزير الطاقة والمناجم والمدير العام لشركة سوناطراك أن " مخطط تطوير سوناطراك سيتم إنجازه إلى الأخير، ولا يتم تجميد أي مشروع من مشاريع المؤسسة التي تبلغ قيمتها 63 مليار دولار خلال الفترة 2009 / 2013 ويضاف إلى هذا المبلغ الكبير مبلغا آخر مخصص لشركة إنتاج الكهرباء سونلغاز الذي يقدر بحوالي 15 مليار دولار، وهو ما يجعل مستوى الاستثمار في هذا القطاع يصل إلى 78 مليار دولار، أي بمعدل 20 مليار دولار خلال السنة الواحدة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Abderrahmane Mebtoul. Contribution / Crise financière et impact sur l'Algérie . Éviter des discours contraires à la réalité. [ladepeche-dz.com/archive/ld197/contribution.htm](http://ladepeche-dz.com/archive/ld197/contribution.htm).

<sup>2</sup> Crise financière mondiale: le plan de financement de Sonatrach. [www.algerie-focus.com](http://www.algerie-focus.com)

<sup>3</sup> Laksaci gouverneur de la BA . L'Algérie peut financer ses investissements pendant deux ans . [www.bladi-dz.com/articles](http://www.bladi-dz.com/articles). 22 décembre 2008. Article paru dans le quotidien Liberté du 22/12/2008.

<sup>4</sup> L'Algérie fait face à la crise financière. [www.algeriepyrenees.com/article](http://www.algeriepyrenees.com/article). 23 décembre 2008.

<sup>5</sup> Crise financière mondiale: le plan de financement de Sonatrach. [www.algerie-focus.com](http://www.algerie-focus.com).

وفي هذا الصدد نرى أن تقرير صندوق النقد الدولي حول الوضع الاقتصادي في الجزائر رغم تشجيعاته قد أخفق حينما انتقد تمادي الجزائر في إنفاقها الاستثماري والتجهيزي، مشيراً إلى ضرورة تقليص هذه النفقات تحسباً لأي تناقص في الإيرادات النفطية، ومن تم الاحتياط من آثار الأزمة العالمية. يبدو أن هذا الموقف تحكمه دوافع أخرى ترمي إلى توفير موارد الجزائر المالية لتستخدم في صالح البلدان الرأسمالية الكبرى التي عانت من الأزمة المالية العالمية<sup>1</sup>.

#### الفرع الرابع : سياسة مواجهة الجزائر للأزمة المالية

إن الأزمة المالية التي تعرفها سوق المال العالمية ، والتي لا أحد يعرف مدة وحدة إستمرار وضعية الإقتصاد العالمي، أعاقت مسار التطور الكبير الذي شهده الإقتصاد الجزائري في الآونة الأخيرة، الأمر الذي يتطلب دراسة جميع الاحتمالات لمواجهة الأزمة، وعلاج سريع لبعض العراقيل ومنه إقرار وسائل ملموسة في إتجاه حماية الإقتصاد الوطني وفي الوقت المناسب حيث أن أحسن وسيلة لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية تكمن في تحقيق نمو معتبر ومستدام على المدى المتوسط خارج قطاع المحروقات، على إعتبار أن تراجع العائدات البترولية قد يؤثر سلبياً على المدى البعيد في النمو، لذا يجب وضع خطة عمل للنهوض بالقطاع الإقتصادي الوطني الذي يبدأ بتأهيل النسيج الصناعي والمؤسسي، بالإضافة إلى ترقية الإستثمار وتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

#### 1. ردود الأفعال الأولية

لقد أكدت مختلف مصادر السلطات الجزائرية أن الصحة الإقتصادية والمالية للجزائر لا يدعو للقلق وأن وضع البلد حسن نوعاً ما على الأقل حالياً، في الوقت الذي تهدد فيه الأزمة المالية العالمية العديد من إقتصاديات البلدان بالركود، ونظراً لتغيرات التي تحصل في العالم قررت السلطات المالية الجزائرية تشكيل لجنة خبراء لمتابعة ومراقبة تداعيات الأزمة المالية الدولية الراهنة وتطورات الأسواق العالمية وتقييم الأوضاع وعرض الاقتراحات<sup>2</sup>.

أكد وزير الحكومة بأن الجزائر تتمتع بقدرات تسمح لها باجتياز هذه الأزمة دون عواقب كبرى و أشار الوضع الإقتصادي العام للبلاد، الذي أكد أنه يطبعه الاستقرار بعد أن تخلصت البلاد من أعباء المديونية الثقيلة ، مذكراً في هذا الصدد بحكمة قرار التسديد المسبق للمديونية الخارجية، الذي ساهم إلى حد بعيد في التخفيف من آثار الأزمة والتي سدد منها 16 مليار \$ في ظرف سنة واحدة، الأمر الذي مكن البلاد من توفير ملياري \$ كانت ستذهب في صورة خدمات للمديونية الخارجية ، كما ساعد أيضاً مواجهة الجزائر تداعيات الأزمة ، المرجعية الوقائية لقانون القرض والنقد في سنة 2003، وكذا قرار توقيف حوصصة البنوك العمومية في سنة 2007، على خلفية ظهور أزمة القروض الرهنية في الولايات المتحدة الأمريكية، والتخلي عن إدخال العملة الوطنية في وضعية الصرف

<sup>1</sup> [www.lesdebats.com/editionsdebats/191108/economie.htm](http://www.lesdebats.com/editionsdebats/191108/economie.htm)

<sup>2</sup> أحمد أويحيى ، مرجع سابق، على خط [http://193.194.78.233/ma\\_ar/stories.php?story6017994](http://193.194.78.233/ma_ar/stories.php?story6017994) بتاريخ 2008,12,22.

الكلي للعملة الصعبة، وقد اتخذت الحكومة الجزائرية على هذا السياق إجراءات استطاعت بها حماية الإقتصاد من التأثير السريع للإقتصاد فعند ظهور البوادر الأولى لهذه الأزمة قررت الجزائر توقيف عملية فتح رأس مال البنوك العمومية كبنك القرض الشعبي الجزائري كما رفضت الجزائر الدخول في مغامرة الصناديق السيادية للإستثمار في الخارج.

كما أفاد تقرير أعده صندوق النقد الدولي بعد إرساله خبراء إقتصاديون إلى الجزائر أن الأخيرة نجحت في السيطرة على معدل التضخم في الإقتصاد الجزائري كان من أقل المعدلات في المنطقة. وأشار التقرير إلى أن نظام العملة الجزائري لا يسبب مشكلات لحساب المعاملات الخارجية للبلاد. ويجب مواصلة سياستها الحالية بشأن سعر صرف الدينار أي أن معدل الصرف الحقيقي للدينار بلغ في الوقت الحالي مستوى التوازن وأكد أن معدل الصرف الحقيقي للدينار البعيد المدى يرمي إلى تشجيع الإستثمارات الوطنية والأجنبية من خلال الحد من التخوفات فيما يخص الأسعار وتشجيع الصادرات من خلال تدعيم المنافسة الخارجية ويشمل معدل الصرف الحقيقي للدينار التبادلات التجارية للجزائر مع 15 بلدا يمثل 88 ٪ من التبادلات التجارية الإجمالية. وترتكز الطريقة الحسابية على تحديد مؤشر تنافسية على أساس توازن معدلات الصرف الاسمية للبلدان الشريكة ومؤشرات الأسعار عند الإستهلاك من خلال وزنها في التبادلات التجارية مع الجزائر، ويطبق بنك الجزائر هذه الطريقة الحسابية لتمكنه بإستمرار من متابعة تطور الوضع على الصعيد الدولي والوطني لكن يبقى هذا التقييم شديد التأثير بتقلب أسعار النفط<sup>1</sup>.

ودعا FMI السلطات الجزائرية إلى مواصلة ضبط سياسة الإنفاق العمومية وتحسين أدوات وطرق جمع الجباية غير النفطية وعصرنة نظام الموازنة والتسيير الرشيد للبنوك العمومية، وضرورة انسحاب الدولة من القطاع البنكي وتطوير طرق تمويل الإقتصاد من القطاع غير البنكي في إشارة إلى النهضة بقطاع البورصة.

وفي إطار الجهود الأخرى التي بذلتها الحكومة الجزائرية لتطوير إقتصادها و الصدا للأزمة ، صدر تشريع جديد في شهر أوت من العام 2008، يتعلق بحصر المساهمة الأجنبية في أي مؤسسات أعمال بنسبة 49 في المائة من رأس المال. وبالإضافة إلى ذلك، سوف يتم فرض ضرائب بنسبة 15 في المائة على رأس المال الذي يعاد توطينه إعتبارا من العام 2009. وقد اتخذ هذا القرار لضمان إعادة إستثمار رأس المال في الدولة، وسوف يضمن استفادة المواطنين من التحسن الذي يطرأ على لإقتصاد.

مازال الإقتصاد الجزائري يمتلك فرص كثيرة لم يتم استغلالها بعد ، وقطاع الهيدروكربونات يستحوذ على معظم المشاريع التي تجري في الدولة. ويرى صندوق النقد الدولي أن يجب على الحكومة السعي لتنويع مصادر الثروة،

<sup>1</sup>- رشيد طواهري "الاقتصاد الجزائري سيتأثر بالأزمة المالية على المدى القريب" بتاريخ 22 أكتوبر 2018 على خط الانترنت

من خلال الالتفات إلى قطاعات أخرى تتمتع بإمكانيات واعدة سوف تخفض معدل البطالة في الدولة. وتشمل هذه القطاعات الخدمات المصرفية والاتصالات والأسمدة والنفط والبناء وغيرها. بالإضافة إلى ذلك، يعتقد صندوق النقد الدولي أن الإقتصاد الجزائري قد لا يتضرر كثيرا نتيجة للأزمة المالية العالمية، نظرا لكون القطاع المصرفي الجزائري ليس وثيق الإرتباط بالأسواق الدولية، ومع ذلك، فقد اقترح صندوق النقد الدولي أن تكون سياسات الإقتصاد الكلي مرنة بالقدر الكافي بحيث تستطيع التعايش مع أي إنخفاض كبير في أسعار النفط<sup>1</sup>

## 2. التدابير الوقائية لتجنب تأثير الأزمة على الإقتصاد الوطني

حذر تقرير لصندوق النقد العالمي خاص بالجزائر، من أن الجزائر ستواجه مصاعب إقتصادية من جراء الأزمة المالية العالمية، وعلى رغم من إشارة التقرير إلى أن الوضع سيكون مستقراً على المدى المتوسط، بإعتبار أن إحتياجات البلاد تعادل تكلفة الاستيراد لعامين ونصف، فإنه حذر من إستمرار الركود لدى شركاء الإقتصاديين و تأثير تراجع أسعار النفط على المالية العامة وبرنامج الإستثمار العام الذي تنفذه البلاد، ولهذا قررت الجزائر إعادة النظر في استراتيجياتها و خططها حول إعادة هيكلة الإقتصاد الوطني و مواصلة تطبيق السريع لبرامجها الإصلاحية<sup>2</sup>.

استنادا للدراسات التي أقيمت حول أسباب و مسببات الأزمة المالية وتداعياتها التي مست معظم الدول وجدت الجزائر نفسها أمام خيار و حل وحيد للنهوض بالإقتصاد الوطني و جعله إقتصاد يتحمل مختلف الصدمات، أن هذا الحل متمثل في تنويع الإقتصاد وهو طريق لل خروج من "الهيمنة البترولية" التي تعاني منها الجزائر منذ الإستقلال و بناء -من خلاله إقتصاد عصري وقوي خارج قطاع المحروقات و خلق إنتاج قادر على المنافسة سواء في الأسواق الداخلية أو الخارجية ومن شأنه أيضا تنويع المداخل و التقليل من البطالة كما أن هناك بعض المحفزات منها<sup>3</sup>:

تقديم الدعم إلى بعض الصناعات، حيث أن ترتيبات النظام الجديد للتجارة، تسمح بتقديم أنواع عديدة من الدعم الصناعية خاصة الدعم المقدم لبرامج البحث و التطوير. حيث لا تتجاوز نسبة نفقات البحث و التطوير في الجزائر إلى الناتج الوطني الإجمالي 0.3% و هي نسبة ضعيفة جدا، لذلك يجب تشجيع مشاريع البحث و التطوير و الابتكار، و أن لا تبقى هذه المشاريع في ادرج المكاتب أو رفوف مكاتب الجامعات، بل لا بد أن تلقى طريقها إلى التطبيق، وذلك بتوطيد العلاقة بين الجامعات ومراكز البحث والمؤسسات و الإدارة الإقتصادية، الشيء الذي يمكننا التحكم و استعمال التكنولوجيا الحديثة.

<sup>1</sup>- تقرير اقتصادي، بحوث بيت الإستثمار العالمي "جول" ، ديسمبر 2008.

<sup>2</sup>- رشيد طواهي، المرجع السابق FMI.Survey -- www.inf-org

<sup>3</sup>- دلال مجاهد، قدرات الجزائر تسمح لها بتخطي آثار الأزمة المالية العالمية بتاريخ: 2009.01.01 على خط www.menareport.com

تشجيع إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لما لهذه المؤسسات من أهمية في عملية التنمية الاقتصادية وامتصاص البطالة إلى جانب قيام هذه المؤسسات بإعادة تأهيل وتنمية مواردها البشرية لمواكبة متطلبات التكنولوجيا الحديثة ، الشرط الأساسي لتطور هذه المؤسسات و تطور الإقتصاد الجزائري .

بما أن أغلب مؤسساتنا الصناعية تعاني من اهتلاك و تقادم التجهيزات التي تعود إلى السبعينات ، الشيء الذي أدى إلى ارتفاع تكلفة منتجاتها و انخفاض جودتها ، لذلك يجب تأهيل هذه المؤسسات في إطار الشراكة مع مؤسسات أجنبية ، مما يؤدي إلى زيادة إنتاجيتها ، تحسين جودتها ، و بالتالي قدرة هذه المؤسسات في التوجيه للتصدير ، كما على الدولة أن تسهر على عملية تأطير وتسهيل عقود الشراكة هذه.

جذب الإستثمارات الأجنبية ، ومحاولة إرجاع الإستثمارات العربية والجزائرية الموجودة بالخارج ، وذلك بالعمل على تهيئة بيئة إستثمارية مستقرة وثابتة ، منها تبسيط الإجراءات الإدارية وتحديد لجنة أو وكالة واحدة لتوجيه وتقييم هذه الإستثمارات ، وبالتالي الرد لموضوعي السريع على أصحاب الملفات ، إلى جانب تطوير التشريعات والقوانين المنظمة لعمليات الإستثمار الأجنبي والوطني ، و إزالة القيود أمامها محاولين قدر الإمكان أن تتجه مشروعات هذا الإستثمار إلى المجالات الأكثر أهمية في الإقتصاد.

تنشيط بورصة الجزائر ، ونهج سياسة إعلامية ناجحة و وضع برامج إعلامية كاملة للترويج عن مجالات و أدوات الإستثمار في الجزائر وتوفير المعلومات المالية و الإحصائية اللازمة للمستثمرين.

إصلاح المنظومة البنكية ، وذلك بابتعادها عن التسيير الإداري و إتباعها الأدوات وقواعد التسيير البنكي المتعارف عليها دوليا .

- يجب إعادة الإعتبار لقطاع الزراعة من خلال سياسة إستثمارية جريئة ، و ذلك بإنشاء السدود الشيء الذي يساعد على تنشيط مختلف المنتجات الزراعية خاصة الحبوب ، إلى جانب تشجيع البحث الزراعي وزيادة الدعم المقدم لهذا القطاع ، حيث أن الجزائر لا تقدم سوى 5% من الدعم إلى الزراعة ، في حين أن المنظمة العالمية للتجارة تسمح بدعم أقصى قدره 10% ، و أن بعض الدول أعضاء فيها تطبق نسب تجاوزت بكثير هذا المستوى ، وصلت في بعض الحالات 50% .

• أن يكون قرار الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة مبنيا على ما نخسره أو ما نجنيه في حالة الانضمام أو عدمه. و أن لا يكون ذلك تحت تأثير ضغط كبار المضاربين، و أن توظف لصالحها النصوص المعتمدة حديثا من قبل المنظمة ، مثل إجراءات الانقاد برسم المادة 19 للحماية و بما أن بعض التحديات التي يفرضها النظام الجديد للتجارة الدولية ذات بعد إقليمي ،فان مواجهتها تفرض أن تكون السياسة الإقتصادية ذات بعد إقليمي ،و ذلك بإنشاء التكتلات الإقتصادية و التجارية الجهوية في الإتحاد المغاربي ، و اتحاد الدول العربية ، الشيء الذي يمكن هذه الدول من زيادة التجارة فيما بينها ، و خلق التكامل الإقتصادي بينها بشروط تفضيلية لا تتوفر في ظل انضمام كل بلد على انفراد إلى المنظمة العالمية للتجارة.



توقع الصندوق النقد الدولي أن تصبح الجزائر من الأسواق الهادئة والواعدة في وقت قريب، بفضل الموارد الهامة التي تتوفر عليها، كما أن الهدوء والاستقرار أصبح من العوامل الجاذبة في مجال تنافسية الأسواق، وطالب FMI ، الحكومة بمواصلة الإصلاح المالي وعدم التحجج بالأزمة أمام كل الأصوات المطالبة بتسريع وتيرة الإصلاح والإنتعاش .

**\* حلول الشركات لمواجهة هذه الأزمة:** بالعودة إلى ما سبق و مميزات الشركات في الجزائر ومميزات الاقتصاد الجزائري نجد أن هذه الشركات لاتعنى بالأزمة كون أن هذه الشركات لا تعمل خارج المجال الجغرافي الاقتصادي كما أنها ليست لديها قيم منقولة في البورصة، و حتى و لو كانت كذلك فهذه البورصة غير مفتوحة على العالم الخارجي الذي تأثر بالأزمة أيما تأثر. أما بالعودة إلى الشيء الذي يؤرق عمل الشركات سوا كانت في الجزائر أو في العالم ككل الذي هو السبب في الشركات في الجزائر لا تعاني من هذه المشكلة لأنها تعتمد في ذلك على إما التمويل الذاتي من خلال النتائج التي تعمل دائما على الحرص على أن تكون في أفضل الأحوال، أو على التمويل غير المباشر عن طريق البنوك المحلية و التي تتمتع بسيولة عالية أو تختنق بفوائضها المالية على رأي الخبير المصرفي السيد سعيد كريم في حواره الذي أجراه مع عبد الرحمان الكناني لجريد الشروق الأسبوعي الجزائرية في العدد 507 بتاريخ 15 نوفمبر 2008 حيث يرى الضيف أن البنوك الجزائرية تعاني عكس البنوك الأجنبية الأخرى من مشكلة فوائض مالية و أموال مجمدة في خزائن مغلقة لا تعرف طريقها إلى الاستثمار المحلي لسببين رئيسيين هما:

- ربما أن البنوك المحلية تعاني من مشكلة قصر نظر حيث تعجز عن إيجاد المشاريع التي تحقق قيمة مضافة و بالتالي تحقيق عوائد لهذه البنوك.

- المتعاملون الاقتصاديون المحليون قاصرون بحيث ليست لديهم القدرة على توفير الشروط التي تضعها البنوك المحلية و المتعارف عليها دوليا عند التوظيف و التي يذكر منها هذا الخبير التالي:

\* تشغيل المشروع بالقيمة المضافة.

\* أن يكون المشروع يحمل منفعة على المستوى الاجتماعي و الاقتصادي.

\* يساهم في خلق مشاريع جديدة.

\* أن يكون ذو ربحية.

- إن البنوك المحلية ليست لديها الفرص الاستثمارية مفتوحة مثل باقي البنوك العالمية الأخرى كون أن فوائضها النقدية مقومة بالدينار الجزائري غير القابل للتحويل في العمليات الاستثمارية العالية.

### 3. الحلول المقدمة من طرف الحكومة بغية التصدي لهذه الأزمة

كون الجزائر تعتمد في تمويل موازنتها العامة على المداخيل التي تحصل عليها أساسا من خلال صادراتها النفطية في معظمها، لذلك فخلال هذه الأزمة و خاصة مع تعرض السوق النفطي للهزة القوية التي يشهدها فقد عملت



الجزائر بغية التقليل من تأثير هذه الازمة على المستوى المحلية و ذلك أساسا من خلال إعادة النظر في البرنامج الاقتصادي المسطر- (من خلال ترشيد النفقات)- الذي كانت قد رصدت له أكثر من 130 مليار دولار أو احتمال لجوئها إلى الاستدانة الخارجية خاصة مع إستمرار الانخفاض المستمر في أسعار النفط إلى أقل من السعر المستهدف للبرنامج التنموي و الذي هو في حدود أعلى من 50 دولار للبرميل.

هذا الإجراء أي إعادة النظر في البرنامج التنموي سوف يؤدي إلى أضرار على المستويين الاجتماعي والاقتصادي وحتى السياسي، حيث أن الجزائر قامت بتسطير مشاريع اجتماعية للأفراد خاصة في القطاع العقاري و الاستفادة من المساكن وبالتالي عند القيام بهذا الإجراء سوف تفقد السلطة المصدقية خاصة في مثل هذه الظروف السياسية. أما على المستوى الاقتصادي فالجزائر أيضا قامت بتسطير العديد من المشاريع الاقتصادية عن طريق الوكالة الوطنية لتشغيل الشباب و كذا وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي هي في غالبيتها موجهة لطبقة الشباب وخريجي الجامعات هذه الطبقة التي تراهن عليها السلطة في اللعبة السياسية للبلاد، وعند القيام بهذا الإجراء لا تضمن ردود فعل هذه الطبقة خاصة والطبقات الأخرى بصفة عامة. أما على المستوى السياسي فقد تتعرض السلطة للعديد من الانتقادات من المعارضة في الداخل والخارج عند القيام بتقليص النفقات وإتباع سياسة التقشف حيث تعتبر المعارضة أن السلطة الحالية هي السبب في هذا الوضع خاصة عند العودة إلى مشكلة الاحتياطات الأجنبية وطرق توظيفها.

ومما لا شك فيه أن تأثر بلادنا بانعكاسات الأزمة المالية يتجاوزنا وخارج عن نطاق المخطط المالي لبلادنا، فالنظام القائم عندنا يظل علينا دوما بعدة تفسيرات فيها نوع من التضليل والغموض، وأنها أزمة عابرة فوق رؤوسنا، والحديث عن احتياطي صرف كاف لعدة سنوات، بينما يرى البعض أن تلجأ الجزائر للمديونية في القريب العاجل، تضارب الرأي هذا يطرح عدة تساؤلات واستفهامات أهمها :

لئين هي العائدات المحصلة من ارتفاع أسعار المحروقات، وهل وظفت لتدعيم نظام اقتصادي سليم يكون في منأى عن الأزمات المالية ؟ فالتدهور الحاصل لأسعار النفط يعني حتما زوال هذا الربيع النفطي، لا سيما إذا علمنا أن اقتصادنا قائم أساسا على مداخيل النفط، فالسيولة المالية لم تستغل في إرساء قواعد صناعية صائبة وتنويعها لكي نحمي اقتصادنا من الهزات الارتدادية لأسعار النفط، علما أن الذهب الأسود بلغ أرقاما قياسية سابقا، وهاهو يتراجع يوميا، لذا نحن أمام أزمة فعلا، والحكومة مضطرة لمراجعة سياساتها الإنمائية وإعادة النظر في المخططات المالية، وينتج عن ذلك أزمة اقتصادية واجتماعية، فكل القطاعات مرتبطة بالمال إلى جانب اتساع معدل البطالة. وكما عودتنا الحكومة للجوء إلى سياسة التقشف والندرة في المواد والإضطرابات التي تحصل عادة في السوق من مضاربة وفوضى لشح الموارد الأولية، فالأزمة المالية لها انعكاسات سلبية على بلادنا .

وإلزاما على الحكومة مراجعة الأوضاع الحالية والتكيف مع المعطيات الجديدة بعيدا عن الإرتجالية، وضرورة التحكم في الأزمات التي تحدث والصمود، خاصة أمام الإنهيار المتنامي لأسعار النفط. فهذه الأزمات لم تؤخذ بعين الاعتبار، فحكومتنا لم تستثمر الموارد المالية في مشاريع تنموية ضخمة وكانت بعيدة كل البعد عن الواقع المعاش، فإقتصادنا اليوم مرهون ومرتبب بارتفاع أو انخفاض أسعار النفط ومعرض للهزات المالية والاقتصادية. أما على المستوى الاجتماعي فالمواطن لم يسلم من هذه الهزات وافرازاتها السلبية. فالقدرة الشرائية أثقلت كاهله، فهو من يدفع الفاتورة دوما، وأصبح لا يبالي ولا يهتم كثيرا بذلك ولا يكثر لارتفاع وانخفاض أسعار النفط لاعتقاده الشديد بأن الربيع النفطي محسوب على فئة معينة تنعم بخيرات البلاد إلى حد البذخ، والمطلوب منه عند اشتداد الأزمة شد الحزام. ورغم الصمت المضروب من طرف السلطات العمومية، فإن آثار الأزمة السلبية ستمس حتما وتضر بإقتصادنا ونقص السيولة المالية يؤثر على المشاريع المسطرة مستقبلا.

ويرجع الخبراء أن عمر الأزمة يطول، ولمجابهة ذلك لابد من استراتيجية مدروسة بإحكام مع التخطيط المالي وإعادة النظر في الأغلفة المالية حتى لا يكلفنا ذلك غالي. وما يحدث لبلادنا نتيجة لسياسة إقتصادنا الأحادي والاعتماد الكلي على النفط وإهمال القطاعات الأخرى كالزراعة والصناعة والسياحة التي بإمكان الحكومة بعث نشاطها مجددا وتنويع العائدات لحماية الإقتصاد الوطني وتوفير الحاجيات.

ويتضح أن الجزائر من الدول التي تتأثر بشكل مباشر بالأزمة المالية العالمية، غير أنها قد تتأثر في حال تأزم الأوضاع الإقتصادية العالمية و الوصول إلى حالة كساد مما سيدفع بالطلب على الطاقة إلى التراجع بالإضافة إلى تراجع العملة الأمريكية الدولار، كما أن الجزائر غير معنية بهذا الفيروس الأمريكي لأنها لم تصل إلى مرحلة الإنحراف حتى تتأثر، كما أن شروط منح قروض السكن على قلتها فهي محترمة بدقة متناهية في الجزائر وبما أن الجزائر لا تتوفر على سوق مالية و نظامها البنكي لا يزال مغلقا فهي لن تتأثر بالأزمة.

و لكن استمرار الأزمة المالية العالمية لمدة أطول سيكون له انعكاسات مباشرة على الإقتصاد الجزائري ، يمكن تلخيصها في 7 نقاط رئيسية :

- 1 - الولايات الأمريكية هي أكبر دولة مدانة في العالم، و أمام تراجع قيمة الدولار بسبب زيادة عجز الموازنة السنوية، سترتفع نسبة التضخم و مادامت 98 بالمائة من صادرات الجزائر يتم فوترتها بالدولار و 50 بالمائة من الواردات تتم بالأورو، فإن النتيجة ستكون تراجعا حادا في مداخيل البلاد من العملة الصعبة.
- 2 - 43 مليار دولار معرضة للتبخر بسبب توظيفها في سندات خزينة بفائدة لا تتعدى 2 بالمائة و أمام أي انهيار للدولار و ارتفاع التضخم فإن النتيجة هي تبخر ما يعادل 1/3 احتياطات الصرف الوطنية.
- 3 - المشكلة الثالثة تتمثل في المبالغ الأخرى من الاحتياطات الصرف بعملات غير الدولار التي تتم توظيفها في بنوك مصنفة ، وهذا باعتراف وزير المالية كريم جودي ، أمام نواب البرلمان سنة 2007 الذي أكد من أن جزءا

من احتياطات الصرف ثم توظيفه لدى بنوك الدرجة الأولى المصنفة بدون تحديد المبالغ التي تم توظيفها لدى هذه البنوك وهو ما يستوجب على وزير المالية و الحكومة بشكل عام أن تكشف النقاب وبشفافية كاملة عن المبالغ التي تم توظيفها خارج سندات الأمريكية وتوضع للرأي العام ما إذا كانت هذه البنوك المصنفة قد تأثرت بالأزمة المالية الحالية.<sup>1</sup>

4 - في حالة حدوث كساد يتراجع الطلب على المحروقات بشكل حاد س يؤثر على اقتصاديات بلدان آسيا بشكل كامل بالاقتصاد الأمريكي وستتأثر الأسعار بشكل كبير وتتهار أسعار الغاز الطبيعي الذي لا يتجاوز سعره حاليا 50 بالمائة مقارنة مع سعر البترول، وفي هذه الحالة ستتراجع مدا خيل الجزائر إلى مستويات متدنية جدا.

5 - التراجع الحاد لوتيرة الاستثمارات الأجنبية الناجمة بسبب الممارسات الحمائية.

6 - ستشهد الجزائر ارتفاع فاحش في فاتورة وارداتها السنوية التي يتوقع بلوغها 40 مليار دولار نهاية 2008 وهذا نتيجة الاتجاه التضخمي على الصعيد العالمي وحسب مؤشر أسعار المواد الغذائية لمنظمة الأغذية والزراعة «الفاو» فإن الأسعار التي سجلت ارتفاعا 24 بالمائة سنة 2007 ستقفز نهاية سنة 2008 إلى 50 بالمائة.

7 - ارتفاع نسبة البطالة التي عانت منها الجزائر ولا تزال تعاني منها ، كما حذر الخبير الاقتصادي المكلف بالشؤون الاقتصادية الإفريقية بالبنك العالمي «شاننا فاراين» الدول الإفريقية و على رأسها الجزائر من التداعيات السلبية للأزمة المالية العالمية . وقال أن الأزمة ستسبب بشكل كبير في تقليص الاستثمارات الخارجية لهذه الأخيرة ، ما سيؤثر بشكل مباشر على مستويات النمو خاصة مع الارتباط الكبير للاستثمار الداخلي في الدول المعنية بالأزمة خاصة منها فرنسا و دول أوروبا الأخرى وقال الخبير الدولي أن مستويات النمو في الجزائر ستعرف انخفاضا من منطلق أن الجزائر قد عولت كثيرا على الاستثمارات القادمة من الغرب للتحقيق سبب النمو وإنجاز كبريات المشاريع عبر مختلف أنحاء البلاد، وأشار تقرير أخر للبنك الإفريقي أن الجزائر ستكون عرضة للتداعيات السلبية للأزمة المالية ، حيث سنخفض فرص الحصول على تمويل بالنسبة لأصحاب المشاريع

وانخفاض التحويلات المالية القادمة من الخارج<sup>2</sup>، كما سيشهد اختلال خطير في مستوى أسعار الصرف و توقع أن تعرف الجزائر وباقي الدول انخفاضا بـ 7 بالمائة في الطلب العالمي مع ما سيصحب ذلك حسب ما أضاف ، من شح الحكومات في مسألة توجيه الأموال للأهداف التنموية المحلية ، كما أبرز التقرير الدولي الصادر أن أول المؤشرات التأثير على الدول من بينها الجزائر هو تسجيل ارتفاع في نسب التضخم خاصة مع النصف الأول من السنة الحالية مشيرا أن كافة الدول بما في ذلك النفطية، عرفت نسب تضخم مرتفعة خاصة مع النصف الأول من السنة الحالية .

<sup>1</sup> - بن نويوة ميخوت ، الأزمة المالية و آثارها على الجزائر ، عدد 5490 جريدة الخبر اليومي ، 2008/12/01 صفحة 24  
<sup>2</sup> - ع.ع. العربي. أثر الأزمة على الاقتصاد الجزائري . الخبر اليومي. ع: 5490. 2008/12/01 ص 24

- وقد لاحظ البنك العالمي أن نسبة النمو خارج المحروقات قدرت ب 6% وهي نتاج النفقات العمومية في قطاعات مثل البناء والخدمات المتعلقة بالبنية التحتية و الهياكل القاعدية و لكن ما عدا ذلك يضل الوضع العام هشاً بالنسبة لدولة ريعية ستستفيد أساساً من عائدات نفطها و غازها فحسب وهو ما يجعل اقتصاد الجزائر دوماً هشاً.

- وقد أشار تقرير البنك أن الجزائر تمتعت مع ذلك بوضع مالي مريح ، إذ قدر احتياطي الصرف نهاية سبتمبر 2008 بـ 130 مليار دولار مقارنة بنهاية 2007 ، إلا أن تراجع أسعار بدأ يشكل بالنسبة للدول النفطية عامل ضغط مستمر. وسجل البنك العالمي تواضع النتائج المحققة من قبل الإقتصاد الجزائري ، من خلال الكشف عن توقعات سبب النمو للنتائج المحلي الخام ، إذ يشير إلى أن سنة 2009 وهي آخر سنة لمخطط الدعم للنمو الإقتصادي الذي جند له أكثر من 150 أو 160 مليار دولار سينتهي بنسبة نمو متواضعة تقدر بـ 3.8 بالمائة، مما بين الإشكال المطروح في مجال ضمان فعالية أكبر للنفقات العمومية والنتائج الواجب تحقيقها ، مع ضخ عشرات الملايين من الدولارات ، إذ لوحظ خلال السنوات الماضية عدم التحكم في تقدير المشاريع وإعادة تقييمها بقيمة فاقت 40 مليار دولار واستمرار عمليات إعادة التقديم فضلاً على التأخير المسجل في أكبر المشاريع الهيكلية التي كانت تفترض أن تعطي دفعا كبيرا للاقتصاد على غرار مشاريع النقل الكبرى ، إذ كل المشاريع عرفت تأخراً ، ابتداءً من مشروع ميبتو وترامواي العاصمة.

و يضاف إلى ذلك الإشكال الذي تواجهه الجزائر في مجال الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتأخرها التي نالت مواقف صريحة من سلطات وعلى رأسها المشاريع العربية التي واجهت بيروقراطية كبيرة، مما ساهم في تأجيلها، أو عزوف المستثمرين عنها أصلاً.

### النتيجة:

بالنظر إلى ظروف الأزمة المالية يمكن اعتبار الساحة المالية والاقتصادية الجزائرية آمنة، والأزمة المالية العالمية قد تجعل من الجزائر قطبا استثماريا كبيرا، وهنا تظهر الدول التي تكون أدواتها المالية ناجعة من غيرها وبالتالي خريطة الاستثمار ستتأثر بهذه الأزمة، وحسب بنك الجزائر الأزمة المالية بعيدة عن الإقتصاد الوطني ولا تهدد النظام المالي والمصرفي، لكن إلى متى؟ حسب صندوق الدولي فان الجزائر من الدول التي لا تنعكس عليها آثار الأزمة المالية لا في المدى القصير ولا في المدى المتوسط لثلاث أسباب:

**أولاً:** لأن الاستثمارات المالية لم تكن موظفة في البورصات [أسهم وسندات الشركات الخاصة] وإنما موظفة في نوع ثاني من القيم المنقولة وهي أدونات الخزينة الأمريكية وأدونات خزينة في أوروبا الشمالية وهي مضمونة من طرف الدولة أو الخزينة، مما يعني أن احتياطات الجزائر تقريبا مئة بالمائة بمنأى عن تداعيات الأزمة المالية.

**ثانياً:** التسيير الجيد لمخزونات واحتياطات الجزائر.

**ثالثاً:** التثبيت النسبي لتسعيرة الدينار الجزائري.

فالاقتصاد الجزائري قادر على تجنب آثار هذه الصدمة على الأقل في المدى القصير والمتوسط، حتى و أن أخذ بعين الاعتبار سناريو تراجع أسعار النفط إلى أقل من 40 دولاراً، والسبب أن الجزائر غير موجودة في السوق المالية الدولية، ولا تتوفر على صناديق سيادية مما يجعلها حقيقة في منأى من التبعات السلبية لهذه الأزمة، كما أن للأزمة المالية العالمية جوانب إيجابية على الجزائر ومن ذلك ارتفاع قيمة الدولار أمام العملات الأجنبية بالنظر إلى أن العملة الأمريكية هي عملة الصادرات الجزائرية، بينما الأورو الذي فقد بعضاً من قيمته أمام العملات الأخرى في تراجع محسوس، وما لذلك من آثار على خفض فاتورة الواردات الغذائية الجزائرية المقدرة بـ 5 مليارات دولار، وبالرغم من ذلك فهناك آثار غير مباشرة في المدى البعيد حينما تنتقل الأزمة من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية فعندئذ يمكن للنمو الاقتصادي العالمي أن يتراجع كثيراً وينتج عنه أزمة كساد.

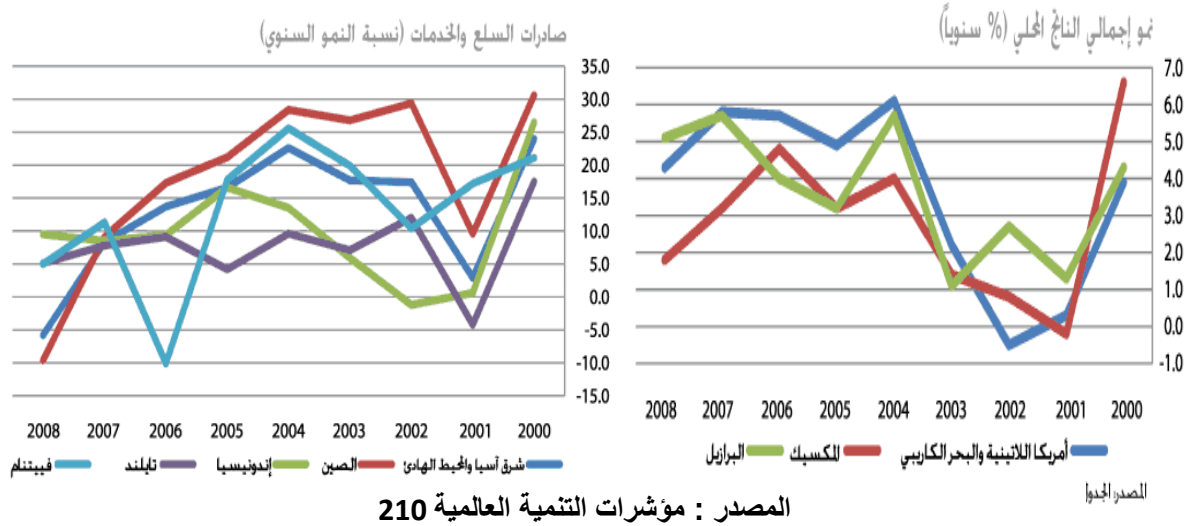
### المطلب السادس: اثر الأزمة المالية العالمية على باقي الدول النامية

تسببت الأزمة المالية التي ضربت العالم في عام 2008 وحالة الركود الاقتصادي التي جاءت في أعقابها في تفاقم التحديات أمام الجهود الرامية إلى بلوغ الأهداف الإنمائية للألفية. ورغم أن هذه الأهداف لا تستهدف صراحة زيادة معدلات النمو الاقتصادي، فثمة ارتباط وثيق بين مقاييس مستوى الدخل للفرد وبين مؤشرات الفقر والصحة والتعليم المستخدمة على نطاق واسع، وخلافاً لمعدلات النمو التي بلغت مستويات قياسية خلال فترة السنوات 2000 - 2007، فإن نمو الاقتصاد العالمي لم يتجاوز 1.9 في المائة في عام 2008، وتشير التقديرات إلى تراجع بنسبة 2.2 في المائة في عام 2009.

وقد نمت صادرات منطقة شرق آسيا بسرعة أقل منذ عام 2004، وانكشفت في عام 2008 نتيجة للأزمة الاقتصادية العالمية، وفي حين تراجعت صادرات الصين مباشرة، فإن بلداناً أخرى بالمنطقة لم تشعر بتأثيرها حتى الربع الأخير من عام 2008 وبداية عام 2009. فصادرات إندونيسيا، على سبيل المثال، ظلت قوية معظم عام 2008، مدعومة بالارتفاع الكبير في أسعار السلع الأولية إلى أن أسفرت الانخفاضات الهائلة في أسعار النفط والسلع الأولية الأخرى عن تراجع كبير في الصادرات الفعلية في الربع الأخير من عام 2008.

وكان أداء منطقة أمريكا اللاتينية أفضل كثيراً في الأزمة الأخيرة مقارنة بالأزمات السابقة، ويرجع ذلك إلى سلامة مقومات اقتصاداتها الكلية، غير أن المكسيك تضررت بشدة نتيجة لاعتمادها على الولايات المتحدة في معظم علاقاتها التجارية تقريباً، ووفقاً للتقديرات الأولية، انكمش الاقتصاد المكسيكي بواقع 6.5 في المائة، في حين انكمش الاقتصاد البرازيلي بواقع 0.5 في المائة فقط في عام 2009.

الشكل رقم 81: نمو إجمالي الناتج المحلي وصادرات السلع والخدمات في الدول النامية

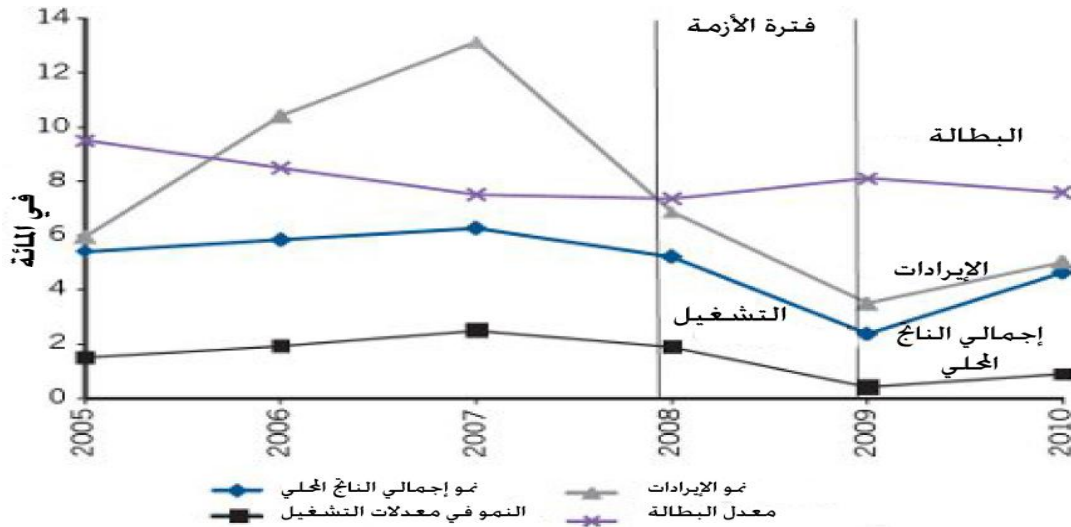


وعند بداية الأزمة المالية في عام 2008، تباطأ نمو إجمالي الناتج المحلي في البلدان المتوسطة الدخل في منطقة أفريقيا جنوب الصحراء، وأخذ ذلك نمطاً يمكن رؤيته في كافة مناطق العالم النامية. وفي المتوسط، كان أداء البلدان المتوسطة الدخل أسوأ بكثير من البلدان المنخفضة الدخل الأقل اندماجاً في الاقتصاد العالمي. ومن المتوقع أن يتراجع اقتصاد جنوب أفريقيا في عام 2009، وهو أكبر اقتصاد في المنطقة، بواقع 2.1 في المائة. أما الاقتصاد النيجيري، وهو ثاني أكبر اقتصاد في المنطقة، فيُتوقع أن يتباطأ معدل نموه من 6 في المائة في عام 2008 إلى 2.9 في المائة. وتشير التوقعات إلى أن البلدان المتوسطة الدخل الأخرى في أفريقيا جنوب الصحراء ستشهد معدل نمو أقل كثيراً في عام 2009، باستثناء الكاميرون وكوت ديفوار والسودان.

## المبحث الرابع : مؤشرات إجمالي الناتج المحلي وأسواق العمل في البلدان النامية بعد الأزمة المالية العالمية

لم يزل تعافي أسواق العمل من آثار الأزمة المالية يتسم بالبطء في بعض بلدان العالم النامية، حيث لا يزال النمو في معدلات التشغيل والإيرادات أقل بكثير مما كانت عليه قبل الأزمة، وتسببت الأزمة العالمية في حدوث انخفاض حاد في النمو الاقتصادي بأنحاء بلدان العالم النامية، لكن تأثيرها على أسواق العمل اتسم بالتفاوت الشديد. فقد أفلتت أسواق العمل في شرق آسيا من الأزمة إلى حد بعيد، وتعافت مؤشرات التشغيل في أمريكا اللاتينية بسرعة خلال عام 2010 بعدما شهدته من انكماش في العام السابق، ولكن على النقيض من ذلك، ظلت أوروبا وآسيا الوسطى تعاني انخفاضاً في نمو الإيرادات وارتفاعاً في معدلات البطالة في 2010، وتظهر الاتجاهات الأحدث عهداً في تسعة من أكبر البلدان النامية تبايناً في نمو الإيرادات وضعفاً في خلق فرص العمل فيما مضى من عام 2011.

الشكل 82: مؤشرات إجمالي الناتج المحلي وأسواق العمل في البلدان النامية بعد الأزمة



المصدر: صندوق النقد الدولي، ومنظمة العمل الدولية وشركة CEIC للبيانات ومكاتب الإحصاءات الوطنية

وتفيد أحدث البيانات أن تعافي أسواق العمل بالبلدان النامية من آثار الأزمة المالية العالمية يتخلف عن

ركب النمو الاقتصادي انظر الشكل رقم 82 وخلال عام 2010، نما إجمالي الناتج المحلي بنحو 2.5

نقطة مئوية في 136 بلداً نامياً، قاطعاً بذلك نحو نصف الطريق نحو استعادة دروته البالغة نسبتها 6

في المائة قبل الأزمة. غير أن النمو في الإيرادات ومعدلات التشغيل ظل في عام 2010 أقل بكثير من

معدلات ما قبل الأزمة، على الرغم من حدوث تحسن طفيف خلال عام 2009، ويمثل بطء النمو في

معدلات التشغيل وسط تراجع البطالة عرضاً لتأخر تعافي المشاركة في أسواق العمل، مما يوحي بأن

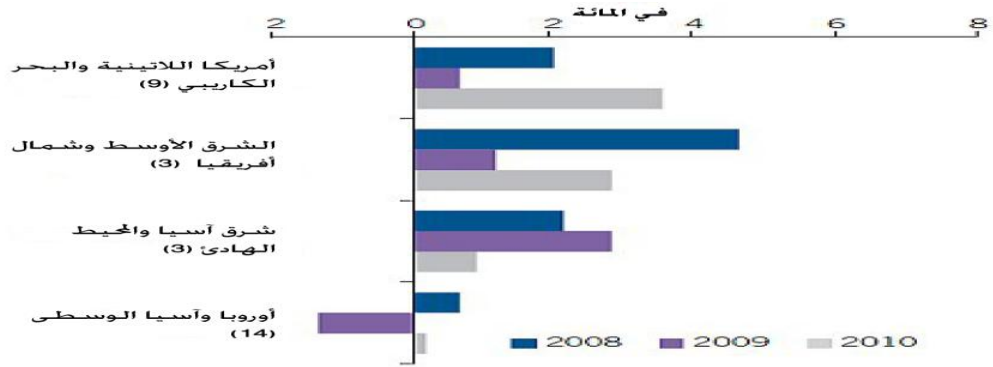
العمال المحبطين أو الذين تم الاستغناء عنهم ربما كانوا يعودون ببطء إلى قوة العمل<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> <http://www.albankaldawli.org/topic/jobs/Job-Trends-October-2011.htm>

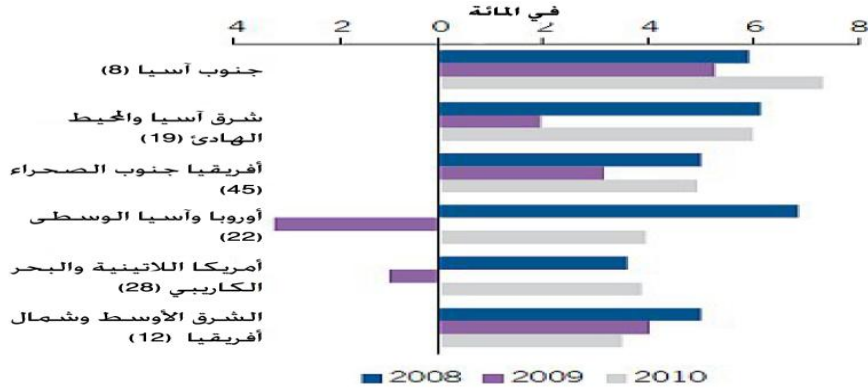


وكذلك انخفض نمو إجمالي الناتج المحلي بشدة في منطقتي أمريكا اللاتينية وشرق آسيا، ولكن التأثير على أسواق العمل اتسم بالتفاوت الشديد ففي أمريكا اللاتينية، انكمش النمو في معدلات التشغيل والإيرادات وزادت البطالة. ولكن على النقيض منها، ظلت أسواق العمل في شرق آسيا تتمتع باستقرار مذهل. ولم يسجل متوسط البطالة إلا زيادة ضئيلة في بلدان شرق آسيا التسعة التي تصدر تقارير سنوية فيما يتعلق ببيانات البطالة، بل وأحرز النمو في معدلات التشغيل تحسناً طفيفاً في عام 2009، وربما كانت هذه النتائج الإيجابية نسبياً في شرق آسيا ترجع إلى عدة عوامل، من بينها اتصاف أسواق العمل بمزيد من المرونة، واستمرار النمو القوي في الصين، والتوسع الملحوظ في الإنفاق بالموازانات العامة.

الشكل 83: التغير في معدلات التشغيل



الشكل 84: نمو إجمالي الناتج المحلي

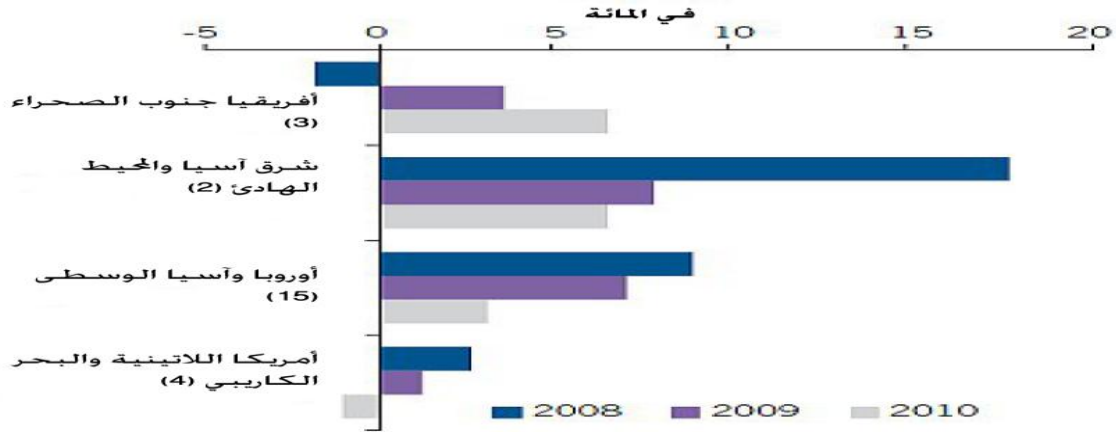


المصدر: صندوق النقد الدولي، ومنظمة العمل الدولية وشركة CEIC للبيانات ومكاتب الإحصاءات الوطنية

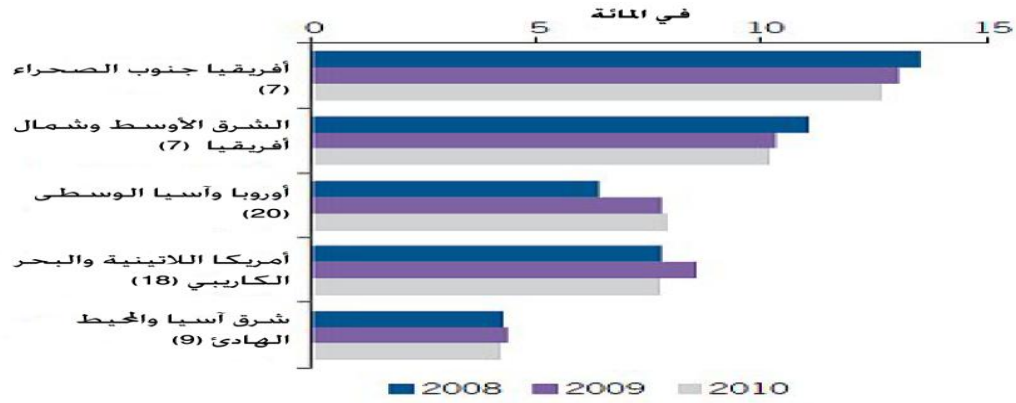
المصدر: صندوق النقد الدولي، ومنظمة العمل الدولية وشركة

الشكل 85: التغير في الإيرادات حسب المنطقة





المصدر: صندوق النقد الدولي، ومنظمة العمل الدولية وشركة CEIC للبيانات ومكاتب الإحصاءات الوطنية  
الشكل 86: معدل البطالة



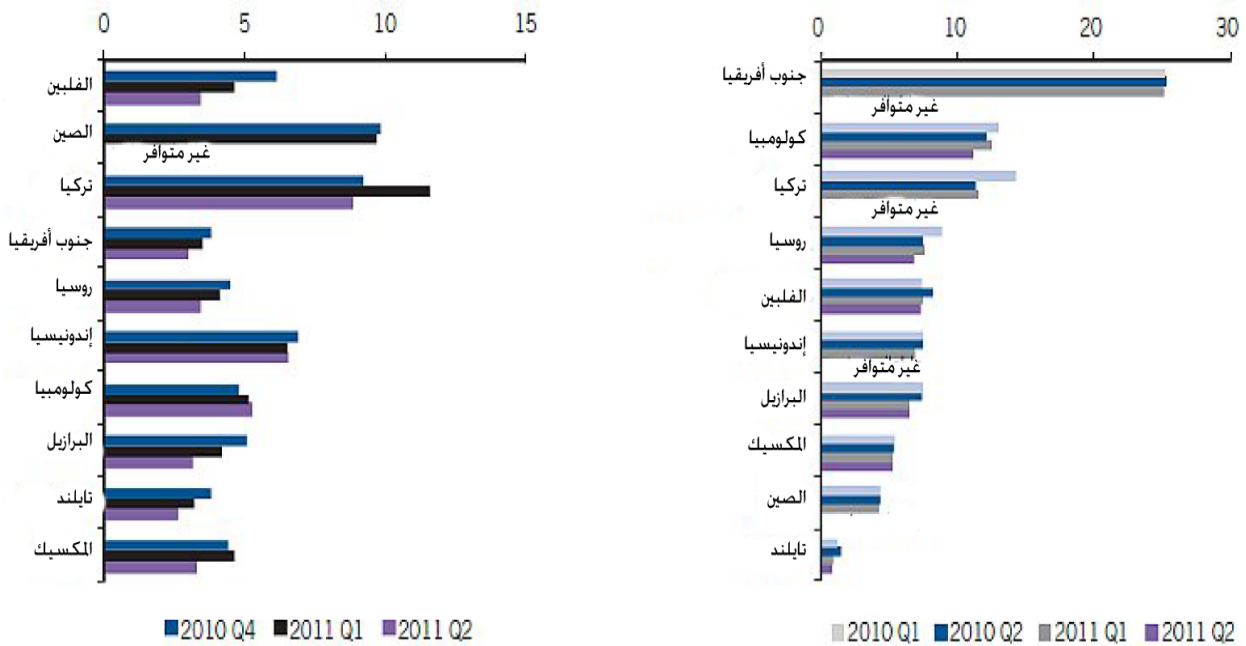
المصدر: صندوق النقد الدولي، ومنظمة العمل الدولية وشركة CEIC للبيانات ومكاتب الإحصاءات الوطنية

وفي منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، أمكن احتواء الهبوط في نمو إجمالي الناتج المحلي بدرجة أكبر، وبدا أن أسواق العمل بها لم تتأثر كثيراً بالأزمة. ولم يكن لما ترافق مع الأزمة من هبوط في أسعار النفط العالمية تأثير كبير على البطالة في المنطقة. أما في منطقة أفريقيا جنوب الصحراء، فقد مال متوسط معدلات البطالة إلى الهبوط في سبعة من بلدان المنطقة خلال عامي 2009 و 2010، في حين حقق نمو الإيرادات زيادة في جنوب أفريقيا وبوتسوانا وموريشيوس خلال هذين العامين ، وربما تكون أفريقيا قد استفادت من ضعف تكاملها الاقتصادي مع البلدان الأثد تضرراً في أوروبا والولايات المتحدة وكذلك يبدو أن منطقة جنوب آسيا قد أفلتت من براثن أسوأ الآثار الناجمة عن هذه الأزمة ، ولم يقتصر التفاوت على تأثر البلدان النامية بالأزمة، بل وتفاوتت أيضاً درجة تعافي أسواق العمل من منطقة إلى أخرى ، فقد عاودت اقتصادات أمريكا اللاتينية انطلاقها من جديد في عام 2010، حتى تجاوز متوسط النمو المعدلات التي سجلها في عام 2008، وأدى هذا التعافي في معدل النمو إلى خلق فرص عمل جديدة - حيث هبطت البطالة إلى المستوى الذي كانت عليه في 2008 وحقق النمو في معدلات التشغيل زيادة بلغ متوسطها نحو 4 في المائة. وعلى النقيض من ذلك، كان التعافي أكثر بطئاً في أوروبا وآسيا الوسطى وحقق النمو في معدلات التشغيل تحسناً ملحوظاً في عام 2010، لكن البطالة

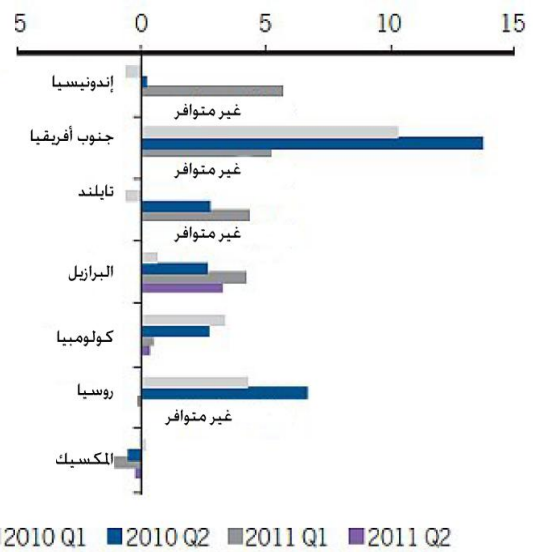
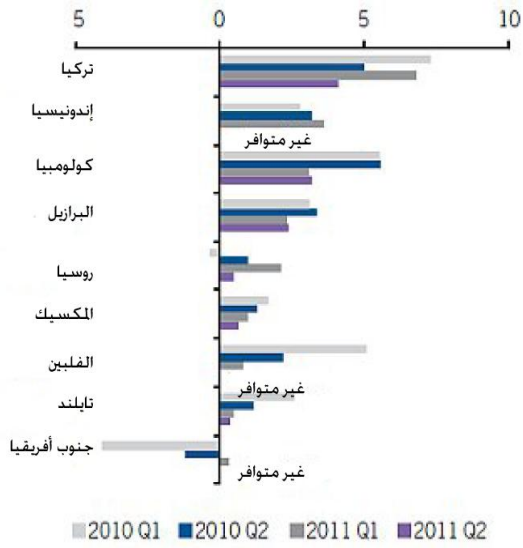
ظلت على ارتفاعها وتباطأ متوسط نمو الإيرادات من قرابة 6 في المائة في عام 2009 إلى 2 في المائة في عام 2010، وتوحي أحدث البيانات المتاحة الصادرة عن تسعة من أكبر البلدان النامية باستمرار التفاوت في معدلات تعافي أسواق العمل خلال عام 2011، في ظل ضعف خلق فرص العمل وتباين نمو الإيرادات انظر الشكل 87 فقد تسارع بشدة النمو في معدلات التشغيل السنوية في جنوب أفريقيا مقارنة بالعام السابق، وارتفع قليلاً في تايلند وإندونيسيا. غير أن النمو في معدلات التشغيل تراجع في البلدان الستة الأخرى ، وتحسن بدرجة ملحوظة نمو الإيرادات في إندونيسيا وتايلند والبرازيل، لكنه تعثر في جنوب أفريقيا والاتحاد الروسي وكولومبيا، وظل على انخفاضه في المكسيك وهبطت قليلاً معدلات البطالة في ربع السنة الأخير المتوافرة بياناته، لكنها لم تنزل تزيد على 6 في المائة في معظم البلدان.

الشكل 87: نمو إجمالي الناتج المحلي، ومعدل البطالة، والنمو في معدلات التشغيل، ونمو الإيرادات حسب ربع السنة المعني

أ. نمو إجمالي الناتج المحلي ، معدل البطالة



### ج. النمو في معدلات التشغيل نمو الإيرادات



CEIC للبيانات ومكاتب الإحصاءات الوطنية

المصدر: صندوق النقد الدولي، ومنظمة العمل الدولية وشركة

### النتائج :

\* على الرغم من ظهور بوادر على تحسن نمو إجمالي الناتج المحلي في عام 2010، فقد اتسم تعافي أسواق العمل بالبطء. ولم يزل نمو الإيرادات ومعدلات التشغيل أقل بكثير من المستويات التي كان عليها قبل الأزمة.

\* في عام 2010، ارتفع إجمالي الناتج المحلي بمنطقة أمريكا اللاتينية بنحو 6 في المائة، كما تعافت أسواق العمل هي الأخرى، مع حدوث نمو قوي في الوظائف وتراجع البطالة إلى مستويات ما قبل الأزمة.

\* ظلت أسواق العمل في شرق آسيا مستقرة بشكل يثير الدهشة طوال الأزمة على الرغم من حدوث انخفاضات في إجمالي الناتج المحلي، في حين لم تتأثر منطقتنا أفريقيا والشرق الأوسط كثيراً من جراء الأزمة سواء فيما يتعلق بمؤشرات النمو الاقتصادي وأسواق العمل.

تظهر اتجاهات أسواق العمل تفاوتاً كبيراً فيما بين بلدان المنطقة الواحدة، حيث لا تزال جيوب من بلدان أمريكا اللاتينية وأوروبا تشهد تحسناً بطيئاً في إجمالي الناتج المحلي وفي أسواق العمل.

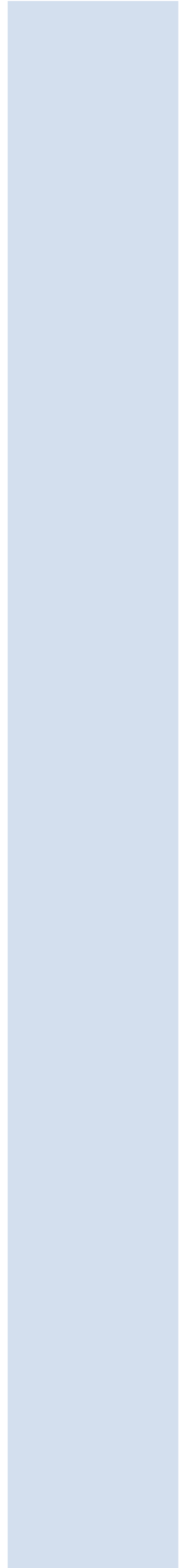
\* تظهر البيانات المتاحة من تسعة من البلدان النامية الكبيرة وجود تفاوت في نمو الإيرادات وبطء في خلق فرص العمل.

### خاتمة الفصل الخامس :

لقد كانت الأزمة المالية التي اندلعت في عام 2008، وأدت إلى ركود اقتصادي عالمي في عام 2009، هي الأسوأ منذ 50 عاماً، وتشير البيانات إلى أنها ستتسبب في ارتفاع عدد الفقراء بنحو 64 مليون شخص بنهاية عام 2010، وقد تكون لذلك آثار فادحة وطويلة الأمد على رفاهية البشر، وتتفاوت القدرة على مواجهة هذا التراجع الاقتصادي من منطقة إلى أخرى ومن بلد إلى آخر. وقد انتقلت آثار هذه الأزمة من البلدان المرتفعة الدخل إلى البلدان النامية مع تراجع الصادرات والتدفقات الرأسمالية الخاصة، وأسعار السلع الأولية، فضلاً عن تحويلات المغتربين والمهاجرين.



الخاتمة العامة



# الخاتمة العامة

كانت مختلف الأزمات المالية التي عصفت بالأسواق المالية وقد امتازت كل أزمة عن الأخرى حسب الظروف التي وقعت فيها أو من حيث نتائجها أو حتى من حيث الدول التي شملتها ، و مع أن هذه الأزمات قد عصفت بالدول المتقدمة إلا أنها أثرت و بشكل كبير على اقتصاديات الدول النامية ، و بالتالي فإن الدول النامية ليست في منأى عن ما يحدث في الأسواق المالية العالمية و خاصة الدول التي تعتمد اقتصادياتها على المواد الأولية والبتروولية، و لذلك فإن استيعاب الدروس يمكننا جديا إلى الانتقال بواقعية و بجدية إلى برامج تنويع الاقتصاد لتمكن من التحكم في الخسائر المنجرة عن تواتر حدوث الأزمات في العالم. فلقد خلقت العولمة المالية تحديات كبرى فالنظام المالي الدولي أصبح يكشف أوجه الضعف الاقتصادية للبلدان بسرعة كما أنه يبسر نقل الاضطرابات المالية على الصعيد العالمي ، لذلك فمن الضروري أن تحتفظ البلدان بسياسات اقتصادية مناسبة و متنسقة و انتهاج تدابير مناسبة لتقليل المخاطر وأن تكون أسس الاقتصاد الكلي سليمة مع وجود مركز مالي قوي و توازن خارجي و أنه من المهم بخاصة تحسين الإشراف على النظم المالية ولوائحها وشفافيتها.

ولهذا السبب عملت الدول في وقت من الأوقات بنظام ربط أسعار الصرف بعملة واحدة من اجل الوصول لأقصى درجة من الاستقرار في أسعار الصرف، خاصة الدول النامية ولعل السبب وراء اتجاه تلك الدول لنظام ربط سعر الصرف الخاص بالعملة المحلية بإحدى العملات العالمية هو الحصول على جو آمن للاستثمار الأجنبي، فمع نظام الربط يكون المستثمرين أمنين على قيمة الاستثمارات الخاصة بهم في تلك الدولة ،بالإضافة إلى أن نظام ربط العملات من الممكن أن يؤدي إلى الحفاظ على معدلات التضخم عند مستويات منخفضة الأمر الذي يؤدي إلى دعم معدلات الطلب وبالتالي ارتفاع الثقة في الاقتصاد والعملة المستقرة.

أشارت الأدبيات المتعلقة بنظم سعر الصرف على أن هناك تأثير لأسعار الصرف على النمو الاقتصادي، ويكون ذلك التأثير إما مباشرة من خلال تأثير سعر الصرف بالصدمات أو غير مباشر بتأثير سعر الصرف على كل من الاستثمار، التجارة وتطور القطاع المالي، وتشير النظرية الاقتصادية أن فعالية الدول للتعامل مع الصدمات التجارية يعتمد بالدرجة الأولى على نظام الصرف المعتمد في تلك الدول الذي بدوره ينعكس على النمو الاقتصادي للبلد، وفي حال تراجع أسعار صادرات دولة ما فإن انعكاس ذلك على النمو الاقتصادي يعتمد على إن كان نظام سعر الصرف ثابت أو معوم.

إن انخفاض سعر الصادرات سيؤدي إلى التقليل من إيرادات الدولة، الأمر الذي سيؤدي إلى التراجع في النشاط الاقتصادي، وكذلك في العمالة، كون أن إيرادات الدولة من العملة الأجنبية ستتخفف في ضوء انخفاض أسعار

الصادرات، فإن العملة الأجنبية ستكون قليلة مما سيؤدي إلى انخفاض في العملة المحلية، وفي حال اعتماد الدولة نظام سعر صرف ثابت فإنه يتطلب من الدولة التدخل للحفاظ على سعر الصرف للعملة المحلية من خلال البدء بشراء العملة المحلية، مما سيقلل من توفر هذه العملة اللازم لمنح التسهيلات والاستثمارات مما سينعكس سلباً على النمو الإقتصادي، وفي حال اعتماد الدولة لسعر صرف مرن أو معوم، فإن الدولة غير ملتزمة بالتدخل لرفع سعر الصرف، وبالتالي سيؤدي عدم توفر العملة الأجنبية وإلى المزيد من الانخفاض في سعر العملة المحلية الأمر الذي سينعكس إيجاباً على الصادرات وبالتالي ازدياد في النمو الإقتصادي.

وقد دلت الدراسات على أن هناك اختلافاً في التجاوب مع صدمات التجارة باختلاف نظم سعر الصرف فمثلاً وجد أن الدول التي تستخدم نظم صرف ثابتة واجهت تراجعاً كبيراً في الناتج المحلي الحقيقي في الوقت التي انخفضت فيه أسعار العملة بشكل بطيء نتيجة لانخفاض الأسعار، في حين أن الدول التي تعتمد أسعار صرف مرنة عانت من تراجع بسيط في الناتج المحلي، وانخفاض سريع وكبير في سعر الصرف، وهناك آراء تقول أن سعر الصرف المرن يمكن أن يؤدي إلى نمو إقتصادي أكبر، كونه يمكن الاقتصاد من امتصاص والتكيف بسهولة أكبر كون تحركات العملة يمكن أن تعمل كمتصات للصدمة، ويمكن لسعر الصرف المرن للدولة من اعتماد سياسة نقدية مستقلة، وكذلك من التعامل مع الصدمات الداخلية والخارجية، عندما يكون التجاوب مع الصدمات سلباً و يمكن أن يتوقع أن يكون النمو أكبر.

إن سعر الصرف يؤثر على النمو الإقتصادي بطريقة غير مباشرة من خلال تأثيره على مكونات النمو مثل الاستثمار، درجة الانفتاح على التجارة الدولية، التدفقات الرأسمالية وتطور القطاع المالي، بعض الاقتصاديين يرون أن الاستثمار سيكون أكبر في حالة سعر الصرف الثابت نتيجة للتقليل من درجة عدم التأكد، سعر الفائدة، وتذبذب سعر الصرف، درجة الانفتاح أيضاً لها تأثير على النمو الإقتصادي من خلال أن الدول التي تكون منفتحة على التجارة سيكون النمو لديها أكبر كونها أصبح عندها المقدرة لامتصاص التطورات التكنولوجية الكبيرة، وبالتالي الاستفادة من التعامل مع الأسواق الكبيرة، كذلك الانفتاح على التدفقات الرأسمالية يمكن أن تكون محركاً للنمو الإقتصادي من خلال زيادة الاستثمار، وكذلك زيادة الوساطة المالية المحلية، وبالتالي فإن سعر الصرف سيؤثر على النمو بطريقة غير مباشرة إذا كان له تأثير على التدفقات الرأسمالية كحجم وكنوع .

والبعض الآخر يرى أنه في حالة سعر الصرف الثابت إذا كانت التدفقات الرأسمالية يصاحبها قصور في الرقابة ، فإن ذلك يؤدي إلى ظهور تدفقات رأسمالية هدفها المضاربة، كما حدث في الأسواق الناشئة في التسعينات، وبالتالي تدفقات من هذا النوع لا تؤدي إلى زيادة في النمو الإقتصادي إذا لم توظف في استثمارات منتجة وقد بينت الدراسة التي أعدت من قبل ( Krugman ، 1998 ) و( Roubini ، 1998 ) أن المقرضين الأجانب يعتقدون أن الحكومة ستقوم بتعويضهم وبالتالي قاموا بإقراض البنوك بشكل كبير، حيث قامت البنوك بتوجيه هذه الأموال نحو



استثمارات غير منتجة، حيث كانت لدى البنوك حافز بالإقراض بشكل كبير لأن هذا الإقراض ضمنياً مكفول من الحكومة.

أخيراً، إن تأثير نظام سعر الصرف يعتمد على مستوى التطور في الأسواق المالية، إن سعر الصرف المرن يكون عادة مقرون بتذبذبات عالية والتي يمكن أن يكون لها اثر سلبي على الاقتصاد ما لم يكن النظام المالي قادراً على امتصاص الصدمات وتزويد المتعاملين بأدوات تحوط مناسبة، لذلك يعتقد أنه يجب أن يكون هناك نظام مالي متطور إذا أريد الاستفادة من ميزات سعر الصرف المرن، وكثيراً من أسواق رأس المال في الدول النامية تتصف بالضحالة وبالتالي هناك عدم فائدة من سعر الصرف المرن وبالتالي هناك دراسات ترى أنه من المناسب أن تعتمد الدول النامية سعر صرف ثابت، (Aizenman & Hausmann 2000)، وفي ذات الوقت اعتماد سعر صرف ثابت وهو وجود نظام مالي غير متطور يمكن أن يؤدي بالنهاية إلى أزمات مصرفية (Chang and

velasco, 200)، إن القنوات التي يؤثر بها سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية المباشرة تتمثل في أن انخفاض العملية يؤدي إلى تقليل كلفة (العمالة) المحلية وبالتالي زيادة الطلب عليها وبالتالي زيادة التوظيف/ العمالة الأمر الذي يؤدي إلى زيادة العائد على رأس المال، وانخفاض العملة أيضاً يؤدي إلى زيادة ثروة المستثمرين الأجانب مقارنة مع ثروة المستثمرين المحليين، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار الأجنبي، وهناك بعض الآراء تقول أن هناك علاقة موجبة ما بين ارتفاع قيمة العملة والإستثمارات الأجنبية، ويعود ذلك أن ارتفاع العملة سيؤدي إلى زيادة الاستيراد والذي قد يدفع الدولة إلى وضع قيود أو إتباع سياسة اغلاقية أو فرض ضرائبها مما قد يدفع بالمستثمرين الأجانب إلى زيادة الاستثمار توقعاً لحدوث مثل هذه الإجراءات.

وبصورة عامة فإن الدول التي كانت تعتمد على أسعار الصرف الثابتة أدت بعد ذلك إلى دخولها في أزمات مالية كان من الصعب التحكم فيها على المدى الطويل ،على سبيل المثال رأينا أزمة المكسيك عام 1995، والأزمة الآسيوية عام 1997، وبعد ذلك الأزمة الروسية عام 1997، ومن الجدير بالذكر أن محاولة الاحتفاظ بالعملة المحلية على مستويات عالية باستخدام نظام الربط كان سبباً في جعل تلك العملات بقيم أعلى بكثير مما تستحق، الأمر الذي أدى إلى عدم استطاعة الحكومات بتلبية الطلب على تحويل العملة المحلية إلى العملة الأجنبية بالسعر الثابت، ومع وجود بعض المضاربة والذعر قام الكثير من المشاركين في التداول في سوق العملات بتحويل أموالهم إلى العملات الأجنبية هرباً من العملة المحلية الأمر الذي أدى إلى انهيار العملات المحلية مقابل العملات الأجنبية، وفي الحالة المكسيكية اضطرت الحكومة المكسيكية إلى تخفيض قيمة العملة المحلية بنسبة 30% تقريباً، وفي تايلاند اضطرت الحكومة إلى السماح بعملتها بالتعويم مقابل العملات المحلية، حتى أنه بحلول نهاية 1997 انخفضت العملة التايلاندية بنسبة 50% تقريباً وذلك بعد تعويمها للعرض والطلب.

وبصورة عامة فإن الدول التي تستخدم نظام سعر الصرف الثابت غالباً لا يكون لديها أسواق مال عالية الكفاءة والاحترافية، بالإضافة إلى نظام تشريعي ضعيف، ولكن بصورة عامة فكما رأينا فإن كل من اتبعوا نظام ربط

أسعار الصرف بعملة واحدة كان الغرض من ذلك هو الوصول إلى أكبر درجات الاستقرار والأمان في الاقتصاد، ولكن يجب في نفس الوقت أن تقوم تلك الدول بعمل إصلاحات اقتصادية مثل ارتفاع نسبة الشفافية والإفصاح وذلك من أجل تقوية النظام المالي في تلك الدولة، هناك بعض الحكومات تختار نظام التعويم وذلك بعد تقييم الأداء الخاص بنظام ربط أسعار الصرف. ولكن يجب أن لا تكون العملات معومة بصورة مطلقة وذلك من أجل تلافي عمليات البيع العشوائي والذعر مما يؤدي إلى تقلب الأسعار بصورة كبيرة تضر بالأداء الاقتصادي بصورة كبيرة.

فاعتماد نظام سعر صرف ثابت هو شبيه بوضع الاقتصاد في قالب محدد، وهذا يتطلب سياسة مالية متشددة ولا يسمح بالتجاوزات، أما إذا أغدقت الحكومات في الإنفاق أو ارتفع العجز الداخلي والخارجي، يصبح هذا الرداء ضيقاً وتبدأ التشققات بالظهور عليه مما يستدعي اتخاذ تدابير إصلاحية وإخضاع الاقتصاد للانضباط المالي ورفع معدلات الفائدة واتخاذ إجراءات تحريرية إضافية وتسريع عمليات الخصخصة لاجتذاب الرأسمال الأجنبي، ان فرض القيود أو وضع الحواجز البيروقراطية على المعاملات بالعملة الأجنبية لحماية سعر صرف ثابت عند مستويات مغالى فيها، يمكن أن يزيد الأمور تعقيداً، كما أن منع تدفقات رأس المال الخارجي من الدخول إلى البلاد، قد يساعد مرحلياً في الحد من المضاربة على العملة، لكن سيكون له تكلفة اقتصادية، إذ قد يؤدي إلى عدم الاستفادة المثلى من الموارد الرأسمالية المتاحة للاقتصاد عالمياً.

إن السحب من الاحتياطيات الخارجية لدعم العملة لا يكفي للحفاظ على سعر صرف ثابت، إلا إذا واجهته سياسة تصحيحية مالية ونقدية، وبما أن غالبية الدول العربية تسمح بحرية انتقال رؤوس الأموال من وإلى البلاد، فإذا ما توقع المتعاملون في السوق تخفيض سعر صرف العملة مقابل الدولار وحدثت عمليات مضاربة على هذه العملة، فستجد السلطات أن التدخل في سوق الصرف عن طريق السحب من الاحتياطيات بمفرده لن يكفي، وقد تستنفد هذه الاحتياطيات قبل أن يعود الاستقرار لأسعار الصرف.

ويمثل هدف تحقيق الاستقرار النقدي الشغل الشاغل لدى السلطات النقدية في كل بلد وعلاقة هذا الهدف بنظام سعر الصرف، علاقة جد معقدة، حيث أن عملية اختيار النظام المناسب تملئها الظروف الخاصة بكل بلد، وسعر الصرف هو سعر رئيسي في أي اقتصاد يؤثر في آخر المطاف على تكلفة السلع والخدمات المستوردة وربحية صناعة التصدير الأمر الذي ينعكس على معدلات التضخم والناتج والعمالة، واختيار ترتيبات الصرف يحدد درجة تأثير الاقتصاد في حالات الانتعاش وحالات الكساد في الخارج، كما يحدد نطاق السياسة النقدية المستقلة في الداخل، لهذا ظلت عملية اختيار نظام سعر الصرف مثار جدل منذ زمن طويل، فقد استخدمت العديد من الأنظمة ضمن برامج الإصلاح الهيكلي، والمفاضلة بينها ارتبطت بما تحققه هذه الأنظمة من مزايا في استقرار سعر الصرف. وفي هذا الإطار اعتبرت الدولار لدى الكثيرين أفضل أنظمة أسعار الصرف لما تحققه من مزايا تنعكس على الجانب النقدي والمالي الذي يفضي إلى الحد من إختلالات موازين المدفوعات وإلى تحقيق معدلات عالية من النمو والعمالة.

## - النتائج :

بعد تحليل مختلف فصول هذه الدراسة واعتمادا على فرضياتها لتحليل إشكالياتها وبعد الإجابة على أهم الأسئلة المطروحة، تم استخلاص النتائج الموالية :

- أن أنظمة أسعار الصرف التي انعكست إيجابا على اقتصاديات بعض الدول وأدت إلى تحقيق مستويات عالية من النمو والتحكم في مختلف التوازنات، لا يمكن الحكم على سلامتها.

- تكشف تجارب الأزمات السابقة أن كل أزمة تقريبا تحمل في طياتها مقومات نجاحها وكذا أسباب فشلها والبحث عن ذلك النجاح الكامن في جوهر الأزمة وتنميته وإستثماره هو لب الإدارة والمواجهة الصحيحة للأزمات والتقدم إلى الأمام فلا يجب الميل نحو مواجهة موقف سيء وجعله أسوء ، لأنه مهما كان هناك حرص شديد وتنبؤ مسبق فإنه لا يمكن الإعتقاد بإمكانية منع الأزمات من الوقوع نهائياً فالأزمات سوف تحدث ولكن يمكن الحد منها و النقييل من تأثيرها.

- الإنسان هو نقطة البداية لأي نشاط إقتصادي فلولا الحاجات البشرية وما يقابلها من محدودية أو ندرة الموارد المتاحة على إشباعها لما نشأت القيمة الإقتصادية أصلا لأي مورد، فالإنسان هو الذي يفضي قيمة إقتصادية على الأشياء وفقا لدرجة حاجته لها ووفقا لمدى توفرها وبذلك يجب أن يأخذ النشاط الإقتصادي بعين الإعتبار السلوك الإنساني الذي أدى إلى المبالغة في المعاملات المالية طمعا في الأرباح و هذا ما عكسته الأزمة المالية .

- إن الأزمة الراهنة لا يمكن وصفها بأنها أزمة رهن عقاري فقط ، أو أنها فقاعة لأزمة مالية ، بل هي أزمة بنيوية وهيكلية تمس جوهر الإقتصاد الأمريكي الذي ينتمي إلى إقتصاد إستهلاكي أكثر منه إلى إقتصاد إنتاجي ، حيث تراجعت قيم ومبادئ المنظومة الإنتاجية ليحل محلها الإعتداد على الخدمات ورغم تجلي الأزمة الراهنة في القطاع المالي والعقاري لكنها موضوعياً ترتبط بالوضع الإقتصادي الأمريكي والعالمي معا.

- إن التطورات الأخيرة لأسواق رأس المال لم تكشف النقاب عن مخاطر الأسواق العالمية فحسب، بل في كيفية التعامل معها بصورة مسؤولة من خلال إتباع سياسات إقتصادية تقوم على أسس متينة من الإصلاحات الهيكلية التي يمكن أن تقود إلى تجديد الثقة، وبالتالي تساعد على تخصيص الموارد بصورة كفاءة.

- يتضح أن الأزمة المالية العالمية قد أثرت بشدة على إقتصاديات مختلف الدول والتي أظهرت الترابط الوثيق بين الإقتصاديات ككل ومدى التحسس بين قطاعات و مكونات الإقتصاد العالمي .

- لعل كل ما تقدم يستدعي المزيد من الوعي بالأزمة بكل أبعادها السياسية والإقتصادية والاجتماعية، وتشخيصها، للتأكد من علاقة الترابط بين العولمة والتبعية والتخلف التي تحكم وتهيمن وتحتجز التطور العربي فبتنا نتأثر بأي صدمات إقتصادية تحدث على الصعيد العالمي، فهذا يستدعي إعادة التفكير مليا، بالسياسات الإقتصادية المتبعة، والبحث الجدي عن تأسيس كتل إقتصادي عربي حقيقي يعيد توزيع و إستخدام الموارد العربية المتاحة بصورة

فعالة وفي صالح الجميع، في إطار مشروع نهضوي عربي حقيقي يقوم على مراعاة المصالح لكل دولة ونقلها من حالة السكون أو الجمود الراهنة إلى حالة الحركة والحياة والتجدد .

- لقد تأثرت الجزائر بالأزمة المالية و لو بصفة غير مباشرة وذلك بجانبين , هناك الجانب سلبي الذي نذكر منه إنخفاض المداخيل من العملة الصعبة فيما يخص قطاع المحروقات.وإعتماد الجزائر على إحتياطي الصرف المتاح لإتمام البرامج التنموية التي تم الشروع في إنجازها أو المدرجة، وأيضا إعتماها على سياسة التقشف في النفقات العمومية ، وهناك جانب ايجابي الذي يختص في إمكانية شراء التكنولوجيا بتكلفة قليلة وفي آجال جد قصيرة. كما ان هناك مد جسور لشراكة حقيقية مع المؤسسات الأجنبية. وأيضا تمثل الأزمة فرصة مناسبة للتموقع في الأسواق الخارجية في إنتظار الإنطلاق من جديد وإعادة هيكلة القطاع العمومي ليلعب دورا أكثر في التنمية الوطنية .

- استخلصنا ايضا أن اقتصاد الجزائر ممكن أن يتأثر بالأزمة إن استمرت على المدى المتوسط أو الطويل ودليل على ذلك اعتراف مسؤولي المؤسسات نפטال وBCR من خلال زيارتنا لهم بعدم وصول لهيب نيران الأزمة إليهم في الوقت الحاضر فربما بعد إن لم تُطفئ نيرانها .

فذلك يجب على الجزائر إتباع عدة خطوات للتقليل من حجم الضرر وتكمن هذه الخطوات في :

❖ الاعتماد على عدة قطاعات صناعية وعدم ارتكازها على مصدر واحد وهو قطاع المحروقات الذي كان أول المتأثرين من الأزمة المالية العالمية.

❖ تنويع سلة العملات الأجنبية باعتبار أن إبقاء الدولار كعملة رئيسية في سلة العملات أمر خطير، ما يوضح لنا الفرضية التي تم اقتراحها في بداية الدراسة بوضع نظام جديد يوازن القوى في الاقتصاد العالمي في خضم هذه المعمة التي كان احد أسبابها إن لم يكن أهمها على الإطلاق هو أزمة الرهن العقاري التي ولدها القطاع المالي الذي أصبح على حد تعبير البعض طفلا يحتاج إلى وصاية ، هذه الوصاية هي تدخل الاقتصاد الإسلامي وهو ما أدى ببعض متصديري العمل الإسلامي إلى اعتبار ذلك فرصة سانحة لتفعيل مفهوم البنك الإسلامي والصك الإسلامي وعرضهما كنموذجين يوضحان مدى صلاحية أحكام الشريعة الإسلامية وقدرتها على الإنخراط في النظام الاقتصادي المالي والتأثير فيه ايجابيا .

- إن الصدمات المتأتية من الخارج من جراء الأزمات المالية والاقتصادية أو غيرها لها تأثيرها الواضح والواسع على النمو الاقتصادي الذي يرتكز بشكل كبير على الإيرادات النفطية و للحيلولة دون ذلك يكون من الأجدى تنويع الإنتاج ورفع التنافسية المؤسسات الاقتصادية و تحسين الأداء الاقتصادي والزيادة في القدرة على المنافسة الخارجية و ترقية الصادرات في القطاعات خارج المحروقات ،و قيادة سياسة نقدية و مالية سليمة، الأمر الذي يسمح بوجود أدوات لامتصاص الصدمات الداخلية والخارجية وإخمادها ،بفضل الغطاء الذي تقدمه هذه الإجراءات و التي تعمل على زيادة مرونة و قدرة الاقتصاد على التكيف مع الصدمات والتفاعل معها، هذه الصدمات التي بإمكانها الانتقال إلى الاقتصاد الحقيقي أو إلى بعض قطاعاته محدثة كبح في النمو الاقتصادي.

- مع الإتجاه المتزايد نحو تطبيق عولمة النشاط الإقتصادي و ما يرتبط بها من إزالة لكافة القيود أمام تحركات رؤوس الأموال و الإستثمارات عبر الحدود ، تكون إستشارة على تكرار حدوث الأزمات المالية و تتمثل أهم الأسباب التي تؤدي عادة إلى وقوع مثل تلك الأزمات المالية في عدم ملاءمة السياسات الإقتصادية الكلية المتبعة ( مثل إتباع سياسات نقدية و مالية توسعية مبالغ فيها ووجود سياسات و نظم أسعار صرف غير مناسبة )، توفر عنصر الخطر العنوي ، ضعف وهشاشة القطاع المالي ، و الصدمات الخارجية ( كالتحويلات المفاجئة في معدلات التبادل التجاري و التقلبات في أسعار الفائدة العالمية ، بالإضافة إلى التدفقات الرأسمالية و تحركاتها نوعيتها ).

- ولقد أمكن تمييز عدة أنواع مختلفة للأزمات المالية يأتي على رأسها أزمة العملة و الأزمات المصرفية و أزمة الديون الخارجية و الأزمة الشاملة أو النظامية و على الرغم من إختلاف تلك الأزمات إلا انها تتسم عادة بدرجة كبيرة من الإرتباط فيوا بينها أو التابع في بعض الحالات كما يمكن أن تجتمع في آن واحد .

- تشير التقارير إلى أن التكتلات و زيادة حجم التبادلات الإقتصادية وغيرها من التبادلات في المجالات الأخرى من شأنه أن يزيد في أنتشار العدوى بشكل سريع بين الدول ز ما ترتب عليها الكثير من إقتصاديات الدول النامية حيث يترتب على وقوع تلك الأزمات تكبد هذه الدول و إقتصادياتها المتضررة لعدة أنواع من التكاليف و التي [اتي على رأسها التكاليف المرتبطة بإعادة هيكلة القطاعات المالية ، زيادة حجم القروض عديمة الأداء ، تقليل فعالية السياسة النقدية ، تحقيق خسائر في الناتج الحقيقي ، إرتفاع معدلات البطالة ، و زيادة التكاليف الإجتماعية ، بالإضافة إلى تكاليف أخرى ، إلا لأنه تجدر الإشارة إلى أن حجم تلك التكاليف يختلف من بلد لآخر و ذلك تبعاً لشدة تأثير الأزمة ، و ذلك تبعاً لحالة البلد نفسه ، الظروف الإقتصادية و الإجتماعية قبل إنعكاس الأزمة .

- ولقد ذاقت عدة دول و يلات الأزمات المالية ، و بصفة عامة الدول التي مرت بإنهيارات في أسواق أسهمها لها نتائج وخيمة وسيئة على الدول الواقعة وراء حدودها إلا أن معظم هذه الأحداث و الإنهيارات التي وقعت و أدت إلى ظهور الأزمات الخارجية ربما كانت خارج نطاق الحكومات على منع ظهورها و لقد أثارت هذه الأزمات خاصة الأسيوية على البلدان نفسها التي وقعت فيها الأزمة من خلال شدة وطأة التكاليف الإجتماعية و أيضا أثرت على مختلف التكاليف الإجتماعية و أيضا أثرت على مختلف الأقاليم في العالم ، إحتتمل التاريخ في طياته أزمات مالية أشد في ظل تصاعد موجة التدفقات الحرة لرؤوس الأموال و الزيادة الكبيرة في إقراض العقارات ما أدى إلى إنهيار الأسواق المالية و البنوك الكبيرة انطلاقاً من أمريكا إلى دول عظمى ، و نقشت العدوى عبر أنحاء العالم و أصبحت أزمة ماليّ محققة إبتداءاً من سبتمبر 2008 .

- إن عملية وضع علاجات ناجعة و إتباع سبل وقائية صائبة و إقتراح أبعاد إستراتيجية تتماشى مع الأهداف المسطرة لتفادي حدة آثار الأزمات المالية هذا من شأنه أن يعزز إقتصاد البلد بالخصوص و الإقتصاد الدولي الحامل في جعبته جملة من الأزمات التي إنتقلت عدواها عبر الإقتصاديات المتبادل فيها ، و تفاقمها و هذا ما يقابله اليقين بالإنعكاسات و تظافر الجهود دون قيود بغية الإستفادة من الدروس ، السابغة حتى تكون هناك رؤية واضحة ترسم خطة وقائية جلية تمكنهم بالفعل من علاج أسباب الأزمة قبل حدوثها مع إتباع سياسات إقتصادية و خاصة

المالية منها التي يمكن أن تتخذها الدول الصناعية إلى جانب الدول النامية من خلال الإتفاق على القيام بمجموعة من الإصلاحات بما يكفل كفاية الدول الانمية للحصول على التدفقات المناسبة لرؤوس الأموال ودراسة مكوناتها وتوقيتها، وكيفية إستعمالها وبالتالي إمكانية التنبؤ بها ورفقة هذه الإصلاحات المالية لقد أظهرت الصيرفة الإسلامية قوتها ونظرتها البعيدة في علاج الأزمات المالية في ظل العولمة و اقتصاديات الدول العظمى ، ومدى عجزها في الوقوف أمام زوبعة الأزمات ، وهذا ما أظهره التاريخ وبالأخص أزمة سبتمبر 2008.

- وعلى هذه الرؤية فإن الدرو المطلوب للجزائر لإجتناأ آثار الأزمة المالية في المدى المتوسط و الطويل بناء البنى الإرتكازية والإظطلاع ببرامج استثمارية بحتة والعمل على تنظيم التوازنات الاقتصادية والمالية الضرورية بغية تجنب إقتصادنا حدة آثار الأزمات .

### ✚ الإقتراحات و التوصيات :

- إن الأزمات والمشاكل الإقتصادية لا تكون في الغالب وليدة الصدفة بل هي في العادة محصلة تراكمات مخفية لم تحتل في النهاية التستر والتغطية , إن أصعب ما في الأمر هو أن تكاليف معالجة المشاكل تكون أكبر بكثير مما لو تم معالجتها عند ظهورها .لذلك فإن الإفصاح والشفافية دائماً مطلوبان وينبغي الحرص عليهما وترسيخهما قدر الإمكان . ولا عجب إن كان هناك رابط وعلاقة بين درجة التقدم ومستوى الإفصاح والشفافية لكل بلد من دول العالم.
- رفع مستوى الرقابة على الحركة المصرفية ووضع شروط جديدة على القروض الكبيرة وطلب ضمانات حقيقية وضرورة فهم وتحقيق إدارة أفضل للمخاطر المالية في المؤسسات المصرفية.
- العمل على إعادة الثقة في الأسواق المالية أولاً من خلال تدخل الحكومات والبنوك المركزية لضمان توفير السيولة للجهاز المصرفي، ثم العمل على مستوى دولي لحل الأزمة، كما تستوجب إعادة النظر في القواعد الأساسية للنظام الرأسمالي، العولمة، السياسات النقدية النيوليبرالية.
- تنويع مصادر الإستثمار والإنعاش الإقتصادي غير المصرفي على حساب سياسة الودائع الكبرى إتجاهها عاماً يكافح من أجل نقل القيمة من النقد إلى المشروع ومن المشروع إلى السلع المنتجة والمتداولة بأمان.
- مناقشة النظام الإقتصادي الإسلامي مناقشة تفصيلية لما فيه من حلول للأزمة المالية العالمية.
- تحقيق توعية كاملة بالأزمة وتداعياتها، وإعادة قراءة الأزمة قراءة تربوية، ونشر تلك التوعية وسط مجتمعاتنا.
- ضرورة أن يتعلم المجتمع الدولي بشكل جدي دروساً من الأزمة الحالية على أساس مشاورات كاملة بين كافة الدول ، وتقوم بإصلاحات ضرورية للنظام المالي العالمي بطريقة شاملة ومتوازنة وتدرجية تؤدي إلى نتيجة، بهدف إقامة نظام مالي دولي عادل وشامل ومنظم ، بالإضافة إلى خلق بيئة مؤسسية تسهم في دفع التنمية الإقتصادية العالمية.

- تغيير نماذج النمو الإقتصادي غير المستدامة، والتعامل مع المشاكل الكامنة لدى إقتصاديات الدول الأعضاء مع إبلاء الاهتمام المناسب لتأثير الأزمة المالية على العالم النامي، وتقديم الدعم الضروري للدول المعنية لمساعدتها على التغلب على نتائجها.

- إن الدول النامية تحتاج أكثر إلى أن تكون السياسات الإقتصادية سليمة حيث أن أي أخطاء في هذا المجال ربما تكون مكلفة بشكل قد لا تستطيع هذه الدول تحمله، إن إتباع سياسات مالية ونقدية منضبطة ومحكمة من شأنه ليس فقط مساعدة الدول النامية على تحقيق الأهداف الإقتصادية المرغوبة بل إن ذلك من شأنه أن يحقق كسب ثقة وإحترام المستثمرين والأسواق المالية الدولية كذلك.

- أما على المستوى الوطني فإن إعتداد الجزائر على مورد واحد هو الطريق الذي يجعل هذه الأزمة تصل إلينا، فعلى الجزائر أن تسعى جاهدة من أجل التخلص من هذه التبعية للمحروقات وتطوير القطاعات التي تتمتع فيها بأفضلية نسبية لتحقيق لها العوائد التي تحتاجها.

- لا يمكن للجزائر وهي بصدد مواصلة سياسات الإصلاح الإقتصادي أن تغفل عن أهمية الإستفادة من دروس الأزمات التي تعرضت لها مختلف الدول ما يستدعي أن تبني إقتصادا متينا و يتحمل مثل هذه الصدمات متضمنا لمختلف القطاعات التي تخضع لقوى السوق و تعمل بالكفاءة المطلوبة، التشريع والتنسيق والتخطيط والرقابة والإشراف لتحقيق الأهداف المسطرة كما يجب أن يكون هذا الإقتصاد يتكيف مع المتغيرات الجديدة ولا بد أن يواكب عصر العولمة فبالرغم من المخاطر التي تحتويها إلا أننا في نفس الوقت لا ننكر ما تتيحه من إيجابيات من شأنها أن تحد من هذه المخاطر .

- و في الأخير نقول أن الجزائر من أغنى دول العالم، فهي من أكملها موارد، من أكبرها مساحة، من أحسنها موقعا، من أجملها مناظرا، من أشرفها تاريخا وأصحها دينيا، أفلا تستحق أن يستيقظ أبنائها من غفلتهم ليكونوا في مستوى أجدادهم وليرفعوا هذا الوطن إلى مصافي الدول المتقدمة.

❖ حتى يمكن لنظام سعر الصرف ان يؤثر بشكل فعال في جذب رؤوس الأموال الأجنبية ودعم النمو الإقتصادي ينبغي على السلطات النقدية مراعاة الجوانب التالية :

- التوجه نحو مرونة لسعر الصرف وتحقيق استقلال أكبر للسياسة النقدية التي من شأنه مواجهة الصدمات وتسهيل اندماج الإقتصاد الوطني في الإقتصاد العالمي.

- رفع كل القيود التي ما زالت تكبل حركة إصلاح القطاع المالي وتأهيل هذا الأخير، ورفع قدراته التقنية بما يتماشى مع الأعراف الدولية لتفادي المزيد من الأزمات البنكية التي تعتبر عاملا منفرا وطاردا لرأس المال الأجنبي.

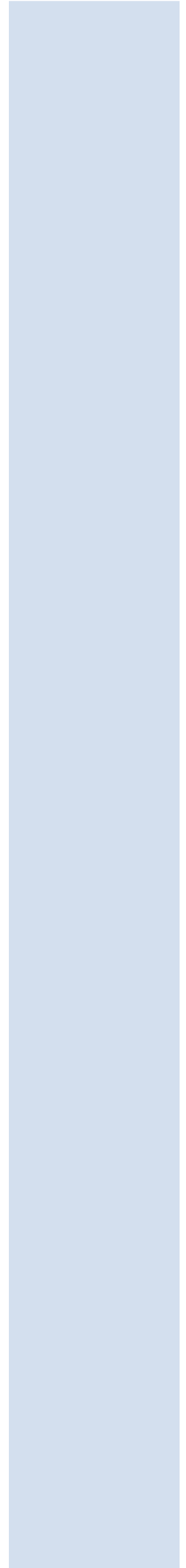
- إن أي قرار للتوجه نحو تبني نظام مرن لسعر الصرف يجب أن يكون بتدرج حذر لأن مرونة الصرف لوحدها لا يمكن أن تكون علاجا ناجعا لكل الأمراض، بل يجب الاهتمام بالتوازنات الإقتصادية الكبرى التي نعتبر استقرارها شرطا أساسيا لمحاولة تبني نظام مرن لسعر الصرف.



- انتهت بعض الدراسات الحديثة إلى اكتشاف علاقة طردية بين الحوكمة و النمو الاقتصادي مفادها وجود أثر معنوي موجب بين المتغيرين و تتألف مؤسسات الحوكمة من المعايير و الضوابط التي تحكم أساليب و أنماط التصرف التي تتبعها الهيئات و الكيانات التي تناقش الاتجاهات و ترسم الخطط و تعد الموازنات و تنفذ مبادرات التنمية في ظل حالة عامة من الشفافية و الإفصاح و إقرار مبدأ المسؤولية.
- نحن بصدد عصر عولمة الاقتصاد و عولمة النظم المالية و لكن لم يتم بعد عولمة نظم الرقابة.
- لعل من أبرز إفران العولمة الاقتصادية التلاشي النسبي في رقابة السلطات على الأسواق و هو ما يعبر عن فقدان الضوابط أو بالأحرى انخفاض قدرة التحكم في الأسواق و أن العولمة لا تعمل في اتجاه واحد ايجابي فقط بل هي تعمل في اتجاهين إذ قد تؤدي إلى مخاطر كبيرة ينبغي أخذها في الحسبان و تقديرها حق قدرها.
- قصور فرضية الضبط الذاتي للأسواق فلم تعد فرضية الضبط الذاتي للأسواق المكرسة في الفكر الاقتصادي هي المظلة الراسخة و أن المصلحة المشتركة للجميع كنتيجة حتمية و تلقائية لها لم تتحقق لا محليا ولا دوليا ومن هنا بات التدخل من خلال سياسات محلية و عابرة للحدود أمرا ملحا.
- ويمكن القول أن الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي كان لها تأثيرات غير مباشرة على الاقتصاد الجزائري من أهمها تراجع الصادرات البترولية التي تتأثر بعوامل اقتصادية وسياسية وجيوسياسية التي تحدد أسعارها في الأسواق



# الفهرس العام



# الفهرس العام

الصفحة	العنوان
01	المقدمة العامة
	الفصل الأول : ماهية الأزمات المالية
09	مقدمة الفصل الأول
10	المبحث الأول : ماهية الأزمة المالية
10	المطلب الأول : نظرة تاريخية للأزمات المالية
10	الفرع الأول : المراحل التاريخية للأزمات المالية
26	الفرع الثاني : خسائر الأزمات المالية في بعض الدول
27	المطلب الثاني : تعريف الأزمة المالية Financial crisis
30	المطلب الثالث : كيفية حدوث أزمة المالية
32	المبحث الثاني : أسباب الأزمات المالية
32	المطلب الأول : أسباب الأزمات المالية كما أوردها FMI
33	المطلب الثاني : أسباب الأزمات المالية حسب Mishkin
35	المطلب الثالث : أسباب الأزمات المالية حسب Barry Jhonston
37	المطلب الرابع : أسباب الأزمات المالية حسب بعض النظريات
38	المبحث الثالث : تصنيف الأزمات المالية
39	المطلب الأول : أزمات سعر الصرف
39	الفرع الأول : تعريف أزمات سعر الصرف
40	الفرع الثاني : النتائج التطبيقية حول أزمات سعر الصرف
40	الفرع الثالث : شرح آليات أزمات سعر الصرف
41	الفرع الرابع : العوامل الأكثر تأثيرا في نشوب أزمات سعر الصرف
42	الفرع الخامس : قياس أزمة سعر الصرف و تحديد مدتها
42	المطلب الثاني : الأزمات المصرفية
42	الفرع الأول : تعريف الأزمات المصرفية
43	الفرع الثاني : المعايير المستخدمة في تعريف أزمة مصرفية
43	الفرع الثالث : تفسير الأزمات المصرفية
43	الفرع الرابع : أنواع الأزمات المصرفية
44	الفرع الخامس : لماذا الإهتمام بالأزمات المصرفية ؟
44	الفرع السادس : مسببات الأزمات المصرفية
48	الفرع السابع : آثار الأزمة المصرفية
48	الفرع الثامن : سياسات تجنب الأزمات المصرفية
50	الفرع التاسع : مؤشرات الأزمات المصرفية
52	الفرع العاشر : نتائج الأزمة المصرفية
52	المطلب الثالث : التفاعل بين الأزمات المصرفية وأزمات سعر الصرف
52	الفرع الأول : من أزمة سعر صرف إلى أزمة مصرفية
52	الفرع الثاني : من أزمة مصرفية إلى أزمة سعر الصرف
53	المطلب الرابع : أزمة التوأمة

54	المطلب الخامس: أزمة الديون
54	الفرع الأول : مفهوم أزمة الديون
54	الفرع الثاني: أسباب أزمة الديون
55	المطلب السادس : أزمات أسواق المال "حالة الفقاعات"
56	المبحث الرابع : نوع جديد من الأزمات المالية
56	المطلب الأول : الأزمات التقليدية
56	المطلب الثاني : الأزمات الجديدة
56	الفرع الأول : مفهومها
57	الفرع الثاني : خصائص الأزمات الجديدة
59	المطلب الثالث : لماذا في البلاد النامية ؟
61	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني : نماذج عن الأزمات المالية	
62	مقدمة الفصل الثاني
63	المبحث الأول : الأزمات المالية في أمريكا اللاتينية
63	المطلب الأول : الأزمة المالية المكسيكية
67	المطلب الثاني : الأزمة المالية الأرجنتينية
71	المطلب الثالث : الأزمة المالية البرازيلية
71	المبحث الثاني: الأزمات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية
71	المطلب الأول : أزمة وول ستريت 1929
73	المطلب الثاني : أزمة وول ستريت 1987
75	المطلب الثالث: أزمة 11 سبتمبر 2001
77	المبحث الثالث : الأزمات المالية في جنوب شرق آسيا
78	المطلب الأول : حقائق حول الأزمة المالي في جنوب شرق آسيا
101	المطلب الثاني : المضاربة وأزمة جنوب شرق آسيا
114	المطلب الثالث: التحليل الاقتصادي للدول الآسيوية قبل وبعد الأزمة
114	الفرع الأول : التحليل الاقتصادي للأزمة في تايلندا
117	الفرع الثاني: التحليل الاقتصادي للأزمة في كوريا الجنوبية
118	الفرع الثالث: التحليل الاقتصادي للأزمة في إندونيسيا
120	الفرع الرابع : التحليل الاقتصادي للأزمة في ماليزيا
123	المطلب الرابع : الانعكاسات الإقليمية والعالمية للأزمة الآسيوية
123	الفرع الأول : الإنعكاسات الإقليمية
124	الفرع الثاني : الإنعكاسات العالمية
125	الفرع الثالث: الانعكاسات بالنسبة للبلدان النامية
126	الفرع الرابع : الإنعكاسات بالنسبة للبلدان المصدرة للنفط
126	المطلب الخامس : الصين والأزمة المالية في جنوب شرقي آسيا
135	المطلب السادس: الدروس المستفادة من الأزمة المالية (1997-2000)
138	خاتمة المبحث الثالث
139	المبحث الرابع : الأزمة المالية الروسية
139	المطلب الأول : قيود الميزانية الرخوة

139	المطلب الثاني : القيود الإدارية الصارمة
140	المطلب الثالث : أسوء ما في النظامين
141	المطلب الرابع: أوجه العلاج
141	المطلب الخامس : تمويل الميزانية
142	المطلب السادس : الأخطار الراهنة
143	المطلب السابع : الدروس المستفادة من الأزمة الروسية
144	المبحث الخامس : أزمة جنوب إفريقيا
144	المطلب الأول: تحليل أزمة جنوب إفريقيا
145	المطلب الثاني : تطور الأزمة المالية في جنوب إفريقيا
145	المطلب الثالث : الدروس المستفادة من أزمة جنوب أفريقيا
147	خاتمة الفصل الثاني
<b>الفصل الثالث : الأزمات المالية وأثرها على تقلبات أسعار الصرف</b>	
148	مقدمة الفصل الثالث
149	المبحث الأول : سعر الصرف
149	المطلب الأول : سعر الصرف (تعريفه، أشكاله ، طرق التنبؤ به)
149	الفرع الأول : تعريف سعر الصرف
149	الفرع الثاني : أشكال سعر الصرف
149	الفرع الثالث: طرق التنبؤ بأسعار الصرف
151	المطلب الثاني: أنظمة سعر الصرف
151	الفرع الأول: نظام سعر الصرف الثابت Fixed Exchange Rate
152	الفرع الثاني: نظام سعر الصرف المعموم: Floating Exchange Rate
154	المبحث الثاني : تقلبات سعر الصرف
154	المطلب الأول : مفهوم تقلبات سعر الصرف
154	المطلب الثاني : تفسير التقلبات في سعر الصرف بمتغيرات نقدية
154	الفرع الأول : نموذج الاندفاع السريع لسعر الصرف
155	الفرع الثاني: النموذج النقدي لسعر الصرف
158	المطلب الثالث : تفسير اثر تقلبات سعر الصرف على المتغيرات الاقتصادية
158	الفرع الأول: أثر تغير سعر الصرف على الصادرات
158	الفرع الثاني: أثر تغير سعر الصرف على الواردات
159	الفرع الثالث: اثر تغير سعر الصرف على الطلب المحلي
159	الفرع الرابع: أثر تغير سعر الصرف على العرض
160	الفرع الخامس: أثر تغير سعر الصرف على المستوى العام للأسعار
163	المبحث الثالث: أثر تقلبات سعر الصرف على النمو الاقتصادي
163	المطلب الأول: التأثير المباشر لأنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي
163	الفرع الأول: النظريات المفسرة لتأثير تقلبات سعر الصرف على النمو الاقتصادي
168	المطلب الثاني : التأثير غير المباشر لأنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي
168	الفرع الأول : الأثر غير المباشر لأنظمة سعر الصرف من خلال مستوى الانفتاح التجاري
169	الفرع الثاني : الأثر غير المباشر من خلال الاستثمار
169	الفرع الثالث: الأثر غير المباشر من خلال التدفقات الداخلة إلى رأس المال

170	الفرع الرابع : الأثر غير المباشر من خلال مستوى تطور الأسواق المالية والمؤسسات النقدية
170	المطلب الثالث : دراسة اثر تقلبات سعر الصرف على الدول النامية
171	المبحث الرابع : الأزمات المالية ومشكلة اختيار نظام سعر الصرف المناسب
171	المطلب الأول : نظرية الركن
171	الفرع الأول : مفهوم النظرية
172	الفرع الثاني : صحة النظرية
172	الفرع الثالث : نقيض النظرية
173	المطلب الثاني : اختيار نظام سعر الصرف
173	الفرع الأول: الأهداف الاقتصادية
173	الفرع الثاني: منيع الصدمات
174	الفرع الثالث: الخصائص الهيكلية للاقتصاد
175	المطلب الثالث : العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والأزمات المالية
176	المطلب الرابع : مواجهة الأزمات المالية من خلال الاختيار الصحيح لنظام سعر الصرف
177	الفرع الأول : مساوئ التثبيت
178	الفرع الثاني : بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا هل تربط أم تعوم ؟
183	المطلب الخامس: تجارب دول نامية في مجال اختيار أنظمة سعر الصرف
183	الفرع الأول: التجربة الأردنية
185	الفرع الثاني: التجربة العراقية
193	الفرع الثالث: التجربة الجزائرية
214	الفرع الرابع : التجربة المكسيكية
	<b>الفصل الرابع: تحليل الأزمة المالية العالمية 2008 Sub-prime</b>
222	مقدمة الفصل الرابع
223	المبحث الأول : حقائق حول الأزمة المالية لسنة 2008
223	المطلب الأول : تعريف أزمة الرهن العقاري
226	المطلب الثاني : أهم الملامح الأولية للأزمة المالية
231	المطلب الثالث : مراحل الأزمة المالية منذ اندلاعها
235	المطلب الرابع: أسباب الأزمة المالية العالمية
235	الفرع الأول: الإقراض العقاري المرتفع المخاطر
236	الفرع الثاني: تحويل القروض الممنوحة إلى سندات متداولة في الأسواق المالية
238	الفرع الثالث : تعميم المضاربة
239	الفرع الرابع : تطور حجم عقود المشتقات
242	المطلب الخامس : تداعيات الأزمة المالية العالمية
242	الفرع الأول : الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها على الاقتصاد العالمي
243	الفرع الثاني : تداعيات الأزمة على اقتصاديات الدول الأوروبية و الولايات المتحدة
247	الفرع الثالث : تداعيات الأزمة المالية على الدول العربية
259	المطلب السادس: دروس مستفادة من الأزمة المالية العالمية
263	المبحث الثاني : آثار الأزمة المالية العالمية
263	المطلب الأول : الحلقة المفرغة
264	المطلب الثاني : تباطؤ النمو العالمي

264	المطلب الثالث : خسائر Citigroup
265	المطلب الرابع: آثار أخرى للأزمة المالية العالمية
267	المبحث الثالث : الحلول المقترحة
267	المطلب الأول : النهج الأوروبي المشترك للتعامل مع الأزمة
268	المطلب الثاني : الحلول الغربية للتعامل مع الأزمة المالية الحالية
269	المطلب الثالث : النهج العربي الفردي للتعامل مع الأزمة
270	المطلب الرابع : خطة الحكومة الأمريكية للإنقاذ
272	المطلب الخامس :الحلول المقترحة من الهيئات و المنظمات الدولية لمواجهة الأزمة العالمية
272	الفرع الأول : دور منظمة أوبك في التصدي للأزمة
273	الفرع الثاني : دور صندوق النقد والبنك الدوليين
273	الفرع الثالث:نقد دور المؤسسات المالية الدولية
274	المطلب السادس : السيناريوهات المحتملة للأزمة المالية العالمية
274	الفرع الأول: التعافي الاقتصادي السريع ( المتفائل )
275	الفرع الثاني: الدخول في مرحلة من الركود غير القصيرة ( الأقل تفاؤلاً )
275	الفرع الثالث : الدخول في نفق الكساد المظلم ( المتشائم )
277	المبحث الرابع : دراسة حالة مجموعة من الأسواق المالية
277	المطلب الأول: السوق الأمريكي
277	الفرع الأول : تقديم السوق الأمريكي
278	الفرع الثاني : واقع الأزمة المالية العالمية على السوق الأمريكي
281	المطلب الثاني: واقع الأزمة المالية العالمية على السوق الأوربي
284	المطلب الثالث: واقع الأزمة المالية العالمية على السوق الياباني
285	المطلب الرابع: واقع الأزمة المالية العالمية على السوق الآسيوي
286	المطلب الخامس:التوقعات لما بعد الأزمة
293	المبحث السادس : المقارنة بين أزمة 1929 و أزمة 2008
293	المطلب الأول : أوجه الشبه بين أزمة 1929 وأزمة 2008
293	الفرع الأول : السياق العام والأسباب لأزمة 1929 وأزمة 2008
294	الفرع الثاني: الأثر على القطاع الحقيقي والفكر الإقتصادي لأزمة 1929
294	المطلب الثاني : أوجه الاختلاف بين أزمة 1929 وأزمة 2008
295	المطلب الثالث : دروس مستخلصة
297	خاتمة الفصل الرابع
الفصل الخامس: كيفية مواجهة الأزمة المالية العالمية في الدول النامية	
298	مقدمة الفصل الخامس
299	المبحث الأول : الخصائص الاقتصادية والمالية للدول النامية
299	المطلب الأول: الخصائص الاقتصادية.
301	المطلب الثاني:الخصائص المالية والمصرفية
303	المطلب الثالث :طبيعة الأزمة المالية في الدول النامية
305	المبحث الثاني: آليات التصدي للأزمة المالية في الدول النامية
305	المطلب الأول : آليات التصدي للأزمة على مستوى السياسة المالية
306	المطلب الثاني: آليات التصدي للأزمة على مستوى سياسات البنك المركزي

307	المطلب الثالث: آليات التصدي للازمة على مستوى سياسات الاستثمار والمنافسة
307	المطلب الرابع: آليات التصدي للازمة على مستوى ديوان الزكاة
309	المبحث الثالث: أثار الأزمة المالية العالمية على الدول النامية وكيفية المواجهة
309	المطلب الأول : أثر الأزمة المالية العالمية على السعودية وكيفية مواجهتها
309	الفرع الأول : الروابط بين الاقتصاد السعودي والاقتصاد العالمي
310	الفرع الثاني : مداخل تأثير الأزمة المالية العالمية على اقتصاد المملكة
313	الفرع الثالث: وضع الاقتصاد السعودي بالنسبة للأزمة المالية العالمية
316	الفرع الرابع: تداعيات الأزمة على الاقتصاد و السوق المالي السعودي
320	الفرع الخامس: الإجراءات التي تم اتخاذها لمواجهة تداعيات هذه الأزمة
320	المطلب الثاني: أثر الأزمة على الإقتصاد الأردني وكيفية مواجهتها
326	المطلب الثالث : أثر الأزمة على الإقتصاد اليمني وكيفية مواجهتها
331	المطلب الرابع : أثر الأزمة على الإقتصاد الكويتي وكيفية مواجهتها
331	الفرع الأول : آثار أزمة المالية العالمية على الاقتصاد الكويتي
333	الفرع الثاني : مواجهة الكويت للأزمة المالية العالمية
335	المطلب الخامس : اثر الأزمة المالية على المغرب وكيفية مواجهتها
335	الفرع الأول : نظرة عامة على اقتصاد المغرب
335	الفرع الثاني: أثر الأزمة المالية على الاقتصاد المغربي
336	الفرع الثالث : خطة مواجهة الأزمة المالية
338	المطلب السادس : انعكاسات الأزمة المالية على الجزائر وكيفية مواجهتها
338	الفرع الأول : وضعية الإقتصاد الوطني العام تحت تأثير الأزمة
342	الفرع الثاني : أثر تغيرات أسعار البترول على الإقتصاد الجزائري
345	الفرع الثالث: واقع الأزمة المالية العالمية على السوق في الجزائر
366	الفرع الرابع: سياسة مواجهة الجزائر للأزمة المالية
375	المطلب السابع : أثر الأزمة المالية العالمية على تركيا وكيفية مواجهتها
376	الفرع الأول : تأثير الأزمة المالية العالمية على الوضع الاقتصادي في تركيا
379	الفرع الثاني : الإجراءات التي تم اتخاذها لمواجهة تداعيات هذه الأزمة
381	المطلب الثامن : أثر الأزمة المالية العالمية على باقي الدول النامية
382	المبحث الرابع : مؤشرات إجمالي الناتج المحلي وأسواق العمل في البلدان النامية بعد الأزمة المالية العالمية
388	خاتمة الفصل الخامس
389	الخاتمة العامة
396	التوصيات والاقتراحات
--	الفهرس العام
--	فهرس الأشكال
--	فهرس الجداول
--	المراجع

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
30	أسباب و كيفية حدوث الأزمة	الشكل رقم 01
53	من أزمة مصرفية إلى أزمة سعر الصرف	الشكل رقم 02
63	عجز في الحساب الجاري الخارجي المكسيكي قبل الأزمة	الشكل رقم 03
68	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (%)	الشكل رقم 04
79	ميزان الحساب الجاري (مليون دولار)	الشكل رقم 05
80	العملة الوطنية مقابل الدولار لدولتين (متوسط الفترة)	الشكل رقم 06
81	العملة الوطنية مقابل الدولار لثلاثة دول (متوسط الفترة)	الشكل رقم 07
83	التزامات استثمارات الحافظة (مليون دولار)	الشكل رقم 08
85	صافي تدفقات رأس المال الخاص (مليار دولار)	الشكل رقم 09
98	تدهور أسعار الصرف " الأزمة الآسيوية 1997 "	الشكل رقم 10
100	تمثيل الأزمة الآسيوية	الشكل رقم 11
102	تدفقات الاستثمارات المباشرة الداخلة والخارجة من آسيا (1975-1996)	الشكل رقم 12
107	هجمات المضاربة	الشكل رقم 13
108	وقت الهجمة في نماذج الجيل الأول	الشكل رقم 14
110	أوقات الهجمات في ظل نماذج الجيل الثاني	الشكل رقم 15
130	إحتياطي النقد الأجنبي	الشكل رقم 16
166	علاقة الدخل مع سعر الصرف ومرآة معكوسة Mirror-image لنموذج is/lm	الشكل رقم 17
167	حدوث صدمة حقيقية بزيادة الطلب الكلي	الشكل رقم 18
201	أثر تقلبات سعر صرف الدولار على هامش الربح خلال شهري جانفي وفيفري	الشكل رقم 19
203	أثر تقلبات سعر صرف الدولار على هامش الربح خلال شهري مارس وأفريل من 2006	الشكل رقم 20
208	: تطور سعر صرف الدينار مقابل الأمريكي الدولار خلال الفترة 1994-2007	الشكل رقم 21
208	تطور قيمة الدينار الجزائري مقابل كل من الدولار الأمريكي والأورو	الشكل رقم 22
210	تطور الصادرات والواردات في الجزائر خلال الفترة 2003-2007	الشكل رقم 23
211	تطور معدل التضخم في الجزائر من سبتمبر 2006 - ديسمبر 2007	الشكل رقم 24
212	تطور الديون الخارجية للجزائر 2002-2007	الشكل رقم 25
212	تطور احتياطي الصرف الجزائر من 1999-2007	الشكل رقم 26
216	سعر الصرف الاسمي في المكسيك مقابل الدولار القيم في نهاية الشهر	الشكل رقم 27
216	تقلب سعر الصرف على أساس سنوي (نسب مئوية)	الشكل رقم 28
217	صافي الاحتياطات الدولية في البنك المركزي	الشكل رقم 29



220	صادرات وواردات المكسيك مليون دولار أمريكي	الشكل رقم 30
225	هيكل السوق الرئيسي والثانوي للرهون العقارية	الشكل رقم 31
226	الرحلة المعقدة التي يقطعها قرض عقاري من المصدر الأصلي إلى المشتري النهائي	الشكل رقم 32
227	إرتفاع تدفقات رأس المال العالمي للفترة 1995-2005.	الشكل رقم 33
228	سلوك الحساب الجاري في البلدان المصدرة للنفط.	الشكل رقم 34
229	ازدياد تدفق رأس المال إلى الو.م.أ بصورة كبيرة قبل وقوع الأزمة المالية الآسيوية بعامين.	الشكل رقم 35
229	تطورات أسعار الفائدة الحقيقية والاسمية قصيرة الأجل.	الشكل رقم 36
230	تغيرات أسعار العقارات السكنية (شهر مايو 2009 )	الشكل رقم 37
231	تطورات حجم الانتماء المقدم إلى القطاعات الخاصة.	الشكل رقم 38
232	تطور نسبة بين الادخار والنتاج الداخلي الخام في الولايات المتحدة الأمريكية.	الشكل رقم 39
233	تطور نسبة تملك الأمريكيين للمنازل في الفترة الممتدة بين 1980 و 2006.	الشكل رقم 40
235	مقارنة بين مديونية العائلات وإدخاراتها في الولايات المتحدة الأمريكية (%من PIB)	الشكل رقم 41
237	تطور عدد المساكن المباعة بالولايات المتحدة خلال الفترة ديسمبر - 2005 جوان 2009	الشكل رقم 42
238	نسبة ارتفاع وانخفاض أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية	الشكل رقم 43
238	أسعار الفائدة القيادية للبنوك المركزية للولايات المتحدة الأمريكية	الشكل رقم 44
240	تطور حجم عقود المشتقات خلال الفترة :من جوان - 1998 إلى جوان 2007 ( مليار دولار )	الشكل رقم 45
240	تدهور أسعار أسهم Fannie Mae و freddie Mac	الشكل رقم 46
245	تسلسلية أزمة الرهن العقاري	الشكل رقم 47
246	إنخفاض سهم شركة جينرال موتورز من حدود 22 دولار (شهر يونيو 2008) الى حدود 2 دولار	الشكل رقم 48
247	خسارة مؤشر ناس داك ما يقارب 50% من قيمته في خلال عام 2009.	الشكل رقم 49
248	الحجم السوقي لأسواق الأسهم العربية	الشكل رقم 50
251	مؤشرات الشرق الأوسط التغير المتوي من فبراير 2007 الى فبراير 2008	الشكل رقم 51
252	معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الإقليمي في البلدان ذات القوة الشرائية المتعادلة 2007-2010	الشكل رقم 52
252	معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الفعلي في البلدان العربية 2007-2010	الشكل رقم 53
253	معدلات البطالة في الشرق الأوسط كنسبة مئوية من القوى العاملة	الشكل رقم 54
254	معدلات البطالة في بلدان عربية مختارة حتى آخر سنة تتوافر بشأنها البيانات	الشكل رقم 55
254	أسعار النفط الخام الشهرية برمبيل النفط بالدولار الأمريكي	الشكل رقم 56
255	إجمالي التحويلات المالية بملايين الدولارات الأمريكية	الشكل رقم 57
256	التقديرات بشأن توزيع التحويلات المالية الخارجية من السعودية	الشكل رقم 58
256	التقديرات بشأن حجم التحويلات المالية من السعودية إلى البلدان العربية الأخرى	الشكل رقم 59
257	المساعدة الرسمية والمعونة الرسمية للتنمية بقيمة د.أ للفرد الواحد.	الشكل رقم 60

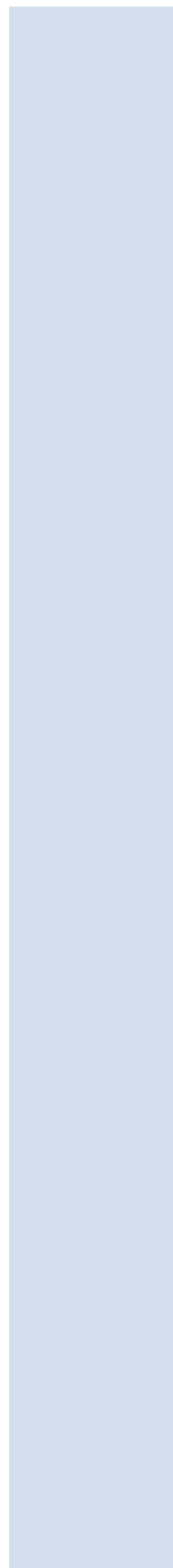
258	مؤشر التنمية البشرية حسب آخر البيانات المتوافرة.	الشكل رقم 61
280	أداء مؤشر ستاندرد آند بورز	الشكل رقم 62
281	أداء مؤشر فوتسي يورو توب 100 لسنة 2008	الشكل رقم 63
282	خسارة مؤشر "داو جونز" لنصف قيمته خلال سنة واحدة	الشكل رقم 64
283	خسارة مؤشر "فاينانشال تايمز" خلال أقل من سنة واحدة	الشكل رقم 65
283	خسارة مؤشر "داكس" خلال سنة واحدة	الشكل رقم 66
284	أداء مؤشر نيكاي لسنة 2008	الشكل رقم 67
285	أداء مؤشر مورجان ستانلي آسيا	الشكل رقم 68
289	صادرات الهيدروكربونات (الغاز والنفط)، بـبـلـيـن الـدولـارات الـأمـريـكـية	الشكل رقم 69
290	التغيير في مؤشرات البورصة لهـجـلس الـتـعـاون الـخـلـيـجـي	الشكل رقم 70
290	مؤشر الأسعار العقاري في بلدان مجلس التعاون الخليجي	الشكل رقم 71
300	عرض مستويات التضخم في بعض الدول النامية	الشكل رقم 72
310	تدفق الاستثمارات المباشرة من وإلى المملكة، وفق تقرير الاستثمار العالمي لعام 2007	الشكل رقم 73
316	أداء سوق الأسهم السعودية مقارنة بالأسواق الخليجية خلال عام 2008	الشكل رقم 74
316	أداء سوق الأسهم السعودية مقارنة بالأسواق الرئيسية خلال عام 2008	الشكل رقم 75
319	مؤشرات تداول الاسهم لجميع الشركات الربع الرابع 2008	الشكل رقم 76
319	مؤشر تداول لأسهم جميع الشركات والأسهم المتداولة لعام 2008	الشكل رقم 77
345	مدى تأثير الجزائر بالأزمة المالية	الشكل رقم 78
348	التطورات الاقتصادية الكلية تبعا لتقلبات سعر البترول للفترة 1980-2005	الشكل رقم 79
365	مقارنة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمارات العربية البينية.	الشكل رقم 80
382	نمو إجمالي الناتج المحلي وصادرات السلع والخدمات في الدول النامية	الشكل رقم 81
383	مؤشرات إجمالي الناتج المحلي وأسواق العمل في البلدان النامية	الشكل رقم 82
384	التغير في معدلات التشغيل	الشكل رقم 83
384	نمو إجمالي الناتج المحلي	الشكل رقم 84
384	التغير في الإيرادات حسب المنطقة	الشكل رقم 85
385	معدل البطالة	الشكل رقم 86
386	نمو إجمالي الناتج المحلي، ومعدل البطالة، والنمو في معدلات التشغيل، ونمو الإيرادات	الشكل رقم 87

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
15	الأرقام القياسية للإنتاج الصناعي من 1929-1933	الجدول رقم 01
16	المعدلات العليا للبطالة	الجدول رقم 02
16	عدد البطالين (بالملايين)	الجدول رقم 03
16	الإنتاج والتجارة في الفترة 1929-1937	الجدول رقم 04
44	تكاليف معالجة الأزمات المصرفية	الجدول رقم 05
79	ميزان الحساب الجاري (مليون دولار)	الجدول رقم 06
80	سعر صرف العملة الوطنية مقابل الدولار (متوسط الفترة)	الجدول رقم 07
81	الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (القيم السالبة تعني عجزاً)	الجدول رقم 08
82	المالية العامة (مليون دولار)	الجدول رقم 09
82	التزامات استثمارات الحافظة (مليون دولار)	الجدول رقم 10
85	صافي تدفقات رأس المال الخاص (مليار دولار)	الجدول رقم 11
86	معدل نمو الصادرات	الجدول رقم 12
98	تدهور أسعار الصرف في 1998 مقارنة مع أسعار صرف 1997	الجدول رقم 13
101	المتوسط السنوي لتدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر حسب المنطقة والاقتصاد خلال 1985-1996	الجدول رقم 14
102	الحدود القصوى لنسبة تملك الأجانب في أصول المؤسسات في دول النمر الأسيوية	الجدول رقم 15
118	نسب إرتفاع وانخفاض قيمة العملات الوطنية مقابل الدولار	الجدول رقم 16
120	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي	الجدول رقم 17
184	المعايير التي تحكم إختيار نظام سعر الصرف وتقييمها بالنسبة للإقتصاد الأردني	الجدول رقم 18
187	مؤشر افتتاح الاقتصاد العراقي للسنوات (1980-2003)	الجدول رقم 19
189	هيكل الناتج المحلي الإجمالي في العراق للسنوات من (1980-2000) وبالأسعار الجارية (سنوات)	الجدول رقم 20
189	التوزيع النسبي لهيكل الناتج المحلي الإجمالي في العراق للسنوات من (1980-2003)	الجدول رقم 21
198	تطور أسعار البترول بالقيمة الاسمية و الحقيقية خلال الفترة (70 - 99) - الوحدة دولار للبرميل، سنة	الجدول رقم 22
199	تطور قيمة الصادرات النفطية الاسمية والحقيقية خلال الفترة (70 - 99)	الجدول رقم 23
201	إيرادات البنك الناتجة عن الاتجار بالدولار خلال شهري جانفي وفيفري من 2006	الجدول رقم 24
203	إيرادات البنك الناتجة عن الاتجار في الدولار خلال شهري مارس و أفريل من 2006	الجدول رقم 25
206	أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي الفترة 1974-1993 الوحدة : دج	الجدول رقم 26
207	أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الفترة 1994-2007	الجدول رقم 27
242	سيناريوهات تداعيات الأزمة في المستقبل.	الجدول رقم 28
246	أكبر الخاسرين من أزمة الرهن العقاري إلى غاية أوت 2008.	الجدول رقم 29
249	أداء أسواق الأسهم العربية 2008	الجدول رقم 30
259	أسباب فشل المؤسسات	الجدول رقم 31
260	حجم الإنفاق العسكري الأمريكي	الجدول رقم 32
261	التحولات الاقتصادية المحتملة لما بعد الأزمة المالية العالمية	الجدول رقم 33
268	خطط الإنقاذ المالي الغربي	الجدول رقم 34
289	التغيير المتوحي السنوي	الجدول رقم 35

292	مستوردو النفط في الشرق الأوسط ( ملخص إجراءات التعامل مع الأزمة )	الجدول رقم 36
309	تطور التجارة الخارجية للمملكة مع العالم الخارجي وتراكم الاحتياطي من الأصول الأجنبية ( المليار )	الجدول رقم 37
313	تطور نسبة الوديعة النظامية التي تحتفظ بها البنوك لدى مؤسسة النقد العربي السعودي.	الجدول رقم 38
315	مصفوفة معاملات الارتباط بين مختلف الأسواق العربية والعالمية بتاريخ 15 سبتمبر - يناير 2008.	الجدول رقم 39
315	مصفوفة معاملات الارتباط بين مختلف الأسواق العربية و العالمية بتاريخ 15 سبتمبر - ديسمبر 2008.	الجدول رقم 40
318	معلومات التداول في السوق السعودي، مقارنة شهرية بين 2007-2008.	الجدول رقم 41
318	أداء مؤشرات القطاعات 2007-2008.	الجدول رقم 42
343	تطور الإحتياطات المؤكدة والإنتاج والصادرات من البترول الجزائري	الجدول رقم 43
344	صادرات و إستهلاك البترول في الجزائر 2000 و 2007 (الوحدة 10طن <sup>3</sup> )	الجدول رقم 44
348	تطور الميزان التجاري الجزائري خلال سنتي 2007-2008	الجدول رقم 45
349	واردات الجزائر حسب مجموعات المنتجات خلال الفترة 2007-2008	الجدول رقم 46

المراجع



# قائمة المراجع

✚ الكتب:

✘ الكتب باللغة العربية:

01. أحمد فريد مصطفى وسهير محمد السيد حسن: تطور الفكر و الواقع الاقتصادي لمؤسسة شباب جامعة الإسكندرية طبعة 2000.
02. أمين رشيد كونة، الاقتصاد الدولي مطبعة الجامعة، بغداد، 1987.
03. الدكتور بسام الحجار ، العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الأولى 2003 ، بيروت لبنان.
04. السيد البدوي عبد الحافظ " ادارة الاسواق والمؤسسات المالية , نظرة معاصرة" دار الفكر العربي 1999
05. د/ الطاهر لطرش- تقنيات البنوك- ديوان المطبوعات الجامعية - الجزائر، الطبعة الخامسة 2005
06. أحمد حسين الرفاعي ، " أثر السوق الأوروبية الموحدة على القطاع المصرفي الأوروبي والمصارف العربية الطبعة الأولى مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية ، أبو ظبي 1997
07. حميدات محمود" مدخل للتحليل النقدي" ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 1996.
08. د.خالد سعد زغلول حلمي "مثلث قيادة الاقتصاد العالمي (دراسة قانونية واقتصادية) جامعة الكويت والمنوفية 2002 .
09. ستاد نيجنكو، الأزمة النقدية في النظام الرأسمالي : أصلها و تطورها، ترجمة محمد عبد العزيز، مطبعة جامعة بغداد، بغداد، 1979.
10. شدا جمال خطيب، دراسة إستراتيجية (الأزمة المالية الاقتصادية في دول جنوب شرق آسيا طبعة أولى، مراكز الإمارات و البحوث الإستراتيجية 2001 .
11. صلاح الدين السيستاني، دراسات نظرية و تطبيقية، قضايا اقتصادية معاصرة، عالم الكتاب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003.
12. ضياء مجيد الموسوي ،ثورة اسعار النفط، دوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 2004.
13. ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الاقتصادية العالمية 1986 دار الهدى الجزائر 1990.
14. طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية و انعكاساتها على أعمال البنوك، الدر الجامعية، الإسكندرية 1999.
15. د.علي عبد الله شاهين "الأزمة المالية العالمية (أسبابها وتداعياتها وتأثيراتها على الاقتصاد)"-كلية التجارة -الجامعة الإسلامية.
16. عبد القادر سيد أحمد، الأوبك ماضيها حاضرها وآفاق تطورها، ديوان المطبوعات الجامعية، 1982.
17. د عبد المجيد قدي- المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية- ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر. 2004/2003 .
18. عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، عمان، دار مجلاوي للنشر، 1999.
19. عمر صخرى، إقتصاد و تسيير مؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، طبعة 4، 2006.
20. عرفان الحسني " الاقتصاد السياسي لازمة الاسواق المالية والادارية الدولية" عمان الاردن 2003 .
21. عبد الله صعيدي ،مبادئ علم الاقتصاد ، مطابع البيان التجارية ،الجزء الأول ، طبعة 2004 .
22. عبد المنعم السيد علي، النقود والمصاريف والأسواق المالية ،دار حامد للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى ،الاردن 2004 .
23. عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، "العولمة المالية وإمكانات التحكم" الإسكندرية دار الفكر الجامعي 2003.
24. عرفات تقي الحسين - التمويل الدولي الطبعة الاولى - دار مجدلاوي للنشر - عمان 1999 .
25. عماد صالح سلام.ادارة الأزمات في بورصات الأوراق العربية والعالمية والتنمية المتواصلة , جامعة عين شمس, أبو ظبي -2002.
26. الدكتور عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي "العولمة المالية وإمكانات التحكم (عدوى الأزمات المالية)" دار الفكر الجامعي كلية الشريعة والقانون بطنطة جامعة الأزهر، 2005.
27. فتح الله ولعلو، نحن و الأزمة الإقتصادية العالمية. الناشر ، المركز الثقافي العربي الطبعة الأولى 2009 .
28. فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر 1998-1999.

29. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في علم النقد والمال) الجزء 2 الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية 1993 .
30. محمد لخضر بن خميس، الأزمات الاقتصادية، فعلها وظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة والبلدان النامية ترجمة أحمين شفير المعهد الوطني للثقافة العمالية وبحوث العمل 1995 .
31. مروان عطوان، مقياس اقتصادية، النظريات النقدية – دار البحث للطباعة و النشر، قسنطينة.
32. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية ( البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال ) الطبعة 3 ديوان المطبوعات الجامعية , الجزائر 2005 .
33. الدكتور محمد الفيش " البلاد النامية والازمات المالية العالمية" - حول استراتيجيات منع الازمات وادارتها- الطبعة الأولى 2000 - جدة .
34. محمد لخضر بن حسين، الأزمات الاقتصادية، فعلها و وظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة و البلدان النامية، ترجمة أحمين شفير، الجزائر ، المعهد الوطني للثقافة العمالية وبحوث العمل، 1995 .
35. منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية، مصر 1997 .
36. نشاء نيجنكر –الأزمة النقدية في النظام الرأسمالي - ترجمة محمد عبد العزيز- مطبعة جامعة بغداد 1979
37. الدكتور نوزاد الهيتي، " مقدمة في الأسواق المالية "، أكاديمية الدراسات العليا ( طرابلس - ليبيا )، مطابع أديتار، كالباري - إيطاليا، 1998 .
38. د، رمز زكي ، المحنة الآسيوية ، قصة صعود وهبوط دول المعجزات الآسيوية ، دار المدى دمشق ، 2000 .

#### ☒ الكتب باللغة الفرنسية :

1. Brunhoff (De) S-L'instabilité monétaire internationale, in Chesnais François Mondialisation financière :Genèse, coûts et enjeux Syros, Paris, 1996 .
2. Phillipe D 'Arvisenet –Jean Pierre Petit « économie Internationale- la place des banques » collection :institut technique de banque 1999.
3. Jean-Pierre Allégret" les régimes de change dans les marchés émergents" Vuibert librairie février Paris févriers 2005.
4. Robert BOYER. Mario DEHOVE. Dominique PLIHON, 'les crises financières',Ed La Documentation française, Paris,2004.
5. Senarclens (De) P,la mondialisation, théorie, enjeux et débats,Daloz, Paris,2002

1. الدكتور ناجي توني " الأزمات المالية " إصدارات جسر التنمية المعهد العربي للتخطيط ، الكويت المجلد 3 العدد 29 ماي 2004 .
2. كريستيان ملدر " عين العاصفة" بدفع الطابع الجديد إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدير الحل، مجلة التمويل و التنمية: تصدر كل ثلاثة أشهر عن صندوق النقد الدولي، المجلد 39 ، عدد 4/ ديسمبر 2002 .
3. الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، تطوير مؤشرات للتنبؤ بالأزمات المصرفية قبل وقوعها، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد 3 ، ( سبتمبر ) 2000 .
4. د. عبد الله إبراهيم القويز، الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا وانعكاساتها الاقتصادية على دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد 4 ( ديسمبر ) 1998 .
5. كريستيان ملدر " عين العاصفة" بدفع الطابع الجديد إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدبير الحل، مجلة التمويل و التنمية، تصدر كل ثلاثة أشهر عن صندوق النقد الدولي، المجلد 39 ، عدد 4/ ديسمبر 2002 .
6. غيليرمو أورتيز مارتيز، "ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك للانعاش الاقتصادي في آسيا " ، مجلة التمويل والتنمية عدد حزيران 1998 .
7. دونالد ماثيسون: الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، مجلة التمويل و التنمية ، FMI ، المجلد 36، العدد3، جوان 1999
8. خوزيه أنجل جوريا، "المكسيك التطورات الأخيرة والإصلاحات الهيكلية والتحديات القادمة" ، مجلة التمويل والتنمية الدولية، عدد آذار 2000 .
9. مجلة العلم والإيمان – مجلة علمية شهرية شاملة – العدد 27 – نوفمبر 2008 – النظام الرأسمال يعد أيامه الأخيرة بقلم الدكتور بشير مصطفى – عنوان المقالة – رؤى استشرافية في ضوء الأزمة الماليّة – الدكتور عبد الحلم غربي.
10. "المصارف الإسلامية مدخل مقترح إلى سوق الخدمات المالية العالمية " ، الإمارات اليوم ، العدد 302.
11. براساد، راغورام راجان " ارفيند سويرامانيان، مفارقة رأس المال" مجلة التمويل و التنمية وجها أسوار العولمة المالية - ، مارس 2007 ، المجلد العدد44.
12. Khor Hoe Ee and Kee Rui Xiong " آسيا منظور عن أزمة الرهون دون الممتاز ، صندوق النقد الدولي " مجلة التمويل و التنمية ، يونيو 2008 .
13. مجلة تداول( مجلة سوق السهم السعودي ) العدد الاول لسنة 2009.
14. دافيد بریتون وماتن ج. غلمان، "سياسة سعر الصرف وصندوق النقد الدولي"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد28، العدد3، سبتمبر1991 .
15. د /الشارف عتو "دراسة قياسية لاستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركن لنظام سعر الصرف" مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا - العدد السادس.
16. اختبار النموذج النقدي كمفسر لسعر الصرف الحقيقي للجنه المصري مقابل الدولار الأمريكي مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية ، العدد الأول، المجلد الواحد والثلاثون، مارس 1994 .
17. الدكتور بلقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، إصدارات جسر التنمية، العدد الثالث والعشرين المعهد العربي للتخطيط – الكويت.
18. أحمد طلفاح، "الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرهما على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
19. بول هيرست ،جراهام طومسون، مالعولمة ،الاقتصاد العالمي وامكانيات التحكم سلسلة عالم المعرفة 273 سبتمبر 2001 .
20. ضمان الاستثمار، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، العدد 95 تشرين الثاني / نوفمبر 1995 ، السنة الثالثة عشر.
21. البنك الدولي، الآفاق الاقتصادية العالمية، 1998.
22. صندوق النقد الدولي، Public Information Notice رقم 88/99.
23. صندوق النقد الدولي World Economic Outlook ماي 1999 فيما يتعلق بمتوسطي 1997 و 1998 .
24. صندوق النقد الدولي ، دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية و المالية العالمية ، آفاق الاقتصاد العالمي :الضغط المالي والهبوط الاقتصادي و التعافي أكتوبر2008 .



25. وشاح رزاق ، الأزمة المالية الحالية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت . منتدى الجزيرة دوت نت، عرض حول الأزمة المالية العالمية 2008.
26. أحمد النجار، الأزمة المالية الأمريكية والعالمية وإعادة الاعتبار لدور الدولة وللنموذج الاشتراكي، دراسات استراتيجية، مركز الأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية، العدد 194، ديسمبر 2008.
27. ينال البرماوي، مخاطر الأزمة المالية على أسواق العمل العربية، الدستور يومية سياسية عربية مستقلة، العدد 14675، الأردن، 26-03-2008.
28. صندوق النقد الدولي " توقع ثبات أسعار الصرف الفعلية على مستوياتها في 8 ديسمبر /5 يناير 2009"
29. صندوق النقد الدولي، تحديث للآفاق الاقتصادية العالمية، 2008 واشنطن العاصمة، 2009.
30. صندوق النقد الدولي "توقع إسقاطات بشأن استمرار ثبات أسعار الصرف الفعلية على متوسط مستوياتها في 18 أوت - 15/سبتمبر 2008" الآفاق الاقتصادية العالمية، واشنطن العاصمة 2008
31. صندوق النقد الدولي : الآفاق الاقتصادية الإقليمية للشرق الأوسط وآسيا الوسطى واشنطن العاصمة أكتوبر 2008 .
32. صندوق النقد الدولي تداعيات الأزمة المالية العالمية على البلدان المتدنية الدخل واشنطن العاصمة، 2009.
33. إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية مجلس الغرف السعودية 10 أكتوبر 2008.
34. لجنة مراقبة عمليات البورصة، دليل بورصة الجزائر 2004 .
35. التقرير السنوي لسوق الاسهم السعودي لعام 2008.
36. التقرير السنوي للبورصة المصرية 2008.
37. تقرير نصف سنوي صادر عن البنك الدولي يُعنى بسلامة الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية
38. صندوق النقد العربي، التقرير السنوي 1995.
39. صندوق النقد العربي ( وآخرون ) ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000 ، الملحق 12.
40. الميثاق التأسيسي للبورصة السعودية ( السوق المالي السعودي ) .
41. تقرير اقتصادي، بحوث بيت الاستثمار العالمي "جلوبل" ، ديسمبر 2008.
42. د .الفريدو آويغاس و د .اليخندرو ورنر" تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المرن" مداخلة في ندوة نظمت من قبل معهد السياسات الاقتصادية - " صندوق النقد العربي - بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي في ديسمبر 2002 ، تحت عنوان " نظم وسياسات سعر الصرف"
43. محمد لكعاسي " تطورات الوضعية النقدية والمالية في الجزائر " بنك الجزائر، تدخل أمام مجلس الأمة، 13 جويلية 2008 .
44. د. جاسم المناعي، الأزمة الاقتصادية الآسيوية محاولة تشخيص، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، ( ماي ) 1998.
45. الدكتور جمال أبو عبيد، مدير التخطيط الاستراتيجي . بنك الإسكان للتجارة والتمويل ( الأردن )، محاضر غير متفرغ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية.
46. مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، 1999.
47. منظمة العمل الدولية " :مجموعة من السياسات العالمية لمعالجة الأزمة العالمية 2008 المعهد الدولي لدراسات العمل ومنظمة العمل الدولية الأزمة المالية والاقتصادية .
48. تحليلات عن أداء أسواق الأوراق المالية العربية، مدعمة بالإحصائيات في المصدر التالي ، صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، 1998 .
49. نشرة البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، كانون الأول 2003.
50. تقرير صندوق النقد العربي: الأزمة المالية تكبد الأسهم العربية 367 مليار دولار 2008 .
51. رشيد طواهي ، مترجم من قبل نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية بتاريخ : 2009.03.01.
52. كامل الشيرازي ، الجزائر في منأى عن الأزمة المالية، بتاريخ 2009.02.28.
53. أحمد أويحيى ، " الأزمة المالية العالمية تشكل إنذارا للمرور إلى اقتصاد مني على الانتاج، وزارة الشؤون الخارجية، الجزائر.
54. جورج توفيق العبد الحميد، تحديات نمو العولمة في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ، صندوق النقد الدولي 2003

باللغة الأجنبية :

1. Journal of Development Economics,19,9,1985 .
2. IMF " World Economic Survey 1998.
3. Barthalon Eric, Crises financières: Revue problèmes économiques, n° 2595 , 1998 .
4. world economique outlook1999.IMF
5. IMF, International Financial Statistics, Washington, D.C., January 2000.
6. Ranis and Stewart, The Asian Crisis and Human Development, 1998 .
7. World Bank, "East Asia: The Road to Recovery", Washington, D.C,1998.
8. Stanley Fisher , " Financial System Soundness " in : Finance and Development , May 1997 .
9. Nicholas R. Lardy" China and the Asian Contagion" Foreign Affairs, Vol.77,No.4 July/ August, 1998 .
10. Bijan B. Aghevli, the Asian Crisis, Causes and remedies, in: Finance & Development, published by IMF, June 1999.
11. Zamir Iqbal , " The Islamic Financial Systems ," Finance and Development, Vol. 34 , No. 2
12. Inside Mortgage finance, Finance et développement , Décembre 2007.
13. Hamed s. AL- BAZAI,"The Role of Money in Saudi Arabia , "j.kau :Econ. & Adm. (1999).VOL.13.No. 1
14. L .M. VAAS et M HEIGEL : L'industrie du gaz dans le monde, Technip, Paris, Novembre 77 53.
15. Barry Johnston, Jingqing Chai and Liliana Scumacher,"Assesing Financial System Vulnerability" IMF Working Paper wp/00/76 April 2000.
16. Demerguc Kunt et als.," Inside the Crisis:An Emperical Analysis of Banking Systems in Distress" IMF Working paper wp/00/56 oct.2000.
17. Manmohan S Kumar et als., "Global Financial Crisis:Institutions Vulnerability IMF Working Paper wp/oo /105
18. World bank, report development in world 2002 .
19. Kumar, Rajiv and Debroy, Bibek, "The Asian Crisis: An Alternate View", Asian Development Bank, Economic Staff Paper Number 59, Manila, 1999.
20. SONATRACH : Rapport annuel 2005 .
21. Ministère de l'Énergie et des Mines - Bilan du Secteur de l'Énergie et des Mines 2000-2007
22. Bank of Algeria " bulletin statistique trimestriel" N- 02 ,Mrs 2008
23. Hiouani "le mache interbancaire des changes en algerie "media- bank ,No24 Juin- Juillet1996
24. Hamann, J.. "Exchange-Rate Based Stabilizations: A Critical look at the Stylized Facts", IMF Working Paper WP/99/132. Washington, D.C: IMF1999
25. Fredric Mishkan , "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in EmegingMarket Countries" A Paper of the NBER Conference ,Economics of Financial Crises in Emerging Market Countries,Woosstock,Vermont,Oct19 -21 2000.
26. MINISTERE DES FINANCES "La situation économique et financière A fin mars 2005" DCEP,2005
27. Bouzar chabha , l'histoire mouvementée du taux de change du dinar bulletin d'information n° 1
28. Rapport annuel 2003, Banque Centrale Européenne, Francfort, 2004.
29. Patrick T . Downes,David Martson and Inci Otker ," Mapping Financial Sector Vulnerabilityin non-Crisis Country" IMF Discussion Paper 1999.

30. Barthalon eric « crises financières » Revue Problèmes économique.
31. Alasrag Hussien, Impact of The global financial crisis on the Egyptian economy , Online at MPRA Paper No. 12604, posted 08. January 2009.
32. Jacques Sapir, Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe..02/03/ 2009.P.3. vu le 02/03/ 2009.
33. Abderrahmane Mebtoul. Crise financière internationale et impact sur l'économie algérienne, Article tiré de l'internet le 10 janvier 2009
34. Abderrahmane Mebtoul. Contribution / Crise financière et impact sur l'Algérie Éviter des discours contraires à la réalité Ladepeche. dz.com/archive/ld197/contribution
35. Crise financière mondiale: le plan de financement de Sonatrach.
36. Agrasoy, Emre. "How Important is the Choice of Exchange Rate Regime for Economic Growth in Emerging Market Economies?." McGill University (2006.)

## الملتقيات والندوات :

1. أمير السعد، مقارنة نظرية حول رأس المال والتجارة الدولية، الملتقى الدولي الأول حول الجزائر والنظام العالمي الجديد للتجارة، عابدة، أبريل 2002.
2. إلياس بوكرامي، عرض حول الأزمة المالية العالمي 2008، جامعة ورقلة، بتاريخ أكتوبر 2009.
3. زيارى بلقاسم، إنعكاسات وتحديات الأورو على الإقتصاد الجزائري في ظل الشراكة الاورو - متوسطة . الملتقى الوطني الأول حول الإقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة ، جامعة المدية ، ماي 2002.
4. د.محمد يحيى الرقيق "نعايات الأزمة المالية العالمية واثراها على الإقتصاد اليمني" عن الملتقى الدولي الرابع حول الازمة المالية العالمية واثراها على اقتصاديات الدول العربية .
5. عبد الله شحاتة، الأزمة المالية « المفهوم والأسباب 2008/11/12 » الأزمة المالية العالمية التحديات وطرق المواجهة ، القاء الخامس عشرة لمنتدى الشركاء ، أكتوبر 2008 .
6. عبد الرحيم حامدي ، الأزمة المالية العالمية واثراها على الفكر الاقتصادي والإسلامي الخرطوم أكتوبر 2008.
7. أحمد حيان " التجارة الخارجية والأزمة المالية 2008 " الشبكة الدولية للمعلومات .
8. أيمن محمد إبراهيم هندي" التطورات النقدية الدولية خلال الثمانينات و التسعينات العلاقات النقدية والتمويل الدولي" ( 456 قصد) الأسبوع الحادي عشر (4-1/8/1430).
9. د. محمد عبد الشفيق عيسى، هيا نتعلم الدرس الآسيوي، في العربي، القاهرة، 15/3/1993.
10. محمد أيمن عزت الميداني، ندوة الثلاثاء الاقتصادية، قراءة في الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة 3-3-2009.
11. د. محمود المغبوب ، الاستثمار في إفريقيا والأساسيات .... ورقة مقدمة إلى ندوة الاستثمارات الليبية في أفريقيا – تقييم التجربة واستشراف المستقبل ، مجلس الاستثمارات الليبية ، 6-8/2/2006.
12. ناجي بن حسين، مداخلة بعنوان عرض عام حول الأزمة المالية العالمية 2008 في ندوة حول الأزمة المالية العالمية، جامعة قسنطينة، بتاريخ 31-01-2009
13. الأستاذ سويسي الهواري، تنظيم بورصة القيم المنقولة محاضرات أسواق رأس المال لسنة 2008-2009.
14. زين العابدين جبارة" الدفع باليورو' آخر صيحة' في بعض المطاعم والمحلات "تاريخ النشر 27-08-2007.
15. د.عبد النبي إسماعيل الطوخي " التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة "كلية التجارة جامعة أسبوط جمهورية مصر العربية.
16. د. جورج فرم، " أحداث 11 سبتمبر وتأثيراتها على الاقتصاديات العربية.
17. رشيد طواهي "الاقتصاد الجزائري سيتأثر بالأزمة المالية على المدى القريب" بتاريخ 22 أكتوبر 2008.
18. دلال مجاهد، قدرات الجزائر تسمح لها بتخطي آثار الأزمة المالية العالمية بتاريخ: 01.01.2009.
19. محاضرات للدكتور إبراهيم الكراسنة محاضر في معهد صندوق النقد العربي والدكتور منير راشد محاضر في معهد صندوق النقد الدولي.
20. ا.د.وائل إبراهيم الراشد رؤية تحليلية لإنعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون واقع دولة الكويت – جامعة الكويت.
21. Amina- Lahréç « les régimes de change » Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 1999.

## الرسائل والمذكرات :

1. الأزمة المالية العالمية وأثرها على علي العالم العربي مقدم إلى : إدارة مشروع "الطرق المؤدية إلى التعليم العالي" ضمن متطلبات الحصول على شهادة حضور البرنامج التدريبي بشتاء 2009، إكرام حافظ عبد الحميد علي محافظة التدريب : سوهاج الكود: 3035.
2. سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، إشراف الدكتور تومي صالح جامعة الجزائر، 2004 .
3. بوعتروس عبد الحق " دور سياسة سعر الصرف في تكييف الاقتصاديات النامية حالة الجزائر , رسالة دكتوراه دولة كلية الاقتصاد جامعة قسنطينة 2002.
4. علالي بدر الدين ، مواجهة المؤسسة الاقتصادية لمخاطره الصرف حالة الجزائر ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير ، المدرسة العليا للتجارة .
5. حنيش الحاج .الأورو وانعكاساته على بنية التجارة الخارجية أسعار الصرف وا لمدىونية الخارجية للجزائر .رسالة ماجستير جامعة الجزائر 2001/2000.

## المواقع الالكترونية :

1. <http://www.arab-api.org/devbrdg/brdg211.htm>
2. [www.cepii.fr/francgraph/publications/ecomond/.../2000ch8.pdf](http://www.cepii.fr/francgraph/publications/ecomond/.../2000ch8.pdf)
3. [http://www.oppc.pna.net/mag/mag22/new\\_page\\_12.htm](http://www.oppc.pna.net/mag/mag22/new_page_12.htm)
4. [www.menareport.com](http://www.menareport.com)
5. <http://paypat.yoo7.com/t624-topic>
6. [www.Opec.org](http://www.Opec.org)
7. [http://193.194.78.233/ma\\_ar/stories.php?story6017994](http://193.194.78.233/ma_ar/stories.php?story6017994)
8. <http://www.elbiledonline.net>
9. <http://www.carnegieendowment.org/events/?fa=eventDetail&id=1469>
10. [www.jinan.edu.lb/Conf/Money/2/alrashe...](http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/2/alrashe...)
11. <http://hpacha.ifrance.com/crisefin/011Yahia.pdf>
12. [www.Nyse.com](http://www.Nyse.com)
13. [www.yumeyat.com](http://www.yumeyat.com)
14. [www.kantakji.com/fiqh/Files/Manage/104.doc](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Manage/104.doc)
15. [www.alwatan.com/graphics/200209/sep/10.9/heads/ott1.htm](http://www.alwatan.com/graphics/200209/sep/10.9/heads/ott1.htm)
16. <http://www.khutabaa.com/index.cfm?method=home.con&ContentID=935>
17. <http://www.iraqism.com/vb/showthread.php?p=17267>
18. [www.mof.go.jp/english/asem/aseme03](http://www.mof.go.jp/english/asem/aseme03)
19. [http://www.oppc.pna.net/mag/mag22/new\\_page\\_12.htm](http://www.oppc.pna.net/mag/mag22/new_page_12.htm)
20. [www.lesdebats.com/editionsdebats/191108/economie.htm](http://www.lesdebats.com/editionsdebats/191108/economie.htm)
21. [www.algerie-focus.com](http://www.algerie-focus.com)
22. [www.algeriepyrenees.com/article](http://www.algeriepyrenees.com/article). 23 décembre 2008
23. [www.bladi-dz.com/articles](http://www.bladi-dz.com/articles).
24. [www.bank-of-algeria.dz/communicat.htm](http://www.bank-of-algeria.dz/communicat.htm)
25. [www.carnegieendowment.org/publications/?fa=view&id=23367](http://www.carnegieendowment.org/publications/?fa=view&id=23367)
26. [www.carnegieendowment.org/events/?fa=eventDetail&id=1469](http://www.carnegieendowment.org/events/?fa=eventDetail&id=1469)
27. [www.alaswaq.net/articles](http://www.alaswaq.net/articles)
28. [www.saudichambers.org.sa/Images/finacial\\_crisis2\(1\).pdf](http://www.saudichambers.org.sa/Images/finacial_crisis2(1).pdf)
29. [www.aljaziracapital.com.sa/balsanbi@aljaziracapital.com.sa](http://www.aljaziracapital.com.sa/balsanbi@aljaziracapital.com.sa)
30. <http://www.france.attac.org/spip.php?article9400>
31. <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/12604/>

32. <http://www.zawya.com/arabic/story.cfm/sidZAWYA20100707075508/>
33. [www.aljazeera.net/nr/exeres/680771844-1582-41c4-a436-3095fda05e50.htm](http://www.aljazeera.net/nr/exeres/680771844-1582-41c4-a436-3095fda05e50.htm)
34. [www.newsabah.com/paper.phper?name topic21.](http://www.newsabah.com/paper.phper?name%20topic21)
35. [http://www.ahram.org.eg/acpss/ahram/2001/1/1/sboko.htm.](http://www.ahram.org.eg/acpss/ahram/2001/1/1/sboko.htm)
36. [http://www.alaswaq.net/save\\_print.php?save=1&cont\\_id=19225](http://www.alaswaq.net/save_print.php?save=1&cont_id=19225)
37. [http://www.almostaqbal.com/stories .aspx?storyID=41689](http://www.almostaqbal.com/stories.aspx?storyID=41689)
38. <http://www.mf.gov.dz/documentation/nc20051.pdf>
39. [www.echoroukonline.com/modules.php?name=News&file=article&sid=10519](http://www.echoroukonline.com/modules.php?name=News&file=article&sid=10519)
40. <http://www.alqabas.com.kw/Final/NewspaperWebsite/NewspaperPublic/ArticlePage.aspx?ArticleID=377729>
41. <http://www.iraqism.com/vb/showthread.php?p=17267>
42. <http://www.albankaldawli.org/topic/jobs/Job-Trends-October-2011.htm>

## الجرائد والقنوات الفضائية:

1. غ. العربي- أثر الأزمة على الإقتصاد الجزائري . الخبر اليومي . ع: 5490 . 2008/12/01 .
2. بن نويوة ميخوت، الازمة المالية و اثارها على الجزائر، عدد 5490 جريدة الخبر اليومي، 2008/12/01 .
3. غ، العربي، خطاب ناسف لدعاة الاقتصاد الحر، جريدة الخبر اليومي، عدد 5490، الجزائر/12/01/2008 .
4. ص . ح ، إرتفاع أسعار النفط لم تؤد إلى تحسين قدرة الجزائر الشرائية، جريدة الخبر اليومية 16 أبريل 2005 .
5. ص . ح ، ديون الجزائر تزداد والدينار في وضع صعب ، جريدة الخبر اليومية ، 24 مارس 2005 .
6. قناة الجزيرة، حصاد الجمعة الاقتصادي، 2009\5\8 .
7. قناة CNBC عربية، برنامج أنت المسؤول حلقة خاصة عن الأزمة المالية العالمية و خطة الإنقاذ الأمريكية، بتاريخ 31-12-2008 .
8. قناة العربية الإخبارية برنامج الأسواق العربية بتاريخ 22-10-2008 .
9. جريدة القبس " على حسب توقعات صندوق النقد الدولي ، احتياطي النقد الأجنبي في الجزائر سيبلغ 200 مليار دولار بعد عامين "الجزائر العدد رقم 12524 :، الصادرة بتاريخ 12 أبريل 2008 .
10. قناة الجزيرة، الاقتصاد والأعمال، 9-3-2009 .

10. Laksaci gouverneur de la BA . L'Algérie peut financer ses investissements pendant deux ans 22 décembre 2008 Article paru dans le quotidien Liberté du 22/12/2008