



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان -



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

تخصص: تحليل اقتصادي

آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية

دراسة حالة الأزمة المالية العالمية

تحت إشراف:

أ.د. يوسف رشيد

إعداد الطالب:

ودان بوعبدالله

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ. د. بلمقدم مصطفى
مقررا	جامعة مستغانم	أستاذ التعليم العالي	أ.د. يوسف رشيد
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بوثلجة عبد الناصر
ممتحنا	جامعة وهران	أستاذ التعليم العالي	أ.د. دربال عبد القادر
ممتحنا	جامعة وهران	أستاذ محاضر	د. حاكمي بوحفص
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ محاضر	د. مناقر نور الدين

السنة الجامعية: 2014-2015



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان -



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

تخصص: تحليل اقتصادي

آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية

دراسة حالة الأزمة المالية العالمية

تحت إشراف:

أ.د. يوسف رشيد

إعداد الطالب:

ودان بوعبدالله

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ. د. بلمقدم مصطفى
مقررا	جامعة مستغانم	أستاذ التعليم العالي	أ.د. يوسف رشيد
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بوثلجة عبد الناصر
ممتحنا	جامعة وهران	أستاذ التعليم العالي	أ.د. دربال عبد القادر
ممتحنا	جامعة وهران	أستاذ محاضر	د. حاكمي بوحفص
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ محاضر	د. مناقر نور الدين

السنة الجامعية: 2014-2015

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين أطال الله من عمرهما

إلى كل أفراد عائلتي

إلى أساتذتي، وكل الذين سهروا على تعليمي

إلى أصدقائي وزملائي

أهدي ثمرة هذا العمل

كلمة شكر

نحمد ونشكر الله الواحد الأحد الذي أنعم علينا بنعمة العلم والعقل، وأمدنا بالعزيمة والإرادة لإتمام هذا العمل.

وأقدم بالشكر الجزيل لأستاذنا المشرف، الأستاذ الدكتور يوسف رشيد الذي بتوجيهاته ونصائحه القيمة كان هذا العمل بصورته الحالية.

وأشكر الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على تخصيصهم جزءاً من وقتهم لقراءة وتقييم هذا البحث.

كما لا يفوتنا أن نشكر جميع من كان لنا عوناً ومدد لنا يد المساعدة خلال جميع مراحل إنجاز هذا العمل.

الفهرس

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

أ-ب	.....	مقدمة عامة
		الفصل الأول: مراحل تطور النظام النقدي الدولي
2	.....	تمهيد
3	.....	المبحث الأول: النظام النقدي الدولي في ظل قاعدة الذهب
3	.....	المطلب الأول: مراحل تطور نظام الذهب
4	.....	1- نظام المسكوكات الذهبية
5	.....	2- نظام السبائك الذهبية
6	.....	3- نظام الصرف بالذهب
8	.....	المطلب الثاني: الأساس النظري لنموذج نظام الذهب
8	.....	1- النموذج الكلاسيكي لنظام الذهب
9	.....	2- ميكانيكية التوازن التلقائي
10	.....	3- مزايا وخصائص نظام الذهب
11	.....	المطلب الثالث: انهيار النظام الذهبي
13	.....	المطلب الرابع: أسباب فشل نظام الذهب
13	.....	1- انتهاء عصر حرية التجارة الدولية
14	.....	2- تطور الوعي النقدي
14	.....	3- جمود مستويات الأسعار
14	.....	4- سوء توزيع رصيد الذهب في العالم
15	.....	5- عدم الاستقرار السياسي
15	.....	6- نمو القوميات الاقتصادية
15	.....	7- زيادة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي
16	.....	المبحث الثاني: النظام النقدي الدولي في ظل اتفاقية بريتون وودز
16	.....	المطلب الأول: ميلاد نظام بريتون وودز
17	.....	1- المشروع الإنجليزي
18	.....	2- المشروع الأمريكي

19	المطلب الثاني: الأسس التي قام عليها نظام بريتون وودز.....
19	1- استقرار أسعار الصرف.....
20	2- حرية التحويل إلى عملات جميع الدول الأعضاء.....
20	3- تحرير التجارة من مسالكها الثنائية.....
21	4- تحقيق المرونة في نظام أسعار الصرف.....
21	5- مساعدة الدول على إصلاح عجز موازين مدفوعاتها.....
22	المطلب الثالث: انهيار نظام بريتون وودز.....
25	المبحث الثالث: التطورات النقدية العالمية بعد انهيار نظام بريتون وودز.....
25	المطلب الأول: نظام تعويم أسعار صرف العملات.....
27	المطلب الثاني: اتفاقية جمايكا.....
29	المبحث الرابع: التنظيمات التي أبرزها النظام النقدي الدولي خلال تطوره.....
29	المطلب الأول: حقوق السحب الخاصة.....
30	المطلب الثاني: النظام النقدي الأوروبي.....
31	1- نظام الثعبان النقدي الأوروبي.....
34	2- الوحدة النقدية الأوروبية.....
35	3- تقرير ديلور.....
36	4- اتفاقية الوحدة الأوروبية "ماستريخت".....
37	5- مرحلة الأورو.....
38	المبحث الخامس: الدولار، الأورو والأزمة المالية العالمية.....
38	المطلب الأول: الدولار الأمريكي يهيمن بالديون.....
44	المطلب الثاني: الأزمة المالية العالمية تتحول إلى أزمة ديون أوروبية.....
49	خلاصة.....
	الفصل الثاني: الإطار النظري للأزمات المالية
52	تمهيد.....
53	المبحث الأول: ماهية الأزمة المالية.....
53	المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية.....
53	1- أصل كلمة أزمة.....

53	.....2- المنظور اللغوي للكلمة.
54	.....3- تعريف الأزمة المالية.
55	.....المطلب الثاني: الأزمة المالية أسبابها وقنوات انتشارها.
55	.....1- أسباب الأزمات المالية.
59	.....2- قنوات انتشار الأزمات المالية.
61	.....3- الهيكل العام للأزمة المالية.
63	.....المبحث الثاني: الأزمات في الفكر الاقتصادي.
63	.....المطلب الأول: الدورات الاقتصادية.
64	.....1- دورة كليمنت جوغلار.
65	.....2- دورة كوندراتييف.
66	.....المطلب الثاني: الأزمة عند المفكرين الاقتصاديين.
66	.....1- الأزمة عند كارل ماركس.
68	.....2- الأزمة عند كينز.
70	.....3- الأزمة عند التيار الليبرالي "مدرسة النقديين".
73	.....المبحث الثالث: أنواع الأزمات المالية.
73	.....المطلب الأول: أزمة سعر الصرف.
73	.....1- تعريف سعر الصرف.
73	.....2- مخاطر سعر الصرف.
75	.....3- تعريف أزمة سعر الصرف.
75	.....4- العوامل الأكثر تأثيرا في نشوب أزمة سعر الصرف.
75	.....المطلب الثاني: الأزمة البنكية.
76	.....1- مفهوم البنك.
76	.....2- أنواع المخاطر البنكية.
78	.....3- تعريف الأزمة البنكية.
78	.....4- أسباب الأزمات البنكية.
79	.....5- التفاعل ما بين الأزمات البنكية وأزمات سعر الصرف.
80	.....المطلب الثالث: أزمة المديونية.
80	.....1- تعريف أزمة المديونية.

80	..... 2- أسباب أزمة المديونية.
83	..... 3- معايير تصنيف المديونية.
85	..... 4- مؤشرات المديونية.
86	..... المطلب الرابع: الأزمة البورصية.
86	..... 1- تعريف سوق الأوراق المالية.
87	..... 2- أقسام سوق الأوراق المالية.
89	..... 3- مصادر المخاطر في سوق الأوراق المالية.
91	..... 4- تعريف الأزمة البورصية.
92	..... 5- أسباب وآثار الأزمة البورصية.
93	..... المبحث الرابع: عرض أهم الأزمات المالية.
93	..... المطلب الأول: أزمة 1929.
93	..... 1- ظروف ما قبل الأزمة.
94	..... 2- حدوث الأزمة.
95	..... 3- تفسير الأزمة.
96	..... 4- خصائص الأزمة.
98	..... 5- نتائج الأزمة.
99	..... المطلب الثاني: أزمة 1987.
99	..... 1- خصائص الفترة السابقة للأزمة.
101	..... 2- انفجار الأزمة.
103	..... 3- أسباب الأزمة.
106	..... 4- نتائج الأزمة.
107	..... 5- المقارنة ما بين أزمة أكتوبر 1987 و 1929.
109	..... المطلب الثالث: الأزمة المالية الآسيوية.
109	..... 1- مؤشرات الأزمة.
110	..... 2- تايلندا قبل الأزمة.
112	..... 3- تفسير أزمة تايلندا.
114	..... 4- آثار العدوى على كوريا الجنوبية، إندونيسيا، ماليزيا والفلبين.
116	..... 5- أسباب الأزمة الآسيوية.

118	المطلب الرابع: الأزمات المالية الأخرى في الاقتصاديات الناشئة.....
118	1- أزمة المكسيك.....
120	2- أزمة البرازيل.....
121	3- أزمة الأرجنتين.....
125	4- أزمة روسيا.....
127	5- أزمة تركيا.....
129	المبحث الخامس: النماذج المفسرة للأزمات المالية.....
129	المطلب الأول: النماذج من الجيل الأول.....
130	1- تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي: النموذج التأسيسي لكروغمان.....
133	2- سعر الصرف المرن الافتراضي والتاريخ المحدد للأزمة: نموذج فلود وغاربر.....
137	المطلب الثاني: النماذج من الجيل الثاني.....
137	1- الأزمات التي تتحقق ذاتيا مع استجابة الحكومة لتوقعات السوق: النموذج التأسيسي لأوبستفلد.....
146	2- تطور الأزمات التي تتحقق ذاتيا: نماذج جيان و جيان و بن سعيد.....
149	المطلب الثالث: النماذج من الجيل الثالث.....
151	1- أطروحة الخطر الأخلاقي والأساسيات المتدهورة المعتمد من طرف كروغمان.....
156	2- الذعر المالي، الهشاشة المالية وأزمة السيولة المتحققة ذاتيا.....
163	خلاصة.....
	الفصل الثالث: الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الدول النامية
166	تمهيد.....
167	المبحث الأول: أزمة قروض الرهن العقاري.....
167	المطلب الأول: ماهية قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.....
167	1- مفهوم سوق قروض الرهن العقاري.....
168	2- خصائص قروض الرهن العقاري.....
169	3- تفسير هيمان مانسكي لأزمة الرهن العقاري.....
171	4- سياسة حكومة الولايات المتحدة الأمريكية في سوق الرهن العقاري.....
173	المطلب الثاني: التطور النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية وظهور أزمة القروض الرهنية عالية المخاطرة...
173	1- الظروف التي ساعدت على تراكم واندلاع أزمة قروض الرهن العقاري.....

178	.....	2- اتجاه السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي حتى جوان 2004
180	.....	3- صعود معدلات الفائدة على القروض الرهنية وتدهور ملاءة المقترضين
182	.....	4- تطورات أزمة الرهن العقاري واضطراب الأسواق المالية
184	.....	المبحث الثاني: آلية انتقال العدوى على الصعيد الدولي
184	.....	المطلب الأول: دور انتقال العدوى في تكريس الأزمات المالية
184	.....	1- مفهوم عدوى الأزمات المالية
184	.....	2- نماذج العدوى المالية
186	.....	المطلب الثاني: دور التوريد في انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري
186	.....	1- مفهوم نشاط التوريد
187	.....	2- أطراف عملية التوريد
188	.....	3- فوائد ومزايا عملية التوريد
188	.....	4- آلية عمل التوريد
189	.....	5- تقسيمات المنتجات الائتمانية حسب التصنيف الدولي
193	.....	المبحث الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول العالم
193	.....	المطلب الأول: انعكاسات الأزمة المالية على الاقتصاديات المتقدمة
196	.....	المطلب الثاني: انعكاسات الأزمة المالية على اقتصاديات الأسواق الناشئة
200	.....	المطلب الثالث: انعكاسات الأزمة المالية على اقتصاديات البلدان منخفضة الدخل
201	.....	المبحث الرابع: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الدول العربية
201	.....	المطلب الأول: الانعكاسات المالية للأزمة على الدول العربية
201	.....	1- انعكاسات الأزمة على مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية
207	.....	2- انعكاسات الأزمة على أداء الجهاز البنكي في الدول العربية
212	.....	3- موقف الدول العربية من الصناديق السيادية
214	.....	المطلب الثاني: تراجع التجارة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية
214	.....	1- تأثير الأزمة على أسعار النفط والسلع
215	.....	2- تأثير الأزمة على حركة السياحة
216	.....	3- تأثير الأزمة على التدفقات الاستثمارية
217	.....	المطلب الثالث: التأثير على سوق العمل وعلى تحويلات العاملين في الخارج
217	.....	1- ارتفاع معدلات البطالة في الدول العربية

220	.....	2- انخفاض مستوى التحويلات المالية من الخارج.
223	.....	المبحث الخامس: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري
223	.....	المطلب الأول: الانعكاسات التجارية للأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري.
223	.....	1- تقلص صادرات الجزائر من المحروقات وتدهور إيراداتها.
225	.....	2- انخفاض أسعار المنتجات المستوردة وتزايد فاتورة الواردات الجزائرية.
226	.....	المطلب الثاني: الآثار المالية للأزمة على الاقتصاد الجزائري.
226	.....	1- انعكاسات الأزمة المالية على الجهاز البنكي والمالي الجزائري.
227	.....	2- انعكاسات الأزمة المالية على احتياطات الصرف الجزائرية.
229	.....	المطلب الثالث: الآثار النقدية للأزمة وانعكاساتها على الجزائر.
229	.....	1- آثار الأزمة المالية على الدولار وانعكاساتها على إيرادات الجزائر من تصدير المحروقات.
233	.....	2- آثار الأزمة المالية على معدل صرف الدينار الجزائري.
234	.....	المطلب الرابع: الانعكاسات على الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر.
236	.....	خلاصة.
		الفصل الرابع: دور المؤسسات النقدية في إدارة ومواجهة الأزمة المالية العالمية
239	.....	تمهيد.
240	.....	المبحث الأول: إتباع منهج شامل يضمن الاستقرار المالي.
240	.....	المطلب الأول: الشفافية في تقييم البيانات المالية.
240	.....	1- إصلاح هيئات التصنيف الائتماني.
242	.....	2- التصدي لقيود أجواء عدم اليقين.
245	.....	3- البحث عن بيانات جديدة من الإحصائيات المالية الدولية.
250	.....	4- بناء شبكة عالمية من الروابط المالية.
254	.....	المطلب الثاني: الحفاظ على السلامة الكلية للنظام المالي.
254	.....	1- تخفيض ديون قطاع الأسر، المؤسسات المالية والشركات.
257	.....	2- ضخ البنوك المركزية الكبرى للسيولة بصفة مستمرة.
261	.....	3- توسيع نطاق الضرائب على القطاع المالي.
262	.....	4- تشديد الضوابط على التدفقات الرأسمالية الداخلة.
264	.....	5- إصلاح حوكمة الأسواق المالية.
266	.....	6- إتباع سياسات السلامة الاحترازية الكلية.

271	.....7- تعزيز الهياكل الدولية التي تضمن الاستقرار المالي
273	.....المبحث الثاني: تقوية أجهزة التنظيم والرقابة البنكية
273	.....المطلب الأول: عموميات حول التنظيم والرقابة البنكية
273	.....1- مفهوم التنظيم والرقابة البنكية
275	.....2- المبادئ الأساسية للرقابة البنكية
280	.....3- واقع التنظيم والرقابة أثناء الأزمة المالية العالمية
281	.....4- الخيارات الممكنة لتقوية التنظيم والرقابة البنكية
283	.....المطلب الثاني: تفعيل أنظمة الرقابة البنكية وتطويرها وفق المعايير الدولية
284	.....1- نظام التصنيف حسب CAMELS للبنك المحلي
286	.....2- نظام التقييم لفروع البنوك الأجنبية ROCA
287	.....المطلب الثالث: إعادة الإشراف على البنوك المؤثرة على النظام المالي
287	.....1- مفهوم البنوك المؤثرة على النظام المالي (الأكبر من أن تفشل)
289	.....2- آلية صياغة سياسات لتنظيم عمل البنوك المؤثرة على النظام المالي
294	.....3- تخفيض مكافآت المسؤولين البنكيين للتوقي من الأزمات
299	.....المطلب الرابع: استخدام اختبارات القدرة على تحمل الضغوط للرقابة على البنوك
299	.....1- مفهوم اختبارات القدرة على تحمل الضغوط
300	.....2- أدوات تقييم اختبارات القدرة على تحمل الضغوط
302	.....3- مبادئ اختبارات القدرة على تحمل الضغوط
305	.....المبحث الثالث: لجنة بازل ودورها في إرساء وتعزيز استقرار القطاع البنكي
305	.....المطلب الأول: دور إطار بازل 2 في منع الأزمات
305	.....1- نشأة لجنة بازل وأهدافها
307	.....2- لجنة بازل ودورها في تعزيز الحوكمة في البنوك
309	.....3- بازل 2 هامش حماية من التقلبات الدورية
311	.....4- أسباب الأزمة المالية على ضوء اتفاقية بازل 2
313	.....المطلب الثاني: أهم المقترحات التمهيدية لاتفاقية بازل 3 للوقاية من الأزمات البنكية
313	.....1- رفع كمية ونوعية الأموال الخاصة
315	.....2- تنظيم السيولة
318	.....3- إدخال نسبة الرافعة المالية

319	4- توسيع مفهوم المخاطر.....
320	المبحث الرابع: ضوابط البنوك الإسلامية في مواجهة الأزمة المالية العالمية.....
320	المطلب الأول: مفاهيم حول البنوك الإسلامية.....
320	1- تعريف البنوك الإسلامية.....
321	2- الفروق الجوهرية ما بين البنك التقليدي والإسلامي.....
323	3- أهم المشكلات التي تواجه البنوك الإسلامية.....
327	4- إستراتيجية البنوك الإسلامية في التوقّي ومعالجة الأزمة المالية العالمية.....
330	المطلب الثاني: تحديات التحول من العمل البنكي التقليدي إلى الإسلامي.....
330	1- مفهوم التحول.....
330	2- دوافع التحول من العمل البنكي التقليدي إلى الإسلامي.....
331	3- الحكم الشرعي لتحول البنوك التقليدية للصرفية الإسلامية.....
335	4- مبادئ التحول من العمل البنكي التقليدي إلى الإسلامي.....
336	المبحث الخامس: دور صندوق النقد الدولي في إدارة الأزمة المالية.....
336	المطلب الأول: التنبؤ بالأزمات المالية ونظام الإنذار المبكر.....
336	1- دور أنظمة الإنذار المبكر في توقع الأزمة القادمة.....
338	2- خطوات وضع نظام للإنذار المبكر.....
339	3- أدوات التحليل التي يقتضيها نظام الإنذار المبكر.....
340	4- مؤشرات الحيطة والحذر من إمكانية التعرض للأزمات المالية.....
341	المطلب الثاني: تعزيز رقابة الصندوق، إصلاح نظام الإقراض وزيادة حجمه.....
341	1- تعزيز رقابة الصندوق.....
344	2- آلية إصلاح نظام الإقراض الحالي.....
346	3- اعتماد إطار جديد لإصدار السندات للقطاع الرسمي.....
347	المطلب الثالث: إصلاح نظام الحصص والأصوات وإعادة تخصيص حقوق السحب الخاصة.....
347	1- إصلاح نظام الحصص والأصوات في الصندوق.....
349	2- إعادة تخصيص حقوق السحب الخاصة.....
350	المطلب الرابع: إعادة النظر في كيفية إدارة المخاطر النظامية.....

350	.....1- تعزيز قدرة هيئات التنظيم المالي على اكتشاف المخاطر
351	.....2- تعزيز التعاون المالي الدولي حول القضايا المالية والاقتصادية
352	.....3- زيادة درجة اهتمام ومراقبة السياسات الاقتصادية للمخاطر النظامية
353	.....المطلب الخامس: دور البنك الدولي كمكمل لصندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة
355	.....خلاصة
357	.....الخاتمة العامة
366	.....قائمة المراجع

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	الأوزان النسبية للعملة المكونة للايكو خلال الفترة 1979-1995	35
02	قيمة عملات الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوروبي مقابل الأورو حسب رزنامة التحول لعام 1995	38
03	معايير تصنيف الدول حسب المديونية والدخل	84
04	توزيع الدول النامية حسب ثقل المديونية والدخل	84
05	مؤشرات المديونية	85
06	نسب التغير في قيم مؤشرات الأسواق المالية لـ 23 دولة خلال سنة 1987	102
07	درجة مؤشرات الأزمة لدول جنوب شرق آسيا خلال عام 1994 و1996	110
08	تسليف البنوك الدولية لدول شرق آسيا خلال الفترة 1994-1997	117
09	ترتيب المؤسسات العشرة الأوائل المنشأة لقروض الرهن العقاري في عام 2006	175
10	الارتفاع النسبي السنوي لقروض الرهن العقاري الأقل جودة المورقة خلال الفترة 2001-2006	176
11	معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في الاقتصاديات المتقدمة خلال الفترة 2007-2013	194
12	معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في اقتصاديات الأسواق الصاعدة والاقتصاديات النامية خلال الفترة 2007-2013	197
13	نشاط التداول للبورصات العربية خلال الفترة 2007-2010	204
14	أهم مؤشرات أداء الأسهم العربية خلال عام 2008	206
15	محركات التغير في نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص خلال الأزمة المالية العالمية	208
16	البلدان المصدرة للنفط في المنطقة العربية: إجراءات مواجهة الأزمة المالية العالمية	209
17	مؤشرات السلامة المالية في بعض البلدان العربية، نهاية 2008	210
18	مؤشرات البنوك الإسلامية والجهاز المصرفي في دول مجلس التعاون الخليجي خلال عام 2008 والنصف الأول من 2009	211
19	أهم الصناديق السيادية العربية وتقدير حجم أصولها حتى عام 2008	212
20	تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول العربية خلال الفترة 2007-2013	216
21	إجمالي التحويلات المالية للدول العربية خلال عام 2007	221

222	إجمالي التحويلات المالية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي الوطني في الدول العربية خلال عام 2006 أو 2007	22
223	أسعار النفط الخام الاسمية (دولار/برميل برنت) خلال الفترة 2004-2012	23
225	التركيب السليعية لواردات الجزائر خلال الفترة 2005-2013	24
230	تطور متوسط معدل صرف الأورو معبرا عنه بالدولار خلال الفترة 1999-2013	25
230	التوزيع الجغرافي لواردات الجزائر خلال الفترة 2007، 2008 و 2013	26
231	الموردين العشر الأوائل للجزائر خلال عامي 2008 و 2013	27
232	تطور صادرات الجزائر خلال الفترة 2005-2013	28
233	المعدل السنوي لسعر صرف الدينار الجزائري مقابل العملات الرئيسية خلال الفترة 2002-2012	29
235	تطور تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر نحو الجزائر خلال الفترة 2001-2013	30
249	المعيار الخاص المعزز لنشر البيانات	31
284	نظام التصنيف وفق المعايير الدولية	32
288	الأصول المجتمعة لأكثر ثلاثة بنوك بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي للبلد	33
300	عرض مبسط للميزانية العمومية للبنوك	34
303	مبادئ اختبارات القدرة على تحمل الضغوط التي يقترحها صندوق النقد الدولي	35
314	مراحل التحول إلى النظام الجديد حسب مقترحات بازل 3	36
314	متطلبات رأس المال ورأس المال التحوط	37
319	نسبة المتطلبات الرأسمالية للسندات	38
321	الفروق الجوهرية بين البنك التقليدي والإسلامي	39
341	المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للأزمات المالية	40

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
25	تحديد سعر الصرف وفق نظام سعر الصرف العائم	01
32	كيفية عمل نظام الثعبان النقدي الأوروبي	02
39	إجمالي الدين العام للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2000-2013	03
39	حيازات الاحتياطي العالمي من العملات الصعبة خلال الفترة 2000-2013	04
39	قيمة امتلاك الأجانب للسندات الحكومية للولايات المتحدة الأمريكية خلال عام 2013	05
40	احتياطات النقد الأجنبي المقومة بالدولار لمجموع الأسواق الصاعدة والصين خلال الفترة 2000-2013	06
44	دين أوروبا العام مقارنة مع الاقتصاديات المتقدمة الأخرى خلال عام 2010	07
44	إجمالي أسعار القارات السكنية في منطقة الأورو خلال الفترة 1997-2008	08
46	أرصدة الحساب الجاري في البلدان الهامشية خلال الفترة 2000-2010	09
46	تكلفة الديون السيادية في دول الأورو خلال الفترة 2010-2011	10
47	انكشافات صناديق أسواق المال الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية اتجاه البنوك خلال الفترة 2007-2011	11
47	فروق العائد على مبادلات مخاطر الائتمان الأوروبية خلال الفترة 2008-2012	12
59	قنوات انتشار الأزمات المالية	13
61	أسباب وكيفية حدوث الأزمة المالية	14
64	دورة جوغلار	15
65	دورة كوندرا تيف	16
88	مكونات الأسواق المالية	17
107	مقارنة ما بين تطور مؤشر داو جونز في أزمي 1929 و 1987	18
132	التخلي المبكر عن نظام سعر الصرف الثابت والقضاء الكلي على احتياطات النقد الأجنبي نتيجة هجوم المضاربة	19
132	تاريخ اندلاع أزمة ميزان المدفوعات تبعا للمبلغ الأولي من الاحتياطات	20
136	تقاطع أسعار الصرف في تاريخ الهجمة المضاربية	21
137	الترابط ما بين الأساسيات الاقتصادية الكلية وتاريخ الهجمة المضاربية	22

140	إمكانية التوازن لكل من معدل الفائدة ومعدل انخفاض العملة المحلية	23
141	دالة خسارة الحكومة	24
170	منحنى التهرب من المخاطرة خلال الفترة 2007-2000	25
176	تصاعد إصدار الائتمانات المهيكلية الأوروبية والأمريكية خلال الفترة 2007-2000	26
179	تطور القروض العقارية المقدمة للأسر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2006-2000	27
179	أسعار العقار في الولايات المتحدة الأمريكية، مؤشر OFHEO، خلال الفترة 2007-1997	28
180	تطور معدل الفائدة للبنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي خلال الفترة 1999-2008	29
181	معدل التخلي عن العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1998-2007	30
182	عدد السكنات المتعلقة بإجراءات الحجز في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2008-2006	31
189	آلية تنفيذ عمليات التوريد	32
191	تقسيمات المنتجات الائتمانية المهيكلية لشرائح حسب التصنيف الدولي	33
199	تغير المالية العامة في دول أمريكا اللاتينية خلال الفترة 2009-2003	34
202	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2008	35
203	التغير في مؤشرات أسواق الأسهم في الدول العربية خلال الفترة 2009-2008	36
207	نمو الائتمان المقدم للقطاع الخاص في الدول العربية خلال الفترة 2009-2004	37
207	صافي الائتمان المقدم من البنك المركزي إلى الجهاز المصرفي في الدول العربية خلال الفترة 2009-2008	38
214	الرقم القياسي لأسعار النفط والمعادن والغذاء خلال الفترة 2008-1998	39
218	معدلات البطالة في الشرق الأوسط خلال الفترة 2008-1998	40
219	وجهة الهجرة إلى الخارج للبلدان الرئيسية المرسل في الشرق الأوسط خلال عام 2005	41
220	البلدان الرئيسية المستقبلية للمهاجرين في الشرق الأوسط خلال عام 2005	42
228	تطور احتياطات الصرف الجزائرية خلال الفترة 2013-2003	43
243	أجواء عدم اليقين العالمي وفي الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1960-2010	44

243	أجواء عدم اليقين بشأن السياسات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الأورو خلال الفترة 2008-2012	45
243	أجواء عدم اليقين أثناء فترات الركود مقارنة بفترات التوسع خلال الفترة 1960-2011	46
245	زيادة أجواء عدم اليقين بشأن السياسات تقترن بانخفاض في الناتج خلال الفترة 2002-2012	47
245	عدم اليقين خلال فترتي الركود والتعافي	48
248	الروابط المالية ما بين البلدان خلال عام 2010	49
251	الشبكة البنكية العالمية خلال عام 2007	50
252	التدفقات فيما بين اقتصاديات الجوهرة خلال الفترة 1978-2010	51
252	الانتشار إلى بلدان الأطراف خلال الفترة 1978-2010	52
256	مديونية القطاع المالي في الاقتصاديات المتقدمة خلال الفترة 2000-2011	53
256	مديونية قطاع الأسر في الاقتصاديات المتقدمة خلال الفترة 2000-2011	54
256	مديونية قطاع الشركات غير المالية في الاقتصاديات المتقدمة خلال الفترة 2000-2011	55
258	السيولة التي تم ضخها من قبل البنوك المركزية الكبرى خلال الفترة 2007-2012	56
261	الضرائب المفروضة على القطاع المالي بعد وقوع الأزمة في الدول أوروبية	57
263	الضوابط على تدفقات رأس المال المفروضة على الاقتصاديات النامية خلال الفترة 2000-2009	58
316	متوسط التمويل بالجملة في عينة بنوك خلال الفترة 1999-2010	59
316	المتوسط الشهري لفرق العائد بين سعر ليبور بالدولار خلال الفترة 2005-2011	60

المقدمة العامة

1- تقديم:

إن الأزمات والتقلبات والنمو والركود هي من ميزات النظام الاقتصادي الرأسمالي، التي يصعب التنبؤ بها ولا يمكن التخلص منها، والملاحظ أن الأزمات الحديثة متكررة وسريعة الانتشار، فقد أصبحت ظاهرة مثيرة للقلق، وهذا راجع إلى آثارها السلبية الحادة والخطيرة التي تهدد الاستقرار الاقتصادي للدول المعنية، إضافة إلى انتقال عدواها لتشمل دولاً أخرى نامية ومتقدمة على حد سواء نتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي.

كما أن ظهور الأزمات المالية وانتقالها في معظم اقتصاديات دول العالم، أصبح يمثل مؤشراً على تحول في طبيعة وأداء الاقتصاد العالمي، اقتصاد تحكمه مستويات أسعار الأصول المالية في الأسواق، باستقرارها يعرف ذلك الاقتصاد هو الآخر استقراراً، أما إذا اتبها تدهور وتقلبات سريعة انتابه كذلك اضطرابات وانتكاسات كبيرة. وتتميز أغلب الأزمات بطابعها الشمولي، فيمكن أن تظهر في سوق بلد معين سرعان ما تنتشر انتشاراً سريعاً بفعل ترابط الأسواق إلى أسواق البلدان الأخرى لتصبح تعبر عن أزمة مالية عالمية، فمعرفة أسبابها ومسبباتها، وتتبع الأزمات الماضية من شأنه أن يضيء جانباً مهماً في محاولة القضاء عليها أو على الأقل التخفيف منها وتدارك النقص وإصلاح الخلل.

ويواجه الاقتصاد العالمي أحد أعنف وأسوأ الأزمات المالية التي عرفها التاريخ، والتي بدأت بوادرها في صيف 2007 واشتدت منذ سبتمبر 2008 مع تكبد أكبر مؤسسات المال والأعمال الأمريكية والأوروبية لخسائر ضخمة أدت إلى انهيار العديد منها، وشملت تداعياتها في صورة انخفاضات حادة ومنتالية لمؤشرات البورصات العالمية، وامتدت تأثيراتها إلى جميع أنحاء العالم، بعدما خيم الركود على حركة الأسواق.

وقد يكون من الطبيعي أن تتأثر الدول النامية بالأزمة المالية العالمية بصفتها جزءاً من المنظومة الاقتصادية العالمية وخاصة في ظل التكامل المالي الدولي الذي فرض عليها فتح أسواقها المالية على الخارج، مما ساهم في ترابط أسواقها المالية مع باقي الأسواق العالمية، وبدوره سهل انتقال عدوى الأزمة المالية إليها.

وإزاء هذا الوضع برزت الدعوة والحاجة إلى إعادة النظر في قواعد النظام المالي العالمي باعتماد اجراءات تصحيحية على آلية عمله ونظام حوكمته لجعله قادراً على التوقي ومواجهة الأزمات المالية العالمية.

2- أهمية البحث:

- وبناء على ما سبق تكمن أهمية البحث في النقاط التالية:
- إبراز ضعف النظام النقدي الدولي على التنبؤ ومنع وقوع الأزمات المالية؛
- نظرا لتكرار الأزمات المالية يقتضي الأمر البحث عن أسباب وقوعها؛
- الأزمات المالية تتصف بسرعة الانتشار بفعل العدوى؛
- إبراز محدودية النظام المالي الدولي في وضع حد لأزمات العولمة المالية، وعليه يجب إصلاحه وتقويته.

3- أهداف البحث:

- نسعى من خلال هذا العمل الوصول إلى الأهداف التالية:
- دراسة أهم مراحل تطور النظام النقدي الدولي؛
- محاولة التعريف بأسباب الأزمات المالية وأنواعها؛
- تسليط الضوء على الأزمات المالية الدولية وكيفية انتقال عدواها؛
- محاولة البحث عن الأسباب التي أدت إلى وقوع الأزمة المالية العالمية؛
- إبراز انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الدول النامية؛
- محاولة معرفة أساليب التوقي ومواجهة الأزمة المالية العالمية.

4- أسباب اختيار الموضوع:

يعود اختيار الموضوع لأسباب منها الموضوعية والذاتية:

فأما الموضوعية، فتتمثل في كون آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية العالمية، دراسة حالة الأزمة المالية العالمية تعتبر من المواضيع الهامة التي فرضت نفسها في الآونة الأخيرة هذا من جهة، ومن جهة أخرى فبحكم التخصص الذي يفرض علينا الإلمام بمثل هذه المواضيع.

أما الأسباب الذاتية، فتتمثل في محاولة معرفة الأسس التي يقوم عليها النظام النقدي الدولي، بالإضافة إلى معرفة أسباب الأزمة المالية العالمية وكيفية انتقال عدواها، وأساليب التوقي منها ومواجهتها.

5- إشكالية البحث:

إنطلاقاً مما سبق، يمكن صياغة الإشكالية التي يعالجها هذا البحث في السؤال الرئيسي التالي:

ما هي آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية، وخاصة الأزمة المالية

العالمية؟

وللإجابة على هذا السؤال، ارتأينا تقسيمه إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي التطورات التي عرفها النظام النقدي الدولي؟
- ما المقصود بالأزمة المالية وما هي أسبابها وأنواعها؟
- ما هي سبل انتقال عدوى الأزمة المالية في ظل العولمة المالية؟
- ما هي عوامل وأسباب ومؤشرات الأزمة المالية العالمية؟
- ما هي الانعكاسات التجارية والمالية والنقدية للأزمة المالية العالمية على البلدان النامية؟
- هل المؤسسات النقدية أدت دورها على أكمل وجه في إدارة ومواجهة الأزمة المالية العالمية؟

6- فرضيات البحث:

قصد الإجابة على هذه الأسئلة نقدم في هذا الإطار الفرضيات التالية:

- إن الأنظمة النقدية والمالية التي عرفها العالم كانت صالحة لفترة محددة، يقتضي الأمر إعادة النظر فيها بين فترة وأخرى تبعا للظروف القائمة في كل فترة؛
- الأزمات المالية تعبر عن ظواهر اقتصادية ناتجة عن اختلال جميع متغيرات النظام المالي، وتتميز بسرعة انتقال عدواها؛
- هي أزمة في السوق العقارية الأمريكية، وتمثلت توابعها في الهزة التي تعرضت لها العديد من البنوك الاستثمارية وأسواق المال العالمية؛
- في ظل العولمة الاقتصادية من المحتمل أن تؤثر الأزمة سلباً على الدول النامية وبالأخص على الاقتصاد الجزائري؛
- لا تتأخر المؤسسات النقدية في تقديم المساعدة عند وقوع الأزمات المالية حتى تتجنب أعباء إضافية نتيجة انتشارها.

7- إطار وحدود الدراسة:

وعلى هذا الأساس فإن إطار هذه الدراسة لا يعدو كونه تسليط للضوء على آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية، مع دراسة حالة الأزمة المالية العالمية. فمن حيث الإطار المكاني سنأخذ الدول في شكل مجتمعات متشابهة (الدول المتقدمة، الدول الناشئة، الدول العربية)، أما من حيث الإطار الزمني فإن عملية التشخيص والتقييم ستكون خلال الفترة (2007-2013).

8- الدراسات السابقة:

قد تم تناول موضوع الأزمات المالية في الرسائل الآتية:

أوكيل نسيمة: " الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا "، وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بجامعة يوسف بن خدة، جامعة الجزائر، سنة 2008/2007، تتمحور إشكالية هذا الموضوع على النحو التالي: هل يمكن إيجاد مؤشرات ودلائل تنبئنا بقرب حدوث أزمة مالية في اقتصاد ما قصد الحد من آثارها خاصة في ظل العولمة؟ وكيف يمكن الاستفادة من الأزمة المالية الآسيوية لتوقي الأزمات المالية. وقد قسمت الباحثة الرسالة إلى ستة فصول، فالفصل الأول تناولت فيه نشأة وتطور النظام النقدي الدولي، أما الفصل الثاني فتطرقت إلى الجوانب النظرية للأزمات المالية، في الفصل الثالث تناولت فيه العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات المالية، الفصل الرابع تطرقت إلى واقع الإقتصاديات الناشئة لدول جنوب شرق آسيا في ظل التحرير المالي وظاهرة الاندماج مع الإقتصاديات المتقدمة، أما الفصل الخامس فقد قامت بعرض الأزمات المالية التي ضربت الإقتصاديات الناشئة، والفصل الأخير تطرقت فيه إلى آليات إدارة ومواجهة الأزمات المالية.

بن ثابت علال: " الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد " وهي عبارة عن مذكرة ماجستير مقدمة بالمدرسة العليا للتجارة، جامعة الجزائر، سنة 2003/2002، تتمحور إشكالية هذا الموضوع على النحو التالي: في ظل التزايد المستمر نحو عولمة الأسواق المالية، ما هو تأثير الأزمات المالية وعمليات التجديد على تلك الأسواق؟ وقد قسم الباحث الرسالة إلى خمسة فصول، الفصل الأول تناول فيه نظرة شاملة على الأسواق المالية، أما الفصل الثاني فتطرق إلى العولمة وآثارها على الأسواق المالية، في الفصل الثالث تناول

الأزمات المالية وأسواق المال، الفصل الرابع تطرق إلى مظاهر التجديد في الأسواق المالية، وفي الفصل الأخير عالج تجارب الدول المختلفة في عولمة الأسواق المالية.

9- منهجية البحث:

تعتمد الدراسة على المزج بين المنهج التاريخي، الوصفي، التحليلي ومنهج دراسة حالة للإجابة على إشكالية الموضوع واختبار صحة الفرضيات، فقد تم استخدام المنهج التاريخي في عرض التطورات التي عرفها النظام النقدي الدولي وعند تناول الأزمات في الفكر الاقتصادي، ثم الوصفي عند التطرق إلى التعريف بمختلف المفاهيم المتعلقة بالأزمات المالية.

أما في الفصل الثالث والرابع فقد تم المزج فيما بين منهج دراسة حالة والوصفي والتحليلي، فقد تم اختيار الأزمة المالية العالمية التي ضربت الاقتصاد العالمي خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2013 من بين حالات الأزمات المالية، واستخدم المنهج الوصفي عندما تم التطرق إلى مفاهيم وخصائص قروض الرهن العقاري، أما المنهج التحليلي فاستخدم عند محاولة تشخيص الأزمات المالية، ودراسة انعكاسات الأزمة المالية العالمية، وعند التعرض لآليات التوقي ومواجهة الأزمة.

10- خطة البحث:

بغية الإجابة على إشكالية البحث، وانطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها، تم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة فصول:

- فالفصل الأول تعرضنا فيه إلى مراحل تطور النظام النقدي الدولي، إذ تم تقسيم هذا الفصل إلى خمسة مباحث، فالمبحث الأول تناول مراحل تطور نظام الذهب، المبحث الثاني تطرق للنظام النقدي الدولي في ظل اتفاقية بريتون وودز، المبحث الثالث أظهرنا فيه التطورات النقدية العالمية بعد انهيار نظام بريتون وودز، أما المبحث الرابع فخصص إلى التنظيمات التي أبرزها النظام النقدي الدولي خلال تطوره، والمبحث الخامس تعرض للدولار، الأورو والأزمة المالية العالمية.

- أما الفصل الثاني تناول الاطار النظري للأزمات المالية، فتم تقسيمه إلى خمسة مباحث، المبحث الأول تعرض إلى ماهية الأزمة المالية، المبحث الثاني تطرقنا فيه إلى مفهوم الأزمات في الفكر الاقتصادي، أما المبحث الثالث فتناول أنواع الأزمات المالية، المبحث الرابع عرض أهم الأزمات المالية والمبحث الخامس أبرز النماذج المفسرة للأزمات المالية.

- والفصل الثالث جاء تحت عنوان الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الدول النامية، إذ تم تقسيمه إلى خمسة مباحث، فتناول المبحث الأول أزمة قروض الرهن العقاري، أما المبحث الثاني فتم التركيز فيه على آلية انتقال العدوى على الصعيد العالمي، المبحث الثالث تطرق إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول العالم، المبحث الرابع تم عرض فيه انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الدول العربية والمبحث الخامس تطرق إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري.

- وأخيرا الفصل الرابع تم التطرق فيه إلى سياسات المؤسسات النقدية في إدارة ومواجهة الأزمة المالية العالمية، إذ تم تقسيم هذا الفصل إلى خمسة مباحث، فالمبحث الأول تناول كيفية إتباع منهج شامل يضمن الاستقرار المالي، المبحث الثاني تطرق حول أهمية تفعيل تقوية أجهزة التنظيم والرقابة البنكية، المبحث الثالث تم عرض فيه دور لجنة بازل في إرساء وتعزيز استقرار القطاع البنكي، المبحث الرابع تناول ضوابط البنوك الإسلامية في مواجهة الأزمة المالية العالمية والمبحث الخامس تطرق إلى دور صندوق النقد الدولي في إدارة الأزمة المالية العالمية.

الفصل الأول

مراحل تطور النظام النقدي الدولي

تمهيد:

يمثل النظام النقدي الدولي مجموعة القواعد والإجراءات المتفق عليها دولياً من أجل تحديد العلاقات النقدية بين الدول وكيفية تقييم سعر صرف العملات تجاه بعضها البعض، بالإضافة إلى تحديد أنواع النقود التي تقبل بين الدول كوسيط للتبادل ومقياس لقيم السلع والخدمات المتبادلة، والتي تستخدم في نفس الوقت مستودعاً للقيم والاحتياطات الدولية، كذلك مدى توافر السيولة النقدية اللازمة لدفع وتسوية الالتزامات الدولية.

ولقد مر العالم بثلاث أنماط رئيسية من نظم الصرف، فظهر أولاً نظام سعر الصرف الثابت المرتبط بقاعدة الذهب والذي ساد خلال الفترة من عام 1880 إلى عام 1914، ثم مرة أخرى بين عامي 1925 و1931. وشهد ثانياً نظام التعويم المدار للعملات خلال فترتين كذلك، فترة ممتدة من عام 1918 إلى عام 1925، وأخرى كانت بدايتها من عام 1973 إلى الوقت الحالي. وساد ثالثاً نظام بريتون وودز الذي استمر من عام 1944 إلى عام 1973.

ولكل من النظم الثلاث خصائصها المميزة من حيث تأثيرها على أسعار الصرف وعلى آلية تحقيق التوازن. ففي ظل قاعدة الذهب كانت أسعار صرف العملات ثابتة، وكان التوازن يتحقق من خلال تأثير العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات على حجم النقود. وفي ظل التعويم المدار فإن أسعار الصرف تتحدد بواسطة قوى السوق التي تحقق التوازن بين العرض والطلب على الصرف الأجنبي. أما نظام بريتون وودز فيقف موقفاً وسطاً بين نظامي سعر الصرف الثابت والتعويم المدار، إذ يسمح ببعض المرونة لتغيير سعر الصرف من أجل تصحيح الاختلالات الأساسية في الزمن الطويل، وفي نفس الوقت يلزم الدول الأعضاء في النظام بتثبيت أسعار صرف عملاتها مع السماح بتقلبها في حدود ضيقة في الزمن القصير.

وعليه سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى خمسة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: النظام النقدي الدولي في ظل قاعدة الذهب؛

المبحث الثاني: النظام النقدي الدولي في ظل اتفاقية بريتون وودز؛

المبحث الثالث: التطورات النقدية العالمية بعد انهيار نظام بريتون وودز؛

المبحث الرابع: التنظيمات التي أبرزها النظام النقدي الدولي خلال تطوره؛

المبحث الخامس: الدولار، الأورو والأزمة المالية العالمية.

المبحث الأول: النظام النقدي الدولي في ظل قاعدة الذهب:

يبين هذا النظام وجود العلاقة الثابتة بين قيمة الوحدة النقدية والمقدار الثابت من الذهب، بحيث تتعادل القوة الشرائية لوحدة النقود مع القوة الشرائية للذهب، وقد ساد في معظم الدول المتقدمة، حيث كان يتميز بالاعتراف الجماعي له. وبريطانيا هي أول من أقرته في عام 1816، ثم تبعتها بعد ذلك العديد من الدول خلال النصف الأخير من القرن التاسع عشر، وظل أكثر النظم النقدية انتشاراً حتى عام 1914. أصبح يعرف باسم قاعدة الذهب، حيث يتم بموجبه قياس القيم الاقتصادية، حيث أن قيمة الوحدة النقدية تساوي وزناً معيناً من الذهب.

المطلب الأول: مراحل تطور نظام الذهب:

لقد عرف نظام الذهب ثلاث مراحل عبر تطوره، ارتبطت بالمستجدات التي كانت تطرأ وتجعل كل مرحلة مواتية للظروف الجديدة، ويمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- نظام المسكوكات الذهبية؛
- نظام السبائك الذهبية؛
- نظام الصرف بالذهب.

1- نظام المسكوكات الذهبية:

- يمثل هذا النظام الذهب المتداول الذي يحتوي فيه الوحدة النقدية على وزن معين من الذهب يساوي قيمتها الاسمية، وتحتفظ مع العملات الأخرى بسعر التعادل مع الذهب، ويشترط لتحقيق ذلك توفر ما يلي:
- أ- تحديد وزن وعيار الوحدة النقدية الذهبية المتداولة، بحيث تحدد نسبة ثابتة بين وحدة النقد وكمية معينة من الذهب، فمثلا كان وزن الذهب في الجنيه الإسترليني مساويا 7.3 غراما من الذهب؛
- ب- توفر الحرية الكاملة لسك الذهب بأية كميات دون تحمل أي تكاليف، بهدف منع زيادة القيمة الاسمية عن القيمة الحقيقية؛
- ج- ضمان حرية صهر المسكوكات الذهبية إلى سبائك، بدون قيد لمنع هبوط القيمة الاسمية للمسكوكات عن قيمتها الحقيقية؛
- د- توافر قابلية تحويل جميع أنواع العملات إلى سبائك ذهبية، فإن وجدت أوراق نقدية، فإنها تكون قابلة للصرف بالمسكوكات الذهبية؛
- هـ- حرية تصدير واستيراد الذهب للمحافظة على التعادل بين القيمة الداخلية للعملة وقيمتها الخارجية.

والجدير بالذكر أنه في ظل هذه القاعدة لم تكن النقود المتداولة ذهبية، وإنما كانت تمثل جزءا صغيرا من العرض الكلي للنقود، وكان للأفراد مطلق الحرية في استخدام الذهب أو الأوراق النقدية أو النقود المساعدة، لأنها كانت تتمتع بحرية التحويل إلى نقود ذهبية، وفي نفس الوقت كان سك الذهب وتذويب المسكوكات وتصدير واستيراد الذهب عمليات مسموح بها جميعا. ولهذا فإن وحدة العملة كانت تحافظ على معدل محدد للتبادل الذهبي، حيث أن الذهب كان يحمل قيمة واحدة في سائر أرجاء منطقة قاعدة الذهب.

إلا أن احتياجات الحرب العالمية الأولى أفرزت الإدراك الذي يقضي بأن عملية انتقال النقود الذهبية من يد إلى يد هي نوع من الترف غير الضروري، وأنه من الممكن تحقيق جميع مميزات قاعدة الذهب من غير الحاجة إلى وجود نقود ذهبية قيد التداول. كما أن هذا النظام واجه العديد من المشاكل العملية التي كان من أهمها عدم توفر الذهب بالشكل الكافي بما يتناسب واحتياجات الإصدار في الدول المختلفة، وبذلك بقي معمولا به في كثير من الدول حتى الحرب العالمية الأولى، حين تخلت عنه تدريجيا، فيما عدا الولايات المتحدة الأمريكية التي احتفظت به حتى نهاية عام 1933.

ونتيجة لما سبق ظهرت صورتان رئيسيتان، إحداهما نظام السبائك الذهبية، والأخرى نظام الصرف بالذهب وأصبحتا مقبولتين كصورتين لقاعدة الذهب¹.

2- نظام السبائك الذهبية:

أدى نشوب الحرب العالمية الأولى سنة 1914 إلى زيادة حاجة الدول المتحاربة إلى مزيد من النقود لتغطية نفقاتها الحربية، ونظرا لمحدودية كمية الذهب المتوفرة في العالم كان من المستحيل توفير هذه الكمية الكبيرة من القطع النقدية الذهبية، لذلك اضطرت دول العالم إلى التخلي عن نظام المسكوكات الذهبية وسحبها من التداول، والقيام بإصدار نقود ورقية ومعدنية إلزامية وطرحها في التداول.

وبعد انتهاء الحرب العالمية الأولى حاولت الدول العودة إلى نظام المسكوكات الذهبية، إلا أن ذلك كان متعذرا نظرا إلى الحجم الكبير من الأوراق النقدية الموجودة في التداول، وتعرض اقتصاديات العالم إلى حالة التضخم النقدي²، وإزاء هذا الوضع تم اقتراح نظام السبائك الذهبية في مؤتمر جنوة عام 1922 لتمكين الدول إلى العودة لقاعدة الذهب بعد أن تم الخروج عنه أثناء الحرب، وقد تبنت بريطانيا نظام السبائك الذهبية في عام 1925³.

وفي ظل هذا النظام لم تعد العملة المتداولة ذهباً، بل يتم تداول الأوراق النقدية والقطع النقدية المساعدة الإلزامية، وأن هذه العملة ترتبط بمقدار معين من الذهب الموجود في خزائن البنك المركزي الذي يكتفي بالإحتفاظ بكمية من السبائك الذهبية في خزائنه مقابل الكتلة النقدية الورقية والمعدنية المساعدة المطروحة في التداول، سواء بما يعادلها من الذهب، أو أن يكون الغطاء الذهبي بنسبة محددة منها⁴.

ويسري هذا النظام في الدولة إذا كانت الحكومة والبنك المركزي على استعداد لشراء وبيع أي كمية من الذهب عند سعر معين كما هو محدد بالقيمة الذهبية لوحدة العملة، وكذلك حرية الاتجار بالذهب وإمكانية تحويل النقود الائتمانية إلى ذهب، وقد اختص هذا النظام بميزتين هامتين:

¹ جمال خريس، أمن أبو خضير، عماد خصاونة: النقود والبنوك، دار المسيرة، عمان، 2002، ص ص 29-31.

² ضياء مجيد: النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص ص 54-55.

³ جمال خريس، أمن أبو خضير، عماد خصاونة: مرجع سابق، ص 32.

⁴ ضياء مجيد: مرجع سابق، ص 55.

أ- نظرا لأن هذا النظام كان يقتضي منع استخدام الذهب كعملة في التداول الداخلي فقد اختفت العملة الذهبية وحل محله العملة الإثمانية التي أصبحت قابلة للتحويل للذهب؛

ب- هذا النظام يقضي أيضا على قيام الحكومة أو البنك المركزي ببيع الذهب على شكل سبائك كبيرة لا يقل وزنها عن حد معين، ولذلك لم يستخدم في المعاملات الداخلية واقتصر استخدامه على المعاملات الخارجية فقط.

ولذلك فإن الهدف الأساسي لنظام السبائك الذهبية هو الرغبة في اقتصاد استخدام الذهب وعدم صرف النفقات في سك العملات الذهبية الصغيرة وإلغاء استخدامه في التداول محليا⁵.

3- نظام الصرف بالذهب:

لقد عرف العالم شكلا ثالثا لنظام الذهب أطلق عليه اسم نظام الصرف بالذهب، فقد أوصى مؤتمر جنوة في عام 1922 بإتباع النظام رسميا. ففي ظل هذا النظام ترتبط عملة بلد ما بالذهب عن طريق ربط عملته بعملة بلد آخر يسير على نظام الذهب، ويتم ذلك باحتفاظ البلد التابع بسندات أجنبية للبلد المتبوع كغطاء للعملة في التداول. واستهدف الأخذ بهذا النظام للاقتصاد في استغلاله، إذ أن الاحتفاظ بتداول المسكوكات الذهبية أو الاحتفاظ بالسبائك الذهبية كغطاء للعملة يعتبر إجراء باهظ التكاليف لأنه يتطلب توفير الوسائل الوقائية لخزونه وحراسته، كما أنه محتفظا به في خزائن البنك المركزي لا يحصل على فوائد ويجرم البلد من الحصول عليها⁶، ومن مزايا هذا النظام:

- أ- وجود سعر صرف ثابت بين البلد التابع والبلد المتبوع؛
- ب- التوفير في استخدام الذهب، لأن الاحتياطي يتكون أساسا من عملات وأذونات وسندات البلد المتبوع، وبالتالي لا حاجة إلى الاحتفاظ باحتياطي من الذهب يرتبط مباشرة بالنقد المتداول؛
- ج- تخفيض تكاليف التخزين للذهب وحمايته وذلك من خلال الاستفادة من الفوائد التي يستلمها البلد في هذه الحالة على احتياطه النقدي المستثمر بأشكال مختلفة كالنقد وأذونات الخزينة والسندات الصادرة لعملة الدولة الأم.

⁵ رشاد العصار، رياض الحلبي: النقود والبنوك، دار صفاء، عمان، 2000، ص ص 34-35.

⁶ ضياء مجيد: مرجع سابق، ص ص 55-56.

أما عيوب هذا النظام فهي:

- أ- تحقيق الخسائر في البلد المتبوع ينعكس أثره تلقائياً على البلد التابع؛
 ب- المس باستقلال البلد التابع بسبب الارتباط الوثيق بين الدولتين، مما يعني التبعية الاقتصادية والسياسية الكاملة؛
 ج- يعتمد هذا النظام على استخدام الدولة المتبوعة لنظام السبائك الذهبية، وأنه في حال الاستغناء عنه من قبل الدولة المتبوعة، فإن هذا النظام سوف ينتهي بالنسبة للدولة التابعة.

ومن الناحية التاريخية كان نظام الصرف بالذهب وليدا للعلاقات التجارية التي قامت بين دولة صغرى ودولة كبرى تسير على نظام الذهب، بحيث تسهل علاقة التبعية الاقتصادية والسياسية للدولة الأم. ويرى كثير من الاقتصاديين بأن هذا النظام يعتبر أكثر ملاءمة للدول التي ليس لديها الإمكانيات الكافية لإقرار نظام ذهبي حقيقي بشرط أن يصاحبه قدر كبير من الرقابة على العملة وتداولها، كما قد يؤدي إلى نشوء التضخم النقدي في الدولة، وذلك في حالة تداول كميات كبيرة من النقود الورقية في السوق، وهذا يتطلب من السلطات النقدية تحويل عملتها الورقية إلى ذهب لإيقاف موجات التضخم⁷.

وعلى الرغم مما حققه نظام المعدن الواحد من أثر في التبادلات التجارية الدولية، حيث أن سيادته واستقراره كانا أحد الأسباب التي أدت إلى قوة بريطانيا وسيطرتها على الأسواق العالمية، لكن هذا الاستقرار سرعان ما تغير بعد الحرب العالمية الأولى نتيجة لتزايد الإنفاق العسكري وتوالي الأحداث العالمية التي كان لها الأثر الكبير في انهيار نظام الذهب⁸.

⁷ جمال خريس، أمن أبو خضير، عماد خصاونة: مرجع سابق، ص 33-34.

⁸ محمود حسين الوادي، كاظم جاسم العيساوي: الاقتصاد الكلي "تحليل نظري وتطبيقي"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2007، ص 190.

المطلب الثاني: الأساس النظري لنموذج نظام الذهب:

لقد حظي نظام الذهب باهتمام كثير من الاقتصاديين، فلقد تناولته بالدراسة المدرسة الكلاسيكية، وفيما يلي عرض لهذه الدراسات:

1- النموذج الكلاسيكي لنظام الذهب:

يقوم النموذج الكلاسيكي لنظام الذهب على نفس الافتراضات التي تقوم عليها النظرية الاقتصادية الكلاسيكية، حيث يعتمد التحليل على ظواهر اقتصادية حقيقية ويقوم على أساس تحليل حالة التوازن، ففي ظلّه يعمل الاقتصاد تحت توفر ظروف المنافسة التامة، حيث تكون الأسعار والأجور تامة المرونة، مع افتراض توفر حالة الاستخدام التام لجميع الموارد الاقتصادية.

وفي التحليل الكلاسيكي تستخدم النقود لتغطية حجم المبادلات العينية فقط، ومن أجل التبسيط والملائمة نفترض أن عرض النقود يتألف من الذهب الذي يعتبر ملائماً عند الأخذ بعين الاعتبار تسوية المعاملات بين دول العالم، ويفترض وجود دولتين يتم التبادل بينهما، مع ثبات الظروف الفنية والنمو الاقتصادي وعدم وجود تحركات مستقلة لرؤوس الأموال بين الدولتين.

وعلى ضوء الافتراضات الواردة أعلاه يصبح بالإمكان الأخذ بنظرية كمية النقود التي تتطلب توفر نفس الشروط الأساسية، وتقوم على أساس نظرية فيشر ($MV=PQ$) حيث M كمية النقود، V سرعة تداول النقود، P المستوى العام للأسعار، Q الحجم الحقيقي للمعاملات عند مستوى الاستخدام التام.

ويمكن تحويل المعادلة الأساسية ($MV=PQ$) إلى نظرية مفيدة عند افتراض ثبات V في الأمد القصير، ومن ثم يصبح المستوى العام للأسعار P معتمداً على التغيرات المستقلة في أي من M ، Q . وعلى افتراض أن كمية النقود في التداول M تتكون من المسكوكات الذهبية، ومن ثم فإنها تتغير بتغير كمية الذهب المتوفرة لدى السلطات النقدية، فإذا ازدادت كمية الذهب لديها أصبح من الممكن زيادة عرض النقود في التداول، وبالتالي ارتفاع المستوى العام للأسعار بنفس نسبة الزيادة في كمية النقود، ومن ناحية أخرى عند ثبات كمية النقود M فإن الانخفاض في حجم الإنتاج Q نتيجة مثلاً فقر الحصول أو بسبب الفيضانات أو نشوب الحرائق سيؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار بنفس نسبة الانخفاض في Q .⁹

⁹ ضياء مجيد: مرجع سابق، ص ص 56-58.

2- ميكانيكية التوازن التلقائي:

إذا كانت عملتان أو أكثر تسيران على قاعدة الذهب، أي كل واحدة منهما تعادل وزنا معيناً من الذهب الخالص، فإن سعر الصرف بينهما يتحدد آلياً، ويكون النسبة بين الذهب في كل من العملتين، وهذه النسبة الثابتة تسمى سعر التعادل. فالبلد المدين كان دائماً يملك الخيار، إما أن يقايض عملته الوطنية بعملة أجنبية وإما أن يقوم بشراء الذهب وتصديره إلى الخارج، وهذا مع توفر حرية تحويل العملات بعضها إلى بعض بلا قيد ولا شرط¹⁰.

فإذا كان سعر التعادل بين العملتين معادلاً للنسبة بين وزن الذهب الخالص في كل منهما، فإن السعر الفعلي الذي يتحدد في سوق الصرف الخارجي قد يختلف قليلاً عن سعر التعادل طبقاً لعرض وطلب كل من العملتين، غير أن اختلاف السعر الفعلي عن سعر التعادل لا يمكن أن يتجاوز حدين ضيقين يعرفان باسم حدي الذهب أي حدي خروج الذهب ودخوله، وهذا الاختلاف ينتج عن تكلفة النقل والشحن والتأمين التي تضاف إلى سعر التعادل في حالة النقل الفعلي للذهب من دولة إلى أخرى. ففي حالة ارتفاع سعر صرف عملة أحد البلدان المصدرة فوق سعر التعادل لهذه العملة، فإنه يكون من الأفضل للمستورد من هذا البلد سداد قيمة وارداته بالذهب وتحمل تكلفة الشحن والتأمين عن سدادها بعملة المصدر، ويحدث العكس إذا ما انخفضت عملة المستورد عن سعر التعادل، فإن المصدر سيطلب قيمة صادراته بالذهب. معنى ذلك أن إتباع قاعدة الذهب قد أدى إلى ثبات سعر صرف العملات تثبيتاً محكماً لا يعرف المرونة في حركة أسعار الصرف إلا في حدود ضيقة للغاية تتمثل في قيمة نفقات شحن الذهب من دولة إلى أخرى والتأمين عليه.

وكان لهذه العلاقة الوثيقة بين مختلف العملات والذهب وما ترتب على ذلك من ثبات أسعار الصرف تأثير هام على عمليات المدفوعات الدولية وتحقيق التوازن بين موازين مدفوعات الدول التي ترتبط بقاعدة الذهب. فإذا كنا بصدد دولتين بينهما تبادل تجاري، وأنه قد تحقق عجز في ميزان مدفوعات الدولة (أ) فإنه يتعين عليها في هذه الحالة سداد قيمة العجز بالذهب، وبالتالي إنقاص حجم البنكنوت الذي تصدره والذي يرتبط مقداره في ظل قاعدة الذهب بمقدار ما تملكه من رصيد ذهبي، مما يتسبب في حدوث انكماش وهبوط في الأسعار. ويحدث العكس في الدولة (ب) التي لديها فائض في ميزان مدفوعاتها، فإن الذهب الذي تدفق إليها سوف يتسبب في حدوث تضخم أي زيادة في الأسعار. ووجود هذا الفارق بين مستويات الأسعار في الدولتين

¹⁰ بسام الحجار: العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2003، ص 103.

سوف يعمل لصالح الدولة ذات العجز، إذ أنها ستتمكن من زيادة صادراتها والحد من وارداتها التي ستصبح غالية نسبياً، وبذلك يتحسن وضع ميزان مدفوعاتها، ويحدث العكس في دولة الفائض التي ستجد ميزان مدفوعاتها بعد فترة في حالة عجز نتيجة نقص صادراتها بسبب زيادة الأسعار، وعندئذ يخرج منها الذهب لسداد قيمة هذا العجز، وهكذا يتم التوازن التلقائي.

غير أن بخروج الذهب من دولة العجز قد يفقد بنكها المركزي جانباً كبيراً من احتياطياته الذهبية قبل أن ينتظر عودته إليه مرة أخرى، لذلك فإن البنك المركزي بمجرد أن يشعر باتجاه الذهب نحو الخروج بكميات كبيرة، فإنه يباشر برفع سعر الخصم بما يتناسب مع معدل تدفق الذهب إلى الخارج، ويترتب على ذلك اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية التي تسعى إلى الاستثمار لأجل قصيرة، وكذلك تتوقف حركة رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج لنفس السبب، الأمر الذي يؤدي إلى تحسن وضع ميزان المدفوعات¹¹.

3- مزايا وخصائص نظام الذهب:

لنظام الذهب مزايا وخصائص عديدة نلخصها فيما يلي:

- أ- الأمان: والمقصود بذلك ضمان تحويل الذهب إلى أية عملة أخرى، وكذلك قبوله كوسيلة للتبادل ييسر وسهولة وعدم رفضه تحت أي ظرف من قبل المتعاملين كوسيلة لسداد القيمة؛
- ب- سهولة القبول في الأسواق الخارجية: يعتبر الذهب مقياساً دولياً للقيمة، كما أنه يتمتع بالقبول العام كوسيط للتبادل، فهو يعتبر ثروة وفي أي مكان، وطبقاً إلى ذلك فإن معظم الدول تستطيع أن تشتري سلعا أو أن تستثمر خارجياً أو تسدد مدفوعاتها وذلك باستخدام الذهب كوسيلة للسداد؛
- ج- آلية العمل: في ظل قاعدة الذهب عملية إدارة عرض النقود تكون منظمة تنظيمياً جيداً حيث أن التوسع والانكماش يحدث آلياً وذلك لارتباطهما بحجم الاحتياطي الذهبي¹²؛
- د- استقرار مستوى الأسعار العالمية في الأمد الطويل: قد تنحرف الأسعار عن مستواها الاعتيادي، إلا أن هذا الانحراف يكون مؤقتاً، كما يقود الاستقرار النسبي في مستويات الأسعار بين دول العالم إلى نمو حجم التجارة الدولية واتساع حركة حرية انتقال رؤوس الأموال؛

¹¹ مدحت صادق: النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1997، ص ص 16-17.

¹² رشاد العصار، رياض الحلبي: مرجع سابق، ص ص 32-33.

هـ - إمكانية انتقال الموارد الحقيقية بين دول العالم: في غياب نظام الذهب عندما يواجه أحد البلدان انخفاضاً مفاجئاً في حجم إنتاجه، فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض مستوى معيشة المواطنين بنفس مقدار النقص في الإنتاج، إن لم يتوفر لديهم الاختيار في استعمال الذهب لشراء السلع من دول العالم الأخرى والتخفيف من حدة الانخفاض المحتوم في مستوى الدخل فجأة. وعلى ذلك ففي ظل نظام الذهب قد ينخفض مستوى معيشة المواطنين بسبب الكوارث الطبيعية، ولكن بدرجة أقل وعبر فترة زمنية أطول بحيث يصبح التأثير خلال الفترات الزمنية القصيرة قليلاً، نظراً لأن نظام المدفوعات الدولية يضمن كفاءة توزيع الموارد الاقتصادية، وبذلك فإن هذا النظام ضمناً يؤمن ضد مخاطر الكوارث الطبيعية؛

و - عدم الحاجة إلى تدخل الحكومات: إن تدخل الحكومات في المجالات الاقتصادية قد يعيق الحرية الاقتصادية لدى أفراد المجتمع، ومن هذا المنطلق يقود نظام الذهب إلى تحقيق منفعة كبيرة طالما يعمل ذاتياً، ويصبح دور الحكومات مقصوراً على توفير الأمن القومي والمحافظة على تطبيق القانون والنظام وتوفير الخدمات العامة الأخرى¹³.

المطلب الثالث: انهيار النظام الذهبي:

بالرغم من أن قاعدة الذهب استطاعت التعايش مع ظروف الحرب العالمية الأولى والتغيرات الاقتصادية التي حدثت بعدها إلا أنها لم تستطع تحمل الكساد العظيم، فباقتراب نهاية العشرينيات كانت اقتصاديات الدول الصناعية تتجه نحو الركود، وكان للكساد الأمريكي عام 1929 آثاراً على اقتصاديات جميع أركان العالم. وجاءت الضربة القاضية لقاعدة الذهب الدولية عام 1931 حينما أخذ المودعون يسحبون أرصدهم من البنوك النمساوية التجارية الكبيرة، ثم انتشر الفزع إلى البنوك الألمانية، فقامت الحكومة بفرض قيود على الصرف، ثم تبعتها في ذلك دول أخرى، وفي مقدمتهم إنجلترا التي قامت بتعويم عملتها، فتبعتها دول تربطها علاقات تجارية ومالية وأيضاً عملائها مرتبطة بالإسترليني، فظهر في عام 1932 ما سمي "منطقة الإسترليني". وبعد وقت قليل من تعويم إنجلترا للجنيه الإسترليني تخلت الدول الاسكندنافية عن قاعدة الذهب، ولم يعد هناك من الدول التي تربط عملتها بالذهب سوى الولايات المتحدة الأمريكية وسويسرا وفرنسا وبلجيكا وهولندا، وبدأت هذه الدول التي عرفت "بكتلة الذهب" في مواجهة التدفقات للخارج من احتياطياتها الذهبية برفع الرسوم الجمركية وتضييق الحصص لضغط الواردات.

¹³ ضياء مجيد: مرجع سابق، ص ص 60-61.

وعندئذ توقفت قاعدة الذهب عن العمل كنظام نقدي دولي فعال، وكان العديد من العملات غير قابل للتحويل والعديد منها عائماً، فشاعت عملية تخفيض قيمة العملات بين الدول التي حافظت على أسعار الصرف الرسمية، وأصبحت الآلية التي يتم من خلالها موازنة ميزان المدفوعات غير مقبولة لدى الدول، مما تخلت الولايات المتحدة الأمريكية عن الذهب عام 1933.

فرغم كل ما تميز به معيار الذهب من استقرار للأسعار على المستويين الداخلي والخارجي ومحافظته على القيمة الحقيقية للنقود، إضافة إلى ارتباط الذهب بالنقود الورقية كغطاء إصدار يمنحها الثقة ومساهمته في تطور ونمو التجارة الدولية فقد تم التخلي عنه تزامناً مع الحرب العالمية الأولى وأزمة الكساد إضافة إلى العوامل التالية:

أ- إحجام بعض الدول الرأسمالية عن رسم سياستها الاقتصادية والنقدية الداخلية على أساس التوافق بين مستويات الأسعار المحلية والأسعار العالمية، ومنه قامت بعزل تأثير حركة دخول وخروج الذهب على كمية النقود المتداولة؛

ب- الخلل الواضح الذي طرأ على هيكل أسعار الصرف بين العملات القوية بعد العودة لقاعدة الصرف بالذهب، فالدول التي عادت إلى تثبيت سعر صرفها إلى ما كانت تعادله قبل الحرب العالمية الأولى عانت من عجز شديد في ميزان مدفوعاتها، انتشار وارتفاع نسبة البطالة إضافة إلى تدهور معدلات النمو كحالة بريطانيا، بينما الدول التي لجأت إلى تخفيض سعر صرف عملتها عن مستواها السابق للحرب استفادت من مزايا القدرة التنافسية لصادراتها وحققت دخول الذهب إليها نتيجة الفائض في ميزانها التجاري كحالة فرنسا؛

ج- خلقت آلية الصرف بالذهب بعد العودة إليها مشكلة حادة في السيولة الدولية، فالدول ذات الفائض لجأت إلى سياسة تكديس الذهب لديها، مما ترتب عنها تعرض الدول ذات العجز إلى صعوبات نقدية، فهذا الإجراء أدى إلى سقوط أحد شروط قاعدة الذهب المتمثل في حرية تصدير واستيراد الذهب بين الدول حسب حاجة المعاملات؛

د- نتج عن تنافس الدول الرأسمالية القوية وهي بريطانيا وفرنسا والولايات المتحدة الأمريكية رغبة كل منها في إدارة وتوحيد النظام النقدي الدولي وفق مصلحتها إلى حدوث اضطرابات ومضاربات في حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل وتنقلها بسرعة من سوق نقدية إلى أخرى وذلك خلال الفترة الممتدة منذ العودة لقاعدة الذهب إلى حتى انفجار الكساد الكبير؛

هـ- نظام المدفوعات الخارجية الذي نشأ في أوروبا نتيجة لديون وتعويضات الحرب، فمعظم دول أوروبا خرجت من الحرب دائنة ومدينة في نفس الوقت، دائنة لألمانيا بقيمة التعويضات ومدينة للولايات المتحدة الأمريكية بقيمة القروض التي أخذتها منها أثناء الحرب. ومن هنا نشأت صعوبات لهذه الدول في كيفية إدارة وتمويل التحويلات التي تلتزم لحساب العمليات الرأسمالية.

وبعد انتهاء الكساد واقتراب الحرب العالمية الثانية شعر معظم المراقبين أن العودة للأوضاع المضطربة التي سادت في الثلاثينيات لن يكون مقبولاً، وكان شعورهم أنه من الضروري تصميم نظام نقد دولي يضمن قابلية التحويل للعملة والاستقرار النقدي، ولعبت الرغبات دورها في تشكيل نظام بروتون وودز للنقد الدولي الذي تم تبنيه بنهاية الحرب العالمية الثانية¹⁴.

المطلب الرابع: أسباب فشل نظام الذهب:

بالرغم من أن نظام الذهب الدولي كان متلائماً مع الظروف البيئية الاقتصادية التي طبق فيها، وقدم العديد من المزايا، إلا أن تغير الظروف الاقتصادية وعدم توفر متطلبات تشغيله بكفاءة، أدى إلى توقف الدول عن العمل به. ويمكن إجمال أهم الأسباب التي أدت إلى انهيار العمل بهذا النظام بالنقاط التالية:

1- انتهاء عصر حرية التجارة الدولية:

كانت حرية التجارة الدولية من متطلبات تشغيل نظام الذهب الدولي، ولكن بعد انتهاء الحرب العالمية الأولى ضعف المركز التجاري لإنجلترا التي كانت تقود مبدأ الحرية التجارية، وبرز لها منافسين أقوى في الأسواق العالمية، مما اضطرت لوضع قيود تجارية على حساب الدول الأخرى. وقد اتسعت دائرة القيود التجارية بين الدول، مما فصلت علاقة مستويات الأسعار بين مختلف البلدان، وفقدت العلاقة التوازنية التلقائية بين الأسعار، وهذه الحالة تمثل انهيار ركن أساسي من أركان نظام الذهب.

¹⁴ زينب حسين عوض الله: العلاقات الاقتصادية الدولية، الفتح للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2003، ص ص 133-136.

2- تطور الوعي النقدي:

تركزت نظرة الأفراد والمجتمعات حول كفاءة الوظائف التي تقوم بها النقود وليس حول المادة التي تصنع منها، وظهر هذا الوعي عندما أخذت النقود الاختيارية ونقود الودائع بالانتشار في استخدامها، ولم يعد هناك ضرورة لربط النقود بالذهب كغطاء للإصدار¹⁵.

فانتشار استعمال نظام الصرف بالذهب في فترة ما بين الحربين يعود إلى سيادة الجنيه الإسترليني كعملة دولية استخدمت كوسيلة لتسوية المدفوعات الدولية بدلا من الذهب، كما أن أكثر العملات تم تثبيت قيمتها نسبة إلى الجنيه الإسترليني، وبذلك يلاحظ أنه وفي ظل سعر الصرف بالذهب، أصبحت حركة الذهب تصديرا واستيرادا ليست بذات أهمية في تسوية المدفوعات الدولية، ومن أجل تحقيق ذلك فقد أصبح يتم الاحتفاظ ببعض الودائع البنكية في البلدان الأخرى والتي يمكن الاستفادة منها لتسوية الالتزامات المالية والصفقات التجارية مع الدول الأخرى.

3- جمود مستويات الأسعار:

كما هو معروف في ظل سيادة قاعدة الذهب، فإن مستويات الأسعار كانت تسير بصورة متناسقة مع كمية الاحتياطات الذهبية المتاحة، ولكن بعد ظهور الشركات الاحتكارية الكبيرة وسعيها للحصول على أقصى الأرباح دون مراعاة لمصالح الأطراف الأخرى، فقد أدى ذلك إلى نشوء صراعات مع نقابات العمال ومع المنظمات الأخرى، مما انعدمت الصلة بين مستويات الأسعار وحجم الاحتياطات الذهبية.

4- سوء توزيع رصيد الذهب في العالم:

لقد أدت الحروب إلى انتقال الذهب من دولة إلى أخرى دون أن يخدم التجارة الدولية، الأمر الذي أدى إلى تراكمه في دول ونصوبه في دول أخرى، مما دفع العديد من الدول إلى التدخل ومنع آلية نظام الذهب وذلك من خلال وضع الصعوبات والقيود أمام تنقله، وهذا يعني أن حركة الذهب وما يتبعها من تقلبات حادة في مستويات الأسعار المحلية وفي النشاط الاقتصادي دفع العديد من الدول إلى وقف حرية تجارة الذهب تصديرا واستيرادا، وهذا الاتجاه يمثل انهيار ركن أساسي من أركان نظام الذهب.

¹⁵ عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل: النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يريد للنشر، الأردن، 2006، ص ص 433-434.

5- عدم الاستقرار السياسي:

إن الأحداث والاضطرابات السياسية التي شهدتها العالم من حروب ونزاعات إقليمية ودولية، أدت إلى انتشار الخوف والذعر في المؤسسات المالية والبنكية، مما دفعها إلى نقل ما لديها من احتياطات ذهبية إلى دول أخرى أكثر أمنا واستقرارا، وهذا يعني أن حركة انتقال الذهب من دولة إلى أخرى في بعض جوانبها أو أحيانا لم يكن لأغراض التجارة وإنما بسبب توفر الأمن والاستقرار¹⁶.

6- نمو القوميات الاقتصادية:

شجعت نتائج الحرب العالمية الأولى على اتخاذ سياسات تستهدف تحقيق المصالح القومية، بغض النظر عن الاختلال في العلاقات الدولية، وبالتالي أصبحت الدول تضحى بالاستقرار الخارجي من أجل تحقيق الاستقرار والتوازن الداخلي. وبعبارة أخرى، لم يعد لتوازن موازين المدفوعات الأولوية على تحقيق الاستقرار الاقتصادي في الداخل، ثم لم يعد هناك إمكانية لاستمرار العمل بنظام الذهب بصورة تلقائية.

7- زيادة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي:

إن توفر الحرية الاقتصادية في نظام السوق لم تتمكن من القضاء على أزمة الكساد الكبير، وتحقيق التوظيف الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة، مما استدعى تدخل الدولة، وهذا ما أفقد النشاط الاقتصادي حريته المطلقة في اتخاذ القرارات¹⁷.

¹⁶ محمود حسين الوادي، كاظم حاسم العيساوي: مرجع سابق، ص ص 190-191.

¹⁷ عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل: مرجع سابق، ص 434.

المبحث الثاني: النظام النقدي في ظل اتفاقية بريتون وودز:

نظرا للفوضى التي عرفها الاقتصاد العالمي بعد الحرب العالمية الثانية جاء نظام بريتون وودز من أجل تنظيم العلاقات التجارية والمالية والنقدية الدولية.

المطلب الأول: ميلاد نظام بريتون وودز:

مع نشوب الحرب العالمية الثانية في عام 1939 توقف نهائيا العمل بقاعدة الذهب كنظام نقدي دولي نظرا للظروف الاقتصادية والعسكرية التي كانت تعم العالم أجمع، فأعيد فرض القيود الجمركية وغير الجمركية بشكل أدى إلى انخفاض حجم المبادلات التجارية الدولية والنمو الاقتصادي العالمي بشكل واضح. مما دعي ممثلوا الدول الرأسمالية الصناعية للالتقاء في مدينة بريتون وودز بالولايات المتحدة الأمريكية في عام 1944 لعقد المؤتمر النقدي والمالي التابع للأمم المتحدة قبل فترة قصيرة من انتهاء الحرب، وحضرت 44 دولة، قدمت خلالها مقترحات لإرساء قواعد نظام اقتصادي دولي جديد أكثر عدالة واستقرارا من السابق ليتولى الرقابة على التزامات الأعضاء ويعمل كبنك مركزي عالمي. وقد انبثق من هذا المؤتمر صندوق النقد الدولي، البنك الدولي للتنمية والتنمية ومنظمة الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة. وتتجسد مهام نظام بريتون وودز في المحافظة على أسعار صرف مستقرة، خلق نظام ائتماني متعدد الأطراف يندرج ضمن قواعد صندوق النقد الدولي وتحت إشرافه، تحرير التجارة الدولية من خلال إزالة القيود المختلفة التي تعيقها¹⁸.

وقبل انعقاد مؤتمر بريتون وودز كان قد طرح أمام المؤتمر مشروعين أحدهما تقدمت به المملكة المتحدة على لسان مبعوثها الاقتصادي الكبير اللورد كينز في 7 أبريل 1943، والثاني تقدمت به الولايات المتحدة الأمريكية على لسان ممثلها الاقتصادي هاري وايت في 5 أبريل 1943¹⁹.

¹⁸ عرفات تقي الحسيني: التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 1999، ص ص 118-220.

¹⁹ أوكيل نسيمية: الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص 19.

1- المشروع الإنجليزي:

أثناء مؤتمر بريتون وودز المنعقد من 4 إلى 22 جويلية 1944 قدم جون مينارد كينز* مشروعاً لإصلاح نظام النقد والصراف العالمي، هدفه تسهيل سياسة التوسع النقدي الداخلي والخارجي وزيادة التبادل التجاري وتحقيق الاستقرار الاقتصادي. ولهذا اقترح إنشاء اتحاد المقاصة الدولية، وهو بمثابة بنك للبنوك المركزية وسلطة نقدية فوق الدول، يقوم بخلق القوة الشرائية اللازمة للتبادل الدولي، وتلك العملة أطلق عليها بالبانكور Bancor، وتتحدد حصة كل دولة في هذا الاتحاد الدولي أساساً بحجم تجارتها الخارجية، وكذلك بمقدار صادراتها من الذهب. ولتفادي انعدام التوازن في القوة الشرائية يقوم الاتحاد بالضغط على الدول الدائنة والمدينة لتعديل ميزاتها، كما لا يسمح بتراكم أرصدة البانكور للبلدان الدائنة²⁰.

فاتحاد المقاصة الدولي يقوم بفتح حسابات دائنة ومدينة للدول المشتركة ويجري عمليات المقاصة بينها، بحيث تتساوى في النهاية الأرصدة الدائنة مع الأرصدة المدينة، ولكن إذا أسفر الحساب لدولة ما عن رصيد دائن، فإنه يبقى داخل الاتحاد كقرض مقدم من الدولة صاحبة الدائنية. وقد رأى كينز أن النظام المقترح يمكن أن يساهم في حل مشكلات الدائنية والمديونية التي تترتب على الحرب. فالدول المدينة يمكنها أن تسدد مطلوباتها بالبانكور عن طريق الاتحاد، خلال فترة من الزمن، دون أن ينتجم عن ذلك ضغوط على موارد الدول المدينة بالبانكور.

والواقع أن هذا المشروع كان يحاول إلغاء دائنية ومديونية الدول تجاه بعضها بعضاً، وبحيث تصبح مع اتحاد المقاصة الدولي، وهو في هذا كان يدافع عن مصلحة بريطانيا المدينة، ويحاول أن يعيد مركز الاقتصاد البريطاني المنهار في ضوء عالم قد تغير²¹.

فرغم قوة بناء ذلك المشروع وسلامته، لم يجز القبول في مؤتمر بريتون وودز، نظراً لمعارضة الولايات المتحدة الأمريكية لما تضمنه من خلق عملة جديدة وهيئة فوق الدول وإضعاف لدور الدولار والذهب. ولذلك أتى التنظيم النقدي المتضمن في اتفاقية بروتون وودز 1944 في ضوء القواعد والاتجاهات العامة التي قدمتها

* JHAN MAGNARD KEYNES (1883 – 1946): ولد في كمبردج نفس العام الذي توفي فيه ماركس، وهو إقتصادي إنجليزي و تلميذ لألفريد مارشال. درس في جامعة كمبردج، ثم أصبح أستاذاً في نفس الجامعة. سافر إلى الهند وعمل موصفاً بها، أصدر كتابه الأول "التداول النقدي والتمويل في الهند" في سنة 1913. وشارك في مفاوضات فرساي بعد الحرب العالمية الأولى. وفي عام 1936 أصدر كتابه المشهور "النظرية العامة في العمالة والفائدة والنقود". مثل بريطانيا في مفاوضات بريتون وودز سنة 1945 حيث وضعت أسس المسائل النقدية و نظام النقد الدولي.

²⁰ مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناثر: أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2006، ص 154.

²¹ زينب حسين عوض الله: مرجع سابق، ص 154.

الولايات المتحدة الأمريكية تحت اسم "مشروع وايت" والذي كان يرمي فقط إلى مجرد التعاون الدولي لا إلى خلق مؤسسات وعمليات عالمية جديدة وملزمة، كما كان يرمي إلى تنظيم قاعدة الذهب لا القضاء عليها²².

2- المشروع الأمريكي:

استهدف إيجاد مؤسسة دولية تعمل على الحيلولة دون تكرار المشاكل الأساسية التي واجهها نظام النقد الدولي خلال حقبة الثلاثينيات من القرن الماضي، والتي تمثلت في تخفيض قيمة العملة على التنافس بين الدول، والرفع في القيود المفروضة على عمليات الصرف الخارجية وعلى التجارة الدولية، والتخلص من النقص في الاحتياطات الدولية²³.

واقترح هاري وايت تكوين صندوق دولي لتثبيت قيمة العملات للدول الأعضاء المشتركة فيه، وأن تكون وحدة التعامل الدولي هي "اليونيتاس" التي ترتبط قيمتها بوزن معين من الذهب، وعلى الدول الأعضاء أن تحدد قيمة عملتها بالذهب أو اليونيتاس، وليس لها الحق في تغيير هذه القيمة إلا بعد موافقة أربعة أخماس أصوات الدول الأعضاء في الصندوق. ويفتح في الصندوق حسابات دائنة ومدينة تقيد فيها الأرصدة باليونيتاس، ويقتصر دور الذهب في عمليات التسوية على دفع فائض الحساب الجاري للدول الأعضاء، وفي حالة حدوث اختلال جوهري في ميزان المدفوعات تكون مهمة الصندوق السعي لتثبيت قيمة العملات من خلال الائتمانات المتبادلة بين الأعضاء، ويتكون المال الاحتياطي لهذا الصندوق من الذهب والعملات الدول الأعضاء والسندات الحكومية لبلادها. وطالما أن الولايات المتحدة الأمريكية تتمسك بنظام الصرف بالذهب، والدولار قابل للتحويل ذهباً في المدفوعات الدولية، فستكون العملة المستخدمة هي الدولار. وعند تحديد حجم حصص الدول الأعضاء في رأسمال هذا الصندوق وتحديد قوتها التصويتية في إدارة شؤونه، اقترح وايت أن يكون حجم الحصة لأي دولة على أساس حجم ما في حوزة الدولة من ذهب ونقد أجنبي، وحجم دخلها القومي ومدى تقلبات ميزان مدفوعاتها، وهو بهذا الشكل كان يعبر عن مصلحة الولايات المتحدة الأمريكية التي كانت تملك آنذاك أكبر كمية من الذهب العالمي وتنتج أعلى دخل في العالم²⁴.

²² مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناثر: مرجع سابق، ص 154.

²³ ضياء مجيد: مرجع سابق، ص 304.

²⁴ زينب حسين عوض الله: مرجع سابق، ص 154-155.

وعموما تشابه المشروعان من حيث المبادئ الأساسية، فقد تضمن كل منهما:

أ- إيجاد مؤسسة مركزية نقدية دولية؛

ب- السعي وراء تحقيق التوازن في موازين المدفوعات الدولية؛

ج- توفير ائتمان دولي للأعضاء؛

د- العمل على استقرار أسعار صرف العملات²⁵.

ومهما يكن من أمر فإن علاقات القوى الفاعلة التي كان يمثلها المؤتمرين في بريتون وودز غلبت مصلحة الولايات المتحدة الأمريكية صاحبة أكبر قوة اقتصادية ونقدية وعسكرية، فضلا عن دائيتها لمعظم دول أوروبا²⁶.

المطلب الثاني: الأسس التي قام عليها نظام بروتون وودز:

كان الهدف من عقد اتفاقية بريتون وودز وضع وتسيير نظام نقدي دولي يحقق ما يلي:

أ- ضمان حرية التحويل بين عملات المختلفة؛

ب- وضع نظام يمنع التقلبات في أسعار الصرف؛

ج- تحقيق التوازن في موازين المدفوعات؛

د- النظر في موضوع الاحتياطات الدولية لتوفير السيولة الدولية؛

هـ- الإدارة الدولية للنظام النقدي العالمي الجديد.

وقد أسفرت الجهود على إنشاء مؤسستين، صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير والذي من أهم أهدافه العمل على إعادة بناء اقتصاد الدول التي أصابها الحرب وكذلك مساعدة الدول الآخذة في النمو، أما بالنسبة لصندوق النقد الدولي فتتمثل أهدافه في:

1- استقرار أسعار الصرف:

شهدت فترة الثلاثينيات من القرن الماضي عدم استقرار أسعار صرف العملات المختلفة، فتقلب الأسعار وما ترتب عنه من تحركات لرؤوس الأموال بين مختلف المراكز المالية بحثا عن الأرباح المتاحة واشتداد حركة

²⁵ ضياء مجيد: مرجع سابق، ص 304.

²⁶ زينب حسين عوض الله: مرجع سابق، ص 155.

المضاربة، كل هذا أثر سلبي على حجم التجارة الدولية ونموها، لذلك كان من أهم أهداف صندوق النقد الدولي تجنب حدوث تقلبات صرف العملات لمختلف الدول وبالتالي إرساء نظام سعر الصرف الثابت، ولتحقيق هذا المسعى وإضفاء الاستقرار على نظام الصرف تم اقتباس بعض خصائص نظام معيار الذهب من خلال تحديد أسعار ثابتة لجميع عملات الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي بالنسبة للدولار الذي كان بدوره مرتبط بالذهب بسعر ثابت، حيث أوقية ذهب تساوي 35 دولار.

وكان على الدول الأعضاء إخطار الصندوق بأسعار صرف عملاتها بالنسبة للدولار، بمعنى تحديد سعر تعادل لكل عملة مقابل الدولار الذي يعتبر عملة قابلة للصرف بالذهب، ولكي تستقر أسعار التعادل بصفة مستمرة نصت الاتفاقية على أن لا يسمح بتقلب سعر صرف أية عملة صعودا ونزولا بما يزيد عن 1% من سعر التعادل، ويتم التحكم في فيه بتدخل البنك المركزي لكل دولة بشراء أو بيع كميات من عملته لتحافظ على استقرارها.

2- حرية التحويل إلى عملات جميع الدول الأعضاء:

ويعني ذلك إقامة نظام للمدفوعات متعدد الأطراف وجعل عملات الدول الأعضاء قابلة للتحويل بين بعضها وإلغاء الرقابة والقيود على الصرف من أجل تشجيع نمو التجارة الدولية، ومنح الدول التي تطبق نظام الرقابة على النقد فترة انتقالية لمدة خمس سنوات إلى غاية 1952، إلا أن الصندوق اتخذ موقفا متسامحا للغاية مع الدول الأعضاء بإقراره جميع القيود المفروضة على التحويلات الخارجية حتى بعد انتهاء الفترة الانتقالية.

3- تحرير التجارة من مسالكها الثنائية:

توسعت التجارة الثنائية (طرفين) نتيجة تطبيق نظام الرقابة على الصرف ونتيجة اتفاقيات الدفع الثنائية، فكان من أهداف صندوق النقد الدولي تحرير التجارة من مسالكها الثنائي وتحويلها إلى تجارة متعددة الأطراف لما يندرج ضمن تحرير التجارة الخارجية من مزايا التخصص وتقسيم العمل الدولي وتوفير إمكانيات نمو متوازن للتجارة العالمية.

4- تحقيق المرونة في نظام أسعار الصرف:

نصت اتفاقية الصندوق أنه في حالة أي خلل أساسي لميزان مدفوعات الدول الأعضاء في الصندوق، فلها الحق في تغيير سعر تعادل عملتها لتعديل وضعية ميزان مدفوعاتها (في حالة عجز ميزان المدفوعات تلجأ الدولة إلى تخفيض سعر تعادل عملتها) وذلك مع استشارة الصندوق، وكان الحد المسموح به 10%، أما فوق هذه النسبة صعوداً ونزولاً، فالقرار يعود إلى الصندوق بعد دراسة الوضعية الاقتصادية للدول المعنية.

5- مساعدة الدول على إصلاح عجوز موازين مدفوعاتها:

وذلك بتخصيص جانب من موارد الصندوق المالية لمساعدة الدول الأعضاء لإصلاح اختلال موازين مدفوعاتها دون اللجوء إلى الأساليب التقليدية التي كانت تتمثل في تخفيض سعر صرف عملة البلد الذي يعاني العجز ووضع قيود على حركة المدفوعات الدولية، فالدولة التي تكون بحاجة إلى مساعدة تستفيد من ائتمان من حقوق السحب العادية على شرط أن تقنع الصندوق بالمبررات الاقتصادية للقيام بمدفوعات تتماشى مع بنود اتفاق الصندوق وأهدافه، ويمكن الإشارة في هذه النقطة بالذات أن الحصة التي تساهم بها الدولة للصندوق تتكون من الذهب ومن عملة تلك الدول بالنسب التالية:

- كمية الذهب 25%؛

- عملة الدولة 75%.

ويتم مراجعة هذه الحصة كل خمس سنوات، وحجم الحصة هو الذي يقرر ما يمكن للدولة أن تقتضيه من الصندوق وحجم القوة التصويتية داخل الصندوق²⁷.

²⁷ مدحت صادق: مرجع سابق، ص ص 28-32.

المطلب الثالث: انهيار نظام بروتن وودز:

تركت الحرب العالمية الثانية أوروبا واليابان في حالة دمار اقتصادي، ولم تستطع أوروبا تزويد نفسها بالسلع الاستهلاكية، بالإضافة إلى السلع الرأسمالية لإعادة البناء، لذا كان من الضروري استيراد العديد من السلع، وكانت المشكلة تكمن في الحاجة إلى العملة الصعبة وخاصة الدولار الأمريكي للدفع مقابل الواردات، ولم تكن لها طاقة تصديرية تستطيع من خلالها الحصول على العملة الصعبة، وكانت احتياطاتها الدولية غير كافية، ونظرا لكون الولايات المتحدة الأمريكية المصدر الأساسي للسلع الإنتاجية، فقد كان نقص السلع في أوروبا يمثل نقصا في الدولارات، وللمساعدة قامت الولايات المتحدة الأمريكية وكندا وعدد من المنظمات الدولية بمنح عدد من القروض والمنح لأوروبا شملت برنامج الانتعاش الأوروبي المعروف بمشروع مارشال²⁸ Plan Marshall* المقدم في عام 1947 لإعادة بناء أوروبا، والذي تبعه انتقالات هامة للمدخلات والسلع الأمريكية، مما حقق الميزان التجاري الأمريكي فائضا هائلا بتدفق جزء كبير من الاحتياطيات الذهبية والنقدية الأوروبية إلى أمريكا لدرجة أن الرصيد الذهبي الأمريكي بلغ في عام 1957 ما قيمته 23 مليار دولار²⁹.

فخلال الفترة من 1946 إلى 1949 سجلت الموازين الخارجية للولايات المتحدة الأمريكية فائضا منتظما، وبنهاية الأربعينات كانت الدول الأوروبية في طريقها للانتعاش الاقتصادي، وبدأت فوائض أمريكا في التناقص المستمر لتتحول عام 1950 إلى عجز، وكان ذلك بمثابة مؤشر لبداية العجز الدائم في ميزان المدفوعات الأمريكي.

وبحلول عام 1959 عندما أخذت تراكمات البنوك الأوروبية المركزية من الدولار تتجه نحو المستويات المرغوبة واجه ميزان المدفوعات الأمريكي عجزا حادا، ووجدت البنوك المركزية الأجنبية نفسها تراكم دولارات بسرعة أكبر مما ترغب فيه، وبدأت ترفع معدل تحويل الدولارات إلى ذهب من وزارة الخزانة الأمريكية، وفي عام 1960 وصلت المستحقات الأجنبية الرسمية على مخزون الذهب الأمريكي تقريبا حجم مخزون الولايات المتحدة الأمريكية من الذهب جميعه، وكان واضحا أنه إذا استمر هذا الاتجاه سيصبح ما بحوزة الولايات المتحدة الأمريكية من الذهب غير كاف لتغطية المستحقات المحتملة.

²⁸ زينب حسن عوض الله: مرجع سابق، ص ص 187-188.

* تنسب خطة مارشال إلى جورج مارشال الذي كان رئيس أركان الجيش الأمريكي خلال الحرب العالمية الثانية ووزير خارجية الولايات المتحدة الأمريكية من فيفري 1947 حتى نهاية 1948.

²⁹ مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناثر: مرجع سابق، ص 160.

وفي ضوء ذلك الوضع بدأ حاملوا الأصول السائلة تحويل أرصدهم من دولار إلى ذهب وعمليات أجنبية خاصة الفرنك السويسري والمارك الألماني، وكان لمحاولة سويسرا والحكومة الألمانية الحد من تدفق رأس المال المضارب إلى داخلها أن حولت جزءا كبيرا من التدفقات إلى ذهب، وبدأت بذلك أسعار الذهب بالارتفاع في الأسواق الخاصة. وعلى هذا شكلت الولايات المتحدة الأمريكية وعدد من الدول الصناعية ما يسمى "مجمع ذهب لندن" بنهاية عام 1961 للدفاع عن 35 دولار كسعر للأوقية.

وفي النصف الثاني من عام 1965 وبعد تصاعد الحرب الفيتنامية زادت معدلات التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية بسرعة، وكثف ذلك من الضغط لتخفيض قيمة الدولار في سوق العملات الأجنبية، وفي نفس الوقت وقع الجنيه الإسترليني عام 1967 تحت اعتداء مضاربي وتم تخفيض قيمته بنهاية العام. وأدت أزمات الإسترليني وتزامنها مع الضغط على الدولار إلى خلق مضاربة قوية ضد الدولار، ودفعت المضاربات إلى رفع أسعار الذهب، وأخذ مجمع الذهب مرة أخرى يبيع الذهب للوقوف في وجه الزيادة في الأسعار³⁰.

فنتيجة التقلص الشديد لاحتياطيات الذهب في الخزانة الأمريكية، وسيادة اليقين بضرورة تعديل أسعار تعادل العملات، أصبح من المسلم به ضرورة لجوء الولايات المتحدة الأمريكية إلى تخفيض قيمة الدولار، وفي ذلك الوقت أصبحت الأسواق الدولية لرأس المال مرتبطة ببعضها بشكل كبير من خلال أسواق العملات الأوروبية، وبدأت كميات ضخمة من رؤوس الأموال الأمريكية في الهروب إلى الخارج، بالإضافة للتحويلات الكثيفة من الدولار الأمريكي إلى العملات القوية الأخرى وبصفة خاصة المارك الألماني والين الياباني والفرنك السويسري، الأمر الذي أدى إلى حدوث مزيد من الاختلالات في ميزان المدفوعات الأمريكي³¹.

وفي هذه الظروف اضطر رئيس الولايات المتحدة الأمريكية آنذاك "ريتشارد نيكسون" إلى أن يعلن في 15 أوت 1971 قراراته التي اشتملت فصل ارتباط الدولار الأمريكي بالذهب وإلغاء قابلية التحويل وتخفيض قيمته الذهبية، بالإضافة إلى إجراءات أخرى تتعلق بفرض رسوم إضافية على الواردات الأمريكية، وضع قيود على الاستثمارات الأمريكية في الخارج، تخفيض المعونات الأمريكية الخارجية، فضلا عن فرض قيود على

³⁰ زينب حسن عوض الله: مرجع سابق، ص ص 188-190.

³¹ محمد دويدار، أسامة الفولي: مبادئ الاقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص 154.

الأجور والأسعار على اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية في محاولة لاحتواء التضخم المحلي المتصاعد، وكانت تلك الإجراءات بمثابة المؤشر على نهاية نظام برتون وودز وقاعدة الصرف بالذهب³².

وفي 17 و18 ديسمبر 1971 اجتمع ممثلو مجموعة الدول العشرة "الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، إنجلترا، فرنسا، ألمانيا، كندا، إيطاليا، هولندا، السويد، بلجيكا" في "سميسونيان" بواشنطن، ووافقوا على رفع سعر أوقية الذهب إلى 38 دولار بدلا من 35 دولارا للأوقية، الأمر الذي يعني خفض قيمة الدولار بنسبة 9%. وفي ذلك الوقت رفع المارك الألماني بنسبة 17% والين الياباني بنسبة 14%، ورفعت كذلك قيمة العملات الأخرى بنسب أقل. ومن ناحية أخرى رفع الحد المسموح به لتغير سعر التعادل الأساسي ليصبح 2.25% بدلا من 1% فوق أو تحت هذا السعر. وهكذا منذ اللحظة التي أعلنت فيها عدم قابلية تحويل الدولار إلى ذهب أصبح العالم على قاعدة الصرف بالدولار.

وأمام استمرار وتزايد العجز الكبير لميزان المدفوعات الأمريكي أدرك الجميع عدم صلاحية اتفاقية "سميسونيان" للتطبيق وأن من الضروري تخفيض قيمة الدولار من جديد. ومع تزايد المضاربات على الدولار اضطرت الولايات المتحدة الأمريكية إلى رفع سعر أوقية الذهب إلى 42.22 دولارا فانخفضت بذلك قيمة الدولار مرة أخرى بنسبة 10%. وإزاء عدم قابلية تحويل الدولار إلى ذهب قررت الدول الستة المؤسسة للسوق الأوروبية المشتركة في مارس 1972 تعويم عملاتها بشكل مشترك مقابل الدولار في حدود 2.25% فوق أو تحت سعر التعادل وفقا للنظام الذي عرف باسم الثعبان في النفق. ولكن مع تزايد حدة المضاربات مرة أخرى قررت السلطات النقدية في الدول الصناعية الكبرى في مارس 1973 إطلاق حرية التعويم لعملاتها إما بصورة مستقلة "الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الين الياباني، الفرنك السويسري، الليرة الإيطالية، الدولار الكندي" أو بصورة مشتركة "المارك الألماني والفرنك الفرنسي بالإضافة إلى عملات الدول الست الأخرى في وسط وشمال أوروبا مع ترك الثعبان يتحرك في هامش قدره 2.25% بين أقوى عملة وأضعف عملة في مقابل الدولار" وهكذا تمت ولادة نظام التعويم المدار لأسعار الصرف³³.

³² مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناثر: مرجع سابق، ص 180.

³³ محمد دويدار، أسامة الفولي: مرجع سابق، ص 155.

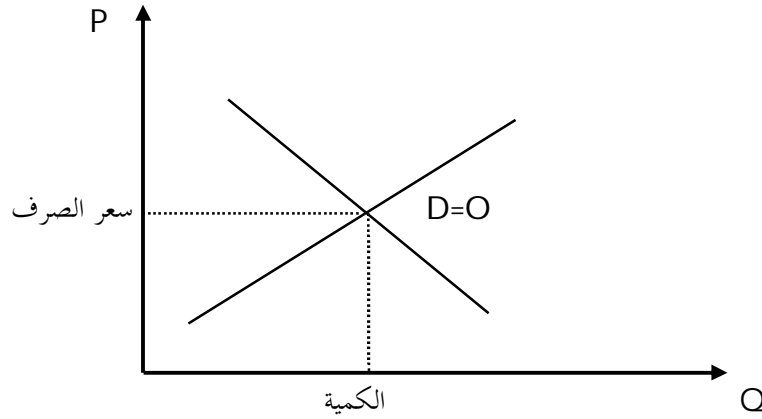
المبحث الثالث: التطورات النقدية العالمية بعد انهيار نظام بريتون وودز:

لا شك أن التطورات النقدية الدولية التي تلاحقت بعد القرار التاريخي بإنهاء قابلية تحويل الدولار إلى ذهب في 15 أوت 1971 ثم انهيار نظام استقرار أسعار الصرف قد أدت إلى تعويم الأقطار الصناعية لعملائها، مما أجبرت صندوق النقد الدولي على التكيف مع المتغيرات التي حدثت بعد انهيار نظام بريتون وودز، وتم ذلك بموجب التعديل الثاني لاتفاقية الصندوق، والذي عرف باسم اتفاقية جمايكا. ولهذا سوف نتطرق إلى نظام تعويم أسعار صرف العملات وكذلك سوف نستعرض أهم ما تضمنه هذا التعديل.

المطلب الأول: نظام تعويم أسعار صرف العملات:

في النظام العائم الحر يترك تحديد أسعار الصرف بين العملات إلى قوى السوق، وتتوقف مدى تقلبات سعر الصرف على الكمية المعروضة والمطلوبة من الصرف الأجنبي (الشكل رقم 01)³⁴، وكذلك يعتبر التعويم حرا إذا لم تتدخل السلطة النقدية في سوق الصرف من أجل مساندة عملتها الوطنية أو أن تتخذ قرارات اقتصادية مدفوعة باعتبارات تتعلق بسعر صرف عملتها، ولذلك فإن الدولة تكون في غير حاجة إلى الاحتفاظ باحتياطي كبير من العملات الأجنبية طالما أنهما لا تتدخل في سوق الصرف.

الشكل رقم 01: تحديد سعر الصرف وفق نظام سعر الصرف العائم



المصدر: محمد كمال خليل الحمزاوي: سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، مصر، 2004، ص18.

ويرى أنصار سياسة التعويم الحر أن توازن ميزان مدفوعات الدولة يتحقق بصورة تلقائية في ظل هذه السياسة وذلك عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب في السوق. مما يؤدي إلى تغيير سعر الصرف ارتفاعا وانخفاضاً مما يعيد التوازن إلى ميزان المدفوعات مرة أخرى. فبالنسبة للدولة التي يوجد عجز في ميزان مدفوعاتها

³⁴ بسام الحجار: مرجع سابق، ص 117.

عند سعر صرف معين، فإن هذا العجز يعني زيادة المعروض من عملة هذه الدولة عما هو مطلوب منها مما يؤدي إلى انخفاض سعرها، وهذا سوف يؤدي بدوره إلى خفض حجم الاستيراد، حيث ستعتبر السلع الأجنبية غالية بالنسبة للعملة المحلية وهذا يعني خفض قيمة المدفوعات الخارجية، ومن ناحية أخرى يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى تشجيع الصادرات وذلك لكون العملة المحلية رخيصة بالنسبة للمستورد الأجنبي. وطالما أن عرض العملة والطلب عليها يستجيبان لتغيرات سعر الصرف فإن التوازن يتحقق بدون أي تدخل حكومي.

إلا أن تجارب الدول في تطبيق سياسة التعويم لم تخلوا من تدخل سلطاتها النقدية في أسواق الصرف وذلك لمنع التقلبات العنيفة لأسعار الصرف وهو ما أطلق عليه البعض اصطلاح التعويم غير النظيف أو التعويم المدار³⁵.

ووفقا لقاعدة التعويم المدار لأسعار الصرف تضطلع السلطات النقدية في كل دولة بمسؤولية التدخل في أسواق الصرف الأجنبي للحد من آثار التقلبات قصيرة الأجل لأسعار الصرف دون محاولة التأثير على اتجاهاتها في المدى الطويل. والواقع أن هذا النظام لم يقصد أحد اختياره بل فرض نفسه عند انهيار نظام "بريتون وودز" بغرض مواجهة الفوضى التي سادت أسواق الصرف الأجنبية والمضاربات التي أحدثت العديد من الاحتلالات. وعند بداية تطبيقه كانت هناك محاولات جادة لوضع قواعد خاصة لإدارة التعويم على النحو الذي يحول دون دخول الدول المنافسة لتخفيض قيم عملاتها بهدف زيادة صادراتها، ومن ثم الحيلولة دون الرجوع مرة أخرى إلى فوضى أسعار الصرف التي سادت في الثلاثينيات قبيل الحرب العالمية الثانية.

وهكذا فإن نصف عدد الدول أعضاء صندوق النقد الدولي تبنت شكلا أو آخر من أنظمة سعر الصرف التي تتسم بالمرونة، وتشمل هذه المجموعة كافة الدول الصناعية الكبرى وعددا من الدول النامية، بحيث أن قرابة أربعة أخماس التجارة الدولية تتم بين دول تدير أسعار صرفها معومة سواء بشكل مستقل أو بشكل مشترك، أما بالنسبة لبقية الدول فإن غالبيتها قامت بتثبيت أسعار عملاتها بالنسبة للدولار أو حقوق السحب الخاصة أو سلة تضم مجموعة من العملات. ولا تزال الدول في ظل نظام التعويم المدار تحتاج إلى احتياطات دولية للتدخل في أسواق الصرف الأجنبي بهدف الحد من آثار تقلبات سعر الصرف في الأجل القصير، وفي الوقت الحالي فإن هذا التدخل يتم في الغالب بالدولار الأمريكي³⁶.

³⁵ مدحت صادق: مرجع سابق، ص ص 50-51.

³⁶ محمد دويدار، أسامة الفولي: مرجع سابق، ص 156.

ويلاحظ أن نظام التعويم قد أتى ببعض المزايا منها تحرر البنوك المركزية من التزامها بالاحتفاظ بأسعار صرف عملاتها ضمن هوامش التقلب التي نص عليها صندوق النقد الدولي، فلم يعد البنك المركزي ملزماً بالتدخل في سوق الصرف بائعاً أو مشترياً لدعم سعر العملة، الأمر الذي كان له تأثير مباشر على عرض النقود محلياً. ففي ظل نظام التعويم أصبح البنك المركزي حراً في تحديد عرض النقود دون النظر إلى اعتبارات سعر الصرف. كما أن سياسة التعويم حررت السلطات النقدية من القيود التي كان يفرضها اعتبار توازن ميزان مدفوعات الدولة على السياسة التي تتبعها من أجل تحقيق الأهداف الداخلية.

أما أهم ما يؤخذ على سياسة تعويم سعر الصرف أن ميكانيزم السوق قد لا يؤدي إلى تحديد سعر الصرف المناسب، فسعر الصرف الذي يحقق التوازن في سوق الصرف الأجنبي في أية لحظة معينة قد لا يكون هو نفس السعر الذي يؤدي إلى تحقيق التوازن في الأجل المتوسط. فإذا كان الأمر كذلك فإن ميكانيزم الأسعار سوف يعطي دلالات لمن يريد إبرام عقود مستقبلية أو لمن يريد الاستثمار الآني من أجل الحصول على عائد في المستقبل، وهذه الدلالات الخاطئة سوف تؤدي إلى اتخاذ قرارات غير سليمة وذلك فيما يتعلق بعملية تخصيص الموارد³⁷.

المطلب الثاني: اتفاقية جمايكا:

في العام 1974 في الدورة العادية لصندوق النقد الدولي شكلت لجنة مؤقتة لإعداد دراسة حول نظام النقد العالمي، ضمت ممثلين عن مختلف الدول الأعضاء في الصندوق، انحصرت مهمتها في إعداد اقتراحات للتكيف مع مقتضيات الحاضر، وقد عرض هذا الاتفاق في جانفي 1976 في كينغستون "جمايكا" بعد المصادقة عليه من قبل 85% من الدول الأعضاء، والتي تتمتع بـ 78.52% من الحجم الإجمالي للحصص في الصندوق، وقد عرف هذا المؤتمر بمؤتمر جمايكا، وفيه تم التعديل الثاني لاتفاقية بريتون وودز³⁸، والذي بدأ سريانه ابدءاً من أفريل 1978³⁹، وفي هذا الاجتماع تقرر ما يلي:

أ- حرية الدول الأعضاء في اختيار نظم الصرف بما في ذلك التعويم، ويحظر عليها محاولة الحصول على أي مزايا تنافسية غير عادية في مواجهة الأعضاء الآخرين عن طريق التخفيض المتتالي في سعر الصرف. ويحق لصندوق

³⁷ مدحت صادق: مرجع سابق، ص 53.

³⁸ بسام الحجار: مرجع سابق، ص 113.

³⁹ ضياء مجيد: مرجع سابق، ص 345-347.

النقد الدولي الإشراف الدقيق على سياسات الدول الأعضاء بالنسبة لسعر الصرف، مع التزامه بمبادئ محددة في مجال إرشاد هذه الدول إزاء هذه السياسات؛

ب- التخفيض التدريجي لدور الذهب بالنسبة للنظام النقدي الدولي، وتقرير حرية الدول الأعضاء بالتعامل به في السوق ما بين بعضها البعض دون الاستناد إلى أي سعر رسمي له (إلغاء السعر الرسمي للذهب)، وإنهاء وظيفة كوحدة لتقويم حقوق السحب الخاصة، وعدم إمكان اتخاذه كأساس لتقويم مختلف العملات للدول الأعضاء في الصندوق، وإلغاء كل الأحكام المنظمة لاستخدامه في التعامل ما بين الصندوق والدول الأعضاء، وتجنب الصندوق في أي تعامل بالذهب أن يدير سعره أو أن يقيم سعرا ثابتا في السوق. كما أتاح للصندوق إمكانية التصرف في جزء أو في كل ما تبقى من رصيده الذهبي بأغلبية 75% من القوة التصويتية؛

ج- أتاح التعديل الثاني للمشاركين في حقوق السحب الخاصة التحرر من الالتزامات تجاه الصندوق بالنسبة لتلك الحقوق، وأيضا الحق في نقلها فيما بينهم بالاتفاق. وبصفة عامة فقد جاء التعديل الثاني للصندوق ليجعل من حقوق السحب الخاصة بمثابة الاحتياطات الرئيسية لنظام النقد الدولي؛

د- إمكانية توسيع قاعدة العملات المستخدمة، مع التزام الأعضاء بضرورة توفير عملاتهم للأعضاء الآخرين بغرض قيامهم بإعادة الشراء. ولقد استحدث التعديل الثاني مفهوما جديدا يتمثل في عملات الاستعمال الحر بدلا من تعبير العملة القابلة للتحويل الذي بدأ يتلاشى. وقد جاء تعريف عملة الاستعمال الحر بأنها عملة عضو من الأعضاء التي يقر الصندوق بأنها تستخدم على نطاق واسع للدفع في العمليات الدولية، كما تجري مبادلاتها على نطاق واسع في أسواق الصرف الرئيسية. وتقوم هذه العملات بدور خاص في كل من حسابات الموارد العامة للصندوق، وكذلك حساب حقوق السحب الخاصة⁴⁰.

إجمالا، يمكن القول بأن اتفاقية جمايكا سمحت للصندوق بالتدخل بشكل فعال من ذي قبل في النظام النقدي العالمي، وفي السياسات الاقتصادية للدول الأعضاء في الصندوق وخاصة تلك المدينة منها. وبذلك تكون اتفاقية جمايكا قد أنهت دور الذهب في النظام النقدي العالمي، وقررت نظاما أكثر مرونة لأسعار الصرف، ودعمت حقوق السحب الخاصة⁴¹.

⁴⁰ مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناثر: مرجع سابق، ص ص 174-175.

⁴¹ بسام الحجار: مرجع سابق، ص 115.

المبحث الرابع: التنظيمات التي أبرزها النظام النقدي الدولي خلال تطوره:

كان لتزايد حجم التجارة والمعاملات المالية التي تنشأ بين مختلف دول العالم يتطلب وجود زيادة مقابلة في عناصر السيولة، لذلك قام صندوق النقد الدولي بخلق ما عرف بحقوق السحب الخاصة التي تعتبر أول محاولة لتوفير مقادير من السيولة الدولية. كما سعت دول الجماعة الأوروبية إلى تكوين منطقة استقرار نقدي في أوروبا تقوم على أساس تثبيت أسعار صرف عملاتها كخطوة ضرورية لتوحيد النظام النقدي الأوروبي. لذلك سوف نتناول في هذا المبحث حقوق السحب الخاصة والنظام النقدي الأوروبي.

المطلب الأول: حقوق السحب الخاصة:

حتى عام 1971 اعتمد صندوق النقد الدولي في تقديم التسهيلات الائتمانية على موارده النقدية، والتي تركزت على حصص الأعضاء، وكان لا بد من إيجاد مصادر جديدة للسيولة النقدية الدولية تكون مغذية للاحتياجات النقدية للدول الأعضاء، فكانت حقوق السحب الخاصة⁴².

تعتبر حقوق السحب الخاصة نوعاً جديداً من الأصول الدولية التي يمكن للدولة أن تستخدمها في تسوية مدفوعاتها الدولية، بالإضافة إلى احتياطاتها من الذهب والعملات الأجنبية الأخرى. غير أن هذه الحقوق ليست إلا مجرد قيود دفترية يجريها الصندوق، وتستمد قيمتها القانونية من مجرد التزام الدول الأعضاء في الصندوق بأن تقبلها في أي وقت، ومن أية دولة، في حدود قيمة إجمالية محددة، ويتم توزيع وحدات حقوق السحب الخاصة على الدول الأعضاء بنسبة حصصهم. وتستخدم هذه الحقوق في تسوية العجز المؤقت في ميزان المدفوعات، ولا يجوز استخدامها لتمويل أغراض أخرى، مثل تمويل مشروعات التنمية أو للتوسيع في تمويل حركات واسعة ومستمرة لرؤوس الأموال أو لدفع ديون الحرب.... إلخ. وقد قيمت قيمة الوحدة من حقوق السحب الخاصة في شكل وزن محدد من الذهب النقي هو 0.888671 من الغرام، أي ما يعادل القيمة الرسمية للدولار الأمريكي وقت خلق هذه الحقوق وقبل تخفيضه عام 1971⁴³.

ولا يجوز استبدال حقوق السحب الخاصة بالذهب بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، مثل استبدالها بدولار ثم استعمال الدولار في شراء الذهب. وقد ارتبطت قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة فيما بعد بسلة عملات معيارية، واستخدم في سبيل ذلك المتوسط الترجيحي لقيم عملات 16 دولة رأسمالية متقدمة، وقد أعطيت

⁴² عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل: مرجع سابق، ص 446.

⁴³ مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناثر: مرجع سابق، ص 173.

أوزان لتلك العملات بما يتناسب وأهميتها في هيكل المدفوعات الدولية، وللصندوق الحق في تعديل سلة العملات كل خمس سنوات. وفي عام 1981 اقتصر الصندوق في سلة العملات على خمس دول فقط هي: الدولار الأمريكي، المارك الألماني، الين الياباني، الفرنك الفرنسي، الجنيه الإسترليني.

وتستمد حقوق السحب الخاصة قوة إبرائها في مجال المدفوعات الدولية من قبول الدولة العضو التي يقع عليها الاختيار من الصندوق في استبدال هذه الحقوق بعملات قابلة للتحويل، على أن لا يزيد ما تملكه الدولة المانحة من حقوق السحب الخاصة عن ثلاثة أضعاف حصتها من تلك الوحدات التي حددت لها من قبل الصندوق⁴⁴.

المطلب الثاني: النظام النقدي الأوروبي:

الاتحاد الأوروبي عبارة عن إتحاد إقليمي أنشئ بموجب معاهدة روما في عام 1957، والتي تم بمقتضاها إقامة إتحاد اقتصادي أوروبي تتمتع فيه السلع والخدمات والعمالة ورأس المال بحرية الحركة عبر الحدود السياسية بين الدول الأعضاء دون عوائق أو قيود.

وفي عام 1970، تضمن تقرير فينر Werner Plan* اقتراح بإنشاء إتحاد نقدي أوروبي، وقد اشتمل هذا التقرير على ثلاثة مراحل، تتضمن المرحلة الأولى والثانية مسألة التنسيق بين السياسات الاقتصادية والنقدية والقضاء على التقلبات في أسعار الصرف بين عملات الدول الأعضاء، أما المرحلة الثالثة فتتضمن إنشاء نظام موحد للبنوك المركزية.

باهتار نظام بریتون وودز وازدياد العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي، والانخفاضات المتتالية في أسعار صرف الدولار الأمريكي والتي كان آخرها في العام 1973 وبنسبة 10%، اتخذت مجموعة الاتحاد الأوروبي قرارات بدأت بالترتيبات والتي سميت "الثعبان النقدي الأوروبي" ثم النظام النقدي الأوروبي وأخيرا معاهدة ماستريخت⁴⁵.

⁴⁴ عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل: مرجع سابق، ص 447.

* ولد فينر عام 1913 بمدينة ليل الفرنسية لأبوين من لوكسمبورج، وبعد انتهاء الحرب العالمية الثانية قام بأعمال مهمة كان من شأنها تمهيد الطريق أمام إنشاء البنك الدولي. وفي عام 1970 وأثناء عمله رئيسا للجنة الموظفين ذوي المناصب الحكومية العليا، تقدم بطلب تكوين إتحاد نقدي على ثلاث مراحل، وقبل عامين من ذلك التاريخ عمل رئيسا لوزراء لوكسمبورج، وطالب لأول مرة بالتعاون الوثيق في مجال تقريب السياسات النقدية.
⁴⁵ بسام الحجارة: مرجع سابق، ص 210.

1- نظام الثعبان النقدي الأوروبي:

جاء هذا النظام كرد فعل لمواجهة تدهور الأوضاع النقدية الأوروبية وازدياد العجز التجاري لدى الاتحاد الأوروبي، وحدث ذلك تحديدا نتيجة قيام الولايات المتحدة الأمريكية بتخفيض قيمة الدولار بنسبة 10% في الأول من فيفري عام 1973، وبعد انفجار الصدمة النفطية الأولى وارتفاع أسعار المحروقات، ودخول الاقتصاديات الغربية فيما سمي بمرحلة السنوات العجاف⁴⁶.

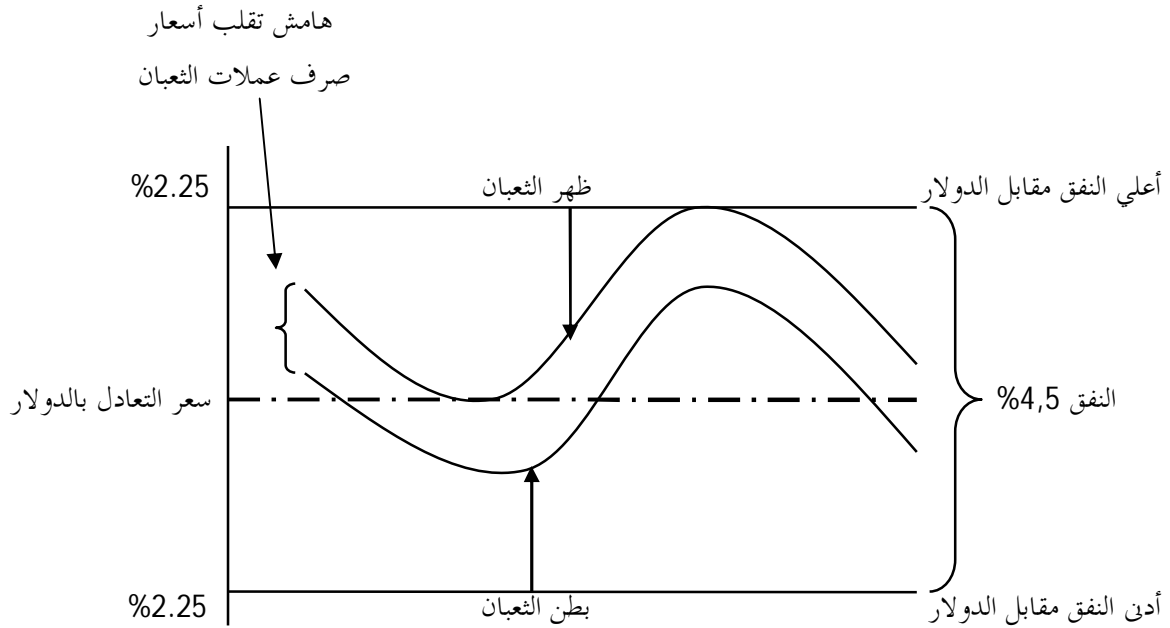
لمقابلة هذا التدهور، عقد محافظوا البنوك المركزية لدول المجموعة الأوروبية الست* في أبريل 1972 اتفاقا بمدينة بال بسويسرا، وعرف التنظيم النقدي الذي أتى به "اتفاق بال" باسم الثعبان داخل النفق (الشكل رقم 02). وبالنظر إلى أن أسعار صرف عملات الثعبان بالدولار إنما ترتفع معا أو تنخفض معا، وذلك في حدود النسبة القصوى المسموح بها كهامش لتقلب هذه الأسعار أو لابتعادها عن بعضها وهو 2.25%، ولهذا عرف هذا التنظيم النقدي أيضا بالتعويم المشترك. أما خروج إحدى العملات أو انسحابها من الثعبان فيحدث عندما لا تستطيع أضعف عملة أن تحافظ على نسبة 2.25% كفارق بين سعر صرفها بالدولار وسعر صرف أقوى عملات الثعبان بالدولار. أما النفق فيمثل المجال الذي يمكن لأسعار صرف عملة الثعبان أن تتحرك في داخله، وفي منتصف النفق نجد سعر تعادل العملة بالدولار كما هو موضح بالخط الأفقي المتقطع.

والثعبان داخل النفق يعني أن ارتباط أسعار صرف عملات الثعبان ببعضها بحيث لا يتجاوز الفرق بين سعر صرف أضعفها وأقواها بالدولار 2.25%، وإنما يتم بمراعاة أن يكون الحد الأقصى لانخفاض سعر صرف أضعفها عن سعر تعادلها بالدولار هو 2.25%، وأن يكون الحد الأقصى لزيادة سعر أقواها عن سعر تعادلها بالدولار هو 2.25%. وفي الحالة الأولى يكون سعر أقوى عملات الثعبان هو بالضبط سعر تعادلها بالدولار، أما في الحالة الثانية فسيكون سعر صرف أضعف عملة من عملات الثعبان هو بالضبط سعر تعادلها بالدولار، ومن الواضح أنه في كافة الحالات يكون الثعبان داخل النفق.

⁴⁶ سمير صارم: اليورو، دار الفكر، دمشق، 1999، ص 81.

* وكانت هذه الدول آنذاك تمثل ست دول هي فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، بلجيكا، هولندا، لكسمبورغ.

الشكل رقم 02: كيفية عمل نظام الثعبان النقدي الأوروبي



المصدر: مدحت صادق، مرجع سابق، ص 74.

وحتى تحافظ دول الثعبان على بقاء أسعار صرف عملاتها بالدولار داخل النفق، أي في حدود 2.25% من أسعار تعادلها بالدولار ارتفاعاً أو انخفاضاً، فإن بنوكها المركزية تتدخل في أسواق الصرف مشترية الدولار وبائعة لعملاتها أو بائعة للدولار ومشتريه لعملاتها بحسب الحال. ولكنه حتى تحافظ هذه الدول على أسعار صرف عملاتها في داخل الثعبان نفسه أي في حدود 2.25% ما بين سعر صرف أقوى عملة بالدولار وسعر صرف أضعف عملة به، فإن بنوكها المركزية تتدخل، وفقاً لاتفاق بال، بائعة ومشتريه لعملاتها هي ذاتها، إذ يعرض البنك المركزي للعملة القوية كمية من عملته في السوق في مقابل العملة الضعيفة كما يضع كمية أخرى منها تحت تصرف البنك المركزي للعملة الضعيفة تمكنه من بيعها في السوق في مقابل عملته الضعيفة⁴⁷.

⁴⁷ عادل أحمد حشيش: أساسيات الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2002/2001، ص ص 152-153.

انضمت بعض العملات الأوروبية إلى نظام الثعبان داخل النفق كالجنيه الإسترليني والجنيه الأيرلندي والكرون الدانماركي في أول ماي 1972، إلا أن إنجلترا وإيرلندا انسحبتا من هذا التنظيم في 23 جوان 1972 والدانمارك في 27 جوان 1972، وهذا الأخير عاد لتبنيه مرة أخرى في 10 أكتوبر 1972. وفي 13 فيفري 1973 خرجت إيطاليا من هذا التنظيم بسبب عدم القدرة على إبقاء سعر صرف الليرة في الهوامش المتفق عليها في إطار نظام الثعبان داخل النفق. كما انظم لهذا التنظيم كل من الكرون السويدي والكرون النرويجي في 14 مارس 1973 كعضوين مشاركين.

وعلى إثر أزمة فيفري 1973 والتي انتهت بإقدام الولايات المتحدة الأمريكية على تخفيض قيمة الدولار للمرة الثانية بنسبة 10%، لذلك قررت ست دول من الجماعة الأوروبية هي ألمانيا، فرنسا، الدانمارك، بلجيكا، هولندا ولكسمبورغ على السماح بالتعويم المشترك أو الجماعي لعملاتها، بحيث تستمر هذه الدول في الإبقاء على هامش التقلب المسموح به بين أسعار صرف عملاتها عند نسبة 2.25% كحد أقصى، وقررت إعفاء بنوكها المركزية من التزامها بالتدخل في أسواق الصرف الأجنبي لتدعيم سعر الدولار بعد السماح لسعره بالانخفاض عن نسبة 2.25% عن سعر التعادل. معنى هذا أن النفق قد انتهى دوره وبقي الثعبان الذي انضمت إليه كل من السويد والنرويج في 14 مارس 1973. أما باقي دول الجماعة الاقتصادية الأوروبية وهي إنجلترا وإيرلندا وإيطاليا فقد استمرت في تعويم عملاتها بصفة مستقلة أي أنها استمرت خارج تنظيم الثعبان⁴⁸. وبعد تعميم فكرة حرية التعويم في عام 1973، أصبح نظام الثعبان غير ذي جدوى، وتم إلغاؤه واستبداله بالنظام النقدي الأوروبي⁴⁹.

⁴⁸ مدحت صادق: مرجع سابق، ص 75.

⁴⁹ مجدي محمود شهاب: الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات والآثار المحتملة على المنطقة العربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة النشر، ص 70.

2- الوحدة النقدية الأوروبية:

في مارس 1979 قام الاتحاد الأوروبي بوضع النظام النقدي الأوروبي كخطوة في الطريق نحو تحقيق التكامل النقدي بين كافة الدول الأوروبية أعضاء الاتحاد، ووفقا لهذا النظام تم خلق وحدة نقدية أوروبية جديدة المعروفة باسم "ايكو"، مع السماح لعملات الدول الأعضاء بالتغير في حدود 2.25% فوق أو تحت سعر التعادل مع الإيكو باستثناء الليرة الإيطالية التي سمح لها بالتغير في حدود 6% صعودا وهبوطا حتى جانفي 1990 حين أخذت بالهوامش الضيقة مع التعويم المشترك مقابل الدولار وغيره من العملات، ووفقا للنظام النقدي الأوروبي الجديد تم إنشاء صندوق التعاون النقدي الأوروبي لمساعدة الدول الأعضاء في حالة اختلال موازين مدفوعاتها في المدى القصير والمتوسط⁵⁰.

وتعتبر ECU بمثابة متوسط مرجح لعملات الدول المنظمة إلى الاتحاد الأوروبي، وتحدد نسبة تمثيل عملة كل دولة في السلة على حسب حجم ناتجها القومي الإجمالي وحجم تجارها الخارجية مع باقي الدول الأعضاء، ويتم تغيير الأوزان النسبية لعملات الدول الأعضاء دوريا كل خمس سنوات أو في حالة حدوث تغيير في قيمة أي عملة بنحو 25% أو أكثر.

وبمقابل إصدار وحدة النقد الأوروبية تقوم البنوك المركزية للدول الأعضاء بتكوين احتياطي خاص لدى صندوق التعاون النقدي الأوروبي بإيداع نسبة قدرها 20% بالذهب و20% من أرصدها الدولارية.

وتتكون وحدة النقد الأوروبية من سلة عملات وفقا للأوزان التالية وذلك في عام 1995 الموضحة في الجدول رقم 01، المارك الألماني 33.3%، الفرنك الفرنسي 20.49%، الجنيه الإسترليني 10.47%، الليرة الإيطالية 7.17%، الفلوران الهولندي 10.47%، الفرنك البلجيكي 8.75%، البيزيتا الإسبانية 4.24%، الكورونا الدنماركية 2.72%، الجنيه الأيرلندي 1.04%، الدراهما اليونانية 0.47%، الاسكودو البرتغالية 0.71%⁵¹، والملاحظ كذلك أن المارك الألماني يمثل النسبة الكبرى من مكونات وحدة النقد الأوروبية ويليه الفرنك الفرنسي ثم الجنيه الإسترليني على الترتيب، مما يدل على قوة وزن اقتصاديات هذه الدول بالاستناد إلى فكرة أن التمثيل لأي عملة من العملات الأوروبية في سلة الإيكو يتناسب والأهمية الاقتصادية لبلد العملة.

⁵⁰ محمد دويدار، أسامة الفولي: مرجع سابق، ص 157.

⁵¹ بسام الحجار: مرجع سابق، ص 112.

الجدول رقم 01: الأوزان النسبية للعملة المكونة للايكو خلال الفترة 1979-1995

1995	1990	1989	1988	1987	1986	1985	1984	1983	1980	1979	
8.75	7.9	7.6	8.5	8.6	8.4	8.2	8.0	8.1	9.1	9.1	الفرنك البلجيكي
2.72	2.5	2.4	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.7	2.8	3.00	الكروننة الدانماركية
20.49	19	19.0	18.6	18.9	19.1	19.2	16.7	16.9	19.7	19.7	الفرنك الفرنسي
33.3	30.1	30.1	34.6	34.6	33.4	32.0	37.0	36.5	32.9	32.8	المارك الألماني
1.04	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1	الجنيه الايرلندي
7.17	8.1	10.1	9.1	9.4	9.5	9.8	7.9	8.1	9.2	9.7	الليرة الإيطالية
0.34	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	الفرنك اللوكسمبورغي
10.47	9.4	9.4	11.0	10.9	10.9	10.1	11.4	11.2	10.3	10.4	الفلورين الهولندي
10.44	13	13.0	13.3	12.5	12.5	15.1	14.8	10.1	14.5	13.8	الجنيه الإسترليني
0.47	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	1.2	-	-	-	-	الدراخمة اليونانية
4.24	5.3	5.3	-	-	-	-	-	-	-	-	البيزيتا الإسبانية
0.71	0.8	0.8	-	-	-	-	-	-	-	-	الاسكودز البرتغالية

المصدر: مجدي محمود شهاب: مرجع سابق، ص 72.

3- تقرير ديلاور:

أنشأ المجلس الأوروبي الذي يضم رؤساء حكومات دول المجموعة في جوان 1988 لجنة برئاسة "جاك ديلاور Jacques Delors" * تضم محافظي البنوك المركزية للدول الأعضاء مهمتها الوصول إلى الاتحاد الاقتصادي والنقدي، واقترحت اللجنة للوصول إلى هذه الغاية مايلي:

أ- التحويل الشامل للعملة؛

ب- تكامل البنوك والأوراق المالية الأخرى؛

ج- المساواة في أسعار صرف عملات الدول الأعضاء.

* ولد ديلاور في باريس عام 1925، وأصبح رئيساً لمفوضية الاتحاد الأوروبي في عام 1975، كما أطلق عدة مبادرات لإحياء الوحدة الأوروبية، وفي عام 1975 قام بتأليف (الكتاب الأبيض) الذي رسم فيه إستراتيجية لإنشاء سوق أوروبية مشتركة بنهاية عام 1992، وفي عام 1989 وضع خطة من ثلاث مراحل للوحدة النقدية، كما قام بوضع استعدادات هامة قادت إلى إبرام اتفاقية (ماستريخت) في عام 1991.

وأشار التقرير إلى ضرورة وجود نظام نقدي للبنوك المركزية الذي يصبح من مسؤولياته تشكيل وتنفيذ السياسة النقدية وسياسات سعر الصرف، وتكون مهام البنوك المركزية الوطنية السهر على تنفيذ هذه السياسات⁵².

4- اتفاقية الوحدة الأوروبية "ماستريخت":

عقدت الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي مؤتمر قمة في فيفري 1992 في المدينة الهولندية ماستريخت لوضع التعديلات النهائية لمعاهدة روما لتوقيع الاتفاقية الجديدة للوحدة الأوروبية، وقد ركزت هذه التعديلات على موضوعين هامين وهما البنك المركزي الأوروبي ووحدة النقد الأوروبية، وتم رسم ثلاث مراحل من أجل الوصول للوحدة المرجوة:

- المرحلة الأولى تبدأ في جويلية 1990، وتهدف إلى تحرير حركة رأس المال والتنسيق بين السياسات النقدية والاقتصادية واشتراك جميع عملات الاتحاد الأوروبي في نظم التحويل الخاصة بالنظام النقدي الأوروبي؛
- المرحلة الثانية تبدأ في جويلية 1994، وترتكز على إقامة نظام أوروبي للبنوك المركزية يضع قوانين معينة في التشريعات المحلية للدول الأعضاء، الأمر الذي يمهد للمرحلة التالية؛
- المرحلة الثالثة التي تبدأ في جانفي 1999، حيث يصبح لنظام البنوك المركزية الأوروبية سلطة كافية لعقد التعاملات التجارية ووضع السياسة النقدية للاتحاد الأوروبي، وفي هذه الفترة يتم تجميد معدلات تحويل العملة الخاصة بالدول الأعضاء تمهيدا لتحويلها لعملة موحدة⁵³.

⁵² بسام الحجار: مرجع سابق، ص ص 212-213.

⁵³ مجدي محمود شهاب: مرجع سابق، ص 76.

5- مرحلة الأورو:

منذ أول جانفي 1999 أصبح الأورو* العملة الرسمية لإحدى عشر دولة** عضو في الاتحاد الأوروبي، بمعدل صرف ثابت بالنسبة للعملة المحلية لكل دولة، وابتداء من هذا التاريخ تتقلب قيمة الأورو مقابل الدولار والعملات الأخرى.

والدول الأوروبية التي اعتمدت الأورو كعملة موحدة تعتبر مستوفية لمعايير التلاقي الاقتصادي المذكورة ضمن اتفاقية ماستريخت لاعتماد الأورو، والدخول بالتالي في المرحلة الثالثة للوحدة الاقتصادية والنقدية، وكانت هناك أربعة دول هي أعضاء في الاتحاد الأوروبي لكنها لم تنضم إلى الاتحاد النقدي الأوروبي وهي الدانمارك واليونان وانكلترا والسويد.

ويمكن تلخيص هذه المعايير فيما يلي:

- أ- عجز عام محصور بنسبة 3% من إجمالي الناتج المحلي؛
- ب- دين شامل يتأرجح حول نسبة 60% من إجمالي الناتج المحلي؛
- ج- معدل التضخم لا يفوق بأكثر من 1.5% متوسط معدلات الأداء الثلاثة الأفضل في الاتحاد؛
- د- معدلات فائدة على المدى الطويل لا تفوق بأكثر من 2% متوسط معدلات الأداء الثلاثة الأفضل في الدول الأوروبية؛
- هـ- مشاركة سنتين على الأقل في النظام النقدي الأوروبي.

وقد اعتمدت رزنامة التحول إلى الأورو في مدريد عام 1995، وبعد ميثاق الاستقرار في دبلن عام 1996 تم تحديد معدلات التحول الثنائية كما هو مبين في الجدول رقم 02 استنادا إلى السعر المركزي للاتحاد النقدي الأوروبي⁵⁴.

* الأورو EURO هو اسم العملة الأوروبية المشتركة لبلدان الاتحاد الأوروبي، وقد اعتمد حرف E يخترقه خطان متوازيان كشعار للأورو €، ويرمز هذان الخطان إلى الاستقرار، وقد استوحى هذا الرمز من الحرف الخامس من الأبجدية اللاتينية (إبسيلون EPSILON) والذي يرمز إلى الجزئيات اللامتناهية باعتباره المربع المهبط للحضارة الأوروبية وللحرف الأول من كلمة (EUROPE)، وقد وقع الاختيار على هذه التسمية في قمة قادة الاتحاد الأوروبي في مدريد أواخر عام 1995، بعد أن كان قد وضع حجر الأساس لهذه العملة في شهر جوان 1988 إثر تكليف لجنة من الخبراء بزعامة (جاك دي لور) بإعداد خطة عمل من أجل إقامة اتحاد اقتصادي ونقدي بين بلدان المجموعة.

** ألمانيا وفرنسا وإيطاليا وإسبانيا والبرتغال وهولندا وبلجيكا ولكسمبورغ وفنلندا وإيرلندا والنمسا.

⁵⁴ بسام الحجار: مرجع سابق، ص ص 214-215.

الجدول رقم 02: قيمة عملات الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوروبي مقابل الأورو

الأورو	العملة	الأورو	العملة
40.3399	فرنك لوكسمبورغ	40.3399	فرنك بلجيكي
2.20371	فلوران هولندي	1.95583	مارك ألماني
13.7603	شلن نمساوي	166.386	بيزيتا اسباني
200.482	اسكودو برتغالي	6.55957	فرنك فرنسي
5.94573	مارك فنلندي	0.787564	ليرة إيرلندية
-	-	1936.27	لير إيطالي

المصدر: بسام الحجار: مرجع سابق، ص 215.

المبحث الخامس: الدولار، الأورو والأزمة المالية العالمية:

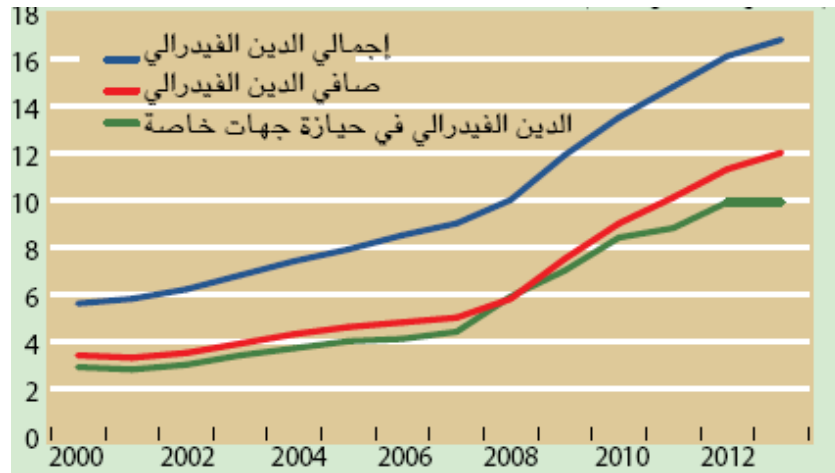
المطلب الأول: الدولار الأمريكي يهيمن بالديون:

يعتبر الدولار عملة الاحتياطي العالمية الأولى في معظم فترات القرن الماضي، وقد عزز مكانته تصور المستثمرين الدوليين، بمن فيهم البنوك المركزية الأجنبية، بأن الأسواق المالية للولايات المتحدة الأمريكية ملاذ آمن، ذلك أدى إلى زيادة التدفقات نحوها. كما أن هيمنة الدولار سمحت للولايات المتحدة الأمريكية بأن تعيش بما يفوق دخلها، وتسجل عجزا كبيرا في الحساب الجاري يموله الاقتراض من بقية العالم بأسعار فائدة منخفضة.

فالولايات المتحدة الأمريكية تعتبر مستوردا لرأس المال من بلدان منخفضة الدخل كالصين، حيث أصبح ينظر إليها كمثال رئيسي على اختلالات الحساب الجاري العالمي، فهذه التدفقات المالية المتزايدة أدت إلى دعوات لإعادة هيكلة النظام المالي العالمي وإعادة النظر في أدوار عملات الاحتياطي المختلفة وأهميتها النسبية.

وهناك مؤشرات تدل على أن مكانة الدولار ينبغي أن تكون في خطر، فالولايات المتحدة الأمريكية تواجه مستوى مرتفع ومتصاعد من الدين العام (الحكومي الفيدرالي) الذي وصل إلى 16.8 تريليون دولار أمريكي خلال عام 2013 (الشكل رقم 03)، وأدى استخدام السياسات النقدية غير التقليدية من جانب الاحتياطي الفيدرالي إلى زيادة المعروض من الدولار وخلق مخاطر في النظام المالي.

الشكل رقم 03: إجمالي الدين العام للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2000-2013

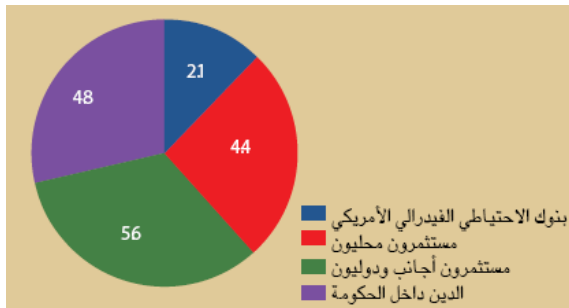


المصدر: إسوار براساد: يهيمن بالديون، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2014، ص 35.

وكان يفترض أن تؤدي كل هذه العوامل إلى التعجيل بتناقص أهمية الدولار، ولكن هيمنتها كعملة احتياطي عالمية لم تكف لتأثر حتى بالأزمة المالية العالمية، فحصته لم تتغير إلا بصورة طفيفة وبقيت عند المستوى 62% تقريبا منذ بداية الأزمة إلى عام 2013 (الشكل رقم 04). كما زاد المستثمرون الأجانب من حيازاتهم من الأصول المالية الأمريكية، فيحتفظون خلال عام 2013 بنحو 5.6 تريليون دولار أمريكي في صورة سندات حكومية أمريكية (الشكل رقم 05) مقابل واحد تريليون دولار أمريكي في عام 2000، فقد قاموا أثناء الأزمة وبعدها بشراء سندات من الخزانة الأمريكية بقيمة 3.5 تريليون دولار أمريكي، وحتى مع استمرار ارتفاع الدين الفيدرالي الأمريكي، فقد ظلوا يزيدون حصتهم من ذلك الدين.

الشكل رقم 05: قيمة امتلاك الأجانب للسندات

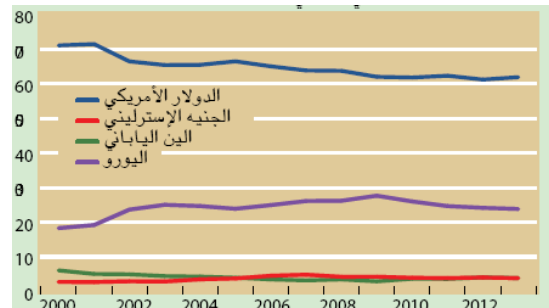
الحكومية للولايات المتحدة الأمريكية خلال عام 2013



المصدر: إسوار براساد: مرجع سابق، ص 36.

الشكل رقم 04: حيازات الاحتياطي العالمي

من العملات الصعبة خلال الفترة 2000-2013

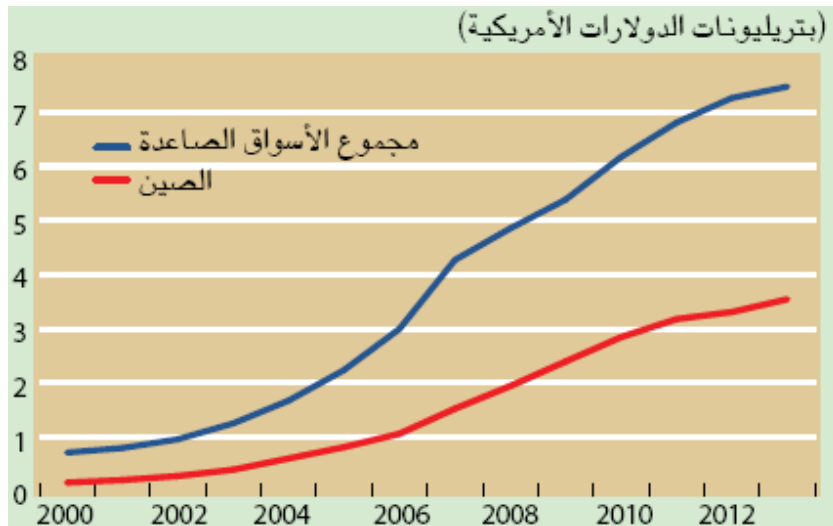


المصدر: إسوار براساد: مرجع سابق، ص 35.

وأدت الأزمة المالية العالمية إلى التساؤل بشأن مقدار الاحتياطات التي يتعين أن يحتفظ بها اقتصاد لحماية نفسه من الآثار الانتشارية للأزمات المالية. وحتى البلدان التي لديها احتياطات كبيرة وجدت أنها تقلصت بسرعة على مدى فترة زمنية قصيرة أثناء الأزمة مع سعيها لحماية عملاتها من الانهيار.

وسمح الانفتاح المالي إلى زيادة طلب الهيئات الرسمية على أصول مالية آمنة "استثمارات تحمي على الأقل الأصل وتتسم بسيولة نسبية (أي يسهل تداولها)"، ويوجد لدى اقتصاديات الأسواق الصاعدة حافز أقوى لمراكمة مقادير ضخمة من احتياطات النقد الأجنبي لوقاية نفسها من عواقب تقلب التدفقات الرأسمالية، وقامت منذ عام 2000 بزيادة مخزونات الاحتياطي لديها بنحو 6.5 تريليون دولار أمريكي، ويعزى نصف هذه الزيادة إلى الصين (الشكل رقم 06).

الشكل رقم 06: احتياطات النقد الأجنبي المقومة بالدولار لمجموع الأسواق الصاعدة والصين خلال الفترة 2000-2013



المصدر: إسوار براساد: مرجع سابق، ص 36.

فلقد أصبح المستثمرون الأجانب من الهيئات الرسمية والخاصة، يعتمدون على الأصول المالية المقومة بالدولار، حيث لا توجد بدائل تعرض أكثر ما تعرضه الأسواق المالية الأمريكية. وتعتبر سندات الخزنة الأمريكية، التي تمثل اقتراض الحكومة الأمريكية، الأصول المالية الأكثر أمانا في الأسواق العالمية. ومع قيامهم بمراكمة استثمارات ضخمة من هذه السندات وغيرها من الأصول الدولارية، يكون لديها حافز قوي للحيلولة دون انهيار قيمة الدولار، ولا توجد عملات أو استثمارات بديلة توفر درجة مماثلة من الأمان والسيولة بالكميات التي يطلبها المستثمرون.

وظلت بعض الاقتصاديات المتقدمة كاليابان وسويسرا، تتدخل بصورة مكثفة في أسواق النقد الأجنبي "بشراء عملات أجنبية للحد من ارتفاع قيم عملات بلدها"، وبالتالي حماية قدرة صادراتها على المنافسة، بهدف تراكم الاحتياطيات، التي ينبغي وضعها في أصول آمنة وسائلة، تكون بوجه عام سندات حكومية. وقد أدى ذلك إلى زيادة الطلب على الأصول الآمنة.

ويزيد من هذا الطلب الإصلاحات التنظيمية التي تلزم المؤسسات المالية بالاحتفاظ بأصول آمنة وسائلة، كمصداق واقية من أي صدمات مالية، ففي أوقات الاضطراب المالي العالمي، يسعى المستثمرون من القطاع الخاص على مستوى العالم إلى الحصول على تلك الأصول.

وتقوم العديد من البلدان بشراء المزيد من الدين العام الأمريكي وتعتبره آمناً، ومع ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية يكون من المغربي للولايات المتحدة الأمريكية أن تخفض التزامات الدين عليها بطبع مزيد من الدولارات، وهو ما من شأنه أن يخفض القيمة الحقيقية لذلك الدين (أي بعد التضخم) وعدم الوفاء ضمناً بجزء من التزاماتها تجاه هؤلاء المستثمرين الأجانب.

وهناك ما يجعل المستثمرين الأجانب يعتبرون بأن الولايات المتحدة الأمريكية لن تضخم من قيمة حيازاتها من دين الخزانة، لأن حائزوه يشمل المتقاعدين، صناديق المعاشات التقاعدية، المؤسسات المالية وشركات التأمين. وتشكل هذه الفئات كتلة انتخابية سياسية قوية ستفرض تكلفة سياسية هائلة على الحكومة إذا ارتفع معدل التضخم بصورة حادة، وهذا يعطي بعض الطمأنينة للمستثمرين الأجانب بأن قيمة استثماراتهم الأمريكية ستكون في أمان.

ومع ذلك، بلدان الأسواق الصاعدة لا تجد غير الأصول الدولارية لتضع فيها معظم احتياطياتها، رغم انخفاض أسعار الفائدة على سندات الخزانة الأمريكية، على نحو يتواءم بالكاد مع التضخم، ويتوقع أن تواصل تسجيل معدلات نمو في الإنتاجية أعلى من الولايات المتحدة الأمريكية، لذلك يرجح استمرار انخفاض قيمة الدولار على المدى البعيد. ويتوقع المستثمرون الأجانب الحصول على عائد أقل بعملائهم المحلية عند قيامهم في نهاية المطاف ببيع استثماراتهم الدولارية، ولذلك يبدو أنهم على استعداد لدفع سعر أعلى للاحتفاظ بهذه الأصول التي تعتبر في ظروف أخرى آمنة وسائلة.

وهناك منافع تعود للبلد الذي تستخدم عملته كعملة احتياطي، ف تتوفر لديه إمكانية الحصول على تمويل منخفض التكلفة بالعملة المحلية للبلد وتتحقق له منافع العائد من رسم سك العملة "الفرق بين القوة الشرائية للنقود وتكلفة إنتاجها" التي يمكن استخلاصها من كل من الحائزين المحليين والأجانب للعملة.

وفيما يتعلق بالاقتصاديات المتقدمة الأخرى، فإنها تملك أسواقاً مالية صغيرة، كما في حالة أوروبا واليابان، تتسم آفاق نموها في الأجل الطويل بالضعف ولديها مستويات مرتفعة من الدين العام، وذلك لا يرجح أن تكون عملاتهما منافسة له.

ويمثل اليوان الصيني أحد المنافسين المفترضين للدولار، ف اقتصاد الصين ثاني أكبر اقتصاد في العالم، وتتخذ حكومته خطوات كثيرة لتشجيع استخدام اليوان في المعاملات المالية والتجارية الدولية، وتحرز في ذلك تقدماً بالنظر إلى حجم الاقتصاد وتجارته الدولية. ومع زوال القيود على حركة رأس المال عبر الحدود وإمكانية تحويل العملة بحرية، فيمكن أن يصبح اليوان عملة احتياطي تتوفر له مقومات النجاح، بالرغم من محدودية تطور الأسواق المالية وهيكل المؤسسات السياسية والقانونية التي تقف كعائق لذلك. وفي أحسن تقدير، سينتقص اليوان من الوضع المتفوق للدولار ولكنه لن يمثل تحدياً كبيراً له. وليس هناك اقتصاديات أسواق صاعدة في وضع يسمح بصعود عملاتها إلى وضع الاحتياطي⁵⁵.

فالصين ترفض مطلب الولايات المتحدة الأمريكية بتحرير سعر صرفها، وذلك للحفاظ على تنافسيتها في التصدير، والتي لا تطالب فقط برفع عملة الصين بل أيضاً بتحرير العملة من قيود السلطات وتركها تتفاعل في الأسواق، والتي قسم كبير من عجز ميزانها التجاري سببه رخص السلع الصينية المستوردة نتيجة ضعف اليوان مقابل الدولار. وفي نفس الوقت ترى الصين بأن الولايات المتحدة الأمريكية تعمل بشكل متعمد على تخفيض قيمة الدولار لتحقيق التنافسية في التصدير، وباعتماد سياسة الفائدة المتدنية والإقدام على طبع المزيد من الدولارات بهدف بقاءه متديناً لتجني المزيد من الصادرات. كما أن البنك المركزي الصيني يشتري عملات صعبة على رأسها الدولار ويبيع عملة بلاده في السوق، وهذا المبدأ يساعد على زيادة الاحتياطي وفي الوقت نفسه تدنية قيمة اليوان.

⁵⁵ إسوار براساد: مرجع سابق، ص 34-37.

وقد استطاعت الصين منذ العام 2005 حتى 2013 أن ترفع حجم احتياطي الدولار لديها من نحو 500 مليار دولار إلى أكثر من 3500 مليار دولار، وهذا ما ساعدها على إبقاء سعر عملتها متديناً، فهي تعتبر أكبر مالك في العالم للاحتياطي من الدولار، وأكبر حامل لديون الولايات المتحدة الأمريكية من خلال شراء سندات الخزانة، فهدفها هو الحفاظ على عملة وطنية متدنية ودفع الدولار إلى مستويات مرتفعة، لمواصلة نموها الاقتصادي. ونتيجة للضغط الأميركي، الصين تهدد باستمرار ببيع جزء من سندات الخزانة الأميركية واحتياطي الدولار، والذي سيؤثر مباشرة على الدولار وسيتمه نحو الأدنى، وبالتالي ستتراجع الثقة بسندات الولايات المتحدة الأمريكية وقد يقبل الكثير من المستثمرين على بيعها، وهنا ستحدث الأزمة⁵⁶.

ولا تعني هيمنة الدولار كمستودع للقيمة بالضرورة هيمنتته في جوانب أخرى، بل يرجح بمرور الوقت أن يتراجع دوره كوسيط للتبادل وكوحدة حسابات. وتراجع الحاجة إلى الدولار نتيجة تطور الأسواق المالية والتطورات التكنولوجية التي تجعل من الأيسر إجراء المعاملات المالية عبر الحدود باستخدام عملات أخرى. وقد وقعت الصين اتفاقات ثنائية مع عدد من شركائها التجاريين الرئيسيين لتسوية المعاملات التجارية بعملائهم. فلا يوجد سبب وجيه يحتم استمرار تقويم وتسوية عقود بعض السلع الأولية مثل النفط بالدولار فقط.

ولا يرجع ظهور الولايات المتحدة الأمريكية بهذا الوضع الخاص في التمويل العالمي إلى حجم اقتصادها فحسب، وإنما أيضاً إلى مؤسساتها "الحكومة الديمقراطية، المؤسسات العامة، الأسواق المالية والإطار القانوني" التي لا تزال على عيوبها تضع المعيار للعالم. فمثلاً، على الرغم من استخدام سياسات نقدية غير تقليدية من جانب الاحتياطي الفيدرالي، لا يزال المستثمرون في جميع بلدان العالم يثقون في أن الاحتياطي الفيدرالي لن يسمح بخروج التضخم عن السيطرة وخفض قيمة الدولار. ومن كل هذا يمكن القول أن الدولار سيظل عملة الاحتياطي المهيمنة لفترة طويلة، لسبب رئيسي هو الافتقار إلى بدائل أفضل⁵⁷.

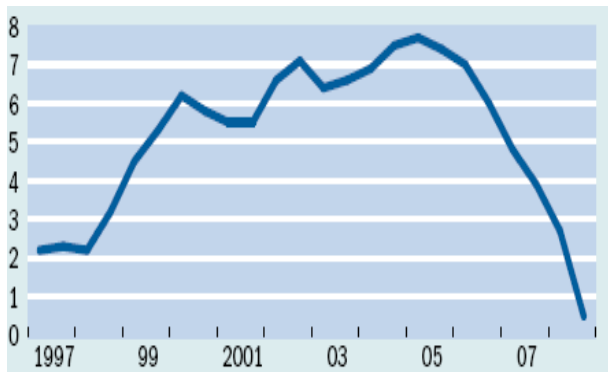
⁵⁶ مازن حمود: في مواجهة اقتصادية متصاعدة، مجلة إتحاد المصارف العربية، العدد 398، جانفي 2014، ص ص 40-44.

⁵⁷ إسوار براساد: مرجع سابق، ص 37.

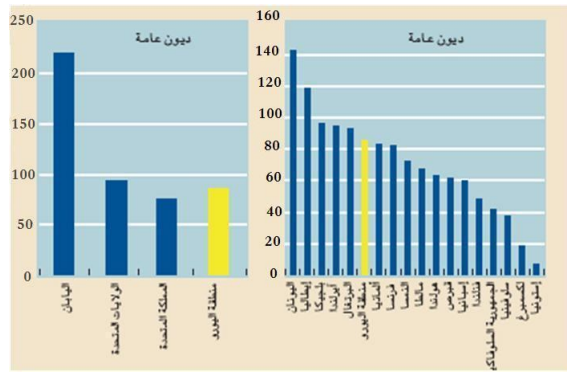
المطلب الثاني: الأزمة المالية العالمية تتحول إلى أزمة ديون أوروبية:

أدت الأزمة المالية العالمية إلى اندلاع أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو (الشكل رقم 07)، والتي كشفت عن بعض الاختلالات وضعف في البنيان الأوروبي. فبعد استحداث الأورو في عام 1999، شهد العديد من البلدان كاليونان، أيرلندا، إيطاليا، البرتغال وإسبانيا انخفاضاً في تكاليف الاقتراض، لكل من القطاعين الخاص والعام "الممول في الغالب برأس مال من بنوك البلدان الرئيسية في منطقة الأورو"، نتج عنه معدلات نمو مرتفعة، جذبت رأس المال للاستثمار، ولكنه أدى إلى زيادة مديونية الأسر والشركات، وتركزت الاستثمارات في قطاعات معينة كالعقارات مما ارتفعت أسعارها (الشكل رقم 08)، بينما أضعفت الأجور المرتفعة القدرة التنافسية الخارجية، وتدهورت أرصدة الحسابات الجارية وتراكمت على البلدان ديون خارجية كبيرة، وتوسعت الحكومات في الإنفاق اعتقاداً منها أن زيادة الدخل دائمة.

الشكل رقم 08: إجمالي أسعار القارات السكنية في منطقة الأورو خلال الفترة 1997-2008. (أسعار العقارات السكنية في منطقة اليورو، النسبة المئوية للتغير السنوي)



الشكل رقم 07: دين أوروبا العام مقارنة مع الاقتصاديات المتقدمة الأخرى خلال عام 2010. (% من إجمالي الناتج المحلي)



المصدر: باري ايشنجرين: اختبار إجهاد لليورو، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2009، ص 19.

المصدر: سيلين آرد: المزيد من أوروبا، وليس أقل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 48، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2011، ص 53.

وعندما حدث توقف مفاجئ في تدفقات رأس المال، ترك عدد من بلدان الأورو في أزمة، وأصبحت بنوكها محملة بديون مترتبة على فرط الاستثمار⁵⁸، وعلى النقيض من ذلك، كانت تدفقات أسهم رأس المال صغيرة، مثل تلك الناتجة عن عمليات الاندماج والاستحواذ عبر الحدود، والتي يتم فيها تقاسم المخاطر، ومن تم

⁵⁸ رضا مقدم: الطريق إلى التكامل في أوروبا، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2014، ص 11.

مراقبتها بشكل أفضل من جانب المستثمرين⁵⁹، كما تركت البنوك في حالة انكشاف كبير لمخاطر الديون السيادية، مما ضعف الاستقرار والنمو، وفشلت هذه البلدان في إرساء الانضباط المالي الكافي. وفي بداية أزمة الأورو، كان النظام المالي الأوروبي مفتقرا إلى آليات لوقف التداول وإلى الرقابة المشتركة، ومن ثم كان شديد التعرض للعدوى، مما هدد استمرارية اتحاد العملة⁶⁰.

إن المشكلات التي واجهت منطقة الأورو تنبع من تدفق رؤوس الأموال من البلدان الرئيسية إلى البلدان الطرفية عن طريق الإقراض بين البنوك، وعندما توقف تدفقها أو تم سحبها، حدثت أزمات بنكية فرضت ضغوطا على موارد الحكومات في البلدان الطرفية، وأدى ذلك إلى مزيد من التدهور في الميزانيات العمومية للبنوك وفي إنشاء الائتمان، مما تسبب في تفاقم الظروف الاقتصادية وتصاعد العجز الحكومي⁶¹.

وبينما كانت بلدان منطقة الأورو الرئيسية تعيد تجهيز أدوات نموذجها للإنتاج من خلال دمج أوروبا الشرقية في سلاسل عرضها بغرض التنافس مع الصناعة التحويلية الأقل تكلفة في آسيا، البلدان الهامشية بدت غافلة عن ارتفاع التكاليف، حيث أدت فورة النشاط الاقتصادي إلى زيادة كبيرة في الأجور، وتجاهل صناع السياسة والمستثمرين الأجانب من القطاع الخاص أن المركز الخارجي للبلدان الهامشية كان يمول في الأغلب إنفاقا غير منتج (كاستثمار في العقارات) (الشكل رقم 09)، حتى تبين صعوبة سداد الدين المتراكم⁶².

فعندما حلت الأزمة، تضررت البلدان الهامشية من ناحيتين. فقد كان عليها أن تبدأ في تخفيض الاختلالات المتراكمة، حيث تباطأت التدفقات الرأسمالية الخاصة والنمو الائتماني، مما أضر بالنمو. وفي الوقت نفسه، بدأت الأسواق في التمييز بين بلدان الفائض وبلدان العجز، مما ارتفعت تكاليف اقتراض القطاعين الخاص والعام في بلدان العجز⁶³. أدى ذلك إلى منع الكيانات السيادية والبنوك من الحصول على التمويل الخاص في اليونان، إيرلندا والبرتغال. كما طالت الأزمة إيطاليا وإسبانيا اللتين شهدت تكاليف دينهما السيادي ارتفاعا في صيف 2011 (الشكل رقم 10). وتعرضت البنوك في بلدان منطقة الأورو الرئيسية التي كانت قد

⁵⁹ سيلين آلارد: مرجع سابق، ص 53.

⁶⁰ رضا مقدم: مرجع سابق، ص 11.

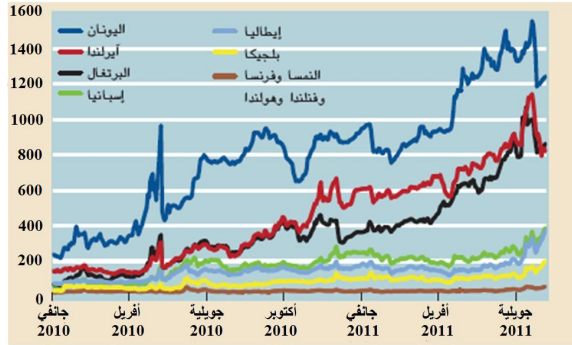
⁶¹ كيفين يورتهوهي أورورك: إلى أين يتجه اليورو؟، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2014، ص 15.

⁶² سيلين آلارد: مرجع سابق، ص 53.

⁶³ برغليوت باركبو وجسمين رحمن: إعادة تشكيل نمط النمو، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2012،

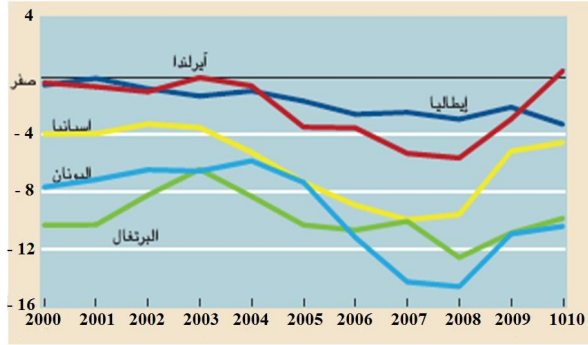
مولت الازدهار في الهامش للفحص الدقيق، وأدى عدم اليقين المتنامي بشأن تعرض البنوك للمخاطر وجودة الأصول إلى تأخير استعادة الثقة التي كانت ضرورية للتعافي في منطقة الأورو ككل⁶⁴.

الشكل رقم 10: تكلفة الديون السيادية في دول الأورو خلال الفترة 2010-2011 (فروق العائد على السندات لعشر سنوات بالمقارنة بألمانيا، نقاط الأساس)



المصدر: سيلين آراد: مرجع سابق، ص 54.

الشكل رقم 09: أرصدة الحساب الجاري في البلدان الهامشية خلال الفترة 2000-2010 (رصيد الحساب الجاري، % من إجمالي الناتج المحلي)



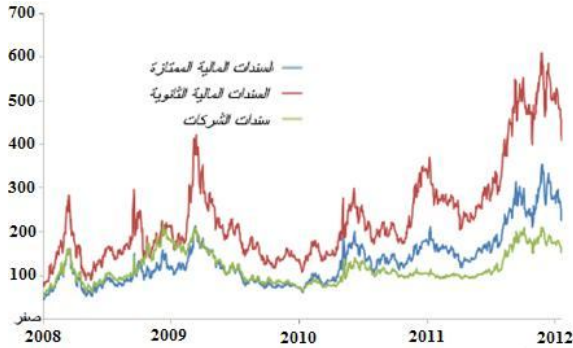
المصدر: سيلين آراد: مرجع سابق، ص 53.

فقد أغلقت بعض قنوات التمويل، واتسعت فروق أسعار الفائدة على القروض بين البنوك. وحدث تراجع حاد في حجم التمويل محدد الأجل الذي تستطيع البنوك الحصول عليه، وحتى أسواق التمويل قصير الأجل خضعت للضغوط بسبب تقصير آجال الإقراض من الشهور وأسابيع إلى أيام. وقامت صناديق استثمار سوق المال الأمريكية بتخفيض حاد للائتمان المقدم إلى بنوك منطقة اليورو (الشكل رقم 11)، مما أدى بكثير من هذه البنوك إلى بيع الأصول الدولارية. وانتقلت ضغوط التمويل إلى الاقتصاد الأوسع مع تشديد شروط الحصول على الائتمان البنكي بالنسبة للأسر والمؤسسات نتيجة لتراجع قدرة البنوك على تمويل الأصول، مما أدى إلى تصاعد المخاطر الائتمانية (الشكل رقم 12)⁶⁵.

⁶⁴ سيلين آراد: مرجع سابق، ص 53-54.

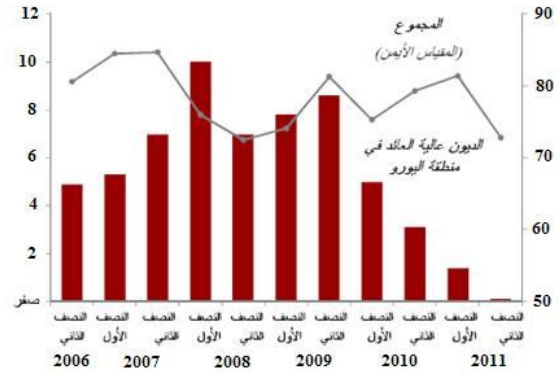
⁶⁵ صندوق النقد الدولي: تقرير الاستقرار المالي العالمي، مستجدات الأسواق المالية، مستجدات الأسواق في جانفي 2012: في عمق منطقة الخطر، 24 جانفي 2012، ص 2-3.

الشكل رقم 12: فروق العائد على مبادلات
مخاطر الائتمان الأوروبية خلال الفترة 2008-
2012 (بنقاط الأساس)



المصدر: صندوق النقد الدولي: تقرير الاستقرار المالي
العالمي، 24 جانفي 2012، مرجع سابق، ص 3.

الشكل رقم 11: انكشافات صناديق أسواق المال
الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية اتجاه البنوك
خلال الفترة 2007-2011 (% من مجموع الأصول)



المصدر: صندوق النقد الدولي: تقرير الاستقرار المالي
العالمي، 24 جانفي 2012، مرجع سابق، ص 3.

كما اتفق في 29 جانفي 2012 قادة بلدان منطقة الأورو على إنشاء الاتحاد البنكي الأوروبي، لتحويل السياسة البنكية من المستوى الوطني إلى الأوروبي، وذلك بأن تنقل إلى البنك المركزي الأوروبي السلطة الرقابية على معظم النظام البنكي في منطقة الأورو وأن يجري تقييما شاملا للبنوك، وهي عملية تسمى استعراض جودة الأصول، وتتضمن إضافةً إلى تقييم الميزانيات العمومية، تقييما رقابيا للمخاطر واختبارات للقدرة على تحمل الضغوط، كما أنها تمثل القيام بإجراءات فرز البنوك وإعادة رسميتها وهيكلتها، ويتولى التنسيق الهيئة البنكية الأوروبية.

فقد سلطت أزمة منطقة الأورو الضوء على الحلقة السلبية التي يتعاقب فيها ضعف الميزانيات العمومية الحكومية الذي أضر بسلامة البنوك كما حدث في اليونان، وضعف البنوك الذي أضر بالائتمان الحكومي كما حدث في أيرلندا. وفي منتصف عام 2011، أصبح هذا الارتباط خطرا يهدد منطقة الأورو ونظامها المالي.

إن مشكلة النظام البنكي الأوروبي كان جوهرها عدم الاتساق في الحوافز المقدمة من أجهزة الرقابة البنكية الأوروبية. فإثناء الاتحاد الأوروبي في التسعينات من القرن الماضي، حدد أهدافا لإزالة الحواجز القائمة بين البلدان فيما يتعلق بأنشطة التمويل الأوروبية. وردا على ذلك، بادرت معظم السلطات الوطنية بحماية وتشجيع بنوكها الوطنية لكي تكتسب ميزة تنافسية في بيئة تتزايد فيها المنافسة، حتى وإن اقترن ذلك بزيادة المخاطرة.

كذلك عدم التوافق بين نطاق الرقابة الوطني والبعد الأوروبي في النظام المالي، فمعظم البلدان كانت شديدة التردد في تحديد البنوك الضعيفة خشية أن تبدو قطاعاتها البنكية أضعف من مثيلاتها في البلدان المجاورة، لاسيما في منطقة اليورو.

وبعد ذلك أصبحت مشكلة الصيرفة من العوامل المتسببة في تداعي أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو. وكان انكشاف البنوك في منطقة الأورو، وخاصة في فرنسا وألمانيا للمخاطر اليونانية سببا رئيسيا وراء عدم التعجيل بإعادة هيكلة الدين الحكومي اليوناني في أوائل عام 2010. وفي العام نفسه أدت عوامل مماثلة إلى منع أيرلندا من فرض خسائر على كبار الدائنين للبنوك الفاشلة، مما تسبب في زيادة تدهور مالتها العامة. وبحلول منتصف عام 2011، كانت العدوى التي غزت سوق السندات الحكومية قد وصلت إلى أكبر أربعة اقتصاديات في منطقة الأورو، وهما إيطاليا وإسبانيا.

كما حدث تحول فيما كان يعتقد سابقا من أن البنوك لا ينبغي السماح بإخفاقها، وهو التعهد الذي أعلنه القادة الأوروبيون في أكتوبر 2008 وحتى أوائل عام 2012. وكانت الإجراءات الحكومية توفر الحماية من أي خسائر حتى لصغار دائني البنوك الفاشلة في كل دول الاتحاد الأوروبي تقريبا، ولكن اتضح أن ذلك يهدد الميزانيات العمومية للحكومات. وفي أوائل جوان 2012، اقترحت المفوضية الأوروبية سن تشريع للاتحاد الأوروبي يقوم على مبدأ تحمل الدائنين للخسائر قبل النظر في أي عمليات إنقاذ، وبدأت تفرض خسائر على صغار الدائنين كشرط ضروري لتقديم مساعدات من الدولة إلى البنوك، وهو ما حدث في إسبانيا في عام 2012 ثم أصبح قاعدة واجبة التطبيق في أوت 2013⁶⁶.

⁶⁶ نيكولا فيرون: تحولات جذرية، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2014، ص ص 17-18.

خلاصة:

من خلال متابعة تاريخ تطور النظام النقدي الدولي في فترات مختلفة، يلاحظ أنه ابتداءً بنظام الذهب منذ 1870، الذي بموجبه قامت كل دولة بتحديد قيمة عملتها بمقدار من الذهب، واستمر العمل به حتى عام 1914 حيث اندلاع الحرب العالمية الأولى، وأحلت الحكومات محله نظام السبائك الذهبية رغبة منها في العودة إلى حالة ما قبل الحرب بعد أن خيم على الاقتصاديات الصناعية مشكلة التضخم، فتغيرت الظروف وتناقصت الكمية الكافية من السيولة الدولية في مقابل تكديس مستمر له في الولايات المتحدة الأمريكية، هذه الأخيرة شرّعت في عام 1934 قانون احتياطي الذهب، والذي أطلق عليه بنظام الصرف بالذهب، الذي ثبت بموجبه سعر تعادل الدولار على أساس 35 دولار للأوقية من الذهب الخالص، ففي ظل هذا النظام ترتبط عملة بلد ما بالذهب عن طريق ربط عملته بعملة بلد آخر يسير على نظام الذهب. ومع نشوب الحرب العالمية الثانية توقف العمل نهائيًا بقاعدة الذهب وفرضت القيود على التجارة الدولية، وشهد الاقتصاد العالمي اضطرابات عنيفة في النظام النقدي ومعدلات منخفضة لحركة التجارة الدولية العالمية، مما دعي ممثلي الدول الرأسمالية للالتقاء في بروتون وودز عام 1944 قبل فترة قصيرة من انتهاء الحرب بهدف إرساء قواعد نظام اقتصادي دولي جديد أكثر عدالة واستقراراً من شأنه أن يعزز التجارة الدولية ويؤدي إلى علاقات نقدية صحيحة، وأطلق عليه نظام سعر الصرف الثابت القابل للتعديل، حيث تحدد قيمة كل عملة إما بمقدار من الذهب أو بعدد من الدولارات الذهبية، ومنذ ذلك الوقت تعززت قاعدة الصرف بالدولار عالمياً وأصبحت العملة الوحيدة المعادلة للذهب والتي تقاس وتسوى بها كافة المعاملات النقدية في السوق الرأسمالي العالمي. فخلال الفترة من 1946 إلى 1949 سجلت الموازين الخارجية للولايات المتحدة الأمريكية فائضاً منتظماً، وبنهاية الأربعينات كانت الدول الأوروبية في طريقها للانتعاش الاقتصادي، وبدأت فوائض الولايات المتحدة الأمريكية في التناقص المستمر لتتحول عام 1950 إلى عجز، وكان ذلك بمثابة مؤشر لبداية العجز الدائم في ميزان المدفوعات الأمريكي نتيجة زيادة المطلوبات الدولارية الأمريكية في الخارج مقابل تدهور متواصل في المخزون الذهبي الأمريكي، مما خلق أزمة ثقة قابلية تحويل الدولار إلى ذهب خاصة في أوائل السبعينات، مما دفع بالرئيس الأمريكي نيكسون عام 1971 إعلان وقف تحويل الدولار إلى ذهب، فعومت الأقطار الصناعية عملاً، فأنهار بذلك نظام بروتون وودز القائم على أساس سعر الصرف الثابت القابل للتعديل وأنهار به نظام النقد الدولي وتوالت الأزمات المالية بعدئذ.

وفي مارس 1979 قام الاتحاد الأوروبي بوضع النظام النقدي الأوروبي كخطوة لتحقيق التكامل النقدي بين كافة الدول الأوروبية أعضاء الاتحاد، وتم خلق وحدة نقدية أوروبية جديدة "ايكو"، وتم إنشاء صندوق التعاون النقدي الأوروبي لمساعدة الدول الأعضاء في حالة اختلال موازين مدفوعاتها في المدى القصير والمتوسط، ووفقا لمعاهدة ماستريخت في ديسمبر 1991 وافقت الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي على انجاز الوحدة النقدية الأوروبية "الأورو" وبنك مركزي أوروبي. ولا شك أن انطلاقة الأورو في 01 جانفي 1999 والاهتمام الذي لاقاه في الأوساط المالية والاقتصادية، ورغم الأزمات التي يتعرض إليها سيخلق وضعاً جديداً في التوازنات النقدية العالمية وينهي هيمنة الدولار، وهذا النظام النقدي العالمي الجديد سيكون له أثره على النظام الاقتصادي العالمي.

الفصل الثاني

الإطار النظري للأزمات المالية

تمهيد:

إن الأزمات هي من ميزات النظام الاقتصادي الرأسمالي، كما ترتب عن كثرتها اختلاف تفسيراتها وهو ما يقودنا إلى الإحاطة بأهم أسباب ظهورها وقنوات انتشارها. وعليه سوف نستعرض أنواع الأزمات المالية والمتمثلة في أزمة سعر الصرف، الأزمة البنكية وكيف لهذه الأخيرة أن تتفاعل مع الأولى لإحداث أزمة مزدوجة، أما ثالث أزمة فتتمثل في أزمة المديونية، وأخيرا الأزمة البورصية، وسنحاول التعرف على أهم المخاطر التي تقودنا إلى هذه الأزمات، ثم التطرق إلى تعريفها، مؤشراتهما وأسبابهما.

وقد شكل تكرار الأزمات المالية ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، فأثارها السلبية حادة وخطيرة، تهدد الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول، إضافة إلى انتشار عدواها لتشمل دولا أخرى نامية ومتقدمة نتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده، الأمر الذي يؤدي إلى اضطرابات تحدث حالة من عدم التأكد في المستقبل، ليصبح الذعر والهيار الثقة في الأسواق المالية العامل المشترك بين المستثمرين، وإن اختلفت حدته من منطقة إلى أخرى في العالم.

وعرف العالم انهيار البورصة الأمريكية في عام 1929 و1987 وانتشار عدواها لتصبح أزمة عالمية، كما شهد عقد التسعينات من القرن الماضي الكثير من الأزمات التي امتازت بها الأسواق الناشئة في كل من دول جنوب شرق آسيا، المكسيك، البرازيل، الأرجنتين، روسيا وتركيا، والتي ظهرت نتيجة الأثر الكبير الذي أحدثته العولمة المالية من خلال ترابط أسواق المال. مما أدى إلى ظهور نماذج تهدف إلى إعطاء تفسير كامل وموحد لها.

وعلى هذا الأساس سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى خمسة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: ماهية الأزمة المالية؛

المبحث الثاني: الأزمات في الفكر الاقتصادي؛

المبحث الثالث: أنواع الأزمات المالية؛

المبحث الرابع: عرض أهم الأزمات المالية؛

المبحث الخامس: النماذج المفسرة للأزمات المالية.

المبحث الأول: ماهية الأزمة المالية:

في هذا المبحث، نحاول الوصول إلى تصور شامل للأزمة المالية، بتحديد مفهومها وتبيان أسباب وقنوات انتشارها.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية:

إن الآثار المترتبة عن الأزمات المالية تدفعنا إلى البحث عن مفهومها.

1- أصل كلمة أزمة:

كلمة الأزمة تضرب جذورها في علم الطب الإغريقي القديم حيث كان مرادفها يستخدم للدلالة على وجود نقطة تحول هامة أو لحظات مصيرية في تطور المرض والتي تظهر مؤشرات في الأعراض المتمثلة في اضطراب ضربات القلب وضغط الدم والتنفس.

والأزمة بمعناها العام والمجرد هي تلك النقطة الحرجة للحظة الحاسمة التي يتحدد عندها مصير تطور ما إما إلى الأفضل أو إلى الأسوأ حيث الحياة أو الموت، الحرب أو السلم، أي إيجاد الحل لمشكلة ما أو تركها تنفجر.

وفي القرن السادس عشر: شاع استخدام المصطلح في المعاجم الطبية.

وفي القرن السابع عشر: استخدم للدلالة على ارتفاع درجة التوتر في العلاقات بين الدولة والكنيسة (مرحلة التحول من المصطلح الطبي إلى التداول والطرح السياسي).

وبحلول القرن التاسع عشر: استخدم للدلالة على ظهور مشاكل خطيرة أو لحظات تحول فاصلة في تطور العلاقات السياسية والاقتصادية والاجتماعية.

2- المنظور اللغوي للكلمة:

في قاموس مختار الصحاح: تعني الشدة أو القحط.

في قاموس المصباح المنير: تعني المأزم ويعني ضيق المجال وعسر الخلاص منه.

في قاموس أكسفورد: تعني نقطة تحول في مرض أو حياة أو تاريخ أو وقت الخطورة أو الصعوبة ووجوب اتخاذ قرار معين.

في قاموس ويبستر: حالة خطيرة وحاسمة أو هي نقطة تحول تستوجب مواجهة سريعة وإلا حدث تغير مادي بنشأة موقف جديد قد يتضمن نتائج وآثار سيئة.

في اللغة اليونانية: مصطلح طبي يطلق للدلالة على حدوث تغير مفاجئ في جسم الإنسان قد ينتهي بالشفاء أو قد يؤدي إلى الموت⁶⁷.

3- تعريف الأزمة المالية:

الأزمة المالية تعتبر عن انهيار شامل للنظام المالي بكل مكوناته، فهي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية منها حجم الإصدار وأسعار الأسهم والسندات، إجمالي القروض والودائع البنكية، معدل الصرف. وعلى هذا يتبين أن مصطلح الأزمة يقترن بالانخفاض الحاد والسريع للكميات وللأسعار التي تقاس بها الأنشطة البنكية والمالية. تتميز بسلوك يقوم على محاولة كل المتعاملين التخلي عن الأصول المملوكة فجأة وفي نفس الوقت بتغيير طبيعتها وتحويلها، هذا التصرف يعكس رغبة المستثمرين في الحصول على أصول جديدة يعتبرون أنها تحتوي على ميزتين غير موجودتين في الأصول القديمة التي كانت في حوزتهم من قبل وهي القبول والقدرة على التفاوض أي إمكانية استبدالها بسرعة وبدون أي قيد أو أجل، وإمكانية تحويلها بسهولة إلى سيولة بدون تكبد خسارة في رأس المال. وانطلاقا من هذه الفكرة يمكن إعطاء تعريف ثاني للأزمة المالية والتي هي عبارة عن ارتفاع شديد وسريع في الطلب على النقود لأغراض احتياطية⁶⁸.

كما يقصد كذلك بالأزمة المالية التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام البنكي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، وبالتالي الآثار السلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية. وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة إلى أزمة ثقة في النظام المالي مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للدخل يرافقها توسع مفرط في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، وعندما يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة المحلية إزاء العملات القيادية، حتى يصبح سعر الصرف الحقيقي أقرب إلى سعر العملة المنخفض، مؤديا ذلك إلى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية للخارج⁶⁹.

⁶⁷ محمد صلاح سالم: إدارة الأزمات والكوارث بين المفهوم النظري والتطبيق العلمي، عين للدراسات والبحوث الإنسانية والاجتماعية، مصر 2005، ص ص 43-44.

⁶⁸ E. Barthalon: Crises financières : un panorama des explications, Revue Problèmes Economiques, n° 2595, 16 décembre 1998, p 1.

⁶⁹ عرفات تقي الحسيني: مرجع سابق، ص ص 200-201.

وعلى هذا الأساس فإذا راود المستثمرين شكوك حول أي من هذه المتغيرات المالية فسيعمدون فوراً على تغييرها، فإذا كان توقعهم موجه نحو أسعار الأسهم والسندات فسيبتخلون عنها ويلجؤون إلى الودائع البنكية، أما إذا كان محل شكوكهم قوة الجهاز البنكي فسيوجهون إلى تحويل ودائعهم إلى سيولة، وإذا فقدت العملة الوطنية مصداقيتها فسيميلون إلى استبدالها بعملة أجنبية، وفي حالة ما إذا كانت قيمة النقود الائتمانية بشكل عام هي محل الشكوك فسيبتادر للمستثمرين استبدالها بمقابل الذهب أو أي عملة سلعة⁷⁰. ولكن الملاحظ هو الترابط والتشابك فيما بين هذه الأزمات المالية، بمعنى كيف يمكن أن تتحول أزمة مديونية إلى أزمة في سوق الصرف، وكيف لهذه الأخيرة أن تؤثر في السوق البنكية وتحدث الأزمة البنكية، وما هي آثار كل هذه الأزمات على البورصة وما هو دورها في إحداث هزة مالية تضرب بأسعار الأصول المالية إلى الهاوية، ومن ثم تحدث الأزمة المالية التي بدورها تؤثر على الاقتصاد، كان هذا مجرد مثال يمكن أن تكون نقطة البداية في أزمة مالية أخرى هي سوق الأوراق المالية وهي الأخرى تنطلق من المضاربة على أسعار الفائدة وهكذا⁷¹.

المطلب الثاني: الأزمة المالية أسبابها وقنوات انتشارها:

سنستطرق في هذا المطلب إلى أسباب الأزمات المالية، ثم نتناول قنوات انتشارها وهيكلها العام.

1- أسباب الأزمات المالية:

لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، فهناك العديد من الأسباب التي تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

أ- عدم استقرار الاقتصاد الكلي:

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. وتشير 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.

وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فهي لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى

⁷⁰ E. Barthalon: op.cit, p1.

⁷¹ أوكيل نسيمية: مرجع سابق، ص 47.

الدول النامية ودرجة جاذبيتها. ويقدر إن ما بين 50-67% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينات، كان سببها المباشر التقلبات في أسعار الفائدة عالمياً.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية السبب المباشر أو غير المباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية، فوقعها أحدث ارتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية.

أما من الجانب المحلي، فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصراً حاسماً في مقدرة القطاع البنكي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصاً منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد أعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سبباً مباشراً لحدوث الأزمات المالية في العديد من الدول النامية.

ب- اضطرابات القطاع المالي:

شكل التوسع في منح الائتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانهميار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية والذي يتوأكب مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرير المالي غير الوقائي والحذر، بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي في الاقتصاد. مع عدم التهيئة الكافية للقطاع المالي وضعف الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية.

- عدم تلاؤم أصول وخصوم البنوك: يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم البنوك خصوصاً من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كافي من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتاً مما يغري البنوك المحلية بالاقتراض من الخارج. وقد يتعرض زبائن البنوك كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية وعدم التلاؤم أيضاً بالنسبة لفترات الاستحقاق.

- تحرير مالي غير وقائي: إن التحرير المتسارع غير الحذر والغير وقائي للسوق المالي بعد فترة طويلة من الانغلاق والتقييد يؤدي إلى حدوث أزمات مالية. فعند تحرير أسعار الفائدة فإن البنوك المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييدها. ورافق ذلك مع التوسع في منح الائتمان والذي بدوره يرفع أسعار الفائدة المحلية خصوصاً في القروض العقارية أو القروض المخصصة للاستثمار. ومن ناحية أخرى، فالتحرر المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للقطاع المالي، قد لا يستطيع العاملون بتقييمها والتعامل معها بحذر ووقاية.

كما أن دخول بنوك أخرى إلى السوق المالي يزيد الضغوط التنافسية على البنوك المحلية لا سيما في أنشطة ائتمانية غير مهياة لها وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها البنك. فبدون الإعداد والتهيئة الرقابية اللازمة قبل التحرير المالي فإن البنوك قد لا تتوفر لها الموارد أو الخبرات اللازمة للتعامل مع هذه النشاطات والمخاطر الجديدة.

- تدخل الحكومة في تخصيص الائتمان: من المظاهر المشتركة للأزمات المالية في العديد من الدول النامية كان الدور الكبير للدولة في العمليات البنكية خصوصا في عملية تخصيص القروض الائتمانية. وفي كثير من الأحيان كانت الحكومة تقوم بتوزيع الموارد المالية المتاحة على قطاعات اقتصادية أو أقاليم جغرافية بعينها في إطار خطة لتنمية تلك الأقاليم والقطاعات أو لخدمة أغراض أخرى تكون سياسية بالدرجة الأولى ولست اقتصادية.

- ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي: تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات خصوصا فيما يتعلق بالديون المدومة ونسبتها في محفظة البنك الائتمانية. كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات البنكية وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأسمال البنك. كما أن نقص الرقابة البنكية الفعالة يؤدي إلى التقييم الغير الدقيق وغير الكافي للمخاطر الائتمانية وتركيز المخاطر في مجال واحد كالتوسع في منح القروض العقارية والاستهلاكية.

ج- تشوه نظام الحوافز:

إن ملاك البنوك والإدارات العليا لا يتأثرون ماليا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلا إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصا عند تحمل البنك مخاطر كبيرة. ومن ناحية أخرى، فالإدارات العليا في البنوك وقلة خبرتها، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات البنكية، وأن عملية تعديل هيكل البنك وتدوير المناصب الإدارية لم تنجح في تفادي الأزمات أو الحد من آثارها لأن نفس الفريق الإداري ظل في موقع اتخاذ القرارات بحيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة وطريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان.

د- سياسات سعر الصرف:

يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي ظل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور بنك الملاذ الأخير للإقراض بالعملات الأجنبية، حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي وحدثت أزمة العملة مثل حالة المكسيك والأرجنتين. وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن تم نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية، مما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع البنكي. وفي المقابل، فعند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة وزيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم البنوك، ومن تم الرفع أكثر من متطلبات الأمان البنكي⁷².

هـ- الطبيعة الدورية للاقتصاد الرأسمالي:

يمر الاقتصاد بالمراحل المعروفة للدورة الاقتصادية، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة الكساد، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها في القطاع المالي، وهو ما يسمى "التمويل المتحوط". وفي إبان مرحلة النمو، تتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، من تم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض، ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجدداً، ولكن بناءً على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظراً لأرباحها المتوقعة، وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرة 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 قابلية الإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، وتتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجدداً⁷³.

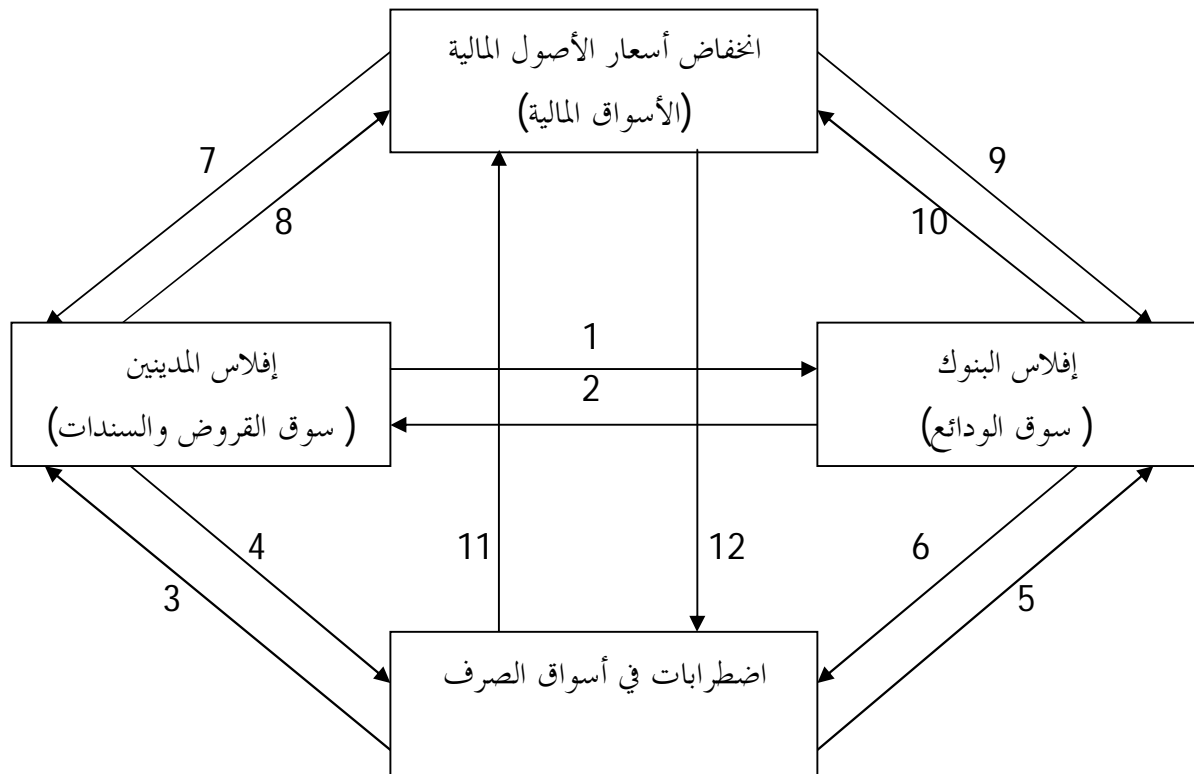
⁷² ناجي التوني: الأزمات المالية، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، 2004، ص ص 4-8.

⁷³ جميلة الجوزي: أسباب الأزمة المالية وجذورها، ورقة مقدمة في ندوة "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009، ص 6.

2- قنوات انتشار الأزمات المالية:

لقد تمت الإشارة فيما سبق أن الأزمة أول ما تظهر تكون مرتكزة على أحد متغيرات النظام المالي، ثم سرعان ما تنتشر عبر قنوات، والشكل الآتي يوضح هذه القنوات.

الشكل رقم 13: قنوات انتشار الأزمات المالية



المصدر: بن ثابت علال: الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، جامعة الجزائر، 2002 - 2003، ص 74.

يوضح هذا الشكل مختلف القنوات المحتملة لانتشار الأزمات المالية، بين مختلف الأسواق: سوق القروض، السوق المالية، سوق الودائع وأسواق الصرف، وفيما يلي شرح لهذه القنوات:

- القناة رقم 01: وتمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز البنكي، فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول، قد يؤثر سلبا على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسها، وهو ما حدث في أزمة المديونية في سنة 1982.

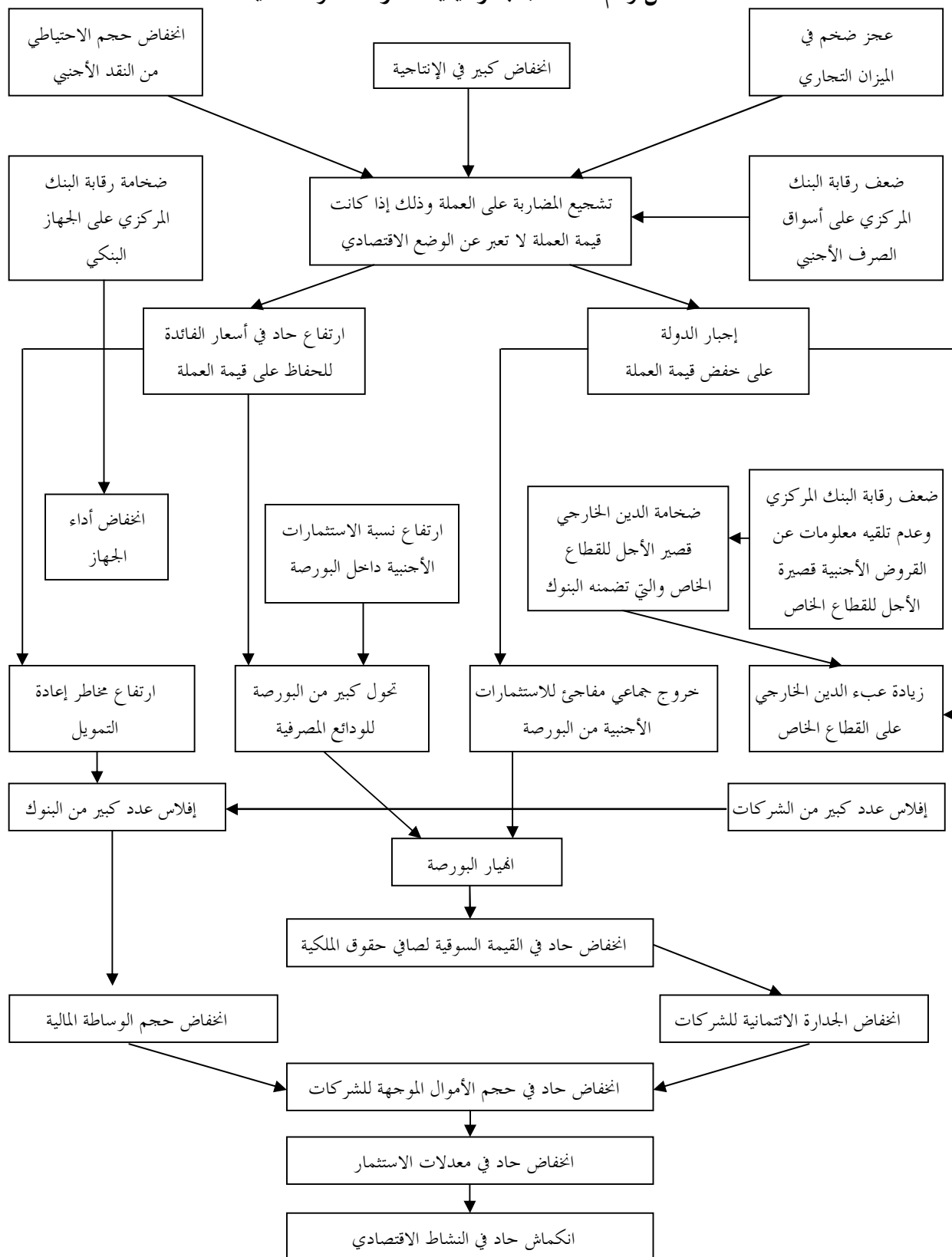
- القناة رقم 02: وتبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك، سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك.

- القناة رقم 03: أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.
- القناة رقم 04: إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين (الأجانب خاصة)، فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.
- القناة رقم 05: قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك، إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما يسبب أزمة بنكية.
- القناة رقم 06: إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.
- القناتين رقم 07 و 08: وتمثلان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث، بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.
- القناتين رقم 09 و 10: وتعتبر عن انتقال الأزمة من أسواق الصرف إلى أسواق المال والعكس، حيث أن عدد كبير من البنوك يعتبرون كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين، أو تجار أوراق مالية، كما أن البنوك، خاصة في الدول المتقدمة، تملك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية.
- القناتين رقم 11 و 12: وتصف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال والعكس، فمثلاً عند تخفيض العملة، يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون للتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة⁷⁴.

⁷⁴ بن ثابت علال: مرجع سابق، ص ص 74-75.

3- الهيكل العام للأزمة المالية:

الشكل رقم 14: أسباب وكيفية حدوث الأزمة المالية



المصدر: السيد البدوي عبد الحافظ: إدارة الأسواق والمؤسسات المالية "نظرة معاصرة"، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999، ص 39.

وعموماً يمكن تحديد أهم أسباب حدوث الأزمات المالية كما هو مبين في الشكل رقم 14 في النقاط

التالية:

- أ- عجز ضخّم في الميزان التجاري؛
- ب- انخفاض كبير في الإنتاجية؛
- ج- انخفاض حجم الاحتياطي من النقد والأجنبي؛
- د- ضعف رقابة البنك المركزي على كل من أسواق أسعار الصرف والجهاز البنكي.

إن هذه الأسباب وغيرها تمثل عوامل رئيسية من أجل تحفيز وتشجيع المضاربة التي لها دور كبير في حدوث الأزمة المالية، وإضافة إلى تلك الأسباب نذكر ما يلي:

- أ- ضخامة حجم الدين الخارجي قصير الأجل الممنوح للقطاع الخاص؛
- ب- ارتفاع نسبة الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة داخل البورصة؛
- ج- انخفاض أداء الجهاز البنكي؛
- د- ضعف رقابة البنك المركزي وعدم تلقيه أية معلومات عن الاقتراض الخارجي للقطاع الخاص؛
- هـ- التدخل السياسي في عمليات تنظيم القطاع المالي والإشراف عليه، الذي أسهم في تعميق كافة الأزمات المالية.

إضافة إلى الأسباب السالفة الذكر، ونتيجة للتشابك والترابط بين حدوث الأزمة المالية والنقدية والبنكية، فهناك عاملان رئيسيان في حدوث الأزمة المالية يتمثلان في تخفيض قيمة العملة وارتفاع أسعار الفائدة ودورهما الكبير في تفسير حدوث الأزمة وفهم ميكانيزم حدوثها، ويمكن توضيح دور هذين العاملين فيما يلي:

أ- تأثير تخفيض قيمة العملة: إن إجبار الدولة على تخفيض قيمة عملتها بنسبة كبيرة يلحق أضراراً جسيمة بالاقتصاد الوطني، وذلك من خلال تأثيرها السيئ على بورصة الأوراق المالية والبنوك، فالانخفاض الكبير في قيمة العملة يدفع المستثمرين داخل البورصة، لا سيما المستثمرين الأجانب، إلى بيع ما يمتلكونه من أسهم للحصول على العملة المحلية بغرض تحويلها إلى عملة أجنبية، الأمر الذي لا يؤدي فقط إلى التراجع الحاد في أسعار الأسهم، بل إلى مزيد من التدهور في قيمة العملة. إن الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم معناه انخفاض حاد في القيمة السوقية لصافي حقوق الملكية للشركات المصدرة لهذه الأسهم الشيء الذي يؤدي إلى التقليل من

قدرتها في الحصول على مزيد من القروض لتمويل أنشطتها. ولا يقتصر تأثير تخفيض قيمة العملة على البورصة بل يمتد ليشمل البنوك من خلال زيادة عبئ الدين الخارجي الممنوح للقطاع الخاص وذلك يكون مقوما بالعملة الوطنية بعد الانخفاض، الأمر الذي قد يؤدي إلى إفلاس الكثير من البنوك؛

ب- تأثير ارتفاع أسعار الفائدة: إن المبالغة في رفع أسعار الفائدة على الودائع البنكية يحدث آثارا سلبية على الاقتصاد الوطني من خلال تأثيره السلبي على البورصة والبنوك، حيث يقوم المستثمرون بتوجيه استثماراتهم من الأسهم إلى الودائع البنكية بغية الحصول على عائد أكبر ومخاطر أقل، قد يؤدي هذا السلوك إلى عرض كبير في أوامر البيع دون أن يقابلها أوامر شراء.

وكنتيجة لهذه الزيادة في معروض الأوراق المالية في السوق المالية التي لا تقابلها طلبات شراء يؤدي إلى الانخفاض في أسعار الأسهم وهيار البورصة، مما يحدث انكماش حاد في النشاط الاقتصادي⁷⁵.

المبحث الثاني: الأزمات في الفكر الاقتصادي:

نحاول في هذا المبحث ربط الدورة الاقتصادية بالأزمات المالية، بعد ذلك نتطرق إلى تفسير الأزمة عند المفكرين الاقتصاديين أمثال كارل ماركس، كينز وفريدمان.

المطلب الأول: الدورات الاقتصادية:

هناك حقيقة أكدتها مختلف المدارس الاقتصادية كالمدرسة الكلاسيكية والماركسية والكينزية على اختلاف منطلقاتها وتوجهاتها، وتمثل في أن معدل الربح يتجه في النظام الرأسمالي في الأجل الطويل نحو التدهور، كما تؤكد هذه الظاهرة نظرية الدورة الاقتصادية⁷⁶. فالظواهر الاقتصادية تتطور مع مرور الوقت، كما أن الأسعار والكميات من السلع والخدمات المنتجة أو المتبادلة تختلف من موسم إلى آخر ومن فترة إلى أخرى وحتى من سوق إلى آخر حسب المنطقة الجغرافية، هذه المتغيرات تتعلق بالظروف السائدة، ولكن على المدى الطويل تتعرض إلى تقلبات. ومفهوم الدورة مستعار من علم الفلك وتم استبداله بالأزمة في لغة الاقتصاد،

⁷⁵ السيد البدوي عبد الحافظ: مرجع سابق، ص 38-41.

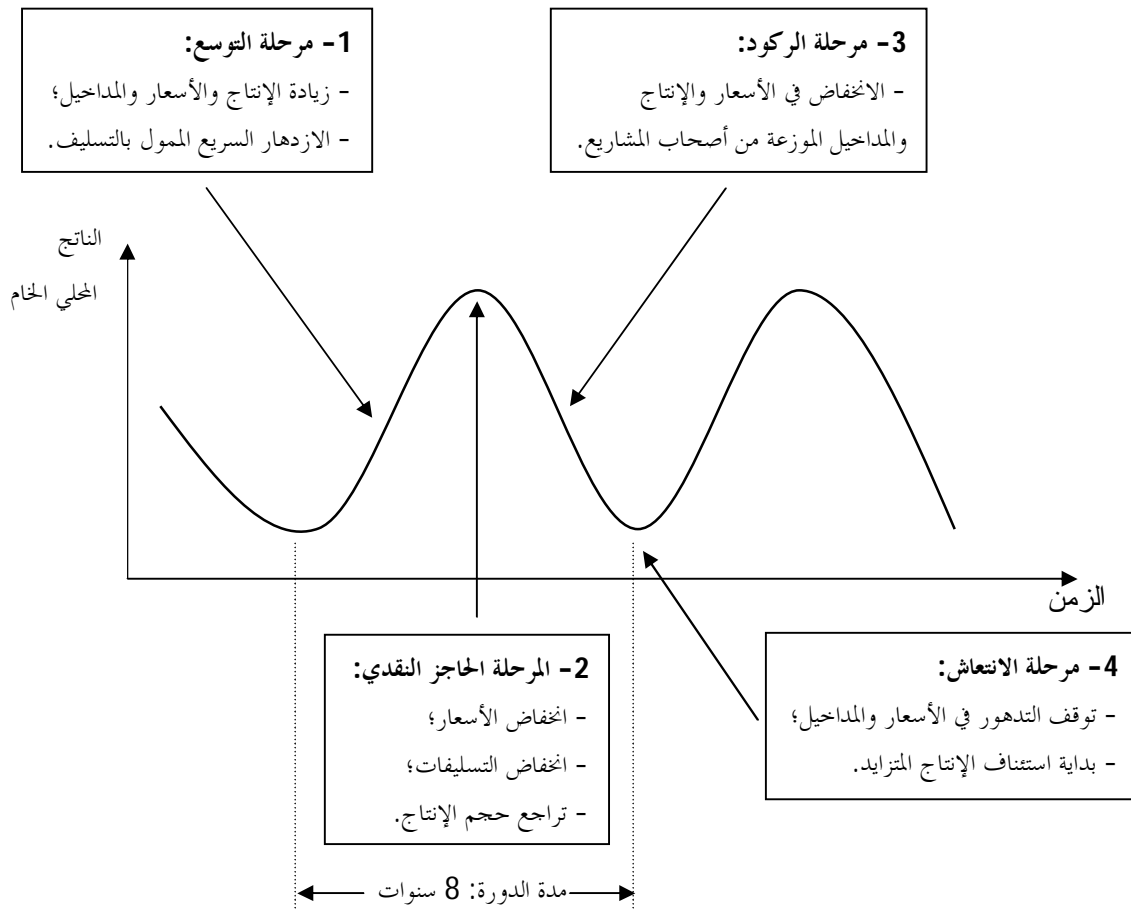
⁷⁶ أوكيل نسيم: مرجع سابق، ص 53.

والتي من المفترض أن تستوجب فترتين، الأولى هي فترة الازدهار أو النمو والثانية هي فترة الكساد أو الانكماش⁷⁷.

1- دورة كليمنت جوجلار « Clément Juglar »:

منذ القرن 18 تم إجراء دراسات متعددة فيما يتعلق بالدورات الاقتصادية، وكان الطبيب الفرنسي كليمنت جوجلار في سنة 1860 أول من طرح فكرة تناوب فترات الركود الاقتصادي والتوسع مع قدر من الانتظام⁷⁸، كما بين أن النشاط الاقتصادي يتألف من سلسلة ذات أربعة مراحل نبيها في الشكل رقم 15.

الشكل رقم 15: دورة جوجلار (8 سنوات)



Source: Michel Bialès, Rémi Leurion, Jean-Louis Rivaud: l'Essentiel sur l'économie, Berti Editions, Alger, 2007, p334.

⁷⁷ Abdellah Ali Toudert: Cycles et crises économiques, la Revue des Sciences Commerciales, n° 01, Institut National de Commerce, 2002, p 6.

⁷⁸ Abdellah Ali Toudert: op.cit, p 6.

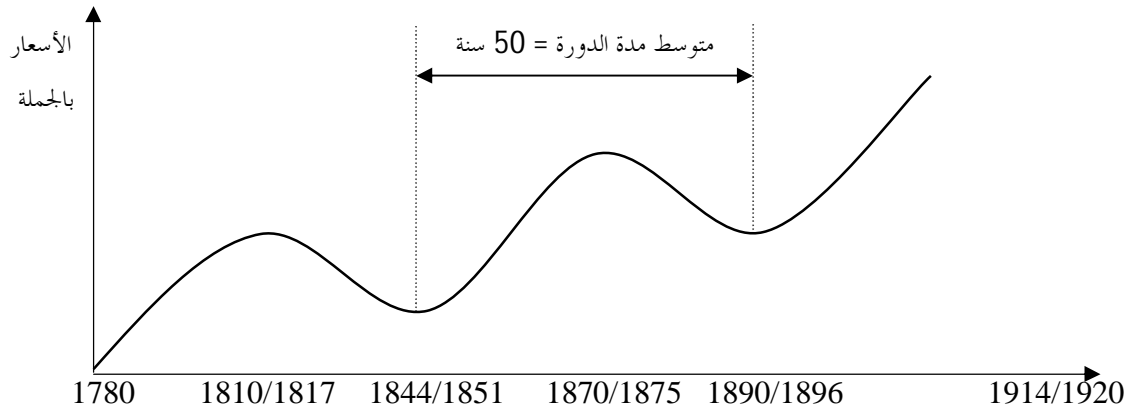
جوجلار لاحظ العودة الدورية للأزمات، فتحليله يقوم على تعاقب مراحل الإزدهار والركود، كما يعتبر أن إعادة تكوين هذه الدورات تدوم 8 سنوات في المتوسط، كما حدثت 13 دورة جوجلار ما بين الفترة 1825 حتى 1938.

ومن جهة أخرى، هناك الدورات القصيرة أو البسيطة وهي دورات كيتشن « Kitchen »، والتي تدوم في المتوسط 40 شهرا، هذه الدورات تكون ذات أنشطة محددة، مثل دورات البناء والدورات الزراعية⁷⁹، وتم التوصل إليها من خلال دراسة سلسلة زمنية تم تغطيتها من 1807 حتى 1937⁸⁰.

2- دورة كوندراتييف « Kondratieff » :

في عام 1920 الاقتصادي الروسي كوندراتييف بين وجود دورات للأسعار متوسط مدتها 50 سنة، والتي نبينها في الشكل رقم 16.

الشكل رقم 16: دورة كوندراتييف



Source : Michel Bialès, Rémi Leurion, Jean-Louis Rivaud: op.cit, p337.

إن تغيرات الأسعار تعكس في نفس الاتجاه التغيرات في الأرباح والنشاط الاقتصادي، فحسب شومبيتر الابتكار الذي تم إدخاله إلى المؤسسات سواء على المنتجات أو وسائل الإنتاج أو التنظيم هي التي تسبب تقلبات الأنشطة الاقتصادية. كما أن أهم الابتكارات أدت إلى بروز فروع صناعية جديدة، والتي هي في الواقع موجات من التقليد من قبل المنظمين خارج فروع المصدر الأصلي، فتؤدي إلى أرباح إضافية وإلى قيام استثمارات متعددة. ولكن عندما الفروع الصناعية المرتبطة بالابتكارات الرئيسية تصل إلى القمة أو تدخل في

⁷⁹ Michel Bialès, Rémi Leurion, Jean-Louis Rivaud: op.cit, p334.

⁸⁰ Abdellah Ali Toudert: op.cit, p 7.

حالة تدهور ولا يكون هناك فرصا جديدة لاستغلال هذه الابتكارات، ومنه يوجد خلال هذه المراحل ندرة فرص الاستثمار والربح في حين أن المنافسة بين الشركات تصبح أكثر قوة⁸¹.

فنظرية الدورة الاقتصادية تفسر باتجاه معدل الربح نحو التناقص، حيث تبدأ الدورة الاقتصادية عموما بمرحلة قصيرة نسبيا من الازدهار ثم يليها بعد ذلك مرحلة طويلة نسبيا من الأزمة، من هنا صيغة المقولة الشهيرة التي تؤكد على أن تاريخ الرأسمالية عبارة عن سلسلة من الأزمات الدورية، وتجدر الإشارة إلى أن المتضرر الأساسي من هذه الأزمات هي الطبقات الكادحة، ففي فترة الرواج تكون تحت طائلة الاستغلال وفي فترة الكساد تعاني من البطالة ومن تخفيضات الأجور أو تجميدها⁸².

المطلب الثاني: الأزمة عند المفكرين الاقتصاديين:

تطرق الفكر الاقتصادي إلى موضوع الأزمات الاقتصادية من خلال نظرية كارل ماكس، كينز وفريدمان.

1- الأزمة عند كارل ماركس:

تستند نظرية كارل ماكس إلى أن العمل يمثل العنصر المنتج الوحيد، وقيمة أي سلعة تتحدد بكمية العمل اللازم لإنتاجها، ولهذا يجب أن يكون أجر العامل معادلا لقيمة السلعة التي أنتجها وذلك لتأمين معيشته وجعله في وضع يساعده على المزيد من الإنتاج، إلا أن رب العمل يعمل على تشغيل العامل مدة أطول تفوق الأجرة التي يدفعها له، وهكذا تكون قيمة السلعة التي أنتجها أعلى من الأجر المدفوع له، إن هذا الفرق يشكل " فائض القيمة" أي الربح الذي ينبثق من جوهر النظام الرأسمالي نفسه، ولكنها تقود في الوقت نفسه إلى انهياره⁸³.

وقد ساعد تقدم الفن الإنتاجي الآلي إلى تقليل الاعتماد على المهارات الخاصة بالعمل، وزاد احتياطي العمال الموجود في سوق العمل، وبالتالي زادت قوة الرأسماليين على مساومة الأجور والقدرة على تخفيضها، مما

⁸¹ Michel Bialès, Rémi Leurion, Jean-Louis Rivaud: op.cit, pp 337-338.

⁸² أوكيل نسيمية: مرجع سابق، ص 53.

⁸³ عبد الرحمن يسرى أحمد: تطور الفكر الاقتصادي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 254.

قلل من الأهمية النسبية لعنصر العمل، وهو ما أعطى تحكما أكبر للرأسماليين في عملية الإنتاج، وبالتالي ارتفعت الإنتاجية بصورة هائلة ورفعت معدلات فائض القيمة والأرباح⁸⁴.

وأحد النتائج الهامة المترتبة على عملية التراكم الرأسمالي والاستخدام المتزايد للآلة بآخر المستحدثات الفنية (وذلك بغرض توفير عنصر العمل وزيادة معدلات الأرباح) وازدياد حدة المنافسة هو انهيار أعمال الذين يعتمد إنتاجهم على فنون إنتاجية أقل تقدما، وأولى الضربات يشعر بها العمال الحرفيون، فنجد أن انتشار الصناعة المعتمدة على الإنتاج الآلي تجعل معظم وقت عمل الحرفيين غير ضروري اجتماعيا، وبعد الحرفيين يأتي دور صغار الرأسماليين الذي تنهار أعمال العديد منهم، أما رأسمال هؤلاء فإنه جزئيا يؤول إلى أيدي كبار الرأسماليين، ثم تدريجيا يهلك حيث لا تكون له قيمة اجتماعية مع وجود التقدم التكنولوجي⁸⁵، فهو يرى أن القوانين الاقتصادية الديناميكية تجذب الاقتصاد وتحوله نحو نهاية مقدره وهي الركود، ومن ثم لا توجد أي وسيلة للعلاج، وأنه ما أن يبدأ الركود الاقتصادي حتى ينتهي بالهيار الرأسمالية وزوالها إلى الأبد.

فماركس تطرق لموضوع الأزمة من ثلاث جوانب وهي:

فأول نظرية يرى فيها أن الاقتصاد الرأسمالي يضم العديد من الصناعات، والتي معدلات نموها تحدث بصورة غير متناسقة نتيجة عدم التوازن الموجود في طبيعة السوق الحر، فالإقتصاد يتكون من العديد من الرأسماليين كل منهم يأخذ قراراته لمصلحته الفردية، ولذلك لا سبيل إلى تنسيق القرارات كلها في الإقتصاد بصورة تكفل توازنها واتساقها، فخلال فترة الرواج نجد أن بعض الصناعات قد توسعت أكثر من اللازم، أما الصناعات المتكاملة معها لم تتوسع بنفس الدرجة، وعليه تصبح طاقة هذه الصناعات فائضة ويؤدي اختلالها إلى التدهور.

أما في النظرية الثانية، فيبدأ الرواج مع تطبيق الاختراعات، وهذا يؤدي إلى ارتفاع غير عادي في الأرباح، مما يحفز الرأسماليين على زيادة استثماراتهم، ولكن هذه العمليات تتضمن توفيراً في قوة العمل وتناقص نصيبهم من قيمة الإنتاج، بينما من الناحية الأخرى يتزايد نصيب الرأسماليين الذين يميلون إلى ادخار نسبة كبيرة من الزيادة في دخولهم على عكس العمال الذين ينفقون أية زيادة على الاستهلاك، هذا بدوره يؤدي إلى تناقص الطلب الكلي على الإنتاج المتزايد، بمعنى أن الاستثمار المتزايد أثناء الرواج يفشل في أن يخلق القوة الشرائية

⁸⁴ نفس المرجع السابق، ص 257.

⁸⁵ نفس المرجع السابق، ص 260.

لاستيعاب الزيادة في المنتجات النهائية، وحينما تبدأ السلع في التكدس لدى الرأسماليين تهبط الأسعار، وهذه هي أزمة قصور الاستهلاك.

أما النظرية الثالثة ملخصها أن الاستثمار في مرحلة الرواج يؤدي إلى حدوث التوظيف الكامل بصفة وقتية، وهذا أيضا يؤدي بصفة وقتية إلى تحسين الأجور، وفي خلال مثل هذا الرواج التضخمي يلاحظ أن المستحدثات الفنية الجديدة غير كافية للمحافظة على نصيب متزايد من الإنتاج لصالح الرأسماليين، وحيث أن عملية تراكم رأس المال مستمرة فإن معدل الأرباح يهبط وهذا يقودنا إلى الكساد.

لقد توقع ماركس بأن النظام الرأسمالي سينتهي ولكن لأسباب اجتماعية وليس بسبب الركود الاقتصادي كظاهرة اقتصادية بحثة، وفي رأيه أن نهاية الرأسمالية تحدث بعد أن تحقق أعلى درجات النمو الاقتصادي⁸⁶.

2- الأزمة عند كينز:

إن الحديث عن النظرية الكينزية سيجرنا حتما إلى ظروف نشأة هذه المدرسة، وبالتحديد إلى أهم الانتقادات التي وجهتها للكلاسيكية والتي على أساسها استطاعت بناء فكرها النظري، وهي انتقادات جاءت عقب أزمة الكساد الكبير لسنة 1929، وعجز الكلاسيكية على فهم وتنظير الواقع الاقتصادي آنذاك. ومن ثم اقتراح الوسائل الفعالة لمعالجة أو على الأقل التخفيف من حدة الأزمة.

أولى هذه الانتقادات تتعلق بقانون المنافذ أو قانون ساي للأسواق والذي ينص على أن العرض يخلق الطلب المساوي له بشكل آلي وبالتالي فإن الاقتصاد يوجد في حالة توازن دائم، وأن الحالة الطبيعية له هي مرحلة التشغيل الكامل. كينز أبرز أن التشغيل الكامل لا يعتبر الحالة الطبيعية للاقتصاد، وأن التوازن يمكن أن يتحقق في مستوى أدنى أو ما يعرف بمستوى التشغيل الناقص. إن كينز باتخاذ هذا الموقف يقطع كل صلة له بالاقتصاد الكلاسيكي بشكل عام وبقانون ساي للأسواق بشكل خاص⁸⁷.

كما أن النظريات الكلاسيكية أخطأت في تأكيدها على أن مصلحة الأفراد تؤدي إلى تأمين المصلحة العامة، إذ أن مصلحة الفرد تتطلب الادخار بينما تتطلب المصلحة العامة اللجوء إلى الإنفاق وتشجيع الاستهلاك. ويؤمن أتباع الحرية الاقتصادية بوجود نظام طبيعي يضمن الاستخدام الكامل للثروة، إذ أن الأزمة

⁸⁶ نفس المرجع السابق، ص ص 262-263.

⁸⁷ روابح عبد الباقي: المديونية الخارجية والإصلاحات الاقتصادية في الجزائر "دراسة تحليلية مقارنة"، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العقيد الحاج لخضر، باتنة، 2005-2006، ص 136.

ما هي إلا خلل مؤقت يتم تصحيحه بسرعة عن طريق آليات السوق⁸⁸. ولذا أهتم كينز بدراسة القوى التي تحدد مستوى الدخل، وبين أنه مع تزايد الدخل يزداد الميل للاستهلاك، وفي نفس الوقت ينخفض معدل الكفاية الحدية لرأس المال مما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار، الأمر الذي ينتج عنه ظهور مشكل البطالة، وهكذا ينتقل المجتمع من مرحلة الازدهار إلى مرحلة الركود والأزمة. ولذلك نادى كينز بضرورة تدخل الدولة في الاقتصاد للتأثير على الطلب الفعال، لأن الرأسمالية تقود مباشرة للأزمة خاصة عندما تلعب دورها وهي بعيدة عن المراقبة. ويكون بذلك قد أحل بأحد المبادئ الأساسية للمدرسة الكلاسيكية ألا وهو مبدأ عدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية لأن ذلك سيؤدي حسب رأيهم إلى الاختلال بالتوازن الاقتصادي الذي يعتمد بالأساس على الحرية الاقتصادية.

ثاني هذه الانتقادات وهي المتعلقة بالتضخم، حيث استند كينز في تفسيره بفكرة المضاعف والمسرّع في شرح الآليات التي تظهره مستغنياً بذلك عن النظرية الكمية للنقود التي ارتكز عليها التحليل الكلاسيكي في معالجة هذه المشكلة، وفي تحليله لأثر تفاعل قوى الطلب الكلي والعرض الكلي على المستوى العام للأسعار، أكد كينز أنه، ما دامت هناك بطالة فإن العمالة ستزداد بنفس النسبة التي تزداد بها كمية النقود، فإذا كانت العمالة كاملة فإن الأسعار ستتغير بنفس النسبة التي تتغير بها كمية النقود. نستنتج أن كينز يميز بين حالتين مختلفتين:

الحالة الأولى: مرحلة ما قبل التشغيل الكامل: حينما يكون الاقتصاد القومي في مستوى أدنى من التشغيل الكامل حيث تكون هناك طاقات إنتاجية عاطلة، فإن الزيادة التي تحدث في الطلب الفعال، ستسمح بإحداث زيادة مماثلة في عرض السلع والخدمات ويترتب عن ذلك زيادة في حركة المبيعات والأرباح، مما تكون هناك زيادة في الأسعار. أطلق كينز على هذا النوع من التضخم " بالتضخم الجزئي "، حيث أعتبره حافزاً لزيادة الإنتاج وزيادة أرباح المنتجين، أما العوامل المسببة لهذه الظاهرة فترجع بحسب رأيه إلى:

أ- ظهور بعض الاختناقات في عناصر الإنتاج؛

ب- ضغط نقابات العمال ومطالبتها بزيادة الأجور بنسب أعلى من نسبة زيادة إنتاجية العمل؛

ج- وجود بعض الميول الاحتكارية في بعض فروع الاقتصاد القومي.

⁸⁸ أوكيل نسيمية: مرجع سابق، ص 56.

الحالة الثانية مرحلة التشغيل الكامل: في هذه الحالة كل زيادة في الطلب الفعال الكلي ينجر عنها وفي الحال ارتفاعات تضخمية في الأسعار، ورغم ذلك أشار كينز إلى أن الزيادة في كمية النقود ليس من الضروري أن تؤدي إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار، بل ستؤدي إلى زيادة ميل الأفراد للاكتناز، وبالتالي فإن التغير في كمية النقود لا تعتبر حاسماً في تحديد المستوى العام للأسعار كما يعتقد الكلاسيك⁸⁹.

ومن هنا يمكن النظر إلى نظريات كينز على أنها تفسر حالات الانكماش الاقتصادي، أي أنها جاءت لتسد ثغرة في النظريات الكلاسيكية تتعلق بالظروف التي يكون فيها الطلب الخاص قاصراً وغير كافي لتحقيق العمالة الكاملة، وتكون فيها الثقة بالمستقبل ضعيفة ومهتزة، في حين يصبح الطلب على السيولة النقدية غير محدود لأن الاقتصاد يكون قد وقع في فخ السيولة.

3- الأزمة عند التيار الليبرالي "مدرسة النقديين":

لقد بقيت نظريات كينز مهيمنة وصالحة حتى الستينات، عندما بدأت النظريات النقدية تنافسها، والتي كان من أشهر واضعيها والمروجين لها الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان من جامعة شيكاغو، ولقد حظيت بدفع قوي تمثل بما عرف بالركود التضخمي، وهي ظاهرة جديدة لم يعرفها العالم الصناعي من قبل، وتمثل بتلازم الركود الاقتصادي مع التضخم⁹⁰، ففي الأزمات السالفة من الناحية النظرية التاريخية كان ظهور إحداها يؤدي إلى تراجع الأخرى، حيث أثناء انخفاض الأسعار ترتفع البطالة بسبب التخلي عن جزء من الجهاز الإنتاجي وينكمش الاقتصاد، غير أنه وبمجرد وصول الأسعار إلى نقطة معينة تبدأ في الارتفاع منذرة بداية مرحلة جديدة من الانتعاش فتتخفف البطالة بفعل زيادة الاستثمار والإنتاج لتلبية الطلب المتزايد وبالتالي تحقيق المزيد من الأرباح. هكذا تتناوب مرحلة الكساد ومرحلة الانتعاش في النظام الرأسمالي قبل السبعينات على شكل دالة جيبيية حيث تلعب هذه الآلية دوراً هاماً وأساسياً في النظام لمواجهة التناقض القائم بين الإنتاج والأسواق من خلال التخلص من المخزونات الراكدة. غير أن غياب هذه الآلية أثناء فترة السبعينات أدى إلى جدل واسع عن الأسباب الحقيقية لاحتفائها⁹¹. وكانت أسوأ حالات الركود التضخمي التي عرفتتها الدول الصناعية تلك التي نتجت من الارتفاع الكبير في أسعار النفط الخام أوائل السبعينات. ولقد وقفت نظريات

⁸⁹ رواج عبد الباقي: مرجع سابق، ص ص 136-138.

⁹⁰ الياس سابا: الأزمة المالية العالمية، أسبابها وانعكاساتها، المستقبل العربي، العدد 360، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2009، ص 11.

⁹¹ رواج عبد الباقي: مرجع سابق، ص 15.

كينز عاجزة عن تفسير هذه الظاهرة الجديدة⁹²، في حين قدم النقديون انتقادات لاذعة لها رافعين بذلك العديد من الشعارات أو المبادئ الكلاسيكية منها مايلي:

أ- التدخل الواسع للدولة في الحياة الاقتصادية أدى حسب رأيهم إلى زيادة العجز في الميزانية، هذا العجز سيمول إما عن طريق الاقتراض الحكومي أو من خلال قيام الدولة بطبع الأوراق النقدية وفي كلتا الحالتين فالنتائج ستكون سلبية. ففي الحالة الأولى فإن اقتراض الحكومة سيؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة وهو ما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار الخاص، أما في حالة الإصدار النقدي دون مقابل فسيسمح ذلك ببروز الفجوات التضخمية؛

ب- نمو مستويات الأجور وإعانات البطالة أدى إلى إعاقة قوانين السوق؛

ج- زيادة الضرائب على الدخل والثروة مما انعكس سلبيا على الاستثمار؛

د- إعطاء الأولوية للسياسة المالية مع إهمال شبه كلي للسياسة النقدية.

فالمدرسة الكينزية ترى السياسة المالية والنقدية التوسعية كفيلة بزيادة الطلب الكلي، مما سيدفع الناتج القومي الحقيقي للارتفاع بشكل ملموس مع زيادة ضعيفة في المستوى العام للأسعار. في حين أن للمدرسة النقدية نظرة معاكسة تماما لذلك، فالسياسة النقدية والمالية التوسعية ستؤدي حتما إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار دون أن يكون لها أثر ملموس على الناتج الكلي، لذا تجبذ هذه المدرسة إتباع سياسة انكماشية من شأنها تخفيض المستوى العام للأسعار على نحو أكبر من تأثيرها على تخفيض الناتج الكلي.

إن الخلاف الجوهرى بين المدرستين يكمن في الأساليب والسياسات الاقتصادية المناسبة لتحليل الاستقرار الاقتصادي، فالتحليل الكينزي يكون ذات فعالية أكبر في مكافحة الركود الاقتصادي بدرجة أكبر من مكافحته للتضخم، في حين سياسة الاستقرار الاقتصادي للمدرسة النقدية ستكون فعالة لو أنها استهدفت مكافحة التضخم بدرجة أكبر مما تستهدف الركود الاقتصادي. وعلى ضوء ذلك توصي المدرسة النقدية لمواجهة الأزمة بما يلي:

أ- إعطاء الأولوية لسياسة نقدية صارمة في مواجهة التضخم وذلك لضبط النمو المبالغ فيه لكمية النقود في الاقتصاد الوطني بما يتناسب ونمو الناتج الداخلي الخام. كما يلعب سعر الفائدة دورا أساسيا في تحديد آليات السوق، ذلك أن تفسيرهم للتضخم هو: "ارتفاع متوسط نصيب الوحدة المنتجة من الناتج في كمية النقود"؛

⁹² الياس سابا: مرجع سابق، ص 11.

- بما أن عرض النقود يجد تفسيره في زيادة الإنفاق العام، فلا بد من تقليص هذا الإنفاق و الحد من القروض إلى حين استعادة التوازن، علما أن عرض النقود يعتبر معطى خارجي في النموذج النقدي، ففريدمان يعرف النظرية الكمية للنقود بأنها " نظرية طلب النقود، فهي ليست نظرية إنتاج أو دخل نقدي أو مستوى الأسعار"؛

ب- الحد من تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، والرجوع إلى دورها التقليدي، مع فتح المجال أمام القطاع الخاص باعتباره القطاع الكفء في تسيير الموارد.

وبناء على ذلك، تقوم الدولة بإتباع سياسة انكماشية من خلال الآتي:

أ- الضغط على الإنفاق العام بشقيه الاستهلاكي والاستثماري؛

ب- حوصصة القطاع العام؛

ج- رفع أسعار الفائدة الدائنة والمدينة؛

د- تخفيض الضرائب لتشجيع القطاع الخاص⁹³.

وهكذا برز إلى جانب النظريات النقدية فكر اقتصادي جديد والذي يمكن تسميته بالفكر النيوليبرالي استند إلى وثيقة صدرت عام 1989، وأصبحت معروفة تحت اسم "إجماع واشنطن"، وهي تشتمل على عشر وصايا اقتصادية، منها الخصخصة، تخفيض الضرائب على الأثرياء، تحرير التجارة الدولية وانتقال رؤوس الأموال، تخفيض الإجراءات والقيود الجمركية على عمل الأسواق، والانضباط المالي، خصوصا تخفيض عجوزات الخزينة... الخ. إلا أن الفكر الاقتصادي النيوليبرالي أخذ مع الوقت يزداد انحيازا لصالح الأسواق على حساب دور الحكومات، خاصة بعد انهيار الإتحاد السوفياتي ومنظومة الدول الاشتراكية ومع بروز الطبقة الأحادية في النظام العالمي، وهيمنة الاقتصاد الأمريكي على العولمة الاقتصادية، ووصل الأمر إلى حد أن المؤسسات الدولية والهيئات الرسمية المختصة والبنوك الكبرى ومؤسسات التصنيف أصبحت تقيس نسبة نجاح ومقبولية أي نظام اقتصادي بمدى قربه من النموذج الأمريكي الأصلي، كما اعتبر البعض أن لب العولمة يتمثل بطغيان الأسواق على الحكومات⁹⁴.

⁹³ روايح عبد الباقي: مرجع سابق، ص ص 139-142.

⁹⁴ الياس سابا: مرجع سابق، ص 12.

المبحث الثالث: أنواع الأزمات المالية:

نميز ما بين أربعة أنواع من الأزمات المالية والمتمثلة في أزمة سعر الصرف، الأزمة البنكية، أزمة المديونية والأزمة البورصية، ومن خلال هذا المبحث سوف نحاول التعرف على كل واحدة منها.

المطلب الأول: أزمة سعر الصرف:

قبل التطرق إلى أزمة سعر الصرف سوف نحاول تعريف سعر الصرف ثم استعراض أهم مخاطره التي قد يترتب عنها الأزمة، هذه الأخيرة سنتناول تعريفها والعوامل الأكثر تأثيرا على نشوبها.

1- تعريف سعر الصرف:

يعبر سعر الصرف عن عدد الوحدات النقدية الذي تبذل به وحدة من العملة المحلية إلى أخرى أجنبية. وهو بهذا يجسد أداة الربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات، فضلا عن كونه وسيلة هامة للتأثير على تخصيص الموارد بين القطاعات الاقتصادية وعلى ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة، ومن ذلك على التضخم والعمالة. وهو بالإضافة إلى ذلك يربط بين أسعار السلع في الاقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمية. فالسعر العالمي والسعر المحلي للسلعة مرتبطان من خلال سعر الصرف⁹⁵.

2- مخاطر سعر الصرف:

يمكن ذكر أهم مخاطر سعر الصرف فيما يلي:

أ- مخاطر التغيير في أسعار الفائدة: مع بداية السبعينيات من القرن الماضي أخذت تقلبات أسعار الفائدة في الدول الصناعية المتقدمة والمؤثرة في تحركات رؤوس الأموال الدولية تتخذ مدى أوسع، كما أنها أصبحت أكثر سرعة في حدوثها بالمقارنة مع تذبذباتها السابقة في الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي (يرجع السبب الرئيسي في ذلك إلى انهيار نظام بروتن وودز وتحرير أسعار الصرف بعدما كانت ثابتة) حيث كانت في حدود 2% و 3%، وترد التقلبات الواسعة لأسعار الفائدة في هذه الدول إلى عدة عوامل أهمها مايلي:

أ- التغيير في معدلات التضخم؛

ب- التغيير في معدلات النمو الاقتصادي؛

ج- حالة ميزان المدفوعات ومكوناته؛

د- التضارب في السياسات النقدية والمالية بين هذه الدول.

⁹⁵ عبد المجيد قدي: المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص 103.

ب- المخاطر المتصلة بالسيولة: ترتبط بتلك المخاطر المتعلقة بالسعر الذي سيتسلمه المستثمر إذا ما اضطر إلى تسيل السند أو أي ورق دين آخر قبل تاريخ الاستحقاق، ولمخاطر السيولة علاقة وثيقة بمخاطر سعر الفائدة التي تؤثر بالسعر الذي يمكن أي يباع به السند عند تسيله قبل تاريخ الاستحقاق. إن كافة أدوات الدين تتحمل درجة معينة ومتفاوتة من مخاطر السيولة، والتي عموماً تكون أقل كلما كان مصدر السند يتمتع بثقة أكبر لدى جمهور المكتتبين. وعليه فإن سندات الخزينة الحكومية تتمتع بدرجة سيولة عالية (مخاطر أقل) بالمقارنة بتلك السندات التي يصدرها القطاع الخاص. وبطبيعة الحال، نجد أن الأصل ذو السيولة العالية يكون أكثر جاذبية للمستثمر، لذا فإن أسعار الفائدة الخاصة بسندات الشركات الصغيرة (الأقل سيولة) أعلى من تلك الخاصة بسندات الشركات الكبيرة (الأكثر سيولة)، والفرق بين الاثنين يطلق عليه علاوة السيولة، وعادة ما يؤدي نقص السيولة إلى نقص في عرض الأموال القابلة للإقراض، لذلك فإن سندات الشركات التي لم تدرج في قائمة السوق الثانوية قد تتأثر عكسياً.

ج- المخاطر الائتمانية: شهد العالم تعرض الكثير من البنوك لتعثر متزايد من المقترضين، ومن ثم ظهور ما يسمى "بالتعثر الائتماني" الذي أصبح مرادفاً للمخاطر الائتمانية، حيث يقصد بالتعثر مواجهة المشروع المقترض لظروف طارئة غير متوقعة ينجم عنها إضعاف مقدرته على توليد فائض اقتصادي يكفي لسداد التزاماته في الأجل القصير. ويزداد ثقل هذه المخاطر إذا كانت القروض مقدمة بالعملات الأجنبية، فتعثر مثل هذه القروض وتعذر سدادها يدفع البنوك عادة إلى الإحجام عن تقديم القروض بالعملات الأجنبية، الأمر الذي يؤثر بالسلب لاسيما في جانب عرض العملات الأجنبية، وهو ما يدفع بأسعار صرفها إلى الأعلى، كما أنه من ناحية أخرى ينعش السوق السوداء فترتفع أسعار هذه العملات بدرجة أعلى.

د- مخاطر المضاربة: مع التطور التكنولوجي الهائل، وفي ظل الاتجاه المتزايد نحو الابتكارات المالية خصوصاً في الأسواق المالية والجهاز البنكي، أصبحت عمليات المضاربة أكثر انتشاراً وأسرع مما كانت عليه، ومن ثم أكثر ضرراً، الأمر الذي نلمسه بوضوح في أسواق الصرف الأجنبي الفورية الذي يعطي أهمية خاصة لعمليات العقود الآجلة، المبادلات، المستقبلات والخيارات⁹⁶.

⁹⁶ محمد كمال الحمزاوي: مرجع سابق، ص ص 92-99.

3- تعريف أزمة سعر الصرف:

تحدث عندما تتعرض عملة بلد ما إلى هجوم مضاربي عنيف يؤدي إلى انخفاض حاد في قيمتها، مما ترغم البنك المركزي بالدفاع على العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة. ويميز ما بين نوعين من أزمات العملة منها ذات الطابع القديم وأخرى أزمات الطابع الحديث، إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة، والتي تضعف الحساب الجاري، وفي سياق الضوابط المتزايدة على رأس المال تخفض في النهاية قيمة العملة، أما الحالة الثانية فتحدث عندما ينتاب المستثمرين قلق بشأن جدارة ميزانيات جزء مهم في الاقتصاد سواء أكان عاما أم خاص، وعدم الثقة يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية والرأسمالية الأكثر تحمرا وتكاملا إلى الضغط السريع على سعر الصرف⁹⁷.

4- العوامل الأكثر تأثيرا في نشوب أزمة سعر الصرف:

- أ- ارتفاع قيمة سعر الصرف؛
- ب- ارتفاع وتوسع في توزيع القروض؛
- ج- ارتفاع حجم الإقراض للقطاع العام؛
- د- ارتفاع نسبة الكتلة النقدية M_2 إلى الاحتياطي الأجنبي؛
- هـ- ارتفاع معدل التضخم؛
- و- انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر؛
- ز- ارتفاع أسعار الفائدة العالمية؛
- ح- عوامل أخرى (عجز الموازنة، الميزان التجاري، تراجع الصادرات)⁹⁸.

المطلب الثاني: الأزمة البنكية:

يعتبر البنك أحد أهم ممول للاقتصاد، إذ يؤدي دورا كبيرا في التنمية الاقتصادية بتمويله لمختلف المشاريع التنموية، لكن يعد النشاط البنكي محفوف بالمخاطر بشتى أنواعها التي يسعى مدراء البنوك تجنبها، غير أنهم قد يقفون عاجزين في بعض الحالات عن تفاديها مما يعرضهم إلى أزمة بنكية.

⁹⁷ إسم الكاتب غير موجود: مواجهة الأزمات، نهج جديد للوقاية من الأزمات وحلها، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، العدد4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002، ص6.

⁹⁸ أحمد طلفاح: الأزمات المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005، ص18.

1- مفهوم البنك:

وردت عدة تعريفات للبنك منها الكلاسيكية ومنها الحديثة، فمن وجهة النظر الكلاسيكية يمكن القول أن البنك هو مؤسسة تعمل كوسيط مالي بين مجموعتين رئيسيتين من العملاء، المجموعة الأولى لديها فائض من الأموال وتحتاج إلى الحفاظ عليه وتنميته، والمجموعة الثانية هي مجموعة من العملاء تحتاج إلى أموال لأغراض أهمها الاستثمار أو التشغيل أو كلاهما. كما قد ينظر إلى البنك على اعتبار أنه تلك المنظمة التي تبادل المنافع المالية مع مجموعات من العملاء بما لا يتعارض مع مصلحة المجتمع وبما يتماشى مع التغيير المستمر في البيئة البنكية.

أما من الزاوية الحديثة، فيمكن النظر إلى البنك على أنه مجموعة من الوسطاء الماليين الذين يقومون بقبول ودائع تدفع عند الطلب أو لآجال محددة، كما يزاول عمليات التمويل الداخلي والخارجي وخدمته بما يحقق أهداف خطة التنمية وسياسة الدولة ودعم الاقتصاد القومي، ويباشر عمليات تنمية الادخار والاستثمار المالي في الداخل والخارج بما في ذلك المساهمة في إنشاء المشروعات وما يتطلب من عمليات بنكية وتجارية ومالية وفقا للأوضاع التي يقررها البنك المركزي⁹⁹.

2- أنواع المخاطر البنكية:

إن أهم أنواع المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها البنك هي:

أ- مخاطر سعر الفائدة: ويقصد بها تلك المخاطر الناتجة عن عدم التأكد من تقلب الأسعار المستقبلية للفائدة، فإذا ما تعاقد البنك مع العميل على سعر فائدة ثابت معين، ثم ارتفعت بعد ذلك أسعار الفائدة السائدة في السوق، وبالتالي ارتفع سعر الفائدة على القروض التي تحمل نفس درجة مخاطرة القرض المتفق عليه، فذلك يعني أن البنك قد تورط في استثمار يتولد عنه عائد يقل عن العائد الحالي السائد في السوق¹⁰⁰. فهذه المخاطر ناجمة عن تغير أسعار الفوائد صعودا أو هبوطا حسب وضع كل بنك نسبة إلى السيولة المتوفرة لديه. فهناك احتمال أن يتعرض البنك إلى خسارة في حالة توفره على فائض سيولة وينخفض سعر الفائدة. وعندما تشح السيولة يضطر البنك للاقتراض من سوق ما بين البنوك، فمن المحتمل أن يتعرض لخسارة في حالة كون سعر الفائدة مرتفع. لذلك يتوجب على البنك أن يولي لهذا الموضوع مراقبة وإدارة مستمرة تجنباً للمخاطر.

⁹⁹ محمد الصيرفي: إدارة المصارف، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2007، ص7.

¹⁰⁰ طارق طه: إدارة البنوك في بيئة العولمة والانترنت، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2007، ص468.

ب- المخاطر الائتمانية: تتعلق بالقروض والكشف على الحساب أو أي تسهيلات ائتمانية تقدم للعملاء. وتتجم المخاطر عندما يمنح البنك العملاء قروضا واجبة السداد في وقت محدد في المستقبل، ويتخلف العميل على الإيفاء بالتزاماته بالدفع في وقت حلول أجل استحقاق هذه القروض، أو عندما يفتح البنك خطاب اعتماد مستندي لاستيراد بضائع نيابة عن العميل، وهذا الأخير لا يوفر المال الكافي لتغطية البضائع حين وصولها.

ج- مخاطر السيولة: غالبا ما تنتج هذه المخاطر بسبب عدم قدرة البنك على جذب إيداعات جديدة من العملاء أو بسبب ضعفه في إدارة الموجودات والمطلوبات، لذلك يلجأ إلى أسواق ما بين البنوك كلما اقترض عملاءه ليتمكن من الإيفاء بتعهداته، وكلما اقترض البنك من الأسواق المالية، قلت مقدرته على إبقاء هامش ربحي جيد على القروض التي يقدمها.

د- المخاطر التشغيلية: تتعلق بالمخاطر المتصلة بالعمل اليومي للبنوك، فهي تتركز في عمليات السطو، أخطاء الصرافين والقيود الخاطئة.

هـ- المخاطر القانونية: وهي المخاطر التي قد يتعرض لها البنك من جراء نقص أو قصور في مستنداته مما يجعلها غير مقبولة قانونيا، ويكون هذا القصور سهوا عند قبول مستندات الضمانات من العملاء والتي يتضح لاحقا أنها ليست مقبولة لدى المحاكم، وقد يحدث العديد من هذه المخاطر المذكورة في آن واحد، لذا فإن البنوك عموما ترسم سياستها لإدارة وتحديد تلك المخاطر، وتقوم بعد تحليلها بضبطها ضمن حدود معقولة، كما تقوم بمراقبتها بصفة مستمرة من خلال قسم ينشأ خصيصا لإدارة المخاطر¹⁰¹.

و- مخاطر التضخم: وهي المخاطر المترتبة على انخفاض القوة الشرائية للنقود المستثمرة من أصل القرض والفوائد التي يحصل عليها، لذا يشار إليها أيضا بمخاطر انخفاض القوة الشرائية، والتي تمثل الخسائر المحتملة نتيجة التضخم.

¹⁰¹ محمد عبد الفتاح الصيرفي: إدارة البنوك، دار المناهج، الأردن، 2006، ص ص 66-67.

ز- **مخاطر السوق:** وتتمثل في تلك التغييرات المفاجئة التي يمكن أن تؤثر على السوق بصورة سلبية، وبالتالي تتأثر بها قدرة المقرض على السداد¹⁰²، فتتأثر البنوك من جراء ذلك، كأن تتخذ الحكومات إجراءات برفع الدعم عن بعض السلع أو عندما تمنع دخول بعض المنتجات لحماية الاقتصاد الوطني¹⁰³.

ح- **مخاطر الصرف الأجنبي:** تتمثل في إمكانية تحقق الخسائر نتيجة التغييرات في أسعار الصرف، فالتباينات في المكاسب تحدث بسبب ربط الإيرادات والنفقات بأسعار الصرف بواسطة المؤشرات أو بربط قيم الموجودات والمطلوبات ذات العملات الأجنبية¹⁰⁴.

3- تعريف الأزمة البنكية:

هي نوع من الأزمات التي تحدث عندما يتعرض أحد البنوك إلى تدافع فعلي أو محتمل على سحب الودائع مع إخفاقه في مواجهة التزاماته، مما ترغم الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق¹⁰⁵.

4 - أسباب الأزمات البنكية:

يمكن التمييز ما بين أسباب متعلقة بالاقتصاد الجزئي وأخرى بالاقتصاد الكلي¹⁰⁶:

- أ- أسباب متعلقة بالاقتصاد الجزئي : وتتلخص في:
 - عدم الاتساق فيما بين أصول وخصوم البنوك (الالتزامات قصيرة المدى مقابل أصول طويلة المدى أو الالتزامات بالعملة الأجنبية مقابل أصول بالعملة المحلية)؛
 - تدخل مفرط للدولة في توجيه القروض؛
 - ضمانات حكومية مفرطة وإجراءات تحفز على المخاطرة؛
 - تحرير مالي مبكر.

ويعتبر جزء كبير من المسببات المؤسسية أو الجزئية نتيجة المعاملات المالية التي تجرى في إطار معلومات غير متكافئة، والتي تزيد من درجة المخاطرة من قبل البنوك والمتعاملين.

¹⁰² طارق طه: مرجع سابق، ص ص 468-469.

¹⁰³ محمد عبد الفتاح الصيرفي: مرجع سابق، ص 66.

¹⁰⁴ طارق عبد العال: إدارة المخاطر (أفراد - إدارات - شركات - بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 206.

¹⁰⁵ إسم الكاتب غير موجود: مواجهة الأزمات، نهج جديد للوقاية من الأزمات وحلها، مرجع سابق، ص 6.

¹⁰⁶ أحمد طلفاح: مرجع سابق، ص ص 12-13.

ب- أسباب متعلقة بالاقتصاد الكلي : وتتلخص فيما يلي:

- صدمات خارجية وداعلية (ارتفاع في سعر الفائدة العالمي، تدهور الصادرات)؛
- توسع مفرط في الإقراض؛
- نظام سعر الصرف المتبع (قضية اختيار نظام صرف ملائم).

إن النتائج التطبيقية حول الأزمات البنكية تبين أن العوامل الخارجية مثل تغير أسعار الفائدة وتذبذب التدفقات الدولية تؤدي دورا كبيرا في نشوب الأزمات البنكية خاصة إذا تزامنت مع السياسات التنظيمية والسياسات الرقابية غير الملائمة (إطار قانوني ضعيف، ملكية مركزة، آلية غير واضحة لتقييم المخاطر). كما أنه ليس هناك سبب وحيد في اندلاع الأزمات البنكية، فهو نتيجة التفاعل فيما بين عدد من الأسباب المذكورة سابقا¹⁰⁷.

وعموما فإن العوامل الأكثر تأثيرا في نشوب الأزمات البنكية هي¹⁰⁸:

- ارتفاع في التدفقات المالية القصيرة المدى من الخارج؛
- تحرير مالي مبكر في ظروف تنظيمية ورقابية غير ملائمة؛
- تراجع النشاط الاقتصادي؛
- انخفاض أسعار الأسهم وأسعار الأصول الأخرى مثل العقارات.

5- التفاعل ما بين الأزمات البنكية وأزمات سعر الصرف:

يمكن رصد التفاعل ما بين الأزميتين فيما يلي¹⁰⁹:

أ- من أزمة سعر صرف إلى أزمة بنكية:

عند توقع أزمة صرف يسعى المتعاملون تحسبا لانخفاض قيمة العملة المحلية التخلص من هذه الأخيرة واقتناء العملات الأجنبية، مما يمكن أن تنتج هستيريا سحب الودائع من البنوك وتقهر احتياطها من الأصول الأجنبية، فيضعف وضعها الحالي.

¹⁰⁷ نفس المرجع السابق، ص 14.

¹⁰⁸ نفس المرجع أعلاه، ص 19.

¹⁰⁹ نفس المرجع أعلاه، ص ص 15-16.

إن تخفيض قيمة العملة نتيجة الأزمة سيضعف حتما وضعية البنوك التي لها خصوم بالعملة الأجنبية غير محصنة أو يضعف عملاء هامين لديها لهم خصوم كبيرة بالعملة الأجنبية، مما يعرض البنوك إلى عدم القدرة على استرجاع جزء كبير من القروض الموزعة على هؤلاء العملاء (تفاقم القروض المدومة).

ب- من أزمة بنكية إلى أزمة سعر صرف:

إذا قام البنك المركزي بمحاولة إنقاذ بعض البنوك المتقهقرة من خلال تقديم مزيد من القروض والائتمان، فيمكن أن ينجر على هذا تفاقم في المديونية المحلية للبنوك، والتي تولد أزمة ثقة لدى المتعاملين الذين يحاولون التخلص من العملة المحلية، مما ينتج عن ذلك انخفاضا كبيرا في سعر الصرف وتقهقر الاحتياطي الأجنبي.

المطلب الثالث: أزمة المديونية:

إن المديونية ليست بالظاهرة الحديثة بل تضرب بجذورها إلى أواسط القرن التاسع عشر، إلا أنها شدت الانتباه في عقد الثمانينيات من القرن الماضي نظرا لتطورها بشكل سريع¹¹⁰.

1- تعريف أزمة المديونية:

هي أزمات تعني أن بلدا أو مجموعة من البلدان أصبحت غير قادرة على خدمة ديونها¹¹¹. وتحدث عندما يتوقف المقترض على السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري خاص أو 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 الأجنبي¹¹².

2- أسباب أزمة المديونية

هناك اختلاف حول طبيعة وأسباب أزمة الديون الخارجية، لا ندري ما إذا كانت تعود إلى سياسات اقتصادية خاطئة ترتبط بالدولة المدينة أو عوامل ترتبط بالعالم الخارجي، وسوف نذكر أهم هذه الأسباب في العناصر التالية¹¹³:

¹¹⁰ أوكيل نسيم: مرجع سابق، ص 115.

¹¹¹ محمد العربي ساكر: محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر، القاهرة، 2006، ص 192.

¹¹² إسم الكاتب غير موجود: مواجهة الأزمات، نهج جديد للوقاية من الأزمات وحلها، مرجع سابق، ص 6.

¹¹³ أبو شرار علي عبد الفتاح: الاقتصاد الدولي، دار المسيرة، عمان، 2007، ص ص 225-230.

أ- العجز المستمر في الميزانية العامة: وهو أحد العوامل الرئيسية الداخلية التي تؤدي إلى تعاظم أزمة الديون الخارجية، إذ يعود العجز في الميزانية العامة إلى النفقات الحكومية الضخمة والمتزايدة من جهة وعجز الإيرادات المحلية وانخفاض المساعدات الخارجية من جهة أخرى، وقد تلجأ بعض الدول المدينة إلى سياسة التمويل بالعجز مما يؤدي إلى تزايد توسع الدين العام الداخلي، ويؤدي الجهاز البنكي في هذه الدول دوراً رئيسياً في التمويل المحلي، ومن ثم ارتفاع في الأسعار. وتعتمد هذه الدول على الاقتراض المحلي والذي يعني التوسع في حجم الائتمان البنكي الممنوح في تغطية جزء من النفقات العامة وهذا في النهاية سوف يؤدي إلى زيادة العجز في الميزانية العامة، وتفاقم معدلات التضخم، أما الجزء الثاني من العجز فيغطي عن طريق الديون الخارجية مما يؤدي إلى تزايد نسبة الديون إلى الناتج المحلي الخام وإلى تزايد أعباء خدمة الديون وتبعية هذه الدول إلى دول الخارج.

ب- العجز في ميزان المدفوعات: يعتبر من بين العوامل الداخلية التي تؤدي إلى تفاقم المديونية الخارجية، فالدول التي تعاني من عجز مستمر في موازينها الجارية والتجارية تبحث عن مصادر للتمويل لتصحيح هذا العجز، وتؤدي التحويلات الرسمية والخاصة إلى بلدان هذه الدول دوراً بارزاً في تغطية جزء من العجز في موازين السلع والخدمات، وأما الجزء الآخر فيتم تغطيته عن طريق الاستثمارات الأجنبية أو الاقتراض من الخارج، وهذا يؤدي إلى زيادة المديونية في هذه الدولة وزيادة عبء هذه الديون، وزيادة الضغط على ميزان المدفوعات أيضاً.

ج- الكساد وتدهور شروط التبادل التجاري: تبنت الدول الصناعية في أواخر السبعينات وبداية الثمانينات من القرن الماضي بعض السياسات الانكماشية التي أدت إلى ركود اقتصادي في هذه الدول، والذي أدى إلى انخفاض الطلب على صادرات الدول النامية، وهذا بدوره دفع أسعار الصادرات في هذه البلدان إلى الانخفاض، وفي نفس الوقت واصلت أسعار السلع المصنعة ارتفاعها وخاصة السلع الاستهلاكية والترفيهية، وهذا يعني ارتفاع أسعار السلع المستوردة للدول النامية. إن انخفاض أسعار وحجم الصادرات، وارتفاع أسعار الواردات في الدول النامية يؤدي إلى تدهور شروط التبادل التجاري في هذه الدول، وهذا يدفعها إلى اللجوء إلى الاقتراض المحلي والخارجي مما يؤدي إلى تزايد حجم الديون.

د- سياسات الاقتراض الدولية وارتفاع أسعار الفائدة: ساهمت سياسات الاقتراض وارتفاع أسعار الفائدة في زيادة حجم الديون الخارجية للدول النامية المدينة التي توسعت في الاقتراض الخارجي معتمدة على القروض الميسرة وغير الميسرة وذات الآجال القصيرة بفوائد مرتفعة، مما أدى إلى زيادة أعبائها المالية. وفي نهاية

السبعينات من القرن الماضي عندما كان المستوى العام للأسعار يزداد ارتفاعاً وكانت معدلات الفائدة التي تطلبها البنوك التجارية منخفضة اضطرت العديد من الدول النامية إلى زيادة الاقتراض لتمويل نفقاتها العامة وموازن مدفوعاتها. وكانت البنوك التجارية تمنح قروضها بإجراءات ميسرة وسريعة مقارنة بالقروض الممنوحة من المصادر الرسمية، مما شجع بعض هذه الحكومات للاقتراض من المؤسسات الخاصة، فأدى إلى زيادة نصيب الديون الخاصة على حساب الديون الرسمية. علماً أن القروض الخاصة تزيد من عبء المديونية في الدول النامية، وذلك بسبب ارتفاع أسعار الفائدة وقصر المدة وفترة سماح أقل للقروض الخاصة الممنوحة. وحتى تستطيع البنوك التجارية حماية نفسها من مخاطر الاقتراض في الدول النامية، تقوم برفع أسعار الفائدة وفرض أسعار الفائدة المتغيرة. واتبعت الدول الصناعية وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية سياسة مالية ونقدية تؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة وتعويمها.

بالإضافة إلى الأسباب السابقة يمكن ذكر بعض الأسباب الأخرى المؤدية لتفاقم أزمة المديونية:

- أ- قيام عدد كبير من الدول النامية بالاقتراض من أجل زيادة الاستهلاك أو من أجل الاستثمار في مشاريع مشكوك في جدواها الاقتصادية؛
- ب- انخفاض معدلات نمو الإنتاج وإنتاجية العمل في الدول النامية، مما يؤثر في خفض الكميات المعروضة من السلع والخدمات ووجود فائض في الطلب عليها. وهذا يؤثر سلباً في ميزان المدفوعات ويجعل قيمة الواردات أعلى من قيمة الصادرات مما يؤدي إلى ارتفاع العجز في الميزان التجاري؛
- ج- انخفاض مستوى دخل الفرد في الدول النامية، وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض الادخار والموارد المحلية التي تعجز عن تمويل مشاريع التنمية والاستثمار، مما يجبر هذه الدول على جلب الأموال من الخارج وزيادة مديونيتها؛
- د- سوء الإدارة الاقتصادية وانتشار الفساد في الدول النامية أدى إلى خفض الأداء الاقتصادي وإهدار الكثير من جهود التنمية الاقتصادية، وخفض إنتاجية القروض والمعونات الخارجية، وهذا يؤدي إلى زيادة الاعتماد على التمويل الخارجي؛
- هـ- الارتفاع الحاد في أسعار النفط عام 1973 أدى إلى تجمع فوائض نقدية ضخمة عند الدول المصدرة للنفط، حيث قامت بتصديرها إلى أسواق النقد الدولية على شكل ودائع جارية أو استثمارات قصيرة الأجل، وفي

المقابل قامت البنوك التجارية بإعادة اقتراض هذه الأموال إلى الدول النامية التي تعاني من عجز في ميزان مدفوعاتها، مما كان له دور كبير في تعاضم أزمة المديونية الخارجية لهذه الدول.

3- معايير تصنيف المديونية:

يصنف تقرير التمويل التنموي على مستوى العالم الذي يصدره البنك الدولي ثقل المديونية حسب مؤشرين رئيسيين هما¹¹⁴:

أ- نسبة القيمة الحالية لإجمالي خدمة المديونية، أي الأصل والفوائد إلى الصادرات التي تشمل السلع والخدمات وتحويلات المهاجرين، ويعتمد البنك على قيمة الصادرات لأنها تعكس قدرة البلد على توفير العملات الأجنبية لخدمة ديونه؛

ب- نسبة القيمة الحالية لإجمالي خدمة المديونية إلى الدخل الحكومي الإجمالي، ويتم اعتماد الدخل القومي باعتباره المعيار الأمثل لقياس قدرة الاقتصاد الوطني على توليد الدخل وتحمل أعباء المديونية.

وتعتبر الدولة ذات مديونية كبيرة إذا بلغ معدل المؤشرين ما يعرف بالقيمة الحرجة، وتمثل هذه القيمة بتجاوز مؤشر خدمة الدين إلى الصادرات 220 %، أو إذا تجاوز مؤشر خدمة الدين إلى الدخل القومي 80 % . وتصنف الدولة ذات مديونية متوسطة إذا وصل المؤشرين إلى ثلاثة أخماس القيمة الحرجة، أي ما يعادل 48 % لمؤشر الدخل القومي أو 132 % لمؤشر الصادرات، أما إذا كان معدل المؤشرين أقل من ثلاثة أخماس القيمة الحرجة فتصنف الدولة ذات مديونية بسيطة، وحتى يعكس حجم المديونية مستوى التنمية الذي وصلته أي دولة، فإنه يتم ربط مؤشرات المديونية مع حصة الفرد من الدخل القومي تبعاً للمعايير المعتمدة من طرف البنك الدولي (انظر الجدول رقم 03).

¹¹⁴ العباس بلقاسم: إدارة الديون الخارجية، مجلة حسر التنمية، سلسلة عربية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 30، 2004، ص7.

الجدول رقم 03: معايير تصنيف الدول حسب المديونية والدخل

تصنيف الدول حسب حصة الفرد من الدخل القومي.	مؤشر الصادرات أكبر من 220 % أو مؤشر الدخل القومي أكبر من 80 %.	مؤشر الصادرات أقل من 220 % وأكبر من 132 % أو مؤشر الدخل القومي أقل من 80 % وأكبر من 48 %.	مؤشر الصادرات أقل من 132 % أو مؤشر الدخل القومي أقل من 48 %.
دول الدخل المنخفض: أقل من USD 755.	دول منخفضة الدخل وذات مديونية شديدة.	دول منخفضة الدخل وذات مديونية متوسطة.	دول منخفضة الدخل وذات مديونية بسيطة.
دول الدخل المتوسط: أكثر من USD 756 وأقل من USD 926.	دول متوسطة الدخل وذات مديونية شديدة.	دول متوسطة الدخل وذات مديونية متوسطة.	دول متوسطة الدخل وذات مديونية بسيطة.

المصدر: العباس بلقاسم: مرجع سابق، ص 7.

يستخدم هذا التصنيف كمؤشر يعكس مدى جودة إدارة المديونية ويرصد تطورها السنوي بحيث لا تقع الدولة في فخ المديونية الشديدة، وتسعى بالوقت ذاته لتوظيف كل الأدوات والسياسات لكي تصنف ضمن الدول ذات المديونية البسيطة.

وتضم قاعدة معلومات المديونية في البنك الدولي 136 دولة تقوم بالابلاغ عن مديونيتها، وفي عام 2001 اعتبرت 33 دولة كدول منخفضة الدخل وذات مديونية شديدة، و16 دولة منخفضة الدخل وذات مديونية متوسطة، و12 دولة منخفضة الدخل وذات مديونية بسيطة. أما بالنسبة للدول متوسطة الدخل فبلغ عددها 75 دولة من بينها 8 دول ذات مديونية شديدة و 27 دولة ذات مديونية متوسطة و 40 دولة ذات مديونية بسيطة¹¹⁵، وبالتالي فإن الدول النامية تتوزع كالتالي:

الجدول رقم 04: توزيع الدول النامية حسب ثقل المديونية والدخل

المجموع	مديونية بسيطة	مديونية متوسطة	مديونية شديدة	
61	12	16	33	دول الدخل المنخفض
75	40	27	8	دول الدخل المتوسط
136	52	43	41	المجموع

المصدر: العباس بلقاسم: مرجع سابق، ص 8.

¹¹⁵ نفس المرجع السابق، ص ص 7-8.

4- مؤشرات المديونية:

تم تطوير مؤشرات المديونية للمساعدة على اكتشاف مخاطرها وتسهيل إدارتها، وعلى الرغم من أن تحليلها يتم عبر الزمن وبالعلاقة مع المتغيرات الاقتصادية الكلية، فإنها تشكل نظاما للأنذار المبكر من الأزمات المحتملة، والجدول التالي يوضح لنا بعض هذه المؤشرات:

الجدول رقم 05: مؤشرات المديونية

مؤشرات الملائمة	
خدمة الفوائد	تقيس نسبة الفوائد إلى الصادرات ويدل على مستوى شروط المديونية ويعكس بالتالي عبء المديونية.
المديونية للصادرات	مؤشر اتجاه ذو مديونية متعلق ببطاقة البلد على إعادة دفع المديونية.
المديونية للنتائج المحلي الإجمالي	يربط الديون بقاعدة الموارد ويدل على إمكانيات الاقتصاد الوطني على تحويل الدخل وبالتالي على خدمة ديونه.
القيمة الحالية للدين للصادرات	مؤشر استدامة أساسي يقارن عبء المديونية بالقدرة على إعادة الدفع.
القيمة الحالية للدين على الجباية الضريبية	مؤشر استدامة أساسي يقارن عبء المديونية بالموارد الحكومية لإعادة دفع المديونية الحكومية.
خدمة الدين للصادرات	مؤشر مركب للملائمة والسيولة.
مؤشرات السيولة	
الاحتياطيات الدولية للدين قصير الأجل	مؤشر مهم للملائمة الاحتياطي لدولة تعاني صعوبات في دخول الأسواق الدولية، بما يكفل بالتنبؤ بإمكانية مواجهة مشاكل سيولة.
مؤشرات القطاع العام	
خدمة الدين العام للصادرات	مؤشر يعكس القابلية للدفع ومخاطر التحويل.
الدين العام للنتائج المحلي الإجمالي أو المداخيل الحكومية	مؤشر ملائمة القطاع العام ويمكن أن يستند إلى الدين العام الإجمالي أو الدين العام الخارجي فقط.
متوسط الدين غير الميسر	مؤشر قياس الآجال وغير متحيز للآجال الطويلة للدين.
الدين الخارجي للدين الإجمالي	يعكس أثر أسعار الصرف على نمو المديونية.
المؤشرات المالية	
وضعية الصرف الأجنبي	الأصول بالعملة الصعبة ناقص المطلوبة ومضافا إليها وضعية الصرف طويلة الأجل.
الاحتلال ما بين الآجال بالعملة الصعبة	الأصول بالعملة الصعبة مطروحا منها المطلوبة عند مستوى آجال محدد، وهو مؤشر الضغط على احتياطي البنك المركزي في حالة انقطاع التمويل الخارجي.
إجمالي المطلوبات الخارجية	يعكس مدى أهمية الأصول في تغطية المطلوبات.

مؤشرات قطاع الشركات	
الدين الاسمي على حقوق الملكية	يعكس جودة القيمة المالية، ارتفاعه يعكس المشاشة بمواجهة المخاطر الأخرى كإنخفاض الربحية، ارتفاع الدين قصير الأجل قياساً بالدين الإجمالي.
الفوائد على التدفقات	يقيس الاستقامة المالية.
العائد على الأصول	الربح قبل الضرائب ومدفوعات الفائدة على الأصول ويعكس الربحية.
صافي التدفقات بالعملة الصعبة على إجمالي التدفقات	مؤشر أساسي للانكشاف بالعملة الأجنبية غير المغطاة.
صافي المديونية بالعملة الأجنبية على حقوق الملكية	يقيس آثار سعر الصرف على الميزانية.

المصدر: العباس بلقاسم: مرجع سابق، ص 19.

المطلب الرابع: الأزمة البورصية:

تعتبر البورصة أحد أهم ممول الاقتصاد، حيث تتأثر بمجموعة من العوامل سواء بالإيجاب مما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي باعتبارها مرآة عاكسة للنشاط الاقتصادي، أو بالسلب مما يؤدي بدخول الاقتصاد في أزمة بورصية والتي تسمى كذلك بأزمة الأسواق المالية.

1- تعريف سوق الأوراق المالية:

تعتبر سوق الأوراق المالية المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في الدول، إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجودها مزدهرة ومتطورة، وهي تختص بالمعاملات المتوسطة وطويلة الأجل. ويأتي العرض في هذه السوق من فئات عديدة من المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم لأمد طويل، أما الطلب فيأتي من جانب المنظمين الراغبين في استثمار هذه الأموال في مشروعات طويلة الأجل¹¹⁶. وتمثل سوق الأوراق المالية (بورصة الأوراق المالية) إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالية، وهي موقع لعرض وطلب الأوراق المالية في سوق ثانوية تجري خلالها عملية التداول بيعة وشراء بعد أن يتم إصدارها في السوق الأولية¹¹⁷.

¹¹⁶ محمد يوسف ياسين: البورصة (عمليات البورصة - تنازع القوانين - اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص 12.

¹¹⁷ محمود محمد الداغر: الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، دار الشروق، الأردن، 2007، ص 239.

2- أقسام سوق الأوراق المالية:

تتألف سوق الأوراق المالية من سوقين:

أ- السوق الأولية: تعرف بسوق الإصدارات، أين يتم بيع وشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة للتداول، وبذلك يمكن للدولة أو المؤسسات أن تجمع الأموال التي تحتاجها لبناء نفسها أو توسعها أو لتمويل عجز تسجله، خاصة إذا كانت تتمتع بسمعة لا بأس بها لدى الجمهور والمؤسسات المالية المختصة. غير أن حامل هذه الأوراق المالية قد يحتاج إلى سيولة في أي وقت من الأوقات، لسبب أو لآخر، وعليه فبمجرد بيع تلك الأوراق ولو لمرة واحدة لمستثمر آخر، تنتقل إلى السوق الثانوية.

ب- السوق الثانوية: هي ذلك الجزء من السوق المالية الذي يتم فيه تداول الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي سبق إصدارها، لهذا تعرف بسوق الإصدارات القديمة. وعليه فهي مكان لقاء الباعة والمشتريين (المستثمرين) لأوراق مالية سبق بيعها في السوق الأولية. فالبائعون تحركهم دوافع شتى أهمها تحقيق سيولة وأرباح على مستثمراهم، والمشترون مدفوعون برغبة الاستثمار في تلك الأوراق لغرض إعادة بيعها وتحقيق الأرباح أيضا، أو بغرض الاحتفاظ بها في المحفظة المالية لوقت لاحق.

ولعل أهم ما يميز هذا التقسيم هو الارتباط الوثيق بين السوقين الأولية والثانوية، فلولا السوق الأولية التي تباع فيها القيم المتداولة لأول مرة لما وجد هناك ما يتداول في السوق الثانوية، كما أنه لولا السير الحسن لهذه الأخيرة بالنسبة لورقة معينة وزيادة الطلب عليها لما سارت السوق الأولية كما ينبغي بالنسبة لتلك الورقة¹¹⁸.

ولقد تم تقسيم الأسواق المالية وفق الأسس الآتية:

- سوق رأس المال (متوسط وطويل الأجل) وسوق النقد (قصير الأجل)؛

- سوق فورية (حاضرة) وسوق آجلة (مستقبلية)؛

- سوق أولية (إصدار) وسوق ثانوية (تداول)؛

- سوق منتظمة (البورصة) وسوق غير منتظمة؛

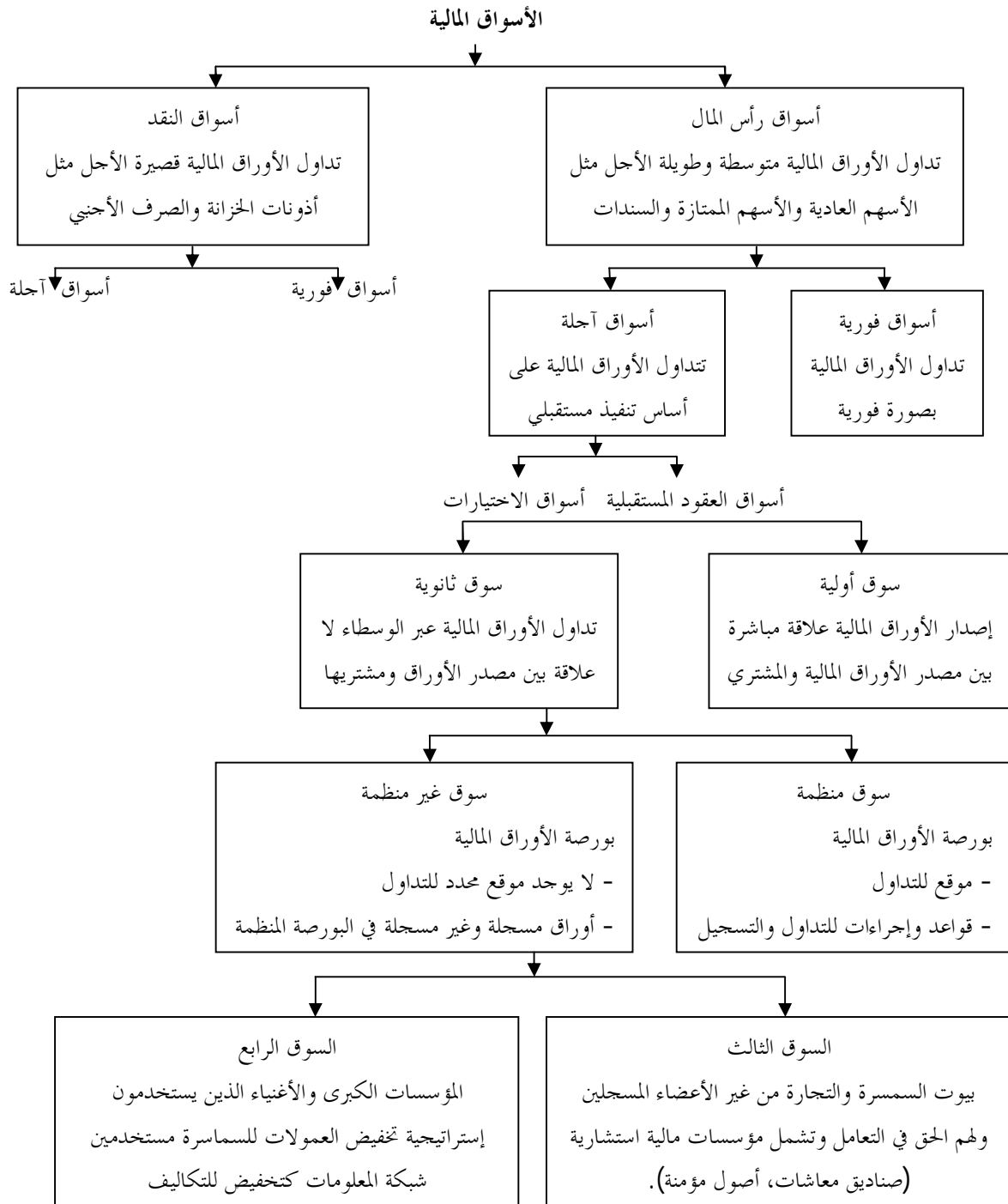
- سوق الأوراق المالية (دين، ملكية) وسوق الصرف الأجنبي¹¹⁹.

¹¹⁸ جبار محفوظ: البورصة، الجزء الأول، دار هومة، مكان الطبعة غير موجود، 2002، ص ص 55-60.

¹¹⁹ محمود محمد الداغر: مرجع سابق، ص 44.

ويساعد الشكل (17) في استيضاح تقسيمات الأسواق المالية في عالمنا المعاصر ووفقا للأسس السابقة.

الشكل رقم 17: مكونات الأسواق المالية



المصدر: محمود محمد الداغر: مرجع سابق، ص 45.

3- مصادر المخاطر في سوق الأوراق المالية:

إن أهم مصادر المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها سوق الأوراق المالية هي كالاتي:

أ- مخاطر سعر الفائدة: يقصد بها قابلية التباين في العائد الناتج عن حدوث تغيرات في مستوى أسعار الفائدة، والتي تؤثر على الأوراق المالية، ويعود ذلك إلى أن قيمة الورقة المالية هي القيمة الحالية لدخلها، وحيث أن سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيم الحالية للأوراق المالية، فإن أسعار كافة الأوراق المالية تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس أو مضاد للتغيرات الحادثة في مستوى أسعار الفائدة، وتؤثر مخاطر سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها على الأسهم العادية.

ب- مخاطر القوى الشرائية: تتمثل في تراجع القوى الشرائية للمدخرات أو الثروة المستثمرة بسبب التضخم، وتصل إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل المدخرات والودائع والسندات وغيرها من العقود التي تدفع فوائد ثابتة، وعندما يتجاوز معدل التضخم معدلات الفائدة الثابتة فإن المدخرات تعاني من هبوط في القوى الشرائية. كما أن الأسهم العادية تميل إلى المعاناة بدرجة أقل من مخاطرة القوى الشرائية مقارنة بالاستثمارات ذات الدخل الثابت، غير أنها لم تؤدي دائما إلى زيادات حقيقية في القوى الشرائية أثناء التضخم، ومن ثم فإنها تحوط جزئي فقط من التضخم.

ج- المخاطر السوقية: تحدث هذه الخسائر نتيجة لتقلبات السوق، ومن ثم تباين أسعار الأوراق المالية بشكل كبير إلى حد لا يتفق مع كثير من تقديرات قيم الأوراق المالية الذاتية أو الحقيقية، فهبوط التقديرات الذاتية تسبب هستيريا تسود السوق ورد فعل مبالغ فيه لأسعار الأوراق المالية وهبوطها دون مستوى قيمتها الاقتصادية الحقيقية. فمخاطر السوق تؤثر بشكل أساسي في الأسهم العادية، أما السندات والأوراق المالية الممتازة الأخرى فهي أقل عرضة لمثل هذه التقلبات لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة أكبر من قيمة الأسهم العادية.

د- مخاطر الرافعة المالية: تزيد الرافعة المالية لأي شركة مع زيادة استخدامها للتمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، وتقاس الرافعة المالية عادة بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو النسبة بين الديون وإجمالي الأصول، ومع افتراض تثبيت كافة الأمور والأشياء الأخرى فإن قابلية حملة الأسهم للتباين تزيد مع استخدام المنشأة للرافعة المالية، وهو ما يطلق عليه مخاطرة الرافعة المالية.

هـ- **مخاطر الإدارة:** يمكن القول أن بعض المنشآت أشرفت على الإفلاس بسبب النظرة الساذجة للإدارة. ومن الأخطاء الإدارية الشائعة عدم الاستعداد لمواجهة الأزمات وانعدام البصيرة والحكمة في التعامل مع أزمة الطاقة والإضرابات العمالية، ضياع الآلات والمعدات غير المؤمن عليها، وخسارة العملاء والموردين المهمين.

و- **مخاطر الصناعة:** أحيانا تتعرض كل المنشآت العاملة في صناعة واحدة أو بضع صناعات لقابلية تغير العائد، فعلى سبيل المثال، عندما تنظم نقابة عمالية كبيرة في قطاع صناعي معين إضرابا، فإن المنشآت العاملة في تلك الصناعة وعملاؤها ومورديها سوف يتأثرون، فإذا كان الإضراب غير متوقع أو إذا استمر لفترة طويلة، فإن تأثيراته يمكن أن تحدث ضررا كبيرا للأرباح والقيم السوقية لأسهم المنشآت ذات الصلة بالإضراب. ويمكن أن تتبع مخاطر الصناعة من مصادر عديدة، منها تعطيل إمدادات المواد الخام، قوانين مكافحة التلوث، تعرض الصناعات التحويلية والبنوك لمنافسة أجنبية شرسة مع بدء تطبيق اتفاقيات منظمة التجارة العالمية، ومثل هذه التأثيرات يمكن أن تكون صغيرة ومؤقتة أو كبيرة ومستمرة لفترة طويلة¹²⁰.

ز- **مخاطر الائتمان:** وهي التي تنتج عن عدم قدرة الجهة التي أصدرت السندات على سداد قيمتها في المواعيد المقررة، ويوجد هذا النوع من المخاطر خاصة عندما تكون السندات المصدرة غير مضمونة من طرف الحكومة¹²¹.

ح- **مخاطر الدورة التجارية:** تشهد الأسواق بمختلف أنواعها دورات تجارية منتظمة من رواج وكساد، وطالما كان هناك اتجاه متوقعا للدورة فلا بد للمستثمرين في الأسواق المالية من بناء توقعاتهم على أساس مديات تأثر الاستثمار بهذه الدورة، حيث أن السوق ما هو إلا حصيلة مكونات ممثلة لوحدة العجز ووحدات الفائض، ومن ثم فالأوراق المالية لهذه الوحدات المختلفة هي المتلقية لتأثير تقلب السوق بفعل دورة الأعمال، وبالتالي فالتقلبات في أسعار الأوراق المالية جزء مهم من تقلبات السوق¹²².

¹²⁰ طارق عبد العال: مرجع سابق، ص ص 368-375.

¹²¹ زياد سليم رمضان، محفوظ أحمد جودة: الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل، الأردن، 2003، ص 284.

¹²² محمود محمد الداغر: مرجع سابق، ص 189.

4- تعريف الأزمة البورصية:

هي أزمة تتميز باضطرابات شديدة في الأسواق المالية مما تضعف من قدرتها على العمل بكفاءة وتؤدي آثارا غير مواتية للاقتصاد الحقيقي ولها عدة صور منها ما يلي:

أ- **أزمة السيولة:** هي غالبا ما تنتج عن الاندفاع نحو سحب الودائع من البنوك، فتتنافس البنوك على بيع بعض أصولها للبنوك الأخرى بهدف الحصول على سيولة يؤدي إلى انهيار قيمتها، ومن ثم تتحول مشكلة السيولة إلى أزمة التوقف على الوفاء بالالتزامات؛

ب- **أزمة التوقف عن الوفاء بالالتزامات:** تنشأ نتيجة اختلال الهياكل التمويلية للمشروعات وعدم توافق الاستحقاق بين أصول وخصوم البنوك ومحدودية رؤوس الأموال. وحينما تتعرض المشروعات والبنوك إلى التعثر وتصبح على وشك التوقف عن الوفاء بالتزاماتها، فإنها تميل للدخول في مجالات تتسم بالمغامرة وارتفاع درجة المخاطرة على أمل الحصول على عوائد مرتفعة، بدلا من الدخول في مجالات استثمار آمنة منخفضة العائد. وفي معظم الأحيان ينتهي بها هذا السلوك إلى الانهيار؛

ج- **أزمة انفجار فقاقيع الأصول:** تنتج عند ارتفاع أسعار الأصول ارتفاعا شديدا بسبب هجوم مضاري عنيف، حيث يعتقد كل مضارب أنه بعيد عن مخاطر انهيار السوق لأنه يستطيع الخروج منه في الوقت المناسب، أو لأنه حقق مكاسب رأسمالية ضخمة تحميه من الخسارة، ولكن بمجرد عودة أسعار الأصول لقيمتها الحقيقية يحدث الانهيار؛

د- **أزمة استراتيجيات وقف الخسائر:** تنشأ هذه الأزمة عندما يصدر التجار أوامرهم إلى السماسرة بالبيع بسعر معين، فإن انخفاضاً في الأسعار قد يتفاقم بشكل كبير نتيجة هذه الممارسات¹²³.

هذه هي أنواع الأزمات المالية التي في حالة ما إذا انفجرت إحداها أدت إلى بعض أو كل الأزمات الأخرى.

¹²³ محمد العربي ساكر: مرجع سابق، ص ص 192-193.

5- أسباب وآثار الأزمة البورصية:

رغم أن أسباب الأزمات تختلف من اقتصاد دولة لأخرى بحسب ظروفه، إلا أن هناك أسباب عامة طرحها خبراء اقتصاديون وتمثل المناخ الذي تنهار فيه البورصات، ومن أبرزها تراكم الديون العامة والديون المشكوك في تحصيلها، وتسارع معدلات النمو في اقتصاديات دول بشكل لا تستوعبه طاقتها الاقتصادية، وكذلك استخدام القروض قصيرة الأجل لتمويل مشروعات ذات فترات طويلة الأجل، هذا إلى جانب تفشي الفساد في الجهاز البنكي، ووصول الطلب إلى أدنى مستوياته بما يخلق حالة من الركود، كما أن المضاربات تخلق ما يسمى باقتصاد الفقاعات الذي ينهار إثر أي هزة.

ولانهيار البورصات مؤشرات يجب أن ينتبه لها المستثمرون ووكلائهم في عمليات التداول، ومن أبرزها:

أ- وجود غالبية المستثمرين الذين يتعاملون في الأسواق المالية من غير المحترفين، ونقص كبير في المعلومات خاصة فيما يتعلق بسوق المال، فضلا عن وجود عمليات بيع لجني الأرباح وأخرى لتعديل المراكز الاستثمارية في السوق؛

ب- انعدام الإفصاح المالي، فالإدلاء بالمعلومات الخاطئة له عواقب وخيمة وانعكاسات سلبية على الأسواق المالية؛

ج- توقع حدوث حرب قد تؤثر بالسلب على الاقتصاد، ومن تم على البورصات، أو وقوع اضطرابات بأحد القطاعات الاقتصادية القائمة في الاقتصاد القومي، كذلك انتشار عمليات كبيرة لغسيل الأموال، فذلك يعتبر نذيرا بوجود انهيار في البورصة؛

د- وجود انهيار في بورصة بها أسهم مشتركة أو مصالح اقتصادية ترتبط بها الدولة مع دولة أخرى يوجد بها الانهيار؛

هـ- عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي لا سيما فيما يتعلق بانخفاض شروط التبادل التجاري الذي يؤدي إلى عجز المشتغلين بالأنشطة التجارية عن الوفاء بالتزاماتهم تجاه البنوك مما يؤدي إلى حدوث الأزمة؛

و- التقلبات في أسعار الفائدة العالمية التي لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل كذلك على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية، فضلا عن التوسع في منح الائتمان وضخامة التدفقات المالية الخارجية.

ولهذه الأزمات المالية آثار سلبية منها انهيار أسعار صرف الدولة وتدهور قيمة عملتها الوطنية، مما تضعف الثقة بها داخليا وخارجيا، فتلجأ إلى الاقتراض من العالم الخارجي، الأمر الذي يتسبب في تراكم ديونها الخارجية، مما يؤثر على النمو الاقتصادي ورفاهية الفرد. كما أن المستهلك النهائي يتحمل الأعباء الناجمة عن ارتفاع الأسعار، وعدم قدرة الدولة على جذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار أو انسحاب الاستثمارات الحالية، مما يؤثر على قدرة الدولة على توفير العملات الأجنبية، فتتأثر حركة المبادلات التجارية الخارجية، مما تؤدي إلى زيادة ارتفاع الأسعار، وبالتالي قلة الدخل الحقيقي الذي يحصل عليه الفرد¹²⁴.

المبحث الرابع: عرض أهم الأزمات المالية:

عرف الاقتصاد العالمي الكثير من الهزات المالية، اختلفت في مدتها وآثارها من أزمة مالية إلى أخرى، ونظرا لانتشار عدواها أصبح ما إن تصاب أحد الدول بأزمة حتى تنتقل إلى الدول المجاورة والدول المرتبطة بعلاقات اقتصادية معها، ثم إلى بقية دول العالم، وعليه هناك بعض الاقتصاديات تعرضت إلى أزمات مالية سنقوم بالتطرق إليها من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: أزمة 1929:

تعد أزمة 1929 أزمة لم يعرف العالم سابقا مثيلا لها، والتي انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية وامتدت إلى البلدان الصناعية الأخرى بشكل سريع، وأثرت على جميع القطاعات الاقتصادية والطبقات الاجتماعية بشكل أدى إلى إجراء تغييرات حاسمة في النظام الرأسمالي.

1- ظروف ما قبل الأزمة:

كانت العشرينات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية سنوات مضاربة حادة، وقد تجلت هذه الأخيرة أولا في العقارات وما يتصل بها، وهكذا تضاعف شراء الأراضي والبيوت في سنة 1925 في فلوريدا حيث المناخ المطلوب والقرب نظرا إلى تطور الطيران وانتشاره، وعرفت الأسعار ارتفاعا سريعا والكل يبحث على الأقل للحصول على مصدر مداخيل دائمة "تأجير" أو على الإقامة "استعمال المنزل". وفي سنة 1926، عندما اجتاحت فلوريدا إعصاران، لم تعد فيها الأماكن مرغوبة، واتجه الجميع نحو البورصة في ربيع 1928، وبلغ تصاعد أسعار الأسهم بين جوان 1928 وسبتمبر 1929، 56% في بورصة نيويورك، ويرجع هذا الارتفاع إلى الأسباب التالية:

¹²⁴ أوكيل نسيمية: مرجع سابق، ص 109.

أ- التصريحات المتفائلة: وهي صادرة عن صناعيين، مثل المدير العام لشركة جنرال موتورز سنة 1928، أو عن رجال سياسة (كوليدج Coolidge رئيس الولايات المتحدة الأمريكية حتى مارس 1929، وحتى هوكر Hoover الذي جاء من بعده)، وعن اقتصاديين مثل إيرفينج فيشر Irving Fisher، أما شركة هاربرد الاقتصادية فقد استمرت في تفاؤلها حتى بعد الانهيار، فقد صرح مدراءها في ديسمبر 1929 بأن الأزمة بعيدة الاحتمال؛

ب- وفرة الادخار وسهولة التسليف: أتاحت وفرة الادخار بعد عدة سنوات من الرخاء وسهولة الحصول على التسليفات إلى تمويل المشروعات نقدا والمشتريات الحدية على أساس تقنية هامش الضمان*؛

ج- إنشاء وتأثير الشركات الاستثمارية المتعددة**: هذه الشركات مموله من الاستعانة بالادخار العام وخاصة الادخار الصغير، وتستعمل الرساميل المحصلة للحصول على الأوراق المالية؛

د- تسامح السلطات النقدية: لم تستطع السلطات النقدية الأمريكية أو لم ترغب بالوقوف في وجه حركة الارتفاع عندما بدا واضحا أنها تتجاوز المألوف، خاصة أن ارتفاع معدل الخصم من قبل البنك الفدرالي الاحتياطي لنيويورك من 5 إلى 6% في أوت 1929 كان متأخرا¹²⁵.

2- حدوث الأزمة:

انطلقت الأزمة في أكتوبر من سنة 1929 بعد حدوث انهيار مالي مريع في بورصة وول ستريت بنيويورك، وهبطت أسعار الأسهم هبوطا هائلا وخسرت من قيمتها حوالي 32 مليار دولار. إن هذا الانهيار المالي وضع حدا للازدهار المالي المصطنع الناجم عن المضاربة، فمنذ سنة 1925 إلى نهاية صيف سنة 1929 ارتفعت أسعار السندات المالية بمعدل أربعة أضعاف بسبب لجوء الكثيرين إلى التلاعب في البورصات بحثا عن الأرباح السريعة، وارتفع مؤشر داو جونز ارتفاعا لم يسبق له مثيل، حيث أنتقل المؤشر من 100 نقطة إلى 300 نقطة بنسبة مقدارها 273%، ومن تم بدأ الانحسار الذي أدى إلى فقدان وخسارة المستثمرين حوالي 200 مليار

* الشراء بالهامش المضمون: هي تقنية على أساسها يمكن لمضارب يملك رأسمال يساوي مثلا 100 أن يحصل على أوراق مالية بمبلغ أكبر مثلا 180. يحول القرض بالاستعانة بقرض لدى السماسرة. تتكون الضمانة للمقرض من وديعة أسهم ومن المبلغ المقدم أساسا والذي يسمى هامش الضمان. وفي مثالنا هذا يعادل هامش الضمان 55% (100/180).

** شركات الاستثمار: هي شركات تكاثرت في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة ما بين 1927 و 1929، وتتكون من رأس مال ذات 90% من أسهم ذات امتياز، لا تخول حق التصويت لكنها تشمل على أفضلية التعويض. أما باقي رأس المال فيأخذ شكل أسهم عادية مملوكة من طرف المديرين. والشركة التي كانت معروفة أكثر من بين هذه الشركات هي غولدمان ساتش Goldman Sachs.

¹²⁵ دانييل أرنولد: تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم، المؤسسة الجامعية، لبنان، 1992، ص ص 29-32.

دولار وإفلاس حوالي 3500 بنك في يوم واحد، وقد بلغت الأسعار أقصاها في سبتمبر 1929 بـ 216 دولار، ثم بدأ الانخفاض إلى أن وصل 34 دولار في جوان 1932¹²⁶.

3- تفسير الأزمة:

عرفت الولايات المتحدة الأمريكية بين 1920 و 1929 في المنتجات الصناعية ارتفاعا ملموسا في الأجور الحقيقية، مما عمدت المؤسسات الصناعية إلى التقنية الحديثة وتحسين تنظيم العمل، ولكن أرباح الإنتاجية لم تكن كافية للتعويض عن ارتفاع الأجور، وذلك يفسر انخفاض معدل الربح. المؤسسات توسعت في الاستثمار رغبة في الحصول على أرباح أكبر، فكان لا بد لها من البحث على رؤوس الأموال من السوق المالية، وحتى تجذب المساهمين كان عليها أن تطبق سياسة توزيع جريئة للأرباح وأن تخفي خسائرها المحتملة. وتنجح هذه الإستراتيجية إذا تشكلت الأسعار في شكل حلزوني متصاعد، إلى أن تصل مستوى لا يقابل أبدا ربحية الشركات، وهنا يكون لا مفر من الانهيار.

وفقا لكينز، كانت معدلات الفائدة في ربيع 1929 مرتفعة كثيرا بالنسبة للمستثمرين بعد الأخذ بعين الاعتبار الإيراد المتوقع لرأس المال المستثمر، وقد انعكس انخفاض الاستثمارات على الأرباح الإجمالية، ولم يستطع انخفاض الأرباح أن يؤثر لأجل على الإنتاج وعلى أسعار البورصة، واتجهت الأسعار نحو الانخفاض في سبتمبر 1929. وقد وجدت التصريحات المتشائمة للإحصائي بانسون "Banson" ورجال الأخبار في التايمز "Times" صدى لدى المضاربين المتنبهين لأن يبيعوا عند أول بادرة للهبوط الدائم كي يستعيدوا ديونهم ويحققوا الأرباح. بدأ انهيار البورصة يوم 19 أكتوبر 1929، وأصبح تدريجيا أزمة اقتصادية شاملة وحادة، رافقها انخفاض الأسعار، وإنتاج صناعي زائد¹²⁷.

كان أصحاب الأوراق المالية في أكتوبر 1929 يشكلون 1.5 مليون، أي على الأكثر 5% من مجموع الأسر، نضيف إلى ذلك أن المشترين الحديين 600000 اللذين أفلسوا. فبعد أن ابلغوا بإنذارات وجوب تسديد ما عليهم من ديون مسلفة إليهم، كانوا مضطرين لتخفيض استهلاكهم بشكل كبير، مما أثر كثيرا على النشاط الاقتصادي. كذلك تعرضت المؤسسات إلى نقص ثرائها بانخفاض قيمة محفظتها المالية، مع نتائج ضارة باستثماراتها.

¹²⁶ أوكيل نسيمة: مرجع سابق، ص ص 249-250.

¹²⁷ دانييل أرنولد: مرجع سابق، ص ص 33-35.

بعد سنة 1914، كانت بعض البلدان مثل الولايات المتحدة الأمريكية واليابان قد رفعت الإنتاج لتخفيف نقص التجهيزات للبلدان المحاربة ولتموينها بالمنتجات الصناعية. ولكن بعد انتهاء الحرب وإعادة التعمير في سنة 1925 عادت المؤسسات المالية والتجارية الأوروبية إلى السوق، ذلك هو الإنتاج الزائد. من جهة ثانية إبتداء من سنة 1928 انخفضت القروض البنكية الأمريكية إلى باقي العالم وتراجع الاكتتاب من المستثمرين الأمريكيين في إصدارات السندات الأجنبية. وكان على بعض البلدان المدينة مثل ألمانيا ودول أمريكا اللاتينية أن تخفض وارداتها، مما تأثرت منافذ التصريف الأمريكية وتفاقت الأزمة الاقتصادية تدريجيا بعد انهيار البورصة، فلقد تدنى الإنتاج الصناعي الأمريكي بـ 10% في نوفمبر 1929 ثم بـ 12% في ديسمبر 1929، ولقد بلغ هذا التدني 48% ما بين 1929 و1932¹²⁸.

كما أن الأشخاص توزع ثرواتها إما في شكل نقود سائلة تحتفظ بها، أو تودعها في شكل ادخارات وودائع جارية أو تستثمرها في الأوراق المالية. وعلى هذا فإن انخفاض قيمة الأوراق والأصول المالية والنقدية قد أدى إلى فقدان الثقة فيها، فاندفع الأفراد نحو تحويل ثرواتهم إلى شكل سائل ثم تحويل السيولة النقدية إلى اكتناز معدني ذهبي. وحدث هذا بالفعل، مما جعل البنوك تعاني من نقص السيولة لمواجهة طلبات السحب، فانكمش الائتمان، وانعكس ذلك على التمويل والاستثمار فانخفض الإنتاج ونقص الاستهلاك وزادت البطالة¹²⁹.

4- خصائص أزمة 1929:

إن أهم الخصائص التي تميزت بها الأزمة هي كالتالي:

أ- لقد تسببت في زعزعة الاستقرار في النظام الرأسمالي بأكمله؛

ب- كان لها صفة دورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الرأسمالية الدورية؛

ج- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا حيث استمرت لمدة 4 سنوات؛

د- عمق وحدة الأزمة استثنائي، ففي الولايات المتحدة الأمريكية انخفضت الودائع لدى البنوك بمقدار 33%، كما انخفضت عمليات الخصم والإقراض بمقدار مرتين، وبلغ عدد البنوك التي أفلست منذ بداية سنة 1929 حتى منتصف سنة 1933 أكثر من 10000 بنك، أي حوالي 40% من عدد البنوك الأمريكية، مما نتج عنه ضياع

¹²⁸ نفس المرجع السابق، ص ص 38-40.

¹²⁹ محمد العربي ساكر: مرجع سابق، ص 131.

الكثير من مدخرات المودعين خاصة الصغار، وأدى ظهور هذه الأزمة في الأسواق المالية الدولية إلى انهيار أسعار الأوراق المالية التي انخفضت بنسبة 66% في ألمانيا و90% في الولايات المتحدة الأمريكية؛

هـ - انخفاض معدلات الفائدة حيث كان سعر الخصم خلال الفترة 1930-1933 لدى بنك إنجلترا محدود بـ 3.1% مقابل 5.5% في سنة 1929، ولدى البنك المركزي في نيويورك 2.6% مقابل 5.2% في نفس سنة؛

و - والملاحظ هو اختلاف درجة حدة الأزمة من دولة إلى أخرى، ففي خريف 1929 انهارت أسعار الأوراق المالية في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية وفي نفس الوقت بدأ انخفاض القوة الشرائية للدول التي تعتمد على الزراعة بسبب تدهور أسعار المواد الأولية الزراعية، مما أدى إلى ظهور أزمات في موازين مدفوعات هذه الدول. وفي ربيع 1931 امتدت الأزمة النقدية والمالية إلى الدول الأوروبية لتبدأ في إنجلترا في خريف نفس العام، ثم اندلعت الأزمة من جديد في ربيع عام 1933 في الولايات المتحدة الأمريكية وبشكل خاص في النظام النقدي والائتماني؛

ز - توافقت الأزمة بتقلبات حادة في أسعار صرف العملات مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول، وفي نفس الوقت تدهور القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازن المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية. ففي إنجلترا تم إيقاف قابلية استبدال النقود الورقية بالذهب بتاريخ 21 سبتمبر 1931، ونتج عنه تدهور قيمة الإسترليني وما تبعه من تدهور في قيم العملات التي كانت مرتبطة به. وفي الولايات المتحدة الأمريكية سبب إلغاء العمل بالنظام الذهبي سنة 1933 تزايد الإقبال على استبدال النقود الورقية بالذهب، وأيضا انخفاض السيولة لدى البنوك بالإضافة إلى انخفاض الاحتياطات الذهبية. لقد تسببت هذه الأزمة في انخفاض قيم العملات الرئيسية الدولية من 50% إلى 84% بالمقارنة مع مستوى ما قبل الأزمة؛

ح - نتج على الائتمان الدولي طويل الأجل توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا والنمسا... الخ¹³⁰.

¹³⁰ مروان عطوان: الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني، مشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص ص 100-103.

5- نتائج الأزمة:

إن نتائج أزمة 1929 تتمثل فيما يلي:

أ- دمار النظام البنكي للولايات المتحدة الأمريكية: كانت البنوك قد ابتليت بالانهيار وعرفت مشاكل في السيولة، وظهرت أزمة ثقة المودعين في نهاية سنة 1929 وتفاقت الوضعية سنة 1930 بسبب صعوبات إعادة التمويل لدى البنك الاحتياطي الفدرالي الذي لم تكن مشترياته من السوق المفتوحة كافية؛

ب- تدني قيمة الليرة الإسترلينية: كان بنسبة 30% مما ترك الإنجليز قاعدة الذهب، فكان السبب لبروز أزمة ثقة بالدولار، مما أجبر البنك الفدرالي الاحتياطي الأمريكي إلى رفع سعر الخصم من 0.5% إلى 3.5%، وبانخفاض الأسعار خلال تلك الفترة ازدادت الصعوبات أمام البنوك وتضاعفت الإفلاسات. كما نشرت المؤسسة المالية التي أنشأها "هوفر" في أكتوبر 1931 من أجل تقديم قروض للبنوك لائحة البنوك التي منحتها دعمها، وفسر السوق هذه اللائحة بأنها للبنوك التي تشكو من ضائقة، وقد أجبر الهلع الذي تبع ذلك إلى إصدار "روزفلت" في 6 مارس 1933 العطلة البنكية العامة، أوقفت كل البنوك لمدة أسبوع ولم يعد للعمل من جديد ألفا بنك؛

ج- التصفية العامة لديون الشركات: أدى تخفيض قطاع الأسر لمشترياته من السلع والخدمات من جهة وضغط البنوك الدائنة على الشركات من جهة أخرى إلى تصفية عامة لديون الشركات، فبدافع الوقاية لم تجدد قروضها القصيرة الأجل أي رغبتها في الابتعاد عن المديونية خوفا من الإفلاس، كما تخلت عن محفظة الأوراق المالية وباعت بالخسارة مخزونها مما أجبرها على تخفيض إنتاجها، ونتج عن ذلك في نفس الوقت تقلص الكتلة النقدية الذي مرده عدم المديونية وانخفاض تداول النقود بسبب زيادة مخزونات الحيطرة. تسبب الانكماش بتدني الأسعار مما انعكس ارتفاعا على الدين الحقيقي وانخفاضا على أرباح الشركات والإنتاج والاستخدام؛

د- تصدير واستيراد الأزمة: مباشرة بعد انهيار بورصة وول ستريت استرجعت البنوك الأمريكية رساميلها المودعة في البورصات الأوروبية وخاصة في ألمانيا والنمسا، وذلك ببيعها الأوراق المالية التي بحوزتها رغبة منها في حل مشاكل السيولة، كان من شأن ذلك انتشار الانهيار على الصعيد الدولي وانتقال الصعوبات من البورصات والبنوك الأوروبية إلى الولايات المتحدة الأمريكية، وزادت حدة الأزمة البنكية في مارس 1931 بإفلاس بنك كريديتانسالت "Kreditanstalt" النمساوي في ماي 1931 والتي تملك البنوك الأمريكية فيه

أسهما. أما تجاريا فيظهر من خلال انخفاض الواردات الأمريكية الذي صاحبه آثار سلبية على الطلب والإنتاج للبلدان الأخرى، كذلك اتهارت الصادرات الأمريكية، مما زاد من تصعيد الأزمة¹³¹؛

ه- نتج على الأزمة انخفاض الإنتاج الصناعي بمقدار 35% على الصعيد العالمي و50% في الولايات المتحدة الأمريكية، البيع بالخسارة للمنتجات الزراعية، ارتفاع معدل البطالة بحوالي 3 ملايين في بريطانيا، 6 ملايين في ألمانيا و12 مليون في الولايات المتحدة الأمريكية، انخفاض المبادلات الدولية، تزايد إفلاس البنوك والمصانع¹³².

المطلب الثاني: أزمة 1987:

إن البحث عن أسباب ونتائج أزمة أكتوبر عام 1987 يقتضي الإلمام بأهم التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال عقد الثمانينيات من القرن الماضي بغية معرفة البيئة التي انفجرت فيها الأزمة.

1- خصائص الفترة السابقة للأزمة:

منذ سنة 1982 شهدت بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية جملة من التطورات الاقتصادية الهامة يمكن إنجازها فيما يلي:

أ- انخفض معدل نمو الناتج القومي الحقيقي في الولايات المتحدة الأمريكية من 6.4% إلى 2.5% ، في اليابان من 5.1% إلى 2.5% وفي ألمانيا الاتحادية من 3% إلى 2.4%. ومن أسباب الانخفاض ارتفاع أسعار الفائدة حتى سنة 1985 وما نتج عنها من تقليص في حجم الاستثمارات، ثم انخفاض معدلات نمو التجارة الدولية اعتبارا من سنة 1985 بسبب تزايد أعباء خدمة القروض العامة في البلدان النامية التي اضطرت إلى اتخاذ سياسات ترمي إلى تخفيض وارداتها من دول المنظمة.

ب- انخفاض معدلات نمو الطلب الداخلي في دول المنظمة من 5% في سنة 1984 إلى 3.6% في سنة 1986، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فانخفض من 8.3% إلى 3.5%، بينما ارتفع هذا المعدل من 1.9% إلى 3.8% في ألمانيا الاتحادية، وفي اليابان ارتفع من 3.8% إلى 4%. إن تقلبات هذا المعدل تأثر بالعديد من العوامل من أهمها: معدلات نمو الناتج القومي، أسعار الاستهلاك، السياسات الضريبية، معدلات الفائدة.

ج- اتجاه معدلات التضخم إلى الانخفاض منذ سنة 1981، حيث وصلت سنة 1986 في الولايات المتحدة الأمريكية 2.1% ، 0.6% في اليابان، 3.8% في كل من فرنسا وانجلترا وإيطاليا، كما بلغ متوسط معدل

¹³¹ دانييل أرنولد: مرجع سابق، ص ص 40-44.

¹³² Abdellah Ali Toudert: op.cit, p 8.

التضخم في دول المنظمة 2.8%. ومن أهم أسباب انخفاض معدلات التضخم هو الانخفاض الحاد في أسعار واردات تلك الدول من المواد الأولية والبتترول من البلدان النامية.

د- خلال الفترة 1984-1986 ارتفع العجز في الميزان التجاري للولايات المتحدة الأمريكية من 106.5 إلى 140.6 مليار دولار، قابله ذلك فائض في كل من الميزان التجاري الياباني من 35 إلى 86 مليار دولار، والألماني من 7 إلى 35.8 مليار دولار، في حين العجز في الدول المصدرة للبتترول ارتفع من 7.1 إلى 31.9 مليار دولار، بينما انخفض العجز في الدول النامية غير المصدرة للبتترول من 19.9 إلى 10.9 مليار دولار¹³³.

ه- ابتداء من سنة 1980 وحتى سنة 1985 اتجه سعر صرف الدولار نحو الارتفاع بشكل سريع مقابل العملات الأخرى بسبب ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية، فاضطرت اليابان والدول الأوروبية إلى رفع أسعار فائدتها لتخفيف من الضغوطات التي كانت تتعرض لها عملاتها، مما كان له تأثير سلبي على حجم الاستثمارات وعلى استقرار الأسواق المالية الدولية بشكل عام. ومنذ سنة 1985 قامت الولايات المتحدة الأمريكية بتخفيض أسعار الفائدة بهدف دفع سعر صرف الدولار نحو الانخفاض وترافق بهزات عنيفة في الأسواق المالية الدولية، وفي سنة 1987 لجأت إلى رفع أسعار الفائدة مرة أخرى مما أدى إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية بشكل حاد في الأسواق المالية الدولية، وفي نهاية سنة 1987 تزايدت مطالبة اليابان وألمانيا الاتحادية للولايات المتحدة الأمريكية بالتدخل لدعم الدولار عن طريق تخفيف العجز في موازنتها العامة، لكنها أحجمت عن التدخل لأنها هدفها كان تحقيق مزايا تنافسية في الأسواق الدولية من خلال انخفاض قيمة الدولار، وبالتالي تخفيف العجز في ميزانها التجاري. ومن الآثار السلبية التي نجمت عن تدهور قيمة الدولار ومن ثم أسعار الأوراق المالية في أهم الأسواق المالية الدولية هي العودة إلى الأذهان نتائج الأزمة الاقتصادية الكبرى (1929-1933)، مما تسبب في انتشار موجة من الذعر في الأوساط المالية الدولية، وعليه استوجب قيام اليابان وألمانيا الاتحادية بالتدخل في الأسواق المالية لدعم الدولار بشراء كميات كبيرة منه مقابل عملاتها المحلية مما ساهم في رفع معدلات التضخم لديها.

و- خلال الفترة 1976-1986 شهد نشاط الأسواق المالية الدولية تحسنا ملحوظا، حيث بلغت الاستثمارات في هذه الأسواق مستويات عالية، ولقد ترافقت هذه التطورات بزيادة عدد الأسهم والسندات¹³⁴، ففي سنة 1986 بلغت الاستثمارات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية 3.4 تريليون دولار، انكلترا 412 مليار دولار،

¹³³ مروان عطوان: مرجع سابق، ص ص 154-156.

¹³⁴ نفس المرجع أعلاه، ص ص 167-169.

وفي اليابان 2 تريليون دولار، وفي مجموع هذه الدول تجاوزت حصة السندات الحكومية الطويلة الأجل 50% من إجمالي الاستثمارات¹³⁵.

2- انفجار الأزمة:

ارتبطت أزمة سنة 1987 بيوم الاثنين الموافق لـ 19 أكتوبر على الرغم من أن الهبوط في الأسعار حدث في فرنسا ونيوزيلندا وإسبانيا عند إفتتاح تلك الأسواق في يوم الأربعاء 14 أكتوبر، ثم انتقل إلى أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، ليستمر الانخفاض في كافة الأسواق حتى يوم الجمعة 16 أكتوبر. غير أن الانخفاض عند الانفتاح في يوم الاثنين كان كبيرا حيث بلغ في المتوسط حوالي 22.6% مقارنة بأسعار الإقفال في يوم الجمعة السابق¹³⁶. حيث انهارت بورصة نيويورك للأوراق المالية وحققت خسارة قدرها 500 مليار دولار وانخفض مؤشر داو جونز بـ 22.4% في هذا اليوم¹³⁷، ومنها انتقلت الأزمة إلى بقية البورصات العالمية وخاصة بورصة لندن وطوكيو¹³⁸.

فخلال شهر أكتوبر أخذت الأسعار في كافة الأسواق الاتجاه التنازلي وهو ما يوضحه الجدول رقم 06 الذي يبين قيمة مؤشرات الأسعار في 23 دولة، ومن أبرز الحقائق التي يكشف عنها هي كالتالي:

¹³⁵ نفس المرجع السابق، ص 173.

¹³⁶ منير ابراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 587.

¹³⁷ Abdellah Ali Toudert: op.cit, p 13.

¹³⁸ عرفات تقي الحسيني: مرجع سابق، ص 201.

الجدول رقم 06: نسب التغير في قيم مؤشرات الأسواق المالية لـ 23 دولة خلال سنة 1987،
وخلال أكتوبر من نفس العام.

بالدولار		بالعملة المحلية		
1987	أكتوبر 1987	1987	أكتوبر 1987	
4.7	-44.9	-3.6	-41.8	استراليا
0.7	-5.8	-17.6	-11.4	النمسا
3.1	-18.9	-15.5	-23.2	بلجيكا
10.4	-22.9	4.0	-22.5	كندا
15.5	-7.3	-4.5	-12.5	الدانمارك
-13.9	-19.5	-27.8	-22.9	فرنسا
-22.7	-17.1	-36.8	-22.3	ألمانيا
-11.0	-45.8	-11.3	-45.8	هونج كونج
4.7	-25.4	-12.3	-29.6	ايرلندا
22.3	-12.9	-32.4	-16.3	ايطاليا
41.4	-7.7	8.5	-12.8	اليابان
11.7	-39.3	6.9	-39.8	ماليزيا
5.5	-37.6	158.9	-35.0	المكسيك
0.3	-18.1	-18.9	-23.3	هولندا
-23.8	-36.0	-38.7	-29.3	نيوزيلندا
1.7	-28.8	-14.0	-30.5	النرويج
-2.7	-41.6	-10.6	-42.2	سنغافورا
33.5	-29.0	-8.8	-23.9	جنوب أفريقيا
32.6	-23.1	8.2	-27.7	اسبانيا
-0.9	-18.6	-15.1	-21.8	السويد
-16.5	-20.8	-34.0	-26.1	سويسرا
32.5	-22.1	4.6	-26.4	انجلترا
0.5	-21.6	0.5	-21.6	الولايات المتحدة

المصدر: منير إبراهيم هندي: مرجع سابق، ص 590.

أ- خلال سنة 1987 لم يبدو أي تناسق في اتجاه تغير أسعار السوق، فبعضها كان موجبا والآخر كان سالبا،
أما في شهر أكتوبر الذي حدثت فيه الأزمة فقد أخذت الأسعار في الاتجاه التنازلي.

ب- بمقياس الدولار كان أداء سوق اليابان خلال سنة 1987 متميزاً، إذ سجل فيه المؤشر ارتفاعاً بلغ 41.4%، أما أسوأ أداء فكان لسوق نيوزيلندا حيث سجل المؤشر انخفاضاً نسبته 23.8%.

ج- بالنسبة للمكسيك أظهر المؤشر المحسوب على أساس الدولار لسنة 1987 تحسناً ضئيلاً 5.5% بالمقارنة بالتحسن المحسوب على أساس العملة المحلية 158.9% ويعزى الفرق لتدهور قيمة العملة المحلية.

د- كان التدهور في قيم المؤشرات في شهر أكتوبر عاماً، ومع هذا فقد كان الانخفاض (بالعملة المحلية والدولار) عند حده الأدنى في النمسا والدانمرك واليابان، بينما كان في حده الأقصى في استراليا وبعض دول آسيا كهونغ كونغ، سنغافورة وماليزيا.

هـ- بترتيب الدول تصاعدياً من حيث نسبة الانخفاض في قيم المؤشرات في شهر أكتوبر، يأتي ترتيب الولايات المتحدة الأمريكية الخامس عند حساب قيم المؤشرات بالعملة المحلية، بينما يأتي ترتيبها الحادي عشر عند حساب قيم المؤشرات بالدولار¹³⁹.

3- أسباب الأزمة:

وبشكل عام يمكن تلخيص أسباب أزمة أكتوبر 1987 في الأسواق المالية الدولية فيما يلي:

أ- ارتفاع العجز في الميزان التجاري الأمريكي من 106.5 مليار دولار سنة 1984 إلى 140.6 مليار دولار سنة 1986¹⁴⁰، مما أدى إلى توقع لجوء السلطات الأمريكية إلى معالجة العجز في ميزانها التجاري عن طريق تخفيض قيمة الدولار بهدف زيادة الصادرات والحد من الواردات، وهذا الإجراء من شأنه المساهمة في تخفيض القيمة الحقيقية للموجودات بالدولار لدى المستثمرين الأجانب، مما دفع هؤلاء المستثمرين للإسراع بالتخلص من أصولهم المالية المحررة بالدولار والبحث عن مجالات استثمار أخرى أكثر ضماناً، وهو ما ساهم في زيادة عرض الأصول المالية خاصة الأسهم في الأسواق وبالتالي انهيار أسعارها¹⁴¹.

ب- وجود تفاوت في حجم الإدخارات المتوافرة بين البلدان الرأسمالية المتقدمة المعنية، والتي تمثلت بمواقف موازين مدفوعاتها، فبعضها دول ذات فائض خارجي كاليابان وألمانيا ودول أخرى ذات عجز كالولايات

¹³⁹ منير ابراهيم هندي: مرجع سابق، ص 588.

¹⁴⁰ مروان عطوان: مرجع سابق، ص 156.

¹⁴¹ نفس المرجع أعلاه، ص 200.

المتحدة الأمريكية وفرنسا وإيطاليا، مما يعني صعوبة اتفاق هذه الدول في وضع سياسات اقتصادية أو مالية تكفل معالجة هذه الإختلالات.

ج- بروز أزمة ثقة التوقعات حول مستقبل الأسواق المالية مع استمرار عدم ثقة الأمريكيون بتحسين حالة العجز في الموازنة العامة، وبالتالي اضطرار السلطات النقدية برفع سعر الخصم لأكثر مما سبق، بالإضافة إلى الإشاعات التي روجت من لدن السماسرة في أسواق الأسهم المالية.

د- لقد آل قرار الإتحاد الأوروبي برفع سعر الخصم قبل اندلاع الأزمة إلى قيام البنوك التجارية برفع أسعار الفائدة، مما أدى إلى تحول المستثمرين من المضاربة بالأسهم إلى حوافظ السندات لما تحفقه لهم من عوائد مرتفعة مقارنة بالأسهم التي تدهورت أسعارها وتعرضت أسواقها إلى اضطرابات حادة¹⁴². فتحول الكثير من المستثمرين من حيازة الأسهم إلى السندات خاصة السندات الحكومية طويلة الأجل الصادرة عن السلطات الأمريكية أدى إلى الزيادة في عرض الأسهم ومن تم تدهور أسعارها ولجوء الكثير من المستثمرين في الأسواق المالية إلى الأسواق النقدية باستبدال أصولهم المالية الطويلة الأجل الأقل سيولة بأصول أخرى قصيرة الأجل الأكثر سيولة توفر لهم ضمانات أكثر لمواجهة أزمات أخرى متوقعة¹⁴³.

هـ- تزايد حجم المديونية الخارجية للولايات المتحدة الأمريكية إلى أكثر من 500 مليار دولار، والتي يمكن أن تسبب بإضعاف الثقة بالدولار وتناقص الضمانات الحقيقية للأصول المالية المحررة بالدولار، فإشاعة الخوف والقلق من حدوث أزمات في اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية يمكن أن تؤدي إلى انهيار الأسواق المالية¹⁴⁴.

و- أزمة أكتوبر 1987 هي ناتجة من ردود أفعال مبالغ فيها، أي أن موجة من أوامر الشراء عادة ما يصاحبها موجات متتالية من أوامر الشراء، وأن موجة من أوامر البيع عادة ما يصاحبها موجات متتالية من أوامر البيع. على ضوء هذا المفهوم فإن أزمة أكتوبر لا تخرج عن كونها سلسلة من التصرفات غير الرشيدة للمتعاملين في السوق، فالموجة الأولى من أوامر البيع حركت السوق نحو المزيد والمزيد من أوامر البيع، حتى انتهى الأمر إلى هبوط شديد في الأسعار¹⁴⁵.

¹⁴² عرفات تقي الحسني: مرجع سابق، ص 202.

¹⁴³ مروان عطوان: مرجع سابق، ص ص 200-201.

¹⁴⁴ نفس المرجع أعلاه، ص 205.

¹⁴⁵ منير إبراهيم هندي: مرجع سابق، ص 595.

ز- إن مستويات أسعار الأسهم في السوق كانت أعلى بكثير مما كان ينبغي أن تكون عليه، وأن ما حدث لا يخرج عن كونه تصحيح للمسار، فالأسعار ارتفعت خلال التسعة أشهر السابقة على حدوث الأزمة بما يعادل 42%، وعليه فإن الانخفاض الذي حدث خلال يومي 19 و 20 أكتوبر والذي بلغت نسبته حوالي 23% قد ينظر إليه على أنه محاولة لتصحيح الأوضاع، فالأسعار في 19 أكتوبر من سنة 1987 انخفضت لتصل إلى المستوى الذي كانت عليه في جانفي من سنة 1975¹⁴⁶.

ح- توقع ارتفاع أسعار الفائدة، خاصة بعد أن قررت حكومة ألمانيا الغربية رفع سعر الفائدة، فوفقا لاتفاقية اللوفر التي أبرمت في جانفي 1987 والتي بمقتضاها تم ربط عملة مجموعة من الدول بسعر تبادل محدد، أصبح من المتوقع أن تقوم الولايات المتحدة الأمريكية هي الأخرى برفع سعر الفائدة بالقدر الذي يحافظ على سعر التبادل للدولار. ولم يكن احتمال ارتفاع سعر الفائدة هو مصدر الخوف الوحيد، فقد كانت هناك خشية أيضا من حدوث تضخم.

ط- إن الأرقام الشهرية للتجارة الخارجية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال سنة 1987 كشفت عن عجز في الميزان التجاري، وهو ما أثار التوقعات بانخفاض قيمة الدولار أو بارتفاع سعر الفائدة. والأكثر أهمية أن هبوط سعر الدولار أدى بالبنك المركزي الأمريكي إلى إعطاء إيجاعات بأن مرحلة النمو المتميز للاقتصاد هي في طريقها إلى الانتهاء¹⁴⁷.

ي- ارتفاع الطلب على العملات القوية نسبيا كالمارك الألماني والين مقابل الدولار، وبالتالي استمرار تدهور قيمة الدولار مقابل العملات الأخرى.

ك- لقد أدى لجوء الحكومة الألمانية إلى فرض ضريبة بنسبة 10% على الإدخارات والاستثمارات إلى التأثير سلبا على أسعار الأوراق المالية في ألمانيا الاتحادية، حيث انخفضت أسعار هذه الأوراق بسبب انخفاض عوائدها الحقيقية نتيجة للضريبة المذكورة¹⁴⁸.

ل- الانخفاض الحاد في أسعار البترول كان له تأثيرات هامة على أوضاع الأسواق المالية، وبشكل خاص البنوك الدولية الكبيرة التي قدمت قروضا ضخمة لبعض الدول المنتجة للبترول مثل المكسيك، كما تسبب انهيار أسعار

¹⁴⁶ نفس المرجع السابق، ص 597.

¹⁴⁷ نفس المرجع أعلاه، ص 602.

¹⁴⁸ مروان عطوان: مرجع سابق، ص 192.

البتروول في تدهور قيم أسهم الشركات البتروولية الأمريكية، وهذا ما نتج عنه هزات عنيفة في كثير من الشركات الأمريكية¹⁴⁹.

م- التطور الهائل في نشاط الأسواق المالية الدولية الذي بلغ ذروته سنة 1987، واشتداد وتوثيق الروابط والصلات بين الأسواق، بالإضافة إلى ضخامة الصفقات وتنوع الأصول المتعامل بها والتقنية العالية والمتطورة المستخدمة في إدارة نشاطها وعملياتها باستخدام أحدث أساليب الاتصال، زاد في سرعة أداء العمليات وبنفس الوقت ساعد على انتقال الأزمات من سوق إلى آخر¹⁵⁰.

4- نتائج الأزمة:

إن نتائج أزمة 1987 تتمثل فيما يلي:

أ- الخسارة الكبيرة في احتياطي الشركات الكبرى للدول المعنية بالأزمة نظرا للتدهور الحاد في محافظتها بالأسهم، والتحول نحو السندات وبالتالي الانكماش في إنتاجها واستثماراتها، وهذا يعني فقدان جزء مهم من الادخار المحلي الذي كان يحتفظ به الأفراد والشركات؛

ب- تعرض البنوك الدائنة إلى أزمة إفلاس من جراء فقدان القدرة على تسديد التزامات العملاء إزاء هذه البنوك، مما أدى إلى حدوث بطالة خاصة في القطاع البنكي والشركات الكبيرة؛

ج- إن انخفاض قيمة الدولار كان له تأثير على قيمة الأصول النقدية التي كانت بحوزة الدول النفطية إبان فترة الفورة النفطية في البنوك الأمريكية والأوروبية، وهكذا اتسع نطاق الأزمة ليشمل أطراف عدة في الاقتصاد العالمي¹⁵¹.

¹⁴⁹ نفس المرجع السابق، ص 199.

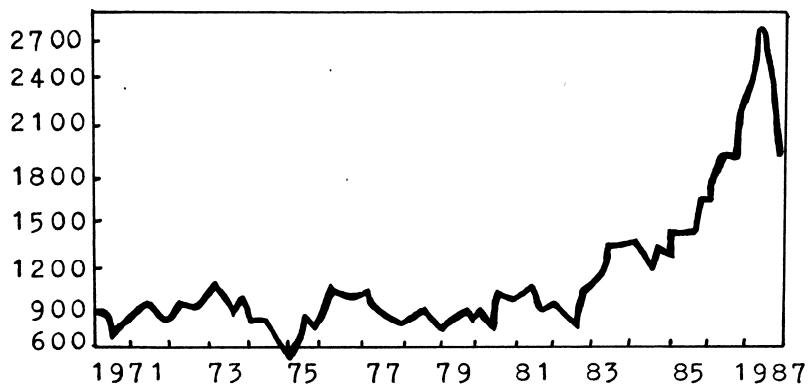
¹⁵⁰ نفس المرجع أعلاه، ص 204.

¹⁵¹ عرفات تقي الحسني: مرجع سابق، ص 251.

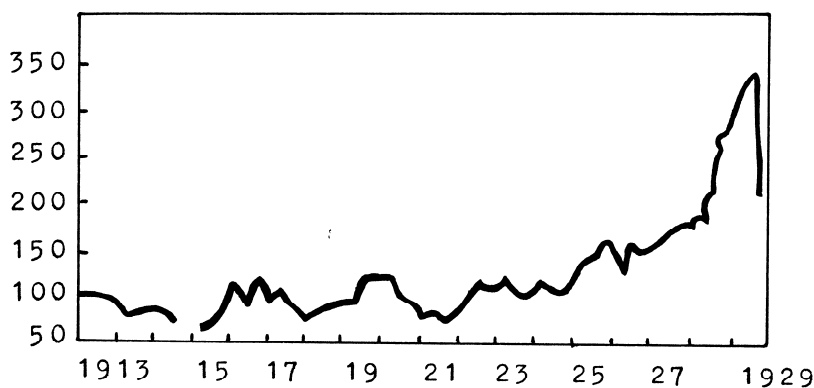
5- المقارنة ما بين أزمة أكتوبر 1987 و1929:

لدى مقارنة اتجاهات مؤشر داو جونز لأسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال 16 سنة التي سبقت الأزميتين، أي خلال الفترتين (1929-1913) و (1987-1971)، كما هو مبين في الشكل رقم 18، تظهر الخصائص التالية:

الشكل رقم 18: مقارنة ما بين تطور مؤشر داو جونز في أزميتي 1929 و 1987



تطور مؤشر (داو جونز) لأسعار الأوراق المالية
في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1987-1971)



تطور مؤشر (داو جونز) لأسعار الأوراق المالية
في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1929-1913)

المصدر: مروان عطوان: مرجع سابق، ص ص 209-210.

أ- وجود تطابق بين اتجاهات تغيرات مؤشر "داو جونز" خلال الفترتين، فارتفاع المؤشر كان ابتداء من سنة 1925 في الأزمة الأولى وفي سنة 1983 في الأزمة الثانية، وبذلك فإن أسعار الأوراق المالية بدأت بالصعود قبل 4 سنوات من وقوع الأزمة في كل من الفترتين؛

ب- في 19 أكتوبر 1987 انخفض مؤشر " داو جونز " بمقدار 508 نقطة أي بنسبة 21.62%، بينما انخفض هذا المؤشر يوم 28 أكتوبر 1929 بمقدار 38.3 نقطة، أي بنسبة 12.8%.

أما أوجه الاختلاف ما بين الأزميتين فتكمن فيما يلي:

أ- استمرت الأزمة الاقتصادية الكبرى 1933-1929 لمدة 4 سنوات تقريبا، بينما كانت أزمة أكتوبر 1987 قصيرة جدا لم تتجاوز مدتها بضعة أسابيع؛

ب- أزمة 1933-1929 لم تبدأ في جميع الدول في وقت واحد، ولم تنقض في وقت واحد، ولم تكن بنفس الدرجة من العمق والحدة في كل الدول. أما أزمة أكتوبر 1987 فقد اندلعت بسرعة كبيرة بين الدول، ولم تكن هناك فروقات جوهرية فيما بينها من حيث مدى حدتها ومواعيد انحسارها؛

ج- يمكن إرجاع أزمة الكساد العظيم خلال الفترة 1933-1929 إلى ارتباط النقد بالذهب، وعدم مقدرة النظام النقدي على تلبية متطلبات التطور الاقتصادي المتزايد على النقود وغياب إمكانية استخدام السياسات النقدية لتحقيق سواء أهداف اقتصادية داخلية محلية أو أهداف اقتصادية خارجية على المستوى الدولي. بينما تكمن أزمة أكتوبر 1987 في التطور الهائل والمتسارع في الأنظمة النقدية والائتمانية مع إزالة معظم الحواجز ما بين الأسواق المالية الدولية، مما زاد في سرعة انتقال الأزمات واكتسابها الطابع الدولي، بالإضافة إلى الإفراط في استعمال السياسات النقدية والمالية لتحقيق الأهداف الخاصة؛

د- أزمة 1933-1929 شملت كل جوانب النشاط الاقتصادي، أما أزمة أكتوبر 1987 فإنها انصبت بشكل رئيسي على الأسواق المالية؛

هـ- الاختلافات الجذرية في الإجراءات والسياسات التي أتبعتم لمواجهة كل من الأزميتين¹⁵².

¹⁵² مروان عطوان: مرجع سابق، ص ص 208-213.

المطلب الثالث: الأزمة المالية الآسيوية:

تعتبر انطلاقة البلدان الآسيوية في النصف الثاني من القرن العشرين إحدى الظواهر التي ساهمت في تغيير خريطة العالم الإنتاجية، إذ بلغت حصتها التصنيعية عالمياً أواسط التسعينات من القرن الماضي ما لا يقل عن 25%، كما شكلت صادراتها من المنتجات الصناعية سنة 1995 نسبة 85% من صادراتها السلعية، وحازت على ربع التجارة العالمية البالغة نحو عشرة آلاف مليار دولار عام 1996¹⁵³.

لقد تبنت هذه الدول وبوتائر مختلفة سياسات قادتها إلى تحرير التجارة الخارجية التي كانت مفروضة لتشجيع الاقتصاد الوطني في مرحلة التنمية، وفتح الباب أمام الاستثمارات الأجنبية. وأصبحت العولة أحد العناوين العريضة للدلالة على العملية المعقدة التي أنجزت المعجزة الآسيوية، كما غيب التفكير عن مؤشرات داخلية وبنوية كالفساد وسوء الإدارة والمخادعة وسواها¹⁵⁴.

1- مؤشرات الأزمة:

تعتبر دول شرق آسيا مفاجئة بالنسبة إلى معظم المراقبين، فمنذ ثلاثة عقود عرفت معدلات نمو كبيرة، وكانت أكثر استقراراً من أية منطقة أخرى في العالم، ولم تتعرض للتناوب بين فترات التوسع والانكماش الذي يميز اقتصاديات السوق¹⁵⁵. كما تميزت بارتفاع في المداحيل وبتوفير قوي، وسياسة صناعية تقودها الدولة. هذا المزيج الربح حول المنطقة إلى قوة اقتصادية، وفي التجارة كان التشديد على تشجيع الصادرات، أما أسواق السندات والرساميل فقد تم تحريرها تدريجياً¹⁵⁶.

ولكن حتى الدول التي تظهر مؤشرات جيدة يمكنها أن تتعرض للأزمات المالية، مما يدعو للقلق اتجاه العدوى المالية ذات الأسباب الخارجية، ويمكن توضيح هذه النقطة بفحص سلوك مجموعة مؤشرات تقليدية على وجود أزمة في دول جنوب شرق آسيا، وللمقارنة نختار سنتي 1994 و1996 كفتحات زمنية مرجعية، السنة الأولى هي 1994 وتسبق انهيار البيزو المكسيكي، والسنة الثانية هي 1996 وتسبق انهيار عملة تايلندا.

153 عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي: العولة المالية وإمكانات التحكم "عدوى الأزمات المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص 73.

154 نفس المرجع أعلاه، ص 75.

155 جوزيف إ.ستيغليتز: خيبات العولة، دار الفرابي، لبنان، 2003، ص 132.

156 نفس المرجع أعلاه، ص 134.

الجدول رقم 07: درجة مؤشرات الأزمة لدول جنوب شرق آسيا خلال عامي 1994 و1996 (نسبة مئوية)

تايلاندا		الفلبين		ماليزيا		إندونيسيا		المؤشر
1996	1994	1996	1994	1996	1994	1996	1994	
6.7	8.7	5.5	4.4	8.2	9.2	7.8	7.5	النمو الحقيقي للدخل القومي الإجمالي
2.0	1.3	7.4	8.4	3.0	3.0	7.2	2.8	معدل البطالة
-1.9	22.1	17.7	18.5	7.0	23.1	9.7	9.9	نمو الصادرات
-7.9	-5.6	-4.3	-4.6	-5.2	-64.0	-3.5	-16.0	الحساب الجاري/الناتج القومي الإجمالي
1.1	3.1	4.9	10.4	1.9	1.3	2.3	2.3	القيمة الحقيقية للتبادل
4.8	4.6	8.9	10.0	4.4	5.5	8.5	8.0	التضخم
12.6	12.9	15.8	26.8	21.4	14.7	29.6	20.2	النمو
99.3	91.7	68.8	48.5	93.3	76.1	23.0	20.5	الإعتمادات المالية/الناتج السنوي الإجمالي
-	7.5	3.3	4.2	3.9	8.1	8.8	12.0	نسبة القروض الغير العقارية
26.7	28.0	15.3	13.9	17.9	22.2	22.1	19.7	الاحتياطات العالمية

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي: مرجع سابق، ص 42.

وكما يتضح من الجدول رقم 07 باستثناء تايلندا، لا يوجد ملامح توضح التدهور المالي أو الاقتصادي لدول جنوب شرق آسيا خلال السنوات الثلاثة التي سبقت سلسلة الهجمات من جانب المضاربين والتي أدت في سنة 1997 إلى انهيار عملة تايلندا، فمؤشرات سنة 1996 بالنسبة لإندونيسيا وماليزيا والفلبين قد أوضحت أن هذه الاقتصاديات ما زالت مزدهرة ومنتعشة، وتشير إلى أن الأداء الاقتصادي قد تحسن خلال تلك الفترة، وكانت هناك علامات على زيادة التوسع في الإعتمادات المحلية في الدول الأربعة. ولكن المؤشرات الدالة على وجود مشاكل كانت تتركز في تايلندا، ومع ذلك فإن أسواق العملة والأسهم في اندونيسيا وماليزيا والفلبين قد عانت من أضرار المشاكل التي وقعت في تايلندا حتى قبل انهيار العملة التايلندية في جويلية من سنة 1997¹⁵⁷.

2- تايلندا قبل الأزمة:

كانت تايلندا الاقتصاد الأسرع نمواً في العالم بين 1985 و1995 مع معدل نمو في إجمالي الناتج المحلي بنسبة 9.8% في السنة. ففي سنة 1995 كانت نسبة عجز الميزان التجاري من إجمالي الناتج المحلي 6.8%، نسبة العجز في الحساب الجاري 8%، نسبة خدمة الدين 11%، ونسبة جميع الديون إلى إجمالي الناتج المحلي 42.5%،

¹⁵⁷ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي: مرجع سابق، ص ص 41-43.

نسبة الدين إلى الصادرات 102%، نسبة الصادرات إلى إجمالي الناتج المحلي 41.5%، فوضعها البنك الدولي في فئة الدول الأقل مديونية. كما حافظت السلطات التايلندية على احتياطي عملات أجنبية كاف لتسديد فواتير الاستيراد على الأقل لمدة 5.5 أشهر طوال الفترة ما بين 1985 و1995، وكانت معدلات التضخم متدنية حوالي 5%، أما معدلات الفائدة فكانت تقدر بحوالي 5% خلال نفس الفترة¹⁵⁸.

إن تحرير القطاع المالي في تايلندا لعب دورا هاما في الأزمة المالية، ففي التسعينات من القرن الماضي تم تخفيض الرقابة على التبادل الأجنبي كي يسمح بسهولة الوصول إلى أسواق رأس المال الأجنبية، ونتيجة ذلك أصبح النظام البنكي مثقل بأعباء الديون الخارجية. كما كان لتحرير القطاع المالي أثره في زيادة حدة المنافسة بين المقرضين وفي خفض هامش الفائدة بين الإقراض والاقتراض، وعلى هذا فالبنوك 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 إلى ازدهار الائتمان وارتفاع قيمة الأصول المالية التايلندية، كما أن انخفاض معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية والأسواق الأخرى في الدول المتقدمة في أواخر 1980 وأوائل 1990 جعل تايلندا منطقة جذب للمستثمرين الأجانب. بالإضافة إلى ذلك فإن بنوك تايلندا والمؤسسات المالية استفادت من انخفاض معدلات الفائدة على العملة الأجنبية بأن تقترض دولارات من الخارج وتعيد إقراضها لعملاء محليين بمعدلات فائدة أعلى بالعملة المحلية. ولأن الباهت قد ثبت سعره عن سعر الدولار فإن مخاطر تبادل النقد الأجنبي كانت في أدنى حد لها والأرباح كانت مضمونة. كما أن الاقتراض بالعملات الأجنبية كان قصير الأجل ولكنه استخدم في تمويل قروض طويلة الأجل بالباهت¹⁵⁹. مكنت هذه السياسة من إعطاء استقرار للباهت بالمقارنة مع العملات أخرى وأزالت خطر التحويل بالعملات الأجنبية الذي يواجه المستثمرين الأجانب، ونتيجة ذلك أصبحت تايلندا قادرة على اجتذاب مقدار كبير من الاستثمارات الأجنبية خاصة من اليابان، ومع ازدياد قيمة الين مقابل الدولار الأمريكي بعد اتفاقية بلازا عام 1985، ازدادت الاستثمارات اليابانية في تايلندا عدة أضعاف. حفز هذا الأمر إلى جانب توفر اليد العاملة الرخيصة الشركات اليابانية العاملة في عدة دول لنقل مصانعها إلى تايلندا¹⁶⁰.

¹⁵⁸ سنغ كفالجيث: عملة المال، دار الفارابي، لبنان، 2001، ص 105.

¹⁵⁹ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي: مرجع سابق، ص 63-64.

¹⁶⁰ سنغ كفالجيث: مرجع سابق، ص 106.

3- تفسير أزمة تايلندا:

في سنة 1995-1996 ارتفعت قيمة الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني، ونتيجة لتثبيت الباهت بالدولار، ازدادت قيمة الباهت مما أدى إلى ارتفاع تكلفة منتجات تايلندا التي يتم شراؤها بالين الياباني وقلل من تنافسها في أسواق اليابان. وانخفضت الصادرات في الربع الثالث من سنة 1996 وبلغ العجز في الحساب الجاري 16 مليار دولار أي ما يعادل 8% من الناتج القومي الإجمالي، وبحلول فيفري 1997 زاد العجز إلى 22.5 مليار دولار¹⁶¹. كما انخفض معدل نمو صادرات السلع التايلندية بصورة حادة من 22.2% سنة 1994 و24.7% سنة 1995 إلى 0.1% سنة 1996، ولم يظهر أي دليل تعاف سنة 1997. ومن بين الأسباب الكامنة خلف ركود حركة التصدير عديدة منها ما يلي:

أ- ساعدت صادرات تايلندا بتخفيض نسبة البطالة، ولكن عندما ارتفعت الأجور بسبب انخفاض نسبة البطالة، أصبحت الصادرات التايلندية غير منافسة؛

ب- إزدادت مشاكل التصدير تعقيدا بسبب انخفاض الطلب بصورة عامة في الأسواق الإلكترونية سنة 1996؛

ج- هبوط الصادرات في تايلندا كان نتيجة محافظتها على سعر صرف مستقر مثبت بعدد من العملات يسيطر عليها الدولار، فبعدما ارتفع سعر الدولار مقابل الين الياباني والمارك الألماني وعملات أخرى، ارتفع سعر الباهت التايلندي مما أدى إلى خسارة كبيرة في صادرات تايلندا إلى الصين ودول أخرى في المنطقة.

في أوائل التسعينات باشرت تايلندا الاقتراض القصير الأمد من البنوك العالمية، واعتمدت على تدفق رساميل المحفظة المالية أكثر من اعتمادها على الاستثمارات الأجنبية المباشرة لتمويل عجز حسابها الجاري. وبحلول شهر أوت 1997 أصبحت تشكيلة الديون الأجنبية في تايلندا غير متوازنة، فمن أصل إجمالي الدين الأجنبي البالغ 89 مليار دولار، 71 مليار دولار " ما يقارب 80%" كان للقطاع الخاص، مع 20 مليار دولار إقتراضات قصيرة الأمد مستحقة في نهاية سنة 1997، ومنه أصبح من الصعب صيانة الدين الأجنبي.

استغلت البنوك والشركات المالية في تايلندا الفرق الكبير في معدلات الفائدة بين الاقتراض المحلي والخارجي، وبدأت بأخذ قروض أجنبية بالعملات الأجنبية متوفرة بمعدل فائدة ما بين 6 و8% واستخدمتها لتمويل أفراد وشركات محلية بالباهت التايلندي بمعدل فائدة 14-20%. وبما أن فرص التوظيف في قطاعات

¹⁶¹ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي: مرجع سابق، ص 65.

الاقتصاد المنتجة أصبحت قليلة بسبب ركود الصادرات، باشرت بتمويل المشاريع العقارية قصيرة الأمد، التي شهدت فترة ازدهار في أوائل التسعينات، وقدرت نسبة الاستثمارات في الحقل العقاري 50% من مجموع الاستثمارات، بحوالي 30-50% من إجمالي الناتج المحلي السنوي. فتحرك الرساميل الخاصة الضخمة في مجال التجارة العقارية كان مثيرا للقلق. ويميل تضخم قيمة الموجودات في القطاع العقاري إلى توليد عائدات مرتفعة، ولهذا حول عدد كبير من الصناعيين والموردين استثماراتهم إلى التجارة العقارية للحصول على مكاسب سريعة.

بنهاية سنة 1996 ومطلع سنة 1997، تسبب هبوط أسعار العقارات التي استخدمت ككفالة للسلف بمشاكل لغالبية الشركات المالية. فوفقا لبنك تايلندا، حوالي سبع شركات بلغت تسليفاتها 6 مليارات دولار أصبحت غير قادرة على تنفيذ عقودها في نهاية سنة 1996. وفي فيفري 1997، أصبحت شركة "سوبرا سونغ لاند" أول شركة تتخلف عن تسديد سندات دين قابلة للتحويل بالدولار. وتلا ذلك إهيار أكبر شركة تمويل في تايلندا فاينانس وان "Finance One". فعندما اتضح أن قرابة ثلثي شركات التمويل في تايلندا وعددها 91 كانت في وضع مالي خطير، فقد المستثمرون المحليون ثقتهم، وابتدأ هجوم المضاربة على الباهت، وبدأ المستثمرون المحليون والأجانب بشراء الدولارات مستفيدين من سعر الصرف الثابت. كما سارعت الشركات التي أخذت قروض أجنبية بتغطية خطر صرف العملة بشراء دولارات بعملية آجلة. وباع البنك المركزي التايلندي أكثر من 23 مليار دولار بعمليات آجلة في محاولة يائسة لحماية الباهت. ورفع معدل الفائدة أيضا لثني الناس عن التحويل من الباهت إلى عملات أخرى، فخلقت هذه الخطوة مشاكل إضافية لشركات التمويل. وبدأ المستثمرون بإعادة النظر في استثماراتهم في تايلندا حيث كانوا متخوفين من عجز الحساب الجاري المتزايد والديون الأجنبية الضخمة قصيرة الأمد وانهايار القطاع المالي. فمع عمليات البيع الكثيفة في الأسواق المالية من قبل المستثمرين المؤسسين الأجانب، انخفضت أسعار الأسهم إلى مستويات متدنية قياسية بنسبة 65% في ماي 1997، وسادت حالة الهلع في الأسواق المالية. كما توترت الظروف المالية العالمية مع ارتفاع مفاجئ لعائدات السندات اليابانية، الأمر الذي خفض استثمارات المحافظ المالية القادمة من اليابان إلى تايلندا¹⁶². مع استمرار خروج الرساميل أصبحت السلطات النقدية التايلاندية أمام مأزق صعب، فمن جهة سياسة خفض سعر صرف الباهت من شأنه أن يزيد عبء الديون زيادة كبيرة، في حين أن محاولات تثبيتته كانت تجبر السلطات على التدخل وإنفاق قدر كبير من الاحتياطات بالعملات القابلة للتحويل، ومع بلوغ حجم الخسائر بالاحتياطات مستوى محرج، اضطرت السلطات التايلاندية إلى إيقاف تدخلها في سوق الصرف

¹⁶² سنغ كفالجيث: مرجع سابق، ص ص 109-118.

¹⁶³، وتخلت عن نظام تثبيت صرف العملة وسمحت بتعويم الباهت في 2 جويلية 1997، مما أدى إلى انخفاض فوري للباهت بنسبة 20% مقابل الدولار¹⁶⁴. فمن الفترة ما بين جويلية 1997 وجانفي 1998 انخفض الباهت بنسبة 54.6% إزاء الدولار الأمريكي¹⁶⁵. فحدوث الأزمة أدى إلى انخفاض قيم أصول البنوك وشركات الأموال بشكل سريع. فزيادة معدلات الفائدة والتي تم تصميمها بهدف الدفاع عن الباهت زادت من معدلات الإفلاس بين شركات الأموال وشركات العقارات والممتلكات الخاصة، كما أنها زادت من سوء حالة البنوك¹⁶⁶.

4- آثار العدوى على كوريا الجنوبية، إندونيسيا، ماليزيا والفلبين:

شهدت الأسواق المالية لدول شرق آسيا انهيارا كبيرا منذ يوم الاثنين الموافق لـ 1997/10/27، حيث ابتدأت الأزمة من تايلندا ثم انتشرت إلى بقية دول المنطقة حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد¹⁶⁷ قدرت قيمتها في أسواق هونغ كونغ، كوريا الجنوبية، إندونيسيا وتايلندا 75، 60، 45، 21 مليار دولار على التوالي ما بين 30 جوان و31 ديسمبر من سنة 1997¹⁶⁸. ولننظر باختصار إلى طبيعة الأزمات التي برزت في كوريا الجنوبية، إندونيسيا، ماليزيا والفلبين.

كوريا الجنوبية: كانت كوريا الجنوبية أحد القصص المعجزة في مجال التصنيع السريع، وكان انهيار الوان "Won" مأساويا لدرجة أنه فقد 50% من قيمته بين جويلية 1997 وجانفي 1998. لكن المشكلة الحقيقية التي واجهتها كوريا الجنوبية تكمن في الاقتراض القصير الأمد الكثيف من بنوك تجارية أجنبية من قبل قطاع المؤسسات المالية الخاصة. فخلال فترة قصيرة تضاعفت الإقتراضات من 56 مليار دولار في ديسمبر 1994 إلى 103 مليار دولار في جوان 1997، وما يقارب 70 مليار دولار كانت مستحقة التسديد بين أواخر سنة 1997 ومنتصف سنة 1998. وتحت ضغط ضائقة السيولة النقدية والعجز، ففي 19 نوفمبر 1997 تم الإعلان عن تدابير ليبرالية لفتح الأسواق المالية وإزالة القيود عن استثمارات المحفظات المالية التي دخلت إلى كوريا في أوائل التسعينات. وبعد إعلان إزالة الرقابة على الرساميل، جرت مناقشات مكثفة بين السلطات الكورية وصندوق

¹⁶³ بسام الحجر: مرجع سابق، ص 164.

¹⁶⁴ سنغ كفالجيث: مرجع سابق، ص 118.

¹⁶⁵ بسام الحجر: مرجع سابق، ص 164.

¹⁶⁶ عبد الحكيم مصطفى الشراوي: مرجع سابق، ص 65.

¹⁶⁷ عرفات تقي الحسيني: مرجع سابق، ص 204.

¹⁶⁸ سنغ كفالجيث: مرجع سابق، ص 102.

النقد الدولي لصياغة برنامج إنقاذ يقبله الطرفان، ولقد أدى إصرار صندوق النقد الدولي على زيادة معدلات الفائدة إلى ارتفاعها بجوالي 19 إلى 20%، ما يقارب 15% أعلى من معدل التضخم إلى إفلاس 17613 شركة سنة 1997. وفي ديسمبر 1997 أوقفت الحكومة أعمال 14 بنكا تجاريا وشركة استثمار ائتمانية. ومع وضع الصناعة الكورية المحلية المتأزم بعد انهيار سوق البورصة المالي وبالتزامن مع ارتفاع معدلات الفائدة والضغوطات الانكماشية، لم يعد أمام الكثير من الشركات أي خيار ما عدا بيع حصصها لمستثمرين أجانب بأسعار باخسة.

اندونيسيا: راكم عدد من الشركات الإندونيسية ديون أجنبية ضخمة معظمها مستحقة في أقل من سنة، والتي بلغت سنة 1997 حوالي 55 مليار دولار، 59% منها فئة الديون قصيرة الأمد، وعليه فقدت الروبية 59% من قيمتها مقابل الدولار عندما سارعت الشركات الاندونيسية التي لديها قروض أجنبية ضخمة لشراء العملة الأجنبية. ومع انخفاض قيمة الروبية وزيادة معدلات الفائدة المحلية لمنع هروب الرساميل، تعرضت الشركات التي اقترضت بكثافة من الخارج إلى خسائر فائقة، فأصبحت تكاليف تسديد هذه الديون بالروبية أكثر من الضعف، تاركة عددا من الشركات مع ديون غير قادرة على تسديدها. كما أدى هبوط سعر الروبية إلى هروب مستثمري الأوراق المالية الذين توقعوا انخفاض الأرباح، فانخفضت أسعار أسهم المصارف وشركات التمويل بصورة حادة، كما انخفضت قيمة السوق المالية في جاكرتا إلى 47% بالروبية سنة 1997، ويصبح هذا الرقم 78% إذا أشرك في حسابه انخفاض قيمة العملة، وتمت تصفية 16 بنكا، كما زاد انخفاض سعر الروبية القيمة الإجمالية لدين إندونيسيا الأجنبي بالروبية، وأدى إلى ارتفاع معدل التضخم مسببا زيادة في النفقات المعيشية لغالبية الشعب.

ماليزيا: أصبح معظم تدفق الرساميل الخاصة إلى ماليزيا في وسط التسعينات من القرن الماضي على شكل قروض قصيرة الأمد واستثمارات حافظات مالية. فوفقا لبنك التسويات العالمية كان 56% من القروض الماليزية من فئة القصيرة المدى سنة 1997، والتي استعملت لتمويل الاستثمارات المحلية في القطاعات غير المنتجة مثل التمويل الاستهلاكي والتملكي. وتزايدت القروض في قطاع الممتلكات من 26% في سنة 1995 إلى 30% سنة 1996، أي بسرعة أكبر من قروض القطاع الصناعي أو القطاعات الأخرى. ونتيجة توقع تحمة في مجال التجارة العقارية من جراء تخطي الحاجة السكنية والتخلف عن تسديد القروض قصيرة الأمد، ابتدأت هجمات المضاربة على الرينغت مما أدى إلى إضعافه. فبتوقع المستثمرون على أن يضعف الرينغت أكثر حتى بدؤوا بسحب استثماراتهم من الأسواق المالية، مما أدى إلى هبوط حاد في أسعار الأسهم.

الفلبين: أدت عمليات تحرير القطاع المالي وإلغاء جميع القيود على الرساميل وتحويل الأرباح في سنة 1994 إلى زيادة ثقة المستثمرين في النظام المالي والاقتصادي للفلبين وإلى فورة في تدفق الرساميل الخاصة. كما لعب سوق رأس المال دورا مكملا في عملية الخصخصة، فبيع في شهر فيفري 1994، 81 مشروعا ملك للدولة، وقد اجتذب الكثير من المستثمرين الأجانب، وبدأت الأموال تتدفق إلى الداخل بسرعة بحيث لم يتمكن الاقتصاد من امتصاصها، بالإضافة إلى ارتفاع هام في قيمة البيزو في سنتي 1993 و1994. فكان النمو السريع في حالة تطور حقيقي، فارتفعت أسعار العقارات بنسبة 227% خلال السنوات الخمس الأخيرة قبل الإنهيار، مما جعل احتمال حصول تخمة في قطاع الأملاك العقارية وشيكا في سنة 1998. جرى تمويل الازدهار في تجارة الأملاك العقارية من البنوك، فحوالي 30% من محافظ البنوك المالية هي على شكل مشاريع عقارية. فعندما بدأ قطاع البنوك والعقارات التايلندي بالاهتزاز، ضربت الارتجاجات مانيلا فورا، حيث تعاطم حجم المشاريع العقارية والتسليفات البنكية، مما خلق صعوبات في تسديد 45 مليار دولار من الدين الأجنبي، فتوقع الكثير من المستثمرين أن تكون فقاعة الفلبين هي التالية في الانفجار، وخلال أيام انخفضت أسعار العملة البيزو والأسهم بصورة حادة. فكان لإنخفاض قيمة البيزو بنسبة 35% مقابل الدولار خلال الفترة ما بين جويلية وديسمبر 1997 وخسارة ثقة المستثمرين الأجانب أثارا سلبية على الفلبينيين¹⁶⁹.

5- أسباب الأزمة الآسيوية:

لاحظت علامات عدة للأزمة الآسيوية والتي بينت الاختلالات التالية¹⁷⁰:

- أ- الانخفاض الحاد في قيمة العملة الوطنية التايلندية بعد فترة طويلة من الاعتماد على نظام سعر الصرف الثابت، وهذا ما عرض قطاع الأعمال والمال إلى المخاطر؛
- ب- فشل السلطات العامة في تقليل الضغوط التضخمية الجامحة والمتجسدة بمحالات العجز الخارجي الواسع واضطراب أسواق المال؛
- ج- ضعف الإشراف والرقابة الحكومية وبالتالي تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات الحكومة ومدى مقدرتها على إجراء الإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة؛
- د- إضافة إلى ما سبق، فقد ساهمت التطورات الخارجية في تفاقم الأزمة، وأهمها:

¹⁶⁹ نفس المرجع السابق، ص ص 127-148.

¹⁷⁰ عرفات تقي الحسيني: مرجع سابق، ص ص 204-206.

- أدى انخفاض أسعار الفائدة لدى الدول الصناعية منذ منتصف التسعينات من القرن الماضي إلى تدفق رؤوس أموال ضخمة إلى تايلندا وبقية دول المنطقة؛
- أدى الانخفاض في قيمة الدولار الأمريكي إلى منافسة العملات الآسيوية التي ترتبط به بشكل أو بآخر، ثم إلى تضائل درجة منافسة الدول الآسيوية في الأسواق العالمية.
- ه- الدول التي تعرضت للأزمة، كانت تعاني من اختلالات اقتصادية، ومن تلك الاختلالات:
 - الاعتماد المفرط على التصدير لتحقيق النمو؛
 - الاعتماد الكبير على التدفقات المالية من الخارج، سواء في شكل قروض أو استثمار أجنبي مباشر، إلى جانب الاقتراض الخارجي غير المغطى من قبل القطاع الخاص المحلي، والجدول رقم 08 يبين تسليف البنوك الدولية لدول جنوب شرق آسيا؛
 - الانخفاض الحاد في قيمة العملات المحلية؛
 - ضعف الثقة بالأنظمة الاقتصادية والمالية نتيجة لضعف الثقة بالأنظمة السياسية القائمة أساساً؛
 - نقص الشفافية، ويقصد بها عدم كفاية ودقة البيانات والمعلومات عن أداء الكثير من الشركات والمؤسسات العامة والخاصة، وخاصة في ما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطيات الدولية للبلدان المعنية من النقد الأجنبي، مما تسبب في فقدان كبير للثقة، وهروب رأس المال للخارج.

الجدول رقم 08: تسليف البنوك الدولية لدول شرق آسيا خلال الفترة 1994-1997 (بملايين الدولارات)

دول شرق آسيا	ديسمبر 1994	ديسمبر 1995	جوان 1996	ديسمبر 1996	جوان 1997
كوريا الجنوبية	56.599	77.528	88.027	99.953	103.432
تايلندا	43.879	62.818	69.409	70.147	69.382
إندونيسيا	34.970	44.528	49.306	55.523	58.726
ماليزيا	13.493	16.781	20.100	22.234	28.820
الفلبين	6.830	8.327	10.795	13.289	14.115

المصدر: سنغ كفالجيث: مرجع سابق، ص 130.

المطلب الرابع: الأزمات المالية الأخرى في الاقتصاديات الناشئة:

عرفت الاقتصاديات الناشئة أزمات مالية أخرى انتقلت من قطاع إلى قطاع ثم من دولة إلى دولة أخرى بدليل تتابع الأزمات، لتشمل المكسيك، البرازيل، الأرجنتين، روسيا وتركيا، والتي سنقوم بتناولها من خلال هذا المطلب.

1- أزمة المكسيك 1994-1995:

في أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات من القرن الماضي وصفت المكسيك بالاقتصاد النموذجي، فقد تمت عدة إصلاحات اقتصادية، حيث حلت سياسات التحرير والخصخصة¹⁷¹، ذلك لأن البيزو كان مرتبطاً بالدولار، وقد قدم حينها فوائد مرتفعة جداً وبدأ أن مستوى التطور المتحقق هو على الطريق الصحيح، بحيث تنظم المكسيك إلى دول جنوب شرق آسيا من حيث قدرتها للتغلب على أزمة المديونية بنجاح¹⁷².

فبدأ المستثمرون الأجانب نتيجة إتباع السياسات الاقتصادية النيوليبرالية بتوظيف أموالهم بكثافة في المكسيك التي دخلها ما يزيد على 90 مليار دولار ما بين 1990-1993، ثلثها على شكل استثمارات المحفظة المالية. وكان وراء فورة الاستثمارات الأجنبية عدد من العوامل الداخلية والخارجية. فمن العوامل الخارجية تدني معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية التي كانت تعاني من الركود مع بلدان أخرى، وقد كان لدخول المكسيك في اتفاقية NAFTA من العوامل التي عززت ثقة المستثمرين الأجانب. والعوامل الداخلية تمثلت في ازدياد الناتج المحلي الإجمالي بمعدل 3.1% سنوياً من 1988 إلى 1994، ومعدل التضخم المتدني الذي انخفض من حوالي 145% إلى 6%. بالإضافة إلى رجوع الرساميل التي هربت من المكسيك إلى الولايات المتحدة الأمريكية أثناء أزمة الدين في الثمانينيات من القرن الماضي. كما أن الرساميل التي دخلت مجدداً إلى المكسيك كانت أغلبها قصيرة الأمد وتريد الحصول على ربح سريع عبر مضاربات مالية في الأوراق المالية في أسواق المكسيك المالية. فقد استخدم جزء بسيط من استثمارات المحفظة المالية لخلق موجودات مالية جديدة، كالمصانع والمعدات، وهكذا فإن المكاسب من الاستثمارات الأجنبية كانت وهمية أكثر منها حقيقية.

كما واجهت المكسيك هبوطاً حاداً في الادخار المحلي الذي تراجع من نسبة 22% من إجمالي الناتج المحلي سنة 1988 إلى 16% سنة 1994، واستخدمت هذه الأموال لتمويل استهلاكها المتزايد للمواد المستوردة.

¹⁷¹ سنغ كفالجيث: مرجع سابق، ص 77.

¹⁷² جيرالد بوكسبرغر هارالد كليمنتنا: الكذبات العشر للعملة، دار الرضا، دمشق، 1999، ص 51.

فبالرغم من أن عمليات التصدير تزايدت في هذه الفترة إلا أن فاتورة الواردات تصاعدت بسرعة أكبر متسببة بعجز في الحساب الجاري بما يقارب 30 مليار دولار، ما يوازي 8% من إجمالي الناتج المحلي لهذا البلد سنة 1994¹⁷³. واستخدمت السلطات المكسيكية استثمارات محفظة مالية تقدر بـ 71.2 مليار دولار دخلت البلاد ما بين سنتي 1990-1994 لتمويل 72% من عجز ميزان المدفوعات. وكونها مرحلة الازدهار، مما أدى إلى تزايد مديونية الأسر والمصارف، فكانت المكسيك تعيش مستوى معيشيا أعلى من قدرتها.

ولما بدأت معدلات الفائدة بالارتفاع في الولايات المتحدة الأمريكية بالتزامن مع انتعاش اقتصادي، مما أدى إلى هروب استثمارات المحفظة والرساميل قصيرة الأمد بصورة مفاجئة من المكسيك إلى أسواق الولايات المتحدة الأمريكية المالية. فإجراءات تخفيض قيمة البيزو في 20 ديسمبر 1994 بنسبة 13% أدخل الهلع في نفوس المستثمرين الأجانب فسحبوا أموالهم إلى خارج المكسيك. فخلال اليومين التاليين هربت رساميل بقيمة 5 مليارات دولار إلى خارج البلد وفشلت السلطات المكسيكية وقف انهيار البيزو الذي انخفضت قيمته من 3.5 بيزو مقابل دولار إلى 7.5 بيزو في مارس 1995. فخسرت بورصة الأسهم المالية للمكسيك نصف قيمتها بعد أشهر قليلة من تخفيض قيمة البيزو، وفي محاولة لمعالجة الوضع أصدرت الحكومة المكسيكية سندات بقيمة 29 مليار دولار سميتها تيسوبونوس "Tesobonos"، ولكن هذه التدابير فشلت في إعادة ثقة المستثمرين الأجانب.

توجهت المكسيك إلى الولايات المتحدة الأمريكية لإنقاذها من أزمتها، ولكن هذه المرة كان المستثمرون المؤسسيون هم المتورطون، بينما كانت البنوك الأجنبية الخاصة هي المتورطة في أزمة الدين. ففي نهاية جانفي 1995، فيما كانت المكسيك على وشك التخلف لدفع ديونها الأجنبية، أمنت الولايات المتحدة الأمريكية لها اعتمادا ماليا عالميا بقيمة 50 مليار دولار، ووعدت بتقديم 20 مليار دولار منفردة من هذا الاعتماد، على أن يساهم البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وبعض دول مجموعة السبع بتأمين القسم الباقي، مقابل ذلك قدمت المكسيك صادراتها المستقبلية من النفط ككفالة للأموال المقترضة التي يجب تسديدها خلال ثلاث إلى خمسة سنوات. استخدم ما يقارب 12 مليار دولار من القرض المقدم من طرف الولايات المتحدة الأمريكية لتسديد قيمة سندات التيسوبونوس المستحقة¹⁷⁴.

¹⁷³ سنغ كفالجيث: مرجع سابق، ص ص 77-79.

¹⁷⁴ نفس المرجع أعلاه، ص ص 84-87.

2- أزمة البرازيل:

البرازيل في سنوات الثمانينيات من القرن الماضي كان يواجه التضخم المتزايد، فالحاولات الكثيرة لتحقيق الاستقرار والإصلاحات النقدية لم تجدي نفعاً. وفي سنة 1994 أدخل عملة جديدة الريال مع وجود تكافؤ ثابت مقابل الدولار الأمريكي. وفي سنة 1995 تمكن البرازيل من الدفاع عن التكافؤ الجديد للعملة وكان ثمن ذلك إفلاس العديد من البنوك. كما أن سعر الصرف الحقيقي كان أعلى من قيمته مما ساهم في إضعاف قدرته التنافسية في الأسواق الدولية. كذلك هذه السياسة ترافق ارتفاع أسعار الفائدة وزيادة معدل البطالة، كما تسمح بانخفاض التضخم والذي انتقل من معدل سنوي قدره أكثر من 2500% في سنة 1994 إلى أقل من 10% في سنة 1997. أما النمو الاقتصادي بقي منخفض، فالإصلاحات الاقتصادية كانت بطيئة، وعلى الرغم من تخفيض التعريفات الجمركية، الخصوصية والإصلاح الضريبي، إلا أن العجز العمومي عرف ارتفاع مستمر، كما أن المديونية ارتفعت بشكل كبير، مما عكس شكوك في الأسواق المالية بشأن قدرة البنك المركزي للحفاظ على ثبات التقدير الاسمي للريال مقابل الدولار¹⁷⁵.

كما أن البرازيل كان يعاني من مشكلة هيكلية المالية العامة والاختلال المزمّن في التجارة الخارجية. وعلاوة على ذلك، فالبلد كان له احتياجات تمويلية ضخمة للتغطية، منها لتمويل ديونه الخارجية. وكان الإعلان عن تأجيل دفع الديون لولاية من الـ 27 ولاية ذات العجز المرتفع دور المفجر. ففي جانفي 1999، وأمام ارتياب المستثمرين الدوليين الذين كانوا يخشون خطر العجز عن الوفاء بالدين الخارجي، قبلت السلطات بتخفيض قيمة الريال بـ 8%، والذي أدى إلى مغادرة الرساميل بمعدل مليار دولار يوميا، وعلاوة المخاطرة وصلت 1770 نقطة، وهذا ما أدى إلى اعتماد سعر الصرف العائم، وفقد الريال أكثر من 37% من قيمته خلال الفترة الممتدة ما بين جانفي إلى أكتوبر 1999. ومع هذا التطور تم تحقيق نسبة نمو تقدر بـ 4.5% في سنة 2000. ولكن عبء الديون بالعملات الأجنبية زاد بنسبة كبيرة.

مؤشرات الأزمة ظهرت في سنة 2001، فالسنوات الثلاث من ركود الاقتصاد الأرجنتيني الذي يمتص حوالي 12% من الصادرات البرازيلية وارتفاع أسعار النفط في خريف سنة 2000 كبح النمو. وتحت ضغط أسواق رأس المال الدولية منح صندوق النقد الدولي مساعدات بقيمة 15.2 مليار دولار لمواجهة الوضع، إلا أن الاقتصاد البرازيلي أصبح هشاً مع وجود عجز في الحساب الجاري يتجاوز 4.5% في سنة 2002، وعجز في

¹⁷⁵ Paul Krugman, Maurice Obsteld: Economie internationale, Pearson Education France, Paris, 2006, p 674.

رصيد الميزانية يصل إلى 3.5% من الناتج المحلي الإجمالي خلال العام نفسه. فالدين الخارجي العمومي كان يقدر بـ 102 مليار دولار في سنة 2002، من إجمالي المديونية الخارجية المقدرة 250 مليار دولار والتي تمثل 42% من الناتج المحلي الإجمالي، منها 100 مليار دولار للقطاع الخاص غير المالي، و40 مليار دولار للبنوك التجارية، كما أن 120 مليار دولار كانت تمثل ديون قصيرة المدى. المخاوف من انتخابات رئاسة الجمهورية للمترشح (لويز ايناسيو لولا دا سيلفا) الذي رفض في البداية الديون الداخلية والخارجية تسبب في انخفاض حاد للريال مقابل الدولار بحوالي 30% في الفترة ما بين بداية 2002 و نهاية جويلية من نفس سنة. فارتباب المستثمرين ظهر مرة أخرى وعلاوة المخاطر تضاعفت من نهاية شهر أبريل إلى نهاية شهر جويلية وبلغت 2150 نقطة. وخوفا من المخاطر النظامية في أمريكا اللاتينية قدم صندوق النقد الدولي بشكل مفاجئ في أوت 2002 قرضا بقيمة 30 مليار دولار للبرازيل (6 ملايين دولار لسنة 2002 و 24 مليار دولار للسنة القادمة). وعند الإعلان عن هذه المساعدة، الريال الذي انخفضت قيمته في 31 جويلية من 3.61 للدولار ارتفع إلى 2.92 للدولار في أوت، ثم بدأ بالتراجع إلى أن وصل 4 ريال للدولار في أوائل الخريف، ونتيجة كل هذا فقد الريال 60% من قيمته مقابل الدولار ما بين أبريل وسبتمبر 2002، مما اضطر البنك المركزي إلى زيادة معدل الفائدة من 18% إلى 21% في 15 أكتوبر 2002، وإلى 22% في 20 نوفمبر، وفي 18 ديسمبر وصل إلى 25%. وفي إطار الاتفاق المبرم مع صندوق النقد الدولي سمح للبنك المركزي البرازيلي بتخفيض احتياطات النقد الأجنبي من 20 إلى 10 مليار دولار، والذي يخفض ليس فقط من مخاطر أزمة الصرف ولكن يسمح بتخفيض الديون بحوالي 3 مليار دولار في سنتي 2002 و 2003. وبعد انتخاب " لولا دا سيلفا " الريال استعاد تدريجيا تعادل 2.9 للدولار، علاوة المخاطرة على السندات الحكومية التي وصلت إلى 24% في سبتمبر 2002 انخفضت إلى 8.4% في ربيع سنة 2003، كما بلغ معدل التضخم 15% في سنة 2003، مع دين عام ثلاثة أرباعه مأخوذة من الدائنين المحليين¹⁷⁶.

3- أزمة الأرجنتين:

سعت الأرجنتين لتحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية سريعة مستعينة بالقروض الخارجية لسد الفجوة بين الاحتياجات الاستثمارية المستهدفة والمدخرات المتاحة، ووقعت في السبعينات من القرن الماضي في وهم مؤداه أنه بالإمكان الاستمرار في التنمية وزيادة مستوى المعيشة بدون الاهتمام بتعبئة مدخراتها المحلية وقدرتها على السداد، متغاضية عن تطور حجم مديونيتها والتزايد في أعباء خدمة الديون الخارجية. ولقد لجأت الحكومات

¹⁷⁶Jean-Marie Le Page: Crises financières internationales et risque systémique, De Boeck, Paris, 2003, pp 57-58.

الأرجنتينية المتعاقبة منذ أواخر الثمانينيات من القرن الماضي لمعالجة أزمة مديونيتها المتزايدة مع أعباء خدمتها، وذلك بالحصول على المزيد من القروض الخارجية من البنك الدولي وبنوك الدول الرأسمالية، مع رضوخها لتطبيق الإجراءات التصحيحية على اقتصادها التي اشتراطها صندوق النقد الدولي والدائنون الأجانب¹⁷⁷، ومع مطلع تسعينيات القرن الماضي بدأت الأرجنتين في انتهاج سياسة اقتصادية ليبرالية مفرطة تهدف إلى تحقيق الاستقرار في مستويات الأسعار، والتي استهدفت تحرير التجارة من خلال ما يلي:

- أ- إلغاء الضرائب على الصادرات وتخفيض رسوم الجمارك وإلغاء أية عوائق يمكن أن تحد من الاستيراد؛
- ب- تحرير حساب رأس المال وإصلاح النظام المالي؛
- ج- السماح للبنوك الأجنبية بفتح فروع لها في الأرجنتين؛
- د- تخفيض نصيب الدولة في المشاركة الاقتصادية من خلال خصخصة الشركات التي تملكها الدولة؛
- هـ- إلغاء دعم الدولة للصناعة الوطنية والمؤسسات الأخرى؛
- و- تخفيض الضرائب على الشركات؛
- ز- اعتماد سعر صرف ثابت للبيزو مقابل الدولار؛

ح- تقليص دور الدولة في شبكة الحماية الاجتماعية للفئات التي يمكن أن تتضرر من هذه السياسة الاقتصادية الجديدة¹⁷⁸.

فالإجراءات التصحيحية الآتية الذكر أعطت السلطات الأرجنتينية شعورا بالأمان لبعض الوقت، ولكن نتائجهما على المدى المتوسط والبعيد كانت عكسية من الناحية الاقتصادية والاجتماعية، فلا التضخم المحلي انخفض، ولا العجز في الحساب الجاري نقص، ولا الحاجة إلى الاستدانة قلت، فعجلات التنمية تباطأت، ومستويات المعيشة تدنت، ومعدلات البطالة زادت. وأمام هذه الظروف انفجرت الأزمة المالية والاقتصادية الأرجنتينية في ديسمبر 2001، والذي يعتبر محصلة طبيعية لانتشار الفساد، وهروب رؤوس الأموال بسبب السياسة النقدية غير الملائمة، ومحصلة أيضا للركود العميق الذي تعاني منه الأرجنتين من 1999 إلى 2002.

كما أن الديون الخارجية للأرجنتين وصلت إلى 146.2 مليار دولار سنة 2000، بما يوازي 56% من الناتج القومي الإجمالي، وتستهلك خدمة هذه الديون نحو 75.7% من إجمالي حصيلة الصادرات الأرجنتينية، مما يجعلها مضطرة للاستدانة مجددا لتمويل وارداتها. أما معدل الادخار المحلي بلغ 15% عام 2000، والذي يعد

¹⁷⁷ أوكيل نسيمه: مرجع سابق، ص 291.

¹⁷⁸ عبد الأمير السعد: الاقتصاد العالمي قضايا راهنة، دار الأمين، القاهرة، 2007، ص ص 114-115.

واحدا من أدنى معدلات الادخار في العالم، حيث بلغ متوسط معدل الادخار العالمي نحو 23%. ويعتبر انفجار الأزمة محصلة للعجز الكبير والمتراكم في ميزان الحساب الجاري والذي بلغ 3.1% سنة 2000 و 2.1% سنة 2001 من الناتج المحلي الإجمالي للأرجنتين، وكان نتيجة كل ذلك تراكم ضغوط هائلة على الاقتصاد الأرجنتيني، والذي وصل إلى نقطة العجز عن الوفاء بجدمة ديونه، ولم يجد من يمد له يد المساعدة بشكل فوري، وذلك نتيجة اختلاف طبيعة الارتباطات بينه وبين الدول الكبرى المهيمنة على صناعة القرار في المؤسسات المالية الدولية وبالذات الولايات المتحدة الأمريكية التي تعد الأرجنتين شريكا اقتصاديا هامشيا لها، فضلا على أنها منافس للولايات المتحدة الأمريكية في تصدير العديد من السلع الزراعية¹⁷⁹.

فالساسة الاقتصادية الليبرالية حققت في الفترة ما بين 1991-1995 نجاحات عابرة، ومن تم تحولت إلى أزمة في نهاية ديسمبر 2001 وجانفي 2002، ويمكن إرجاع ذلك إلى الأسباب التالية:

أ- خروج الاقتصاد الأمريكي من حالة الأزمة إلى حالة الانتعاش، مما جعل آثار ارتباط البيزو بالدولار على الاقتصاد الأرجنتيني مطلع تسعينيات القرن الماضي مختلفا تماما عن آثار ذلك الارتباط نهاية التسعينات.

ب- من زاوية التحول في هيكل الإنفاق: في مطلع تسعينيات القرن الماضي تم الحد من التضخم الاقتصادي الواسع الذي عايشته الأرجنتين. كما أن اندفاع الحكومة الأرجنتينية نحو الإفراط في الإنفاق غير الإنتاجي كان بمثابة بداية ميل جديد للاستدانة من الداخل والخارج، مما نتج عنه دخول الاقتصاد الأرجنتيني في مرحلة نوعية جديدة من المديونية.

ج- من زاوية ارتفاع تكلفة القروض: إن أزمة الاقتصاديات الآسيوية لسنة 1997 ألفت بضلالها على الاقتصاديات النامية، ويتجلى ذلك في الارتفاع الملموس لتكلفة القروض في الأسواق المالية الدولية، حيث قلص من قدرة الاقتصاد الأرجنتيني على دخول مجال الاقتراض الدولي، لاسيما وأنه لم تظهر استجابة ملموسة وسريعة لتدخلات من قبل السياسة النقدية للولايات المتحدة الأمريكية لتسهيل حصولها على قروض جديدة، مثل هذا الوضع أدى إلى تفاقم أزمة السيولة في الأرجنتين.

د- من زاوية تثبيت سعر صرف البيزو مقابل الدولار: إن تثبيت سعر صرف البيزو مقابل دولار الولايات المتحدة الأمريكية ساهم في التقليل من مخاطر تذبذب أسعار الصرف بالنسبة للمستثمرين الأجانب، إلا أن

¹⁷⁹ أوكيل نسيمة: مرجع سابق، ص ص 291-293.

غياب المراجعة اللازمة لظروف ارتباط البيزو بالدولار هو الآخر أضعف القدرة التنافسية للأرجنتينيين، وبشكل خاص بعد الأزمة الاقتصادية الآسيوية. فحينما لجأت الأرجنتين إلى سياسة اقتصادية ليبرالية سنة 1991 تركزت على تثبيت سعر صرف البيزو مقابل الدولار كانت الولايات المتحدة الأمريكية في ذلك الحين تعاني من تبعية الركود الاقتصادي الذي ساد اقتصادها طيلة فترة السبعينات والثمانينات، حتى منتصف تسعينات القرن الماضي، ومع سنة 1996 ازدادت قوة الدولار بشكل سريع، مما أدى إلى ارتفاع سعر البيزو الأرجنتيني أمام العملات الدولية نظرا لارتباطه نقدا بالدولار، وهكذا انخفضت القدرات التنافسية للصادرات الأرجنتينية التي ارتفعت أسعارها في الأسواق الدولية. والمفارقة هنا، أن اختيار الدولار الأمريكي مثبتا لسعر صرف البيزو على الرغم من ضعف العلاقات التجارية مع الولايات المتحدة الأمريكية والتي لا تتعدى مستورداتها 2.5% من قيمة صادرات الأرجنتين، هذا الوضع يساعد على فقدان الكثير من المنتجات الأرجنتينية قدرتها التنافسية من جهة، ومن جهة أخرى فإن تثبيت سعر الصرف غالبا ما يساهم في تعرض العملة الوطنية إلى هجمات من المضاربين عندما لا يكون هناك احتياطي من العملات الأجنبية كاف للدفاع عن السعر المستهدف، وهذا ما حصل فعلا في الأرجنتين، مما دفعها إلى رفع أسعار الفائدة للحد من هروب رؤوس الأموال.

هـ- من زاوية سعر صرف الريال البرازيلي: تعتبر البرازيل أكبر مستورد للسلع الأرجنتينية وأكبر شريك تجاري لها، وقد أدى تدني سعر صرف الريال البرازيلي "الأزمة البرازيلية 1999" إلى تراجع طلب البرازيل على المنتجات الأرجنتينية نظرا لارتفاع أسعارها، مما أسهم في تفاقم الأزمة الاقتصادية وتفجرها.

و- من زاوية سوء الإدارة والفساد المالي: لقد تم تنفيذ برامج الخصخصة التي شملت برامج السكك الحديدية، شركات الهواتف، شركة الطيران، بشكل مشوه، حيث تم إعداد تقييم أصولها بشكل غير حقيقي مما جعل أسعار بيعها تتدن كثيرا عن قيمتها الحقيقية من جهة، وأن العمولات شكلت مبالغ كبيرة من أسعار بيعها، وصلت إلى أكثر من 60% من المبلغ المدفوع من جهة أخرى، ويعود ذلك إلى تنفيذ الحكومة سياسة اقتصادية لم توفر لها الشروط والظروف المناسبة لنجاحها¹⁸⁰.

ز- التخفيض الحاد في قيمة العملة المكسيكية في ديسمبر 1994 كانت له نتائج مدمرة وفورية على النظام المالي الأرجنتيني، فأوجه الشبه ما بين الإقتصاديين جعل المستثمرين يخشون من أن الأحداث التي وقعت في المكسيك سوف تتكرر في الأرجنتين، وكان نتيجة ذلك ظهور أزمة ثقة في أسواق المال الأرجنتينية، والتي أدت إلى

¹⁸⁰ عبد الأمير السعد: مرجع سابق، ص ص 115-120.

تدهور حاد في احتياطات صرفها، وكذا التخلص بشكل كبير من الأسهم والسندات، وانسحاب كبير للعملات الأجنبية والودائع البنكية¹⁸¹.

ومع تصاعد حدة الأزمة الاقتصادية في الأرجنتين من ديسمبر 2001 إلى جانفي 2002 لجأت الحكومة إلى تخفيض الإنفاق ومقايسة الديون، ولكن هذه السياسة واجهت إستياء جماهيريا واسعا أدى إلى اندفاع الجمهور لعمليات السحب الواسع للودائع من الجهاز البنكي، مما دفع بالحكومة إلى اتخاذ إجراءات تقييدية على السحب الشخصي من البنوك. إلا أن الاقتصاد الأرجنتيني وصل إلى حالة من العجز يصعب في ظله دفع ديونه الخارجية البالغة 146.2 مليار دولار، مما دفع بالحكومة إلى تخفيض قيمة عملتها الوطنية البيزو¹⁸². فمذ انفجار الأزمة في ديسمبر 2001 حتى نهاية سنة 2002 انخفضت بنسبة 70.3%، أي من دولار واحد لكل بيزو في ديسمبر 2001 إلى نحو 0.2967 دولار لكل بيزو في نهاية 2002، ورغم أن هذا الانخفاض لسعر العملة كان من المفترض أن يؤدي إلى تحسين الصادرات وتقليص الواردات وتحسين الموازين الخارجية، إلا أن الاضطراب السياسي والاقتصادي أدى إلى تخفيض الإنتاج من السلع والخدمات بنسبة 16% وبالتالي انخفاض قدرة الأرجنتين التصديرية حتى لو يزايد الطلب الخارجي على صادراته، كما أن انهيار القدرات المالية الأرجنتينية في خضم الأزمة جعلها غير قادرة على تمويل الواردات، وهو السبب الذي يكمن وراء تحسن موازينها الخارجية¹⁸³.

4- أزمة روسيا:

في سنة 1992، وفي جو الحماس للانتقال إلى اقتصاد السوق، جرى تحرير الأسعار في روسيا بصورة مفاجئة، وأحدث هذا القرار تضخما ابتلع كل المدخرات، مما تطلب رفع معدلات الفائدة. وفي سنة 1998 طرقت الأبواب تداعيات الأزمة الآسيوية والتي أثارت تحفظا على التوظيف في الأسواق الناشئة، وكان أصحاب الرساميل يطالبون بأرباح أعلى لكي يوافقوا على اقتراض هذه البلدان. وكانت مالية روسيا تعكس ضعف الناتج المحلي الإجمالي وضعف التوضيفات. وبالرغم من الصعوبات التي واجهتها في ضبط موازنتها، ولكن تنازلت عن ملكية المؤسسات العامة لقاء أثمان بخسة، وذلك قبل إنشاء نظام ضريبي فعال.

¹⁸¹ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي: مرجع سابق، ص 51.

¹⁸² عبد الأمير السعد: مرجع سابق، ص 121.

¹⁸³ أوكيل نسيمية: مرجع سابق، ص 293.

كانت روسيا مثقلة بالديون، وارتفاع معدلات الفائدة الذي سببته الأزمة الآسيوية شكل ضغطا شديدا عليها. وبسبب حالات الانكماش والانحطاط في جنوب شرق آسيا انخفض الطلب على النفط، والذي يعتبر سلعة تصدير أساسية ومصدر إيرادات ضريبية مهم لروسيا، وقد كان لتدهور الأسعار أثر مدمر، وعلى أساس سعر الصرف القائم، كانت صناعة النفط مهددة بأن تفقد جدواها، وأصبح واضحا أن قيمة الروبل الحقيقية أدنى من قيمته الاسمية، وقد اجتاحت موجات استيراد كان يصعب على المنتجين المحليين أن يزاموها.

وإذا كان سعر الصرف المرتفع بصورة مصطنعة كارثة على الأجراء وعلى البلد، فتخفيض قيمته سيحدث موجة من التضخم المفرط. وفي جوان 1998، بات واضحا أن روسيا ستكون قريبا بحاجة إلى مساعدة خارجية للحفاظ على مستوى سعر الصرف. فالثقة بالروبل تضاءلت، وتخفيض سعر الصرف بات أمرا لا مفر منه، وعليه ارتفعت معدلات الفائدة الداخلية بسرعة، وراح المزيد من الرساميل يغادر البلد، إذ كان حاملي الروبل يحولونه إلى دولار، وهذا الخوف من حيازة الروبل وعدم الثقة بقدرة الدولة على تسديد ديونها أجبر هذه الأخيرة في جوان 1998 على دفع فوائد بلغ معدلها 60% تقريبا على المبالغ المقترضة بالروبل، وارتفع هذا المعدل إلى 150% في غضون بضعة أسابيع. ودفعت الدولة فوائد عالية جدا، حتى عندما وعدت بأنها ستسدد بالدولار، ارتفعت معدلات فائدة أدوات الدين المحررة بالدولار والصادرة عن الحكومة الروسية من 10% إلى 50%، وكانت السوق تعتبر أن هناك احتمالات قوية لعدم التسديد.

واشتدت الأزمة، وكان بإمكان المضاربين أن يروا ما تبقى في الاحتياطات، وكلما كانت تتدنى كان الرهان على خفض سعر الصرف يغدو راجحا. وفي الأسابيع التي سبقت الأزمة أجبر صندوق النقد الدولي روسيا على الاقتراض أكثر بالعملة الأجنبية وأقل بالروبل، وكان تعليه بسيطاً، فمعدلات الفائدة على الروبل كانت أعلى بكثير منها على الدولار، وهكذا إذا اقترضت الدولة بالدولار فإنها ستحقق توفيرا. ولكن هذا التعليل يعكس انتظار حصول تخفيض لسعر الصرف. كما أن صندوق النقد الدولي دفع روسيا إلى زيادة قروضها بالعملة الأجنبية فرج بها في وضع يكاد لا يطاق.

عندما انفجرت الأزمة، تولى صندوق النقد الدولي القيادة، وطلب من البنك الدولي أن يسهم في الإنقاذ، وكانت الخطة تلحظ 22.6 مليار دولار، وكان الصندوق يقدم منها 11.2 مليارا، والبنك الدولي 6 مليارات، والباقي تقدمه الحكومة اليابانية. وبعد قرار منح القرض بثلاثة أسابيع، أعلنت روسيا أنها ستوقف عن الدفع بصورة منفردة وتخفيض قيمة الروبل، وانهار الروبل، وبات مستواه الفعلي في جانفي 1999 أدنى

بأكثر من 45% مما كان عليه في جويلية 1998. وأحدث إعلان 17 أوت أزمة مالية عالمية، فارتفعت معدلات الفائدة بالنسبة إلى الأسواق الناشئة أكثر مما ارتفعت في غمرة الأزمة الآسيوية، وحتى البلدان النامية التي كانت سلكت سياسات اقتصادية جيدة لم يعد بإمكانها أن تحصل على أموال. وعلى هذا نظم البنك الفدرالي المركزي في نيويورك عملية إنقاذ لإحدى أكبر المؤسسات المالية المضاربة في البلد " لونغ تيرم كابيتال ماناجمانت " خوفاً من أن يثير إفلاسها أزمة مالية عالمية¹⁸⁴.

5- أزمة تركيا:

بداية القرن الجديد انفتح على أهمية المخاوف من الانخفاض بـ 30% لليرة التركية في فيفري 2001، بعد 14 شهراً من توقيع خطة التثبيت مع صندوق النقد الدولي. وكانت تركيا اعتادت على معدلات نمو مرتفعة، ولكن في سنة 1999 تعرضت لزلزتين خفضاً نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى 0.5%. بالإضافة إلى العوامل الأخرى المسؤولة على الركود والمتمثلة في المستوى المرتفع لأسعار الفائدة الحقيقية التي تحملتها البلدان النامية في أعقاب الأزمات المالية للسنوات من 1997 إلى 1999.

لاستعادة الثقة وقّعت تركيا في ديسمبر 1999 اتفاقية مع صندوق النقد الدولي تهدف إلى تخفيض معدل التضخم من 64% إلى 25% بحلول نهاية سنة 2000 وأقل من 10% في سنة 2002. كما تنص على خطة مالية تقوم على إنشاء لجنة لتسوية: سعر التكافؤ المتحرك لليرة التركية، الأسعار في القطاع العام، الإيجارات، الحد الأدنى للأجور ومرتبات موظفي القطاع العمومي، وشملت الخطة الإصلاحات الهيكلية مثل الخصخصة واستقرار الدين العام في حدود 58% من الناتج المحلي الإجمالي.

بدعم صندوق النقد الدولي وآفاق التكامل الأوروبي كان هناك حماس كبير على تركيا في أسواق رأس المال الدولية، فانخفاض معدلات الفائدة الحقيقية التي انتقلت من 90% في نوفمبر 1999 إلى أقل من 40% في بداية سنة 2000 سمح باستئناف النمو. فمن فيفري 2000 إلى فيفري 2001 انخفض التضخم إلى النصف ليصل إلى 33%، فقوة الطلب المحلي ومقاومة الأجور الحقيقية حالت من دون تحقيق هدف 25% من الزيادة السنوية في الأسعار. بالإضافة إلى ذلك، العجز في الحساب الجاري الذي كان 0.9% من الناتج المحلي الإجمالي في سنة 1999 وصل إلى مستوى مثير للقلق 4.9% من الناتج المحلي الإجمالي في سنة 2000.

¹⁸⁴ جوزيف إ.ستيغليتز: مرجع سابق، ص ص 202 - 212.

وفي هذا السياق، جاءت الأزمة المالية بتدهور مفاجئ للوضع الاقتصادي الكلية وبضعف هيكلية في القطاع البنكي. كما أن غالبية المؤسسات مستثمرة في سندات الخزينة التي تقدم عوائد مرتفعة، فالانخفاض في المعدلات التي تتيحها هذه السندات بعد توقيع الاتفاقية مع صندوق النقد الدولي أدى بالكثير من البنوك التي لم تنوع بالقدر الكافي استثماراتها إلى الإفلاس. وعلى هذا الأساس تم إنشاء لجنة مراقبة البنوك، فالتحقيق الذي أجرته أدى إلى القبض بتهمة الاحتيال على عدد من رجال الأعمال المعروفين، كما أعربت عن بيع البنوك الخاضعة لسيطرتها وفرض معايير جديدة. ومن وجهة نظر الاقتصاد الكلي، مسار سعر الصرف الاسمي تم ربطه بأهداف التضخم، ومن تم أصبح سعر الصرف الحقيقي أعلى من قيمته، وفي الوقت نفسه أسعار النفط ارتفعت بنسبة كبيرة وعجز الميزان الجاري أصبح هام، مما تسبب بخروج الرساميل من تركيا. ومع ذلك، فحين كان الجهاز البنكي التركي مثقل بديون العملات الأجنبية، الاستثمار في المحافظ المالية وصل إلى 3.8 مليار دولار في النصف الأول من سنة 2000 والقروض الجديدة الممنوحة من طرف البنوك الأجنبية بلغت 45 مليار دولار خلال الأرباع الثلاثة الأولى من السنة نفسها. خروج الرساميل من تركيا في نوفمبر 2000 أدى إلى نزوب السيولة لدى البنوك، مما أدى إلى تدخل البنك المركزي لتوفيرها. ولكن عندما انتهت هذه العملية، أسعار الفائدة في الأجل القصير ارتفعت إلى 1700% في ديسمبر 2000.

الأزمة المالية الثانية تطورت في فيفري 2001 عندما أصبح واضحاً أن السلطات لم تتمكن من إعادة الثقة، كما أن الخصومة اتخذت في وقت متأخر، وتدخلات البنك المركزي أضرت بمصداقية سعر الصرف الثابت، مما اضطرت الحكومة لقبول تعويم الليرة، هذه الأخيرة انخفضت قيمتها أكثر من 40% ما بين فيفري وريبع سنة 2001. ولذلك فإن النظام البنكي الذي كان كثير المديونية بالعملات الأجنبية وجد نفسه في موقف صعب بلغت فيه الديون الخارجية 110 مليار دولار، مع ارتفاع معدل التضخم إلى أكثر من 54% في منتصف عام 2001 و66.5% في الخريف. كما أن الناتج المحلي الإجمالي انخفض إلى 7.4% في عام 2001. مساعدة صندوق النقد الدولي كانت ضرورية بالنسبة للاقتصاد التركي، فقد تم التوصل إلى صفقة تمويل إجمالية تقدر بـ 16 مليار دولار في فيفري 2002. ولكن المخاوف من نشوب حرب في العراق وتأثيرها من حيث تراجع انتعاش الاقتصاد التركي في ربيع سنة 2003 ومن معدلات الفائدة على الديون الخارجية التي وصلت إلى 74%، أدت بمجلس الشيوخ الأميركي لتجنب أزمة جديدة منح في أبريل 2003 مساعدات بقيمة 01 مليار دولار وضمائنات قروض تصل إلى 8.5 مليار دولار لتركيا¹⁸⁵.

¹⁸⁵ Jean-Mari Le Page: op.cit, pp 67-69.

المبحث الرابع: النماذج المفسرة للأزمات المالية:

الاقتصاديون يميزون ما بين ثلاث أجيال من نماذج الأزمات، فقد ظهرت نماذج الجيل الأول التي كشفت عنها بول كروغمان (Paul Krugman) في عام 1979، ثم النماذج من الجيل الثاني التي أبرزها أوبستفلد (Obsfeld) في عام 1994، أما النماذج من الجيل الثالث فظهرت مع الأزمة الآسيوية في عام 1997.

المطلب الأول: النماذج من الجيل الأول:

نماذج الأزمات من الجيل الأول تم تشكيلها بواسطة مقال مؤسسها كروغمان (Krugman, 1979)، ثم من قبل فلود وغاربر (Robert Flood & Peter Garber, 1984)¹⁸⁶، والذين حاولوا تفسير أزمات ميزان المدفوعات التي حدثت خلال سنوات السبعينيات وبداية الثمانينيات من القرن الماضي في دول أمريكا اللاتينية، مثل أزمة المكسيك 1973-1982 وأزمة الأرجنتين في عام 1978-1981¹⁸⁷.

ووفقاً لهذه النماذج، الأزمات يمكن أن تفسر من خلال عاملين أساسيين:

أ- التأثير السلبي لتدهور أساسيات الاقتصاد الكلي؛

ب- العجز المستمر في موازين المدفوعات.

هذين العاملين يمكن أن يسببا خللاً في سوق النقود أو على مخطط الميزانية¹⁸⁸، بالإضافة إلى انخفاض مخزون احتياطي الصرف¹⁸⁹، ففي نظام سعر الصرف الثابت ينتج عن الارتفاع المفرط للتضخم تدهور قيمة العملة المحلية¹⁹⁰، وبالتالي تضطر السلطات النقدية "البنك المركزي" إلى شراء عملتها بالاعتماد على احتياطي الصرف، الذي يتمخض عنه تراجع تدريجي لحجم هذا الأخير حتى الوصول إلى أدنى مستوى، ونتيجة هجمات المضاربة تخفض قيمة العملة¹⁹¹.

¹⁸⁶ Yue Ma: External Shocks, Balance Sheet Contagion, and Speculative Attack on the Pegged Exchange Rate System, Review of Development Economics, vol 13, n°1, 2009, p87.

¹⁸⁷ Sona Benecka: International Reserves and the Financial Crisis: Monetary Policy Matters, Economic Studies & Analyses / Acta VSFS, vol 6, 1/2012, p26.

¹⁸⁸ Young-Han Kim: International policy coordination for financial market stability in the Asian economies, Applied Economics, n°35, 2003, p 1123.

¹⁸⁹ Lili Zhu, Jiawen Yang: The Role of Psychic Distance in Contagion: A Gravity Model for Contagious Financial Crises, Journal of Behavioral Finance, n° 9, 2008, p 210.

¹⁹⁰ Srđan Marinković: Mechanics and causes of twin crises: the case of recent currency –banking disturbances in Serbia, Conference Proceedings: 2009 International Conference Enterprise in Transition: Challenges of Europe: Financial Crisis and Climate Change, p3.

¹⁹¹ Michel-Henry Bouchet : La globalisation, introduction à l'économie du nouveau monde, Pearson Education, Paris, 2005, pp 178-179.

وفي هذا المطلب، سنقدم النماذج التأسيسية لكروغمان (1979) و فلود وغاربر (1984)، بالإضافة إلى تفصيل التطورات المضافة إليها.

1- تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي: النموذج التأسيسي لكروغمان (1979):

كروغمان يعتبر تحت فرضية التوقعات الرشيدة، اقتصاد صغير مفتوح ينتج سلعة واحدة تجارية، سعرها يساوي سعر السلعة الأجنبية المعبر عنها بالعملة المحلية وفقا لتعادل القوة الشرائية (PPA).

$$P = sP^* \quad (1)$$

حيث P و P^* تمثل مستوى الأسعار المحلية والخارجية على التوالي و s سعر الصرف الاسمي. يفترض أن يكون مستوى الأسعار الخارجية ثابت، $P^*=1$ ، حتى تتمكن من إعادة كتابة المعادلة (1) على الشكل $P = s$.

الاقتصاد المعني تكون فيه الأسعار والأجور مرنة تماما، مع ضمان كون الإنتاج الذي يفترض أن يكون خارجي يعتبر دائما عند مستوى التشغيل الكامل Y . الميزان التجاري الحقيقي B الذي يساوي رصيد الحساب الجاري، يتم تحديده عن طريق الفرق بين الإنتاج والإنفاق:

$$B=Y-G-C(Y-T,W) \quad C_1, C_2 > 0 \quad (2)$$

حيث G يمثل الإنفاق الحكومي الحقيقي، C الاستهلاك، T الضرائب الحقيقية، W الثروة الخاصة الحقيقية للوكلاء المحليين.

في هذا الاقتصاد، المستثمرون يفترضون أن يكون لديهم خيار من الأصول محدود ما بين العملات المحلية والأجنبية، ويجب الإشارة إلى أنه من هاتين العملتين سعر الفائدة الاسمي معدوم، وتتكون الثروة الإجمالية للوكلاء المحليين من القيمة الحقيقية لأصولها بالعملة المحلية M/P والعملة الأجنبية F .

$$W=M/P+F \quad (3)$$

في هذا الاقتصاد، المستثمرين الأجانب لا يحتفظون بالأصول ذات العملة المحلية على عكس المتعاملين المحليين، والذين تستثنى مسؤولياتهم في اندلاع أزمة ميزان المدفوعات. M يمثل المخزون من العملة في التداول، فعند التوازن، المقيمين المحليين يبحثون على الحصول فقط على العملة الوطنية في سلوك لتحسين ثروتهم. شروط توازن المحفظة يكتب على النحو التالي:

$$M/P= L(\pi)W \quad L_1 < 0 \quad (4)$$

حيث π معدل التضخم المتوقع، والذي يساوي معدل الانخفاض المتوقع لسعر الصرف الثابت. في هذا الاقتصاد، الحكومة لها عجز في الميزانية العمومية $G-T$ ، ومنه لديها خيارين لتمويله: إصدار العملة المحلية \dot{M}/P أو السحب من احتياطياتها من النقد الأجنبي \dot{R} . قيد الميزانية المالية يكتب كما يلي:

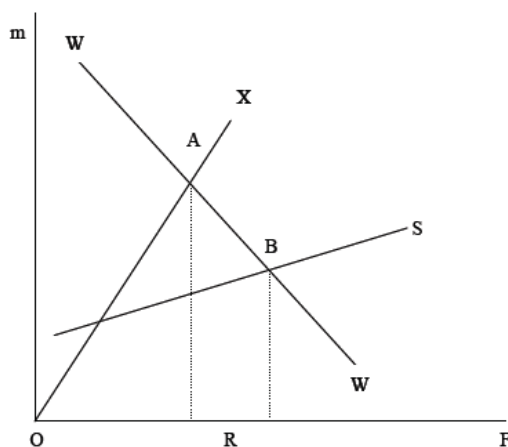
$$\dot{M}/P + \dot{R} = G - T = g(M/P) \quad (5)$$

عندما تتعهد الحكومة بالدفاع عن سعر الصرف الثابت، تمويل عجزها يتوقف على مدى استعداد المستثمرين من القطاع الخاص للحصول أو لا على العملة المحلية الإضافية.

$$\dot{R} = -(G - T) + LS \quad (6)$$

الإصدار المفرط للعملة يخفض تدريجاً احتياطيات الحكومة حتى إذا كان الادخار الخاص S معدوم في البداية، بما أن الحكومة ستصدر المزيد من العملة المحلية، وهو ما يريده المستثمرين من القطاع الخاص للاحتفاظ به. النقود الزائدة في التداول سيتم تعقيمها عن طريق تبادل العملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية. عندما احتياطيات الحكومة من النقد الأجنبي تصل إلى عتبة حرجة، المضاربون يتوقعون التخلي عن سعر الصرف الثابت، مما يسعون إلى الحصول على الاحتياطيات المتبقية عن طريق الهجوم المضاري الذي يسبق دائماً استنزاف الاحتياطي. الهجوم المضاري يقدم تاريخ استنفاد الاحتياطيات، أي تاريخ بداية الأزمة في ميزان المدفوعات. أما بالنسبة للمستثمرين الخواص، فإنهم يتجنبون الخسائر في رأس المال، بتوقع تخفيض قيمة العملة المحلية، والتي ستتم بعد التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت. فإذا كان هذا السلوك على نطاق واسع، الاحتياطيات الحكومية يقضى عليها كلياً. بالنسبة للحكومة، فإن الهجوم يمثل تصفية لاحتياطياتها، في حين بالنسبة للسكان المحليين، تمثل تغيير في تكوين محافظهم الاستثمارية لصالح العملة الأجنبية، مما يسمح لهم بتجنب الخسائر في رأس المال.

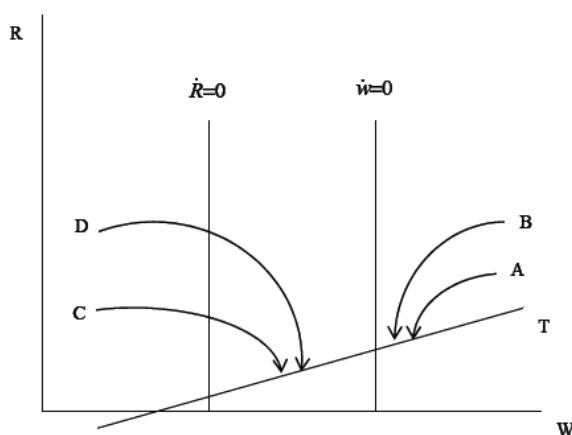
الشكل الرقم 19: التخلي المبكر عن نظام سعر الصرف الثابت والقضاء الكلي على احتياطات النقد الأجنبي نتيجة هجوم المضاربة



Source: Paul Krugman: A Model of Balance-of-Payments Crisis, op.cit, p 322.

الشكل رقم 19 يبين حدوث أزمة العملة، قبل الهجوم المضاري، الاقتصاد يكون في النقطة A من المنحنى OX. عند وقت الهجوم، الاقتصاد ينتقل من A إلى B في منحنى الثروة الخاص WW، ما دام أن الوكلاء يغيرون محافظهم الاستثمارية لصالح العملة الأجنبية. مباشرة بعد الهجوم، يتم التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت والاقتصاد يكون على المنحنى SS. لمعرفة تاريخ الأزمة، كروغمان يقارن مسارات النقاط A، B، C و D على الشكل 20، والتي تحدد المستويات الأولية من الاحتياطات المختلفة. عندما يكون مستوى الاحتياطات عالي، مثل عند المستويين B و D، الأزمة يتم تأجيلها، مما يؤكد فكرة بديهية النموذج: الفترة التي يمكن للحكومة أن تحافظ على سعر صرفها الثابت هي، جميع الأشياء المساوية الأخرى، لدالة النمو من المستوى الأولي لاحتياطات صرفها¹⁹².

الشكل رقم 20: تاريخ اندلاع أزمة ميزان المدفوعات تبعاً للمبلغ الأولي من الاحتياطات



Source: Paul Krugman: A Model of Balance-of-Payments Crisis, op.cit, p 322.

¹⁹² Paul Krugman: A Model of Balance-of-Payments Crisis: Journal of Money & Banking, vol 11, n°3, 1979, pp 313-322.

ومن خلال التحليل السابق، يمكن القول على أنه بالرغم من أن تحليل كروغمان شرح كيف يمكن لأزمة العملة أن تحدث، ولكنه انتقد لافتقاره للواقعية، فهو يقوم على نموذج اقتصاد كلي مبسط جدا، والذي يحدد مؤشرات الأزمة في عجز الموازنة المالية والفقدان التدريجي لاحتياطيات النقد الأجنبي، كما يتناول حدسيا توقيت الأزمة، دون أن يتمكن من حسابها، فهو لم يتوصل إلى تقديم حل يوضح تاريخ انهيار نظام سعر الصرف الثابت، ومع ذلك، فإنه يفسر السبب في أن جهود الدفاع عن سعر الصرف الثابت غالبا ما تؤدي إلى أزمات العملة، من خلال سياسات اقتصادية تتعارض مع الحفاظ على نظام سعر الصرف الثابت.

2- سعر الصرف المرن الافتراضي والتاريخ المحدد للأزمة: نموذج (فلود وغاربر 1984)

فلود وغاربر (1984) تعمقا في نموذجهما حول مفهوم توقيت الأزمة، فالأساسيات المتدهورة تؤدي إلى أزمة سعر الصرف العائم، والتي تحدث بعد انهيار نظام سعر الصرف الثابت في أعقاب الهجوم المضاري. وتهدف في المقام الأول إلى حساب التاريخ المحدد لانهيار نظام سعر الصرف الثابت من خلال وضع نموذج خطي مع الحفاظ على العناصر الأساسية لتحليل كروغمان الغير خطي.

نحن دائما في اقتصاد صغير مفتوح ينتج سلعة تجارية واحدة، في بيئة ذات توقعات رشيدة. المتعاملين المحليين لديهم هذه المرة خيار تدخل أوسع بالمقارنة مع النموذج السابق: العملات المحلية والأجنبية، الأوراق المالية المحلية والأجنبية تعتبر استبدالية. ومع ذلك، يفضل السكان المحليين عدم الاحتفاظ بالعملات الأجنبية التي لا تدير أي ربح خارج فترات الأزمة. كما أن الحكومة لديها مخزون من الاحتياطي النقد الأجنبي للحفاظ على التكافؤ الثابت لعملتها. أما المتغير الأساسي الذي يميز الاختلالات النقدية فهي النمو المفرط في الائتمان المحلي مقارنة مع الطلب على العملة المحلية.

تم بناء هذا النموذج عن طريق خمسة معادلات:

$$M_t / P_t = a_0 - a_1 i_t, \quad a_1 > 0, \quad (7)$$

$$M_t = R_t + D_t, \quad (8)$$

$$\dot{D}_t = \mu, \quad \mu > 0, \quad (9)$$

$$P_t = P_t^* S_t, \quad (10)$$

$$i_t = i_t^* + \dot{S}_t / S_t, \quad (11)$$

المعادلة الأولى تمثل الطلب على النقود M/P باعتبارها دالة ذات ميل سالب من حيث سعر الفائدة i ، باعتبار M يمثل مخزون العملة المحلية و P مستوى الأسعار المحلية.

الثانية تحدد عرض النقود M على أنها مجموع احتياطات الصرف الأجنبي للبلد R مقومة بالعملة المحلية والائتمان المحلي D .

الثالثة تعكس حقيقة أن الائتمان المحلي D المستخدم لتمويل عجز الميزانية العمومية ينمو بمعدل موجب ثابت μ . الرابعة والخامسة تمثل على التوالي قاعدة تكافؤ القدرة الشرائية (PPA) وتكافؤ معدل الفائدة (PTI) الغير مغطى، حيث s يعبر عن سعر الصرف في حالة عدم اليقين، P^* مستوى الأسعار الخارجية، i^* معدل الفائدة الخارجي، مع افتراض P^* و i^* أن يكونا ثابتين و s معدل الانخفاض المحتمل في قيمة العملة.

في نظام سعر الصرف الثابت $S_t = \bar{S}$ ، وهذا يعني أن التغير في سعر الصرف معدوم مع الوقت $\dot{S}_t = 0$ ، ومعدل الفائدة المحلي يساوي معدل الفائدة الأجنبي $i_t = i^*$ ، ونستنتج كذلك أن عرض النقود ثابت. وعليه يتم الحصول على (12) من خلال دمج (10) و (11) في (7):

$$M_t = \beta_{St} - \alpha \dot{S}_t \quad (12)$$

مع افتراض $\beta \equiv a_0 P^* - a_1 P^* i^*$ موجبة وثابتة وافتراض $\alpha = a_1 P^*$ ثابتة، ويقدم معدل انخفاض العملة معدوم $s = 0$ والكتلة النقدية تبقى ثابتة، البنك المركزي يعدل كل تغير في الطلب على العملة المحلية عن طريق شراء أو بيع الاحتياطيات الأجنبية. فقيمة احتياطي النقد الأجنبي في كل زمن t يترجم عن طريق المعادلة (13) ومعدل تغير هذه الاحتياطيات يشار إليها بـ (14):

$$R_t = \beta \bar{S} - D_t \quad (13)$$

$$\dot{R}_t = -\dot{D}_t = -\mu \quad (14)$$

تزامنا مع زيادة الائتمان الداخلي بمعدل μ ، وبما أن احتياطي النقد الأجنبي للحكومة ينخفض بنفس النسبة بالتوازي مع زيادة الائتمان المحلي، الحكومة لا يمكنها دائما أن تحافظ على ثبات سعر صرفها مع مخزون احتياطي نقد أجنبي محدود. وعندما يتم استنفاد احتياطياتها (أو الوصول إلى الحد الأدنى \bar{R})، أزمة ميزان المدفوعات تحدث والحكومة تجبر على تعويم سعر صرفها بشكل دائم. في هذه الأثناء، سعر الصرف الثابت ينهار قبل الاستنفاد الكامل للاحتياطي الحكومي، المتعاملين لديهم توقعات رشيدة يبحثون على تفادي أي خسارة محتملة في رأس المال المرتبط بانخفاض قيمة العملة المحلية في أعقاب التخلي عن نظام سعر الصرف

الثابت، يبيع أصولهم المقومة بالعملة المحلية مقابل الأصول بالعملة الأجنبية. هذه العملية (هجوم مضاربي) تعجل بتاريخ انهيار نظام سعر الصرف الثابت. التاريخ الدقيق لانهيار نظام سعر الصرف الثابت يحسب من خلال عملية تحول نحو الماضي، التاريخ المحدد للأزمة يقابل النقطة حيث سعر الصرف الثابت يساوي سعر الصرف الظل $\bar{S} = \bar{S}^*$ (سعر الصرف الذي يأخذ مكانه بعد هجوم المضاربة). سعر الصرف الظل يعكس إذا أساسيات السوق. في الواقع، إذا المتعاملين توقعوا أن سعر الصرف الظل يعتبر أقل من سعر الصرف الثابت $\bar{S} < \bar{S}$ ، لن يكون هناك هجوم مضاربي، والعكس، إذا توقعوا أن يكون أكبر من سعر الصرف الثابت $\bar{S} > \bar{S}$ ، المستثمرين سيقومون بشن هجوم مضاربي، والذي سيحقق أرباح بمعدلات عوائد لانهائية. ومع ذلك، ما من متعامل لا يستطيع أن يتخطى الآخرين نظرا لافتراض التوقعات الرشيدة التي تلغي فرص التحكيم في سوق الصرف. المنافسة ما بين المستثمرين تدفعهم لتوقع الهجوم في التاريخ المحدد Z حيث لا يوجد ربح أو خسارة $\bar{S}_Z = \bar{S}$. مباشرة بعد الهجوم، توازن السوق النقدية يصبح:

$$M_{z+} = \beta s_{z+} - \alpha \bar{s}_{z+} \quad (15)$$

بالنظر إلى أن احتياطي النقد الأجنبي الحكومي نضب في أعقاب الهجوم $R_{z+} = 0$ ، مخزون النقد يصبح مساوي للائتمان المحلي:

$$M_{z+} = D_{z+} \leftrightarrow \dot{M}_t = \dot{D}_t = \mu \quad (16)$$

للحصول على سعر الصرف الظل، فلود وغاربر استخدموا أسلوب المعاملات غير المحددة، على افتراض أن سعر الصرف العائم هو على الشكل $s_t = \lambda_0 + \lambda_1 M_t$. وعن طريق استعمال المعادلة (16) في (12) نحصل على $\lambda_0 = \alpha \mu / \beta^2$ و $\lambda_1 = 1/\beta$. سعر الصرف يعرف على النحو التالي:

$$s_t = \alpha \mu / \beta^2 + M_t / \beta \quad t \geq z \quad (17)$$

في وقت الهجوم عند Z ، $\bar{S}_Z = \bar{S}$ و $R_Z \geq 0$. نمو الائتمان المحلي مع مرور الوقت يكتب كما يلي:

$$D_t = D_0 + \mu t \quad (18)$$

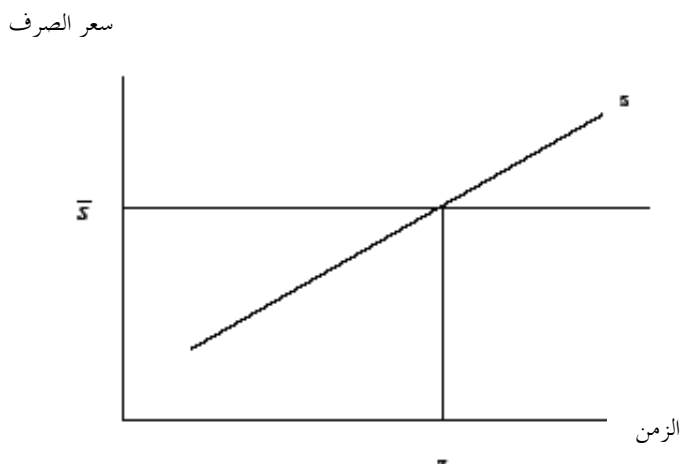
عند استبدال M_t على (17) من خلال المعادلة (19)، نحصل على التاريخ المحدد للهجوم Z :

$$Z = \frac{\beta \bar{S} - D_0}{\mu} - \frac{\alpha}{\beta} = \frac{R_0}{\mu} - \frac{\alpha}{\beta} \quad (19)$$

* Le shadow exchange rate.

المعادلة (19) تشير إلى أنه عند المستوى الأولي لاحتياطيات الصرف المرتفعة يتأخر انهيار سعر الصرف الثابت، في حين أن النمو المرتفع للائتمان يقدم اندلاع الأزمة. وكما يبين الشكل 21 تندلع أزمة ميزان المدفوعات عند Z حيث $\bar{S}_Z = \bar{S}$. بعد الهجوم، سعر الصرف الثابت فجأة تنخفض قيمته ويصبح سعر صرف عائِم.

الشكل رقم 21: تقاطع أسعار الصرف في تاريخ الهجمة المضاربية

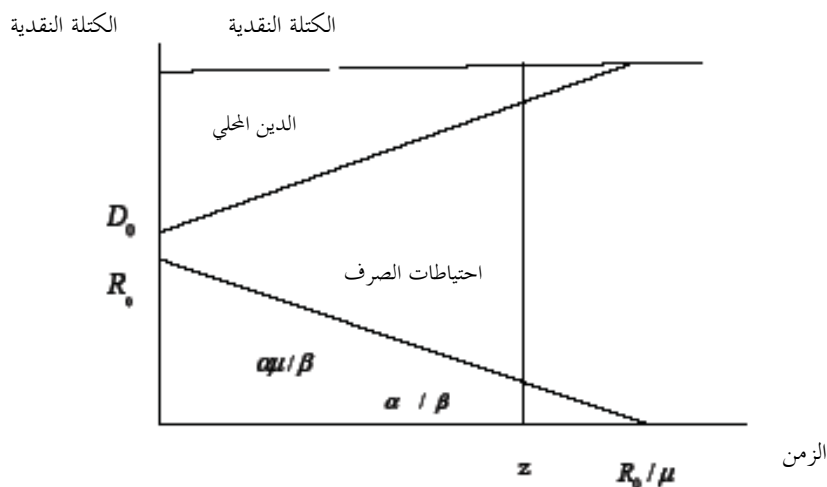


Source: Flood R.P, Garber P.M: op.cit, p5.

أما الشكل 22، فإنه يدل على الصلة ما بين الأساسيات (الائتمان المحلي، عرض النقود واحتياطي النقد الأجنبي) وتاريخ الهجوم المضاربي. قبل الهجوم، عرض النقود يبقى ثابت، ولكن مكوناته تختلف؛ D_t ترتفع بمعدل μ و R_t تنخفض بنفس المعدل. بعد الهجوم، احتياطي النقد الأجنبي يستنفذ وعرض النقود يتكون فقط من الائتمان المحلي. حسب الشكل 22، النقطة R_0/μ تشير إلى تاريخ استنفاد الاحتياطيات الحكومية في حالة غياب هجوم مضاربي من جانب المستثمرين، وبعبارة أخرى تاريخ اندلاع أزمة العملة، والذي الهجوم المضاربي يقوم بتقديمه¹⁹⁴.

¹⁹⁴ Flood R, Garber P.M: Collapsing exchange rate regimes: Some linear examples, Journal of International Economics, vol 17, n°1-2, august 1984, pp 1-6.

الشكل رقم 22: الترابط ما بين الأساسيات الاقتصادية الكلية وتاريخ الهجمة المضاربية



Source: Flood R.P, Garber P.M: op.cit, p6.

المطلب الثاني: النماذج من الجيل الثاني:

1- الأزمات التي تتحقق ذاتيا مع استجابة الحكومة لتوقعات السوق: النموذج التأسيسي لأوبستفلد

نماذج أزمات الصرف من الجيل الثاني، أو نماذج شروط الخروج، تم وضعها في سنوات التسعينات من القرن الماضي، والتي تستند إلى أعمال أوبستفلد. فحسبها الأزمة تتسم بالنفوذ ما بين الحكومة الممثلة في السياسات الاقتصادية والسوق من خلال تحقيق الطابع الذاتي تحسبا للمستثمرين، ويمكن أن تندلع بدون تفاقم أساسيات الاقتصاد الكلي، باعتبار أن السياسات الاقتصادية ليست محددة سلفا، ولكن هي استجابة للصددمات التي تؤثر على الاقتصاد، بما في ذلك التطورات الحاصلة في سوق العملات الأجنبية، لذا يواجه تكوين توازنات متعددة وأزمات يمكن أن تندلع أو أن تنتقل بفعل العدوى.

أما سلوك السلطات النقدية فهو يتوسط ما بين تفضيله سعر الصرف الثابت وأهدافه الأساسية طويلة الأجل¹⁹⁵، من اللحظة أين يخلق شك حول الالتزام بالصرف في المدى القصير، نظرا للاتساق الزمني لسلوكه وتكاليف الدفاع عنه من حيث أسعار الفائدة المرتفعة بشكل غير طبيعي مثلا، وبالتالي فلهجوم المضاربي قد يحدث بتوقع التنازل للبنك المركزي، ويمكن تحليل الأزمة من حيث توقع تحققها ذاتيا. كما أن توقعات الوكلاء لا تعتمد على الأساسيات الملاحظة في الوقت (t)، ولكن على استدامة خيارات الاقتصاد الكلي للبلاد التي تعتمد على حكم استدامة الوضع في (t+1).

¹⁹⁵ André Cartapanis : Les marchés financiers internationaux, La Découverte, Paris, 2008, p89.

أزمة النظام النقدي الأوروبي (1992-1993) والأزمة المكسيكية لعام (1994) أدت إلى تحليل هجمات المضاربة وضعف نظم أسعار الصرف الثابتة. السمة الأساسية لنماذج الجيل الثاني تتمثل في نمذجة الغايات المستقبلية للحكومة التي تقرر البقاء أو لا في نظام سعر الصرف الثابت من خلال مقارنة تكاليف وفوائد الخروج من النظام. هذا النهج خلق التفاعل ما بين الحكومة والمتعاملين، مما أدى إلى تعدد التوازنات. فالاقتصاد يمكنه الانتقال من توازن إلى آخر تبعاً لتوقعات المضاربين للمتعاملين، التوقعات التي تعتمد على استجابة ظرفية للحكومة، والتي بدورها تعتمد على الكيفية التي يمكن للتغيرات في التكاليف المضافة من توقعات المضاربين أنفسهم أن تؤثر على المناصب السياسية والاقتصادية للحكومة. هذه الديناميكية الدائرية تخلق أزمة تتحقق ذاتياً.

كما يعرض نموذجين من الأزمات التي تتحقق ذاتياً مع الاستجابة الذاتية للحكومة لتوقعات السوق. في النموذج الأول، توقعات التخفيض ترفع أسعار الفائدة، الأمر الذي يضعف عزم الحكومة على مقاومة إعادة تنظيم سعر الصرف الثابت. في النموذج الثاني، توقعات التخفيض تؤثر على الأجر وعلى التنافسية التجارية، مما تضطر الحكومة للتحقق من صحة توقعات التخفيض للعملاء. في كلا النموذجين، احتياطات النقد الأجنبي يمكن بحرية أن تقتصر من أسواق رأس المال الدولية، فهي تخضع إلى قيود الميزانية الزمنية للحكومة.

في النموذج الأول، ارتفاع أسعار الفائدة بسبب توقعات التخفيض للوكلاء، والذي يزيد من خدمة الدين للحكومة، هيكل استحقاق السندات المحلية الحكومية وتكوين العملة الصعبة من إجمالي الدين العام، يلعب دوراً مهماً في حالة وقوع هجوم مضاربي. الدين العام ومعدل الفائدة الاسمي هما المؤشرين الرئيسيين للأزمات في نموذج أوبستفلد.

أوبستفلد يضع نموذج من فترتين 1 و 2 في هذا الاقتصاد، والتي من خلالها الحكومة افترضت إصدار سندات دين والمشاركة في سوق العملات الأجنبية بهدف اقتراض الاحتياطيات، فهناك التزامات من طرفها بدفع مبالغ من الديون بالعملة المحلية، والذي يعتبر مصدر محتمل للصعوبة التي تواجهها نتيجة انعدام المصدقية. قيد ميزانية الحكومة يكشف تطورها الضعيف بالمقارنة مع تطور السوق اعتماداً على استحقاق ديونه وتكوينه من العملات الصعبة. يؤدي ذلك إلى استهلاك يفترض أن يكون خارجي. بالإضافة إلى هذه النفقات، فإنه يتلقى دخل عن هذه الموجودات بالعملة الأجنبية، وأيضاً نفرض "فقط في $t = 2$ " رسوم ضريبية على الإنتاج بمعدل τ لموازنة ميزانيتها.

خلال الفترة الثانية، الحكومة تسدد جميع التزاماتها في $t=1$ وتستهلك مبلغ يساوي s_2G_2 . وتمويل التزاماتها تستخدم عائداتها الآتية من الأصول بالعملة الأجنبية، الإيرادات من الضرائب على الإنتاج والتغير في قيمة العملة المحلية التي يريد المقيمون الاحتفاظ بها خلال الفترتين.

نظرا لفرضيات الحركة المثالية لرؤوس الأموال وتكافؤ معدلات الفوائد الغير مغطاة، توازن التوقعات المثالية أدى إلى تساوي أرباح الأصول بالعملة المحلية والأجنبية.

إلى جانب قيود الميزانية، الحكومة تواصل في نفس الوقت تحقيق الأهداف الاقتصادية كاستقرار معدل التضخم، والذي يفترض أن يكون صفرا في الفترة الأولى، كما تسعى إلى التقليل من دالة الخسارة من حيث تشوهات أهدافها الاقتصادية مع مراعاة قيد الميزانية الزممي.

$$L = \frac{1}{2}\tau^2 + \frac{\theta}{2}\varepsilon^2 \quad (20)$$

حيث τ يمثل معدل الضريبة على الإنتاج، θ وزن الانخفاض بالمقارنة مع τ و ε معدل انخفاض قيمة العملة المحلية (الأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم).

عند الفترة الثانية، الإيرادات المتأتية من ضريبة التضخم والضرائب التقليدية τ يجب أن تغطي جميع الديون الصافية والنفقات الجارية للحكومة. وفقا لذلك، الحكومة تحدد ε و τ من أجل التقليل من دالة الخسائر. ومع ذلك، نظرا إلى أن المتعاملين لديهم توقعات رشيدة فيما يخص أهداف الحكومة، فإنه يمكنهم إجبارها على اختيار معدل الانخفاض الأكثر ارتفاعا، مما تسبب في ارتفاع أسعار الفائدة المحلية في الفترة الأولى.

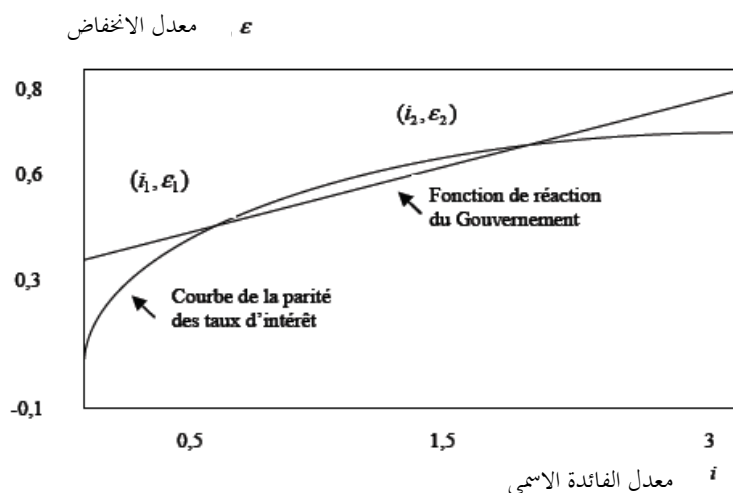
عند الوضعية المثلى، التكلفة الحدية للانخفاض الأكثر قوة للنقود المحلية ترفع التكلفة الحدية للرسوم المتفق عليها، ولذلك نحصل على معدل الانخفاض للعملة المحلية ε التي تتأثر بمعدل الفائدة المحلي وتكوين العملة من ديون الحكومة.

أوبستفلد يوضح بعد ذلك بيانيا نتائج نموذجه. توازن معدلات الفائدة الاسمية ومعدلات انخفاض العملة المحلية يتحددان من خلال تقاطع المنحنيين. المنحنى الأول الذي يبين دالة رد فعل الحكومة يشير إلى معدل انخفاض ε المفضل من قبل الحكومة في $t=2$ عندما يواجه معدل فائدة i في $t=1$. الميل في هذا المنحنى موجب، مما يعكس حدسيا أن زيادة معدل الفائدة الاسمي في $t=1$ ، برفع معدل ضريبة التضخم القاعدية في $t=2$ ، تشجع انخفاض قيمة العملة المحلية. المنحنى الثاني يمثل تكافؤ معدل الفائدة، والذي يمكن أيضا أن يعبر عن دالة

رد فعل السوق، حيث الميل الموجب، كما يحدد معدلات الفائدة المحلية في $t = 1$ تبعاً لمعدل الانخفاض المتوقع

$$\varepsilon = \frac{i - i^*}{1 + i} \text{ ، أي } t = 2 \text{ خلال } \varepsilon$$

الشكل رقم 23: إمكانية التوازن لكل من معدل الفائدة ومعدل انخفاض العملة المحلية



Source: Maurice Obstfeld: Logic of currency crises, op.cit, p 31.

هناك مستويين من أسعار الفائدة ومعدل الانخفاض في قيمة العملة. عند التوازن ضعيف الانخفاض i_1 ، فإن خسارة الحكومة تعتبر أقل مقارنة بالخسارة في التوازن ذات الانخفاض القوي i_2, ε_2 . ومع ذلك، فإن السوق قد لا ينسق مع معدل الفائدة الضعيف نسبياً i_1 بالمقارنة مع معدل الفائدة القوي نسبياً i_2 . ولذلك فإن الحكومة تواجه مشكلة عدم التناسق الديناميكي، والذي يلزمها على التحقق من صحة توقعات السوق لمعدل الانخفاض العالي للتقليل من دالة الخسارة. ومع ذلك، الحكومة تتفاجأ بتكلفة ثابتة c في حالة إعادة تنظيم سعر صرف عملتها، تعبر عن فقدان المصادقية. في هذه الحالة، دالة الخسارة للحكومة تصبح:

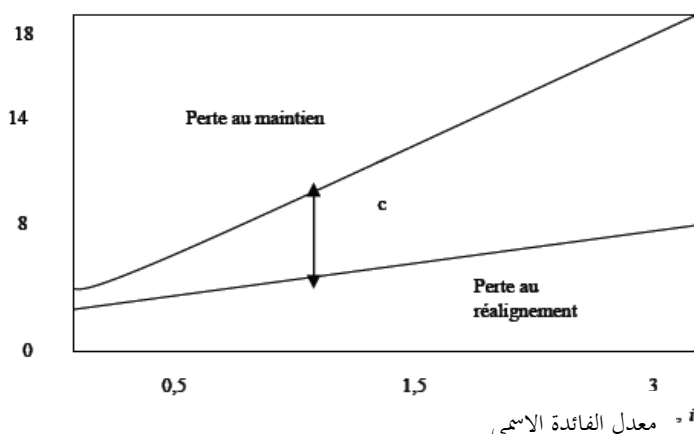
$$L = \frac{1}{2} \varepsilon^2 + \frac{\theta}{2} \varepsilon^2 + cZ \quad Z = 1 \text{ si } \varepsilon \neq 0, \text{ sinon } Z = 0 \quad (21)$$

الشكل رقم 24 يبين دالة خسارة الحكومة عندما الارتفاع في معدل الفائدة الاسمي يحدد العواقب المتعلقة بالحفاظ على التكافؤ الثابت لسعر الصرف مقارنة بالتخفيض. وبمجرد أن تكون تكلفة الحفاظ على التكافؤ الثابت تتجاوز ذلك المتعلق بإعادة التنظيم، ستجد الحكومة القيمة المثلى لحفض قيمة عملتها. هناك نوعان من السيناريوهات الممكنة. في الحالة الأولى، السوق لا يتوقع تخفيض قيمة العملة، معدل الفائدة الاسمي المحلي يساوي معدل الفائدة الاسمي الخارجي، ولن يكون هناك هجوم مضاربي أو تخفيض قيمة العملة، الحكومة

تتحقق من صحة التوقعات لغير الأزمة للمتعاملين. في الحالة الثانية، السوق يتوقع انخفاض قيمة العملة في الفترة E_2 وبالتالي تحديد معدل الفائدة الاسمي i_2 نظرا لهذا المستوى من التخفيض المتوقع. الحكومة تخضع لأسعار فائدة مرتفعة جدا في حالة الحفاظ على التكافؤ الثابت لقيمة عملتها، والتي ستخفض بالتحقق مرة أخرى من صحة توقعات المضاربين للأزمة. هذا هو مثال على هجوم يتحقق ذاتيا أين الحكومة تنتهي بتحقيق توقعات السوق بإرادتها وبفقدانها للمصدقية (تكاليف إعادة التنظيم)، لأن قرار المحافظة ستكون مكلفة للغاية للحكومة من حيث ارتفاع معدلات الفائدة الذي سيزيد بثقله على وزن ديونها، إن لم يكن يتحقق من صحة توقعات المتعاملين بتخفيض قيمة العملة¹⁹⁶.

الشكل رقم 24: دالة خسارة الحكومة

خسارة الحكومة



Source: Maurice Obstfeld: Logic of currency crises, op.cit, p 33.

وفي عام 1997 أستحدث النموذج الثاني لـ أوبستفلد من خلال التركيز ليس على توقعات أسعار الفائدة ولكن على مستوى البطالة من خلال نمو الأجور. معدل البطالة يؤثر على القدرة التنافسية لإنتاج البلاد ويؤدي إلى تخفيض قيمة العملة بشكل متكرر بسبب الوزن الذي لا يطاق منه واستعداد الحكومة لتحمله.

هذا النموذج يحلل القرارات المختلفة التي يمكن أن تتخذها الحكومة لإدارة نظام سعر الصرف الثابت وإمكانية التوازنات المتعددة في نموذج مع شرط الخروج. والهدف هو تخفيض البطالة إلى أقل من معدلها الطبيعي من خلال التخفيض لقيمة العملة المفاجئ. هذه الأفعال مزعومة للاستقرار ومكلفة من حيث التضخم، ولذلك

¹⁹⁶ Maurice Obstfeld: Logic of currency crises, NBER Working Paper series, n° 4640, National Bureau of Economic Research, Cambridge, February 1994, pp 24-34.

المفاضلة ما بين التضخم والبطالة تصبح مطلوبة "الحكومة يجب أن تكون حكما ما بين البطالة الممكنة لأقرب مستوى مطلوب والتضخم الأقرب إلى الصفر". في هذه التكلفة تضاف تكلفة محددة من حيث مصداقية الحكومة، مما يؤدي بها وفقا لـ أوبستفلد إلى تطبيق خيار الخروج من خلال تخفيض قيمة العملة.

وفي حين أن سوق العمل يحدد مستوى الأجور (w) ويتجاهل قيمة الصدمة (u)، الحكومة تحدد سعر الصرف بعد مراقبة الصدمة. فالحكومة تريد استخدام سعر الصرف (e_t) لمواجهة تأثير الصدمة (u) على البطالة.

وفقا لـ أوبستفلد هناك على الأقل نوعان من إجراءات السياسات الممكنة لإدارة سعر الصرف، منهما القرار المستقل المختار من قبل الحكومة لسعر الصرف للتقليل من دالة الخسارة، ويشمل إمكانية خفض قيمة العملة أو رفعها. تحت حكم السلطة التقديرية، يفترض أن الحكومة تتعرض إلى التكلفة (c) إذا قامت برفع قيمة العملة وإلى التكلفة (\bar{c}) إذا قامت بالتخفيض. وعليه معدل التخفيض المتوقع من قبل السوق يتمثل في (Φ).

(u و \bar{u}) هما مستويان من الصدمة على البطالة ويمثلان نقاط الخروج من نظام الصرف الثابت، فالحكومة لديها خياران للخروج منه "يسمى هذا النموذج بنموذج مع شرط الخروج". أوبستفلد يحدد فيما بعد (Φ) كدالة لها عتبتين (\bar{u} et u)، والذي يشير إلى توقعات الأسواق على عتبة الخروج من نظام الصرف الثابت. فهو يرى أن تخفيض قيمة العملة، وذلك فقط في (\bar{u}) الذي يسمح بالخروج من النظام. وعن طريق المحاكاة يظهر وجود عدة قيم ممكنة للعتبة (\bar{u})، الأمر الذي يؤدي إلى وجود توازنات متعددة.

المتغير الرئيسي لهذا النموذج هو البطالة وتوقعات الأسواق على نوعين من الصدمات والتي قد تؤثر عليه، فالتغير في التوقعات يمثل صدمة للحكومة التي تحاول إدارته، نظرا لاستدامة البطالة.

في ظل نظام أسعار الصرف مع التزام مبدئي ذات مصداقية، الحكومة تسعى لتحديد معدل الصرف الأمثل لكل فترة، بمحاولة التقليل من فرق التضخم أو الأجور ($e_t - e_{t-1}$) والفجوة في الإنتاج ($y_t - y^*$). هذا التحسين يعطي دالة رد فعل الحكومة التي تصف استخدام سعر الصرف من قبل هذا الأخيرة لمواجهة الصدمة (u_t).

كما تستخدم الحكومة جزئياً سعر الصرف للتوازن في الصدمات (u_t) على الإنتاج، كما تسمح بالتخفيض عندما الصدمة (u_t) تكون هي المهمة، فضلاً عن التضخم في الأجور. ومع ذلك، إعادة التنظيم يكلف القيمة (c) للحكومة من حيث المصادقية أو السخط الاجتماعي. ولذلك، فإن دالة الخسارة تصبح:

$$l_t = \frac{\theta}{2}(e_t - e_{t-1})^2 + \frac{1}{2}[\alpha(e_t - w_t) - u_t - y^*]^2 + cZ_t \quad (22)$$

حيث أن θ يمثل تكلفة إعادة التخطيط أو التنظيم للحكومة، W الأجور الاسمية، Y^* الهدف من الإنتاج، C التكلفة الثابتة، u قيمة الصدمة العشوائية ذات متوسط يساوي الصفر، e سعر الصرف الثابت، Y معدل الإنتاج الإجمالي.

حيث ($Z=1$) إذا كان تخفيض قيمة العملة، أو $(e_t - e_{t-1}) > 0$ ، وإلا ($Z=0$).

في ظل المحافظة على نظام سعر الصرف الثابت، مع $(e_t - e_{t-1}) = 0$ و $[\alpha(e_t - w_t) = -\alpha\pi_t]$ ، دالة الخسارة تصبح:

$$l_t^F = \frac{1}{2}[\alpha\pi_t + u_t + y^*]^2 \quad (23)$$

بعد إعادة التنظيم، في ظل نظام سعر الصرف العائم، الحكومة تحدد سعر الصرف وتحمل التكلفة الثابتة (c)، ولذلك تصبح دالة الخسارة:

$$l_t^R = \frac{1}{2}(1-\lambda)(\alpha\pi_t + u_t + y^*)^2 + c \quad (24)$$

حيث π هو معدل التضخم المتوقع، λ تقيس إرادة الحكومة في إعادة تنظيم سعر الصرف الثابت.

فالتخفيض يحدث إذا كانت قيمة الخسارة المتكبدة من خلال الحفاظ على نظام سعر الصرف الثابت تتجاوز التي تسود في حالة نظام سعر الصرف العائم، أو إذا:

$$(l_t^F - l_t^R) = \frac{1}{2}\lambda(\alpha\pi_t + u_t + y^*)^2 - c > 0 \quad (25)$$

وهذا يعني في الحالات التالية:

$$\frac{1}{2}\lambda(\alpha\pi_t + u_t + y^*)^2 > c \quad (26)$$

حل هذا التفاوت، يعطي قيمتين للصدمة (u) على الإنتاج (\underline{u}, \bar{u}) ، \underline{u} القيمة الدنيا و \bar{u} القيمة العليا.

فإذا كان $(\bar{u} < u)$ الحكومة تخفض قيمة العملة، وإذا كان $(\bar{u} > u)$ ترفع قيمة العملة المحلية، في أي من الحالتين، الحكومة تحدد سعر الصرف عند المستوى الأمثل المعطى. كما أن (\bar{u}, u) التي بواسطتها ينفذ الخروج من النظام تعتمد على (π_t) الذي يعكس توقعات التخفيض، والتي بدورها تتعلق بتصورات السوق على نقطة الخروج من النظام، عندما إعادة تنظيم معدل الصرف قد يحدث. هذه الحركة الدائرية تخلق التوازنات المتعددة، وتغيير التوازن يمكن أن يؤدي إلى اندلاع أزمة لسعر الصرف التي ظهرت من قبل قوية ومستدامة.

للتبسيط، أوبستفلد (1994) يفترض أنه فقط تخفيض قيمة العملة يعتبر ممكن، وأنها ستكلف السعر (c). وهكذا، فإنه يرى أن (\bar{u}) هو السبيل الوحيد للخروج من النظام. وفي أذهان المشاركين في السوق، العتبة (\bar{u}) تتوافق مع الصدمة الأعلى والتي الحكومة تجد أنه ما يزال مقبول الدفاع عن تكافؤ سعر الصرف. ووفقا للتنفيذ العددي لهذا النموذج، أوبستفلد (1994) يوجد نوعان من القيم المحتملة للعتبة (\bar{u}) : أحدهما إيجابي والآخر سلبي. على هاتين العتبتين، فإنه يحسب معدلين للتخفيض المتوقع والتي تتطابق مع العتبة السلبية التي هي أعلى. وهكذا، يستخلص على أنه في هذا المعدل الانخفاض المرتفع، توقعات ارتفاع الأجور تجعل البطالة صعب إدارتها، وستضطر الحكومة إلى تخفيض سعر الصرف، وحتى لو كانت الصدمة الأولى هي الأقل ضررا بالاقتصاد. وبالتالي، في هذا التوازن، فقدان مصداقية الحكومة تحقق ذاتيا بتخفيض قيمة العملة التي تؤكد توقعات الانخفاض لدى الوكلاء¹⁹⁷.

فلود وماريو (Flood & Marion, 1998) يصادقان على نموذج أوبستفلد ويجد ثلاثة قيم محتملة للعتبة (\bar{u}) . في عام 1997، أظهر التفاعل الموجود ما بين مصداقية الحكومة أو رغبة الانتماء إلى الاتحاد النقدي (c) والرغبة في الدفاع عن نظام سعر الصرف الثابت. الكتاب يبينون أن الزيادة في (c) تقوي الإرادة والفرص للحفاظ على التكافؤ الثابت، ولكن أيضا تجعل الأزمة أكثر احتمالا: ارتفاع في (c) يزيد من الارتفاع في (\bar{u}) ، ولكن يقلل من القيمة الدنيا مما يجعلها أكثر عرضة لحدوث الأزمة. وفي نفس السياق¹⁹⁸، أركان وسترلند (Ozkan & Sutherland, 1998) يعتبرون أن أسعار الفائدة تعتمد على توقعات التخفيض لدى العملاء، فضلا عن توقعاتهم حول مدى صدمة الطلب التي تؤدي إلى الخروج من النظام. هذه الصدمة تتبع الحركة، والتي تسمح للكتاب العثور على القيمتين الممكنتين لكل مستوى من مستويات الخروج نحو التخفيض أو رفع قيمة

¹⁹⁷ Maurice Obstfeld: Logic of currency crises, op.cit, pp 38-45.

¹⁹⁸ Flood R, Marion N: Perspectives on the recent currency crisis literature, NBER, Working Paper, n° 6380, January 1998.

وبالتالي، فالاقتصاد يمكن أن ينتقل من الحالة التي يكون فيها التخفيض غير محتمل (حتى لو كانت الصدمة على الاقتصاد قوية) إلى الحالة التي يصبح لا مفر منه. وهذا يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة ونضوب احتياطات النقد الأجنبي، وتصبح وضعية الأساسيات الاقتصادية مواتية.

أوبستفلد يكشف عن منطق الأزمات النقدية كأزمات تتحقق بذاتها. التوازنات المتعددة تتدخل على مستوى قيمة طريق الخروج من النظام عن طريق التخفيض. المؤلف لا يعتبر بعد فترات القيم الحرجة للأساسيات والتي التوازنات المتعددة تكون موجودة.

في نماذج من أوبستفلد، التخفيض يتدخل في حالة الاقتصاد الذي ليس هو الأسوأ، ولكن عندما توقعات التخفيض للوكلاء تعيق الحكومة في إدارتها للبطالة والتي تؤثر على مصداقيتها.

أوبستفلد (1996) يجب على بعض المعاملات القريبة، دالة الخسارة للمعادلة (27):

$$l_i = \frac{\theta}{2}(e_i - e_{i-1})^2 + \frac{1}{2}[\alpha(e_i - w_i) - u_i - y^*]^2 = \frac{\theta}{2}(e_i - e_{i-1})^2 + \frac{1}{2}[y_i - y^*]^2 \quad (27)$$

تحليل النموذج يحدد أيضا عتبتين (\underline{u} et \bar{u}). وفقا للمؤلف، التوازنات المتعددة قد توجد عبر القيم الثلاث والتي معدل التخفيض المتوقع يمكن أخذه. وأيضا، ثلاثة احتمالات للتخفيض وثلاثة مقادير للتسوية تتوافق مع هذه القيم الثلاث لمعدل التخفيض المتوقع. في هذه الشروط التوازنات المتعددة هي أكثر واقعية. وبالتالي، الأزمة تندلع من خلال التخفيض أو الانخفاض، فمن الضروري التفكير حول القيم الممكنة التي يمكن يأخذها سعر الصرف. ومع ذلك، فإن المؤلف لا يتضمن احتمال التخفيض في النموذج أو للبطالة والتي تعتبر السبب الرئيسي للأزمات التي تحقق ذاتها. ومع ذلك، فإنه يدل على وجود مجموعة من الأساسيات التي تعتبر قيمتها لا قوية جدا لإحباط هجوم ولا أقل للتسبب في الهجوم. ويضيف إلى أنه في هذه الفترة المضارين سيتوافقون على توازن الأزمة أو غير الأزمة.

وبالتالي، أوبستفلد يسلط الضوء على قدرة المضارين على شن أزمة بتغيير التوقعات. فإنه يدل على المعضلة التي تعيشها الحكومة للبحث عن تحسين عملها ما بين الدفاع عن التكافؤ الثابت أو التخلي عنه.

¹⁹⁹ Ozkan G, Sutherland A: A currency crisis model with an optimizing policymaker, Journal of International Economics, vol 44, 1998, pp 339-364.

الأساسيات المخالفة والتي من خلالها تستريح التوقعات والتي تعرقل الحكومة في الدفاع عن التكافؤ بدون معدلات الفائدة، البطالة والدين العمومي.

ومع ذلك، وفقا لـ أوبستفلد، ليس هناك انفصام ما بين الأزمات التي تتحقق ذاتيا والأزمات بسبب الأساسيات المتدهورة، لأن العناصر الأساسية ترتبط بتفضيلات وقيود الحكومة، والتي تعتمد على توقعات السوق. فاقتماد له أسس اقتصادية سليمة أقل عرضة للهجوم المضاربي، أما اقتصاد مع أساسيات متدهورة معرض لخطر هجوم مضاربي يتحقق ذاتيا. يمكننا إذن الادعاء على أن التوقعات التي تتحقق ذاتيا ليست منقطعة تماما على الأساسيات الاقتصادية، معدل الفائدة، الدين العمومي ومستوى البطالة يلعبون دورا هاما في وقوع الأزمات التي تتحقق ذاتيا. ويلاحظ في هذه النماذج، أن الأزمة لا تحدث في الدولة الأكثر تدهورا في الأساسيات، ولكن في الوسيطة من حيث الأساسيات. تطور فكرة "الدولة وسيطة الأساسيات"، والتي نعتقد أنها ضرورية لفهم أفضل للأزمات التي تتحقق ذاتيا.

أوبستفلد (1996) قام بوضع القاعدة الإستراتيجية للتوازنات المتعددة والهجمات التي تتحقق ذاتيا لمجموعة من الأساسيات التي قيمتها ليست منخفضة جدا للقيام بالهجوم، ولا عالية جدا لتجنبه، بمستوى متوسط من احتياطات الحكومة (الدولة وسيطة الأساسيات). وهناك نوعان من التوازنات، ففي الأول، الوكلاء يهاجمون العملة المحلية ويستردون كافة الاحتياطات الحكومية، يتسبب ذلك في انهيار نظام سعر الصرف الثابت، أما في الثاني المتعاملين لا يؤدون إلى اندلاع الأزمة ونظام سعر الصرف الثابت لا يتغير²⁰⁰.

2- تطور الأزمات التي تتحقق ذاتيا: نماذج جيان و جيان و بن سعيد

الكثير من الأعمال البحثية أتت لتكتمل أوجه قصور نماذج أوبستفلد. أعمال جيان (1996, 1997) (Jeanne, و جيان و بن سعيد (1997) (Jeanne & Bensaïd) تبسط نماذج الأزمات من الجيل الثاني وتعمق الروابط ما بين الأساسيات وتوقعات السوق في حالة أزمات الصرف التي تتحقق ذاتيا بتطوير مفهوم الدولة وسيطة الأساسيات.

²⁰⁰ Maurice Obstfeld: Models of currency crises with self fulfilling features, European Economic Review, vol 40, 1996, pp1037-1047.

جيان (1996) وضع نموذج لأزمة العملة مستندا إلى منطق أوبستفلد (1994)، وكان ذلك في فترتين $t = 1, 2$. في $t = 1$ ، الحكومة تحافظ على التكافؤ الثابت لسعر الصرف $s_1 = \bar{s}$ ، وفي $t = 2$ ، يمكنها تخفيض عملتها بمعدل d الذي يترجم معدل التضخم ما بين الفترتين: أي $\pi = d$ عندما التخفيض يحدث، وإلا $\pi = 0$. الحكومة تسعى إذن إلى الحد من دالة الخسارة:

$$\ell = (U_2)^2 + \delta C \quad (28)$$

حيث U_2 يمثل انحراف معدل البطالة عن مستواه الطبيعي في $t = 2$ و δ متغير مرشد الذي يأخذ القيمة 1 في حالة التخفيض، والذي ينتج تكلفة الخروج من النظام C المقابل لفقدان المصدقية، أو القيمة 0 في حالة المحافظة.

جيان يعتبر في الموضع الأول الحالة التي المتعاملون يتوقعون الحفاظ فيها على معدل الصرف الثابت $\pi^e = 0$. في حالة تخفيض العملة، دالة الخسارة للحكومة تصبح ℓ^d ، وإلا ℓ^f :

$$(29)$$

$$\ell^f = (\rho U_1)^2 \quad (30)$$

عدم التخفيض يعتبر القرار الأمثل بالنسبة للحكومة، إذا الخسارة المرتبطة بالتخفيض أعلى من تلك المتعلقة بالحفاظ عليه، $\ell^d > \ell^f$:

$$\frac{c}{ad} - 2\rho U_1 > -ad \quad (31)$$

جيان يعتبر في الموضع الثاني الحالة أين المتعاملين يتوقعون تخفيض معدل الصرف $\pi^e = d$ ، الحكومة لا يزال لها خيارين: في حالة إعادة تنظيم سعر الصرف، الخسارة تصبح ℓ^d ، إذا:

$$\ell^d = (\rho U_1)^2 + C \quad (32)$$

$$\ell^f = (\rho U_1 + ad)^2 \quad (33)$$

التخفيض هو إذن القرار الأمثل بالنسبة للحكومة إذا $\ell^d < \ell^f$:

$$\frac{c}{ad} - 2\rho U_1 < ad \quad (34)$$

التوازنات المتعددة تنشأ عندما المتغيرات الأساسية F تأخذ القيم المتوسطة (الحالة 2). جيان يشرك التوازنات المتعددة حسب حالة الأساسيات الاقتصادية. عندما الأساسيات تكون قوية (الحالة 1)، التكافؤ الثابت يتم المحافظة عليه، في حين عندما تنخفض، الاقتصاد يدخل في فترة القيم الحرجة (الحالة 2) حيث توقعات التخفيض يمكنها أن تحدث، مما يجعل العملة المحلية ضعيفة للهجمات التي تتحقق ذاتيا التي يمكن أن تجبر

الحكومة على التحقق من صحة هذه التوقعات. ومع ذلك، جيان (1996) لا يفسر سبب التغيير في التوازن، أي الانتقال من توازن عدم وجود الأزمة إلى توازن الأزمة. وأخيراً، عندما الأساسيات تتدهور (الحالة 3)، التخفيض في قيمة العملة يحدث²⁰¹.

جيان وبن سعيد (1997) قاما بنمذجة الحكومة التي تقرر البقاء أو لا في نظام الصرف الثابت على أساس التكاليف المتعلقة بالدفاع عن التكافؤ الثابت بسبب ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية مقارنة مع تكاليف التخفيض المعرف بأنه فقدان للمصداقية. الحكومة تستجيب لمضاربة المتعاملين عن طريق زيادة سعر الفائدة الاسمي. ومع ذلك، هذه الإستراتيجية التي لها تكاليف للحكومة لا يمكن أن تستمر إلى ما لا نهاية، وهو الشيء الذي لا يعلمه الوكلاء. الوكلاء لا يعلمون الحد الأقصى للتكلفة التي الحكومة على استعداد لتحملها قبل التحقق من صحة توقعاتهم من تخفيض قيمة العملة (عدم تناسق المعلومات). في هذا المعنى، الأزمات هي أقرب إلى "حرب الاستنزاف" ما بين الحكومة والمضاربين.

القوى المحركة للأزمة تستند إلى أن توقعات التخفيض ترفع من معدلات الفائدة الاسمية، والذي يعزز توقعات التخفيض رفع معدل الفائدة الاسمي. يستمر ذلك إلى أن يجد الوكلاء تكلفة التخفيض الحقيقية أين تقرر الحكومة التحقق من صحة توقعاتهم من تخفيض قيمة العملة. توقعات التخفيض الأولية تستطيع أن تنشأ مؤشرات تدهور الأساسيات الاقتصادية أو عدم الاستقرار السياسي. عندما Π تتجاوز القيمة الحرجة Π_c ، احتمال الأزمة يدخل في منطقة الخطر حيث الحفاظ على التكافؤ الثابت يتطلب معدل فائدة مرتفع والذي الحكومة تنتهي بتخفيضه.

جيان و بن سعيد (1997) حللا دور وصول الخبر الذي يتعلق بالظروف الاقتصادية المحلية، على سبيل المثال الصدمة المناسبة للإنتاج أو التضخم، في تأخير أو منع الأزمة. عندما احتمال الأزمة يكون في منطقة الخطر، الحكومة تدافع عن التكافؤ الثابت برفع معدل الفائدة الاسمي على أمل وصول الخبر السار قبل الزمن t ، وهو الذي سيوقف الأزمة. في هذه الحالة، الحكومة تكون على استعداد لتحمل تكلفة مرتفعة المعبر عنها بارتفاع أسعار الفائدة إلى القيمة الحرجة i_t ، والتي أعلاها سيتم تخفيض قيمة العملة. هذا المنطق للأزمات أقرب

²⁰¹ Jeanne O: Les modèles de crise de change : un essai de synthèse avec la crise du franc de 1992-1993, Economie et Prévision, n° 123-124, 1996, pp147-162.

من حرب استنزاف ما بين الحكومة التي تنتظر التطور المواتي للظروف الاقتصادية التي ستوقف الأزمة والمضارين الذين يواصلون الضغط على العملة المحلية مع العلم أن تماسك الحكومة لن يكون بلا حدود²⁰².

جيان (1997) يحاول التوفيق ما بين الأساسيات الضعيفة والمضاربة التي تتحقق ذاتيا، والتي تعتمد على الروح الحيوانية (*animal spirits*) للمتعاملين الاقتصاديين في اندلاع أزمة الصرف. ما يميز نموذج وهو أن المضاربة التي تتحقق ذاتيا تظهر فقط عندما الأساسيات يتم إضعافها، وكذلك تدهور الأساسيات يمهّد الأوضاع المناسبة للمضاربة والروح الحيوانية تحدد وقوع وتاريخ الأزمة²⁰³.

المطلب الثالث: النماذج من الجيل الثالث:

نماذج أزمات العملة من الجيل الثالث ظهرت بعد الأزمة الآسيوية، وبما أنها تجمع ما بين أجزاء من نماذج الجيل الأول والثاني، لذلك تسمى بنماذج ما بين الأجيال فلود وماريو (Flood & Marion, 1998). فهي تؤكد على نقص المعلومات في الأسواق المالية وضعف الأنظمة البنكية، بدلا من التشوهات الاقتصادية الكلية.

الأزمة الآسيوية بدأت مع تخفيض قيمة الباهت التايلاندي في حويلية 1997 وانتقلت إلى جميع بلدان آسيا الناشئة بفعل العدوى الغير عقلانية. فقد أضعفت بعض الأساسيات خلال الأزمة، وبالتالي بيئة الاقتصاد الكلي في المنطقة اعتبرت غير مؤكدة، والذي سمح للمستثمرين الدوليين بالتساؤل حول آفاق النمو في المدى المتوسط لهذه البلدان. فهذه الوضعية كانت غير مألوفة منذ عدة سنوات، بسبب تباطؤ دخول رؤوس الأموال.

وتجدر الإشارة إلى أن التدفقات الداخلة لرؤوس الأموال الأجنبية في الاقتصاديات الآسيوية الناشئة خلال سنوات التسعينات من القرن الماضي، أدت إلى زيادة كبيرة في السيولة المتاحة، وبالتالي في الائتمان المحلي. التقييم الغير الكامل للمخاطر الافتراضية زاد من حصة القروض المتعثرة في ميزانيات البنوك، أدى ذلك إلى الإعسار في بعض البنوك وانخفاض الثروة الصافية للكثير من المقترضين، لذلك فرضت بعض القيود على الائتمان، مما زاد ذلك من سوء الوضع.

²⁰² Bensaïd B, Jeanne O: The instability of fixed exchange rate systems when raising interest rates is costly, European Economic Review, n° 41, 1997, pp1461-1478.

²⁰³ Jeanne O: Are currency crises self-fulfilling? A test, Journal of International Economics, vol 43, 1997, pp 263-286.

كما لوحظ وجود تحول سريع من الأزمة البنكية إلى أزمة العملة نظرا لانقطاع التدفقات الداخلة لرؤوس الأموال في شكل قروض بنكية قصيرة الأجل وبالعملات الصعبة. وبالتالي فإن أزمة السيولة البنكية والتي كانت أصل أزمة العملة، تحولت إلى أزمة ملاءة بنكية بقدر انتشار عدم الثقة، انخفاض سعر الصرف زاد من العبء الحقيقي للديون (المعبر عنها بالعملات الصعبة الأجنبية) وتسارع خروج تدفقات رؤوس الأموال. هذا بالنسبة للباهت التايلندي، ولكن بإضافة آثار العدوى، نجد الخطوط العريضة لأزمة "won" الكوري أو تلك للروبية "roupie" الاندونيسية²⁰⁴.

وبالتالي، أزمة العملة في منطقة آسيا، تعتبر نتاج الضغط المتولد عن التدفق الغير مراقب من رؤوس الأموال البنكية ومن الانسحاب المفاجئ للدائنين الدوليين على الرغم من تصاعد أسعار الفائدة، والتي ساعدت على تمديد الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي وتعمقه. مع مفهوم الأزمة التوأم، بالجمع ما بين أزمات العملة والأزمات البنكية.

لشرح الأزمة الآسيوية اتخذ فنجين تفسيريين، واللذين حاولا دراسة سياق الاقتصاد الكلي والعناصر الكامنة للأزمة المالية الآسيوية ككل.

النهج الأول اعتمد من طرف كروغمان، والذي دافع عن أطروحة السياسات غير المستدامة "يصعب الدفاع عنها" وتدهور الأساسيات، ومسؤوليتهما في الذعر المالي. كما اعتقد أنه قبل الأزمة، الأساسيات الآسيوية كانت متدهورة والسياسات غير ملائمة، مثل الضمانات، الدعم، الجانب الاجتماعي، تعويضات الديون، واعتبر أن تصرفات وكلاء السلطات النقدية مسؤولة عن الأزمة. فتعريف الخطر الأخلاقي يتمثل في أن الوكلاء يتحملون المخاطر لأنهم يعرفون أنه في حالة الخسارة سيؤثرون على السلطات النقدية ويقللون من الصالح العام.

النهج الثاني اعتمد من طرف رادلت وساش (Radelet & Sachs)، حيث دافعا عن أطروحة أزمة السيولة الوطنية والدولية، إما بالذعر المالي أو نماذج التشغيل البنكي لـ دياموند و دفينج (Diamond &

²⁰⁴ Zeineb Zouari, samir hammami: crises financières et contagion: cas de subprime, mémoire spécialité Maitrise en Actuariat et Finance, institut des hautes études commerciales de sousse, 2007, disponible sur internet, 27-10-2014, pp 4-5.

http://www.memoireonline.com/07/08/1344/m_crises-financieres-et-contagion-cas-des-subprime0.html

(Dybvik)، بالتقليل من نقاط ضعف المتغيرات التأسيسية والمخاطر المعنوية. وبالتالي، فإن الأزمة الآسيوية تتجلى في حالة الذعر المالي التي لا يمكن ربطها بتدهور مفاجئ في إختلالات الاقتصاد الكلي، ولكن باعتبارها أزمة سيولة ناجمة عن التخفيض الغير متوقع للتدفقات الداخلة لرؤوس الأموال الدولية.

الكتاب الآخريين يربطون ما بين هذين النهجين، فقد احتفظوا بالعوامل العديدة المؤدية إلى اندلاع الأزمات: البعض يركز على الديون الخارجية المفرطة المرتبطة بالخطر الأخلاقي، وآخرون يحدون منه بتغيير النموذج الموافق للتشغيل البنكي باستبدال المودعين المحليين بالدائنين الدوليين، البعض وضع تدهور ميزانيات البنوك أو ميزانيات المؤسسات اعتمادا على مطابقة هيكل الاستحقاق ما بين الديون والالتزامات، والبعض الآخر يجمع الفقاعات في أسعار الأصول وأزمات الميزانية.

منذ الأزمة الآسيوية لعام 1997، كان هناك تحول في تحليل اندلاع أزمات العملة، إذ أنه لا يتعلق باستبعاد التأثير المحتمل لشكل الاقتصاد الكلي المتدهور على الثقة الممنوحة من قبل المستثمرين الدوليين لاقتصاد ما، ولكن بإظهار العيوب الكبيرة للأسواق المالية في نمذجة أزمات العملة.

1- أطروحة الخطر الأخلاقي والأساسيات المتدهورة المعتمد من طرف كروغمان:

كروغمان نموذج اقتصاد صغير تجاريا وماليا مفتوح على الخارج، وقادر على الاقتراض بأسعار فائدة عالمية، المؤسسات تقوم باستثمارات بمجرد تمكنها من اقتراض الائتمان من البنوك المحلية، عندما الديون تكون ضمينا مضمونة من قبل الحكومة. في وجود ضمان ضمني ونظام بنكي تنافسي، البنوك تميل للحصول على أرباح أعلى، توليد بعض التفاؤل عند العملاء الاقتصاديين في القطاع العام والخاص حول مستقبل عودة الاستثمارات المقامة في الفترة الحالية، والتي لا تقوم على القيم المتوقعة، ولكن على القيم المؤهلة لـ "بانجلوس"، حسب كروغمان، الذي لا يمكن تحقيقه إلا إذا أفضل الظروف الاقتصادية الممكنة تجتمع. هذا السلوك المضاربي للوسطاء الماليين، ممكن فقط في اقتصاد ماليا متحرر أين البنوك يمكنها الوصول إلى الأسواق المالية العالمية، يساهم ذلك في الإفراط في الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد المعني. هذا السلوك لا يقتصر على الاستثمارات الفعلية، ولكن أيضا على الاستثمارات البورصية والعقارية. المستثمرين يشترون الأصول الخطرة ولكن ذات مكاسب عالية تتجاوز قيمتها الأساسية (القيمة الحالية للمداخيل المتوقعة التي يجب أن يجلبها هذا الأصل). الطلب القوي يرفع أسعار الأصول المعرضة لمخاطر عالية، مما يدل على وضعية مالية للبنوك المحلية أكثر صحة من الواقع. الفقاعة المضاربية تتكون وتستمر طالما أن المداخل المتولدة عن طريق الاستثمارات تغطي

مبلغ الدين أو الفوائد الافتراضية لرأس المال، ولذلك الحكومة ليس لديها موارد مالية كافية لضمان كل الديون الخاصة البنكية وحدوث هجوم في الحين يخفض أسعار الأصول. انفجار الفقاعة المضاربية، تجبر البنوك المثقلة بالديون على البيع بالخسارة الأوراق المالية لتسديد قروضها البنكية، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى الإعسار. خروج الرأس المال الأجنبي في أعقاب الأزمة البنكية والتكاليف المالية لإعادة هيكلة النظام البنكي تتسبب في انخفاض قيمة العملة المحلية، أي حدوث أزمة العملة.

وفقا لكروغمان (1998)، الوسطاء الماليين لعبوا دورا كبيرا في تشكيل المخزون المفرط من الاستثمار ومن القروض البنكية، وبالتالي في اندلاع الأزمة الآسيوية، من خلال دور الخطر الأخلاقي في انتفاخ فقاعة أسعار الأصول (مثلا، رأس المال والأرض)، وفي انفجارها الذي يرجع إلى تخلي السلطات عن توفير الضمانات.

كروغمان يعتبر أن الاقتصاديات الآسيوية شهدت دورة الازدهار والكساد، خصوصا على أسعار الأصول التي عرضها محدود، وأن الوسطاء ليس لهم تأثير على الكميات ولكن على الأسعار. فقد حلل فقاعة قطاع العقارات الآسيوية وأخذ المثال العددي للأرض. تموقع في اقتصاد، حيث في الفترة الأولى، الوكلاء يشترون الأرض بسعر تحدده العوائد المتوقعة، وفي الفترة الثانية، المستثمرين يحصلون على فوائد من استثماراتهم الغير المؤكدة في وقت الشراء. كروغمان يعتبر نوعين من الوكلاء: المستثمرون غير المعرضين للمخاطر والوسطاء الماليين الذين لديهم سلوك محفوف بالمخاطر. ويعتبر أن مردودية الأرض هي إما 25 مع احتمال 2/3، و100 مع احتمال 1/3. المستثمرون غير المعرضين للمخاطر سيكون بإمكانهم دفع $25 \times 2/3 + 100 \times 1/3 = 50$ للحصول على الأرض.

ومع ذلك، الوسطاء الماليين القادرين على اقتراض الأموال اللازمة وبأسعار فائدة منخفضة (تقارب الصفر) ينظر إليهم كضمان، كما أن أصولهم مضمونة في حالة الانسحاب الغير متوقع. ويكونون مدفوعين بتحمل المخاطر والاستثمار في الأرض تحت ستار الخطر الأخلاقي. وفي الواقع، البنكيين لا يضعون أموالهم في هذه المجالات، وفي حالة الفشل، لا يعاني أية خسارة ولكن الحكومة هي التي تتكفل بذلك. وبالتالي، الوسطاء الماليين لا يسندون قراراتهم الشرائية على العائد المتوقع من الأرض (50 في هذه الحالة) ولكن على *pangloss value*، أي أفضل إنتاج في أفضل حالة للطبيعية الممكنة (100 في هذه الحالة)، فالوسطاء الماليين يبعدون الحالة السيئة للطبيعة عندما يأخذون قرارات شراء الأرض، وذلك في حالة حدوث شيء سيء، فإنها لن تعاني من أية

عواقب. وبالتالي، فإنها تملك كل الأرض، لأن العائد المتوقع يتحدد في أعلى قيمة ممكنة، لذلك، سعر الأرض يتحدد في 100 والذي يعتبر الضعف بالمقارنة مع الوضع دون الخطر الأخلاقي، وبالتالي تخلق الفقاعة.

ومنه ننتقل من فترتين إلى ثلاثة فترات ونرفعها مع الوقت لتثبيت عوائد الأوراق المالية التي تعتمد على الأسعار المستقبلية. كروغمان يبين كيف تنفجر الفقاعة في الوضع مع وبدون الخطر الأخلاقي. في الحالة دون الخطر الأخلاقي، يفترض أن العوائد متوقعة في الفترة 3، وبالتالي فإن سعر شراء الأرض للدفع في الفترة 2 هو دائما 50. وبالتالي، سعر الأرض 100 يتحدد من العائد المتوقع من هذه الأرض، التي تم شراؤها في الفترة 1، من الفترة 2، أي 50، بالإضافة إلى قيمتها السوقية أو عائدها المتوقع في الفترة 3، أي 50. وهذا بالطبع، مجموع العوائد المتوقعة من الأرض في الفترتين. وبالتالي، في بيئة دون الخطر الأخلاقي، قيمة الأرض تنخفض على مر الزمن من 100 إلى 50. في بيئة مع الخطر الأخلاقي في وجود *pangloss value* لـ 100، السعر ينتقل من 200 إلى 100. هذه النتيجة تعتمد على النظام المالي، وبالتالي على ضمان الوسطاء الماليين. في بيئة مع الخطر الأخلاقي، وفي حالة حدوث تغير في السياسة المالية، ومنه عدم ضمان الوسطاء الماليين بين الفترتين 2 و3، كروغمان يبين أن انفجار الفقاعة يؤدي إلى الأزمة. وبالتالي، البنوك الوطنية لا تستطيع الإقراض من المصارف الأجنبية، الوساطة تختفي وسعر الأرض يعكس العائد المتوقع وليس *pangloss value*. كروغمان يبين إمكانية التوازنات المتعددة لهذا النموذج. طالما أن الحكومة تستمر في ضمان الوسطاء الماليين، سعر الأرض سيكون 100 في نهاية الفترة 2 ولا يوجد أي حاجة لضمان إضافي، ومع ذلك، إذا البنك لا يمكنه استرداد قيمة *pangloss* على أرضه، فإنه يتطلب إنقاذ إضافي. تكلفة هذا الإنقاذ يقلل من قدرة الحكومة على منح الإعانات الأخرى، وبالتالي ترفض هذه الضمانات. رفض هذه الضمانات يقضي على أي مفهوم لقيمة *pangloss* ويؤدي إلى انخفاض عام في أسعار الأصول، والذي يتسبب في خسائر للبنوك في حالة أنها اقترضت في الفترة الأولى على أساس قيمة *pangloss*. في الواقع، هذا النموذج يبين طابع التحقق الذاتي للأزمة المالية بمعنى انخفاض الأسعار لدى البنوك وإفلاسات البنوك تبرر انخفاض الأسعار. وبالتالي، الأزمة المالية تغذى ذاتيا من القلق الذي الحكومة لا يمكنها التعامل معه مع العدد الكبير من عمليات الإنقاذ، وعن طريق عدم وجود مصداقية في تدخل الحكومة وقدرتها على الدفاع عن وسطاءها الماليين.

بالإضافة إلى ذلك، كروغمان (1998) يوضح العلاقة ما بين الإفراط في الاستثمار والمخاطر المعنوية (بما أن أصول البنوك تكون مضمونة من قبل الحكومة والبنكيين لا يعانون أية خسارة في حالة الإفلاس) في

الاقتصاد. وفي هذا السياق، يتميز الخطر الأخلاقي من أن الوكلاء لديهم الفرصة لتحمل المخاطر بقدر ما تقدم الحكومة من ضمانات أكثر أو أقل وضوحاً. وبالتالي، الوسطاء الآسيويين لديهم القدرة على الاقتراض من البنوك الأجنبية لأن التزاماتهم (خصوصهم) مضمونة من قبل النظام في حالة سحب الزبائن أو الإفلاس الشخصي للبنك. والوكلاء يتخذون قرارات محفوفة بالمخاطر على أساس قيمة بانجلوس لأنها لن تعاني من أي خسارة في حالة حدوث مشاكل²⁰⁵.

أعمال أخرى قامت بدراسة تأثيرات الخطر الأخلاقي على دخول تدفقات رأس المال، القروض البنكية الممنوحة والاستثمارات المخطط لها في البلدان الآسيوية، فقد بين كورسيتي، بيسنتي و روبيني (1998) أن الاقتصاديات الآسيوية تعتمد على عمليات الحوافز المتعلقة بالخطر الأخلاقي في القطاعات المالية والمؤسسات. تصنف المخاطر الأخلاقية على ثلاثة مستويات: على مستوى المؤسسات، على المستوى المالي وعلى المستوى الدولي.

على مستوى المؤسسات، تكون بمجرد أن السلطات العامة توفر من خلال التقاليد الضمانات للمشاريع الآتية من القطاع الخاص. هذه المشاريع إما تعين مباشرة من قبل الحكومة أو تمويل بقروض تفضيلية تمنح لقطاعات محددة من الاقتصاد. حيادية (أو المحسوبة) الحكومة تبدو في تدخلها لإنقاذ الشركات المتعثرة. وبالتالي، المستثمرين لديهم دائماً شعور بأن عوائد الاستثمار ستكون دائماً مرتفعة ولن تعاني من أي خسارة في حالة الصدمات السلبية، وبالتالي اتخذوا مخاطر مفرطة واعتمدوا على بعض المشاريع، والتي هي في الواقع ذات ربحية منخفضة.

من الناحية المالية، الخطر الأخلاقي ساهم في نمو الاستثمار من خلال دور الوساطة الذي تقوم به البنوك الوطنية، والتي اقترضت بشكل كبير من الخارج وأقرضت على نطاق واسع للقطاع الوطني الخاص، فقد استعملت قناة انتقال الأموال في مشاريع اعتبرت في كثير من الأحيان مشكوك فيها. وبسبب ضمان الربحية لدى المستثمرين، فهي لا تشك في المقترضين المحليين، وتعتقد دائماً بأنهم قادرين على سداد قروضهم، وتستطيع بنفسها دفع ديونها الخارجية. ولا بد من القول أن أي بنك لا يضع آليات لمراقبة أنشطة عملائه، اختيار المشاريع، تنفيذ نسب الحيلة وحساب المخاطر، سيتعرض بالضرورة إلى عدم السداد.

²⁰⁵ Paul Krugman: What happened to Asia, Mimeo, MIT, january 1998.

على المستوى الدولي، كان هناك ثقة في ضمانات الحكومات المحلية أو صندوق النقد الدولي، فالبنوك الأجنبية قدمت قروض ضخمة للاقتصاديات الآسيوية، وتوقعات الإنقاذ دفعت اللاعبين لتحمل المخاطر المفرطة، حتى في حالة الصدمات السلبية للاقتصاد التي من شأنها أن تقلل من ربحية الاستثمار، وعلى هذا يعتبر العنصر الدولي من المخاطر الأخلاقية²⁰⁶.

كروغمان (2000) يبحث عن الخطر الأخلاقي بالتساؤل عن طبيعة العلاقة ما بين الشركات التايلاندية والسلطة السياسية: علاقة ودية أو فرعية؟ هذه العلاقة تشوه أي قرار يتخذ من قبل هذه الشركات. كما يعتبر حالة تايلاندي وابن أخ الوزير الذي يستفيد من قروض البنوك الأجنبية، معتبرا أنه يستفيد من حماية قوية، وأن الوزير سيجد دائما الوسيلة لإنقاذ الشركة، وكان ذلك تقريبا نفس الحال دائما. ثم ابن أخ الوزير استثمر أو أقرض هذه الأموال لمقاولين عقارين من أجل تحقيق الربح، فإذا كان المشروع مربحا يستفيد الجميع، وإلا فإنه سيجد وسيلة لإنقاذ شركته. ونفس السيناريو ينطبق على البلدان الآسيوية الأخرى، بما في ذلك أسرة سوهارتو Suharto في إندونيسيا وتكتل الشركات المؤثرة في كوريا الجنوبية²⁰⁷.

ديولي (Dooley, 1997) يعتبر الصراع في العمل الحكومي. من ناحية، هدف هذه الحكومة هو الحصول على احتياطات النقد الأجنبي، وذلك بدخول تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، والتي كانت بمثابة تأمين ضد الصدمات الخارجية، ومن ناحية أخرى، هدفها هو ضمان نظام بنكي سليم وتسديد المسحوبات في حالة السحب بفضل هذه الاحتياطات. هذا الضمان يشجع المستثمرين على الانسحاب إذا كان ذلك هو الأمثل، وبالتالي الاستفادة من احتياطات الحكومة. وكذلك، احتياطات النقد الأجنبي توجد في قلب هذه المعضلة. هذا النظام يستند على الخطر الأخلاقي وإلى أصل تسلسل: دخول رؤوس الأموال، الزيادة في الوساطة المالية الوطنية، الهجمات على احتياطات النقد الأجنبي. في الواقع، فإن هذا التسلسل يؤدي إلى هجمات المضاربة وبطريقة داخلية المنشأ لاندلاع أزمة العملة.

في أطروحة سوء الأساسيات يوجد مشكل السلوك الأخلاقي والسلوكيات المفرطة التي أضعفت البنوك والاقتصاديات الآسيوية بصفة عامة. هذا التحليل يبين دخول التدفقات الهائلة من رؤوس الأموال الأجنبية، تطور الفقاعات في الأسواق المالية، العقارات، البنوك، مخزون الاستثمارات والقروض البنكية. فهذه

²⁰⁶ Corsetti G, Pesenti P, Roubini N: Paper tigers? A model of the Asian crisis, NBER, Working Paper, n°6783, November 1998.

²⁰⁷ Paul Krugman: Pourquoi les crises reviennent toujours, Editions du Seuil, Paris, 2000, p37.

الاستثمارات كانت في معظمها غير مربحة وممولة عن طريق قروض بنكية غير قابلة للرد، وبالتالي ظهور قروض عالية المخاطر وكذلك استثمارات ومشاريع غير منخفضة الأداء²⁰⁸.

2- الذعر المالي، الهشاشة المالية وأزمة السيولة المتحققة ذاتيا

هذا التحليل يرجع السبب الرئيسي للأزمة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، والتي في حالة وجود تسرب، تتسبب في مشاكل سيولة في البلد المضيف، وتجعله عرضة لحالات الذعر المالي. أنصار هذا النهج مثل رادلت وساش (Radelet & Sachs, 1998)، يتساءلون عن تصرف ومخطط إنقاذ صندوق النقد الدولي الذي لم يكيف مع الأزمة الآسيوية بسبب تورط القطاع الخاص والسحب الهائل للأموال من البنوك الدائنة الأجنبية. في عام 1998، توصلا إلى ثلاثة تفسيرات محتملة للأزمة الآسيوية:

أ- فلتكن نتيجة صدمة خارجية آتية من التغيرات في أسواق رأس المال الدولية التي تدين المدينين المحليين بعدم دفعهم لديونهم؛

ب- أو السوق الدولية تخضع لأزمة تتحقق ذاتيا وبالتالي عدم الاستقرار المالي؛

ج- إما التغيرات أو الأحداث في البلدان المدينة تؤدي إلى تغير رأي الدائنين الدوليين فيما يخص قدرة سداد المدينين الوطنيين لديونهم²⁰⁹.

في مارس 1999، عالج الأزمة الآسيوية وطرح بعض الأسئلة. هذه الأزمة، هل هي نتيجة ضعف أساسيات الاقتصاديات الآسيوية، السياسات الصناعية، المالية والصرف الغير ممكن الدفاع عنه؟ أو النتيجة المتوقعة من الإفراط في الاستثمار في الأنشطة المشكوك فيها، والتي خلقت من ظاهرة الخطر الأخلاقي والمبررة من خلال ضمانات الإنقاذ، الفساد والعلاقات المقربة المؤسسة/الحكومة؟ هذه الأزمة وجدت نتائج تخفيض قيمة سعر الصرف التايوانية في منتصف عام 1997 والمعدل الكوري في نهاية السنة، والتي أغرقت البلاد في حالة من الذعر المالي؟ الأزمة هي نتيجة حالة بسيطة من الذعر المالي المتفاجم بسبب سوء إدارة هذه الأزمة وضعف أسواق رأس المال؟

²⁰⁸ Dooley M: A model of crises in emerging markets, NBER Working Paper, n° 6300, 1997.

²⁰⁹ Radelet S, Sachs J: The onset of the East Asian financial crisis, NBER Working Paper, n° 6680, 1998.

فالتحرير المالي كان هناك سوء في مراقبته، الاقتراض من الخارج والقروض البنكية المحلية كانت مفرطة، تدفقات رأس المال الأجنبي الداخلة كانت ضخمة، البنوك الآسيوية تطورت على نحو رديء، نقص رؤوس الأموال وعدم القدرة على إدارة التدفق المتزايد على نحو فعال، الديون المدومة بدأت تصبح مهمة وكذلك الصادرات بدأت في الانخفاض بشكل ملحوظ. ولذلك، أعتقد على أنه كان هناك ضعف في الأساسيات قبل الأزمة، ومع ذلك، لم تكن كبيرة بما يكفي لخلق أزمة بهذا الحجم، والتي أسهمت في تغير وجهات نظر المستثمرين الدوليين من خلال الذعر الذي تم بفعل الأخطاء السياسية من الحكومات الآسيوية والبرامج الغير فعالة للإنقاذ من طرف صندوق النقد الدولي. إن هروب رؤوس الأموال الأجنبية الضخمة كانت سبب الأزمة والهلع المالي الآسيوي. فالأزمة الآسيوية لم يتم توقعها، والذي برر الذعر المالي. فقد ظلت تدفقات رؤوس الأموال عالية حتى عام 1997، علاوات المخاطر لم ترتفع لتتقدم التوترات ولكن انخفضت. وفقا لـ رادلت وساش، المؤشر الوحيد الذي سمح بتوقع الأزمة كان تراجع البورصة عام 1996 في تايلاند، وأن عوامل الأزمة التقليدية (العجز في الحساب الجاري، ارتفاع سعر الصرف، الهشاشة المالية...) تم تجاهلها من قبل الوكلاء في سياق دولي موات والذي لا يسمح بالتنبؤ بالمشاكل الكبيرة. فالأزمة الآسيوية بينت العناصر لأزمة تتحقق ذاتيا في الاندلاع، والتي التغير المفاجئ في توقعات الدائنين الأجنب والمودعين المقيمين لعبت دورا رئيسيا. الهجوم البنكي والانسحابات المتتالية لرأس المال الأجنبي في أعقاب انعدام الثقة على نطاق واسع من المستثمرين، يعكس حركة "الذعر المالي"، ثم أدى ذلك إلى انكماش اقتصادي عميق²¹⁰.

دياموند و ديفينج (Diamond & Dybvig, 1983) نمذجا في اقتصاد مغلق، ديناميكية تشغيل البنك *run bancaire* الذي من خلاله المقيمين سحبوا فجأة ودائعهم، مما دفع البنك إلى إعلان العجز عن سداد ديونه. المشكلة الرئيسية تنشأ من النشاط البنكي: ففي الفترة 0، يتلقى البنك الودائع السائلة ومن ثم الاستثمار في مشاريع طويلة الأجل (غير السائلة)، والتي من المتوقع عودتها في الفترة 2. فإذا المودعين فضلوا سحب وداائعهم في الفترة 1، سيضطر البنك إلى تصفية الاستثمار طويل الأجل من أجل سداد ديون جميع المودعين. ومع ذلك، قيمة تصفية الاستثمار من طرف البنك ستكون غير كافية لتغطية جميع ديونه والبنك يصبح معسر. هذا الذعر يعكس التوازن العقلاني (تحت فرضية "من يأتي أولا يخدم أولا")، مما يولد خسارة رأس مال المودعين، مؤكدة بذلك دوافعهم الأولية. في هذه الحالة الهجمة لم تندلع بسبب القرارات الاستثمارية الخاطئة

²¹⁰ Radelet S, Sachs J: What have we learned, so far, from the Asian financial crisis? Consulting Assistance on Economic Reform II, CAER II, Discussion Paper, n°37, March 1999.

للبنك، ولكن من خلال توقعات المودعين على حقيقة أن المودعين الآخرين سيسحبون ودائعهم. وبالتالي خطر عدم السيولة البنكية يتحول إلى أزمة عدم سيولة بنكية²¹¹.

لما أزمة السيولة في اقتصاد مفتوح ترتبط بتدفقات رأس المال، في الغالب على المدى القصير تعتبر مصدر التوترات البنكية المحلية، ثم في انعكاسات توقعات المشغلين الذين يقومون باندلاع الأزمة في سياق الحيلة والمعلومة الغير تامة، التدفقات الهائلة لرأس المال الأجنبي على المدى القصير الداخلة في الاقتصاد الناشئ من خلال وساطة النظام البنكي المحلي التي تحول إلى قروض طويلة الأجل الأمر تؤدي من جهة إلى عدم تطابق النضج (القروض الخارجية قصيرة الأجل لتمويل الاستثمارات المحلية طويلة الأجل)، ومن جهة ثانية، الزيادة في مخاطر الصرف (القروض الأجنبية بالعملة الصعبة للنظام البنكي المقرضة بالعملة المحلية للمستثمرين المحليين). هذه الاختلالات المالية في النظام البنكي تخلق مخاطر السيولة الدولية، عندما الدائنين الأجانب و/أو المودعين المحليين يفقدون الثقة، الودائع تسحب وخطوط الائتمان الأجنبي تحف. هذا الهجوم البنكي يترافق مع خروج رؤوس الأموال الذي يؤدي إلى استنزاف الاحتياطيات الدولية وانخفاض قيمة العملة المحلية. ولذلك الأزمة البنكية تسبق أزمة العملة التي تتفاقم بدورها، وفقا لسيناريو أزمات التوأم كامنسكي ورينهارت (Kaminsky & Reinhart, 1999). إفلاس البنوك وانكماش الائتمان المحلي تتسبب في انخفاض حاد في أسعار الأصول والإنتاج الاقتصادي²¹².

نموذج تشانغ و فيلاسكو (Chang & Velasco, 2001) يضع عدم السيولة الدولية كعنصر أساسي لتحليل الأزمة. النموذج يتكون من ثلاث فترات 0، 1، 2، يدرس العلاقة ما بين ثلاث جهات رئيسية فاعلة (البنوك المحلية، المودعين المقيمين والدائنين الأجانب في البنوك المحلية) في اقتصاد صغير مفتوح، حيث أن هناك إلا منتج واحد قابل للمبادلة والذي يمكن استهلاكه بحرية ويستثمر في السوق العالمية بسعر ثابت والذي يضبط بوحدة واحدة من العملة الأجنبية، الدولار الأمريكي.

في هذا الاقتصاد، كل مقيم محلي يخصص أصول بقيمة $e > 0$ ويمكنه أن يقترض حتى $d > 0$ في سوق عالمي لرأس المال، وأن يضع موجوداته و/أو اقتراضاته في $t=0$ في استثمار قصير الأجل t_1 ، والذي العودة متوقعة في $t=1$ ، أو طويلة الأجل t_2 ، الاستثمار طويل الأجل يعتبر غير سائل، ولكن يجلب المزيد من المزايا

²¹¹ Diamond D, Dybvig P: Bank runs, deposit insurance and liquidity, Journal of Political Economy, vol 91, n°3, 1983, pp 401-419.

²¹² Kaminsky G.L, Reinhart C.M: The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems, The American Economic Review, vol 89, n°3, june 1999.

$r_2 > 1$ بالمقارنة مع ذلك قصير الأجل $r_1 < 1$. فقط المقيمين المحليين يمكنهم الحصول على هذا النوع من مخطط الاستثمار، وكل مقيم لديه خياراته وكذلك استهلاكه: ويمكنه أن يكون "غير صبور" مع احتمال λ بتصفية استثماراته في $t=1$ أو يبقى "صبور" ويفضل الاستهلاك في $t=2$. المنفعة المتوقعة من الوكيل تتمثل على النحو التالي، مع أن c_1 و c_2 تشير إلى تفضيلات الاستهلاك في الفترة 1 و 2 على التوالي.

$$\lambda u(c_1) + (1-\lambda)u(c_2) \quad \text{avec } u(c) = c^{1-\sigma} / (1-\sigma) \quad (35)$$

أما بالنسبة للبنك التجاري، فإنه يحاول تحقيق أقصى قدر من الرعاية لمودعيه بتحديد أفضل الاستراتيجيات الممكنة للاقتراض، الاستثمار والاستهلاك، مع مراعاة احتمال نوع المودع (يصبر أو لا يصبر). هذه الإستراتيجيات الممكنة للبنك تضمن الحد الأمثل الاجتماعي لجميع المقيمين تحت قيود معينة (المعادلات (20) إلى (26)). في الواقع، عقود الودائع ما بين البنوك والمودعين المحليين تجبر هذه الأخيرة لتخلي البنوك عن أصولها الأولية e وحقوقهم للاستثمار \bar{a} أو الاقتراض من الخارج \bar{d} في $t=0$. المودعون يمكنهم مع ذلك القيام بمسحوبات بنكية (للبدأ) \bar{c}_1 وحدة في $t=1$ و \bar{c}_2 وحدة في $t=2$.

$$i_2 \leq d_0 + e \quad (36)$$

$$\lambda c_1 \leq d_1 + r_1 l \quad (37)$$

$$(1-\lambda)c_2 + d_0 + d_1 \leq r_2 (i_2 - l) \quad (38)$$

$$d_0 \leq d \quad (39)$$

$$d_0 + d_1 \leq d \quad (40)$$

$$c_2 \geq c_1 \quad (41)$$

$$c_1, c_2, i_2, l \geq 0 \quad (42)$$

المعادلة (36) تدل على أن الاستثمار طويل الأجل i_2 لا يمكن أن يتجاوز الأصول وقدرة الاقتراض الأولية للسكان المحليين.

المعادلة (37) تشير إلى أن البنك يمكن أن يمول الاستهلاك للوكيل الذي لا يصبر بالاقتراض من الخارج مبلغ d_1 و/أو التخلي عن جزء من استثماراته على المدى الطويل l .

المعادلة (38) تعلم أن البنك يسدد للمودعين الصابرين في $t=2$ بفضل عودة المستثمرين في الأجل الطويل وإلى الاقتراض الخارجي المحدود بصفة خارجية من خلال السقف d . وعلاوة على ذلك، فإن المعادلات (39) و(40) تبين سقف العتبة.

المعادلة (41) تعني أن الاستهلاك في الفترة 2 هو أعلى من ذلك في الفترة 1، وذلك بسبب العودة المرتفعة للاستثمار طويل الأجل بالمقارنة مع الاستثمار قصيرة الأجل.

تشانغ و فيلاسكو يفترضان أن البنك يضمن طلب السحب للمودعين على أساس "من يأتي أولاً يخدم أولاً" (قاعدة الخدمة المتتابعة)، وأنه يسدد دائما ديونه الخارجية، مما يلغي إمكانية دعر الدائنين الأجانب، وأن يحدد تصفية استثماراته طويلة الأجل في $t=2$.

$$l^+ = (r_2 \bar{d}_2 - d) / r_2 \quad (43)$$

في هذا التكوين الاقتصادي والمالي، المقيمين المحليين يواجهون قرار استراتيجي بشأن اختيار التوقيت حيث يتم سحب ودائعهم، وهناك حالتين:

أ- في التوازن الجيد (بدون أزمة)، فقط المودعين غير الصابرين يحتاجون حقا إلى السيولة يسحبون ودائعهم في $t=1$. البنك يستجيب بالتتابع لهذا الطلب على الودائع، في المقام الأول عن طريق الاقتراض من الخارج، وثانيا من خلال التخلي عن جزء من الاستثمارات طويلة الأجل في $t=1$.

ب- في التوازن السيء (الأزمة)، جميع المودعين يحاولون سحب ودائعهم في $t=1$ بتوقع أن الآخرين سيفعلون نفس الشيء. دعر المودعين، أدى إلى أزمة السيولة البنكية، وأصبحت الإستراتيجية المثلى للمودع الفردي، عندما القيمة المصفاة من الأصول البنكية تبقى غير كافية في $t=1$ لتغطية الالتزامات المحتملة على المدى القصير، إذا:

$$z^+ \equiv \bar{c}_1 - (\bar{d}_1 + r_1 l^+) > 0 \quad (44)$$

بعد الهجوم على الودائع البنكية، البنك يعلن فشله في تسديد ديونه للمودعين المحليين. آلية الودائع البنكية تخلق مشكلة عدم السيولة، والتي قد تتسبب في حدوث الأزمات المالية. وكما في النماذج الأخرى مع التوازنات المتعددة، الانتقال من حالة توازن إلى أخرى، تعتبر أصل هذا التغيير المفاجئ في توقعات المودعين.

في الحالة السابقة، الدائنين الأجانب للبنوك المحلية لا يشاركون في الدعر البنكي، نظرا لأنهم متأكدون من أنه سيسدد لهم من قبل البنوك المحلية. لنفترض حالة أخرى والذي البنك لا يمكنه أن يضمن دائما دفع ديونه الخارجية بسبب الإمكانيات المالية السائلة والتي أصبحت غير كافية نظرا لتشغيل البنوك المحلية، دعر الدائنين الأجانب يمكن فيما بعد أن يأخذ مكانه، كما في حالة دعر المودعين المحليين. في الواقع، تغير التوقعات الذي

يؤدي إلى هذا التوازن السيء، يمكن أن يشجع الدائنين الأجانب للبنوك المحلية على عدم تجديد خطوط الائتمان الخاصة بهم في $t=1$ ، عدم قدرة البنوك المحلية على الاقتراض من الدائنين الأجانب، يخفض من قيمة الموجودات البنكية السائلة والممكن تعبئتها، مما يجعلها أكثر ضعفاً أمام الهجوم البنكي. بالإضافة إلى ذلك، إذا الدائنين الأجانب قرروا ليس فقط توقيف منح قروضهم في $t=1$ ، ولكن أيضاً على أن تسدد في $t=1$ قروضهم الممنوحة في $t=0$ ، قيمة الأصول البنكية السائلة ستكون أكثر انخفاضاً، والذي من شأنه أن يزيد من ضعف البنوك أمام الهجوم البنكي.

$$z^a \equiv \bar{c}_1 - r_1 l^a = \bar{c}_1 - (r_1 \bar{i}_2 - (r_1 / r_2) \bar{d}_0) > 0 \quad \text{avec } \bar{l}^a = \bar{i}_2 - \bar{d}_0 / r_2 \quad (45)$$

تشانغ و فيلاسكو قاما بدراسة تأثير التحرير المالي المحلي (من خلال تخفيض الاحتياطات الإجبارية أو منافسة بنكية متزايدة) والخارجي (من خلال الزيادة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، خاصة على المدى القصير، وكذلك الزيادة في الديون قصيرة الأجل للقطاع البنكي) على التعرض لخطر أزمة السيولة البنكية.

فالتحرير المالي المحلي يوفر بعض النمو الأولي لكفاءة النظام المالي، من خلال زيادة المنافسة البنكية على المستوى المحلي، والتي تجبر البنوك لتقدم المزيد من الأرباح للمودعين حتى لا تفقد حصتها في السوق وانخفاض ربحيتها، مما يزيد من هشاشة جميع البنوك المحلية ومخاطر الهجمة البنكية.

وكان للتحرير المالي الخارجي تعزيز دخول رؤوس الأموال في المدى القصير، حيث يسهل الاستدانة الخارجية للبنك المحلي مع سقوف قروض أعلى، الأمر الذي يؤدي إلى مديونية خارجية كبيرة في $t=0$. إذ آجال هذه الأخيرة قصيرة (يجب تجديدها أو تسديدها في $t=1$). ضعف البنوك من جهة، ووقف القروض الخارجية من جهة ثانية، تجعل الهجوم البنكي على المستوى المحلي يرتفع. عندما المطلوبات قصيرة الأجل للبنك، بما في ذلك طلب ودائع المقيمين والمديونية الخارجية قصيرة الأجل، تتجاوز قيمة تصفية استثماراتها على المدى الطويل، الهجوم البنكي يندلع ودخول رؤوس الأموال ينعكس.

$$z^b \equiv \bar{c}_1 + \bar{d}_0 - r_1 \bar{i}_2 > 0 \quad (46)$$

الذعر الذي يتحقق ذاتياً للمقرضين المتعلق بالخوف من عدم سداد قروضهم، يعتبر دالة متزايدة من حجم الديون الخارجية للبنوك المحلية وهشاشة البنوك الناجمة عن التحرير المالي الداخلي والخارجي الذي ساهم في تسارع دخول تدفقات رأس المال الخارجي في السوق المحلي. التوازنات المتعددة تنشأ، عندما عدم سيولة

النظام البنكي تقع في المنطقة المتوسطة للأزمة (منطقة الخطر). التغير المفاجئ في توقعات الدائنين الأجانب، من توازن عدم الأزمة إلى توازن الأزمة، بعد الصدمة الخارجية، تتسبب في توقف الإقراض للبنوك المحلية ومن ثم هجوم المودعين المحليين على الودائع البنكية. أزمة السيولة البنكية التي تتحقق ذاتيا الناتجة تولد تدفقات رأس المال، مما تؤدي إلى ضغوط على انخفاض قيمة العملة المحلية. في الواقع، وكما أشار تشانغ و فيلاسكو (1998)، لكي الهجوم البنكي يحدث أزمة عملة في هذه البيئة الاقتصادية، فمن الضروري أن الحكومة قد اختارت نظام سعر الصرف الثابت وأن البنك المركزي يتعامل كمقرض الملاذ الأخير لإنقاذ البنوك المحلية ومواجهة الصعوبات المالية التي تشهد انسحاب هائل من الودائع في $t=1$. خطة الإنقاذ من قبل البنك المركزي التي تؤدي إلى انخفاض احتياطي النقد الأجنبي، تجنب الإعسار في النظام البنكي، ولكن تتسبب في حدوث أزمة صرف.

حسب تشانغ و فيلاسكو، دور البنك المركزي في نظام الصرف الثابت يتمثل في كونه مجبر على تقديم كمية غير محدودة من العملة المحلية إلى البنك الذي يواجه طلب سحب الودائع لأكثر من λ المقيم في $t=1$ ، من خلال توفير "ائتمان الطوارئ". البنك المركزي الذي يجنب إفلاس البنك المحلي، يحصل على السيطرة على الاستثمارات طويلة الأجل للبنوك المحلية في $t=1$ ، ولكي يضمن تسديد مخزون الديون الخارجية للبنك في $t=2$. المودعين يحصلون على مسحوباتهم، ثم يذهبون فيما بعد إلى البنك المركزي لاستبدال موجوداتهم من العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية بالتكافؤ الثابت. يستجيب البنك المركزي لهذا الهجوم المضارب عن طريق تعبئة مخزونه من الاحتياطيات الدولية وبتصفية استثماره على المدى الطويل إلى حد ما (المبلغ اللازم لتسديد مخزون الديون الخارجية)، وبمجرد توقف بيع العملات الأجنبية أزمة ميزان المدفوعات تندلع. كما أن أزمة العملة يمكن تجنبها إذا كان البنك المركزي قادر على الاقتراض من البنوك المركزية الأخرى²¹³.

²¹³ Chang R, Velasco A: A model of financial crises in emerging markets, The Quarterly Journal of Economics, vol 116, n°2, 2001, pp 489-517.

خلاصة:

استعرضنا في هذا الفصل كل ما يتعلق بالمفهوم النظري للأزمات المالية، من حيث تحديد مفهوم الأزمة وأسبابها وقنوات انتشارها، ثم أخذنا نبذة عن الأزمات في الفكر الاقتصادي، مع محاولة تبيان أنواع الأزمات المالية.

فالأزمة المالية تعتبر ذلك الاضطراب الذي يمس متغيرات النظام المالي، فيمكن أن يبدأ الخلل في إحداها، ثم سرعان ما ينتشر عبر قنوات إلى كامل النظام. كما تطرق الفكر الاقتصادي إلى موضوع الأزمات الاقتصادية من خلال نظرية كارل ماركس، الذي يرى أنه في إطار النظام الرأسمالي قيمة السلعة المنتجة أعلى من الأجر المدفوع له، وذلك الفرق يشكل فائض القيمة، أي الربح المتعهد للرأسمالي المنبثق من جوهر النظام الرأسمالي نفسه، وهو الذي يقود إلى انهياره. أما كينز فيرى أن الرأسمالية تقود مباشرة إلى للأزمة خاصة عندما تلعب دورها وهي بعيدة عن المراقبة، لهذا يجب أن تتدخل الدولة لتجنب الأزمة. ولكن بعد فشل النظرية الكينزية في حل أزمة السبعينات من القرن الماضي برز التيار الليبرالي الذي بين أن الرأسمالية كنظام اجتماعي تنطوي على عيوب ترجع إلى العوائق التي تحول دون عمل قوانين الاقتصاد الحر وفي التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي.

كما يمكننا تصنيف الأزمات المالية إلى أربعة أصناف، فأزمة العملة تحدث عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى انخفاض حاد في قيمتها، مما يرغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة، أما النوع الثاني فيتمثل في الأزمة البنكية، وتحدث عندما يتعرض بنك أو عدد من البنوك إلى تدافع شديد من جانب المودعين لسحب ودائعهم مع عدم القدرة على مواجهة طلبات السحب، والنوع الثالث هي أزمة المديونية الخارجية التي تعني أن بلدا أو مجموعة بلدان أصبحت غير قادرة على خدمة مديونيتها الخارجية، بالإضافة إلى الأزمة البورصية التي تتميز باضطرابات شديدة في الأسواق المالية مما تضعف من قدرتها على العمل بكفاءة وتؤدي آثارا غير مواتية للاقتصاد، هذه هي أنواع الأزمات المالية التي في حالة ما إذا انفجرت إحداها أدت إلى بعض أو كل الأزمات الأخرى.

وعرف الاقتصاد الدولي أعظم أزماته المالية إبان فترة الكساد العظيم خلال الفترة 1929-1933 حيث ارتبطت أسبابها بالظروف العالمية التي سادت حقبة ما بعد الحرب العالمية الأولى وبالفكر الاقتصادي الكلاسيكي الذي كان سائد آنذاك، إلى جانب ما تعرضته بورصة نيويورك للأوراق المالية من تدهور لأسعار الأسهم في يوم الثلاثاء 29 أكتوبر 1929 والذي أطلق عليه بيوم الثلاثاء الأسود، وقد حدثت أزمة مالية أخرى في يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987 أطلق عليها بيوم الاثنين الأسود حينما انهارت بورصة نيويورك للأوراق المالية، ومنها انتقلت الأزمة إلى بقية البورصات العالمية وخاصة بورصة لندن وطوكيو.

كما أنه منذ عام 1994 شهد العالم سلسلة من الأزمات المالية الحادة في اقتصاديات الأسواق الناشئة، فقد عرفت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا (النمور الآسيوية) انهيارا كبيرا منذ يوم الاثنين 27 أكتوبر 1997، حيث ابتدأت الأزمة من تايلندا ثم انتشرت إلى بقية دول المنطقة حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد، دون أن يكون متوقعا انهيار مؤشرات بورصاتها بهذه الدرجة والسرعة نظرا لما تتمتع به اقتصاديات الدول المعنية من معدلات نمو مرتفعة وتنوع في قاعدتها التصديرية، واندماج أسواقها واقتصادياتها في الأسواق العالمية. كما عرفت الاقتصاديات الناشئة أزمات مالية أخرى انتقلت من قطاع إلى قطاع ثم من دولة إلى دولة أخرى بدليل تتابع الأزمات، لتشمل المكسيك، البرازيل، الأرجنتين، روسيا وتركيا.

ولقد انقسمت النظرية الاقتصادية في تفسير الأزمة المالية إلى ثلاث نماذج، تختلف فيما بينها من حيث نوع الأزمة التي تحاول تفسيرها بالنظر إلى الأسباب المؤدية لها، فقد ظهرت نماذج الجيل الأول التي كشف عنها بول كروغمان في عام 1979، ثم النماذج من الجيل الثاني التي أبرزها أوبستفلد في عام 1994، أما النماذج من الجيل الثالث فظهرت مع الأزمة الآسيوية في عام 1997.

الفصل الثالث

الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الدول النامية

تمهيد:

يواجه الاقتصاد العالمي أعنف أزمة مالية عصفت باقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، حيث بدأت بوادرها منذ صيف عام 2007 في السوق العقارية الأمريكية، وتمثلت تواجدها في الهزة التي تعرضت لها العديد من البنوك الاستثمارية وأسواق المال العالمية.

فالأزمة المالية العالمية، والذي كان للتوريق الدور الرئيسي في انتقال عدواها، وما ترتب عنها من ركود الاقتصاد العالمي ونقص السيولة، كان لها انعكاسات مباشرة وغير مباشرة على اقتصاديات العالم المختلفة، تفاوتت حدتها من بلد إلى آخر، وهذا تبعاً لطبيعة الروابط التي تقوم ما بين الولايات المتحدة الأمريكية وبقية اقتصاديات العالم.

وقد تأثرت الدول النامية بالأزمة المالية العالمية بصفتها جزءاً من المنظومة الاقتصادية العالمية، وخاصة في ظل التكامل المالي الدولي، وبدوره سهل انتقال العدوى إليها.

وعلى هذا الأساس سنقوم بتقسيم الفصل إلى خمسة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: أزمة قروض الرهن العقاري؛

المبحث الثاني: آلية انتقال العدوى على الصعيد الدولي؛

المبحث الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول العالم؛

المبحث الرابع: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الدول العربية؛

المبحث الخامس: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري.

المبحث الأول: أزمة قروض الرهن العقاري:

يشهد الاقتصاد العالمي بصفة عامة، والأسواق المالية الدولية والوطنية بصفة خاصة، اضطرابات واختلالات لم يعرفها منذ الكساد العالمي الكبير الذي حدث في عام 1929، فالأزمة بدأت في سوق الرهن العقاري، وانتشرت إلى بقية القطاعات الاقتصادية وانتقلت إلى مختلف دول العالم عن طريق العولة المالية من خلال ترابط أسواق المال.

المطلب الأول: ماهية قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية:

سنحاول في هذا المطلب تقديم مفاهيم وخصائص قروض الرهن العقاري، ثم نتطرق إلى تفسير أزماتها عند هيمان مانسكي، وأخيرا نتناول سياسة حكومة الولايات المتحدة الأمريكية المتبعة في سوق العقار.

1- مفهوم سوق قروض الرهن العقاري:

قروض الرهن العقاري هي قروض تمنحها المؤسسات المالية مثل البنوك أو شركات الرهن العقاري للأفراد أو المنظمات بغرض شراء أصل عقاري مثل المنازل والأراضي أو أي عقارات أخرى. ويعتبر سوق قروض الرهن العقاري أحد أسواق رأس المال مثل سوق الأسهم وسوق السندات من حيث الحصول على الاحتياجات المالية طويلة الأجل. كما أنه يختلف عن أسواق الأسهم والسندات في ما يلي:

أ- قروض الرهن العقاري مضمونة بالعقار الذي استخدم القرض في شراؤه، فإذا تعذر السداد بالنسبة للمقترض، يمكن للمؤسسة المالية المقرضة الحصول على العقار لسداد قيمة القرض، وهذه الخاصية غير موجودة في سوق الأسهم أو السندات.

ب- ليس هناك حجم محدد أو حد أدنى لأحجام القروض العقارية، وإنما كل قرض يعتمد على طبيعة احتياجات المقترض وظروفه، أما في الأسهم والسندات فهناك أحجام محددة لتداول هذه الأوراق المالية.

ج- يصدر قرض الرهن العقاري عادة لمستثمر واحد، بينما تصدر الأسهم والسندات للعديد من المستثمرين.

د- نظرا لأن معظم القروض العقارية لتمويل أفراد وليس مؤسسات أو شركات، فإن هناك صعوبة في تجميع معلومات عن الأفراد، وذلك بعكس الحال عن تجميع المعلومات عن المؤسسات أو الشركات.

وهناك أربعة أنواع من قروض الرهن العقاري تصدرها المؤسسات المتخصصة في مثل هذا النوع من القروض وهي: القروض العقارية لشراء المنازل، القروض العقارية للمجمعات السكنية، القروض العقارية التجارية والقروض العقارية للأراضي والمزارع²¹⁴.

2- خصائص قروض الرهن العقاري:

إن عقد القرض بين المؤسسة المالية والمقترض يجب أن يحدد فيه كل الخصائص المرتبطة ببند القرض العقاري والتي تتضمن ما يلي:

أ- الضمان: القروض العقارية مضمونة بالعقار، وكجزء من الاتفاق ينص التعاقد على حق المؤسسة المالية المقرضة في بيع العقار إذا توقف المقترض عن السداد.

ب- الدفعة المقدمة: ينص التعاقد أو الاتفاق على أن يدفع المقترض دفعة من مبلغ القرض كنسبة من قيمة القرض، وتعتمد نسبة الدفعة المقدمة على المركز المالي للمقترض، وهي بصفة عامة لا تقل عن 20%، كما قد يتفق على أن تكون أقل من 20%، ولكن في هذه الحالة يطلب من المقترض أن يقوم بشراء عقد تأمين على القرض العقاري بحيث تدفع شركة التأمين الفرق بين القيمة السوقية للعقار والرصيد المتبقي من القرض في حالة أن عجز المقترض عن السداد.

ج- أجل استحقاق القرض: عادة يكون ما بين 15 إلى 30 عاما، بحيث يتم دفع مبلغ القرض (أصل القرض + الفوائد) على أقساط خلال فترة الاستحقاق.

د- معدل الفائدة: يكون إما معدل ثابت أو معدل متغير، لذلك لا بد أن يحدد في العقد المعدل المستخدم. معدل الفائدة الثابت يعني ثبات الأقساط الشهرية التي يدفعها المقترض خلال فترة الاستحقاق بغض النظر عن تغير معدل الفائدة في السوق. أما معدل الفائدة المتغير والذي يحسب وفقا لمؤشر معين في السوق يجعل الأقساط الشهرية التي يدفعها المقترض خلال فترة استحقاق القرض متغيرة وفقا للتغير في معدل الفائدة في السوق.

هـ- نقاط الخصم: عبارة عن مدفوعات يقوم المقترض بدفعها في بداية القرض مقابل تخفيض في سعر الفائدة على القرض، حيث كل نقطة من هذه النقاط تساوي 1% من القيمة الأصلية للقرض، وقد يقبل المقترض دفع

²¹⁴ نبال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل: الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص ص 109-110.

هذه الدفعات أو لا يقبلها بناء على المفاضلة بين انخفاض الدفعات الشهرية نتيجة لانخفاض سعر الفائدة وبين قيمة النقاط.

و- إعادة تمويل القرض العقاري: يحدث عندما يحصل المقترض على قرض عقاري جديد ليستخدمه في سداد القرض العقاري الحالي، وذلك عندما يكون معدل الفائدة على القرض الحالي أعلى من معدل الفائدة على القرض الجديد.

ز- رسوم أخرى: بجانب تكاليف معدل الفائدة، يتضمن عقد القرض رسوماً أو تكاليف أخرى مثل رسوم طلب القرض، رسوم التأكد من ملكية العقار وصحة سجلاته، رسوم التأمين على العقار، تكلفة تقدير قيمة العقار، إجراءات القرض... الخ²¹⁵.

وبعد أن تصدر المؤسسات المالية قروض الرهن العقاري، غالباً ما تقوم ببيعها أو توريقها في السوق الثانوي، مما يحقق لها العديد من المزايا مثل تخفيض مخاطر السيولة، تخفيض مخاطر تغير معدل الفائدة وتخفيض مخاطر عدم السداد، بالإضافة إلى تخفيض بعض القيود الرقابية على هذه المؤسسات المالية مثل متطلبات رأس المال والاحتياطي الإلزامي وأقساط التأمين على الودائع²¹⁶.

3- تفسير هيمان مانسكي "Hyman Minsky" لأزمة الرهن العقاري:

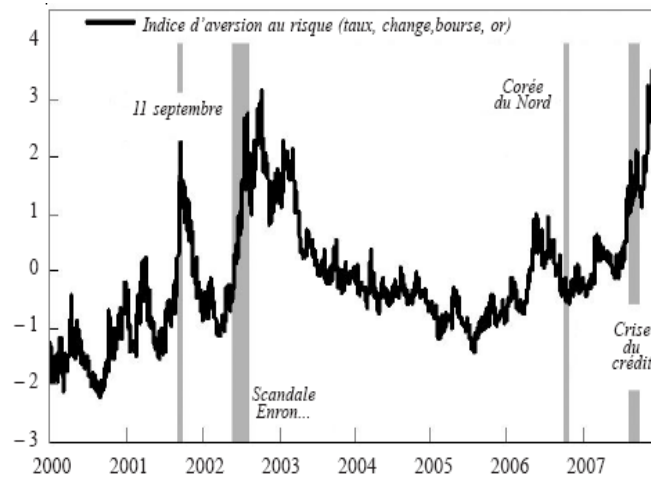
يشير هيمان مانسكي (1919-1996) في كتابه (stabilizing an unstable economy) الذي صدر عام 1986 إلى نظرية الأسواق المالية، والتي تفسر أزمة الرهن العقاري كما يلي:

في فترة الرواج الاقتصادي يفقد الأعوان الاقتصاديون (البنوك، المؤسسات والمستهلكين) الشعور بالخطر، مما يؤدي إلى انخفاض التهرب من المخاطرة (الشكل رقم 25)، فهم يعتمدون زيادة المخاطرة بهدف رفع العائد، وكنتيجة للمنافسة ما بين البنوك تحاول هذه الأخيرة دائماً استحداث منتجات مالية جديدة. وفي هذه الحالة يميز مانسكي ما بين ثلاث فئات من المقترضين:

²¹⁵ نفس المرجع السابق، ص ص 111-113.

²¹⁶ نفس المرجع أعلاه، ص 118.

الشكل رقم 25 : منحني التهرب من المخاطرة خلال الفترة 2000-2007



Source: Artus Patrick: la crise des subprimes, La Documentation Française, Paris, 2008, p18.

الفئة الأولى: الأعوان الاقتصاديون ذوي الملاءة المالية، وتعتبر هذه الفئة بدون مخاطرة، حيث يستطيع المقرض تسديد رأس المال بالإضافة إلى فوائد الدين؛

الفئة الثانية: المضاربون، وتعتبر هذه الفئة أكثر مخاطرة مقارنة بالفئة الأولى وأقل مقارنة بالفئة الثالثة، حيث يسدد المقرض في هذه الحالة فوائد الدين ولكن لن يستطيع التخلص كلياً من ديونه، حيث تبحث دائماً هذه الفئة عن تأجيل التسديد؛

الفئة الثالثة: تسمى هذه الفئة حسب مانسكي مدينين بانزي (Débiteurs Ponzie)، والتي يقصد بها المؤسسة أو الفرد الذي يعتبر فقيراً جداً ليس فقط لتسديد أصل الدين ولكن حتى لتسديد الفوائد، فأملهم الوحيد هو إرتفاع قيمة الأصول التي يجوزتهم، وحالياً هذه هي حالة كل الأمريكيين ذوي الوضعية المالية الرديئة ومالكي العقارات بواسطة قرض الرهن العقاري، فعكس توقعاتهم لم ترتفع قيمة عقاراتهم وليس لهم أي وسيلة لتسديد ديونهم.

يرى مانسكي أن الأزمات المالية الخطيرة تتطلب تدخل الدولة (التأثر بالمدرسة الكينزية) سواء عن طريق البنك المركزي، سلطات الرقابة أو وزارة المالية، فحسب هذا الاقتصادي لا يمكن للبنوك الخروج من الأزمة بدون تدخل الدولة، فتضاعف تدخل البنوك المركزية يوضح جيداً توافق نظرية مانسكي مع الوضع الراهن.²¹⁷

²¹⁷ Gerald Brauberger: la crise financière expliquée par hyman minsky, Revue Problèmes Economiques, n° 2935, 21 novembre 2007, pp 47-48.

4- سياسة حكومة الولايات المتحدة الأمريكية في سوق الرهن العقاري:

كان سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية قبل عام 1938 يتألف أساساً من مؤسسات إيداع منظمة مثل البنوك ومؤسسات الادخار والقروض، والتي استخدمت ودائعها في تمويل قروض شراء المنازل. وكانت هيئات الإقراض تلك تنشئ القروض وتحتفظ بها، مما تتحمل المخاطر الائتمانية ومخاطر تقلبات أسعار الفائدة في السوق ومخاطر السيولة الناتجة عن تمويل أصول طويلة الأجل بخصوم قصيرة الأجل²¹⁸.

وفي عام 1930، أي خلال فترة الكساد العظيم، تدهور سوق الرهن العقاري كباقي الأسواق، وأعطيت قروض ولكن لفترة قصيرة جداً، سنة أو اثنتان، لأن البنوك كانت بحاجة إلى نقد، ولم يكن ممكناً تمديد قيمة القرض، الدفع بالكامل في أجل الاستحقاق كان أمراً مهماً، لهذا تدخلت حكومة الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1934 بإنشاء الإدارة الفيدرالية للإسكان، التي كانت مهمتها ضمان القروض في حالة عدم قدرة المقترض على الدفع أو عدم الإيفاء بالديون²¹⁹.

وبغية توفير مزيد من السيولة ورؤوس أموال جديدة لهذه الأسواق، قامت الحكومة في إطار سياسة برنامج الرئيس روزفلت بإنشاء الهيئة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم "فاني ماي" في عام 1938، والتي كانت مملوكة للحكومة، وتمثل مهمتها في خلق سوق ثانوية للرهن العقاري، حيث كانت تشتري قروض الرهن العقاري من منشئها وتحتفظ بها باعتبارها أكثر قدرة على إدارة مخاطر الائتمان، بالإضافة إلى مخاطر السوق ومخاطر السيولة، بسبب تنوع محفظتها العقارية على المستوى الوطني، وهو ما تعجز حتى أكبر البنوك القيام به نتيجة القيود التنظيمية على المعاملات البنكية بين الولايات، كما أنها لا تشتري سوى الرهن العقاري التي تتوافق مع مقاييس معينة، وهي قروض الرهن العقاري الممتازة.

وقد أثبتت هيئة فاني ماي نجاحها، وشكلت عمليات الإقراض التي قامت بها لتمويل مشترياتها من الرهن العقاري بحلول الستينات من القرن العشرين حصة مهمة من ديون الولايات المتحدة الأمريكية، وبهدف التخلص من هذه الديون، تم إعادة تنظيم سوق الرهن العقاري التي ترعاها الحكومة أثناء إدارة الرئيس جونسون في عام 1968، ونتج عنها الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري "جيني ماي" للإشراف على الرهن العقاري المضمونة من قبل الحكومة. كما تم خصخصة مؤسسة فاني ماي، وبذلك انتقل جزء كبير من عمليات

²¹⁸ راندال دود: الرهونات العقارية الثانوية، مجسات الأزمة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2007، ص15.

²¹⁹ وشاح رزاق: الأزمة المالية الحالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009، ص 15.

الإشراف في هذا القطاع من الحكومة الفدرالية إلى القطاع الخاص، مع احتفاظها ببعض التزامات المصلحة العامة لإسكان ذوي الدخل المنخفض. وفي عام 1970، قامت جيني ماي بتوريق القروض التي يجوزتها لتسهيل تداولها في السوق الثانوي ولتتم كذلك نقل مخاطر السوق إلى المستثمرين الذين يقومون بشراء هذه الأصول.

وتم إنشاء في عام 1970 الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم "فريدي ماك" بغرض توريق الرهون العقارية التقليدية وتوفير المنافسة لهيئة فاني ماي التي تمت خصخصتها حديثاً.

ومع مرور الزمن، تلاقت نماذج الأعمال التي تتبعها فاني ماي وفريدي ماك، ووفرتا معا قدراً هائلاً من التمويل للرهن الأمريكية، سواء عن طريق شراء الرهن العقارية والاحتفاظ بها أو تحويل مبالغ كبيرة من قروض الإسكان إلى سندات مالية مضمونة برهن عقارية، التي تشتريها مؤسسات الاستثمار، الأفراد، الأثرياء ومؤسسات الإيداع ذاتها²²⁰.

كما أصدرت حكومة الولايات المتحدة الأمريكية قانون كشف الرهن العقاري للمساكن في عام 1975، الذي يتطلب من البنك المقرض الإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة بالشخص المقرض، أرادت الحكومة من ذلك التعرف على ما إذا كان هناك تمييز عنصري من قبل البنوك في منح القروض العقارية.

ثم صدر قانون إعادة الاستثمار عام 1977 الذي يفرض على البنوك القيام بأعمال بنكية في مناطق جغرافية واسعة تضم مراكز المدن، ومنعها من ممارسة أعمالها في الأحياء السكنية للبيض حصرياً*، بذلك أصبح دور الحكومة الأمريكية في سوق العقار كبيراً في سبعينيات القرن الماضي.

وفي عام 1991 تراكمت بيانات إحصائية كثيرة عن عمليات الإقراض، وتعلت أصوات عديدة تطالب بتحليلها ودراستها من منطلق أن هناك تمييزاً عنصرياً، والتي قام بها في عام 1992 البنك الاحتياطي الفيدرالي، والذي استنتج أن الأقليات معرضة للتمييز العنصري من قبل البنوك، واستخدمت نتائج هذه الورقة لأغراض سياسية، هدفها زيادة الاستثمار في العقار، لأن هذه الإحصائيات تشير إلى ارتفاع هائل في عدد العائلات

²²⁰ راندال دود: مرجع سابق، ص 16.

* بعد الحرب العالمية الثانية بدأ السكان البيض مغادرة مراكز المدن والعيش في أحياء سكنية بعيدة (خارج المدينة) أخذت بالاتساع وسميت بالضواحي، في حين بقي الفقراء عموماً وهم من السود والملونين من أمريكا اللاتينية (الأقليات) يعيشون داخل المدن، فتحولت مراكز المدن إلى منطقتين كبيرتين ذات مبانٍ قديمة. لذلك أصدرت حكومة الولايات المتحدة الأمريكية قانون إعادة الاستثمار عام 1977 الذي يفرض على البنوك القيام بأعمال مصرفية في مناطق جغرافية واسعة تضم مراكز المدن ومنعها من ممارسة أعمالها في الأحياء السكنية للبيض حصرياً.

المؤهلة للإقراض بشروط مخففة، وكلما أصبح الحصول على قرض عقاري أسهل كلما ازداد الطلب وارتفع سعر العقار.

وعلى هذا، يمكن القول أن نسبة ملكية العقار في الولايات المتحدة الأمريكية لم ترتفع إلا بتدخل من الحكومة في سوق العقار. وبما أن عمليات الإقراض تتم كالعادة بشكل دقيق للغاية، حيث يجب تقييم إمكانية كل مقترض على سداد الدين، وعليه أنشأت الحكومة الأمريكية سوق رهن عقاري ثانوي لغرض زيادة الملكية العقارية لمحدودي الدخل، وذلك عن طريق التدخل الحكومي لتبسيط قواعد الإقراض العقاري، ويقصد بذلك أنه²²¹.

أ- لا يعتبر التاريخ الائتماني السيئ مشكلة أو عائقاً للإقراض؛

ب- لا ضرورة لتقديم دفعة أولية؛

ج- الدخل ليس عائقاً؛

د- لا تعتبر نسبة القرض إلى قيمة العقار مؤشراً مهماً.

فسياسة حكومة الولايات المتحدة الأمريكية في سوق العقار كانت سياسة تدخل مباشر في آلية السوق رغم أن هدفها كان السعي إلى توفير مساكن للناس، إذا المسألة ليست مسألة تحرير الأسواق *Dérégulation* وإنما العكس تماماً، لقد كان من الأفضل إتباع الحكومة لسياسات تحفز على زيادة الدخل والإنتاجية ورفع مستوى معيشة تلك الفئات لتمكنها من شراء العقارات²²².

المطلب الثاني: التطور النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية وظهور أزمة القروض الرهنية عالية المخاطرة:
سنتطرق في هذا المطلب إلى الظروف التي ساعدت على تراكم القروض الرهنية، بالإضافة إلى توضيح اتجاه السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وكيف أدت إلى تدهور ملاءة المقترضين واندلاع أزمة القروض الرهنية.

1- الظروف التي ساعدت على تراكم واندلاع أزمة قروض الرهن العقاري:

أ- انفجار فقاعة شركات الانترنت والتكنولوجيا في عام 2000: والتي فقدت جاذبيتها أمام شركات العقار، هذه الأخيرة بدأت أسهمها في الارتفاع بصورة مستمرة في الولايات المتحدة الأمريكية، حتى أصبح

²²¹ وشاح رزاق: مرجع سابق، ص ص 14-16.

²²² نفس المرجع أعلاه، ص 19.

شراء العقار أفضل أنواع الاستثمار نتيجة كونه أكثر أمنا وربحا²²³. ولمواجهة الانكماش الاقتصادي، البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي قرر خفض كبير في أسعار الفائدة لدعم القيمة الحقيقية للأصول²²⁴.

ب- الأموال الرخيصة: لتعزيز النمو الاقتصادي لجأت الولايات المتحدة الأمريكية إلى سياسة معدلات الفائدة المنخفضة التي وصلت 1% في عام 2003، فاستخدمها محافظوا البنوك الأمريكية للتمويل وبدون معيار لشراء العقارات، مع المراهنة على استحالة اتجاه تغير أسعارها نحو التناقص، مشجعين على توزيع مكافآت سخية، مع مراعاة تساهل وكالات التصنيف وهيئات الرقابة، وهذا ما دفعها إلى تسيير غير مسؤول لإدارة المخاطر، بإعطاء قروض عقارية لسكان ذوي الدخل المنخفض، كما اخترعت قروض موجهة لأشخاص بدون دخل، لا عمل أو أصول، أي قروض "سامة"، ليس هناك أي ضمان باستثناء الرهن على الممتلكات المكتسبة، ولم يأخذ في الحسبان ركود السوق عند الانتهاء من إنشاء البرنامج البنائي الواسع، وفي نفس الوقت الزيادة الكبيرة في تكلفة الائتمان²²⁵.

ج- قروض الرهون العقارية الأقل جودة "subprime": المواطن الأمريكي يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهنه، وحين ترتفع قيمة العقار المرهون يحاول صاحبه ونتيجة سهولة الحصول على قرض الحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا تسمى الرهون الأقل جودة، لأنها رهونات من الدرجة الثانية، أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، وتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة مما رفع درجة المخاطرة في تحصيل تلك القروض²²⁶.

وهناك العديد من البنوك التجارية المتخصصة في نشاط الإقراض، بالإضافة إلى شركات التمويل العقاري (المؤسسات الغير بنكية والتي لا تخضع لنسب الملاءة المالية) مثل WMC Mortgage (قسم قروض الرهن العقاري لمجموعة جنرال إلكتريك) والبنوك العالمية مثل HSBC أو المؤسسات المالية التي لها محفظة متنوعة الأعمال مثل Wells Fargo الذي يوصف كمقدم للخدمات المالية المتنوعة. كما يلاحظ أيضا إشراك البنوك الكبيرة مثل Merrill Lynch في توزيع قروض الرهون العقارية الأقل جودة من خلال فرعها First Franklin.

²²³ Klein Laure: La crise des subprime, origines de l'excès de risque et mécanismes de propagation, Revue Banque, Paris, 2008, p22.

²²⁴ Bruno Colmant, Chantal Samson : l'année du krach, De Boeck & Larcier, Bruxelles, 2009, p19.

²²⁵ Hocine Bénissad: la crise financière et économique : une chronologie simplifiée, El Watan, 11 décembre 2008, p 8.

²²⁶ محمد أحمد زيدان: فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، ورقة مقدمة في ندوة الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009، ص 7.

وفي عام 2006، أصبحت HSBC المؤسسة الرائدة في سوق قروض الرهون العقارية الأقل جودة (الجدول رقم 09). بمقدار يبلغ 52.8 مليار دولار من القروض الممنوحة، بحصة سوقية قدرها 8.8 %، وتليها New Century Financial²²⁷.

الجدول رقم 09: ترتيب المؤسسات العشرة الأوائل المنشأة لقروض الرهن العقاري في عام 2006
[الحجم (مليار دولار) و الحصة من السوق (%)]

الترتيب	المؤسسات المنشأة لقروض الرهن العقاري الأقل جودة (subprime)	المقدار (مليار دولار)	الحصة من السوق (%)
1	HSBC	52.8	8.8%
2	New Century Financial	51.6	8.6%
3	Countrywide	40.6	6.8%
4	Citigroup	38.0	6.3%
5	WMC Mortgage	33.2	5.5%
6	Fremont	32.3	5.4%
7	Ameritrust Mortgage	29.5	4.9%
8	Option One	28.8	4.8%
9	Wells Fargo	27.9	4.6%
10	First Franklin	27.7	4.6%
-	25 الأوائل	543.2	90.5%
-	المجموع	600	100%

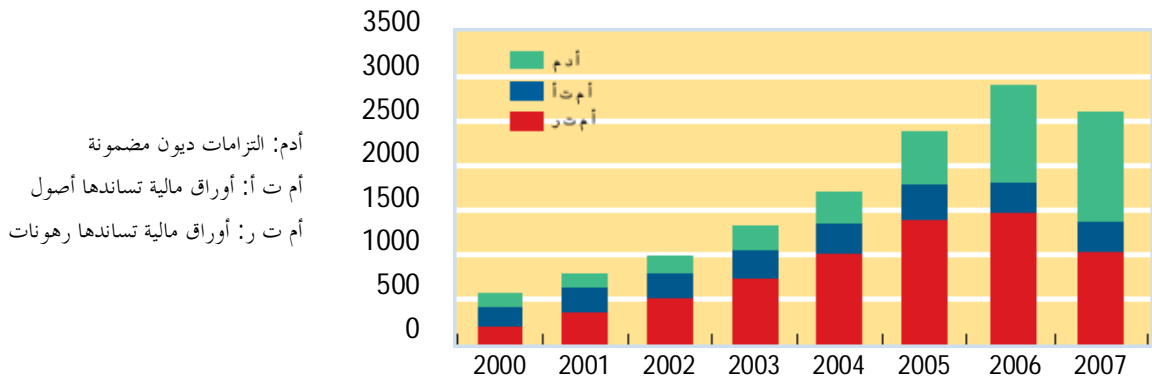
Source : Klein Laure: op.cit, p 38.

وبحلول ربيع 2007، بدأ يسود القلق فيما يتعلق بأوراق الائتمان المالية المهيكلية التي تساندها القروض والرهن الأقل جودة، فتساهل عقود وشروط القروض ساندت أنشطة الشراء بأموال مقترضة، لكن نظرا لاستمرار انخفاض أسعار الفائدة ووفرة السيولة، استمر الطلب على منتجات الائتمان المهيكلية التي تحمل المرتبة الائتمانية أ ثلاثية، وكسب عائد أعلى من الطبيعي إلى حتى منتصف 2007 (الشكل رقم 26). ولم يكن لدى المستثمرين معلومات لوقف انتشار الأوراق المالية التي يجري الإفراط في تسعيرها. وهكذا، كانت الضغوط التنافسية من أجل إصدار هذه الأنواع من المنتجات وبيعها شديدة²²⁸.

²²⁷ Klein Laure: op.cit, p 37.

²²⁸ لورا كودرس: ثقة وأكثر من ذلك، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2008، ص 9.

الشكل رقم 26: تصاعد إصدار الائتمانات المهيكلية الأوروبية والأمريكية خلال الفترة 2000-2007



المصدر: لورا كودرس: مرجع سابق، ص 9.

د- الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية: وهو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة الأمريكية، على أنه يمكن تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون) يمكن عن طريقها توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد²²⁹.

فخلال الفترة 2006-2001 (الجدول رقم 10)، ارتفاع حجم القروض العقارية عالية المخاطر المباعة يرجع إلى الزيادة في المبلغ الإجمالي السنوي المقدم لهذه القروض، ففي هذه الفترة كان هناك توسع كبير في الحصة السنوية المورقة، كما أن نسبة الإصدار السنوي من قيمة MBS subprime / المبلغ الإجمالي لقروض subprime المقدمة ارتفع بـ 29% على مدى 5 سنوات، حيث بلغ 75% في عام 2006²³⁰.

الجدول رقم 10: الارتفاع النسبي السنوي لقروض الرهن العقاري الأقل جودة المورقة خلال الفترة (2006-2001)

السنوات	المبلغ الإجمالي لقروض الرهن العقاري الأقل جودة (مليار دولار)	إصدار السندات المضمونة برهون عقارية أقل جودة (مليار دولار)	النسبة المورقة (%)
2001	190.00	87.10	46%
2002	231.00	122.70	53%
2003	335.00	195.00	58%
2004	540.00	362.63	67%
2005	625.00	465.00	74%
2006	600.00	448.60	75%

Source : Klein Laure: op.cit, p 41.

²²⁹ محمد أحمد زيدان: مرجع سابق، ص 7.

²³⁰ Klein Laure: op.cit, p 40.

سندات مضمونة برهونات عقارية "MBS" (Mortgage Backed Securities)

هـ- المشتقات المالية: البنوك لم تكتفي بالتوسع في القروض الأقل جودة، بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض، وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدامها في إصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات بل استخدم هذه القروض كرهن على قروض أخرى²³¹.

وأثر المشتقات على الأزمة يظهر في أن توسع اشتقاق الأدوات المالية يعتمد على الثقة في تحقيقها لمكاسب مستقبلية، ونظرا لانهيار أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية، انهارت قيمة هذه المشتقات وحدث زعر في الأسواق المالية نتيجة تراحم الجميع على تصفية مراكزهم، فانخفضت مؤشرات الأسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شللها، كما أن من أهم أهداف المشتقات المالية هو مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدث، وأظهرت الأزمة عجزها حتى عن حماية نفسها.

و- نمو نشاط المضاربات: إن النمو المتعظم في حجم قطاع المضاربات لم يقابله حصول نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الأسهم، لذلك فقد أجريت المضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة مما تسبب لاحقاً في عرقلة التسديد وحصول الأزمة.

ونتج عن توسع نشاط المضاربة لسوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية أرباح عالية، فالتسهيلات الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين شجعت على التوسع الكبير للاستثمار في هذا القطاع، وأدى ذلك إلى حصول فارق كبير بين أسعاره الحقيقية والسوقية، وعندما حصل تغير في المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض والطلب حدثت الأزمة، التي سرعان ما انتقلت إلى الأنشطة الأخرى والدول الأخرى المرتبطة معها بعلاقات بينية واسعة²³².

²³¹ محمد أحمد زيدان: مرجع سابق، ص 8.

²³² جميلة الجوزي: مرجع سابق، ص 10.

فالائتاد العام للباعة فف الولافاء المأأمرفكة فزعم أن نسبة العقاراء المأأأراء لأأراض المأأاربة أممئل 28 ٪ من إأممالف المفعاء فف عام 2005 و 22 ٪ فف عام 2006. هأه النسب أبءو هائله إءا ما علمنا أن إأممالف المفعاء رقم هائل بمأوء 5 أرفلوف ءولار أمرفكف فف السنة، فإءا كان هناك أراء صأفر من المأأرفن هم من المأأرفن فإن ءلك كاففا لأفسفر ما أرف فف سوق العقار. مع العلم أن النسبة العظمف من الءفون المأأأره هف للفقراء ومأوسطف الءأول ومأملون أكبر نسبة من مالكف العقاراء الفف اشأرفل لأأراض المأأاربة، لهذا فكل الءلائل أأفر إلف أن السبب الرئفسف لزفءاء نسبة المأألفن عن العقاراء هو الشراء أساسا لأأراض المأأاربة²³³.

ز- نقص أو انءام الرقابة أو الإأراف الكافف على المؤسساء المالفة الوأسطة: أأضع البنوك الأأرففة فف معظم الءول لرقابة ءففة من البنوك المرفزة، ولكن هأه الرقابة أضعف أو أأف أءعم بالنسبة لمؤسساء مالفة أأرف مأم البنوك الاسأأمار وسماسرة الرهون العقارفة، أو على المأأأاء المالفة الءفءة مأم المأأأاء المالفة، وعلى الهفأاء المالفة الفف أأصر شهاداء الءءارة الائأمائفة، وبالفالف فهف أأجع المأأأرفن للإقبال على الأوراق المالفة²³⁴.

2- أأاء السفاسة النقءفة للاأأفاطف الففءرفل الأمرفكف أأف أوان 2004:

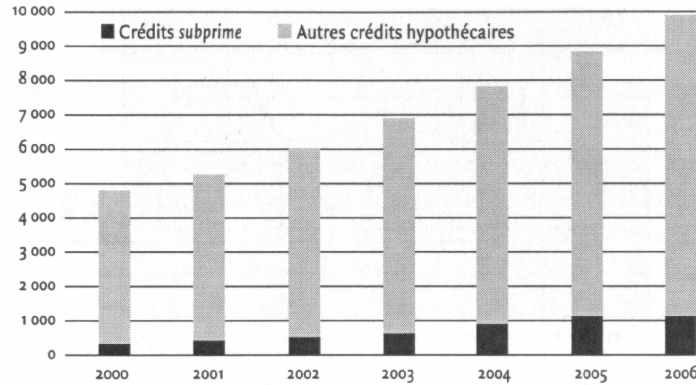
من مسببائ الأزمة المالفة هناك ءراءة للبروففسور Taylor 2008 أبفن أن أفسفر أءهور النأام المالف الأمرفكف لا فأمألف عنه قبل مأم الأعوام، أأف أبءأ المشكلة بأراكماء نقءفة هائله (زفءاء فف كمفة النقء) أوءف إلف ازءهار لففعه بلا شك الهفار. فف الأزمة المالفة بءأ المشكلة فف سوق العقار، أم أمءء إلف بقفة أأراء القأاع الأمولف فف الولافاء المأأمرفكة أم إلف بقفة أأراء العالم، وفقول Taylor أن سبب الأزمة فف سوق العقار فعود إلف أأف ناءج عن إأباع سفاسة نقءفة أوسعة.

فكمم الأأف فف أءبب أو عءم اسأقرار السفاسة النقءفة وأفرها بأشكل مفاأف بفن ففرة وأأرف أأال مءة طوفلة اسأمرء عءة سنواء، فالأفر فف سعر الفاءءة صعودا ونزولا بأشكل مفاأف ومأكرر (الشكل رقم 29) لفس أمرا سلفما، بالفأافة إلف ءلك لوأظ أن أسعار الفاءءة الأنأضف كأفرا بأشكل لم فكن مأوقعا ومفهوما فف الففرة ما بفن 2000 إلف مأمصف 2004.

²³³ وشأ رزاق: مرفع سابق، ص 18.

²³⁴ أأملة الأوزف: مرفع سابق، ص 10.

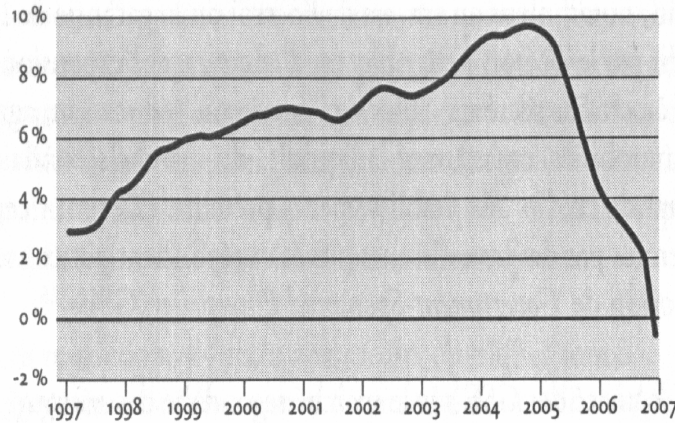
الشكل رقم 27: تطور القروض العقارية المقدمة للأسر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2000-2006 (مليار دولار أمريكي)



Source: Klein Laure: op.cit, p 24.

إن الانخفاض الشديد في سعر الفائدة يعني 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 منه²³⁵، ففي الفترة 2006-2000 القروض العقارية ارتفعت بنسبة متوسطة قدرها 13% سنويا، منتقلة من 4800 إلى 9800 مليار دولار خلال 06 سنوات (الشكل رقم 27). هذا التوسع الهائل في القروض العقارية خلق الفقاعة العقارية (الشكل رقم 28)²³⁶.

الشكل رقم 28: أسعار العقار في الولايات المتحدة الأمريكية "مؤشر OFHEO" خلال الفترة 1997-2007



Source : Klein Laure: op.cit, p 25.

²³⁵ وشاح رزاق: مرجع سابق، ص 20.

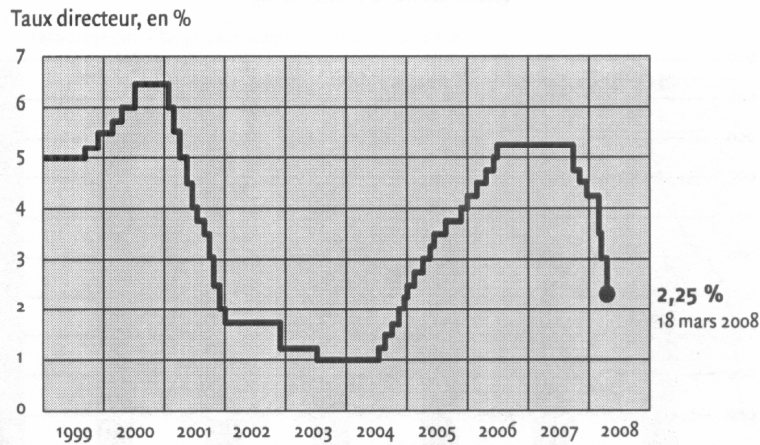
²³⁶ Klein Laure: op.cit, p 23.

فمشكلة زيادة الطلب على العقار ثم انخفاضه، وارتفاع الأسعار ثم هبوطها السريع متعلقة أساساً بالسياسة النقدية التوسعية، والتي هي من الأسباب الأساسية للمشاكل التي حصلت في سوق العقار، والتي نقلت العدوى إلى القطاعات الاقتصادية الأخرى²³⁷.

3- صعود معدلات الفائدة على القروض الرهنية وتدهور ملاءة المقترضين:

بوادر الأزمة ارتبطت بصورة أساسية بالارتفاع المتتالي لسعر الفائدة من جانب البنك الاحتياطي الفيدرالي من 1% إلى 5.25% ما بين جوان 2004 وأوائل عام 2006 (الشكل رقم 29)، العبء المالي للأسر المقترضة بالمعدل المتغير زاد بنسبة كبيرة، أسعار العقارات انخفضت في جميع أنحاء الولايات المتحدة الأمريكية²³⁸.

الشكل رقم 29: تطور معدل الفائدة للبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي خلال الفترة 1999-2008



Source: Klein Laure: op.cit, p 23.

وفي الوقت الذي أدركت فيه بعض الأسر أن قيمة منازلهم تتجه نحو الانخفاض، لم يجدوا مصلحة في متابعة تسديد مدفوعاتهم، لأن قيمة ممتلكاتهم من المحتمل أن تنخفض إلى أقل من المبلغ المقترض، مع هذه الطريقة الانتهازية وعلى الرغم من حالات الإعسار وانقطاع المعلومات، قاموا بإرجاع هبوط قيمة منازلهم إلى مؤسسات الائتمان، وهذا ما يفسر انفجار حبس الرهن، ومصادرة الممتلكات من قبل هذه المؤسسات. وقد أدت هذه الوضعية إلى عدم توفر القروض العقارية من الدرجة الثانية، أي القروض العقارية الإضافية المرتبطة بالزيادة في قيمة الممتلكات²³⁹.

²³⁷ وشاح رزاق: مرجع سابق، ص 20.

²³⁸ Agnès Chevallier: l'économie mondiale 2009, La Découverte, Paris, 2008, p 11.

²³⁹ Bruno Colmant, Chantal Samson: op.cit, pp 21-22.

فالتخلي عن الرهن العقاري بدأ مباشرة عندما توقفت أسعار العقارات عن الصعود في الربع الثاني من عام 2006، حيث انخفضت الأسعار بنسبة 1.4% خلال السداسي الثاني من عام 2006، وارتفعت نسبة التخلي لتصل 43% في عام 2007.

إن الارتفاع الهائل في عدد من يتخلون عن الرهن العقاري محصور بالذين اقترضوا قروضا سهلة بدون مقدمات مالية، وأرادوا بذلك جني الأرباح، ولكن عند توقفت أسعار العقار عن الارتفاع أصبحوا على يقين بعدم حصولهم على الأرباح المتوقعة، فلم يكن هناك سبيل آخر سوى التخلي عن التزامهم، فانخفضت أسعار العقار كثيرا خلال عامي 2007 و2008 وارتفعت نسبة التخلي عن الرهن العقاري²⁴⁰، كما هو موضح في الشكل رقم 30.

الشكل رقم 30: معدل التخلي عن العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1998-2007



المصدر: وشاح رزاق: مرجع سابق، ص 17.

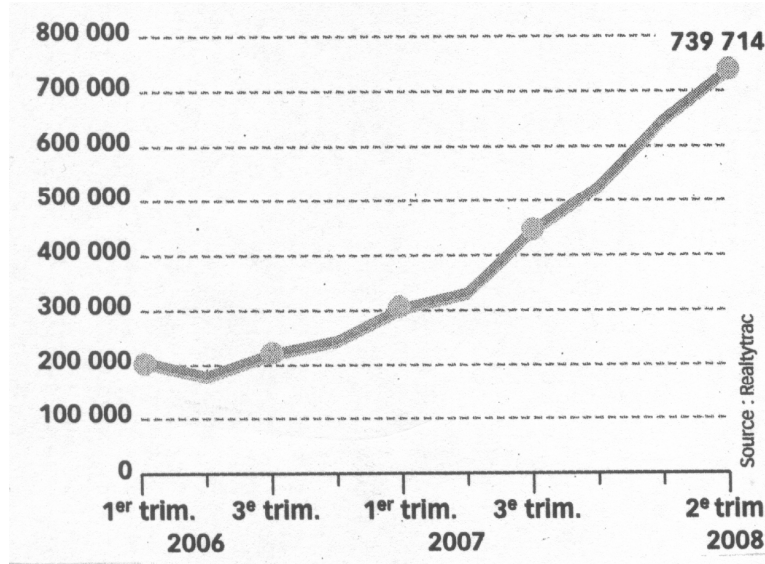
ولما الأسر تعرضت لخطر التخلف عن السداد بسبب الدخل المنخفض، البنك يجعلها تدفع قرضها أكثر تكلفة، المعدل الذي هو ما بين 4% و6% يمكن أن يرتفع إلى 12%. ومع ذلك، ففي الولايات المتحدة الأمريكية القاعدة بسيطة، بعد ثلاثة أشهر من عدم التسديد، الممول يمكنه حجز المسكن وبيعه. ففي منتصف عام 2008 حوالي 230000 منزل يتم حجزه شهريا²⁴¹، بعدما كان هناك أكثر من 2.2 مليون حجز في عام

²⁴⁰ وشاح رزاق: مرجع سابق، ص 17.

²⁴¹ Marie-Paule Virard : La finance mène t- elle le monde, Larousse, Paris, 2008, p 17.

2007 (الشكل رقم 31)²⁴². ويذكر أن قانون الإفلاس يجعل من الممكن للأسر التخلص من ديونهم عن طريق التخلي عن ممتلكاتهم عندما قيمة العقار تكون أقل من الدين الذي سيتم تسديده²⁴³.

الشكل رقم 31: عدد السكنات المتعلقة بإجراءات الحجز في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2006-2008



Source : Christian Chavagneux: La crise financière et ses conséquences, op.cit, p 9.

4- تطورات أزمة الرهن العقاري واضطراب الأسواق المالية:

امتد تأثير الأزمة إلى الأسواق والمؤسسات الأساسية في النظام المالي بعد ارتفاع حالات التعثر عن السداد في سياق عملية تصحيح رئيسية شهدتها سوق الرهون العقارية العالية المخاطر للولايات المتحدة الأمريكية، حيث قامت البنوك وشركات العقار ببيع الديون إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات قابلة للتداول في أسواق البورصات العالمية من خلال ما يعرف بعمليات التوريق، والتي أدت بدورها إلى توسيع الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي. من جهة أخرى ولتعزيز مركز السندات قامت البنوك والمؤسسات المالية بتأمينها، وهذا في حالة ما إذا أفلس البنك أو عجز صاحب العقار عن السداد، كما قاموا برهنها للاستفادة من أسعار الفائدة، مما شجعهم على اقتناء المزيد منها. وخلال ذات الفترة تم إصدار أدوات مالية جديدة تسمى المشتقات المالية، حيث تم المضاربة عليها في الأسواق المالية وبصورة منفصلة عن السندات، وكنتيجة لتلك الفروقات السعرية التي أرهقت أصحاب العقارات توقفوا عن التسديد، فقامت البنوك ببيع

²⁴² Christian Chavagneux: La crise financière et ses conséquences, Alternatives Economiques, hors-série, n°78, 01/09/2008, p 9.

²⁴³ Michel Aglietta : crise bancaire, l'échec de la déréglementation financière, l'état du Monde, Paris, 2009, p 102.

العقارات محل النزاع والتي رفض مالكوها الخروج منها، وأدى النزاع بين البنوك وأصحاب العقارات إلى انخفاض قيمة العقارات ابداءً من عام 2007 وأصبحت أقل من قيمة السندات المتداولة والصادرة بشأنها، فلم يعد في مقدور الأفراد سداد ديونهم حتى بعد بيع السندات التي بدأت قيمتها في الانخفاض فأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية، فتضررت البنوك الدائنة من عدم السداد وهبطت قيمة أسهمها في البورصة²⁴⁴، كما وجد رجال الأعمال والأفراد أن الحصول على القروض بات أكثر صعوبة وأشد تكلفة، مما أثار التساؤلات حول الملاءة المالية للبنوك الكبرى وغيرها من المؤسسات المالية، وحدث تدافع على سحب الودائع من البنوك، ثم انتشرت العدوى إلى كل أرجاء العالم قبل أن يتخذ أي بلد التدابير لحماية نفسه، وما بدأ كأزمة بنكية حتى امتد إلى أسواق الأسهم، وزعزع استقرار البورصات العالمية²⁴⁵.

وفي ظل تلك الظروف أعلنت عدة شركات عقارية وشركات تأمين إفلاسها، فسيطر على أذهان المستثمرين حالة من عدم الثقة، فانعكس ذلك سلبيًا على سيولة البنوك على الرغم من تدخلات البنوك المركزية، وزادت الأمور توترًا مع إعلان أكبر شركة تأمين في العالم AIG عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه حوالي 64 مليون عميل، مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها، كما أن الكثير من المؤسسات المالية أعلنت إفلاسها، وآخرها في سبتمبر 2008 بنك ليمان براذرز "Lehman Brothers"²⁴⁶، ليعلن بداية انفجار الأزمة المالية العالمية، فدخل العالم في مرحلة تباطؤ اقتصادي، وانهارت أسعار الأوراق المالية في معظم البورصات، وتوالت أخبار الإفلاس²⁴⁷.

²⁴⁴ فريد كورتل: الأزمة المالية وأثرها على الاقتصاديات العربية، ورقة مقدمة في ندوة " الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009، ص 9.

²⁴⁵ جيمس م. بوتون وكولن أ. برادفور جونور: الحوكمة العالمية، قوى فاعلة جديدة، قواعد جديدة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2007، ص 10.

²⁴⁶ فريد كورتل: مرجع سابق، ص 10.

²⁴⁷ طارق عبد العال حماد: حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 13.

المبحث الثاني: آلية انتقال العدوى على الصعيد الدولي:

كان للتوريق الدور الرئيسي في انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري إلى درجة أنها اعتبرت من طرف بعض الاقتصاديين العامل الرئيسي لانفجار الأزمة وانتقالها إلى باقي دول العالم، وعليه تأثرت العديد من المؤسسات المالية بهذه الأصول المسمومة.

المطلب الأول: دور انتقال العدوى في تكريس الأزمات المالية:**1- مفهوم عدوى الأزمات المالية:**

يعني انتقال العدوى أن حدوث أزمة في دولة ما يزيد من احتمالية حدوث نفس الأزمة في مكان آخر، فانهيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما قد يترتب عليه نشأة أزمة ثقة تؤدي إلى انهيار أسواق المال في دول أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى، كما نعي بالعدوى من جهة أخرى هو انتقال أزمة من قطاع إلى آخر داخل نفس الدولة مثلاً أزمة دين تؤدي إلى أزمة سعر الصرف ثم أزمة بنكية وصولاً إلى الانهيار الكامل²⁴⁸.

2- نماذج العدوى المالية:

وهناك أربعة نماذج للعدوى المالية يمكن تلخيص مضامينها فيما يلي:

أ- نماذج الروابط الاقتصادية:

طبقاً لهذا النموذج، فإن الأزمة المالية التي تحدث في دولة ما تعجل بوقوعها في اقتصاديات منكمشة تجارياً أو غير متقدمة وذلك بتغيير أساسيات الاقتصاد بها، وهذا بالضرورة يمثل حالة خاصة في تفسير الصدمة أو الهزة المشتركة الناتجة عن أزمات تحدث في العديد من الأقطار أو البلدان والتي فيها تمثل الهزة أو الصدمة الخارجية حدث مالي على نطاق دولي واسع. والمثال على ذلك، تخفيض قيمة العملة الإلجباري الذي يؤثر على شروط التجارة بين الدول، وبمجرد أن تحدث الأزمة الأولية يصبح بالإمكان التنبؤ بسهولة بالأزمات التي سوف تحدث في الدول ذات المستوى الاقتصادي الأدنى، لأن نماذج التجارة معروفة جيداً أو بطيئة التغيير إلى حد ما، ومع ذلك ليس هناك وضوح في موقف الدول المتأثرة بالأزمات وما يجب أن تفعله لمنع وقوع الأزمات، إلى جانب قيامها بإجراء تعديلات لسياساتها بسرعة بقدر الإمكان حتى يتسنى لها جعل سياساتها الاقتصادية متمشية مع الموقف الجديد.

²⁴⁸ أوكيل نسيمة: مرجع سابق، ص 315.

ب- نموذج زيادة الوعي:

يربط الفجوات المعلوماتية بالأسس الاقتصادية الضعيفة الثابتة، وبافتراض أن البيانات وتحليل الأسواق الفردية التي برزت حديثاً إما هي بيانات وتحليلات ضعيفة المستوى أو رفيعة المستوى يمكن استغلالها أو الاستفادة منها من جانب المستثمرين، ولأنها أسواق لا يمكنها أن تجمع البيانات ذات الصلة أو الارتباط بجميع الدول، فإن المستثمرين على اختلاف قدراتهم يركزون على القليل من هذه الأسواق. وعندما تقع هذه الدول في مشاكل فإن المستثمرين يحولون أنظارهم إلى دول أخرى تتماشى أصولها مع سنداقتهم وأوراقهم المالية، ولذا يحاولون شراء الأصول من هذه الدول، وهذا النموذج يرتبط ارتباطاً وثيقاً بنموذج سلوك القطيع (النموذج الرابع)، وفي عالم يتزايد فيه الوعي فإن الدول التي تمر بأزمات مالية عادة ما تكون البنية الأساسية فيها ضعيفة. ومن ثم نجد الدول التي تعاني من فجوات ومشاكل في تقاريرها والإبلاغ عن الأزمات التي يمكن أن تصيبها هي دول معرضة للإصابة بالعدوى المالية، فالتحليل الجيد للبيانات وكذا الإبلاغ عنها بشكل سليم يمكن أن يقلل من التعرض للإصابة بالعدوى وذلك بخفض تكلفة المعلومات وتحسين السياسات التي قد يكون لها تأثيرها الفاعل.

ج- نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية:

نجد أن مديري السيولة النقدية والأوراق المالية المقيدة في حاجة إلى سيولة نقدية لمواجهة الزيادة المتوقعة في تحديد أصول الدولة التي حدثت فيها الأزمة الأصلية، وهنا يجد هؤلاء أنفسهم يتجاوزون مع بيع أصولهم في الدول الأخرى، وهذا بدوره يتسبب في خلق مجموعة ثانية من الأزمات في تلك الدول. وبقدر ما يستطيع مديرو الأوراق المالية تجميع وتصنيف الدول في شكل سندات وأوراق تجارية طبقاً لموقع هذه الدول الجغرافي بقدر ما تكون إمكانية التنبؤ بهذا النوع من العدوى على مستوى جيد، وعلاوة على ذلك فإنه من بين الدول الأكثر عرضة لهذا النوع من العدوى دول تعاني من ديون خارجية كثيرة تمثل دين إقليمي في شكل أوراق مالية، لأن مثل هذه الأوراق يتم رفع قيمتها من خلال أدوات مشتقة أو ثانوية.

د- نموذج سلوك القطيع:

يقوم المستثمرون في هذا النموذج بخلق عدوى مالية وذلك بإهمالهم أو تغاضيهم عن أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية استجابة لاقتناعهم بما يفعله المستثمرون الآخرون. فالأزمة في أحد البلدان قد تدفع الدائنين إلى إعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية الأساسية في البلدان الأخرى، حتى ولو لم يكن هناك أية

تغيرات في هذه البلدان، وذلك من أجل تقليل مخاطر استثماراتهم، وغالبا ما يكون هذا السلوك ناتجا عن تأثير عوامل نفسية وعن نقص في المعلومات والشفافية، مما يدفعهم إلى إتباع سلوك القطيع، حيث يميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض. إن عدوى الأزمة تنتقل في هذه الحالة عبر الآلية المعروفة "بنداء الاستيقاظ"، بمعنى أن اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين وتبنيهم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمعترضين في البلدان الأخرى، فاتخاذ الدائنون إجراءات وتدابير لحماية أموالهم تؤدي إلى انتشار الأزمة. وعلى النقيض من نموذج الوعي المتزايد فإن البنية الاقتصادية الأساسية لا يتعين أن تكون ضعيفة حتى يصاب المستثمرون بنوع من الذعر، فإذا كان المستثمرون نمطيين ومن الذين يعملون في مجال تجارة التجزئة فإن إمكانية التنبؤ في هذه الحالة تصبح نسبية، فاعتناق الدولة لسياسة الاستثمار في تجارة التجزئة يعد مؤشر قوي على مدى إمكانية تعرضها للعدوى. أما إذا اتخذت الدولة خطوات اتجه الحد من الاستثمارات في تجارة التجزئة إلى أن تنشط، وقامت بتأسيس نظم وقواعد المعلومات لديها وكذا لأسواقها المالية، كل هذا من شأنه أن يقلل من احتمال الإصابة بالعدوى، ولكنها في نفس الوقت تقلل من فرص بعض الاستثمارات الجديدة، وأيضا ليس من الواضح أن مثل حالات الذعر هذه قاصرة على المستثمرين النمطيين، لأن التفاعل مع الإشاعات غير السليمة قد يكون مؤكدا عندما تكون المعلومات غير كاملة أو تكلفة الحصول عليها مرتفعة²⁴⁹.

المطلب الثاني: دور التوريق في انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري:

1- مفهوم نشاط التوريق:

يعتبر التوريق "Titrisation" أو "Securitization" أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها لأحد المؤسسات المالية البنكية أو غير البنكية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية الغير قابلة للتداول والمضمونة بأصول إلى منشأة متخصصة تسمى بشركة التوريق، بهدف إصدار أوراق مالية جديدة في مقابل هذه الحقوق المالية تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

²⁴⁹ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي: مرجع سابق، ص ص 35-38.

2- أطراف عملية التوريق:

في عملية التوريق نجد الأطراف المتدخلة التالية:

أ- الممول أو المنشئ: وهي الشركات والمؤسسات المالية أو غير المالية التي تقوم بإقراض عملاءها، مما ينتج عنه حقوق مالية في أصول ميزانيتها، وتستطيع تحويل هذه الحقوق إلى أصول مالية متداولة بالاتجاه إلى طرف آخر (مؤسسات ذات أغراض خاصة) الذي يقوم بتوريقها.

ب- الشركة ذات الغرض الخاص المصدرة للأوراق المالية: وتعتبر الطرف الذي يوكل له عملية توريق الديون، حيث أن نشاطها الأساسي هو تحويل الحقوق المالية المضمونة بأصول إلى أوراق مالية تكون مضمونة بتلك الحقوق، وبيعها إلى المستثمرين وتسديد مبالغها إلى الطرف الأول (الممول)، كما تلتزم تجاه حملة الأوراق المالية بالوفاء بالحقوق الناشئة عنها.

ج- شركة خدمة الدين: وهي التي تقوم باستلام المتحصلات من المدينين الناشئة عن الأوراق التجارية في تواريخ استحقاقها وتسليمها إلى شركة التوريق لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها، وفي كثير من الحالات يكون الممول هو نفسه الجهة المسؤولة عن خدمة الدين.

د- شركة التصنيف الائتماني: وتقوم بجمع المعلومات وإعداد الدراسات والتحليلات اللازمة، لتحديد التصنيف الائتماني المناسب للإصدار، وتقديمه للمستثمرين الذين يعتمدون عليها كأحد عناصر اتخاذ القرار، فهي تهدف إلى حمايتهم من المخاطر الائتمانية المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية المصدرة من قبل شركة التوريق.

هـ- شركات ترويج وتغطية الاكتتاب: وهي التي تقوم بعمليات الطرح العام أو الخاص من خلال إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بعد القيام بالدراسة المستقلة للممول بهدف توفير الإفصاح الكامل والشفافية اللازمة لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات الاستثمار.

3- فوائد ومزايا عملية التوريق:

توفر عملية التوريق فوائد ومزايا عديدة أهمها:

- أ- مساعدة الشركات ذات العجز المالي على تحسين هيكلها التمويلي عن طريق تحويل الالتزامات قصيرة الأجل إلى التزامات متوسطة وطويلة الأجل؛
- ب- زيادة السيولة لدى المؤسسات عن طريق تحويل الحقوق المالية غير القابلة للتداول إلى أوراق مالية جديدة قابلة للتداول؛
- ج- زيادة حجم الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية؛
- د- خفض مخاطر أسعار الفائدة التي يتعرض لها الممول؛
- هـ- تساهم في عمليات خصخصة المؤسسات العمومية، حيث يتم إعادة تحسين هيكلها المالي قبل البيع من خلال العرض العمومي²⁵⁰؛
- و- زيادة التوسع في مصادر التمويل بما أن الأوراق المالية متاحة أمام المستثمرين العالميين؛
- ز- توزع المخاطر الائتمانية ما بين أكبر عدد من العملاء، وبالتالي تخفض من تكلفة الائتمان وتضمن أكبر قدر من الاستقرار المالي²⁵¹.

4- آلية عمل التوريق:

يوضح الشكل رقم 32 آلية تنفيذ عمليات التوريق والتي تتم عبر مرحلتين²⁵²:

المرحلة الأولى: تختار المؤسسة الأصول (الموجودات) التي تريد حذفها من ميزانيتها، وتجمعها في محفظة مرجعية (portefeuille de référence)، علماً أن هذه الأصول متشابهة ولها طبيعة غير سائلة، تباع فيما بعد إلى شركة ذات غرض خاص (entité à vocation spéciale).

المرحلة الثانية: يتم تمويل حيازة هذه الأصول المجمعة عن طريق إصدار أوراق مالية قابلة للتداول بعينات هذه الأصول، والتي تباع فيما بعد إلى المستثمرين في الأسواق المالية، ويعود على المستثمر عائد ثابت أو متغير من حساب يتم تغذيته بالتدفقات النقدية المتولدة عن المحفظة المرجعية للأصول الأساسية، وفي أغلب الأحيان

²⁵⁰ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص ص 315-

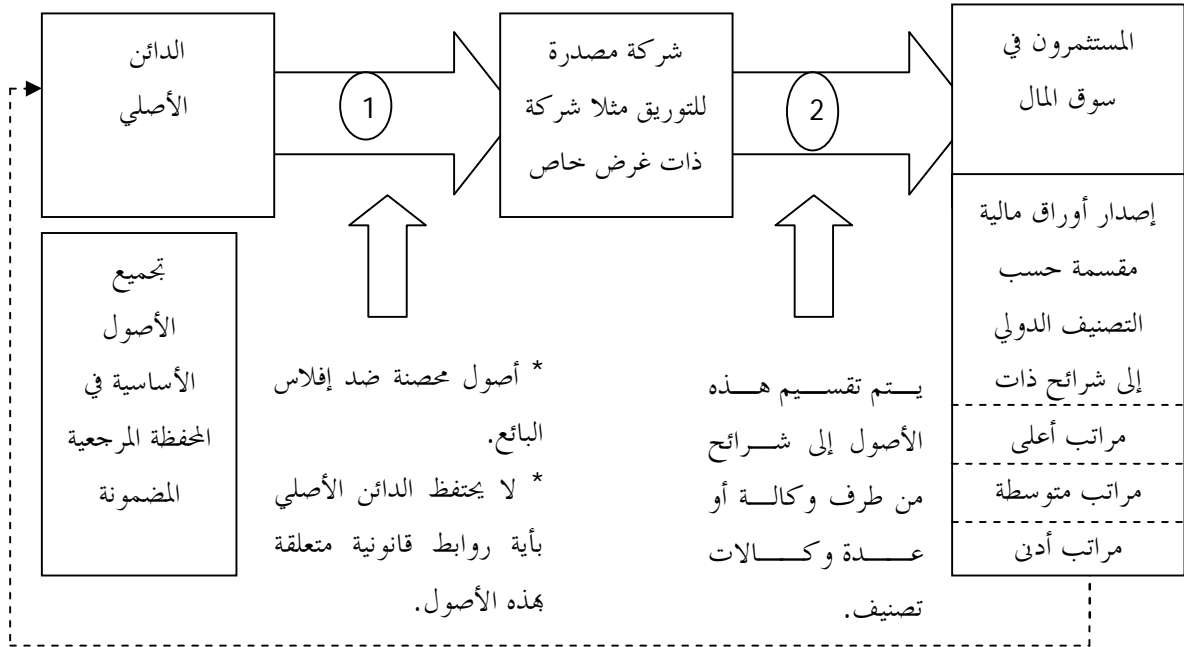
320.

²⁵¹ Agnès Chevallier : op.cit, p8.

²⁵² Jobst Andreas : qu'est-ce que la titrisation? Revue finance et développement, vol45, n°3, FMI, septembre 2008, pp 48-49.

يضمن الدائن الأصلي خدمة محفظة القروض لتحصيل المدفوعات من المقترضين الأصليين ونقلها مقابل عمولة، وهكذا تساهم في تحويل مخاطر الائتمان وسعر الفائدة وتقلبات العملة من الدائن الأصلي إلى المستثمر.

الشكل رقم 32 : آلية تنفيذ عمليات التوريق



Source : Jobst Andreas: op.cit, p48.

5- تقسيمات المنتجات الائتمانية حسب التصنيف الدولي:

لكي يتم ضمان أن الأوراق المالية المضمونة بأصول هي ذات سيولة ويمكن تسويقها للمستثمرين، يجب أن تكون مقبولة كأداة حافظة للقيمة، وأنه تم تصنيفها وتقييمها من قبل. كما تستحوذ ثلاثة وكالات تصنيف أمريكية والمتمثلة في (Moody's , Standart & poor's, Fitch) على 95 % من السوق الأمريكي، والتي يكمن دورها في تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين (مؤسسات خاصة أو عامة) عن طريق قياس خطر عدم سداد ديونهم، وتسمح العلامة المعطاة للمستثمرين بحصولهم على معلومات بسيطة و مقروءة لخطر تعثر تلك الأعوان، وعليه تقدم الوكالة رأيها ولا تقدم ضمان²⁵³.

ولقد دفع الطلب على الأوراق المالية عالية الإيراد من المرتبة الائتمانية أ ثلاثية مصدرية منتجات الائتمان المهيكلة للحصول على قروض أساسية أقل نوعية بصورة متزايدة للوفاء بالطلب على منتجاتهم، مما جزؤوا التدفقات النقدية الوافدة إلى عدة شرائح، ساعحين بدفع بعض الأجزاء أولاً للمستثمرين لتبرير إعطائها المرتبة

²⁵³ Isabelle Augé, Nathalie Boutonnet: Crise financière la remise en cause des notations, Revue Banque, n° 702, mai 2008, p84.

الائتمانية أ ثلاثية. وكان من السهل تسويق هذه الأوراق المالية عالية المرتبة والأعلى إيرادا لدى الكثير من شركات التأمين وصناديق المعاشات والبنوك الصغيرة في شتى أنحاء العالم. وبالنسبة للمستثمرين الآخرين، مثل صناديق التحوط وأولئك الراغبين في تحمل مخاطر أكبر، بدت أيضا عائدات الأجزاء الأقل مرتبة من هذه الأوراق المالية المهيكلة مغرية.

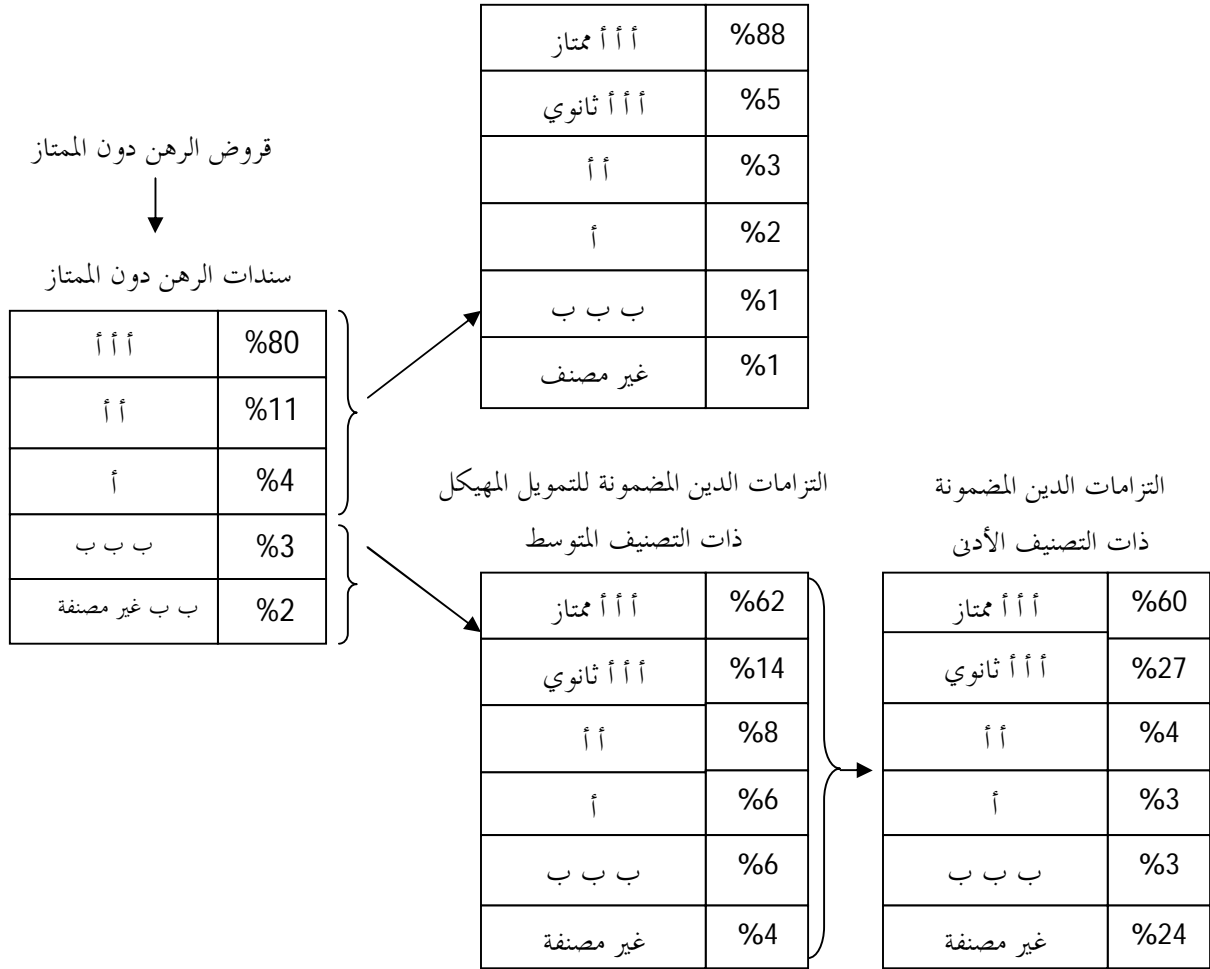
وفي المناخ المالي المستقر مع وفرة السيولة، لا يشعر المستثمرون على أنهم مضطرون إلى أن يولوا كثيرا من الاهتمام للمخاطر التي تنطوي عليها المنتجات المهيكلة المركبة التي اشتروها، مفترضين بدلا من ذلك أنهم يستطيعون أن يبيعوها لآخرين إن اقتضى الأمر، وقد وثقوا بوكالات تحديد المراتب الائتمانية لتقييم المخاطر بصورة سليمة.

ويقتضى التمويل المهيكل عادة تجميع مخاطر أساسية معينة متعددة (مخاطر السوق والإئتمان) عن طريق تجميع الصكوك المعرضة لتلك المخاطر (السندات والقروض والأوراق المالية التي يدعمها رهن)، ثم تقسيم التدفقات النقدية الناجمة إلى شرائح تدفع لحائزين مختلفين. ويتم سداد المدفوعات من الجمع الحائزي هذه الشرائح بنظام محدد، يبدأ بالشرائح الممتازة الأقل خطورة ويتسلسل تنازليا من خلال مستويات مختلفة إلى شرائح أسهم رأس المال الأكثر خطورة (الشكل رقم 33).

وجرى العمل على تقسيم المحفظة المرجعية إلى ثلاثة مجموعات من الشرائح حسب التصنيف الائتماني للأدوات المالية المصدرة، تصنيف أعلى، متوسط، أدنى، فإذا لم يكن جزء من التدفقات النقدية المتوقع سدادها من الجمع وشيك الحدوث بسبب التخلف عن سداد القروض، فعندئذ يتعين على حائزي شريحة أسهم رأس المال أن يتحملوا أولا نقص المدفوعات، وذلك بعد استنفاد احتياطي التدفقات النقدية، وإذا نقصت المدفوعات في الجمع بدرجة أكبر، لا تحصل المجموعة التالية من الحائزين (التزامات الدين المضمونة للتمويل المهيكل ذات التصنيف المتوسط) على مدفوعات كاملة، فخصائر المحفظة المتوقعة تتركز في الشريحة الأدنى من حيث التصنيف الائتماني، والتي تمثل الشريحة الأصغر من حيث الحجم والأعلى تصنيفا من حيث الخسائر المتوقعة. وعلى نحو نموذجي، يتم تشكيل الشرائح الفوق الممتازة والشرائح الممتازة في المرتبة الائتمانية أ ثلاثية، مما يعني جعل احتمال عدم الحصول على المدفوعات بها جد منخفض.

الشكل رقم 33 : تقسيمات المنتجات الائتمانية المهيكلة لشرائح حسب التصنيف الدولي

التزامات الدين المضمونة للتمويل ذات التصنيف الأعلى



المصدر: لورا كودرس: مرجع سابق، ص 10.

فحتى جويلية 2007، عندما حلت الأزمة المالية، كان النمو في منتجات التمويل الائتماني المهيكل أسيا. فانتقل نمو إصدار المنتجات الائتمانية المهيكلة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا من 500 مليار دولار في عام 2000 إلى 2.6 تريليون دولار في عام 2007²⁵⁴.

ونظراً لأن المستثمر يشتري هذه الأوراق عن طريق الاقتراض، فهناك حساسية للتغيرات المحتملة في جودة بعض الأصول، وهي التي تسببت في انهيار سوق الرهن العقاري الأمريكي عندما ظهرت مشكلة عدم

²⁵⁴ لورا كودرس: مرجع سابق، ص 10.

السداد في الشريحة الأكثر خطورة، ومن ثم انتشرت مظاهر الهلع وعدم الثقة بين حاملي هذه الأوراق المالية حتى الآمنة منها²⁵⁵.

وثارت أخطر التوترات عندما تم اكتشاف أن الأساليب التي تستخدمها البنوك للاحتفاظ بهذه المنتجات الائتمانية المهيكلة غير سائلة ويصعب تقييمها، إذ كان يتم الاحتفاظ بها خارج ميزانية البنوك الكبرى. وعندما تدهورت الثقة، حاول الكثير من حائزي الأوراق التجارية التي تساندها أصول وتدعمها منتجات ائتمانية مهيكلة غير سائلة حيازتهم للنقود عندما ساد الشك في أن منتجات الائتمان التي بحوزتهم معرضة لمخاطر الرهن دون الممتاز. وقد أدى نضوب سوق الأوراق التجارية التي تساندها أصول في عام 2007 إلى عدم سيولة واسعة النطاق في سوق ما بين البنوك، إذ أصبحت البنوك غير واثقة من احتياجاتها للسيولة، فاكنترتها، مما زاد من تفاقم عدم السيولة في ما بين البنوك.

فعلى الرغم من دعم البنوك المركزية للسيولة، وبتخفيضها لأسعار الفائدة، فقد تعمقت الأزمة واتسع نطاقها، وأصبحت الخسائر لا تشمل المؤسسات المالية الكبرى تلك المرتبطة بالرهونات الأمريكية دون الممتازة فحسب، بل تشمل الأنماط الأخرى من الرهونات الأمريكية والعقارات التجارية وقروض الشركات. كما يقدر صندوق النقد الدولي في عام 2008 إلى أن خسائر الولايات المتحدة الأمريكية بلغت 940 مليار دولار²⁵⁶.

²⁵⁵ Jobst Andreas: op.cit, p49.

²⁵⁶ لورا كودرس: مرجع سابق، ص ص 10-11.

المبحث الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول العالم:

ستتطرق في هذا المبحث إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية على جميع دول العالم، حيث سنتناول أثرها على الاقتصاديات المتقدمة والأسواق الناشئة، وعلى اقتصاديات البلدان منخفضة الدخل.

المطلب الأول: انعكاسات الأزمة المالية على الاقتصاديات المتقدمة:

تدهور الوضع في الاقتصاديات المتقدمة بسرعة بعد عجز واحد من أكبر البنوك الاستثمارية في الولايات المتحدة الأمريكية (بنك ليمان براذرز) عن سداد التزاماته في سبتمبر 2008، وبعد تقديم الدعم من الأموال العامة لأكبر شركة تأمين أمريكية (المجموعة الأمريكية الدولية AIG)، فضلا عن التدخل الحكومي في مجموعة من المؤسسات الأخرى ذات الأهمية بالنسبة للنظام المالي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا. أدت هذه الأحداث لإثارة الشكوك حول مدى ملاءة العديد من المؤسسات المالية القوية، مما أدى إلى تلاشي التمويل بالجملة، وإقفال أسواق سندات الدين الخارجية، وانخفاض نسب الرفع المالي على نحو غير منظم في باقي أنحاء النظام المالي العالمي. فانكماش إجمالي التدفقات الرأسمالية العالمية، حيث أصبحت التدفقات تتجه إلى البلدان التي تمثل أسواقها ملاذا آمنا تتوافر فيه صفة السيولة. وبالتالي، ارتفعت قيمة الدولار الأمريكي والين الياباني ارتفاعا حادا بالقيمة الفعلية الحقيقية في النصف الثاني من 2008، بينما ظل الأورو مستقرا إلى حد كبير.

ففي أواخر عام 2008 شهدت الأسواق المالية حالة من عدم الاستقرار، وظلت خاضعة للضغوط في السنة المالية 2009. فقد بقيت أوضاع العديد من أسواق الأسهم منخفضة عن مستويات الذروة المسجلة بنسبة تزيد عن 40%. وبعد سنوات طويلة من التراكم القياسي للدين، دخلت المؤسسات المالية والأسر المعيشية في مرحلة انخفاض الرفع المالي، مدفوعة بتزايد حالات شطب الديون البنكية في ظل تدهور جودة الائتمان والتحول في اتجاه الادخار عبر الفترات الزمنية بالنسبة للأسر المعيشية وبعض الشركات. فقد اتسع نطاق الضغوط المالية الناجمة عن دورة الرفع المالي وامتد أجلها، نتيجة تناوب حلقة الآثار المرتدة الضارة على الاقتصادي الحقيقي. ومع انكماش الإنتاج، أدت زيادة احتمالات عدم السداد في قطاعي الشركات والأسر المعيشية إلى زيادة الخسائر المرتبطة بالائتمان في الميزانيات العمومية للبنوك. وفي الربع الرابع من 2008، شهدت الاقتصاديات المتقدمة انخفاضا غير مسبوق في الإنتاج بلغ 70% (محسوبا على أساس المعدل السنوي).

كما انخفض معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي العالمي من 5.3% في سنة 2007 إلى 2.7% خلال سنة 2008 و-0.4% في سنة 2009، ليعود التعافي ابتداء من سنة 2010 فقد بلغ 5.2%، ثم انتقل من 3.9% إلى 3.2%، ثم

3% خلال سنوات 2011، 2012، 2013 على التوالي (الجدول رقم 11)، أما في الدول ذات الاقتصاديات المتقدمة فانخفض من 2.7% إلى 0.1%، ثم -3.4% خلال سنوات 2007، 2008، 2009 على التوالي، ليعود التعافي ابتداءً من 2010 فقد بلغ 3%، ثم انتقل من 1.7% إلى 1.4%، ثم 1.3% خلال سنوات 2011، 2012، 2013 على التوالي، وبصفة خاصة في اليابان والولايات المتحدة الأمريكية وكندا وفي دول منطقة الأورو، وتراجع في اقتصاديات الدول المتقدمة الأخرى من 4.2% إلى 1% ثم -2.4% خلال سنوات 2007، 2008، 2009 على التوالي، ليعود التعافي ابتداءً من 2010 فقد بلغ 4.5%، ثم انتقل من 2.7% إلى 1.5%، ثم 2.1% خلال سنوات 2011، 2012، 2013 على التوالي.

الجدول رقم 11: معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في الاقتصاديات المتقدمة خلال الفترة 2007-2013

معدلات النمو							الدول ومجموعات الدول
2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
3	3.2	3.9	5.2	-0.4	2.7	5.3	متوسط معدل النمو العالمي
1.3	1.4	1.7	3	-3.4	0.1	2.7	الاقتصاديات المتقدمة
1.9	2.8	1.8	2.5	-2.8	-0.3	1.8	الولايات المتحدة الأمريكية
-0.5	-0.7	1.6	2	-4.4	0.4	3	منطقة الأورو
0.5	0.9	3.4	3.9	-5.1	0.8	3.4	ألمانيا
0.3	0	2	1.7	-3.1	-0.1	2.3	فرنسا
-1.9	-2.4	0.4	1.7	-5.5	-1.2	1.7	إيطاليا
-1.2	-1.6	0.1	-0.2	-3.8	0.9	3.5	اسبانيا
1.5	1.4	-0.5	4.7	-5.5	-1	2.2	اليابان
1.8	0.3	1.1	1.7	-5.2	-0.8	3.4	المملكة المتحدة
2	1.7	2.5	3.4	-2.7	1.2	2	كندا
2.1	1.5	2.7	4.5	-2.4	1	4.2	اقتصاديات متقدمة أخرى

المصدر: صندوق النقد الدولي: التعافي يكتسب قوة، لكنه يظل متفاوتاً، آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2014، ص ص 180-181.

وخلال سنة 2009 كانت ردود الفعل على مستوى السياسات سريعة وشاملة ولكنها لم تنجح في القضاء على دوامة الهبوط الاقتصادي، واتبعت السلطات استراتيجيات متعددة الجوانب (مخطط بولسن، مخطط الإتحاد الأوروبي والمخطط الإنجليزي)، بما في ذلك توفير السيولة بصفة مستمرة، وتمديد ضمانات الخصوم البنكية، وضح الأموال العامة لرسملة البنوك، إلى جانب وضع البرامج اللازمة لمعالجة الأصول المتعثرة، غير أن بعض هذه

السياسات، وخاصة المتعلقة بمعالجة الأصول المتعثرة، كان ينقصها التفاصيل نظرا لصياغتها في عجلة، وبالتالي لم يكن بوسعها في البداية تقليل الشكوك المحيطة بالأصول المتعثرة على النحو الكافي. كذلك استخدمت البنوك المركزية أدوات السياسات سواء التقليدية أو غير التقليدية بغية تيسير أوضاع أسواق الائتمان، وخفضت أسعار الفائدة الأساسية إلى مستويات لم يسبق لها مثيل، ومع ذلك انكمش نمو الائتمان الكلي. وبينما بدأ تنفيذ مجموعات كبيرة من الدفعات التنشيطية المالية في كل من الصين وألمانيا واليابان وكوريا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية، فإن أثر الزيادة في الإنفاق لم يظهر إلا في أواخر 2009 وفي 2010.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية، تسببت أكبر أزمة مالية منذ الكساد الكبير في دفع البلاد إلى هاوية الركود العميق، حيث تكثفت الضائقة الائتمانية وواصلت أسعار الأصول هبوطها. وكانت مشاعر عدم اليقين الزائدة وخسائر الثروة الضخمة فضلا على انخفاض توقعات الإيرادات من أسباب تراجع ثقة المستهلكين إلى أدنى مستوياتها مما أدى إلى حدوث طفرة كبيرة في معدلات الادخار. ومع انخفاض معدلات الاستهلاك، تراجع معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي من 1.8% في عام 2007 إلى -0.3% عام 2008 و-2.8% في عام 2009، وارتفعت نسبة البطالة إلى مستويات قياسية، ليعود التعافي ابتداء من عام 2010 بفضل دفعة التنشيط غير المسبوقة من سياسات الاقتصاد الكلي والتدابير الطارئة لتحقيق الاستقرار المالي، ولكن كان بمعدلات متباطئة.

وفي أوروبا، تعرضت النظم المالية لصدمة أشد وأطول أمدا من المتوقع، وكانت السياسات الاقتصادية عموما أبطأ من أن تتفاعل معها، كما تدهورت الثقة في ظل تراجع نشاط قطاعي الأسر والشركات. وأبدى التعرض لمخاطر الأصول الأمريكية إلى عواقب جسيمة في النظام البنكي الأوروبي نظرا لشدة الارتباط فيما بين كبرى المؤسسات المالية في أوروبا وارتفاع درجة التمويل بالديون فيها. وبالتالي انكمش معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في منطقة الأورو من 3% في عام 2007 إلى 0.4% في عام 2008 و-4.4% في عام 2009، ليعود التعافي التدريجي والغير متكافئ ابتداء من عام 2010، والسبب هو إتباع سياسات غير قابلة للاستمرار، وحدثت أزمة الديون السيادية في اليونان والتي اندلعت قبل أن يتمكن الانتعاش في منطقة الأورو من اكتساب الفعالية اللازمة.

وفي آسيا، وقع الضرر الأكبر على الاقتصاديات المتقدمة نتيجة زيادة تعرضها لمخاطر انخفاض الطلب الخارجي، لاسيما بالنسبة للسلع الاستهلاكية. فقد سجل الاقتصاد الياباني انكماشاً، وانخفض معدل نمو إجمالي ناتجه المحلي الحقيقي من 2.2% في عام 2007 إلى -1% في عام 2008 و-5.2% في عام 2009، في ظل قوة البن

الياباني وزيادة تقييد الائتمان نسبيا بالإضافة إلى المشاكل التي طرأت في قطاع التصدير، وقد بدأ التعافي في مطلع عام 2010 بفضل تجاوز التعافي في الاقتصاديات المتقدمة وتزايد طلب الصين على السلع الرأسمالية.

وقامت اقتصاديات متقدمة أخرى مثلا كندا وأستراليا ونيوزيلندا بمعالجة صدمات معدلات التبادل التجاري السلبية، وأثر الانخفاض الكبير في الثروة الخاصة، وفي حالة كندا ضعف الطلب من الولايات المتحدة الأمريكية. غير أنه بعد سنوات من اعتماد سياسات المالية العامة الاحترازية وزيادة القواعد التنظيمية المتحفظة في النظام المالي، أصبحت هذه البلدان أكثر قدرة من غيرها من الاقتصاديات المتقدمة على الحد من الانخفاض في الطلب²⁵⁷.

المطلب الثاني: انعكاسات الأزمة المالية على اقتصاديات الأسواق الناشئة:

أدى انكماش التدفقات الرأسمالية العالمية والهروب من المخاطر إلى إلحاق ضرر بالغ ببلدان أوروبا الناشئة، فقد اعتمد كثير من بلدان المنطقة اعتمادا بالغا على التدفقات الرأسمالية من البنوك الغربية بهدف الحفاظ على رواج الائتمان المحلي، وظهرت حالات انكشاف كبيرة فيما بين البنوك الأوروبية عبر الحدود وامتلكت المؤسسات المالية الأجنبية العديد من البنوك في أوروبا الناشئة. وفي خريف عام 2008 تدهورت الأوضاع تدهورا حادا، حيث سجلت فروق العائد على السندات السيادية ارتفاعا شاملا وانخفضت أسعار الصرف انخفاضاً حادا في البلدان التي تعتمد على نظم الصرف المرنة، وحدث هبوط مفاجئ للنشاط الاقتصادي في بعض البلدان من جراء هبوط الطلب على الواردات في أسواق البلدان المتقدمة وانخفاض أسعار العقارات وضعف إمكانية الحصول على الائتمان²⁵⁸، مما أدى إلى ركود النمو الاقتصادي، فانخفض معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي من 5.3% في عام 2007 إلى 3.3% في عام 2008 و -3.4% في عام 2009 (الجدول رقم 12)، وتراكم عجز كبير في الحسابات الجارية، وانخفضت الإيرادات الحكومية، كما أن التكامل الاقتصادي والمالي الذي ساعد أوروبا الناشئة على اللحاق بأوروبا المتقدمة، جعلها أكثر تعرضا للمخاطر مع زيادة المناخ الاقتصادي العالمي سوءا²⁵⁹. وقد بدأت هذه الاقتصاديات في التعافي ابتداء من عام 2010.

²⁵⁷ صندوق النقد الدولي: مكافحة الأزمة العالمية، التقرير السنوي 2009، ص ص 17-18.

²⁵⁸ نفس المرجع السابق، ص 19.

²⁵⁹ مارتن شيهاك وسروبو نا متيرا: أوروبا تفقد هالتها، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2009، ص 12.

وشهدت بلدان كومنولث الدول المستقلة أكبر هبوط في النشاط الاقتصادي، حيث تعرضت اقتصادياتها إلى ثلاث صدمات كبرى. فقد توقفت عمليات التمويل الخارجي تماما وانخفضت إلى حد كبير، وهبطت مستويات الطلب في أسواق الصادرات بالمنطقة، وشهدت أسعار السلع الأولية هبوطا حادا، لاسيما أسعار الطاقة. وكانت النظم المالية فيها منفتحة للغاية وشديدة التأثر بالاضطرابات المالية الوافدة من الخارج. وبعد سنوات سادها النمو القوي، انكمش معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي من 8.9% في عام 2007 إلى 5.3% في عام 2008 و-6.4% في عام 2009، ولم يتراجع التضخم بنفس القدر المشاهد في الأسواق الناشئة الأخرى بسبب انتقال آثار الانخفاض في أسعار العملة. فقد أدى ضعف العملات إلى فرض عبء كبير على كاهل الشركات غير المالية التي كانت تقترض بالعملة الأجنبية، مما استدعى إجراء تخفيضات ضخمة في الاستثمار والتوظيف.

الجدول رقم 12: معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في اقتصاديات الأسواق الصاعدة والاقتصاديات النامية خلال الفترة 2007-2013

معدلات النمو							الدول ومجموعات الدول
2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
4.7	5.0	6.3	7.5	3.1	5.9	8.7	الأسواق الصاعدة والاقتصاديات النامية
2.1	3.4	4.8	4.9	-6.4	5.3	8.9	كومنولث الدول المستقلة
1.3	3.4	4.3	4.5	-7.8	5.2	8.5	روسيا
6.5	6.7	7.9	9.7	7.7	7.3	11.5	آسيا الصاعدة والنامية
7.7	7.7	9.3	10.4	9.2	9.6	14.2	الصين
4.4	4.7	6.6	10.3	8.5	3.9	9.8	الهند
2.8	1.4	5.4	4.7	-3.4	3.3	5.3	أوروبا الصاعدة والنامية
2.7	3.1	4.6	6.0	-1.3	4.3	5.8	أمريكا اللاتينية والكاريبي
2.3	1.0	2.7	7.5	-0.3	5.2	6.1	البرازيل
1.1	3.9	4.0	5.1	-4.7	1.4	3.1	المكسيك
							منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
2.4	4.2	3.9	5.2	2.8	5.1	6.0	وأفغانستان وباكستان
2.2	4.1	3.9	5.5	3.0	5.1	6.0	منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
4.9	4.9	5.5	5.6	2.6	5.7	7.1	إفريقيا جنوب الصحراء

المصدر: صندوق النقد الدولي: التعافي يكتسب قوة، لكنه يظل متفاوتا، آفاق الاقتصاد العالمي،

مرجع سابق، ص ص 180-185.

وتعرضت أمريكا اللاتينية لذات الصدمات الثلاث التي تعرضت لها بلدان كومنولث الدول المستقلة، ولكن الأثر الكلي كان أقل حدة مقارنة بأوروبا نظرا لقوة الميزانيات العمومية في القطاعين العام والخاص نسبيا، ولأن النظم المالية كانت أقل انكشافا من حيث الخصوم للأجهزة البنكية في البلدان المتقدمة، واستطاع العديد من الاقتصاديات الكبيرة استخدام سعر الصرف كأداة لامتناع الصدمات. ومع ذلك أسفرت الأزمة المالية عن عمليات بيع مكثفة في أسواق الأسهم في أواخر 2008، وحدث ارتفاع حاد في تكاليف التمويل، وزيادة مفاجئة في فروق العائد على ديون الشركات والديون السيادية. كذلك تناقصت التدفقات الرأسمالية في البلدان التي تعتمد نظم الصرف المرنة وانخفضت قيمة عملاتها المحلية انخفاضا حادا. وسرعان ما أعقب ذلك تباطؤ في نمو الائتمان وهبوط في معدلات الإنتاج الصناعي والتصدير. وقد تعرضت بلدان أمريكا الوسطى ومنطقة الكاريبي كذلك لهبوط حاد في إيرادات أنشطة السياحة وتحويلات المغتربين إلى المنطقة²⁶⁰.

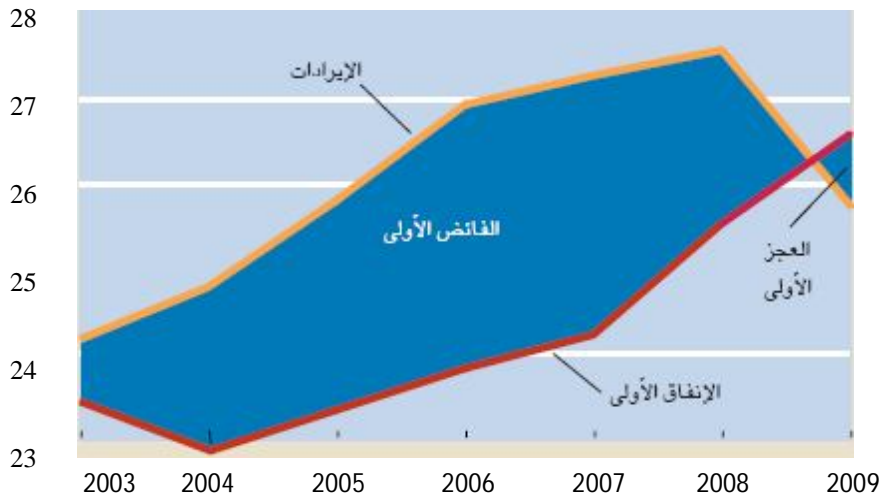
كما وضع انكماش النشاط الاقتصادي وانخفاض أسعار السلع الأساسية في دول أمريكا اللاتينية ضغطا كبيرا على إيرادات الحكومة، ف تراجع معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي من 5.8% في عام 2007 إلى 4.3% في عام 2008 و-1.3% في عام 2009، مما جعل من الصعب تخفيض العجز في الميزانية حتى بدون مبادرات جديدة للإفناق، كما انخفضت نسبة الإيراد من الناتج المحلي الإجمالي بنحو نقطتين مئويتين في عام 2009 (أنظر الشكل رقم 34)، أما الإيرادات المالية فانخفضت بشكل كبير إلى أدنى من مستوياتها المقدرة على المدى الطويل. وفي الوقت نفسه، فإن بعض من هذه البلدان تقيدها فرص محدودة للحصول على التمويل ومع ذلك لا تزال مستويات ديونها العامة عالية، مما جعل من الصعب توسعها في الاقتراض الحكومي²⁶¹. وقد عاد التعافي ابتداء من 2010 فقد بلغ 6%، ثم انتقل من 4.6% إلى 3.1%، ثم 2.7% خلال سنوات 2011، 2012، 2013 على التوالي، ويرجع ذلك إلى صلابه أساسيات السياسة الاقتصادية الكلية، والدعم الكبير من السياسات، وأوضاع التمويل الخارجي المواتية وقوة أداء إيرادات السلع الأولية.

²⁶⁰ صندوق النقد الدولي: مكافحة الأزمة العالمية، مرجع سابق، ص 19.

²⁶¹ نيكولاس ايزاجويرى، بنديكت كليمنتس، وجورج كاناليس كريلينكو: أمريكا اللاتينية، متى يصبح استخدام الحافز الاقتصادي؟ مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2009، ص 48.

الشكل رقم 34: تغير المالية العامة في دول أمريكا اللاتينية* خلال الفترة 2003-2009

(نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي)



المصدر: نيكولاس ايزاجويري، بنديكت كليمنتس، جورج كاناليس كريلينكو: مرجع سابق، ص 48.

وبدت دول آسيا الناشئة في وضع أفضل لمواجهة الأزمة المالية العالمية، وذلك بفضل احتياطياتها الرسمية الواقية وأطر سياساتها المحسنة والميزانيات العمومية القوية لقطاعي الشركات والمصارف، ولكن مع انهيار بنك ليمان برادرز في منتصف سبتمبر وما أعقب ذلك من زيادة في النفور من المخاطر العالمية، أدى ذلك إلى امتداد الأزمة إليها وأثرت الاضطرابات في الكثير من أسواقها. كما تميل نظمها المالية بعدم الانخراط في الأنشطة الخارجة عن الموازنات العمومية أو الاستثمار في الأصول المورقة غير السائلة التي تشكل لب الأزمة في الاقتصاديات المتقدمة، فتعرض مؤسساتها المالية لمخاطر الرهونات دون الممتازة في الولايات المتحدة الأمريكية ومنتجات الائتمان المهيكلة من خارج البلاد محدود، وهو ما يعزى إلى حد ما إلى الإدارة الأشد حذرا للمخاطر. غير أن تكامل الإقليم مع بقية العالم تجاريا وماليا، ومع ركود الاقتصاد العالمي، فقد دفع بأسعار الأوراق المالية إلى الانخفاض بحدة، وكانت صناديق التحوط المركزة على آسيا الناشئة من بين أسوأ الصناديق أداءا على نطاق العالم مع انخفاض عوائدها بشكل مستمر إلى ما هو أدنى من صناديق الأسواق الناشئة الأخرى. كما أضعفت تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج من العملات في بعض البلدان، وبخاصة الهند وكوريا الجنوبية ونيوزلندا وفيتنام، واستجابت بلدان عديدة لذلك بالتدخل لدعم عملاتها. ومع زيادة النفور

* الإيرادات و النفقات هي متوسط بسيط للرصيد في الأرجنتين، بوليفيا، البرازيل، شيلي، كولومبيا، كوستاريكا، الإكوادور، السلفادور، جواتيمالا، هندوراس، المكسيك، نيكاراغوا، بنما، باراجواي، بيرو، أوروغواي، فنزويلا. ويمثل الأنفاق الأولي المخصصات الحكومية مخصصا منها نفقات الفوائد.

العالمي من المخاطر، وجدت الحكومات والشركات والمؤسسات المالية أن الوصول إلى الأسواق المالية العالمية أصبح أكثر صعوبة، وشهدت البلدان التي لديها نظم بنكية تعتمد بدرجة أكبر على تمويل الجملة وعلى ودائع التجزئة بدرجة أقل (أستراليا، الهند، كوريا الجنوبية، نيوزلندا) ارتفاعاً أكبر في تكاليف الاقتراض، بسبب الخوف من أن تواجه صعوبات في تمديد آجال ديونها، ونتيجة لهذه الشروط المشددة، انخفض التمويل الخارجي الخاص بشكل حاد²⁶²، كما انكمش معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي من 11.5% في عام 2007 إلى 7.3% في عام 2008 و7.7% في عام 2009، ليعود للارتفاع ليصل 9.7% عام 2010 ثم ينخفض من جديد من 7.9% إلى 6.7%، ثم 6.5% خلال سنوات 2011، 2012، 2013 على التوالي.

المطلب الثالث: انعكاسات الأزمة المالية على اقتصاديات البلدان منخفضة الدخل:

لم يسلم من العاصفة الاقتصادية إلا عدداً قليلاً من البلدان منخفضة الدخل رغم الروابط المالية المحدودة نسبياً بين هذه البلدان (لاسيما في إفريقيا جنوب الصحراء) والاقتصادات المتقدمة. فقد تراجع الطلب على الصادرات وتفاقم أثره بانخفاض أسعار معظم السلع الواردة منها. ومن ناحية، أسهمت الانخفاضات في أسعار السلع الأولية العالمية في الحد من التضخم وكان لها آثار موازنة على معدل التبادل التجاري. وبينما انخفضت أسعار الصادرات من السلع الأولية، انخفضت كذلك أسعار الواردات من السلع الأولية كالغذاء والوقود، الأمر الذي ترتب عليه زيادة الدخل الحقيقية لشرائح السكان الأشد فقراً.

غير أن انخفاض تحويلات العاملين وتضييق أوضاع الائتمان العالمي وانخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر أدى إلى تدهور الموازين الخارجية في البلدان منخفضة الدخل. فقد تراجع مركز المالية العامة الكلي، أساساً نتيجة حدوث تقلبات كبيرة في موازين المالية العامة في بعض البلدان المصدرة للنفط. وبالنسبة للبلدان الأخرى، كان ضعف موازين المالية العامة له ما يبرره عموماً. كما انخفض معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في إفريقيا من 7.1% في عام 2007 إلى 5.7% في عام 2008 و2.6% في عام 2009. غير أنه مع ازدياد صعوبة الحصول على التمويل لتغطية العجزات الخارجية، سعت البلدان التي تعاني من شدة القيود على التمويل المحلي والخارجي إلى الحصول على الدعم الإضافي من الجهات المانحة²⁶³، ومع التعافي العالمي ارتفعت معدلات النمو ابتداءً من 2010.

²⁶² كينيث كانغ وحاك مينيان: آسيا تتعرض لاختبار الاضطرابات المالية العالمية، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 4، صندوق النقد الدولي،

ديسمبر 2008، ص ص 34-35.

²⁶³ صندوق النقد الدولي: مكافحة الأزمة العالمية، مرجع سابق، ص 20.

المبحث الرابع: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الدول العربية:

تواجه الدول العربية عدة تحديات أنتجتها الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على القطاعات المالية والإنتاجية والخدمات في الدول المتقدمة، ولعل أبرزها الانعكاسات التي برزت في أسعار السلع والنفط، تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، العائدات السياحية، أداء الجهاز البنكي، مؤشرات الأسواق المالية، تحويلات المغتربين وعلى أسواق العمل العربية.

المطلب الأول: الانعكاسات المالية للأزمة على الدول العربية:

1- انعكاسات الأزمة على مؤشرات الأسواق المالية العربية:

كانت الأسواق المالية العربية أكثر القطاعات تأثراً بالأزمة المالية العالمية، فبعد التحسن النسبي في أدائها خلال عام 2007، شهدت خلال عام 2008 تقلبات حادة، فعرفت مؤشراتها الهبوط وانخفضت أحجام التداول²⁶⁴ وخسرت الأسواق نحو 569 مليار دولار من إجمالي قيمتها السوقية. أما خلال عام 2009 فقد جاء أدائها متفاوتاً حيث واصلت خلال الربع الأول من العام تراجعها الذي بدأته منذ النصف الثاني من عام 2008، ليصل مجموع ما خسرتته مجتمعة خلال تلك الفترة إلى حوالي 760 مليار دولار، نحو نصف قيمتها السوقية الإجمالية (51.3%)، في حين بدأت منذ مارس 2009 تظهر بعض التعافي أسوة ببقية الأسواق العالمية والناشئة، لتنتهي أغلبها خلال عام 2009 على ارتفاع عوضت به جزءاً من خسائرها²⁶⁵، إلا أنه كان أقل من التي سجلتها الأسواق الناشئة، حيث تأثر بأزمة مشكلة ديون شركات دبي في الأشهر الأخيرة من عام 2009²⁶⁶.

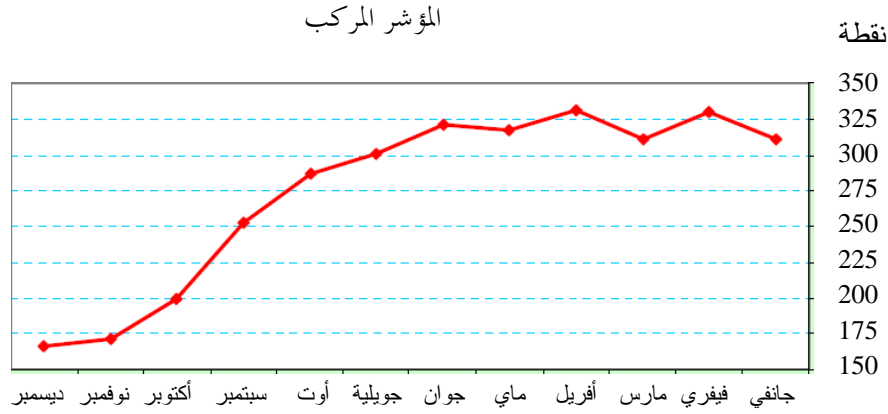
وانخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية ليصل إلى 166.2 نقطة في نهاية عام 2008، مقارنة مع 328.7 نقطة نهاية عام 2007 (الشكل رقم 35). ويعكس هذا الانخفاض التراجع الملحوظ في أداء غالبية الأسواق المالية العربية من ناحية أحجام التداول، الأسعار والقيم السوقية للأسواق.

²⁶⁴ صندوق النقد العربي: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، العدد 29، 2009، ص 130.

²⁶⁵ صندوق النقد العربي: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، العدد 30، 2010، ص 138.

²⁶⁶ نفس المرجع أعلاه، ص 156.

الشكل رقم 35: المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2008



المصدر: صندوق النقد العربي: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، العدد 29، مرجع سابق، ص 130.

كما تراجعت الأسواق المالية العربية عموماً بنسب أعلى من نسب التراجع التي شهدتها معظم الأسواق الناشئة والدولية، فعلى سبيل المثال، فقد تراجع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لأسواق الأوراق المالية العربية في عام 2008 بنحو 49.4%، بينما انخفض مؤشر (S&P 500) بنسبة 38.5%، ومؤشر فوتسي (FT-100) بنحو 31.3%، ومؤشر نيكاي (Nikkei) بنحو 42.1%، ومؤشر كاك 40 بنحو 42.7%²⁶⁷، ليرتفع إلى 18.1% خلال عام 2009، ويصل 196.3 نقطة في نهايته²⁶⁸.

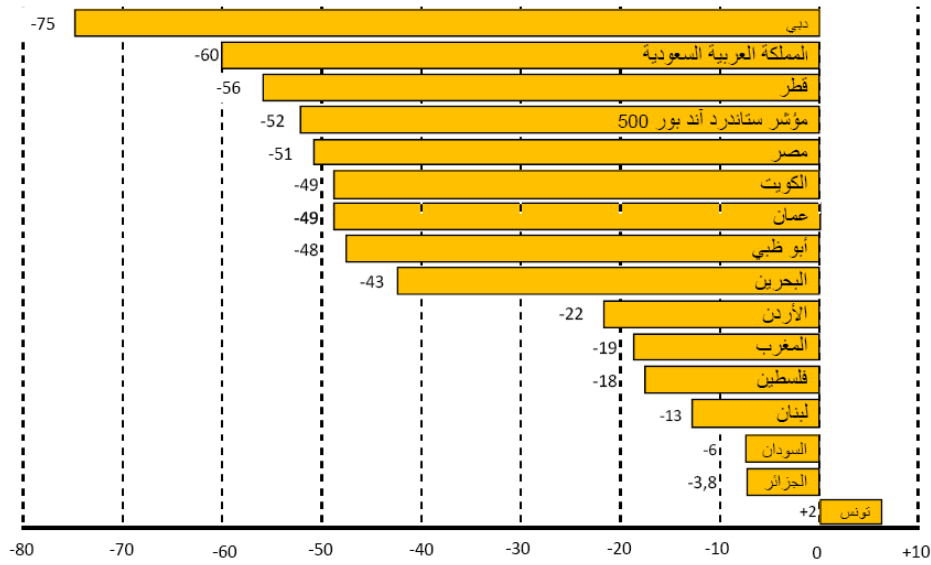
وفيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق، فقد انخفضت مؤشرات الصندوق* لجميع أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 وفي الثلاثي الأول من 2009، باستثناء بورصة الأوراق المالية بتونس، وتفاوتت بشكل كبير، فتراوحت ما بين حوالي 75% لسوق دبي المالي ونحو 3.8% في بورصة الجزائر. وانخفض مؤشر الصندوق لسوق الأسهم السعودي بنحو 60%، وسوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 56%، بورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 51%، سوق الكويت بـ 49%، سوق عمان بنسبة 49%، سوق أبوظبي للأوراق المالية بنحو 48%، بالإضافة إلى انخفاض الأسواق المالية للبحرين، الأردن، المغرب، فلسطين، لبنان، السودان، بنحو 43%، 22%، 19%، 18%، 13%، 6% على الترتيب (الشكل رقم 36).

²⁶⁷ صندوق النقد العربي: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، العدد 29، مرجع سابق، ص 130.

²⁶⁸ صندوق النقد العربي: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، العدد 30، مرجع سابق، ص 138.

* لا تنطبق مؤشرات الصندوق لأسواق الأوراق المالية العربية الفردية مع المؤشرات الرسمية لأسواق الأوراق المالية المحلية للدول العربية لكون مؤشرات الصندوق عن كل سوق أوراق مالية تحتوي على عينة من شركات السوق المعنية وليس جميع الشركات المدرجة في تلك السوق.

الشكل رقم 36: التغير في مؤشرات أسواق الأسهم في الدول العربية خلال الفترة 2008-2009



(التغير % ، الدراسة من 1 جانفي 2008 إلى 31 ديسمبر 2009 بالنسبة إلى الأردن، المغرب، الجزائر، تونس، السودان، فلسطين، لبنان، مصر. ومن 1 جانفي 2008 إلى 3 مارس 2009 بالنسبة إلى دبي، السعودية، قطر، مؤشر ستاندرد آند بور، الكويت، عمان، أبوظبي، البحرين).

المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على:

صندوق النقد العربي: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، العدد 29، مرجع سابق، ص 131.
صندوق النقد الدولي: تصنيف مجموعات البلدان والمناطق، أكتوبر 2009، ص 13.

وفيما يتعلق بأحجام أسواق الأوراق المالية العربية (الجدول رقم 13)، انخفض إجمالي قيمتها السوقية إلى نحو 769.6 مليار دولار أمريكي بنهاية عام 2008، مقارنة بنحو 1338 مليار دولار بنهاية عام 2007، أي بنسبة انخفاض بلغت نحو 42.5%. أما فيما يتعلق بعام 2009، فالأسواق المالية العربية استعادت ما يعادل 133.8 مليار دولار من خسائرها، حيث ارتفعت قيمتها السوقية الإجمالية بنسبة 17.3% مقارنة بعام 2008 لتصل إلى 903.4 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2009، ثم إلى 983.7 مليار دولار بنهاية عام 2010، وتعكس الزيادة في القيمة السوقية إلى تحسن مؤشرات الأسعار لمعظم الأسواق المالية العربية خلال العام.

الجدول رقم 13: نشاط التداول للبورصات العربية خلال الفترة 2007-2010

النشاط	السنوات	2007	2008	2009	2010
عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)		323	304	364	203
قيمة الأسهم المتداولة (مليار دولار)		899.2	998	654	380
معدل التداول اليومي (مليون دولار)		-	4002	2613	1561.9
القيمة السوقية (مليار دولار)		1338	769.6	903.4	983.7
عدد الشركات المدرجة		1550	1542	1495	1441

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، العدد 30، مرجع سابق، ص 138.
 صندوق النقد العربي: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، العدد 29، مرجع سابق، ص 130.
 قسم الاستشارات والبحوث: سوق الكويت للأوراق المالية: التقرير السنوي 2010، الكويت، ص 23.
 قسم الاستشارات والبحوث: سوق الكويت للأوراق المالية: التقرير السنوي 2009، الكويت، ص 23.

وقد سجلت مؤشرات الأسعار المحلية لأسواق تونس ومصر والسعودية أعلى الارتفاعات خلال عام 2009 بين الأسواق العربية، وذلك بنحو 48% و32% و28% على التوالي، تلتها أسواق مسقط وأبوظبي ولبنان وفلسطين وودي، وذلك بنسب بلغت 17% و 15% و 13% و 12% و 10% على الترتيب، في حين سجل مؤشر بورصة قطر ارتفاعا بلغت نسبته 1% خلال العام. وفي المقابل، تراجعت مؤشرات أسعار كل من البحرين والكويت والأردن والمغرب بنسب بلغت نحو 20% و 10% و 8% و 5% على الترتيب خلال العام²⁶⁹.

وبالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية فقد انخفض في نهاية عام 2010 ليلبلغ 1441 شركة مقابل 1495 شركة مدرجة بنهاية عام 2009، 1542 شركة نهاية عام 2008 و 1550 شركة بنهاية عام 2007.

وفيما يتعلق بأحجام التداول في الأسواق المالية العربية، فقد انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2010 وللعام الثالث على التوالي بنسبة بلغت نحو 41.9% مقارنة بعام 2009، لتصل القيمة الإجمالية إلى 380 مليار دولار خلال عام 2010 مقابل 654 مليار دولار خلال عام 2009، ثم 998 مليار دولار خلال عام 2008 مسجلة نسبة انخفاض بلغت نحو 9.9% مقارنة مع قيمة تداولات عام 2007. وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في ستة أسواق فقط، وهي سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت وسوق الإمارات وبورصة قطر

²⁶⁹ صندوق النقد العربي: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، العدد 30، مرجع سابق، ص 158.

بالإضافة إلى البورصة المصرية ما نسبته 93.9% و 91.5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال عام 2009 و 2010 على التوالي، منها أكثر من 51% حصة سوق الأسهم السعودي لوحده. وفي ضوء ذلك، انخفض معدل حجم التداول اليومي ليصل إلى 1561 مليون دولار خلال عام 2010 مقابل 2613 مليون دولار عام 2009، و 4002 مليون دولار خلال عام 2008. وقد شهد هذا المعدل انخفاضا في جميع الأسواق دون استثناء.

أما فيما يخص عدد الأسهم المتداولة، فقد انخفض خلال عام 2010 بنسبة 44.4% ليلعب نحو 203 مليار سهم مقارنة مع 364 مليار سهم تم تداولها خلال عام 2009، 304 مليار سهم عام 2008 و 323 مليار سهم خلال عام 2007. وشكل عدد الأسهم المتداولة في أسواق السعودية، الكويت، الإمارات ومصر ما نسبته 93.2% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية. وبلغت نسبة عدد الأسهم المتداولة عام 2010 في سوق الكويت للأوراق المالية وحدها نحو 36.9% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق العربية، تلاها سوق دبي المالي بنحو 16.6%، وسوق الأسهم السعودي بنسبة 16.4%، وسوق أبوظبي للأوراق المالية بنحو 9.5%.

وفيما يتعلق بتحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية من خلال احتساب بعض المؤشرات الرئيسية (الجدول رقم 14)، يشير مؤشر أهمية القيمة السوقية للأسهم في الاقتصاد إلى التراجع الملحوظ للأهمية النسبية لأسواق الأوراق المالية في ضوء الانخفاض الملحوظ في القيم السوقية لهذه الأسواق. فعلى سبيل المثال، يبين المؤشر لعام 2008 أن القيمة السوقية للأسهم كانت أقل من قيمة الناتج المحلي الإجمالي في جميع الدول العربية التي لديها أسواق أوراق مالية باستثناء بورصة عمان التي بلغت قيمتها السوقية نحو 179% من الناتج المحلي الإجمالي.

الجدول رقم 14: أهم مؤشرات أداء الأسهم العربية خلال عام 2008

متوسط حجم الشركة*** (مليون \$)	مضاعف السعر إلى العائد	معدل دوران الأسهم**	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي* (%)	
1058.6	5.96	91.7	-	سوق أبوظبي للأوراق المالية
136.8	18.8	80	179.1	بورصة عمان
391.1	8.2	10.5	82.0	سوق البحرين للأوراق المالية
1941.0	9.7	212.3	52.7	سوق الأسهم السعودي
593.9	-	106.9	81.8	سوق الكويت للأوراق المالية
853.9	19.1	20.4	76.7	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
46.1	-	0.31	0.1	بورصة الجزائر
126.1	13.7	25.4	15.2	بورصة الأوراق المالية بتونس
970.7	6	131.7	-	سوق دبي المالي
73.2	-	13.6	6.2	سوق الخرطوم للأوراق المالية
57.4	-	58.2	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
124.1	-	57.4	25.3	سوق مسقط للأوراق المالية
1782.0	-	62.9	74.9	سوق الدوحة للأوراق المالية
739.1	-	17.8	32.4	بورصة بيروت
230.4	-	100.6	52.8	بورصتي القاهرة والإسكندرية

* القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

** قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية.

*** القيمة السوقية على عدد الشركات المدرجة.

المصدر: صندوق النقد العربي: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، العدد 29، مرجع سابق، ص 133.

وبالنسبة لمعدل دوران الأسهم، فقد أتت الأسواق الخليجية الرئيسية في الطليعة حيث بلغت النسبة 212% في سوق الأسهم السعودي، 132% في سوق دبي المالي و107% في سوق الكويت للأوراق المالية، تلتها بورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 101%.

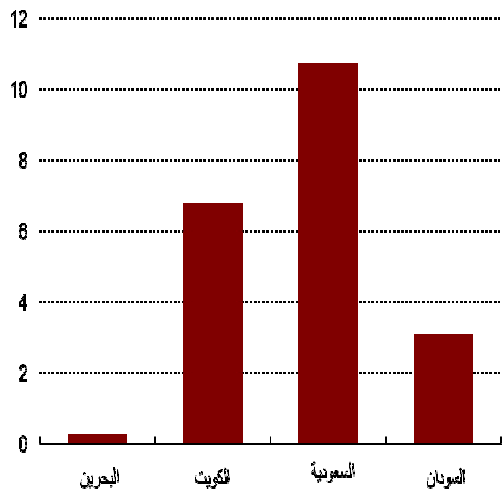
وفيما يتعلق بمعدلات مضاعف السعر إلى العائد، فلقد كانت منخفضة نسبياً لتعكس انخفاض أسعار الأسهم خلال العام 2008، مما جعل هذه الأسهم أكثر جاذبية للشراء. ولم يتغير عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق بشكل ملحوظ خلال عام 2008 مقارنة مع العام السابق، مما أسهم في انخفاض مؤشر متوسط حجم الشركات المدرجة في الأسواق العربية، وذلك نتيجة لانخفاض القيمة السوقية لهذه الشركات.

وبهدف تحصين أسواق المال في ضوء الأزمة المالية العالمية، واصلت الجهات التنفيذية والرقابية في كافة أسواق الأوراق المالية العربية العمل خلال عام 2008 على تطوير الأطر الرقابية والتنظيمية لهذه الأسواق، وشملت التدابير التي اتخذتها إلزام الشركات المدرجة على رفع مستوى الإفصاح المالي والشفافية، وتقديم خدمات التداول الإلكتروني للمتعاملين في الأسواق، تحسين النظم الضريبية بهدف جذب الاستثمار، تعديل نظم إدارة المحافظ الاستثمارية لحماية المستثمرين وتطوير عمل مجالس الإدارة في الشركات المساهمة العامة²⁷⁰.

2- انعكاسات الأزمة على أداء الجهاز البنكي في الدول العربية:

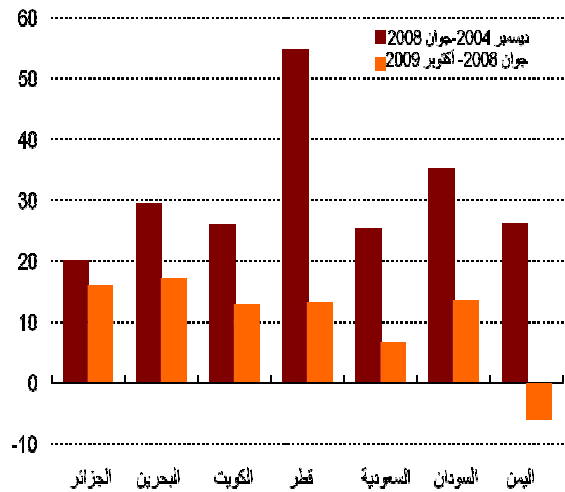
فرض النضوب المفاجئ في الأموال الأجنبية وانخفاض أسعار الأصول المحلية ضغوطا هائلة على الميزانيات العمومية في البنوك التي كانت قد اقترضت من الخارج إلى جانب انكشافها الشديد لأسواق العقارات والأسهم، وأدى ذلك إلى تباطؤ ملحوظ في التوسع الائتماني في معظم البلدان (الشكل رقم 37) تراوح بأكثر من 40 نقطة مئوية في قطر وما يقرب من 5 نقط مئوية في الجزائر، ويرجع ذلك إلى الهبوط الكبير في نمو الودائع، القدرة المحدودة للبنوك على تدبير رأس المال وانسحاب التمويل الأجنبي (الجدول رقم 15)، ومن أبرز التطورات في هذا السياق التباطؤ الملحوظ في نمو ودائع الجزائر والبحرين وقطر والإمارات العربية المتحدة، وكذلك انخفاض التمويل الأجنبي في الكويت.

الشكل رقم 38: صافي الائتمان المقدم من البنك المركزي إلى الجهاز البنكي (التغيير كنسبة مئوية من القاعدة النقدية).



المصدر: آفاق الاقتصاد الإقليمي، الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان، مرجع سابق، ص 19.

الشكل رقم 37: نمو الائتمان المقدم للقطاع الخاص (% على أساس سنوي مقارن).



المصدر: صندوق النقد الدولي: آفاق الاقتصاد الإقليمي، الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان، أكتوبر 2009، ص 18.

²⁷⁰ صندوق النقد العربي: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، العدد 29، مرجع سابق، ص 133-134.

وقد جاء رد الفعل سريعاً من معظم السلطات تجاه تردي الأوضاع في القطاع المالي، حيث اتخذت إجراءات استثنائية متنوعة لتخفيف الضائقة الائتمانية والحد من تراجع قيمة رأس المال، عن طريق ضخ الأموال في المؤسسات المالية التي تمر بضغوط مالية، خاصة في الكويت والمملكة العربية السعودية والسودان (الشكل رقم 38). وقد قامت جميع حكومات مجلس التعاون الخليجي بضخ الأموال مباشرة في الجهاز البنكي، كما أعلنت البنوك المركزية في بعض البلدان (ليبيا، واليمن، وغالبية أعضاء مجلس التعاون الخليجي) عن خفض سعر الفائدة على أدوات السياسة النقدية، وقد اتسمت إجراءات السياسة المتخذة بالتنوع الكبير كما يلخصها الجدول رقم 16.

الجدول رقم 15: محركات التغير في نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص خلال الأزمة المالية العالمية*

الاستخدامات البديلة للقروض		مصادر القروض				
احتياطات البنوك	صافي المطالبات على الحكومة	رؤوس الأموال وغيرها	صافي التمويل الأجنبي	الائتمان من البنك المركزي	الودائع والخصوم الأخرى	
-	+	+	+		-	الجزائر
-		-	+		-	البحرين
-			-		+	الكويت
-	-	-	+		-	قطر
+	-	-	-	+	-	المملكة العربية السعودية
+	+		+	+	-	السودان
-	-	-	-	+	-	الإمارات العربية المتحدة
+		+	-		-	اليمن

المصدر: صندوق النقد الدولي: تصنيف مجموعات البلدان والمناطق، مرجع سابق، ص 8.

* - نقيس التغير المطلق في معدل نمو القروض المحسوب على أساس سنوي، وذلك فيما بين فترتين: من ديسمبر 2004 إلى جوان 2008 ومن جوان 2008 إلى أكتوبر 2009.

- البنود المستخدمة في تقرير الإحصاءات المالية الدولية: صافي التمويل الأجنبي: الخصوم الأجنبية مطروحا منها الأصول الأجنبية، والاحتياطات المصرفية: المطالبات على البنك المركزي، ورؤوس الأموال وغيرها: رأس المال مضافا إليه القيمة المتبقية بعد تحديد جميع المصادر والاستخدامات البديلة الأخرى، وصافي المطالبات على الحكومة: المطالبات على الحكومة والمؤسسات العامة مطروحا منها ودائع الحكومة.

- العلامة + تشير إلى ارتفاع العامل المعني، بينما تشير العلامة - إلى انخفاضه، أما الخانات الفارغة فتعني أن تأثير العامل المعني لا يذكر على نمو الائتمان.

الجدول رقم 16: البلدان المصدرة للنفط في المنطقة العربية: إجراءات مواجهة الأزمة المالية العالمية

الاقتصاد الكلي	القطاع المالي					البلد
	التشيط المالي	التسيير النقدي	شراء الأسهم	ضخ رؤوس الأموال	دعم السيولة		ضمانات الودائع
	✓				✓	البحرين
	✓	✓			✓	الكويت
	✓	✓			✓	عمان
	✓	✓	✓		✓	قطر
✓	✓			✓	✓	المملكة العربية السعودية
✓	✓		✓	✓	✓	الإمارات العربية المتحدة
✓	✓					الجزائر
✓	✓	✓			✓	ليبيا
	✓					اليمن

المصدر: صندوق النقد الدولي: تصنيف مجموعات البلدان والمناطق، مرجع سابق، ص 8.

وقد تمكنت الأجهزة البنكية من امتصاص الضغوط، بدعم من الإجراءات التي اتخذتها السلطات وبمساندة مستويات نموها المرتفع في السنوات السابقة على الأزمة، وكانت البنوك لا تزال محتفظة بملاءتها وربحياتها في نهاية عام 2008، بالرغم مما شهدته من انخفاض (الجدول رقم 17)، وظلت نسب كفاية رأس المال أعلى بكثير من المعيار التنظيمي المقرر، كما ظلت نسبة القروض المتعثرة منخفضة، وتجاوزت نسبة تغطية مخصصات الخسائر 100% (عمان، المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة). وبالنسبة للجهاز البنكي في دول مجلس التعاون الخليجي، فالبنوك الإسلامية التي حققت معدلات نمو مرتفعة للغاية في السنوات السابقة في وضع أفضل لتحمل هذه الصدمة نظرا لارتفاع حجم احتياطياتها من رأس المال والسيولة مقارنة بالبنوك الأخرى.

الجدول رقم 17: مؤشرات السلامة المالية في بعض البلدان العربية، نهاية 2008

البلد	نسبة كفاية رأس المال	نسبة القروض المتعثرة إلى مجموع القروض الإجمالية	نسبة مخصصات الخسائر إلى القروض المتعثرة	العائد على رأس المال
الجزائر	12.9	35.5	-	-
البحرين	18.1	2.3	84.0	16.9
الكويت	16.0	3.1	84.7	27.8
ليبيا	16.2	20.2	-	32.9
عمان	14.7	2.4	119.3	14.1
قطر	15.6	1.2	83.2	21.5
المملكة العربية السعودية	16.0	1.4	153.3	35.1
السودان	10.5	23.5	-	-
الإمارات العربية المتحدة	13.3	2.5	101.5	21.1
اليمن	14.6	18.0	62.3	11.4
المتوسط في بلدان الأسواق الصاعدة الأوروبية	15.8	6.5	58.5	6.5

المصدر: صندوق النقد الدولي: تصنيف مجموعات البلدان والمناطق، مرجع سابق، ص 11.

وتشابهت المخاطر التي واجهت البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية، غير أن البنوك الإسلامية، على خلاف البنوك التقليدية، يحظر عليها أي تعرض مباشر لمخاطر المشتقات المالية أو مخاطر الأوراق المالية الصادرة عن المؤسسات المالية التقليدية، والتي وقع عليها الضرر الأكبر من جراء الأزمة المالية العالمية، فقد كان التعرض المباشر لمخاطر الاستثمار في الأسهم (والمشتقات في حالة البنوك التقليدية) منخفضاً للغاية في كلا النوعين من البنوك.

ويبدو أن الفرق الرئيسي في نوع الانكشاف للمخاطر هو مخاطر تركيز الأصول التي تعرضت لها البنوك الإسلامية في بلدان معينة، فرغم أن انكشاف البنوك الإسلامية لقطاعي العقارات والتشييد الخطرين أقل في المملكة العربية السعودية والكويت والبحرين، فهو أعلى بكثير من المتوسط المناظر في الإمارات العربية المتحدة وقطر.

الجدول رقم 18: مؤشرات البنوك الإسلامية والجهاز البنكي في مجلس التعاون الخليجي
(%، 2008 والنصف الأول من 2009)

المتوسط لمجلس التعاون الخليجي		قطر		البحرين		الإمارات العربية المتحدة		الكويت		المملكة العربية السعودية		
كل البنوك	بنوك إسلامية	كل البنوك	بنوك إسلامية	كل البنوك	بنوك إسلامية	كل البنوك	بنوك إسلامية	كل البنوك	بنوك إسلامية	كل البنوك	بنوك إسلامية	
15.7	19.8	15.6	17.9	18.1	24.5	13.3	12.8	16.0	21.7	16.0	22.1	نسبة كفاية رأس المال.
13.9-	6.6-	21.7	4.5	4.6-	18.8	7.9	0.7	80.1-	42.7-	11.8-	2.0	التغير في مستوى الربحية (2008-2007).
23.5-	29.0-	0.1	0.0	33.7-	46.5-	19.5-	34.2-	65.3-	71.9-	11.9-	2.9	التغير في مستوى الربحية (النصف الأول من 2009 - النصف الأول من 2008).
10.2-	8.8-	25.4	2.8	3.2-	8.2	10.0	0.8-	65.8-	49.7-	7.2-	4.3	التغير في مستوى الربحية (2008 والنصف الأول من 2009 مقابل 2007).
2.3	3.2	2.6	6.6	1.3	2.6	2.2	1.7	3.2	1.6	2.1	3.7	العائد على الأصول.
19.2	20.6	18.4	38.3	26.2	11.3	12.9	25.7	31.4	22.1	7.3	5.6	حجم الانكشاف لقطاعي العقارات والتشييد (% من إجمالي القروض).

المصدر: صندوق النقد الدولي: تصنيف مجموعات البلدان والمناطق، مرجع سابق، ص 10.

فأثناء الأزمة حدث هبوط كبير في ربحية بنوك مجلس التعاون الخليجي في عام 2008 والنصف الأول من 2009 (الجدول رقم 18)، وقد كان الأثر الكلي متماثلاً إلى حد كبير على البنوك الإسلامية والتقليدية، فالتأثير الأولي للأزمة العالمية كان أقل على البنوك الإسلامية وأقوى على البنوك التقليدية بسبب قيد الأوراق المالية حسب سعر السوق، وتشير البيانات إلى انخفاضات أكبر بقليل في ربحية البنوك الإسلامية مقارنة بالبنوك التقليدية، وهو ما يمكن أن يكون مرتبطاً بالأثر غير المباشر للأزمة على الاقتصاد الحقيقي، لاسيما العقارات، غير أن هناك اختلاف في الأثر النسبي على البنوك الإسلامية داخل دول مجلس التعاون الخليجي، مما يعكس التفاوت في حجم الانكشاف النسبي للأصول الخطرة، وكان ضعف أداء البنوك الإسلامية بالتحديد في عام 2009 مدفوعاً إلى حد كبير بأداء بنوك الإمارات العربية المتحدة وقطر حيث كان حجم الانكشاف لقطاعي العقارات والتشييد أكبر بكثير.

ونظرا لاحتفاظ البنوك الإسلامية باحتياطات أكبر في شكل رؤوس أموال وسيولة، فهي أقدر على تحمل صدمات الأسواق أو الائتمان، فنسبة كفاية رأس المال لديها أعلى في المتوسط من النسبة المناظرة لدى البنوك التقليدية في مجلس التعاون الخليجي (باستثناء الإمارات العربية المتحدة)، فعنصر المشاركة في المخاطر الذي تتسم به العقود المتوافقة مع الشريعة الإسلامية يشكل إضافة إلى هذه الاحتياطات، حيث إنه يتيح للبنوك نقل الخسائر إلى المستثمرين²⁷¹.

3- موقف الدول العربية من الصناديق السيادية:

تعرف الصناديق السيادية على أنها صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة عامة، وتنشئ لأغراض اقتصادية كلية، وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية. وتنشأ صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة، ووصلت في منتصف سنة 2008 إلى 53 صندوقا، والجدول رقم 19 يبين أهم الصناديق السيادية العربية.

الجدول رقم 19: أهم الصناديق السيادية العربية وتقدير حجم أصولها (2008)

تاريخ الإنشاء	الدولة	اسم الصندوق	المقدار (مليار دولار)	مصدر العوائد
1976	الإمارات العربية المتحدة	هيئة الاستثمار أبوظبي	875	نفط
غير محدد	العربية السعودية	شركات قابضة عمومية	300	نفط
1953	الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	213	نفط
2005	ليبيا	صندوق الاحتياط	50	نفط
2000	قطر	صندوق الاستقرار	50	نفط
2000	الجزائر	صندوق ضبط الموارد	43	نفط

Source: Benoit Coeure: Vivre avec les fonds souverains, Revue d'Economie Financière, hors-série, 2008, p157.
Michel Aglietta, Sandra Rigot: Crise et rénovation de la finance, Odile Jacobe, Paris, 2009, p185.

²⁷¹ صندوق النقد الدولي: تصنيف مجموعات البلدان والمناطق، مرجع سابق، ص 5-10.

والصورة التقليدية لاستثمارات الصناديق السيادية الشرق الأوسطية هي الاستثمار في سندات الدين العمومي الأمريكية ثم الأوروبية باعتبارها ذات عوائد مضمونة حتى ولو كانت منخفضة إلا أنها قليلة المخاطر، ولكن سرعان ما بدأت تتجه إلى التملك في المؤسسات والشركات الكبرى ذات العوائد المالية المرتفعة²⁷².

كما ساهمت في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة، ولولا تدخلها كان يمكن للخطر النظامي للأزمة (أثر العدوى) أن يكون أكثر أهمية، فلقد أصبحت الصناديق الخاصة وصناديق المضاربة ورأس المال المخاطرة تعاني من نقص فادح في السيولة، مما جعلها تقوم بتوفير جزء من هذه السيولة.

وفي ظل الأزمة لم تتجه الصناديق السيادية العربية إلى الاستفادة من فرصة تدهور الأصول في الدول الصناعية، فقد أعاد الكثير منها توجيه أمواله نحو توظيفات أقل مخاطرة إلى أسواقها المحلية، وهذا بسبب ضعف الأداء في الدول الصناعية، ولاحتياجات التمويل المتزايدة في دولها الأصلية بفعل الأزمة. كما أنها لم تبادر في استغلال ظروف الأزمة، فلن تتم ملاحظة انخراط أي صندوق سيادي في إدارة أية مؤسسة مالية، ولم يرغب أي منها في التمثيل في مجالس إدارتها، ورغم كونها مملوكة للحكومات إلا أنها كانت دائما من حيث نشاطاتها وبرامجها خاضعة لقوانين ولوائح الدول التي تعمل فيها.

وبالمقابل، تعرضت الصناديق السيادية خاصة الخليجية منها إلى خسائر من جراء الأزمة المالية العالمية الراهنة، قدرتها مجلة الايكونغست بـ 400 مليار دولار، ولازالت الأسواق المالية العالمية تعاني من هبوط في أسعار الأوراق المالية. وامتدت الأزمة إلى القطاع الحقيقي بالإعلان عن إفلاس بعض المؤسسات الكبيرة أو تعرض قطاعات اقتصادية بكاملها - قطاع السيارات مثلا- إلى صعوبات، مما يؤثر على عوائد هذه الصناديق²⁷³.

²⁷² عبد المجيد قدي: الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، ورقة مقدمة في ندوة "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009، ص ص 1-3.

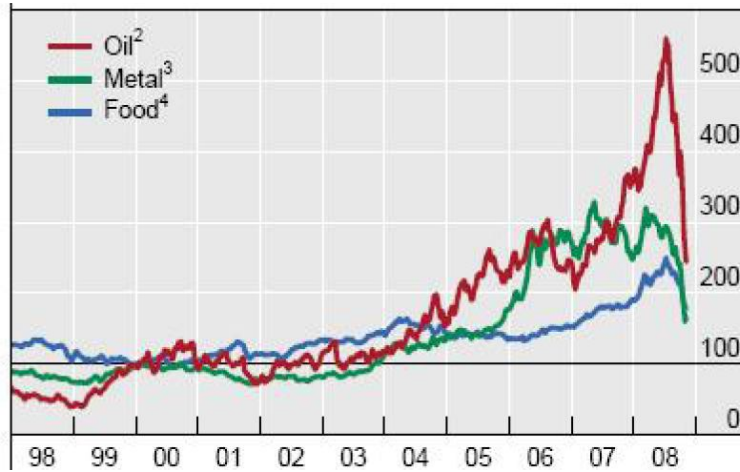
²⁷³ نفس المرجع أعلاه، ص ص 6-8.

المطلب الثاني: تراجع التجارة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية:

1- تأثير الأزمة على أسعار النفط والسلع:

سرعان ما تحولت الأزمة المالية إلى أزمة في الأسواق الحقيقية مع تراجع الطلب على السلع، ولقد انخفضت أسعار المواد الأولية بشكل ملفت، فتقلص الطلب على النفط وانهارت أسعاره إلى ما يزيد على ثلثي سعره خلال أشهر قليلة، حيث ارتفعت أسعار خام برنت في بداية عام 2008 من 90 دولار إلى 147 دولارا للبرميل في شهر جويلية من العام نفسه²⁷⁴، ثم انهارت لتصل 36 دولارا للبرميل في 27 فيفري 2009²⁷⁵، وقد استجابت منظمة الأوبك من خلال خفض الإنتاج اليومي بـ 4.2 مليون برميل بالمقارنة مع مستويات الإنتاج في سبتمبر 2008 بدءا من أول جانفي 2009²⁷⁶. وبالمثل تراجعت أسعار الحبوب والسكر والزيوت وغيرها من المواد الغذائية بعدما شهدت زيادة كبيرة في أول العام كما يوضح الشكل التالي:

الشكل رقم 39: الرقم القياسي لأسعار النفط والمعادن والغذاء خلال الفترة 1998-2008 (100=2000)



المصدر: تقرير المدير العام لمكتب العمل العربي: مرجع سابق، ص 164.

وانتقلت الأزمة من الدول المتقدمة والصناعية إلى الدول العربية المصدرة للمواد الخام، كذلك أدت توقعات حدوث كساد عالمي جديد، وتراجع الإنفاق الاستثماري في الاقتصاديات القوية الجديدة مثل الصين

²⁷⁴ تقرير المدير العام لمكتب العمل العربي: الأزمة الاقتصادية العالمية وأثرها على أسواق العمل العربية، مؤتمر العمل العربي، الدورة السادسة والثلاثون، عمان، 5-12 أبريل 2009، ص 163.

²⁷⁵ صندوق النقد الدولي: الحفاظ على التعافي، آفاق الاقتصاد العالمي، مرجع سابق، ص 56.

²⁷⁶ كريستينا برنت، طارق الحق، نورا كمال: آثار الأزمة المالية والاقتصادية على البلدان العربية، أفكار بشأن استجابة سياسات الاستخدام والحماية الاجتماعية، منظمة العمل الدولية، بيروت، 2009، ص 10.

والهند والبرازيل وروسيا إلى تراجع الطلب على الحديد والأسمنت ومواد البناء عموماً، مما أحدث فائضاً مفاجئاً في العرض بعد الندرة.

ومن الواضح أن الأزمة المالية وما ارتبط بها من ركود في أسواق الدول الرأسمالية الكبرى انعكس بشكل أساسي في انخفاض وارداتها من الدول العربية، وزاد من حرج موقف الدول العربية اتساع انكشافها على الأسواق الخارجية، وتقدر نسبة انكشاف الاقتصاد العربي على الاقتصاد العالمي (مقاساً بنسبة التجارة الخارجية العربية إلى إجمالي الناتج المحلي للدول العربية وفقاً لبيانات عام 2006) بحوالي 80%، حيث بلغ حجم التجارة الخارجية العربية نحو 1032.6 مليار دولار خلال عام 2006، وبلغ حجم الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية 1291.4 مليار دولار خلال العام نفسه²⁷⁷.

2- تأثير الأزمة على حركة السياحة:

تعرض قطاع السياحة الذي يعد واحداً من أهم الدعائم الأساسية لبعض الدول العربية متوسط الدخل لأزمة حادة نظراً للانخفاض المتوقع في أعداد السائحين مع تفاقم الأزمة المالية²⁷⁸، وظهر أثر التراجع بصورة خاصة في الأسواق التي تعتمد على السياحة من أوروبا، مثل مصر ودول شمال أفريقيا ودبي، وتشير الأرقام الأولية إلى هبوط كبير يقدر بأكثر من 20% في الحركة السياحية إلى البلدان العربية في عام 2008، وهو ما سينعكس على الدخل بالعملة الأجنبية من هذا القطاع المهم، وقد يآثر سلباً على قطاعات اقتصادية معتمدة على السياحة مثل النقل والفنادق، وعلى هذا الصعيد أيضاً فإن الدول العربية التي بنت طاقة سياحية كبيرة ستجد نفسها مندفعة لمحاولة الاستعاضة على السائح الأجنبي بالسائح الداخلي أولاً ثم بالسياحة العربية، وقد نشهد إعادة برمجة وتصميم لبعض الخدمات بحيث تصبح قادرة على تلبية حاجة السوق العربية، خاصة لو طال الركود²⁷⁹. وفي المقابل، ظلت السياحة مستقرة أو حققت نمواً في الأردن ولبنان وسوريا، انعكاساً للتطورات ذات الخصوصية القطرية (كالتعافي من اضطرابات عام 2007 في لبنان وزيادة النشاط السياحي من البلدان المجاورة المصدر للنفط) إضافة إلى التحول الواضح عن الوجهات السياحية ذات التكلفة الأعلى²⁸⁰.

²⁷⁷ تقرير المدير العام لمكتب العمل العربي: مرجع سابق، ص ص 164-165.

²⁷⁸ نفس المرجع أعلاه: مرجع سابق، ص 177.

²⁷⁹ إسم الكاتب غير موجود: الاقتصاد العربي في العاصفة من الإنقاذ إلى مواجهة الركود، مجلة الاقتصاد والأعمال، أبريل 2009، ص 48.

²⁸⁰ صندوق النقد الدولي: تصنيف مجموعات البلدان والمناطق، مرجع سابق، ص 20.

3- تأثير الأزمة على التدفقات الاستثمارية:

شهد مناخ الاستثمار تحسنا ملحوظا في الدول العربية، وبلغت الزيادة في التدفقات الاستثمارية إلى بعض الدول العربية بين عامي 2007 و2008 حوالي 20%. وفي عام 2008 تقدمت السعودية القائمة (أنظر جدول رقم 20) بتدفقات قدرها 38.2 مليار دولار، وجاءت الإمارات العربية المتحدة في المركز الثاني بـ 13.7 مليار دولار ثم مصر بـ 9.4 مليار دولار.

الجدول رقم 20: تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول العربية

خلال الفترة 2007-2013 (مليون دولار أمريكي)

الدولة	السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الجزائر		1662	2646	2746	2301	2581	1499	1691
مصر		11578	9495	6712	6386	-483	6881	5553
ليبيا		4689	4111	3310	1909	-	1425	702
المغرب		2803	2388	1952	1574	2568	2728	3358
السودان		2436	2601	2572	2894	2692	2488	3094
تونس		1618	2761	1688	1513	1148	1603	1096
البحرين		1756	1794	257	156	781	891	989
العراق		485	488	1598	1396	2082	2376	2852
الأردن		1950	1954	2413	1651	1474	1497	1798
الكويت		123	56	1114	1304	3260	3931	2329
لبنان		2731	3606	4804	4280	3485	3674	2833
عمان		3125	2928	1485	1782	1563	1040	1626
فلسطين		28	29	301	180	214	244	177
قطر		4700	6700	8125	4670	-87	327	-840
المملكة العربية السعودية		24318	38223	36458	29233	16308	12182	9298
سوريا		1242	2116	2570	1469	804	-	-
الإمارات العربية المتحدة		14187	13700	4003	5500	7679	9602	10488
اليمن		917	463	129	189	-518	-531	-134

Source: World Investment Report 2009, transnational corporations, agricultural production and development, United Nations conference on trade and development, New York and Geneva, 2009, p247.

Ibid, p 249.

World Investment Report 2014, FDI from developing and transition economies, implications for development, United Nations, New York and Geneva, 2014, PP 205-207.

ولكن مع اندلاع الأزمة المالية العالمية تراجعت التدفقات الاستثمارية سواء الآتية من أقطار الفئاض المالي في العالم العربي أو من الدول الأجنبية، ويعود ذلك من جهة إلى أزمة السيولة وتراجع إمكانات التمويل، كما يعود إلى حالة الركود السائدة وتريث المستثمرين في إطلاق مشاريع جديدة إلا في حالات معينة تكون فيها الجدوى مضمونة كما هي الحال في استثمارات البني التحتية أو قطاع المواصلات والنقل والمصالح العامة (المياه، الكهرباء، الهاتف والصحة...). ومن المؤكد أن تراجع حركة الاستثمار سيأثر على الدول العربية غير النفطية الساعية لتنفيذ برامج استثمار في هذه المجالات، لأنها لم تعد تمول من ميزانية الدولة وحدها بل باتت تنفذ على شكل شراكات مع القطاع الخاص، هذا مع العلم أن أزمة التمويل قد تعزز صيغ الشراكة ما بين القطاعين العام والخاص²⁸¹.

المطلب الثالث: التأثير على سوق العمل وعلى تحويلات العاملين في الخارج:

1- ارتفاع معدلات البطالة في الدول العربية:

تتأثر الدول العربية بالأزمة العالمية حسب مدى ارتباطها بالاقتصاد العالمي وحسب درجة نموها وهيكلها الإنتاجي، وكذلك تتأثر القطاعات الاقتصادية المختلفة فيها بصورة متباينة. ولعل أول القطاعات التي تأثرت كانت قطاع البنوك والخدمات المالية، وامتدت إلى قطاع التشييد والعقارات، ثم إلى قطاع البيع بالتجزئة، ثم قطاع السياحة والترفيه، وأخيراً قطاعات الإنتاج الصناعي والإستخراجي والزراعي²⁸².

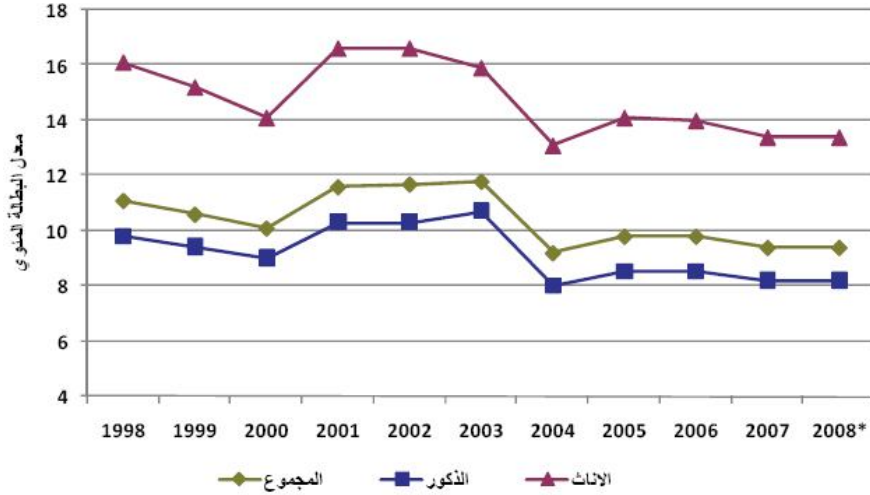
كما أن تداعيات الأزمة تعمل في اتجاهين لتزيد من أوضاع التشغيل سوءاً، الأول هو استغناء المؤسسات عن بعض العاملين فيها أو عنهم جميعاً عند انهيارها أو نقل مراكز أعمالها، والاتجاه الثاني هو تقليل فرص عمل الداخلين الجدد في سوق العمل. فتأثير الانكماش الاقتصادي العالمي بدأت تلوح تباشيره من خلال تراجع مستويات النمو الاقتصادي في الدول العربية وتزايد تسريح العمال (الشكل رقم 40)، ولاسيما في دول الخليج الغنية بالنفط والتي شهدت سابقاً طفرة اقتصادية، وقد تضررت قطاعات النمو الأساسية في الإمارات العربية المتحدة (وتحديداً دبي) أي قطاعات البناء، العقارات والمال بشكل كبير، فقد تزايد عدد العمال المسرحين

²⁸¹ إسم الكاتب غير موجود: الاقتصاد العربي في العاصفة من الإنقاذ إلى مواجهة الركود، مرجع سابق، ص 48.

²⁸² تقرير المدير العام لمكتب العمل العربي: مرجع سابق، ص 173.

(العمال المهاجرين) في هذه القطاعات، فضلا عن قطاعات السياحة والفنادق، وقد أدى ذلك إلى عودة العمال المهاجرين إلى بلدانهم الأصلية أو إلى انتقالهم إلى بلدان أخرى²⁸³.

الشكل رقم 40: معدلات البطالة في الشرق الأوسط خلال الفترة 1998-2008 (كنسبة مئوية من القوى العاملة)



المصدر: كريستينا برينت، طارق الحق، نورا كمال: مرجع سابق، ص 6.

وفي ظروف الاستغناء عن العمالة فإن المؤسسات تتبع منهج تقليل الإنفاق خاصة بالضغط على الأجور والرواتب، وفي هذه الحالة يصبح الوافد منافسا قويا للمواطن وتصاب عندئذ برامج توطين الوظائف ببعض الخلل، كما أن إدارة الشركات والمؤسسات الخاصة يتعاظم فيها دور الشبكات الاجتماعية والعرقية النافذة، وتسعى هذه الشبكات لحماية المنتسبين إليها على حساب المواطنين والعرب. كما أن إنهاء عقود جانب من العمالة الوافدة في قطاعات الإنشاءات والتوزيع وغيرها لا يقلل كثيرا من تداعيات الأزمة، فهناك شريحة واسعة من المواطنين منتفعة بوجود هؤلاء، خاصة في قطاعات تأجير العقارات والتعليم والصحة وخدمات المطاعم والتجارة الفردية والتوزيع.. إلخ²⁸⁴.

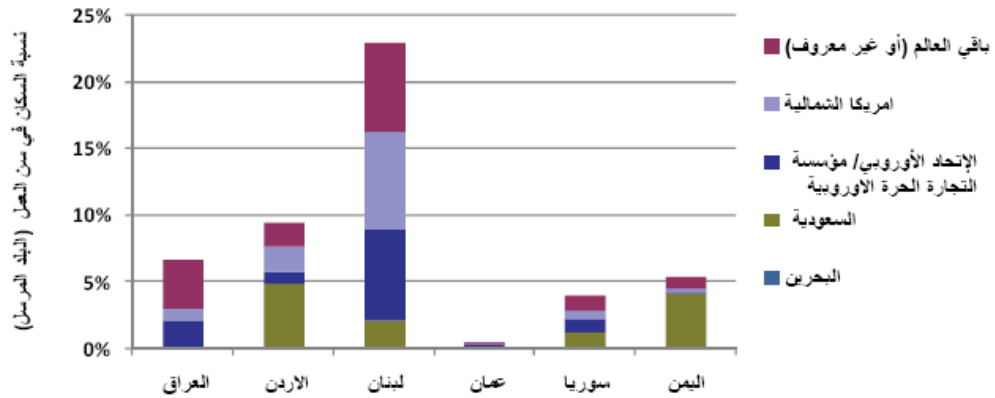
فبالنسبة لتسريح العمال إثر الأزمة المالية في بعض دول الخليج، إنهاء الاستخدام طال بشكل خاص العمال المهاجرين، ويظهر الشكل رقم 41 المستوى النسبي للهجرة إلى الخارج في البلدان الرئيسية المرسله في الشرق الأوسط. أما بالنسبة إلى الهجرة العربية إلى الخليج، تشير التقديرات إلى استقطاب السعودية عدد كبير من المهاجرين من الأردن واليمن (أي حوالي 5% من السكان في سن العمل لكل بلد من البلدين)، ومن

²⁸³ كريستينا برينت، طارق الحق، نورا كمال: مرجع سابق، ص 9.

²⁸⁴ تقرير المدير العام لمكتب العمل العربي: مرجع سابق، ص ص 175-176.

سوريا ولبنان بدرجة أقل. فضلا عن ذلك، تظهر البيانات أيضا وجود عدد كبير من المهاجرين اللبنانيين في العام 2005 في الاقتصاديات المتطورة، أي ما يعادل سدس السكان اللبنانيين في سن العمل. وبالنسبة إلى العراق، الأردن، سوريا واليمن فلا تعتبر البلدان الصناعية مقصد المهاجرين لهذه المنطقة العربية، فهي لا تستقطب أكثر من 2 إلى 3% من السكان في سن العمل.

الشكل رقم 41: وجهة الهجرة إلى الخارج للبلدان الرئيسية المرسله في الشرق الأوسط خلال عام 2005 (تقديرات العمال المهاجرين نسبة إلى السكان في سن العمل في بلدان المرسله)

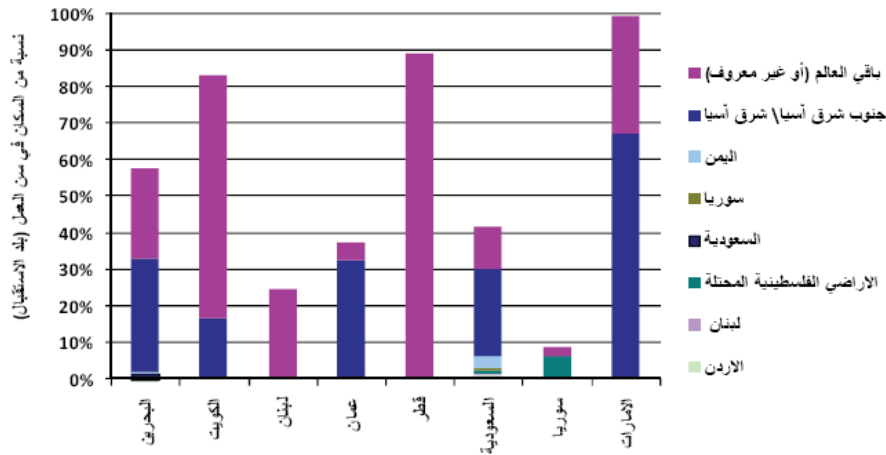


المصدر: كريستينا برينت، طارق الحق، نورا كمال: مرجع سابق، ص 15.

استنادا إلى ما تقدم، يمكن استخلاص التأثيرات الممكنة للأزمة المالية. فقد تتأثر الأردن، اليمن ولبنان بشكل كبير في حال تزايد البطالة في دول الخليج، وما يترتب على ذلك من تزايد في عدد المهاجرين العائدين. فضلا عن ذلك، بالنسبة إلى لبنان، قد يتفاقم تأثير الأزمة في حال عودة المهاجرين من البلدان الصناعية. لكن تعتمد التأثيرات الممكنة على البنية المهنية للمهاجرين في هذه البلدان ونوع إقامتهم واندماجهم الاجتماعي والفرص البديلة للاستخدام.

ويظهر الشكل رقم 42 مصادر الهجرة في الشرق الأوسط لعدد من بلدان الاستقبال الرئيسية. بالنسبة إلى دول الخليج التي تتوفر بشأنها التقديرات أي البحرين، الكويت، عمان والسعودية، تتوافد نسبة كبيرة من العمال المهاجرين من شرق آسيا وجنوب شرق آسيا. وبالمقارنة مع ذلك، لا يشكل المهاجرون الوافدون من دول شرق أوسطية أخرى سوى نسبة قليلة نسبيا من إجمالي المهاجرين.

الشكل رقم 42: البلدان الرئيسية المستقبلية للمهاجرين في الشرق الأوسط خلال عام 2005
(تقديرات نسبة المهاجرين كنسبة مئوية من السكان في سن العمل في بلدان الاستقبال)



المصدر: كريستينا برينت، طارق الحق، نورا كمال: مرجع سابق، ص 16.

تؤكد هذه التقديرات الفرضية القائلة بأن تأثيرات الأزمة على فائض الموظفين في الخليج ستلحق ضررا كبيرا بالعمال الوافدين من آسيا ومناطق أخرى من العالم. ونظرا إلى اختلاف المهارات وقطاعات الاستخدام، يشير المراقبون إلى أن العمال الوافدين من الدول العربية هم أقل تأثرا بتداعيات الأزمة بالمقارنة مع العمال الوافدين من جنوب آسيا²⁸⁵.

2- انخفاض مستوى التحويلات المالية من الخارج:

تعتمد الدول العربية بصورة ملموسة على تحويلات العاملين في الخارج، وتشكل العمالة العربية 23% من قوة العمل الوافدة إلى الدول العربية المرسله للتحويلات خلال عام 2007، وتعد مصر واليمن وفلسطين والأردن أهم الدول المرسله للعمالة العربية إلى دول مجلس التعاون الخليجي وليبيا، بينما ترسل تونس والجزائر والمغرب عمالها إلى دول الاتحاد الأوروبي خاصة فرنسا وإسبانيا.

والجدول رقم 21 يبين أهم البلدان العربية المتلقية للتحويلات في عام 2007 حسب تقرير البنك الدولي، وهي: مصر (5,9 مليار دولار)، المغرب (5,7 مليار دولار)، لبنان (5,5 مليار دولار)، الأردن (2,9 مليار دولار)، الجزائر (2,9 مليار دولار)، تونس (1,7 مليار دولار)، اليمن (1,3 مليار دولار)، سوريا (0,8 مليار دولار)، الضفة الغربية وقطاع غزة (0,6 مليار دولار) سنويا، هذا بالإضافة إلى تحويلات غير رسمية وتحويلات عينية في شكل سيارات، آلات، أدوات منزلية وملابس، وغيرها.

²⁸⁵ كريستينا برينت، طارق الحق، نورا كمال: مرجع سابق، ص 14-16.

الجدول رقم 21: إجمالي التحويلات المالية للدول العربية (مليون دولار أمريكي، السنة 2007)

إجمالي التحويل	البلدان
5,9	مصر
5,7	المغرب
5.769	لبنان
2.934	الأردن
2,9	الجزائر
1,7	تونس
1,3	اليمن
0,8	سوريا
0.598	الضفة الغربية وقطاع غزة
0.043	عمان

المصدر: من إعداد الباحث: اعتمادا على:

كريستينا برينت، طارق الحق، نورا كمال: مرجع سابق، ص 17.

تقرير المدير العام لمكتب العمل العربي: مرجع سابق، ص 167.

وتفوق هذه التحويلات وبالذات في دول المغرب العربي، مصر، السودان، الأردن ولبنان، إجمالي ما تحصل عليه هذه البلدان من معونات أجنبية أو استثمارات أجنبية مباشرة. ويبين الجدول رقم 22 أن التحويلات كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي تشكل في لبنان 24%، الأردن 18.5%، الضفة الغربية وقطاع غزة 14.9%، المغرب 9.5%، اليمن 5.7%، تونس 5%، مصر 5%، جيبوتي 3.8%، سوريا 2.2%، الجزائر 2.2% وعمان 0.1%، ولذلك فهي ذات تأثير هام على أداء الاقتصاد الكلي بهذه الدول، وتتميز هذه التحويلات عن باقي التدفقات المالية باستقرارها النسبي، فضلا عن دورها في تحسين الجدارة الائتمانية للدولة المستقبلية، الأمر الذي يعزز قدرتها على الاقتراض من أسواق المال العالمية.

الجدول رقم 22: إجمالي التحويلات المالية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي الوطني في الدول العربية

البلدان	نسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي
لبنان 2007	24.0 %
الأردن 2007	18.5 %
الضفة الغربية وقطاع غزة 2007	14.9 %
المغرب 2006	9.5 %
اليمن 2007	5.7 %
تونس 2006	5 %
مصر 2006	5 %
جيبوتي 2006	3.8 %
سوريا 2007	2.2 %
الجزائر 2006	2.2 %
عمان 2006	0.1 %

المصدر: من إعداد الباحث: اعتمادا على: كريستينا برينت، طارق الحق، نورا كمال: مرجع سابق، ص 18.

تقرير المدير العام لمكتب العمل العربي: مرجع سابق، ص 167.

ومن المتوقع انخفاض الطلب على العمالة العربية المهاجرة كنتيجة لتراجع حجم الأعمال في الدول المستقبلية للعمالة وبالذات في قطاعات التشييد والبناء. ويعاني العامل العربي، وبالذات في الأسواق الأوروبية من التمييز حيث أنه آخر من يستخدم وأول من يطرد. وتشير بعض التقديرات إلى إمكانية انخفاض العمالة الوافدة إلى دول الخليج العربية بمعدل قد يصل إلى 30% خلال عام 2009، نتيجة تراجع حجم الإنفاق الكلي وتراجع الرواج العقاري، ومع ذلك فهناك قطاعات كثيرة لن تتأثر، إما لارتباطها ببنود الإنفاق الحكومي التي لن تنخفض كثيرا إلا إذا بقي سعر برميل النفط دون الخمسين دولار (حيث اعتمدت موازنات العديد من الدول النفطية على تقديرات لسعر النفط ما بين 50-70 دولار للبرميل)، أو لانخفاض المرونة الداخلية للطلب على بعض أنواع العمالة مثل السائقين والعمالة المنزلية.. الخ. كما أن الطلب على العمالة المهنية مثل الأطباء والمهندسين والمدرسين قد لا يتأثر كثيرا وإن تأثرت رواتبهم بالانخفاض مع زيادة المنافسة وبالذات من العمالة الآسيوية. وعلى العموم فإننا نتوقع أن تنخفض تحويلات العاملين العرب خارج بلدانهم في الأمد المتوسط إذا استمرت الأزمة لسنوات، إلا أنه في الأمد القصير سوف تتأثر التحويلات بسعر صرف عملة الولايات المتحدة الأمريكية خاصة بالمقارنة مع العملة الأوروبية.

وإذا أخذنا في الاعتبار أن تحويلات العاملين تمثل في المتوسط 6% من الناتج الإجمالي للدول المرسله للعمالة، فإن انخفاضها قد يتسبب في تراجع معدل النمو الاقتصادي لهذه البلدان، ناهيك عن الأثر المضاعف لهذه التحويلات التي تساهم عادة في دعم الاستهلاك الخاص والاستثمار المحلي²⁸⁶.

المبحث الخامس: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري:

سنتناول في هذا المبحث الانعكاسات التجارية والمالية والنقدية للأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري.

المطلب الأول: الانعكاسات التجارية للأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري:

1- تقلص صادرات الجزائر من المحروقات وتدهور إيراداتها:

انخفاض أسعار النفط من 147 دولار للبرميل الواحد إلى حوالي 37 دولار نتيجة تقلص الطلب العالمي على هذه المادة الإستراتيجية ودخول الاقتصاد العالمي في حالة من الركود، مما أثر سلبيا على مداخيل الدول النفطية. فانخفاض مستوى النمو الاقتصادي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، الصين، اليابان والهند بسبب الأزمة المالية العالمية أثر على الطلب، وازداد الأمر تعقيدا في ظل إتباع سياسات ترشيد استهلاك الطاقة والبدائل الطاقوية مثل الفحم، ووجود عرض فائض من النفط، ولم تفلح المحاولات المتكررة المبدولة من طرف منظمة الأوبك في وقف هذا التدهور من خلال تخفيض مستوى الإنتاج²⁸⁷.

الجدول رقم 23: أسعار النفط الخام الاسمية (دولار/برميل برنت) خلال الفترة 2004-2012

السنة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
السعر الاسمي	36.0	50.6	61.0	69.1	94.4	61.0	77.4	107.5	109.5

المصدر: صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، العدد 31، أبوظبي، 2011، ص 343.

صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، العدد 33، أبوظبي، 2013، ص 384.

إن انخفاض أسعار المحروقات في السوق العالمية وخاصة في عام 2009 (الجدول رقم 23) وما ترتب عنه من تقلص إنتاج الجزائر من النفط أدى إلى تراجع الإيرادات من صادرات المحروقات وتأثر ميزانية الحكومة. ومن مجموع المداخيل المتأتية من تصدير المحروقات لا بد من اقتطاع مبلغ مالي معتبر يخصص لخطة تنمية سوناطراك المقدره بأكثر من 63 مليار دولار، يضاف إليها 15 مليار دولار لسونلغاز، ما بين الفترة الممتدة من 2009 إلى 2013، والتي تبلغ في المجموع 78 مليار دولار، أي مبلغ سنوي يقترب من 20 مليار دولار، كلها

²⁸⁶ تقرير المدير العام لمكتب العمل العربي: مرجع سابق، ص ص 166-168.

²⁸⁷ Abderrahmane Mebtoul: La crise financière internationale et ses répercussions sur l'économie Algérienne, conférence débats, université d'Oran, 04/11/2008, pp 12-13.

ترتكز على التمويل الذاتي²⁸⁸، وهذا من أجل ضمان الاستثمار ومجموع تكاليف الاستغلال وحصص الشركاء الأجانب من الأرباح، للحفاظ على الإنتاج الحالي بتحقيق المشاريع المستقبلية، لاسيما مع الأحكام الجديدة لقانون المحروقات المتخذة خلال عام 2008 والقاضية برفع نصيب مشاركة الدولة في الاستثمارات مع الأطراف الأجنبية بأكثر من 51%، وحتى في قطاعات أقل ربحية مثل خطوط الأنابيب، مع افتراض أنه ليس من الواضح قدوم مستثمرين أجانب مع سعر برمبل منخفض في حدود 50 إلى 60 دولار بسبب تكاليف الإنتاج في الجزائر المرتفعة مقارنة بجميع دول أوبك. ومن تم فإن المبلغ المتبقي العائد للخزينة العمومية يتقلص بانخفاض سعر النفط وتقلص مستوى الإنتاج والصادرات.

ففي عام 2007 دفعت سوناطراك للخزينة العمومية بموجب ضريبة النفط مبلغ 2790 مليار دينار (43.6 مليار دولار)، بينما بلغ حجم النفط الذي بيع 164.9 مليون TEP* منها 134.1 مليون تسليم إلى السوق الدولية، مع رقم أعمال للتصدير بلغ 59.5 مليار دولار، كما أن القدرة التمويلية للشركة كانت تقدر ما بين 819 مليار دينار و 905 مليار دينار في عام 2006 (أكثر من 13 مليار دولار)²⁸⁹. مع الإشارة إلى أنه في عام 2008 بلغت عائدات الجزائر تقريبا 77 مليار دولار (من الغاز والنفط مع متوسط سعر البرميل 94 دولار) دفعت للخزينة 3700 مليار دينار (ما يزيد عن 58 مليار دولار، مع معدل 64 دينار للدولار الواحد). فإذا افترضنا أن سعر النفط كان يعادل 50 دولار، فإن إيرادات الجزائر ستبلغ 35 مليار دولار، وما يعود منه لخزينة الدولة لن يتجاوز 15 مليار دولار²⁹⁰.

إن انخفاض سعر النفط إلى ما دون 50 دولارا سيجعل الجزائر تعيش وضعاً مالياً صعباً، فهذه الإيرادات تكاد لا تكفي لتغطية نفقات الخزينة، فالواردات في عام 2008 كانت 40 مليار دولار، بالإضافة إلى حوالي 10 مليارات دولار تحويلات نقدية للأرباح المتعلقة بالخدمات المرتبطة بشركاء سوناطراك، فهي حوالي 50 مليار دولار²⁹¹، زيادة على ذلك انخفاض الإنتاج المعد للتصدير من الحصص المتاحة، فهي كلها أسباب تؤدي إلى

²⁸⁸ Abderrahmane Mebtoul: Lettre ouverte à Monsieur le Ministre des Finances. Non, Monsieur le Ministre, la crise mondiale est structurelle et non conjoncturelle et ira au-delà de 2012/2013, le Quotidien d'Oran, n°4299, 1^{er} février 2009, p 6.

* Tonne équivalent pétrole : وحدة تستخدم لمقارنة البترول بالمصادر الأخرى للطاقة.

²⁸⁹ Abderrahmane Mebtoul: La crise financière internationale et ses répercussions sur l'économie Algérienne, op.cit, p 14.

²⁹⁰ Abderrahmane Mebtoul: Lettre ouverte à Monsieur le Ministre des Finances. Non, Monsieur le Ministre, la crise mondiale est structurelle et non conjoncturelle et ira au-delà de 2012/2013, op.cit, p 7.

²⁹¹ Abderrahmane Mebtoul: Sonatrach 2009/2013 face à la crise financière mondiale, le Quotidien d'Oran, 27 janvier 2009, p 7.

تباطؤ النمو الاقتصادي، وعليه فإن الجزائر ستلجأ إلى الاعتماد على احتياطاتها من العملات الصعبة، ومن تم ستضطر السلطات العمومية إلى تقليص النفقات العمومية، مما سينعكس سلباً على الوضع الاجتماعي²⁹².
ولمواجهة تدهور أسعار النفط تعمل منظمة الأوبك على إعادة النظر في مستويات الإنتاج.²⁹³

2- انخفاض أسعار المنتجات المستوردة وتزايد فاتورة الواردات الجزائرية:

إن الأزمة المالية العالمية بتحولها إلى حالة ركود أدت إلى انخفاض أسعار العديد من المنتجات (القمح، السكر، الحديد، الحليب... إلخ) مما تزايدت فاتورة الواردات الجزائرية بنسبة 42.88% خلال عامي 2007 و2008، وكان بإمكان هذا الانخفاض أن يقلص إيرادات الجزائر من العملات الصعبة، إلا أن السلطات الجزائرية وحفاظاً على احتياطي البلد من العملات الصعبة لجأت إلى تخفيض قيمة الدينار الجزائري للتأثير على طلب الواردات ومن تم الإبقاء على فاتورة الاستيراد على الأقل عند مستواها السابق.

ومن أجل توضيح بنية الواردات الجزائرية نستعين بالجدول رقم 24 الذي يوضح أهم المجموعات السلعية المكونة لها خلال الفترة من 2005 إلى غاية 2013، ويتعلق الأمر بمجموعة سلع التجهيز الصناعي، المواد الغذائية، المنتجات نصف المصنعة، سلع الاستهلاك غير الغذائية، إضافة إلى المواد الخام، الذهب الصناعي، سلع التجهيز الفلاحية والطاقة والزيوت.

الجدول رقم 24: التركيبة السلعية لواردات الجزائر خلال الفترة 2005-2013

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
المواد الغذائية	3587.34	3800.03	4953.90	7812.63	5863	6058	9755	9022	9580
الطاقة والزيوت	211.75	244.34	324.26	594.46	549	955	1097	4955	4340
مواد الخام	751.01	842.92	1324.66	1393.63	1200	1409	1761	1839	1832
منتجات نصف مصنعة	4087.82	4933.89	7104.82	10014.69	10165	10098	10480	10629	11223
سلع التجهيز الفلاحية	159.78	91.93	146.12	173.70	233	341	382	330	506
سلع التجهيز الصناعية	8425.43	8527.80	10025.93	15142.33	15139	15776	15708	13604	16172
سلع استهلاكية غير غذائية	3103.44	3009.13	3751.50	4345.76	6145	5836	7270	9997	11199
ذهب صناعي	3.54	2.20	0.01	2.08	-	-	-	-	-
المجموع	20357.09	21456.23	27631.20	39479.27	39294	40473	46453	50376	54852

Source: Ministère du Commerce, Agence Nationale de Promotion du Commerce Extérieur, algex, www.algex.dz
Ministère des Finances, Direction Générale des Douanes, Centre National de l'Information et des Statistiques, statistiques du commerce extérieur de l'Algérie, 2013, p 16.

²⁹² Hocine Bénissad: La crise financière et économique : une chronologie simplifiée, El Watan, 11 décembre 2008, p 8.

²⁹³ صندوق النقد الدولي: الحفاظ على التعافي، ص 56.

ومن قراءة معطيات الجدول يتضح أن سلع التجهيز الصناعي احتلت المرتبة الأولى من إجمالي الواردات طوال فترة الدراسة، فخلال عام 2008 سجلت مبلغ 15142.33 مليون دولار بعد أن كانت تساوي 10025.93 مليون دولار عام 2007، أي أنها حققت زيادة نسبتها 51.03%، وهي تشكل 38.35% من إجمالي الواردات في عام 2008. بالإضافة إلى ذلك، ففي عام 2008 احتلت الواردات من المنتجات نصف المصنعة المرتبة الثانية من إجمالي الواردات بنسبة تقدر 25.37% أي ما قيمته 10014.69 مليون دولار، أما المواد الغذائية فقد احتلت ثالث رتبة بنسبة 19.79%، وبعدها تأتي السلع الاستهلاكية غير الغذائية في المرتبة الرابعة حيث تمثل 11% من إجمالي الواردات، أما المواد الخام، الطاقة والزيوت، فإنها تحتل الرتبة الخامسة والسادسة على التوالي محققة نسبة قدرها 3.53% و1.50% على الترتيب، وتأتي في المرتبة الأخيرة من حيث الاستيراد سلع التجهيز الفلاحية والذهب الصناعي بنسبة 0.45%.

ويظهر من خلال تحليل الواردات أنها تزايدت من عام إلى آخر، ووصلت أوجها عام 2013، حيث حققت مبلغ 54852 مليون دولار، وذلك لارتفاع الطلب المحلي على السلع المستوردة، ولتغطية احتياجات برنامج الإنعاش الاقتصادي التي انطلقت فيه الحكومة الجزائرية عام 2001، فنسبة معتبرة وجهت لاستيراد التجهيزات الصناعية، في حين نجد أن فاتورة الغذاء تبلغ 9580 مليون دولار، وهذا الوضع تمت محاولة تصحيحه من خلال تخفيض قيمة الدينار لكبح الواردات.

المطلب الثاني: الآثار المالية للأزمة على الاقتصاد الجزائري:

1- انعكاسات الأزمة المالية على الجهاز البنكي والمالي الجزائري:

يمكن القول أن النظام المالي والبنكي الجزائري في منأى عن الأزمة المالية العالمية، فالبنوك الجزائرية هي بنوك تجزئة، والقروض المقدمة للأفراد لا تشكل إلا نسبة محدودة لا تتعدى 10% من محفظة البنوك الجزائرية، وهي في أغلبها عمومية لا تمارس أعمال المضاربة، وعليه لا يمكن الحديث عن الأزمة في النظام البنكي في الجزائر حيث سيطرة القطاع العام على أكثر من 90% من القروض (القطاع الخاص الوطني والدولي هامشي لا يتجاوز 10%)، ومن تم فودائع الأفراد في البنوك الأولية لن تتعرض لأي خطر من حيث القيمة الاسمية، ومن ناحية ثانية نجد عدم قابلية الدينار الجزائري للتحويل. كما أن تسديد المديونية الخارجية والتي هي حوالي 4.9 مليار دولار في أواخر عام 2008، ووصلت 3.63 عام 2012 تسمح بتجنب قروض بأسعار فائدة مرتفعة نظرا لتقييد الائتمان في جميع أنحاء العالم، ومن جهة أخرى نسجل أن حوالي 40% من الكتلة النقدية المتداولة تسيطر

عليها قنوات الاقتصاد غير الرسمي ولا تدخل البنوك وبالتالي فهي لن تتأثر بالأزمة المالية العالمية. كما أنه لا يوجد لدينا سوق مالية حديثة مع بورصة متطورة، ولكن بورصة تابعة للدولة، تتكون من مؤسسات عمومية عاجزة، تشتري مؤسسات مفلسة من أموال الخزينة العمومية²⁹⁴.

2- انعكاسات الأزمة المالية على احتياطات الصرف الجزائرية:

تأتي احتياطات الصرف الدولية من إيرادات الصادرات المختلفة إلى جانب القروض المحصلة من الخارج، كما تسمح بمواجهة الصدمات الخارجية وطمأننة مديني البلد وكذا الحث على الاستثمار داخل البلد، حماية العملة المحلية وتمويل عجز ميزان المدفوعات، وهي تستعمل في تمويل التنمية الداخلية. كما يمكن لاحتياطات البلد من العملة الصعبة أن توظف بالخارج عندما يكون المردود المتوقع أكبر من المردود المتوقع من الاستثمار الداخلي، وفي هذا الإطار نجد أن ضعف طاقة الامتصاص داخل الجزائر يدفع بهذه الأخيرة إلى توظيف أموالها بالخارج.

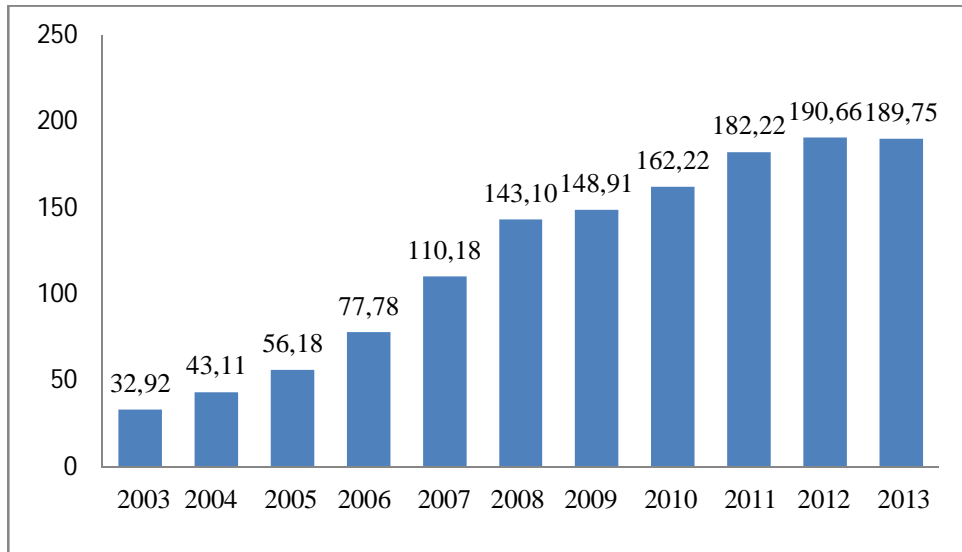
وقد اعتبر محافظ بنك الجزائر السيد محمد لكصاسي أن الجزائر تمكنت من الحفاظ على توازنها المالية، خاصة وأن احتياطي الصرف بلغ عام 2009 حوالي 148.91 مليار دولار مقابل 143.10 مليار دولار خلال عام 2008، ليؤكد بذلك استقرار الوضع المالي رغم تفاقم الأزمة المالية العالمية²⁹⁵، علما أنها كانت حوالي 43 مليارات دولار أمريكي في عام 1999، 56.18 في عام 2005، 77.78 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2006، وأكثر من 110 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2007²⁹⁶، لتصل إلى 189.75 عام 2013، والشكل رقم 43 يبين تطور احتياطات الصرف الجزائرية خلال الفترة من 2003 إلى 2013.

²⁹⁴ Abderrahmane Mebtoul: La crise financière internationale et ses répercussions sur l'économie Algérienne, op.cit, p 5.

²⁹⁵ اسم الكاتب غير موجود: مجلة الأبحاث الاقتصادية، العدد 15، دار الأبحاث للترجمة و النشر والتوزيع، الجزائر، سبتمبر 2009، ص 53.

²⁹⁶ Abderrahmane Mebtoul: Hausse des cours du pétrole et de l'euro : quel impact sur l'économie Algérienne ? Le Quotidien d'Oran, 04 mars 2008, p7.

الشكل رقم 43: تطور احتياطات الصرف الجزائرية خلال الفترة 2003-2013 (مليار دولار)



المصدر: من إعداد الباحث.

ولكن جزء من احتياطي الصرف الأجنبي تم توظيفه في الخارج، والجمهور على علم فقط بـ 43 مليار دولار وظفت على شكل سندات الخزينة الأمريكية. كما أن البنك المركزي يستخدم طريقتان لتوظيف احتياطات النقد الأجنبي للجزائر، فإن قرابة 70 % مودعة في شكل سندات الخزينة الأمريكية، اليابانية، البريطانية والأوروبية، وهي في الغالب تصنيف AAA (استثمارات آمنة جدا) مع مدة طويلة نوعا ما، أما الباقي فمودع لدى بنوك كبيرة عالية السمعة.

فهذه الاحتياطات تتألف من 45 % بالدولار، 45 % بالأورو، 5 % بالين و 5 % بالجنيه الإسترليني حسب محافظ بنك الجزائر، كما أن معدل فائدة الأصول الجزائرية الموضوعة في الهياكل المضمونة من طرف هذه الدول أقل من معدلات بنوكها المركزية. فمعدل الفائدة الرئيسي لسندات خزينة البنك الاحتياطي الفيدرالي للولايات المتحدة الأمريكية قبل الأزمة كان يقدر بـ 2 %، انخفض منذ 08 أكتوبر 2008 إلى 1.5 %، ثم في 31 أكتوبر 2008 إلى 1 % . بالنسبة لمعدل البنك المركزي الأوروبي كان 4.25 %، تم تخفيضه إلى 3.75 % في 08 أكتوبر 2008، ليصبح 1.5 % في 5 مارس 2009 . معدل بنك إنجلترا كان 5 %، وانخفض في 08 أكتوبر 2008 إلى 4.50 % . بالنسبة للإيداعات الموضوعة في بنك اليابان، وهذا معناه إدارة سيئة للغاية لاحتياطياتنا، المساهمة في تمويل الشركات اليابانية بمعدل قريب من الصفر (في هذه الحالة لا يمكن إلا المراهنة على ارتفاع قيمة عملة الين مقابل الدولار) لأن المعدل الأساسي للبنك المركزي الياباني لم يتغير منذ فيفري عام 2002 وذلك بمعدل أساسي 0.50 %، والذي تم تخفيضه منذ 31 أكتوبر 2008 إلى 0.30 %.

انسحاب قبل الآجال لهذه المبالغ من خلال العقود البنكية الدولية يؤدي إلى خسارة في الإيرادات من الفوائد، الأمر كما لو أنك تقرض أموالك لبنك ابتدائي بمعدل 6 % لمدة 5 سنوات، وتسحبه بعد سنة واحدة، المصرفي لا يطبق 6 %، فسحب 43 مليار دولار الموظفة على شكل سندات الخزانة الأمريكية وغيرها من المبالغ الموظفة في البنوك المركزية الأخرى ببيع السندات في السوق المالي، مع الأزمة الحالية سيخصم ما بين 20 إلى 30% أو أكثر، زيادة على ذلك انخفاض قيمة الدولار الأمريكي من 30 إلى 40 % مقابل الأورو²⁹⁷.

إن الأزمة المالية العالمية وركود اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية والأوروبي من شأنها أن تؤثر على مردود التوظيفات المالية الجزائرية بالخارج، فالقيمة الاسمية لسندات الخزانة الأمريكية لا تتغير، ومع ذلك فإن قوتها الشرائية تتغير مع تدهور سعر صرف الدولار ومع ارتفاع معدل التضخم الدولي وبسبب سياسة انخفاض معدلات الفائدة بقيادة البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، فمدفوعات الفائدة لا تغطي الأثر السلبي للتضخم، والبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لم يرفع سعر الفائدة للحيلولة دون تفاقم الأزمة المالية، وعلى هذا فالجزائر قامت باستثمار خاسر تحت غطاء قوة المصدقية المالية للمدين، لأنه ليس هذا في الواقع استثمار إنتاجي، ولكنه دعم مالي لخزينة الولايات المتحدة الأمريكية يساوي الفرق في القوة الشرائية لهذا الاستثمار ما بين بداية ونهاية السنة، مما قد يعود بفوائد أقل على الجزائر²⁹⁸.

المطلب الثالث: الآثار النقدية للأزمة وانعكاساتها على الجزائر:

1- آثار الأزمة المالية على الدولار وانعكاساتها على إيرادات الجزائر من تصدير المحروقات:

مما لا شك فيه أن الأزمة المالية العالمية لها انعكاسات على قيمة الدولار تمثلت في ميل معدل صرف هذه العملة إلى التدهور مقارنة بالأورو والين الياباني، إلا أنه من اللازم القول أن تدهور قيمة الدولار مقارنة بهذه العملات كانت قد بدأت قبل هذا الحدث الهام. إن دراسة تطور قيمة الدولار عبر الزمن مهم بالنسبة للجزائر على اعتبار أن إيراداتها من العملات الصعبة أغلبها يأخذ شكل دولارات، ووارداتها أغلبها بالأورو من دول الاتحاد الأوروبي، فالانخفاض المستمر للدولار مقابل الأورو يجد من ارتفاع القوة الشرائية لعائدات الجزائر.

²⁹⁷ Abderrahmane Mebtoul: La crise financière internationale et ses répercussions sur l'économie Algérienne, op.cit, p11.

²⁹⁸ Mourad Benachenhou : le bateau algérien vogue sue l'océan de l'économie mondiale, le Quotidien d'Oran, 28 septembre 2008, p5.

الجدول رقم 25: تطور متوسط معدل صرف الأورو معبرا عنه بالدولار خلال الفترة 1999-2013

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
المعدل المتوسط	1.0588	0.9194	0.8924	0.9503	1.1409	1.2439	1.2441	1.2568
السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
المعدل المتوسط	1.3709	1.4712	1.3948	1.3257	1.3920	1.2848	1.3281	

Source : Olivier Barthalon, Lonut Bibac, Cécile Ernst: L'euro dix ans après, un premier bilan à l'heure de la crise financière, L'Harmattan, p 234.

Banque de France: Principaux indicateurs économiques et financiers, taux de change de l'euro contre devises, 11 février 2010, p1.

Banque de France: Principaux indicateurs économiques et financiers, taux de change de l'euro contre devises, 27 novembre 2014, p38.

Banque Centrale Européenne: bulletin mensuel, Octobre 2013, Allemagne, 2013, p 74.

إن ضعف قيمة الدولار مقابل الأورو (الجدول رقم 25) مرتبط بعوامل تطور الاقتصادي الأمريكي الذي يتجه نحو الانكماش، بتواضع وتيرة نموه الاقتصادي وتبعات العجز في الموازنة التي تجاوزت أرقام قياسية، وضخ السلطات النقدية للولايات المتحدة الأمريكية مبالغ كبيرة لشراء الأصول السامة، بالإضافة إلى تزايد اعتماد الأورو كعملة ملجأ.

الجدول رقم 26: التوزيع الجغرافي لواردات الجزائر خلال الفترة 2007، 2008 و 2013

2013		2008		2007		السنوات
النصيب %	القيمة	النصيب %	القيمة	النصيب %	القيمة	
52.11	28582	53.15	20985	52.21	14427	الاتحاد الأوروبي
12.69	6958	18.35	7246	19.41	5363	منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (دون الاتحاد الأوروبي)
2.21	1213	1.67	659	2.59	715	بلدان أوروبية أخرى
6.32	3468	5.52	2179	6.05	1672	أمريكا الجنوبية
19.32	10.596	17.52	6916	15.63	4318	آسيا دون البلدان العربية
-	-	-	-	-	-	بلدان المحيط
4.4	2416	1.79	705	2.25	621	البلدان العربية (دون المغرب العربي)
1.87	1023	1.00	394	1.03	284	بلدان المغرب العربي
1.09	596	1.00	395	0.84	231	بلدان إفريقيا
100	54852	100	39479	100	27631	المجموع

Source : Ministère des Finances, Direction Générale des Douanes, Centre National de l'Information et des Statistiques, statistiques du commerce extérieur de l'Algérie, 2008, p 5.

Ministère des Finances, Direction Générale des Douanes, Centre National de l'Information et des Statistiques, statistiques du commerce extérieur de l'Algérie, 2013, p 15.

فالجزائر تؤمن غالبية وارداتها من دول الاتحاد الأوروبي (الجدول رقم 26)، حيث مثلت حصتها ما يقارب 52.21% من إجمالي الواردات خلال عام 2007، 53.15% عام 2008 و 52.11% خلال عام 2013، وفي ترتيب موردي الجزائر لعام 2008 تأتي فرنسا في المقدمة بنسبة 16.47%، تليها إيطاليا في المرتبة الثانية بنسبة 10.93%، ثم تأتي دول أوروبية أخرى مثل اسبانيا وألمانيا. وتحتل في المرتبة الثانية مناطق منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بنسبة 18.35%، وفي مقدمتها الولايات المتحدة الأمريكية بمعدل يقدر 5.53%، والمرتبة الثالثة تعود لآسيا، حيث مثلت حصتها 17.52%، وتعتبر الصين أهم مورد للجزائر في هذه المنطقة بنسبة 10.30%، أما التعامل مع الدول العربية ودول المغرب العربي وبلدان إفريقيا فهو ضعيف جدا، وفي عام 2013 احتلت حصة كل من فرنسا، إيطاليا، اسبانيا وألمانيا المراتب الخمسة الأولى في ترتيب موردي الجزائر، وفيما يلي جدول يوضح الموردين العشر الأوائل للجزائر خلال عامي 2008 و 2013.

الجدول رقم 27: الموردين العشر الأوائل للجزائر خلال عامي 2008 و 2013

2013		2008		الدول
النصيب %	القيمة مليون دولار	النصيب %	القيمة مليون دولار	
11.39	6250	16.47	6503.78	فرنسا
10.29	5646	10.93	4313.16	إيطاليا
12.43	6820	10.30	4066.95	الصين
9.26	5078	7.38	2914.79	اسبانيا
5.22	2863	6.11	2411.41	ألمانيا
4.29	2355	5.53	2181.58	الولايات المتحدة الأمريكية
1.82	1001	3.59	1416.73	اليابان
3.78	2075	3.41	1345.75	تركيا
3.17	1737	3.20	1263.24	الأرجنتين
61.65	33825	66.92	26417.4	المجموع
100	54852	100	39479.27	المجموع الكلي للواردات

Source: Ministère du Commerce, Agence Nationale de Promotion du Commerce Extérieur, algex.

Ministère des Finances, Direction Générale des Douanes, Centre National de l'Information et des Statistiques, statistiques du commerce extérieur de l'Algérie, 2013, op.cit, p 17.

كما أنه ليس هناك تأثير مباشر للأورو على الصادرات الجزائرية باعتبار أن حوالي 97% من إجمالي الصادرات عبارة عن محروقات (الجدول رقم 28)، وهي مسعرة بالدولار الأمريكي، حيث بلغت عام 2008 مقدار 77.36 مليار دولار بعد أن كانت تعادل حوالي 45 مليار دولار عام 2005، لتتخفف عام 2013 إلى 62.96 مليار دولار، ويعود هذا الارتفاع بالدرجة الأولى إلى التحسن المسجل في أسعار النفط، حيث انتقل المتوسط السنوي لسعر برميل البرنت من 17.50 دولار للبرميل عام 1999 إلى 50.6 دولار للبرميل عام 2005، و 69.1 دولار للبرميل عام 2007، وقدر في عام 2008 بـ 94.4 دولار للبرميل، وفي عام 2009 بـ 61 دولار للبرميل، ليصل إلى 109.5 دولار للبرميل عام 2012. أما الصادرات خارج المحروقات فتمثل نسبة ضئيلة من القيمة الإجمالية للصادرات لا تتجاوز 3.2%. وهذا الوضع غير مريح طالما أن أسعار المحروقات تخضع دوما للتغيرات في الأسواق العالمية، وليس من السهل على الدول المصدرة للبتروال التحكم فيها، حيث أن أي انخفاض لأسعار المحروقات ينتج عنه حتما انخفاض قيمة الصادرات الإجمالية.

الجدول رقم 28: تطور صادرات الجزائر في الفترة 2005-2013 (مليون دولار)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
إجمالي الصادرات	46002	54613	60163	79298	45194	57053	73390	71866	64974
صادرات المحروقات	45004	53456	58831	77361	44128	55527	71241	69804	62960
صادرات المحروقات %	97.83	97.88	97.79	97.56	97.64	97.33	97.07	97.13	96.90
باقي الصادرات	997.25	1157.63	1332.01	1936.96	1066	1526	2149	2062	2014
باقي الصادرات %	2.17	2.12	2.21	2.44	2.36	2.67	2.93	2.87	3.10

Source: Ministère du Commerce, Agence Nationale de Promotion du Commerce Extérieur, Algex.

إن تأثير انخفاض الدولار أمام الأورو على الميزان التجاري يكون من خلال انخفاض قيمة الصادرات عند تحويلها للعملة الأوروبية الأورو، وارتفاع قيمة الواردات، وهذا نظرا للخاصية التي تميز التجارة الخارجية للجزائر، حيث أن صادراتها تسعر بالدولار، في حين أن غالبية وارداتها تسعر بالأورو، ويتم الدفع نقدا (84.37%)، ما يقارب 33.3 مليار دولار في عام 2008²⁹⁹ وبالتالي يؤدي هذا إلى تدهور رصيد الميزان التجاري الذي ينعكس بدوره على رصيد ميزان المدفوعات، أي نستنتج أن ضعف الدولار مقابل الأورو يؤدي إلى تدهور رصيد ميزان مدفوعات الجزائر.

²⁹⁹ Ministère des finances, direction générale des douanes, centre national de l'information et des statistiques, statistiques du commerce extérieur de l'Algérie, 2008, op.cit, p 11.

2- آثار الأزمة المالية على معدل صرف الدينار الجزائري:

إن طريقة تحديد معدل صرف الدينار المتميز بحدز شديد من طرف البنك المركزي الجزائري يجعل هذه العملة في منأى عن مخاطر الأزمات النقدية.

بالرغم من الطبيعة المالية للأزمة فإن انعكاساتها التجارية دفعت السلطات النقدية الجزائرية في نهاية شهر ديسمبر 2008 إلى تخفيض قيمة العملة الجزائرية، الدينار. فالانخفاض الكبير في أسعار المنتجات الأولية والمنتجات الغذائية في الأسواق الدولية على إثر الأزمة المالية زاد من طلب الجزائريين على هذه المنتجات بشكل أصبح يشكل تهديدا لاحتياطات الصرف الجزائرية. فقد انخفضت أسعار التجهيزات، سلع الاستهلاك الوسيطة والنهائية بمعدل يصل إلى 25% أو أكثر بالنسبة لبعض المنتجات. ولمواجهة احتمالات ارتفاع الطلب المحلي على هذه المنتجات بادرت السلطات النقدية الجزائرية ابتداء من 15 ديسمبر 2008 إلى تخفيض قيمة الدينار بحوالي 20% من قيمته، فارتفع معدل صرف الدولار إلى حوالي 72-74 دج متقلبا خلال الفترة 2009-2012، بعدما كان يقارب 64 دج عام 2008، في وقت قفز فيه الأورو إلى فوق 100 دج بعد أن كان يقارب 93 دج (الجدول رقم 29)، وهو ما جعل معدل الصرف الحقيقي للدينار الجزائري يقترب من مستوى التوازن، وهو ما سبق أن أشار إليه صندوق النقد الدولي في سبتمبر 2008.

الجدول رقم 29: المعدل السنوي لسعر صرف الدينار الجزائري مقابل العملات الرئيسية

خلال الفترة 2002-2012

العملة	البلد	2002	2003	2004	2005	2006	2007
دولار و.م.أ.		79.682	77.3950	72.0610	73.2760	72.6470	69.2920
اليورو		73.0825	79.2962	87.3279	89.6350	90.3527	95.1804
العملة	البلد	2008	2009	2010	2011	2012	
دولار و.م.أ.		64.5828	72.6470	74.3908	72.8537	72.8537	
اليورو		93.9597	101.1664	97.5985	102.2154	102.2154	

المصدر: صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011، مرجع سابق، ص ص 393-394.

صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2009، الملاحق الإحصائية، العدد 29، أبوظبي، 2009، ص ص 371-372.

صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2013، مرجع سابق، ص ص 440-441.

صندوق النقد العربي: النشرة الإحصائية للدول العربية 1999-2008، أبوظبي، 2010، ص 10.

إن تخفيض قيمة الدينار جعل أسعار الواردات أكثر غلاء مما سمح بتقليص الطلب عليها مع الإبقاء على نفس فاتورة الاستيراد، وهو ما يعني أن الطلب الجزائري لن يكون له أثر على الأسواق الأوروبية والأمريكية رغم انخفاض الأسعار فيها. فهذا التخفيض وغيره من التخفيضات السابقة كان بالإمكان أن تكون لها آثار إيجابية لو أن صادرات الجزائر خارج المحروقات تعدت 3.2% من مجموع الصادرات بنسبة كبيرة.

يجب القول أن هذا التخفيض مبرر بالنسبة للأورو، لكنه غير مبرر بالنسبة للدولار الذي تشهد معدلات صرفه تناقصا، كما أن المبدأ المعتمد في التعديل يجب أن يعتمد في كل الحالات، وهو ما لا يعتمد في حالات ارتفاع سعر النفط، وهذا ما يوحي بعدم وجود انسجام في سياسة الصرف المتبعة من طرف البنك المركزي الجزائري.

إن تخفيض قيمة الدينار مقارنة بالدولار من شأنه أن يجعل إيرادات الجزائر من تصدير المحروقات تبدو كما لو ارتفعت، وهو ما يجعل موارد الحماية النفطية ترتفع ظاهريا مما يوحي بانخفاض العجز الموازي، ولكن يخفي العجز الحقيقي³⁰⁰.

المطلب الرابع: الانعكاسات 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... إلخ. 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 14 إجراء، وهو ما يتطلب 21 يوم لانطلاق النشاطات الجديدة، وهي مدة طويلة نسبيا إذا ما قورنت بقطر التي لا تتعدى فيها هذه المدة 6 أيام.

أما في مجال التمويل فإن الأمر ليس بأحسن، إن كثر الإجراءات البيروقراطية المرافقة لعمليات التصدير والاستيراد يرفع المدة المتوسطة للقيام بالتصدير إلى حوالي 17 يوما وهو ما يكلف حوالي 1248 دولار لكل حاوية، في حين يبلغ المتوسط الجهوي حوالي 1024 دولار للحاوية الواحدة. أما من جانب الواردات فإن

³⁰⁰ Abderrahmane Mebtoul : La problématique de la dévaluation du dinar algérien, Algérie focus, disponible sur internet, 19-02-2014, <http://www.algerie-focus.com/2009/01/09/point-de-vue-la-problematique-de-la-devaluation-du-dinar-algerien/>

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 الواحدة³⁰¹.

هذا المناخ الاستثماري المتاح في الجزائر هو الذي يمكن أن يفسر عزوف رأس المال الأجنبي على القدوم، ويمكن الوقوف على هذه المسألة بالنظر إلى تطور تدفق رأس المال الأجنبي المباشر إلى الجزائر خلال الفترة 2001-2013.

الجدول رقم 30: تطور تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر نحو الجزائر خلال الفترة 2001-2013 (مليون دولار)

السنة	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الاستثمار الأجنبي المباشر	1196	1065	634	882	1081	1795	1662
السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	المجموع
الاستثمار الأجنبي المباشر	2632	2746	2301	2581	1499	1691	21765

Source : World Investment Report 2009, op.cit, p247.

World Investment Report 2006, FDI from developing and transition economies, implications for development, United Nations, New York and Geneva, 2006, P 299.

World Investment Report 2003, FDI policies for development, national and international perspectives, United Nations, New York and Geneva, 2003, P249.

World Investment Report 2014 , op.cit, P 205.

والملاحظ أن الفترة 2001-2013 تميزت بارتفاع أسعار النفط إضافة إلى فتح مجال استثمارات هامة كالأستثمار في قطاع المحروقات، الاتصالات، مشاريع البنى القاعدية، وهو ما يفسر هذا الإقبال المتوسط لرأس المال الأجنبي على الجزائر، والذي يبقى محدودا مقارنة ببعض الدول العربية. فخلال عام 2007، وفيما يخص استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية المباشرة، احتلت الجزائر المرتبة 11 ضمن 18 دولة عربية بحوالي 1.66 مليار دولار، والمرتبة 9 خلال عام 2013 بحوالي 1.69 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 في الحسبان احتياطي الجزائر من العملات 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.

³⁰¹ Abderrahmane Mebtoul: La crise financière internationale et ses répercussions sur l'économie Algérienne, op.cit, pp 7-8.

خلاصة:

في صيف 2007، اكتشف الملايين من ملاك البيوت في الولايات المتحدة الأمريكية أن شروط قروضهم العقارية زادت سوءاً في نفس الوقت الذي انخفضت فيه القيمة السوقية لبيوتهم، وسرعان ما أدى هذا الوضع إلى ارتفاع حاد في حالات حبس الرهن، وفقدت أسر كثيرة بيوتها، ثم امتد الاضطراب لاقتصاديات متقدمة أخرى لها نظم مالية معقدة، حيث وجد رجال الأعمال والأفراد أن الحصول على القروض بات أكثر صعوبة وأشد تكلفة، مما أثار التساؤلات حول الملاءة المالية للبنوك الكبرى وغيرها من المؤسسات المالية. وما يدعو للتساؤل هو أن معظم الناس كانوا يعتقدون أن النظم المالية المتقدمة متقنة ومحكمة بما يكفي لاستيعاب المخاطر وتوزيعها على نطاق واسع لمنع نضوب السيولة المفاجئ، ولكن حدث تدافع على سحب الودائع من البنوك، ثم انتشرت العدوى إلى كل أرجاء العالم قبل أن يتخذ أي بلد التدابير لحماية نفسه، وما بدأ كأزمة بنكية حتى امتد إلى أسواق الأسهم، وزعزع استقرار البورصات في البلدان الصناعية وزادت المخاوف من أن تتعرض الأسواق النامية للخطر.

وللتوريق الدور الرئيسي في انتقال عدوى الأزمة المالية إلى باقي دول العالم، وكان للأزمة المالية انعكاسات على جميع دول العالم، فقد تراجعت نسب النمو إلى معدلات منخفضة، وانكشمت التدفقات الرأسمالية العالمية، كما شهدت الأسواق المالية حالة من عدم الاستقرار وظلت خاضعة للضغط.

وقد عرفت مؤشرات الأسواق المالية العربية الهبوط، وانخفضت أحجام التداول وعدد الشركات المدرجة وعدد الأسهم المتداولة، أما الجهاز البنكي فقد تعرض إلى نضوب مفاجئ في الأموال الأجنبية، مما حدث تباطؤ في التوسع الائتماني، وتعرضت الصناديق السيادية العربية إلى خسائر، كما تقلص الطلب على النفط وانخفضت أسعاره مما أثر على عائدات الدول العربية المصدرة للنفط، وتراجعت التدفقات الاستثمارية والسياحية، بالإضافة إلى ارتفاع معدلات البطالة وانخفاض مستوى التحويلات المالية من الخارج.

أما بالنسبة للجزائر، فركود الاقتصاد العالمي أدى إلى تقلص صادراتها من المحروقات وتدهور إيراداتها، وكان لانخفاض أسعار المنتجات المستوردة زيادة في فاتورة الواردات الجزائرية. أما على صعيد الجهاز البنكي والمالي، فضعف ارتباط نظامها المالي بالنظام المالي العالمي، والذي يظهر في انعدام العلاقات بين البنوك الجزائرية والبنوك العالمية فيما يخص التعامل في الأصول المالية والمشتقات المختلفة وقاها من آثار الأزمة، كما أظهرت طريقة تسيير احتياطات الصرف الجزائرية جدواها إلى حد كبير. وكان لتدهور قيمة الدولار مقارنة بالعملات

القوية الأخرى انعكاسات سلبية على إيرادات الجزائر التي أغلبها بالعملة الأمريكية في وقت تسدد فاتورة الواردات بأورو قوي يستنزف احتياطات البلد من العملة الصعبة، مما دفع إلى تخفيض قيمة الدينار منعا من استنزاف الاحتياطات.

الفصل الرابع

دور المؤسسات النقدية في إدارة ومواجهة الأزمة المالية العالمية

تمهيد:

رغم تحسن تقنيات التوقي من الأزمات المالية، إلا أن هذه الأخيرة تحدث باستمرار، وفي كل مرة تظهر بخصائص متميزة وتتطلب إجراءات مختلفة لعلاجها، كما تفرض على متخذي القرار التحرك بسرعة للحيلولة دون توسعها وتعمقها.

ومن أهم إجراءات إدارة ومواجهة الأزمات المالية تتمثل في تلك التي تقوم بها المؤسسات النقدية من خلال تطبيق إصلاحات تهدف إلى تقوية النظام المالي، إلى جانب تعزيز مشاركته في الوقاية منها، وذلك بوضع نصوص تنظيمية وحملات وقائية يمكنها تخفيض عدد الأزمات المالية قدر المستطاع.

وعليه سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى خمسة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: إتباع منهج شامل يضمن الاستقرار المالي،

المبحث الثاني: تقوية أجهزة التنظيم والرقابة البنكية؛

المبحث الثالث: لجنة بازل ودورها في إرساء وتعزيز استقرار القطاع البنكي؛

المبحث الرابع: ضوابط البنوك الإسلامية في مواجهة الأزمة المالية العالمية؛

المبحث الخامس: دور صندوق النقد الدولي في إدارة الأزمة المالية العالمية.

المبحث الأول: إتباع منهج شامل يضمن الاستقرار المالي

في هذا المبحث، نحاول معرفة كيفية ضمان الاستقرار المالي، وذلك بالشفافية في تقييم البيانات المالية وإتباع آليات تحفظ السلامة الكلية للنظام المالي.

المطلب الأول: الشفافية في تقييم البيانات المالية:

1- إصلاح هيئات التصنيف الائتماني:

نظرا لأن متطلبات رأس المال هي أحد الأوجه المهمة للإطار التنظيمي الكلي، بينما التصنيفات الائتمانية عنصر أساسي في تحديدها، لذلك يجب النظر في دور هيئات التصنيف الائتماني عند إجراء إصلاح تنظيمي بعد أي أزمة، ويمكن أن يتخذ الإصلاح الاتجاهات التالية:

أ- **تعزيز تنظيمها:** بتعديل القواعد القائمة، مع احتفاظها في الأساس بنفس الدور التنظيمي وزيادة تشديد القواعد التنظيمية. فعلى السلطات أن تشترط على هيئات التصنيف أن تكون أكثر علنية فيما يخص طريقة عملها، وأن تغير طريقة حصولها على أجزائها لحل مشكلة تضارب المصالح وبخضوع الرسوم للتنظيم. ويجب على الحكومات أن تضع عمليات أكثر فعالية لتقييم واعتماد هيئات التصنيف ومنهجياتها وتعزيز مراقبة الجودة، وأن تأسس مجالس للمستثمرين لكي تطلب تقديرات الجدارة الائتمانية، فتفصل بين العملاء وهيئات التصنيف. ويمكن أن تقرر الأجهزة التنظيمية بإمكانية الوقوع في خطأ وأن تضع مستويات مقبولة من الدقة. ومن شأن اعتماد بعض هذه المناهج أو كلها أن يخفف من وطأة مشكلات معينة، ويحسن الدقة وسرعة الاستجابة، ويقلص تضارب المصالح حينما يكون الكيان الذي يسعى إلى تقدير موات يدفع أيضا رسوما في المقابل.

ب- **إخضاعها لرقابة القطاع العام:** كما يمكن استبعاد جميع الهيئات الخاصة من النشاط التنظيمي وإحلال هيئة عامة جديدة محلها، والتي عليها أن تعتمد منهجية شفافة ومقبولة في تقدير الجدارة، وستحصل على رسوم تغطي تكاليفها التشغيلية، ولكن بدلا من السعي لتحقيق أقصى ربح، سيكون هدفها الرئيسي توفير معلومات دقيقة لتحسين العملية التنظيمية، ومن شأن ذلك أن يساهم في تسوية مشكلات معينة تتعلق بتضارب المصالح. كما سيتعين على أي هيئة عامة أن تبني مصداقيتها وتحقق استقلاليتها بعيدا عن التأثير السياسي وتثبت إمكانية الاعتماد عليها كمصدر موثوق. وستكون هذه العملية مكلفة نظرا لما تنطوي عليه من إنشاء مؤسسة جديدة أو أكثر، كما أنها لن تكون محصنة من مشكلات مثل السيطرة على الهيئات التنظيمية، الخطأ في التصنيف الائتماني، الإخفاقات المتعلقة بالحدثة، الخطر الأخلاقي والتداعيات السياسية الناتجة عن قراراتها.

ج- العودة إلى القواعد الرأسمالية البسيطة: يمكن إلغاء دور هيئات التصنيف الائتماني فتعود الأجهزة التنظيمية إلى الاعتماد على عدد قليل من متطلبات رأس المال البسيطة والمحددة للمقترضين مسبقا. أما العناصر التي ستضيع كالدقة والتطور فستعوضها زيادة البساطة، ومن تم الشفافية، وسيسهل وضع التنبؤات وستجد الأجهزة التنظيمية سهولة أكبر في التطبيق والمراقبة. والعودة إلى نسب ستاتيكية تستبعد أخطاء التقدير التي تنشأ عن التغيرات في التصنيف الائتماني. وفي غياب تضارب مصالح هيئات التصنيف الخاصة، ستتحسن الشفافية والقدرة على التنبؤ. ومن المرجح أن تؤدي زيادة البساطة إلى تقليص احتمالات هرب المشاركين في السوق من القواعد التنظيمية. غير أن قواعد رأس المال المبسطة يمكن أن ترفع تكلفة تعبئة الأموال، الأمر الذي من شأنه أن يكبح النشاط المالي، مما يضعف النمو الاقتصادي، ونظرا لأنها لا تميز ما بين المخاطر، فمن شأنها أن تولد حافزا سلبيا يدفع البنوك إلى زيادة إقراض الكيانات الأكثر خطورة، مما يزيد بالتالي من احتمالات وقوع أزمات مالية مستقبلا. ومن تم، يتعين الحرص في مراقبة المنهج القائم على قواعد بسيطة واقتران تطبيقه بأدوات ومؤشرات تنظيمية أخرى، فبساطته النسبية وغياب المؤسسات يجعلانه أرخص الاقتراحات التي يمكن أن تنفذها الحكومات.

د- تحديد رسوم رأس المال المرتبطة بالسوق: وذلك بالاعتماد على السوق لتحديد مستوى رأس المال الذي يجب أن تحتفظ به أي مؤسسة لدعم أصل معين. وبدلا من تقدير المرتبة الائتمانية سيستخدم سعر السوق لقياس هيكله مخاطر الأصل المعني. حيث سيكون مقدار رأس المال اللازم للاحتفاظ بورقة مالية مدرة لدخل ثابت مرتبطا بالعائد عليها. ومن شأن هذا المنهج إخراج هيئات التصنيف الائتماني من نطاق التنظيم مع الاحتفاظ بعملية تتسم بالتطور والشفافية والتوافق مع السوق. ونظرا لتغير قرارات السوق على نحو متكرر، قد تجرى تعديلات على رأس المال بكثافة أكبر، على نحو أكثر تدرجا وبساطة من تغيير درجات هيئات التصنيف الائتماني التي غالبا ما تؤدي إلى تحركات مفاجئة ومزعزعة للاستقرار، لتتحول إلى أحد متغيرات قواعد رأس المال البسيطة.

ولهذا يجب تقييم سلبيات وتكاليف كل خيار مقارنة بالمنافع المتوقعة من تطبيقه، وذلك بتحديدتها وقياسها كميا إن أمكن. وهذه العملية تتمثل في اختيار أخف أنواع الضرر نظرا لاقتران التنظيم دائما بمخاطر، كما يجب النظر بعناية في تكاليف التحول إلى نظام جديد لأنها ستكون كبيرة. ومع هذا، لا ينبغي اتخاذ التكلفة ذريعة لعدم التنفيذ، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى استمرارية الإخفاق الحكومي وتقليص

مصادقية التنظيم المالي، الأمر الذي يمكن أن يهدد صحة القطاع المالي والاقتصاد³⁰².

2- التصدي لقيود أجواء عدم اليقين:

إن الركود الذي عرفته الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو بين عامي 2008 و 2009 كان يفترض أن يعقبه فترات تعاف سريعة، فما الذي جعل التعافي بطيئا لهذه الدرجة؟ فقد يرى البعض أن التعافي في أعقاب الأزمات المالية غالبا ما يكون بطيئا لأن تبعات الأزمة من إصلاح الخلل في الميزانيات العمومية، ضعف التوسع الائتماني واستمرار المشكلات في أسواق المساكن تلقي بأعبائها على النشاط.

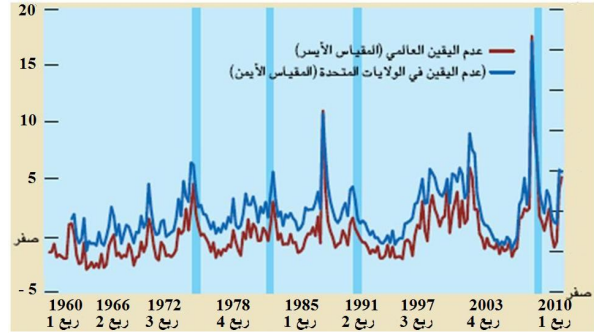
فقد سادت موجات عالية من عدم اليقين، الأمر الذي يقدم تفسيراً إضافياً لضعف التعافي، مما يؤكد دوره على مستوى الاقتصاد الكلي والسياسات في تقليص النشاط الاقتصادي. فقد ظل سائداً في دوائر الأعمال بشأن المناخ المالي والتنظيمي، وكانت هذه المخاوف من المستقبل المجهول من العوامل التي أدت إلى تأجيل أي استثمارات أو توظيف للعمالة. فأجواءه المحيطة بسياسة المالية العامة تقيد وتيرة التعافي الاقتصادي.

يشير عدم اليقين الاقتصادي إلى المناخ الذي يسود فيه عدم أو قلة الدراية بالوضع المستقبلي للاقتصاد، وله عدة مصادر منها التغييرات في السياسات الاقتصادية، اختلاف وجهات النظر بشأن آفاق النمو، تحركات الإنتاجية، الظروف الأمنية والكوارث الطبيعية. كما ظلت أجواءه بشأن السياسات الاقتصادية مرتفعة في الولايات المتحدة الأمريكية (الشكل رقم *44) ومنطقة اليورو منذ الركود في عام 2008، و بقيت مرتفعة (الشكل رقم **45). ففي الولايات المتحدة الأمريكية، كانت مدفوعة أساساً بالجدل الدائر حول السياسة المالية العامة، بما في ذلك الضرائب، الإنفاق الحكومي، أما المحيطة بالسياسة النقدية فلم تشكل أحد العوامل الرئيسية للزيادة في أجواء عدم اليقين المحيطة بالسياسات، مما يرجح على الأرجح انخفاض التضخم، أسعار الفائدة واستقرار معدلاتها.

³⁰² بانايوتيس غافراس: لعبة التصنيف، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2012، ص ص 36-37.
* المساحات المظللة تشير إلى فترات الركود العالمي (1975، 1982، 1991، 2009). ويقاس المؤشر الأمريكي عدم اليقين على مستوى الاقتصاد الكلي، كما يقاس تقلبات أسواق الأسهم، ويركز المؤشر العالمي على التحركات الشائعة في تقلبات أسواق الأسهم في ستة اقتصاديات متقدمة وهي ألمانيا، إيطاليا، فرنسا، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية واليابان.
** يقاس هذا المؤشر عدم اليقين على مستوى الاقتصاد الكلي، كما يقاس تقلبات أسواق الأسهم، استخدام "السياسة الاقتصادية" و "عدم اليقين"، عدد الأحكام الضريبية التي سينتهي العمل بها في السنوات المقبلة، التباين في تنبؤات المصاريف الحكومية ومعدلات التضخم في المستقبل.

الشكل رقم 44: أجواء عدم اليقين العالمي وفي الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1960-2010.

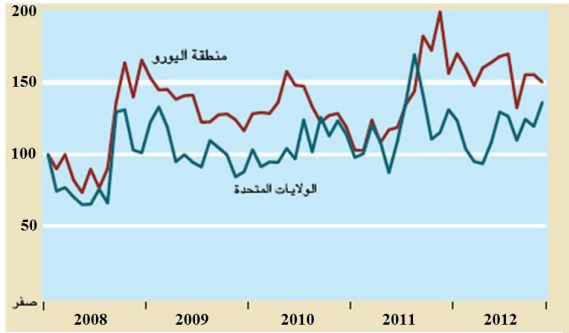
(مؤشر عدم اليقين العالمي) (مؤشر عدم اليقين في الولايات المتحدة الأمريكية)



المصدر: نيكولاس بلوم، أيهان كوزي، ماركو تيرونيس: قيود عدم اليقين، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 52، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2013، ص 39.

الشكل رقم 45: أجواء عدم اليقين بشأن السياسات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الأورو خلال الفترة

2008-2012 (مؤشر عدم اليقين بشأن السياسات جانفي 2008 = 100)

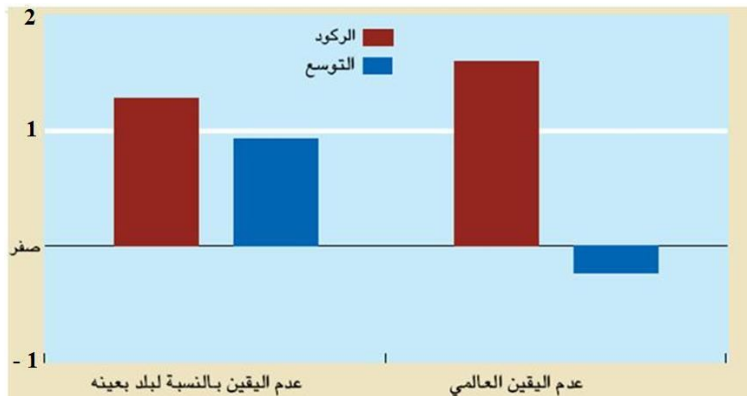


المصدر: نيكولاس بلوم، أيهان كوزي، ماركو تيرونيس: مرجع سابق، ص 40.

ويلاحظ أن أجواء عدم اليقين المحيطة بالاقتصاد تسير عكس اتجاه الدورة الاقتصادية، ففي فترات التوسع نجده على مستوى الاقتصادي الكلي يقل كثيرا في المتوسط عنه في فترات الركود (الشكل رقم 46). وبالمثل، فإنه على مستوى الاقتصاد الجزئي فيما يتعلق بأنشطة أو شركات معينة، مقاسا بتقلب التحركات في الإنتاجية على مستوى المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية يسير أيضا عكس اتجاه الدورة الاقتصادية حيث بلغ أعلى معدلاته المسجلة منذ عام 1970. وهناك صعوبة في تحديد اتجاه العلاقة السببية بين عدم اليقين والدورة الاقتصادية، فهل يؤدي عدم اليقين إلى فترات الركود أم أن فترات الركود هي التي تؤدي إلى عدم اليقين؟

الشكل رقم 46: أجواء عدم اليقين أثناء فترات الركود مقارنة بفترات التوسع خلال الفترة 1960-2011*

(مؤشر عدم اليقين)



المصدر: نيكولاس بلوم، أيهان كوزي، ماركو تيرونيس: مرجع سابق، ص 40.

* يتمثل قياس عدم اليقين بالنسبة لبلد بعينه في مقدار الانحراف الشهري لعائدات الأسهم اليومية في كل من الاقتصاديات المتقدمة. أما عدم اليقين العالمي فيتمثل في القاسم المشترك لأجواء عدم اليقين القطرية المحددة لستة اقتصاديات (ألمانيا، إيطاليا، فرنسا، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية واليابان. وتغطي البيانات الفترة 1960-2011.

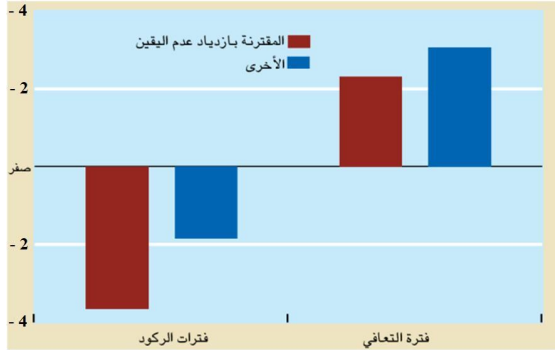
فمن جانب الطلب، نجد أن الشركات حين تتعرض لدرجة عالية من عدم اليقين تخفض من طلبها على الاستثمار وتؤخر تنفيذ مشاريعها ريثما تجمع معلومات جديدة، لأن تكلفة إيقاف الاستثمار بعد البدء فيه غالباً ما تكون باهضة. أما استجابة الأسر المعيشية فتتمثل في تخفيض استهلاكها من السلع المعمرة، وعلى جانب العرض، نجد أن خطط الشركات لتعيين العمالة تتأثر سلباً بارتفاعه، نظراً للتكلفة الباهضة التي تترتب على إجراء تصحيحات في أوضاع الموظفين.

ومن شأن مشكلات الأسواق المالية، كالتى نشهدها منذ عام 2007، تضخيم الأثر السلبي الواقع على النمو نتيجة انتشار أجواء عدم اليقين، والتي قد تتسبب في انخفاض توقعات الإيرادات من المشروعات الممولة بالدين وازدياد صعوبة تقييم الضمانات. ونتيجة لذلك يفرض الدائنون أسعار فائدة مرتفعة وقيوداً على الإقراض أثناء الفترات التي تسود فيها مشاعر عدم اليقين، مما يحد من قدرة المؤسسات على الاقتراض، فنكماش الاستثمارات، وخاصة بالنسبة للمؤسسات التي تعاني من قصور الائتمان، وهو ما يترتب عليه بطء نمو الإنتاجية نتيجة انخفاض الإنفاق على البحث والتطوير، ويمكن لهذه العوامل مجتمعة أن تسفر عن انخفاض كبير في نمو الناتج.

كما أنها غالباً ما تضر بالنمو الاقتصادي، فمن المحتمل أن تكون الزيادة الكبيرة في عدم اليقين بشأن السياسات بين عامي 2009 و 2011 أدت إلى انخفاض كبير ومتواصل في الناتج (الشكل رقم 47). أما درجة عدم اليقين الاقتصادي فتعتبر مرتبطة بعمق فترات الركود وقوة فترات التعافي*. ففترات الركود التي تقترن بارتفاع درجتها غالباً ما تكون أعمق من فترات الركود الأخرى (الشكل رقم 48). وبالمثل، فإن فترات التعافي التي تتزامن مع فترات مشوبة بارتفاع درجتها تكون أضعف من فترات التعافي الأخرى. ومن ثم فإن مستويات عدم اليقين المرتفعة التي مرت بالاقتصاد العالمي منذ الأزمة المالية اقترنت بنوبات ركود عميق وتعافي ضعيف.

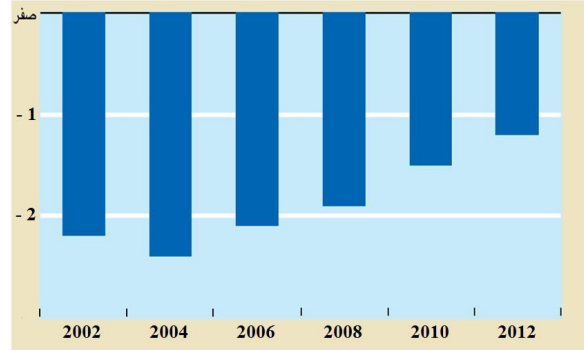
* قوة فترة الركود هي النسبة المؤوية لتراجع الناتج من الذروة إلى القاع، وقوة التعافي هي التغير السنوي في الناتج من مستوى القاع إلى فترة الركود.

الشكل رقم 48: عدم اليقين خلال فترتي الركود والتعافي
(قوة فترات الركود وفترات التعافي، %)



المصدر: نيكولاس بلوم، أيهان كوزي، ماركو تيرونيس: مرجع سابق، ص 41.

الشكل رقم 47: زيادة أجواء عدم اليقين بشأن السياسات تقترن بانخفاض في الناتج خلال الفترة 2002-2012 (الانخفاض في إجمالي الناتج المحلي، %)



المصدر: نيكولاس بلوم، أيهان كوزي، ماركو تيرونيس: مرجع سابق، ص 41.

ويجد صناع السياسات صعوبة في التغلب على أوجه عدم اليقين التي تتعرض لها الاقتصاديات على مدار الدورة الاقتصادية، خاصة في وقت الأزمة والتي تتسم بارتفاعها، ولكن صناع السياسات يمكنهم الحد منها من خلال تنفيذ بعض التدابير الجريئة وفي الوقت المناسب، ويمكن لهذا الأمر أن يسهم في إعطاء دفعة للنمو الاقتصادي.

كما أنه من الصعب قياس أجواء عدم اليقين لأنها ليس بالمتغير الذي يمكن رصده، ولكن يمكن استنتاجه من متغيرات أخرى، وذلك باستخدام مقاييس يتعرض لها الاقتصاد مع مرور الوقت، والتي تركز على أجواء عدم اليقين على مستوى الاقتصاد الكلي، بما في ذلك تقلبات عائدات الأسهم، التباين في تنبؤات البطالة، انتشار عدم اليقين الاقتصادي في وسائل الإعلام. أما على مستوى الاقتصاد الجزئي فترصد الاختلافات في الناتج القطاعي، مبيعات الشركات، عائدات الأسهم والتباين في تنبؤات المديرين في شركات الصناعات التحويلية³⁰³.

3- البحث عن بيانات جديدة من الإحصائيات المالية الدولية:

إن توافر البيانات الدقيقة والكاملة في الوقت المناسب أمر ضروري عند تحليل الاتجاهات والأحداث الاقتصادية، فبدونها يصبح التنبؤ بالتوجه الاقتصادي المستقبلي المحتمل أو بالسبب في وقوع الأحداث الاقتصادية السابقة غير ممكن³⁰⁴. وقد كشفت الأزمة المالية العالمية عن نقص البيانات في مجالات أساسية كان

³⁰³ نيكولاس بلوم، أيهان كوزي، ماركو تيرونيس: مرجع سابق، ص 38-41.

³⁰⁴ أديلهايد بيرغي شملتس: بيانات من أجل الإنقاذ، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2009، ص 31.

بمقدورها مساعدة السلطات على قياس وإدراك المخاطر على النظام المالي الدولي والتي نجمت عن تزايد الاندماج بين الاقتصاديات والأسواق المالية. فصدور معلومات أفضل عن الروابط بين المؤسسات المالية عبر قنوات مثل الإقراض بين البنوك وإقراض الأوراق المالية واتفاقيات إعادة الشراء وعقود المشتقات، له دور حاسم في مساعدة السلطات على ضمان الاستقرار المالي.

ولكن في الفترة التي سبقت الأزمة لم تتمكن أنظمة البيانات من الرصد الشامل للاندماج المتعمق بين الاقتصاديات، الأسواق والروابط القوية بين المؤسسات المالية، كما أن مخاطر الائتمان ازدادت سواء من جراء الاقتراض المكثف الذي أجري كثير منه خارج نطاق مؤسسات الإيداع التقليدية (كالبنوك)، باستخدام الأوراق التجارية، اتفاقيات إعادة الشراء وغيرها من الأدوات المماثلة. وتمثلت إحدى المشكلات الرئيسية أثناء الأزمة في كثافة استخدام التمويل قصير الأجل لشراء أصول طويلة الأجل، والتي أدت إلى عدم التوافق الزمني في هيكل آجال استحقاق الأصول والخصوم للشركات. ولكن نظرا لنقص البيانات، لم يكن في وسع الجهات التنظيمية والرقابية والجهات المشاركة في السوق إجراء قياس كامل لدرجة تحويل أجل الاستحقاق أو الحد الذي وصلت إليه العلاقات المتداخلة بين المؤسسات المالية والأسواق.

كما أنه يجب أن يتوفر لدى الجهات الرقابية، صانعي السياسات والمستثمرين، بيانات ومعلومات كافية لتعجيل وتيرة تقييم الآثار المحتملة، مثل احتمالات تأثير فشل مؤسسة بعينها على غيرها من المؤسسات الكبرى من خلال قنوات الائتمان، على الأسواق المالية، ترتيبات الدفع، المقاصة والتسوية. بالإضافة إلى أهمية الحاجة إلى توفر البيانات في الوقت المناسب لرصد المخاطر النظامية المرتبطة بعمليات المؤسسات المالية المؤثرة على النظام المالي.

استجابة لذلك قام صندوق النقد الدولي ومجلس الاستقرار المالي بوضع عدد من التوصيات منها ما يلي:

أ- تعزيز إتاحة البيانات اللازمة لتحقيق الفعالية في رصد ومراقبة تراكم المخاطر في القطاع المالي، وتحسين نطاق التغطية في الشرائح التي لم يتم فيها الإبلاغ بشكل ملائم، مثل المؤسسات المالية غير البنكية.

ب- تحسين البيانات عن روابط الشبكة المالية الدولية، وخاصة ما بين المؤسسات المالية المؤثرة نظاميا، وكذلك دعم المبادرات لجمع بيانات التدفقات البنكية عبر الحدود، أو وضع الاستثمار، التعرض للمخاطر لتحديد أنشطة المؤسسات المالية غير البنكية.

ج- دعم البيانات اللازمة لرصد مدى تعرض الاقتصاديات المحلية للصدمات، ويتطلب ذلك اتخاذ تدابير لتقوية التغطية القطاعية لبيانات الميزانية العمومية القومية وتدفق الأموال، بما في ذلك تغطية إحصائيات مالية الحكومة وبيانات أسعار العقارات في الوقت المناسب وعلى أساس موحد وقابل للمقارنة عبر البلدان.

د- تشجيع الإعلام الفعال بالإحصاءات الرسمية لتحسين معرفة البيانات المتاحة لأغراض السياسة.

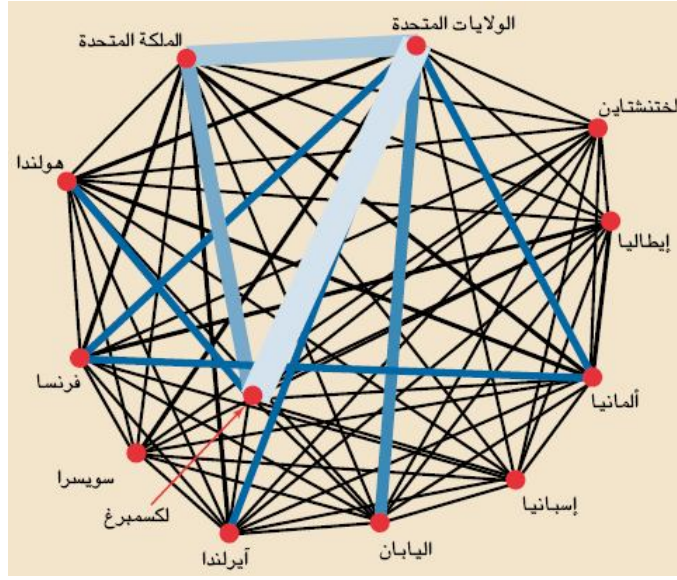
وعليه يجب الاعتماد على الأنظمة الكفء لجمع، إدارة وإبلاغ البيانات، وذلك بتحديد أولويات الأنشطة، التنسيق والتعاون الفعالين بين الهيئات الدولية والسلطات الوطنية، توفير الموارد الكافية ووضع الأطر التشريعية الملائمة في كثير من البلدان لتحسين قدرة الأجهزة التنظيمية والإحصائية على جمع البيانات اللازمة. ولا بد لجهود جمع البيانات أن تدرك أبعادها الدولية، وأن تسعى لتحقيق المشاركة الملائمة من الجهات التنظيمية على مستوى العالم، خاصة في مناطق الاختصاص التي تضم المراكز المالية الكبيرة، فالطبيعة الدولية للأسواق المالية تحد من قدرة أي اقتصاد يعمل منفردا على تنظيم بيانات الأسواق المالية العالمية.

وعليه تبرز أهمية التوصل إلى مجموعة من المؤشرات الاقتصادية والمالية بمعدل تواتر أعلى وفي الوقت المناسب، وذلك على الأقل بالنسبة للبلدان المؤثرة في النظام المالي، ويعتمد هذا المنهج المشترك بين الوكالات إلى حشد الموارد القائمة وعلى المزايا النسبية لكل وكالة، ويدعم تبادل البيانات بطريقة منسقة³⁰⁵.

وتساعد مبادرة سد ثغرات البيانات على تحسين جودة البيانات المستخدمة، بما في ذلك البيانات الاقتصادية، خاصة للقطاع المالي، وكذلك على إلقاء الضوء على الأزمة المالية العالمية والقوى المحركة من وراءها والتدابير المتخذة لمواجهتها. كما تهدف إلى تيسير تحليل المخاطر التي تتراكم في القطاع المالي نتيجة الروابط المحلية والروابط عبر الحدود (الشكل رقم 49)، وذلك من خلال تعزيز الأطر الإحصائية الحالية والتشجيع على وضع أطر جديدة. كما أصبح من الصعب تتبع الروابط وتحديد الأطراف المؤثرة على الأحداث الاقتصادية، فقد نجد أن نصف الانكشافات المالية غير معروفة، لذلك هناك حاجة متزايدة لإكمال الإحصاءات البنكية بمعلومات أدق عن المؤسسات المالية غير البنكية والمؤسسات غير المالية، والتي أهميتها في تزايد مستمر، ولكن انعكاساتها على استقرار النظام المالي غير واضحة.

³⁰⁵ أدلهيهايد بيرغي شملتس: البحث عن بيانات جديدة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2010، ص52.

الشكل رقم 49: الروابط المالية ما بين البلدان خلال عام 2010*



المصدر: أدلهاید بيرغي شملتس، ألفريدو ليون: حل الأحجية وفهم حقيقة الأحداث، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2012، ص 50.

وتمثل المبادرة ثروة من المعلومات تستخدم لأغراض تحليل السياسات، وتوفر إطاراً تنظيمياً لإعداد الإحصائيات الخاصة بأي اقتصاد، والذي يتيح ربط مختلف مجموعات البيانات التي تغطي عدة مجالات مثل الأوراق المالية، مالية الحكومة ووضع الاستثمار الأجنبي لمختلف البلدان. وكذلك تعمل على تحفيز العمل المشترك بين الوكالات الدولية، لتعزيز التعاون والتنسيق بينها في تحسين آليات تبادل البيانات وزيادة الكفاءة بتفادي ازدواجية الجهود.

كما كشفت الأزمة المالية العالمية عن فجوات في البيانات، والتي تمثل عائقاً أمام تعزيز أنشطة التحليل الاقتصادي والمراقبة في صندوق النقد الدولي، حيث أبرزت الحاجة إلى إحصائيات عالية الكفاءة لتصميم السياسات الاقتصادية الكلية والمالية الملائمة وتنفيذها ومراقبتها بما يضمن الحفاظ على الاستقرار المالي الدولي، لذلك تم إدراج مجموعات جديدة من البيانات يتم تقديمها للصندوق في سياق قيامه بدوره المعتاد في مراقبة اقتصاديات البلدان وقطاعاتها المالية وتحليلها (الجدول رقم 31).

* الخطوط بالبنط العريض تشير إلى الانكشافات الأكبر حجماً فيما بين البلدان (البلدان التي يربطها أكبر عدد من الروابط المالية غيرها من البلدان الأخرى)، كما أن الروابط المالية ما بين الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة ولكسمبرغ قوية للغاية.

الجدول رقم 31: المعيار الخاص المعزز لنشر البيانات

المعيار الخاص المعزز لنشر البيانات	المعيار الخاص لنشر البيانات	فئات البيانات
X	X	إجمالي الناتج المحلي: الأسعار الاسمية والحقيقية والأسعار ذات الصلة
X	X	مؤشرات الإنتاج
X		ميزانيات القطاعات
X	X	سوق العمل
X	X	مؤشرات الأسعار
X		عمليات الحكومة العامة
X		إجمالي ديون الحكومة العامة
X	X	عمليات الحكومة المركزية
X	X	ديون الحكومة المركزية
X	X	مسح المؤسسات المتلقية للودائع
X	X	مسح البنوك المركزية
X		مسح المؤسسات المالية الأخرى
X	X	أسعار الفائدة
X		مؤشرات السلامة المالية
X		أوراق الدين
X	X	البورصة
X		المشاركة في مسح تكوين عملات احتياطيات النقد الأجنبي
X	X	ميزان المدفوعات
X	X	الأصول الاحتياطية الرسمية
X	X	النموذج القياسي لبيانات الاحتياطيات الدولية والسيولة بالعملات الأجنبية
X	X	تجارة البضائع
X	X	وضع الاستثمار الدولي
X		المشاركة في المسح المنسق لاستثمارات الحافظة
X		المشاركة في المسح المنسق للاستثمار المباشر
X	X	الدين الخارجي
X	X	سعر الصرف
X	X	إضافة: السكان

وتشكل الانجازات التي حققتها المبادرة في إجراء تحسينات على حسابات القطاعات، بتعميق الفهم لنظام الظل البنكي ومراكز المؤسسات المالية وغير المالية وتدفعاتها عبر الحدود بتحسين البيانات المتاحة، الانتهاء من تطوير الأدوات الأساسية المستخدمة في قياس مخاطر القطاع المالي، بما في ذلك المخاطر المتطرفة، إجمالي الرفع المالي وتباين آجال الاستحقاق، بالإضافة إلى تعزيز تبادل بيانات المؤسسات المالية المؤثرة على النظام³⁰⁶.

4- بناء شبكة عالمية من الروابط المالية:

لقد تسبب انهيار منشأة ليمان براذرز عام 2008 في حدوث حالة ذعر أدت إلى تجسيد الاقتراض والإقراض في عدد من الأسواق المالية، وكان من الصعب عزل هذه الصدمة، كما أن ما صاحبها من تكاليف اقتصادية كلية كان أكبر مما يمكن توقعه.

وكان لتعدد الروابط المالية بين الوكلاء، المؤسسات والبلدان دوره، فعندما تقع أحداث سيئة غير متوقعة، تشيع حالة من عدم اليقين وتؤدي إلى اضطراب النشاط الاقتصادي. فإخفاق بعض المؤسسات التي تشغل مركزا محوريا في النظام المالي يمكن أن يمثل كارثة، وبالمثل فإن بعض البلدان مندججة بشدة في النظام المالي العالمي إلى حد أن وقوع أزمة يمكن أن تنتقل إلى الاقتصاد العالمي كله.

كما أنه حتى يتسنى تأمين الاستقرار المالي، فمن المهم أن نفهم كيف يمكن تعريف درجة الترابط، قياسها وطبيعة علاقتها بمفهوم المخاطرة النظامية، وإحدى المنهجيات التي يمكن أن تساعد على القيام بذلك هي التحليل الشبكي.

وينظر التحليل الشبكي إلى النظام المالي باعتباره مجموعة من الأطراف المرتبطة ببعضها البعض من خلال عقود مالية، فعلى سبيل المثال، يمثل سوق التداول بين البنوك شبكة تقرر بعض البعض لآجال قصيرة، وفي كل نقطة زمنية تكون البنوك في الشبكة منكشفة لبعضها البعض، والذي يمثل مجموع المطالبات أو الالتزامات المتراكمة من خلال عمليات الإقراض والاقتراض، وهناك عدة طرق تزداد بها أهمية البنك المعني أو محورته في الشبكة، فيمكن أن تكون له علاقات اقتراض وإقراض مع عدد كبير من البنوك، ويمكن أن يقوم بالوساطة في إيصال تدفقات بين بنوك لا تقوم باقتراض بعضها البعض بصورة مباشرة، وهناك شبكة عالمية من البلدان المنكشفة لبعضها البعض من خلال التدفقات الرأسمالية.

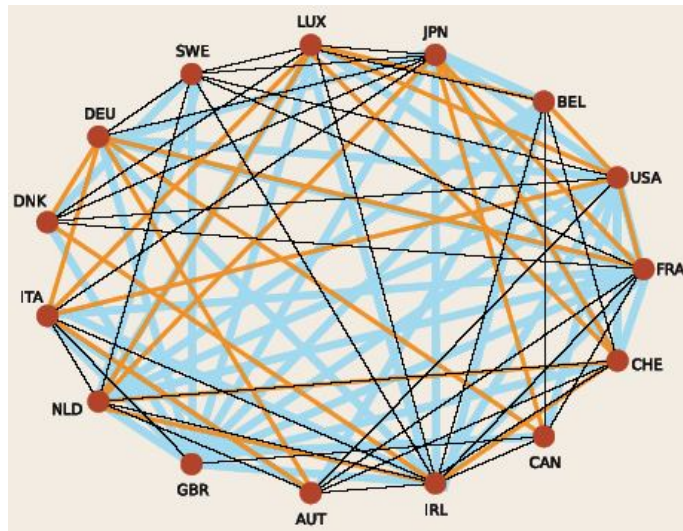
³⁰⁶ أدلهياد بيرغي شملتس، ألفريدو ليون: مرجع سابق، ص 50-51.

وتتمثل الخطوات الأولى لتقييم الاستقرار باستخدام التحليل الشبكي في البحث عن أنماط في العلاقات بين الأطراف الفاعلة في النظام المالي، برسم خريطة للعلاقات البنكية بين البلدان، بطرح الأسئلة التالية/ كيف يمكن تقييم مستوى الترابط المالي على الصعيد العالمي؟ وهل تغير ذلك الترابط بمرور الوقت؟ وهل كان مرتفعا على غير العادة قبل وقوع الأزمة المالية؟ وهل توجد أي أنماط للترابط ملفتة للنظر قد لا تكون واضحة بمجرد النظر إلى مجموع التدفقات؟

ولبناء شبكة عالمية من الروابط المالية، نسميها الشبكة البنكية العالمية، تم استخدام مجموعة من البيانات تتضمن معلومات عن تدفقات مالية عبر الحدود تقوم نظم بنكية بالوساطة فيها، في عينة من البلدان خلال الفترة 1978-2010. وتقوم المؤسسات المالية التي تبلغ بياناتها لبنك التسويات الدولية بإدراج البنوك المرخصة، كبرى شركات الأوراق المالية، إبلاغ معلومات عن أدوات مالية مثل القروض، الودائع وسندات الدين.

واستخدم التحليل الشبكي في مجموعتين من البلدان: مجموعة جوهر الشبكة، وتتألف من 15 اقتصادا متقدما تقوم منذ عام 1978 بإبلاغ بياناتها إلى بنك التسويات الدولية، ومجموعة الأطراف المتكونة من 169 بلدا في مختلف مراحل التنمية، والتي إما أنها لم تبلغ بياناتها إلا مؤخرا أو لا تقوم بذلك إطلاقا.

الشكل رقم 50: الشبكة البنكية العالمية خلال عام 2007*



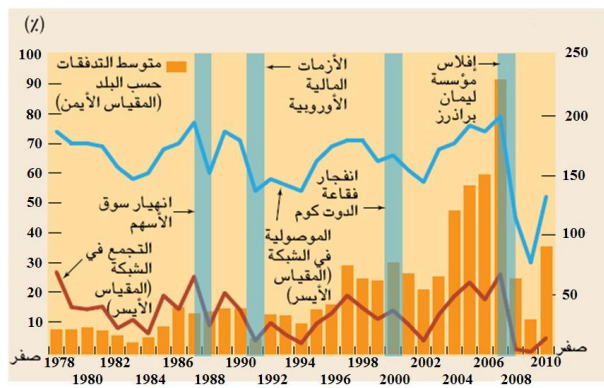
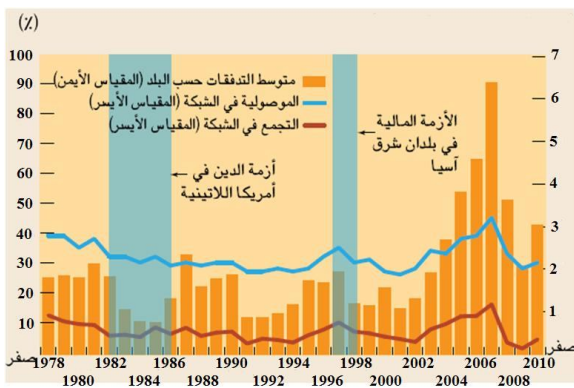
المصدر: كاميليا مينويو: الوقوع في الشبكة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 3، سبتمبر 2012، ص 15.

* تمثل الخطوط التدفقات التي تقوم بنوك بالوساطة فيها بين فرادى البلدان في عام 2007. وتمثل الخطوط الرفيعة تدفقات تتراوح بين مليار دولار أمريكي و 5 مليارات دولار أمريكي، وتمثل الخطوط المتوسطة تدفقات تتراوح بين 5 مليارات دولار أمريكي و 10 مليارات دولار أمريكي، وتمثل الخطوط السميكة التدفقات التي تزيد على 10 مليارات دولار أمريكي. والبلدان هي AUT = النمسا، BEL = بلجيكا، CAN = كندا، CHE = سويسرا، DNK = الدانمرك، DEU = ألمانيا، FRA = فرنسا، GBR = المملكة المتحدة، IRL = آيرلندا، ITA = إيطاليا، JPN = اليابان، LUX = لكسمبرغ، NLD = هولندا، SWE = السويد و USA = الولايات المتحدة الأمريكية.

وتم بناء شبكتين، إحداهما سميت الجوهر- الجوهر، وهي ترصد التدفقات فيما بين الاقتصاديات الخمسة عشر المتقدمة (الشكل رقم 50). والأخرى سميت الجوهر-الأطراف، والتي ترصد التدفقات المتجهة من الاقتصاديات الخمسة عشر إلى بقية العالم. ويتم الحصول على الشبكة البنكية العالمية بمطابقة شبكتي الجوهر- الجوهر والجوهر-الأطراف، وتمثل العلاقات بين البلدان تدفقات مالية موجبة تقوم بنكية بالوساطة فيها. وكان التركيز على مؤشرات للترابط يرصدان كثافة العلاقات في الشبكة، ويركزان على وجود العلاقة بين البلدان وليس على حجم التدفق المالي بينهما، سميا بمؤشر الموصولية والتجمع. يقيس مؤشر الموصولية كثافة العلاقات الثنائية، أي عدد الصلات بين البلدان في الشبكة مقسوما على العدد الكلي للصلات المحتملة. ويقاس مؤشر التجمع كثافة العلاقات ثلاثية الاتجاه، التي يقوم المقرضون في بلد ما بإقراض بعضهم البعض، ويعرف بأنه عدد المثلثات التي تظهر في الشبكة مقسوما على العدد الكلي للمثلثات المحتملة. وفي شبكة الجوهر-الجوهر، يتكون المثلث عندما تقوم ثلاثة من اقتصاديات الجوهر بإقراض بعضهم، وفي شبكة الجوهر-الأطراف، يتكون المثلث عندما يقترض أحد بلدان الأطراف من اثنين من اقتصاديات الجوهر يقومان بإقراض أحدهما الآخر.

وبمقارنة متوسط الفترة 1978-2002 بالذروة السابقة على الأزمة، فالتدفقات المالية التي تقوم بنوك بنقلها من أحد اقتصاديات الجوهر إلى آخر بلغت 36 مليار دولار سنويا في المتوسط، ووصلت إلى 230 مليار دولار قبل الأزمة (الشكل رقم 51). وبالمثل، بلغت التدفقات البنكية من الجوهر إلى الأطراف ما متوسطه 1.5 مليار دولار أمريكي في الفترة المبكرة وارتفعت لتصل إلى 6.4 مليار دولار أمريكي قبل الأزمة (الشكل رقم 52)*.

الشكل رقم 51: التدفقات فيما بين اقتصاديات الجوهر خلال الفترة 1978-2010. الشكل رقم 52: الانتشار إلى بلدان الأطراف خلال الفترة 1978-2010.



المصدر: كاميليا مينويو: مرجع سابق، ص 17. المصدر: كاميليا مينويو: مرجع سابق، ص 17. اقتصاديات الجوهر هي النمسا، بلجيكا، كندا، الدانمرك، فرنسا، ألمانيا، أيرلندا، إيطاليا، اليابان، لكسمبرغ، هولندا، السويد، سويسرا، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية. ويقاس مؤشر الموصولية كثافة العلاقات الثنائية، أي عدد الصلات بين البلدان في الشبكة مقسوما على العدد الكلي للصلات المحتملة. ويقاس مؤشر التجمع كثافة العلاقات ثلاثية الاتجاه التي يقوم فيها المقرضون في بلد ما أيضا بإقراض بعضهم البعض وبحسب بقسمة عدد العلاقات ثلاثية الاتجاهات على العدد الكلي للعلاقات ثلاثية الاتجاهات المحتملة.

إلا أنه لا توجد زيادة مماثلة في الترابط المالي، والذي يشبه مجموع التدفقات من حيث أنه يرتفع قبل الأزمات المالية وينخفض بعدها، غير أنه لم يكن مرتفعا على غير العادة قبل الأزمة. وفي الواقع، يوحى كل من مؤشر الموصولية والتجمع في حالة شبكة الجواهر-الجواهر بتحقيق مستويات مماثلة من الترابط قبل الأزمات. وتظهر شبكة الجواهر-الأطراف زيادة في الترابط قبل وقوع الأزمة، وهو ما يدل على اتجاه طويل الأجل نحو زيادة الانفتاح المالي في الأطراف.

وإحدى السمات التي تفرقت بها الأزمة هي أنه عقب وقوعها، تراجعت كثافة الشبكة إلى أدنى نقطة لها على مدى الفترة الزمنية البالغة 22 عاما، وقد اختفى مؤشر التجمع، أي انتشار العلاقات ثلاثية الأطراف بصورة شبه كاملة في كل من شبكتي الجواهر-الجواهر والأطراف، حيث أن الأزمة تسببت في خفض كثافة الشبكة بحجم لم يشهد من قبل.

ومن الناحية التاريخية، اتبع مؤشرا الموصولية والتجمع دورة الكساد والانتعاش، إلا أن هذا النمط لم يتماسك خلال الأزمة، ففي حين كانت كثافة الشبكة في عام 2007 مماثلة لمستويات ما قبل الأزمة، فإن المدى الذي انخفضت إليه في الفترة 2008-2009 كان بارزا. ورغم أنه يعزي شدة الأزمة إلى مستوى الترابط المالي، فإن النتائج التي توصل إليها تشير إلى أن الطفرة التي سبقت الأزمة في الموصولية لا تفسر عمق الأزمة إلا جزئيا، إذ أن هناك عاملين إضافيين، فأولا، كانت الشبكة البنكية العالمية تقوم قبل الأزمة بالوساطة في تدفقات عبر الحدود، وكانت أكبر بكثير من التدفقات المعهودة في العقود السابقة. وثانيا، كانت الصدمة الأولية في النظام المالي في جوهر الشبكة البنكية العالمية، حيث كانت الأطراف المتضررة مترابطة فيما بينها بدرجة عالية. وقد تبين أنه من الممكن أن تترتب على صدمات مماثلة آثار مختلفة على النظام المالي الذي يعتمد على النقطة المعنية التي تحدث فيها الصدمة في هيكل الشبكة، ويرجح أن يكون موقع الأزمة، إلى جانب الحجم الكبير غير المعتاد لتدفقات الأدوات المالية العابرة للحدود.

وغالبا ما يطلق على الترابط المالي "نمط التفاعلات بين المؤسسات والبلدان في النظام المالي العالمي" الجاني الرئيسي في شدة الأزمة، وسبب ذلك أن الصدمة التي كان يعتقد في البداية أنها محلية "إفلاس مؤسسة مالية على درجة عالية من الترابط" تترتب عليها آثارا تتجاوزت بكثير حدود تلك المؤسسة وبلدها. ولو كان التحليل الشبكي من بين الأدوات التي يستخدمها صانعو السياسات، لربما كانوا قد فهموا الآثار المحتملة الناتجة عن

إخفاق مؤسسة مالية متوسطة الحجم، كما أنه يوفر أدوات لتحليل الترابطات التي يمكن أن تستخدم لتقييم المخاطرة النظامية³⁰⁷.

المطلب الثاني: الحفاظ على السلامة الكلية للنظام المالي

1- تخفيض ديون قطاع الأسر، المؤسسات المالية والشركات:

تنشأ معظم الأزمات المالية من الافتراض الزائد، فقبل وقوع الأزمة المالية العالمية سجل قطاع الأسر معدلات مرتفعة في الديون مدفوعة في الغالب بالافتراض لأغراض السكن والاستهلاك، ونظرا للارتفاع المستمر في أسعار المساكن والأسهم، لم تترجم هذه القروض إلى زيادات في التمويل بالديون (نسبة الدين إلى حصة الملكية)، فظلت مديونيتها تقريبا ثابتة كنسبة من الأصول التي تحتفظ بها، هذا المقياس حجب وراءه الانكشاف المتزايد لمخاطر الهبوط الحاد في أسعار الأصول، لاسيما أسعار المساكن.

وعندما وقعت الأزمة وتراجعت أسعار الأصول، انخفض صافي الثروة بصورة حادة، واضطرت الأسر والمؤسسات المالية إلى تخفيض مستوى مديونيتها. ويجد قطاع الأسر أن تستغرق عملية تخفيض التمويل بالديون وقتا أطول، فقد تقضي الأسرة سنوات عديدة لادخار قدر كاف من المال تسدده كدفعة مقدمة في شراء أول سكن لها، ولكن عند امتلاكها له يمكنها أن تقترض أضعاف دخلها. كما يمكنها أن تحقق منفعة من ارتفاع أسعار المساكن وترى زيادة في صافي ثروتها، ولكن انخفاض أسعارها يؤدي إلى تجاوز القرض لقيمة المنزل، وذلك ما حدث عام 2007، فانكششت ثروات الكثير من الأسر بالنسبة إلى ديونها، وفي ظل انخفاض الدخل وارتفاع البطالة واجه الكثيرون صعوبة في سداد مدفوعات قروضهم العقارية والتزاماتهم المالية الأخرى رغم انخفاض أسعار الفائدة الأساسية إلى مستويات قياسية.

وعندما تواجه الأسر هذه الظروف، تزيد من مدخراتها لتستعيد صافي ثروتها، ولكن قدرتها على تنفيذ ذلك بسرعة تتسم بالحدودية، فإذا كان بناء الدفعة المقدمة قد استغرق بعض الوقت، سينطبق ذلك أيضا على إعادة بناء صافي ثروتها. وفي حالة الأسر التي اضطرت للتوقف عن السداد، إعادة هيكلة الديون مع مقرضيها يمكن أن تستغرق عاما أو أكثر. وإضافة إلى ذلك، فهي بحاجة إلى فترة زمنية لكي تستعيد جدارتها الائتمانية، حتى تتمكن من إعادة التمويل بشروط أكثر جاذبية، بينما يمكن أن تستغرق عملية تخفيض التمويل بالديون ككل سنوات حتى تتخذ مسارها العادي.

³⁰⁷ كاميليا مينويو: مرجع سابق، ص ص 15-17.

أما على المستوى الاقتصادي الكلي، فحينما يقلص الجميع الإنفاق في آن واحد تكون النتيجة الكلية أسوأ، فإذا بدأ عدد كبير من الأسر يرفع فجأة مقدار ما يدخر، فسيسجل الطلب الكلي هبوطاً، فيتراجع الناتج مؤدياً إلى ارتفاع البطالة وانخفاض الدخل، ويضطر المزيد من الأسر إلى الحد من التمويل بالديون. وإذا حاول عدد كبير منهم أن يبيعوا مساكنهم لاستعادة السيولة فستتخفف أسعارها، فتزداد حالات عدم السداد وعلق الرهن، ويزداد تشديد شروط الائتمان للمقترضين الآخرين.

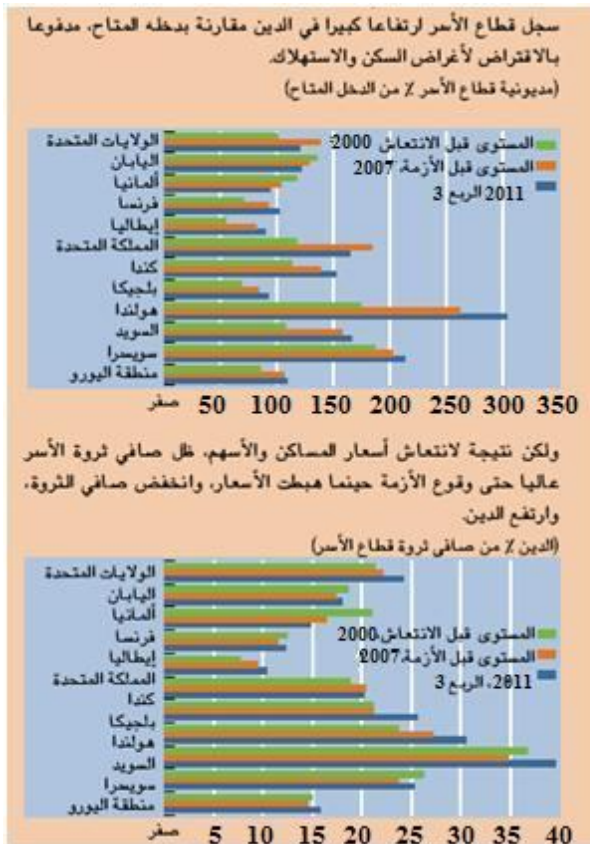
ويؤكد لنا التاريخ أن تخفيض التمويل بالديون عملية بطيئة، ففي الاقتصاديات المتقدمة كانت فترات ركود قطاع المساكن أشد وأطول إذا سبقت بارتفاع في مديونية قطاع الأسر، كما أن انخفاض أسعار المساكن وارتفاع التمويل بالديون في الفترة السابقة على الركود يفسران حدة الانكماش. وقد تراجع استهلاك قطاع الأسر في الاقتصاديات عالية المديونية، والذي يمكن أن يرجع إلى تأثير انخفاض أسعار المساكن على الثروة.

ومن الصعب تخفيض التمويل بالديون في حالة المؤسسات المالية، لأنه يمكن أن يسفر عن آثار اقتصادية سيئة، وقد تضطر البنوك إلى إصلاح ميزانيتها في ظل ارتفاع القروض المتعثرة أو انخفاض قيمة الأوراق المالية في الحواظ البنكية أو تشديد القواعد التنظيمية بعد وقوع أزمة مالية، وذلك بتقليص الأصول الخطرة، من خلال تخفيض القروض الجديدة، مما تضر بالاقتصاد الحقيقي لأنها تقلص فرص الحصول على التمويل، فتتسبب ضائقة ائتمانية، ويضطر قطاع الأسر والشركات إلى تخفيض التمويل بالديون، وبالتالي إضعاف الاستثمار والاستهلاك، وبالتالي تراجع الناتج الكلي، هبوط الدخل، سوء أوضاع القروض وانخفاض أسعار الأسهم، ثم يعقبها الاضطرار إلى زيادة تخفيض التمويل بالديون.

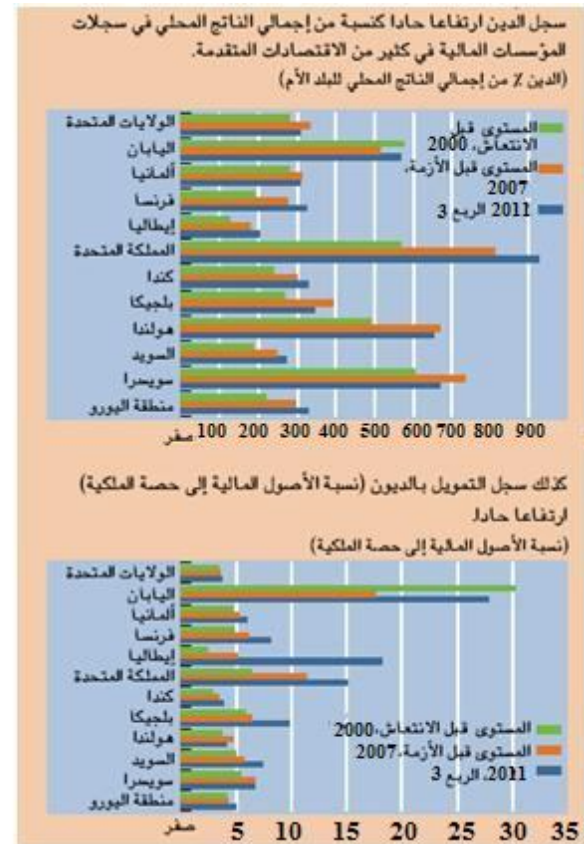
وتعرض الأشكال البيانية 53، 54 و 55 لمحة عن وضع المديونية في قطاع الأسر، القطاع المالي وقطاع الشركات في الربع الثالث من عام 2011، وتعد مقارنة بسيطة بين مستويات الدين ونسب التمويل بالديون الحالية والسابقة على الإنعاش (عام 2000)، ويتبين من خلالها أن أمام قطاع الأسر طريقاً طويلاً لإصلاح الخلل في ميزانيته، كذلك يتعين على القطاع المالي تخفيض نسبة ديونه إلى إجمالي الناتج المحلي ونسبة خصومه إلى حصة الملكية بقدر كبير، أما وضع قطاع الشركات فهو أفضل بوجه عام³⁰⁸.

³⁰⁸ ستين كلايسنز: تخفيض الديون، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2012، ص ص 20-23.

الشكل رقم 54: مديونية قطاع الأسر في الاقتصاديات المتقدمة خلال الفترة 2000-2011

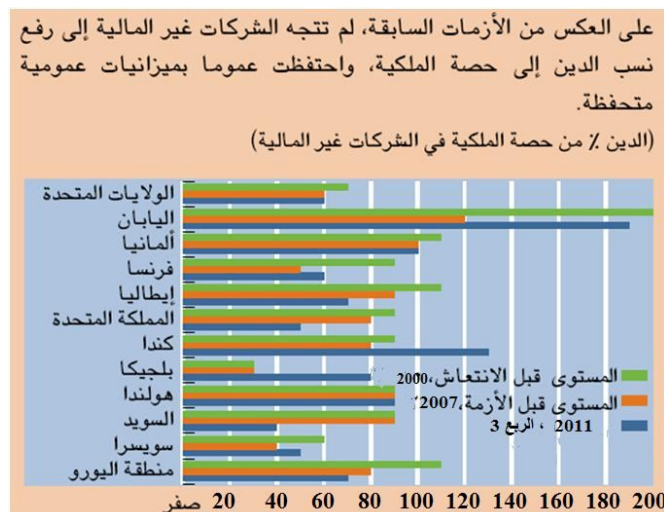


الشكل رقم 53: مديونية القطاع المالي في الاقتصاديات المتقدمة خلال الفترة 2000-2011



المصدر: ستين كلايسن: مرجع سابق، ص 21.

الشكل رقم 55: مديونية قطاع الشركات غير المالية في الاقتصاديات المتقدمة خلال الفترة 2000-2011



المصدر: ستين كلايسن: مرجع سابق، ص 22.

2- ضخ البنوك المركزية الكبرى للسيولة بصفة مستمرة:

من السمات التي ميزت الأزمة عجز العديد من المؤسسات المالية عن تمديد القروض القائمة أو الحصول على تمويل جديد، فقد أصبحت أكثر اعتمادا على أسواق التمويل قصير الأجل، والذي عرضها إلى مخاطر عند نضوبه، بينما تراجع دور المودعين التقليديين الذين تتيح ودائعهم تمويلا أكثر استقرارا³⁰⁹، ولذلك اضطرت البنوك المركزية إلى التدخل بمبالغ كبيرة وبأساليب متنوعة³¹⁰.

فمنذ أن بدأت الأزمة في عام 2007، اتسع كثيرا حجم الميزانيات العمومية لبنك إنجلترا، البنك المركزي الأوروبي والاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. ووقعت البنوك المركزية ذاتها في مأزق على مستوى السياسات، فواجهت صعوبة في تخفيض أسعار الفائدة الأساسية من جديد لدرء مخاطر الركود لأن أسعار الفائدة كانت منخفضة. ونتيجة ذلك، اعتمدت سياسات غير تقليدية تهدف إلى تحقيق استقرار الأسواق المالية ومكافحة الركود عن طريق إنعاش الطلب الكلي.

وبالرغم من أن كل بنك من هذه البنوك المركزية اتخذ منهاجًا مختلفًا، فقد عمل كل من البنوك الثلاثة بقوة لضخ السيولة كل في اقتصاده وسعى إلى تعزيز النمو (الشكل رقم 56). فقام بنك إنجلترا بتنفيذ سياسة تسيير كمي موجهة ركزت في معظمها على شراء أوراق مالية حكومية، ومنذ مارس 2009 إلى نهاية 2012، بلغ إجمالي مشتريات بنك إنجلترا من الأوراق المالية الحكومية (ويطلق عليها سندات الدين الحكومي « gilts ») 14% من إجمالي الناتج المحلي. واتخذ البنك المركزي الأوروبي طائفة من التدابير، منها عمليات التمويل طويلة الأجل وبرنامج أسواق الأوراق المالية المحدود لدعم السندات السيادية. أما سياسة التيسير الكمي التي أطلقها الاحتياطي الفيدرالي فقد استخدمت لشراء كل من السندات الحكومية والأوراق المالية المضمونة برهون عقارية لتخفيض العائدات طويلة الأجل، لاسيما أسعار الفائدة على القروض العقارية السكنية.

³⁰⁹ جين غوبات، ألكسندر شايو، سامون غراي، آندي جوبست، كازوهيرو ماساكي، هيروكو أورا، مارك ستون: مخاطر السيولة النظامية، تعزيز صلابة المؤسسات والأسواق أمامها، تقرير الاستقرار المالي العالمي، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2010، ص1.

³¹⁰ جين غوبات، ثيودور بارنهيل جونور، أندرياس جوبست، تورغوت كيسنباي، هيروكو أورا، تياغو سيفيرو، ليليانا شوماخر: كيف يمكن معالجة الشق النظامي في مخاطر السيولة، تقرير الاستقرار المالي العالمي، صندوق النقد الدولي، أبريل 2011، ص1.

الشكل رقم 56: السيولة التي تم ضخها من قبل البنوك المركزية الكبرى خلال الفترة 2007-2012



المصدر: ريكاردو دافيكو، برايان جون غولدسميث: مرجع سابق، ص 43.

وبرغم اختلاف موضع تركيز كل بنك من هذه البنوك المركزية الثلاثة إلى حد ما، كانت النتيجة واحدة وهي سرعة تضخم ميزانياتها العمومية. ومنذ أن بدأت أزمة القروض العقارية عالية المخاطر في أوت 2007 إلى غاية نهاية 2012، نمت الميزانية العمومية لبنك إنجلترا بواقع 380%، وتضاعفت الميزانية العمومية للمنظومة البنكية الأوروبية بواقع 241%، وبلغ نمو الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي 221%³¹¹.

فالبنوك المركزية تمتلك سلطة إيجاد مبالغ كبيرة من الاحتياطات، مما يعطيها القدرة على منع انتقال مشكلات السيولة في القطاع المالي إلى الاقتصاد العيني. كما أنها تعمل باعتبارها مقرض الملاذ الأخير للبنوك التي تتمتع بالملاءة لكن تنقصها النقود الحاضرة، وإذا لزم الأمر للنظام البنكي ككل. وقد توسع خلال الأزمة دورها في توفير السيولة لضمان الاستقرار المالي، فلم تقم بمساعدة البنوك التجارية فحسب، بل أقرضت أيضاً المؤسسات المالية غير البنكية الكبرى. وأصبح عدد من البنوك المركزية الكبرى هم صناع أسواق الملاذ الأخير بقبول أوراق مالية لا يمكن بيعها في السوق كضمان إضافي مقابل تقديم قروض. كما وفر العديد منها النقد

³¹¹ ريكاردو دافيكو، برايان جون غولدسميث: الميزانيات العمومية المتضخمة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2012، ص 43.

الأجنبي لبنوك محلية تواجه صعوبات في تعبئة الأموال بالعملة الأجنبية. وأدت هذه التدابير الرامية إلى مساعدة أسواق مالية مهمة والحفاظ على الاستقرار المالي إلى التخفيف من قيود السيولة ودعم أسعار الأصول.

كما أن ضخ النقود لدعم الأسواق يتضمن مخاطر ائتمانية يمكن أن تسبب خسائر للبنك المركزي، فالدعم الكبير للسيولة يمكن أن يثير توقعات بتلقي الدعم في المستقبل، ويجعل الأطراف الفاعلة في السوق تتخذ قرارات أكثر مخاطرة واستنادا للاعتقاد بأنه ستم كفالتها إذا ساءت الأمور مرة أخرى. ومن المحتمل أن يؤدي ضخ البنك المركزي لمبالغ كبيرة من السيولة في سوق المال إلى الحد من حوافز الأطراف الفاعلة في السوق على التداول فيما بينها، وبذلك يقلص حجم الأسواق القائمة فيما بين البنوك وأسواق المال، ويؤدي في النهاية إلى إضعاف البنية التحتية للسوق بعد خروج البنك المركزي³¹².

وقد شجعت أسعار الفائدة المنخفضة في الاقتصاديات المتقدمة استخدام الرفع المالي، لتخفيض تكلفة الاقتراض على الشركات، وبالتالي تكون نسب خدمة الدين أفضل، مما يسمح للمستثمرين على تحقيق عائد مرتفع³¹³. بالإضافة إلى أنها حسنت بعض مؤشرات سلامة البنوك، مع دعم الاقتصاد والاستقرار المالي على المدى القصير³¹⁴. ولكن قد يكون لها آثار جانبية غير مرغوبة يمكن أن تهدد الاستقرار المالي كلما طالت مدة تطبيقها، فقد تكون عاملا مشجعا للبنوك على تجديد القروض المتعثرة بدلا من معالجة الخلل في ميزانيتها العمومية، ومنه تزيد من مخاطر الائتمان على المدى المتوسط، وذلك يفسر ارتفاع المخاطر المتصورة في السوق بشأن عدم سداد التزامات البنوك على أثر التصريحات التي تصدرها البنوك المركزية بشأن سياساتها النقدية³¹⁵.

وتتطوي مشتريات السندات واسعة النطاق على تكاليف ومخاطر محتملة، فإذا ارتفعت عائدات السندات يسجل البنك المركزي خسائر في الأوراق المالية التي يمتلكها. كما يجب أن تصمم إستراتيجية بيع أو خفض حيازة السندات بدقة لأنها قد تسبب زيادة حادة في العائدات طويلة الأجل، وتسفر عن آثار التشديد النقدي غير المقصودة. وربما كان الأمر الأهم هو أن برنامج شراء السندات يمكن أن يخلق انطباعا بأن البنك المركزي يقوم باستبدال السندات الحكومية بنقود منشأة حديثا. وقد يكون برنامج شراء السندات محل ترحيب الحكومة

³¹² مارك ستون، كينجي فوجيتا، كوتارو إيشي: سلوك غير تقليدي، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 50، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2011، ص 41.

³¹³ صندوق النقد الدولي: تقرير الاستقرار المالي العالمي، مستجدات الأسواق المالية، جوان 2011، ص 3.

³¹⁴ صندوق النقد الدولي: تقرير الاستقرار المالي العالمي، 17 أبريل 2013، ص 6.

³¹⁵ نشرة صندوق النقد الدولي، انخفاض أسعار الفائدة لفترة مطولة يمكن أن يعيد المخاطر المالية إلى الارتفاع، 11 أبريل 2011، ص 1-2.

في البداية، حيث تساهم العائدات الأقل في حدوث توفير في المالية العامة، لكن بمجرد أن ينتقل محور تركيز سياسة البنك المركزي إلى التشديد، من المحتمل أن ينشأ تعارض في المصالح بين البنوك المركزية والحكومة.

فعندما يشتري الاحتياطي الفيدرالي سندات طويلة الأجل من البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى مقابل دولارات منشأة حديثاً "الاحتياطيات"، فإنه يقلل معروضها في السوق، فترتفع أسعارها ويقل عائدها، وتنخفض عائدات الأوراق المالية طويلة الأجل الأخرى على نحو يتماشى مع عائدات السندات الحكومية، مما يجعل الاقتراض أقل تكلفة. والهدف هو زيادة قدرة البنوك على الإقراض وتعزيز قيمة الأصول، مما يؤدي إلى زيادة الطلب المحلي وإعطاء دفعة للنمو الاقتصادي. وقد أجرى الاحتياطي الفيدرالي جولتين من برامج شراء السندات على نطاق واسع، الأولى من مارس 2009 إلى ماي 2010، والثانية من نوفمبر 2010 إلى جوان 2011، حيث أدى برنامج شراء السندات إلى تخفيض العائدات، وساعد في تعزيز التعافي الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية.

وللتصدي لهذه المخاطر، يجب تحديد أهداف برنامج شراء السندات في فترة مبكرة، وبشكل خاص يتعين احترام الاستقلال الذاتي للبنك المركزي، فالعالية المصدقية منها اعتمدت بدرجة كبيرة على هذه السياسات، والتي انطوت في أغلبها على زيادات ضخمة في الأصول السائلة المحلية³¹⁶.

ومن شأن معايير بازل 3 الكمية لإدارة مخاطر السيولة العالمية أن تدعم استقرار القطاع البنكي وتساهم بشكل غير مباشر في تخفيف مخاطر السيولة النظامية. كما أنها تتعلق في الأساس بالسلامة الاحترازية الكلية، وذلك برصد الأثر السلبي الذي يمكن أن تحدثه قرارات إدارة السيولة في إحدى المؤسسات على بقية مؤسسات النظام المالي، وبالتالي إجراء تقدير لقيمة مساعدات السيولة التي يمكن أن تلقاها المؤسسات من البنك المركزي. ويمكن أن يؤدي التقدير السليم لقيمتها إلى تقليص حجم الدعم الذي يسمح به البنك المركزي في وقت الضغوط وأن يساهم في الحيلولة دون تحول نقص السيولة النظامية إلى مشكلات إعسار واسعة النطاق والتأثير على الوساطة المالية والاقتصاد العيني³¹⁷.

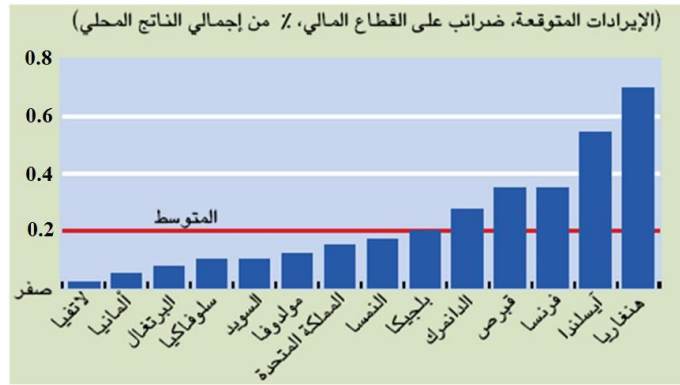
³¹⁶ مارك ستون، كينجي فوجيتا، كوتارو إيشي: مرجع سابق، ص 41.

³¹⁷ جين غوبات، ثيودور بارنهيل جونور، أندرياس جوبست، تورغوت كيسنباي، هيروكو أورا، تياغو سيفيرو، ليليانا شوماخر: كيف يمكن معالجة الشق النظامي في مخاطر السيولة، مرجع سابق، ص 2-3.

3- توسيع نطاق الضرائب على القطاع المالي:

لقد قامت العديد من الحكومات باستحداث ضرائب على القطاع المالي (الشكل رقم 57)، والتي ينظر إليها بطريقتين: أولاً، يمكن في حالة تطبيقها على السلوك الذي ينطوي على مخاطر، أن تكون أداة تصحيحية تقلل من احتمال حدوث أزمات مستقبلية. وثانياً، يمكن أن تكون وسيلة تضاف من خلالها إلى الخزائن الحكومية الموارد اللازمة لتغطية تكاليف الأزمات التي وقعت في الماضي وأي أزمات تقع في المستقبل، فهي تسمح مع الوقت بزيادة كفاءة توزيع الخسائر.

الشكل رقم 57: الضرائب المفروضة على القطاع المالي بعد وقوع الأزمة في الدول الأوروبية*



المصدر: جيف غوتليب، غريغوريو إيمبافيدو، آنا إيفانوفافا: فرض ضرائب على التمويل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2012، ص 46.

ويمكن تحديد بعض المصادر المحتملة للمخاطرة النظامية كما يلي:

أ- الحجم ودرجة الترابط: إذا كانت المؤسسة المالية المعنية تعتبر أكبر من أن تخفق أو ترتبط بعلاقات أكثر من اللازم بمؤسسات مالية أخرى، فإنها تستفيد من الانخفاض المصطنع لتكاليف التمويل، لأن المستثمرين يفترضون أن الدولة ستتدخل لإنقاذها إذا ما تعرضت لإعسار، ويشجع هذا الدعم الشركات على أن تصبح كبيرة، ومن شأن فرض ضريبة تساعد على موازنة هذا الدعم أن تحد من الحافز أن تصبح المؤسسة مؤثرة على النظام المالي.

ب- المعالجة غير المتماثلة للمنافع والتكاليف: تتوفر حماية لبعض المؤسسات المالية لتحمل المخاطر، لأنها أكبر من أن تخفق، مما تحفز الجميع للإقدام المفرط على المخاطر، ولمعالجة ذلك يمكن فرض ضرائب أعلى على الأرباح التي تتجاوز حداً معيناً، ونظراً لأن بعض العوائد الزائدة يمكن أن تدفع في صورة أرباح مما في ذلك المكافآت، فإن فرض ضرائب على الأرباح التي تتجاوز مستوى معين يؤدي نفس الغرض.

* الضرائب المفروضة على القطاع المالي في أوروبا الغربية بعد وقوع الأزمة المالية العالمية ارتفعت حصيبتها بصورة مباشرة بنحو 0.2% من إجمالي الناتج المحلي السنوي.

ج- هيكل التمويل: في أوقات مختلفة أثناء الأزمة، وجه لوم زعزعة استقرار القطاع المالي والاقتصاد إلى البنوك لإفراطها في الاعتماد على التمويل بالجملة المعروف بتقلبه النسبي (الاقتراض قصير الأجل غالباً من البنوك والمؤسسات مالية أخرى) وعلى التمويل الأجنبي، ويمكن أن يؤدي فرض ضريبة على مصادر التمويل المتقلبة إلى تشجيع البنوك على التحرك باتجاه مصادر التمويل أكثر موثوقية، مثل الودائع والتمويل المحلي الأطول أجلاً.

د- تواتر المتاجرة في الأوراق المالية: إن قيام مؤسسات مالية بالمتاجرة في الأوراق المالية بتواتر مرتفع يسهم في خلق تقلبات زائدة أو فقاعات في أسعار الأصول، مما يفضل فرض ضرائب مباشرة عليها.

كما ينظر إلى أربعة أنواع رئيسية من الأدوات الضريبية، منها ضريبة المساهمة في تحقيق الاستقرار المالي، ضريبة المعاملات المالية، ضريبة النشاط المالي، بالإضافة إلى إصلاح ضريبة دخل الشركات.

ويعتمد تأثير الضرائب على تفاصيل تصميمها، فينبغي أن تفرض على أوسع نطاق ممكن، مع استبعاد عدد محدود من المؤسسات، ذلك يشجع المؤسسات على تغيير تصنيفها للاستفادة من المعاملة الضريبية الأفضل، ومن شأن ذلك أن يفشل الغرض الذي وضعت من أجله. وبوجه أعم، يمكن أن يكون لاقتران فرض الضريبة على المؤسسات المخالفة آثار سلبية، مثل الكشف عن التي تشكل مخاطرة نظامية، وهو ما يمكن أن يعطي للأسواق إشارات إلى أنه سيجري إنقاذها. ويركز الوعاء المناسب لأي ضريبة على أهدافها، ففرض ضرائب يكون مناسباً إذا كانت السلطات تسعى لتصحيح سلوك معين. ولكن بوجه عام، ينبغي النظر في التأثير الكلي لمختلف الضرائب والمتطلبات التنظيمية على البنوك³¹⁸.

4- تشديد الضوابط على التدفقات الرأسمالية الداخلة:

كان أحد آثار الأزمة المالية العالمية حدوث طفرة في تدفقات رأس المال إلى الأسواق الصاعدة خاصة تلك الواعدة باحتمالات نمو قوية. وللتدفقات الرأسمالية الداخلة منافع، والتي تعتبر مكملية لدور المدخرات المحلية في تمويل النمو الاقتصادي، تدعم تنوع مخاطر الاستثمار وتسهم في تطوير الأسواق المالية. إلا أنها قد تؤدي إلى تعقيد إدارة الاقتصاد، حدوث فقاعة أسعار الأصول وزيادة المخاطر النظامية في القطاع المالي. وبالإضافة إلى ردود أفعال السياسات التقليدية مثل إجراء تغييرات في سعر الصرف، تعديلات السياسة المالية والنقدية، التدخل في عمليات الصرف الأجنبي، تراكم الاحتياطي والتدابير الاحترازية، وعادة ما تستخدم الاقتصاديات

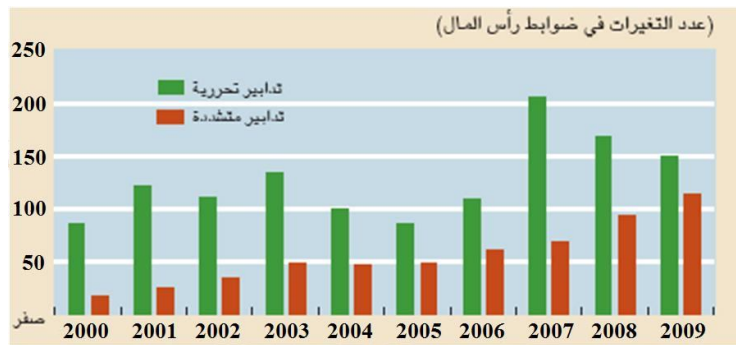
³¹⁸ جيف غوتليب، غريغوريو إيمبافيدو، أنا إيفانوفاف: مرجع سابق، ص 44-46.

الصاعدة ضوابط رأس المال، بتشديدها على التدفقات الداخلة أو تخفيفها على التدفقات إلى الخارج، أو كليهما، في محاولة للتخفيف من حدة المخاطر المصاحبة لتقلبات التدفقات الرأسمالية الدولية.

وقبل الأزمة (الشكل رقم 58)، قامت العديد من الاقتصاديات الصاعدة بفتح اقتصادياتها أمام الاستثمار الأجنبي والسماح للمستثمرين المحليين بالاستثمار في الخارج، مما ازدادت تدفقات رأس المال عبر الحدود من الاقتصاديات المتقدمة إلى الصاعدة وفيما بين الاقتصاديات الصاعدة، لكن رد فعل بعضها كان فرض قيود عليها، بتطبيق شروط الاحتياطات غير المعوضة على معظم أنواع التدفقات الرأسمالية الداخلة، تحرير ضوابط التدفقات الخارجة لموازنة جزء من التدفقات الداخلة وذلك بالسماح للمقيمين بالاستثمار في الخارج، تطبيق مزيج من التدابير الاحترازية وضوابط رأس المال على اقتراض البنوك من الخارج لمعالجة الزيادة الكبيرة في التوسع الائتماني، تحرير تدريجي للحساب الرأسمالي بتشديد الضوابط على تدفقات رأسمالية داخلة معينة، فرض ضريبة على بعض معاملات النقد الأجنبي وتكميلها بضريبة على تدفقات معينة من رؤوس الأموال المساهمة.

الشكل رقم 58: الضوابط على تدفقات رأس المال المفروضة على الاقتصاديات النامية

خلال الفترة 2000-2009*



المصدر: أنا ماريا كوكنين: مرجع سابق، ص 57.

لكن الأدلة على فعالية ضوابط رأس المال مختلطة، فالضوابط بصفة عامة غير قادرة على الحد من الحجم الإجمالي للتدفقات الداخلة أو من تقلبات سعر الصرف. ومع ذلك، يبدو أنها تطيل هيكلاً آجال استحقاق

* منذ عام 1950 وقاعدة بيانات "التقرير السنوي حول ترتيبات وقيود الصرف" (AREAER) تقوم بتتبع ترتيبات الصرف والتجارة في كل البلدان الأعضاء في الصندوق، والبالغ عددها 187 بلداً، ويجري تحديث هذه القاعدة المتميزة سنوياً بناءً على المعلومات التي ترد من سلطات البلدان في معظم الأحيان. وتوفر قاعدة البيانات أيضاً معلومات عن الأنواع المختلفة من ضوابط رأس المال المطبقة في تلك البلدان، والقيود على المدفوعات والتحويلات الدولية الجارية، وترتيبات المدفوعات والإيرادات، والإجراءات الخاصة بحسابات المقيمين وغير المقيمين، وترتيبات سعر الصرف، وتشغيل أسواق الصرف الأجنبي. وتشمل القاعدة أيضاً التدابير المطبقة في القطاع المالي، بما فيها التدابير الاحترازية.

التدفقات الداخلة، مما يؤدي إلى جذب تدفقات أكثر استقراراً، وإتاحة بعض الاستقلال النقدي بالمحافظة على حد بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية. ويمكن اتخاذ تدابير للحد من تدفقات الديون قصيرة الأجل الداخلة للتمكن من خفض حجم صافي التدفقات الداخلة وإطالة هيكل آجالها³¹⁹.

5- إصلاح حوكمة الأسواق المالية:

ركزت الأزمة المالية على نقاط ضعف بشأن كيفية حوكمة الأسواق المالية العالمية، والتي منذ سبعينيات القرن الماضي نمت نمواً مضاعفاً، وكان محرك التوسع هو التحرر من قيود التنظيم والابتكارات المالية. ولعبت البنوك دوراً رئيسياً في ذلك. أما الذي لم ينمو مع انتشار هذه الأسواق فكان المؤسسات والهيكل التي تشرف عليها من خلال وضع وتنفيذ التنظيمات، وبقيت هناك فجوة بين أنشطة السوق والنظام التنظيمي.

ومع النمو السريع في أعمال البنوك الدولية، استمرت الأسواق المالية في الازدهار (من 0.1 تريليون دولار في 1970 إلى 6.3 تريليون دولار في عام 1990 و 31.8 تريليون دولار في 2007)، وكان ذلك مصحوباً بتوحيد الصناعة البنكية الدولية نتيجة الاندماجات والاستحواذات عبر الحدود. ودخلت البنوك إلى مجالات للنشاط كانت مقتصرة على المؤسسات غير البنكية (تغطية الاكتتابات، إدارة الأصول، أعمال الاستثمارات البنكية ومبادلات الملكيات)، مما أدى إلى نظام أعمال الظل البنكي، وبالتالي وجود شرائح ضخمة من النشاط البنكي خارج محيط التنظيم. وزاد النمو السريع للمنتجات المورقة بصورة حادة في استئانة البنوك لزيادة الفاعلية وحجب المخاطر. وقد نمت سوق المشتقات الائتمانية إلى نحو 500 تريليون دولار في عام 2007.

وقد استحدثت الأزمة المالية إعادة التفكير في دور الأسواق المالية والإخفاقات في حوكمتها، خاصة في الاقتصاديات المتقدمة. فدورها توسع أكثر مما ينبغي أن يكون عليه، وعولمتها تركت البلدان والمواطنين معرضين للأخطار، وهناك ثلاث مجموعات من نواحي الإخفاق التي يمكن تحديدها، مع تداعياتها بالنسبة للإصلاحات.

أولاً: أن الأزمة أوضحت نقاط أساسية في عمل الأسواق المالية، منها مشكلات عدم تماثل المعلومات، الأخطار المعنوية، ضعف حوكمة الشركات (ترتبط جزئياً بطبيعة تعويضات المديرين التنفيذيين)، نشأة القروض، معايير التغطية، كما أظهرت المدى الذي أدت إليه الأدوات المالية الجديدة وزيادة تعقدتها في تفاقم مساهمة الاتجاهات الدورية وإخفاء المخاطر.

³¹⁹ أنا ماريا كوكنين: التوافق مع طفرات التدفقات الرأسمالية الداخلة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2010، ص 57.

ثانياً: كان هناك إخفاق واسع في تنظيم الأسواق المالية، فعلى الرغم من التركيز على كفاية رأس المال، فقد تم فرض تنظيم رأس المال بطريقة سمحت بتراكم الاستدانة لغرض تحقيق الفاعلية المالية وتشجيع مساندة الاتجاهات الدورية. بالإضافة إلى أن تفتت التنظيم خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، قد أسهم في زيادة تحمل المخاطرة، كما فعلت شرائح تنظيمية مهمة مثل صناديق التغطية، أدوات الاستثمار الخاصة التي أنشأها البنوك، والتي كانت خارج نطاق التنظيم الرشيد.

ثالثاً: كشفت الأزمة قصور في التنسيق والتعاون الدولي، فقد ظل إشراف صندوق النقد الدولي ومنتدى الاستقرار المالي* ضعيفاً، وذلك بسبب نقص الركائز الأساسية التي تعتمد عليها مؤسسات الإشراف الفعال المنتظم على الاقتصاديات المتقدمة. كما أن صندوق النقد الدولي يفتقر إلى الموارد والأدوات التي تمكنه من التصدي بقوة لعدم الاستقرار النظامي. وقد قوض عدم التوازن في الصوت والتمثيل للاقتصاديات النامية في صندوق النقد الدولي وبدرجة أكبر في بنك التسويات الدولية وغيرها من الجهات التي تقوم بوضع المعايير، مشروعية وفعالية الحوكمة المالية العالمية.

وكان لتنامي التوافق بشأن أوجه الضعف التنظيمي إلى تقديم الكثير من مقترحات الإصلاح، لاستعادة التوازن بين التنظيم وحرية العمل لمصلحة التنظيم الرشيد لمواجهة التقلبات الدورية، والتي تؤكد ما يلي:

أ- تحسين الحوافز التي تساعد على التحمل الرشيد للمخاطر من خلال إصلاح التعويضات، المرتبات والتقسام الأكبر للمخاطر من جانب منسئي القروض والأوراق المالية؛

ب- وضع تنظيم أكبر تشدداً لرأس المال، مع حدود أكثر صرامة على الاستدانة لمنع مساندة الاتجاهات الدورية وتكديس فقاعات الأصول؛

ج- توجيه أكبر قدر من الانتباه والاهتمام نحو الإشراف على السيولة ومخاطر التمويل؛

د- وضع آليات أفضل للإشراف على المؤسسات المالية الكبيرة الممتدة عبر الحدود؛

هـ- تحسين الشفافية وتخفيض المخاطر النظامية المصاحبة للمشتقات والأدوات المالية المعقدة؛

و- ضمان أن تفي هيئات التصنيف الائتماني بأعلى المعايير مع تجنب تضارب المصالح.

* يضم كبار ممثلي السلطات المالية الوطنية، مؤسسات التمويل الدولية ومجموعات التنظيم والإشراف، فهو يربط ما بين السلطات المالية وهيئات التنظيمية في مؤسسات التمويل الدولية، كما يركز على المخاطر النظامية في الأسواق المالية وطرق علاجها.

كما يجب إنشاء مؤسسات ومناهج للتنظيم (وخاصة بالنسبة للمؤسسات الكبيرة عبر الحدود)، تتم من خلال تنظيم مالي عالمي، ميثاق لبنك دولي وآلية دولية للإعسار. وإذا لم تتجسد هذه الآلية، فيمكن إنشاء جماعات من المشرفين تكون مسؤولة بشكل جماعي عن الإشراف الفعال. وبصفة عامة، هناك حاجة ماسة إلى تحسين التعاون فيما بين جهات التنظيم، نظرا لنطاق التنظيم الوطني والطبيعة العالمية للأسواق العالمية.

ونظرا لأهمية الروابط الكلية في تزايد التعرض للمخاطر وحل الأزمات، يجب أن يحتل بوضوح دوري منتدى الاستقرار المالي وصندوق النقد الدولي وتعزيز التعاون بينهما. بل والأكثر أهمية إصلاح صندوق النقد الدولي حتى يمكنه أن يلعب دورا محوريا وفعالا في تخفيض مخاطر عدم الاستقرار المالي ومواجهة الأزمات، بإصلاح دوره الإشرافي حتى يمكنه تقديم الدعم التحوطي لكافة أعضائه، بالإضافة إلى نظام حوكمته ليصبح أكثر خضوعا للمساءلة وأشد تمثيلا، كما يجب مراجعة دوره في النظام النقدي الدولي وفي هذا العالم الجديد ذات التدفقات الرأسمالية المتقلبة، ويتطلب بنفس القدر التزام جميع الأعضاء بالطبيعة التعاونية.

ومع اتساع إصلاح الحوكمة المالية العالمية وتعقده وعقباته السياسية، فإن الأمر يقتضي إنشاء فريق لتوجيه له سلطة سياسية وفنية على المستوى العالمي لقيادة الإصلاحات، ومجموعة العشرين في وضع جيد لأداء هذا الدور نظرا لأهميتها تجمع معا وزراء المالية، محافظي البنوك المركزية للبلدان ذات الأهمية في النظام، فالارتفاع بالمناقشات إلى مستوى القادة يعطيها دفعا ونطاقا سياسيا أكبر للنظر في القضايا المشتركة³²⁰.

6- إتباع سياسات السلامة الاحترازية الكلية:

تسعى الحكومات إلى تنظيم المؤسسات المالية حتى تضمن سلامة أوضاعها وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، ولكن تبين من الأزمة أن التنظيم التقليدي الذي يطلق عليه بالاحترازي الجزئي لا يكفي لضمان صحة النظام المالي ككل، والذي يكون في الغالب مخففا في حالة بنوك الاستثمار، فاستقرار النظام المالي في نظر السياسة الاحترازية الجزئية يعني الصورة الكلية للمؤسسات المنفردة ذات الأوضاع السلمية، ولا تأخذ في الاعتبار ما قد تشكله المؤسسات من تهديد للمؤسسات المالية الأخرى وللأسواق*.

³²⁰ أمار باتاشاريا: شبكة مشوشة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2009، ص ص 40-43.
* اتخاذ سلوك حذرا من منظور مؤسسة واحدة قد يسفر عن مشكلات إذا انتهجت جميع المؤسسات سلوكا مماثلا، سواء ببيع أصول مشكوك في أمرها، تشديد معايير الائتمان أو الاحتفاظ بالنقدية.

وفي ظل ما سمح به التنظيم التقليدي من نمو مواطن الضعف المالي دون ضوابط، وعليه يجب إتباع منهج للتنظيم المالي يتسم بتغطية أشمل ليطلق عليه اسم سياسة السلامة الاحترازية الكلية، والذي يهدف إلى تقديم الإضافة وتكملة السياسة الاحترازية الجزئية.

فسياسات السلامة الاحترازية الكلية مصممة لتحديد المخاطر التي تهدد الاستقرار النظامي وتخفيفها، مما يؤدي إلى تخفيض التكلفة التي يتكبدها الاقتصاد جراء اضطراب الخدمات المالية التي تركز عليها أعمال الأسواق المالية. وينشأ الضعف المالي عندما يصبح القطاع المالي ككل معرضاً بشكل مفرط لنفس المخاطر. فعند انهيار سوق المساكن في و.م.أ كان المقرضون معرضون لكل من مخاطر السوق بسبب تراجع قيم الضمانات العقارية، المخاطر الائتمانية نتيجة تراجع قدرة المقترضين على سداد قروضهم ومخاطر السيولة لعدم تمكن المقرضون من إعادة تمويل الديون التي انتهت مدتها.

وإذا كان التعرض لمصادر المخاطر مشتركاً أو يتسم بوجود علاقة ارتباط عبر المؤسسات المالية، فمن المرجح أن يتعرض الكثير من الوسطاء الماليين لضغوط بسبب انخفاض قيمة الأصول وارتفاع تكلفة إحلال الأموال القابلة للإقراض (الخصوم)، الأمر الذي من شأنه الإضرار بقدرة النظام على توفير الخدمات المالية الرئيسية للاقتصاد، بما في ذلك الائتمان والمدفوعات.

والمخاطر النظامية يمكن أن تنشأ بسبب فشل مؤسسة منفردة، حينما تضعف قدرة المؤسسات الأخرى على الاستمرار في تقديم الخدمات المالية للاقتصاد، وعادة لا تنشأ هذه التداعيات إلا عن مؤسسة كبرى تربطها علاقات مكثفة بعدد كبير من المؤسسات، ويسفر إخفاؤها في تهديد الاستقرار النظامي، ويمكن أن تحدث من خلال قناة أو أكثر لانتقال العدوى منها ما يلي:

- أ- انكشاف المؤسسات المالية مباشرة للمؤسسة المتضررة؛
- ب- اضطراب المؤسسة المتضررة إلى بيع الأصول بأسعار بخسة، مما يسبب انخفاض قيمة جميع الأصول المتشابهة، ويؤدي ذلك إلى تكبد المؤسسات الأخرى لخسائر من الأصول التي في حوزتها؛
- ج- اعتماد المؤسسات المالية على استمرار المؤسسة المتضررة في تقديم الخدمات المالية مثل الائتمان، التأمين وخدمات أداء المدفوعات؛
- د- ارتفاع تكاليف التمويل وتزايد السحب الجماعي للأرصدة من المؤسسات المالية في أعقاب إخفاق المؤسسة المؤثرة على النظام.

فإخفاق ليمان براذرز عام 2008 لم يسفر عن تكبد المؤسسات المالية لخسائر مباشرة وحسب، وإنما أدى أيضا إلى زيادات حادة في تكاليف التمويل التي تتحملها جميع المؤسسات المالية، نتيجة لعدم يقين مقدمي الأموال بشأن أي المؤسسات التي لحقت بها خسائر جراء انهياره، ومن تم كانوا حذرين في إقراض أي مؤسسة. ولكي يتسنى لسياسة السلامة الاحترازية الكلية الحد من التكلفة المتوقعة من الضعف الكلي، يجب أن يتضمن نطاق تأثيرها على مجموعتين من المؤسسات، المؤسسات المؤثرة على النظام المالي وكل مقدمي الائتمان الممولين بالرفع المالي*.

فالمؤسسات المؤثرة على النظام المالي لا تقتصر على البنوك الكبرى فحسب، وإنما تضم أيضا تلك التي تقدم خدمات أداء المدفوعات والتأمين الأساسية للمؤسسات المالية. فقد كانت المجموعة الأمريكية الدولية AIG تقدم خدمات التأمين للمؤسسات المالية من خلال حماية قيمة الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية، وإذا تركزت لتنهيار لاخفتت هذه الحماية التأمينية وتعرضت مؤسسات أخرى لخسائر.

كما تتضمن كل مقدمي الائتمان الممولين بالرفع المالي، لأن مواطن ضعفهم مجتمعة يمكن أن تؤثر على توفير الائتمان للاقتصاد ككل، ولذلك يجب أن تغطي بعض فئات جهات الإقراض غير البنكية، وإلا نشأت مخاطر من تحول تقديم الائتمان من البنوك إلى المؤسسات غير البنكية التي تخضع لقيود أقل.

كما يوجد مجموعة من الأدوات لمواجهة الضعف الكلي وحالات الفشل المنفردة، والتي تستخدم لمعالجة تراكم المخاطر الكلية بمرور الوقت، ومن أهمها رأس المال الوقائي الديناميكي، فقد ظلت أجهزة التنظيم لفترة طويلة تشترط على المؤسسات المالية زيادة الاحتفاظ بمقدار معين من رأس المال لتمكينها من استيعاب خسارة القروض أو الأوراق المالية، خاصة عند ظهور علامات نمو غير عادي للائتمان أو حدوث طفرة في أسعار الأصول مدفوعة بالائتمان. وتؤدي زيادته إلى حدوث تأثير ثنائي، فنظرا لأنه يجب على المقرضين تعبئة الأموال، يتوقع ارتفاع تكلفة الائتمان وتباطؤ نموه، وفي نفس الوقت أن يدعم قدرة النظام على الصمود، مما يسمح بزيادة إمكانية الوقاية من الخسائر، وبالتالي الحد من احتمال وقوع ضائقة ائتمانية. ولكن رأس المال الوقائي الديناميكي مجرد أداة يمكن أن تستخدمها السلطات المعنية بالسلامة الاحترازية الكلية في استهداف مواطن ضعف محددة، كاتخاذ تدابير لتثبيط الاعتماد المفرط على التمويل بالجملة الذي يتسم بالتقلب، وذلك كالاتي:

* الذين يقرضون أموالا مقترضة.

- أ- تغيير أوزان المخاطر القطاعية: بتصميمها لتكون أقل حدة من رؤوس الأموال الوقائية الديناميكية، وتفرض على المؤسسات المالية زيادة رأس المال لتغطية القروض الجديدة في القطاعات التي تشهد ارتفاعا في المخاطر*.
- ب- المخصصات الديناميكية: تدفع البنوك إلى تجنب أموال في أوقات اليسر، حينما تكون خسائر الائتمان منخفضة نسبيا، حتى تستعد ميزانيتها على نحو أفضل لتغطية الخسائر التي تتراكم في فترات هبوط النشاط.
- ج- نسب القروض إلى القيمة: يتزايد تطبيق حدها الأقصى للتقليص من المخاطر الناجمة عن فترات الانتعاش والركود في أسواق العقارات، والتي تساعد على الحد من الرفع المالي للأسر من خلال تقليل حجم القروض إلى أقل بكثير من قيمة العقار. ويمكنها كبح الزيادات في أسعار المساكن، للتقليل من اضطراب الأسر على التوقف عن سداد قروضها عند تحول دورة أسعار المساكن، كما تكمل في الغالب نسب الدين إلى الدخل التي تهدف إلى تقليص الجزء الذي تنفقه الأسر من دخلها على خدمة الدين.
- د- التدابير التي تستهدف الإقراض بعملة أجنبية: إذا حصل المقترضون على قروض بعملة أجنبية، فقدرتهم على السداد ستتأثر في حالة ارتفاع قيمة العملة الأجنبية، يؤدي ذلك إلى زيادة مخاطر الائتمان التي يتعرض لها المقترضون نظرا لارتفاع تكاليف السداد التي يتحملها المقترضون، وعليه يجب وضع حدود لقيمة الإقراض بعملة أجنبية.
- هـ- شروط السيولة: حينما يكون من السهل الحصول على تمويل، فزيادة رأس المال الوقائي الإلزامي من الأصول السائلة يؤدي إلى توفر الاحتياطي النقدي الذي يعتمد عليه عند نضوب التمويل، ويمكنه أن يكبح التوسع الائتماني المدفوع بالتمويل بالجملة المتقلب قصير الأجل، وأن تضع حدا لخطورة الاعتماد على هذا التمويل.
- و- يتعين أن تكون السلطات في وضع يسمح لها بمعالجة مخاطر إخفاق المؤسسات المالية المؤثرة على النظام بصورة منفردة**، كما أن معظم الأدوات المصممة للحد من احتمالات فشلها يجب أن تخضع لمزيد من شروط رأس المال الإلزامي. بمقادير تتناسب مع مستوى المخاطر، ومن ثم إعدادها على نحو أفضل لاستيعاب الخسائر. ويأتي كل ذلك عبر الانكشافات، مما يشترط زيادة الشفافية، بما في ذلك بين المؤسسات المالية في أسواق المشتقات، وكانت أجواء عدم اليقين هي التي أسهمت في تجميد الأسواق المالية عقب انهيار ليمان.

* كزيادة شروط منح قروض جديدة للأسر المعيشية لوقف النمو الكبير للقروض في هذه الشريحة.

** تمثل بصورة رئيسية البنوك وبنوك الاستثمار الكبرى التي لديها عمليات في أنحاء العالم.

ونظرا لأن سلامة السياسة الاحترازية الكلية لا تزال في مرحلة مبكرة من التنفيذ، فلا تزال تواجه ثلاث قضايا حاسمة قبل أن يتسنى أن تصبح فعالة بصورة تامة:

أ- بناء ركانتها المؤسسية: لتصميم قواعدها ينبغي تعزيز الترتيبات من فعالية تحديد المخاطر المتنامية، منح حوافز قوية لاتخاذ إجراء فعال وفي الوقت المناسب لمواجهتها بتسهيل التنسيق على مستوى السياسات، ولتحقيق ذلك ينبغي أن يتجنب النظام الهياكل المعقدة على نحو مفرط. علاوة على ذلك، فمن أجل وضع حوافز قوية للعمل، لا بد من أن يحدد الإطار سلطة تتولى القيادة، تخول لها مهمة واضحة وصلاحيات متناسبة حتى يمكن مساءلتها عن تحقيق أهدافها.

وينبغي أن يؤدي البنك المركزي دورا مهما، فهو ليس لديه الخبرة في تقييم المخاطر وحسب، وإنما له دوافع لاتخاذ إجراءات في الوقت المناسب للحد من تراكم المخاطر. فضلا على ذلك، فهو ينسق السياسة النقدية التي تحدد الشروط الكلية المؤثرة على طلب الائتمان وعرضه، ويفيد مشاركة الحكومة في ضمان دعم السياسة الضريبية وتسهيل التغييرات التشريعية لكي تتمكن السلطات من تخفيف المخاطر النظامية، كإنشاء سلطة تنظيمية تشرف على جهات الإقراض غير البنكية والمؤسسات الأخرى المؤثرة على النظام المالي.

ب- قياس المخاطر النظامية: يتمثل في كيفية وضع إطار تحليلي يتسم بالفعالية في تحديد المخاطر النظامية في مرحلة مبكرة ويشجع السلطة المعنية بالسلامة الاحترازية الكلية على اتخاذ إجراء ملائم وفي الوقت المناسب، كما يتجه صناع السياسات نحو استخدام مجموعة من المؤشرات، فتوافر المزيد من المعلومات يساعد على تحديد أي الأدوات أو مزيج الأدوات التي ستكون أكثر فعالية في معالجة المشكلات المحتملة. فعلى سبيل المثال، لكي تقوم السلطة المعنية بالسلامة الاحترازية الكلية برصد المخاطر الكلية، يجب عليها مراقبة مخاطر الائتمان، السيولة والسوق ككل، كذلك رصد أي تركزات لهذه المخاطر في قطاع بعينه، مثل الإسكان أو الائتمان الاستهلاكي، وينبغي أن تحلل بعد ذلك هذه المخاطر لتقرر أي أدوات السياسة الأكثر فعالية في معالجتها.

ج- البعد الدولي: نظرا لترابط النظم المالية الوطنية على مستوى العالم، وتوافر الخدمات المالية عبر الحدود الوطنية، لهذا يجب تنسيق سياسات السلامة الاحترازية الكلية بين البلدان، فالتنسيق الدولي ضروري، لأن الائتمان المقدم من الخارج بإمكانه أن يغذي طفرات الائتمان و فقاعات الأصول، كذلك يضع حدا لاحتمالات قيام المؤسسات المؤثرة على النظام المالي الدولي بنقل العمليات إلى مناطق الاختصاص الأقل قيودا، ومن ثم تنافس البلدان فيما بينها، ويمكن تسهيل التنسيق باستخدام أدوات مشتركة وعقد اتفاقيات دولية.

من كل هذا يمكن القول أنه حتى أفضل سياسات السلامة الاحترازية الكلية لا يمكنها منع كل الأزمات المالية، ومن ثم تنشأ الحاجة إلى وجود ملاذ أخير للإقراض يتمتع بالقوة والمرونة "وهو عادة البنك المركزي" لتخفيف النقص المؤقت في السيولة، وإلى وضع سياسات موثوقة لتسوية أوضاع المؤسسات المالية المتعثرة أو إغلاقها. بالإضافة إلى ذلك، سلامة السياسات النقدية، سياسات الضرائب والإنفاق مطلب ضروري لتوفير بيئة مستقرة تعمل على إرساء نظام مالي سليم³²¹.

7- تعزيز الهياكل الدولية التي تضمن الاستقرار المالي:

كان نتيجة عمق واتساع الأزمة التي وقعت جزئياً من خلال الترابطات العالمية للاقتصاديات والأسواق المالية من الممكن أن تضيع بسهولة منافع التكامل الاقتصادي العالمي، والذي يمكنه تحقيق الكثير من المكاسب، حيث يعتبر من الركائز التي يستند إليها النمو القوي والوظائف المستحدثة، وقد ساعد الاقتصاديات الأكثر فقراً على أن تضيق بعض الشيء فجوة الدخل بينها وبين الاقتصاديات الأغنى، وكذلك على تقريب المجتمعات من بعضها البعض وزيادة انفتاحها، إلا أنه يمكن أن تظهر أيضاً مخاطر جديدة وغير مألوفة.

ومثلما أظهرت الأزمات السابقة، فقد تتضاعف المخاطر بسرعة كبيرة وبطرق غير متوقعة، ويمكن أن تصبح الصدمات الصغيرة، مثل حالات "التخلف عن سداد قروض عقارية في الولايات المتحدة الأمريكية، عدم اليقين بشأن السندات الحكومية اليونانية والضغط الواقعة على البنوك في إسبانيا" قضايا عالمية، ففي عالم مترابط لا تعترف الأزمات بالحدود. ومع وجود أوجه هشاشة ومصدات واقية محدودة في الاقتصاديات المتقدمة التي تمثل جوهر النظام المالي العالمي، سيكون ارتفاع في التقلب النظامي.

فالمشكلة تكمن في أن ببيان استقرار النظام المالي لم يلتحق بوتيرة التكامل السريعة، ورغم أن التمويل عالمي، فقد ظل البنيان اللازم لكفالة الاستقرار النظامي وطنياً في أغلبه، ويعني ذلك أن قدرة صانعي السياسات على التجاوب مع الصدمات يمكن أن تستنفذ بسهولة.

ولذلك يجب أن يكون لإصلاح القطاع المالي مسعى عالمي، وقد أحرز تقدم من حيث زيادة نسب رأس المال ومناقشة نسب السيولة، ولكن لا تزال إقامة بنيان مالي أفضل قيد الإنشاء، وتتضمن الأولويات ما يلي:

³²¹ لويس جاكوميه، إرنلنديير: حماية الكل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2012، ص 30-33.

أ- تحسين التنظيم، لتنفيذ ما اتفق عليه، وإحراز مزيد من التقدم بشأن ما لم يتفق عليه، بما في ذلك تسوية أوضاع البنوك عبر الحدود، وهناك حاجة أيضا للنظر في جميع الأركان المخفية في القطاع المالي، مثل بنوك الظل، الملاذات الضريبية والمشتقات المالية.

ب- توفير سلطة قانونية مناسبة، موارد كافية واستقلالية تشغيلية للجهات الرقابية، مماثلة للمكانة والاستقلالية اللتين تتمتع بهما البنوك المركزية، ولا يمكن أن تكون هناك جدوى من تحسين التنظيم إلا بتنفيذه، وهو ما يعني أنه يتعين أن يكون لدى الأجهزة الرقابية القدرة والاستعداد على تنفيذ القواعد.

ج- الاعتراف بأن المؤسسات المالية نفسها لها مسؤوليات، ويتعين أن تتوافر الحوافز السليمة، وأن يكون هناك إطار لمساءلة القطاع الخاص، ونظم للحوكمة الداخلية على أعلى مستوى من الجودة، وممارسات محسنة لإدارة المخاطر، بما في ذلك النظم الضريبية التي تثبط الإقدام المفرط على المخاطر.

ولا يقتصر التعاون في السياسات على مجموعة العشرين أو المؤسسات الدولية، فهناك بلدان تأخذ بعين الاعتبار الارتباطات داخل مناطقها. ففي منطقة اليورو، اتخذت خطوات تشمل تعزيز الجدران المالية المشتركة "التسهيل الأوروبي للاستقرار المالي، والذي خلق آلية الاستقرار الأوروبية"، الالتزام بتوحيد الرقابة البنكية وتعميق تكامل الماليات العامة.

ويولي صندوق النقد الدولي اهتماما كبيرا لفهم درجة الترابط لتحليل المخاطر والسياسات، كما يستخلص انعكاسات التعاون عبر الحدود ويعزز تصميم النظام النقدي والمالي الدولي، ويركز تحليله للسياسات على استقرار النظام ككل وليس على استقرار فرادى البلدان. وبذلك يمكن تبيين مدى الارتباط القائم بين البلدان وإلى الطريقة التي يمكن أن تؤثر بها التطورات والسياسات التي تحدث في بلد واحد على البلدان الأخرى "الآثار الانتشارية" لمساعدة صانعي السياسات على اتخاذ القرارات، ويمكن أن يساعد ذلك على تحسين ربط الرقابة العالمية بحسب خصوصيات البلدان.

كذلك يجب الخوض بعمق أكبر في سلامة القطاعات المالية وتأثيرها على الاقتصاد الحقيقي، وذلك بتطوير مهمته الرقابية في القطاع المالي، بتفاهم وتنسيق جيدين مع المنظمات المعنية بتحديد المعايير المالية الدولية وتنسيقها، مثل مجلس الاستقرار المالي أو لجنة بازل.

وهناك تقدم في تحديد أماكن المخاطر العالمية، مع التنقيب بعمق أكبر من أجل وصل النقاط من خلال اختبارات القدرة على تحمل الضغوط التي تجرى للبنوك والابتكارات مثل عملية الإنذار المبكر التي يقوم بها

صندوق النقد الدولي ومجلس الاستقرار المالي. ولكن بالنظر إلى تعقيد الترابطات، تكون هناك ضرورة إلى تعزيز التعاون وإحراز تقدم أكبر لسد هذه الفجوات، بسبل من بينها مبادرات ثغرات البيانات.

كما يجب معرفة أدوار البلدان وطبيعة ترابطاتها وانعكاساتها، فعلى سبيل المثال، ارتبطت الاقتصاديات الخمسة المؤثرة على النظام المالي بجزء كبير بالنظام الأوسع، الذي يشكل عدد كبير من البلدان "تجمعات" تجارية أو مالية محبوكة بإحكام، مثلما هي الحال في منطقة اليورو أو سلسلة الإمدادات الآسيوية. وتقوم بعض الاقتصاديات بربط تجمعات مختلفة، مثل النمسا، التي ترتبط ماليا بوسط وشرق أوروبا، والسويد التي ترتبط بالبلطيق، ويمكن أن تكون هذه الاقتصاديات مجرد قنوات توصيل تمرر الصدمات من اقتصاد إلى آخر، ولكن يمكنها أيضا إخماد الصدمات أو تعظيمها. وعلى هذا النحو، يمكن أن تكون كفالة استقرارها سلعة عامة عالمية، تساعد على منع انتشار الصدمات³²².

المبحث الثاني: تقوية أجهزة التنظيم والرقابة البنكية:

نحاول في هذا المبحث تقديم عموميات حول التنظيم والرقابة البنكية، بعد ذلك نتطرق إلى سبل تفعيلها وتطويرها وفق المعايير الدولية، مع إعادة الإشراف على البنوك المؤثرة على النظام المالي، تخفيض مكافآت المسؤولين البنكيين واستخدام اختبارات القدرة على تحمل الضغوط للرقابة على البنوك.

المطلب الأول: عموميات حول التنظيم والرقابة البنكية

1- مفهوم التنظيم والرقابة البنكية:

إن التنظيم والرقابة يستخدمان عند وصف دور القطاع الرسمي في الإشراف على النظام البنكي. وفي الواقع العملي، يشير المصطلحان إلى وظيفتين مختلفتين وإن كانا مرتبطتين:

أ- القوانين والقواعد التنظيمية، والتي تزود السلطة البنكية بصلاحيات منح تراخيص للبنوك، وضع الحد الأدنى لمعايير التشغيل وإدارة المخاطر، اتخاذ التدابير التصحيحية الضرورية في حالة البنوك المتعثرة. والهدف الرئيسي هو إلزام إدارات البنوك بالتصرف بحذر لأنها تعتبر الحارس على أموال المودعين.

ب- الإشراف هو وسيلة السلطات لتنفيذ هذه القواعد من خلال الرقابة المستمرة والفحوص الدورية الميدانية للبنوك، وتقوم الجهات الرقابية بتنفيذ هذه المهام عن طريق تقييم نظم الحوكمة المؤسسية في البنوك، الضوابط الداخلية، ممارسات إدارة المخاطر وطاقاتها المالية، امتثالها لمختلف القوانين والقواعد التنظيمية. واستنادا لتقييم

³²² كريستين لاغارد: مخاطر التجزأ، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2012، ص ص 26-27.

المخاطر، تتحمل الجهات الرقابية المسؤولية أيضا عن اتخاذ الإجراءات في الوقت المناسب ضد البنوك المتعثرة أو المشكلات الموجودة في البنوك³²³.

ونظرا لتطور الأنشطة البنكية وتزايد المخاطر الناجمة عنها، التغيرات الحاصلة في دورات الأعمال، الترابط بين البنوك، كان لا بد من البحث عن أنظمة رقابة صارمة تقي البنوك من التعرض للاهيارات، لذلك فإن الرقابة البنكية تعرّف على أنها مجموعة من القواعد، الإجراءات والأساليب التي تسيّر عليها أو تتخذها السلطات النقدية، البنوك المركزية والبنوك بهدف الحفاظ على سلامة المركز المالي للمؤسسات البنكية توصلًا إلى تكوين جهاز بنكي سليم وقوي يساهم في التنمية الاقتصادية ويحافظ على حقوق المودعين والمستثمرين³²⁴.

كما تمثل الإجراءات الوقائية والعلاجية التي تنتهجها البنوك المركزية بهدف تجنب الاختلالات الناشئة عن الأزمات المالية، وذلك من خلال الكشف عن مشكلات محافظ الاستثمارات والقروض قبل أن يحدث التعثر، وإلزام البنوك باتخاذ التدابير التصحيحية اللازمة بما يحول دون التعرض لمخاطر الفشل النظامي الذي يؤدي إلى انهيار الثقة في القطاع البنكي والإقبال الواسع للمودعين على سحب ودائعهم وبالتالي انهيار النظام البنكي.

إن ممارسة رقابة فعالة مهمتها التأكد من أن البنوك تعمل بشكل صحيح وسليم، ولديها ما يكفي لتحمل المخاطر التي تنشأ عن عملياتها البنكية. فهي تشجع وجود جهاز بنكي فعال وقادر على المنافسة والاستجابة لحاجيات الجمهور من الخدمات المالية، حيث تكون ذات جودة عالية وتكلفة معقولة³²⁵.

وإنه من الضروري أن تقوم السلطات النقدية بتطوير الرقابة البنكية لغرض السيطرة ومراقبة المخاطر المتنوعة والإبلاغ عنها لغرض الحد منها، فقد قامت البنوك المركزية ومن خلال الرقابة المكتبية والميدانية بالتحقق من مدى التزام البنوك بالضوابط الرقابية وسلامة نظامها المحاسبي ورقابتها الداخلية، وكذلك معرفة التغيرات الحاصلة في المراكز المالية للبنوك للكشف المبكر عن أي تدهور يحصل فيها³²⁶.

³²³ سيد ريجان زامل: يوم الفصل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2010، ص ص44-45.

³²⁴ صلاح الدين محمد أمين الإمام، صادق راشد الشمري: تفعيل أنظمة الرقابة المصرفية وتطويرها وفق المعايير الدولية نظام CRAFT نموذجًا، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 90، 2011، ص 358.

³²⁵ بريش عبد القادر، غراية زهير: مقررات بازل (3) ودورها في تطبيق مبادئ الحوكمة وتعزيز الاستقرار المالي والمصرفي العالمي، ورقة مقدمة في المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلوي بالشلف، الجزائر، المنعقد يومي 19-20 نوفمبر 2013، ص ص 197-296.

³²⁶ صلاح الدين محمد أمين الإمام، صادق راشد الشمري: مرجع سابق، ص 358.

وتستند الرقابة القوية إلى افتراض قدرة وإرادة الجهات الرقابية على اتخاذ الإجراءات الملائمة في الوقت المناسب، وحتى تتوافر لها القدرة على التصرف، يجب أن يكون لديها ما يكفي من السلطة القانونية، الموارد، الإستراتيجية الواضحة وعلاقات العمل القوية مع الجهات التنظيمية الأخرى. وحتى تتوفر لها الإرادة في اتخاذ الإجراءات، يجب أن يكون لديها تفويض واضح، استقلالية في العمل، موظفون على مستوى عال من المهارة وأن تكون على علاقة جيدة مع الجهاز البنكي. كما أن أغلبية القواعد التنظيمية البنكية سواء المتعلقة بإدارة المخاطر أو بكفاية رأس المال أو تصميم برامج العمل التصحيحي ضد البنوك تخضع أو تعتمد بشدة على التقديرات الصادرة عن الجهات الرقابية، وفي هذا الخصوص هناك تحديان كبيران:

أ- غالباً ما تكون القواعد التنظيمية تمثل الحد الأدنى للمتطلبات، ونادراً ما تحدد ما هو ملائم لكل بنك، لذلك فإن أحد الشروط الأساسية للتطبيق السليم للقواعد هو من خلال اعتماد منهج فكري رقابي يعتبر القواعد التنظيمية البنكية بمثابة الحد الأدنى وليس الحد الأقصى.

ب- يجب أن تكون الهيئات الرقابية لديها القدرة والرغبة في تنفيذ قواعد مبنية على المفهوم التنظيمي المتعارف عليه وهو التناسب، الذي يقتضي تطبيق القواعد حسب ظروف كل بنك، على أساس حجمه ودرجة تعقيده أو خصائص المخاطر التي يواجهها، بدلاً من اعتماد منهج الحل الواحد الذي يناسب الجميع.

2- المبادئ الأساسية للرقابة البنكية:

تنوعت تبريرات الأزمات المالية وطرق علاجها، وفي سياق ذلك أصدرت لجنة بازل في 20 ديسمبر 2011 تعديلات مقترحة على المبادئ الرئيسية للرقابة على البنوك، وتعرف بأنها مجموعة من الحدود الدنيا للمعايير والمقاييس الخاصة بالممارسات الرقابية السليمة، وتعتبر قابلة للتطبيق عالمياً، والتي أخذت العديد من التوجهات والتطورات التي حصلت خلال الأزمة المالية بعين الاعتبار، وتم تضمينها في 29 مبدأ. كما يساعد التقييم الدوري للامتثال مع هذه المبادئ، على التعرف على مكان القوة والضعف في النظام الرقابي، آلياته والمجالات الممكنة للتحسين مستقبلاً، وفي حين قامت بعض البلدان بعمل التقييم ذاتياً، قام صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ضمن إطار برنامج، تحديد البلدان التي تعاني من ضعف الإجراءات التصحيحية بناءً عليها³²⁷. وقد تم تصنيفها إلى مجموعتين³²⁸:

³²⁷ محمد جميل عزم: متطلبات بازل للرقابة الفاعلة على البنوك والتوافق معها في الأردن، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 3 و4، عمان، ديسمبر 2011، ص ص 45-46.

³²⁸ صندوق النقد العربي: الترجمة العربية للمبادئ الأساسية للرقابة المصرفية الفعالة الصادرة عن لجنة بازل للرقابة المصرفية سبتمبر 2012، اللجنة العربية للرقابة المصرفية، 2014، ص ص 17-24. * في هذا المرجع يوجد شرح بالتفصيل لكل مبدأ من هذه المبادئ.

أ- الصلاحيات، المسؤوليات والمهام الرقابية:

- المسؤوليات، الأهداف والصلاحيات: لا بد أن تكون واضحة، ويتطلب ذلك وجود الإطار القانوني الملائم الذي يمنح لكل سلطة رقابية، الصلاحيات القانونية اللازمة لترخيص للبنوك، ممارسة الرقابة المتواصلة، متابعة الالتزام بالقوانين، القيام بإجراءات تصحيحية في الوقت المناسب لتعزيز سلامة وكفاءة النظام البنكي.
- الاستقلالية، المساءلة، توفير الموارد اللازمة والحماية القانونية للمراقبين: يتوفر للسلطة الرقابية استقلالية تشغيلية، إجراءات شفافة، حوكمة سليمة، موازنة لا تهدد استقلاليتها وموارد كافية، وتخضع للمساءلة عن تنفيذ مهامها وطريقة استخدام مواردها، ويوفر الإطار القانوني للرقابة البنكية الحماية القانونية للمراقبين.
- التعاون والتنسيق: توفر التشريعات، القوانين أو التعليمات الأخرى، إطار عمل للتعاون والتنسيق مع السلطات الأخرى المحلية ذات العلاقة، وكذلك مع السلطات الرقابية الأجنبية المعنية بالرقابة البنكية، وتعكس ترتيبات التعاون هذه الحاجة لحماية سرية المعلومات.
- الأنشطة المسموح بها: تحدّد بوضوح الأنشطة المسموح بها للمؤسسات المرخص لها والخاضعة للرقابة بصفتها بنوك.
- معايير الترخيص: تتمتع سلطة منح التراخيص بصلاحيات وضع المعايير ورفض طلب أي بنك لا يستوفيهما، وتتكون إجراءاتهما على أقل تقدير، من تقييم هيكل الملكية والحوكمة للبنك ومجموعته، خططه الإستراتيجية والتشغيلية، ضوابط الرقابة الداخلية، إدارة المخاطر لديه والوضع المالي المتوقع.
- نقل الملكية المادية: تتمتع السلطة الرقابية بصلاحيات مراجعة، رفض وفرض شروط احترازية، لأي طلب لنقل ملكية كبيرة أو للسيطرة على حصص الأغلبية في البنوك القائمة بشكل مباشر أو غير مباشر.
- الاستحواذات الكبيرة: تتمتع السلطة الرقابية بصلاحيات الموافقة، رفض أو فرض شروط احترازية على عمليات الاستحواذ أو الاستثمارات الكبرى من قبل البنك، ويشمل ذلك تنفيذ عمليات عبر الحدود، بغرض التأكد من أن هذه الشركات التابعة لا تعرض البنك لمخاطر إضافية أو تعيق عمل الرقابة البنكية الفعّالة.
- النهج الرقابي: يتطلب من السلطة الرقابية أن تطور وتتابع التقييم المستقبلي لحجم مخاطر البنك، ويكون ذلك متناسبا مع أهميته النظامية، وأن يكون لديها إطار عمل ملائم للتدخل المبكر لمعالجتها، بوضع خطط ملائمة، بالتعاون مع السلطات الأخرى المعنية، واتخاذ إجراءات لتصفيته بطريقة منظمة عند تعذر استمرارها.

- وسائل وتقنيات الرقابة: تستخدم السلطة الرقابية مجموعة من الأدوات والآليات لتطبيق الإجراءات الرقابية، وتستعمل بشكل أمثل ومتناسب، أخذاً بالاعتبار طبيعة المخاطر لدى البنوك والأهمية النظامية لهذه البنوك
- التقارير الرقابية: تقوم السلطة الرقابية بتجميع، مراجعة، تحليل التقارير والنتائج الإحصائية للبنوك، بشكل منفرد لكل بنك وبشكل مجمع للبنوك، وتقوم بشكل مستقل بالتحقق من هذه التقارير من خلال الرقابة الميدانية أو بالاستعانة بخبراء خارجيين.
- الصلاحيات التصحيحية للسلطات الرقابية: تقوم في مرحلة مبكرة بمواجهة الممارسات أو الأنشطة غير السليمة التي قد تعرض البنوك أو النظام البنكي للمخاطر، ويتوفر لها الأدوات الرقابية الكافية، لاتخاذ ما تراه مناسباً من الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب، بما فيها إلغاء الترخيص للبنك.
- الرقابة المجمعّة: وذلك بالرقابة على المجموعة البنكية على أساس مجعّ، والقيام بالمتابعة اللازمة لهذه الرقابة المجمعّة، وتطبيق المعايير الاحترازية على كافة نواحي الأعمال التي تمارسها المجموعة البنكية في العالم.
- العلاقات بين السلطتين الرقابيتين الأم والمستضيفة: تقوم هاتين السلطتين للمجموعات البنكية عبر الحدود، بتبادل المعلومات والتعاون من أجل الرقابة الفعالة على المجموعة، للتعامل الفعال في حالات الأزمات، وتطلب السلطات الرقابية من البنوك الأجنبية لديها، أن تمارس عملياتها المحلية حسب المعايير المطلوبة من البنوك المحلية.

ب- الأنظمة والمتطلبات الاحترازية:

- التحكم المؤسسي: تفرض السلطة الرقابية أن يتوفر لدى البنوك، سياسات وعمليات منضبطة وشاملة للحوكمة، كالتوجه الاستراتيجي، الهيكل التنظيمي، منظومة الرقابة، مسؤوليات مجالس إدارات البنوك وإداراتها العليا، التعويضات والمكافآت، ويتناسب كل ذلك مع حجم المخاطر لدى البنك وأهميته النظامية.
- كفاية رأس المال: تضع السلطة الرقابية متطلبات احترازية ومناسبة لكفاية رأس مال البنوك، تعكس المخاطر التي يتحملها البنك أو يمثلها وقدرته على امتصاصها، وفقاً لأوضاع السوق والاقتصاد الذي يتواجد فيه، ولا تقل عن مستوى معايير لجنة بازل السارية.
- مخاطر الائتمان: تتأكد السلطة الرقابية أن يكون للبنوك إجراءات ملائمة لإدارة مخاطر الائتمان، تأخذ بعين الاعتبار درجة تقبلها للمخاطر، طبيعتها، أوضاع السوق والاقتصاد باتخاذ سياسات وعمليات احترازية لتحديد مخاطر الائتمان، قياسها، تقييمها، مراقبتها، الإبلاغ عنها والسيطرة عليها أو الحد منها في الوقت المناسب.

- عملية إدارة المخاطر: تفرض السلطة الرقابية أن يكون لدى البنوك أداة شاملة لإدارة المخاطر، تحدد، تقيس، تقييم وتتابع كافة المخاطر والإبلاغ عنها والسيطرة عليها أو الحد منها في الوقت المناسب. كما تشمل تقييم مدى كفاية رأسمال البنوك وسيولتها، بالمقارنة مع حجم المخاطر، أوضاع السوق والاقتصاد، مع وضع تدابير طوارئ ومراجعتها، بما فيها خطط تعافي، التي تأخذ بعين الاعتبار الظروف الخاصة بالبنك.

- أصول بشأنها ملاحظات، المخصصات والاحتياطيات: تتأكد السلطة الرقابية أن يكون لدى البنوك سياسات وإجراءات ملائمة، من أجل تحديد وإدارة الأصول التي بشأنها ملاحظات بصورة مبكرة، وذلك للاحتفاظ بالمخصصات والاحتياطيات الكافية لمواجهةها.

- مخاطر التركيز وسقوف الانكشافات الكبرى: تتأكد السلطة الرقابية أن يكون لدى البنوك سياسات وإجراءات ملائمة، لتحديد، قياس، تقييم، مراقبة مخاطر التركيز، والإبلاغ عنها والسيطرة عليها أو الحد منها في الوقت المناسب. وتضع لذلك، حدوداً احترازية لتقييد التعرضات البنكية على الأطراف الأخرى.

- العمليات مع أطراف ذات صلة: من أجل منع الإساءة في إجراء العمليات مع أطراف ذات صلة والتصدي لمخاطر تضارب المصالح، تطلب السلطة الرقابية من البنوك أن تنفذ عملياتها معها على قدم المساواة مع العملاء الآخرين، وأن تراقبها، وتتخذ الإجراءات المناسبة للسيطرة على المخاطر أو تخفيف حدتها.

- مخاطر البلدان ومخاطر التحويل: تتأكد السلطة الرقابية أن يكون لدى البنوك في أنشطتها الإقراضية والاستثمارية خارج الحدود، سياسات وإجراءات ملائمة لتحديد مخاطر البلدان ومخاطر التحويل، لقياسها، تقييمها، مراقبتها، والإبلاغ عنها، السيطرة عليها أو الحد منها في الوقت المناسب.

- مخاطر السوق: تتأكد السلطة الرقابية أن يكون لدى البنوك إجراءات ملائمة لإدارتها، أخذاً في الاعتبار درجة تقبلها للمخاطر، طبيعتها، أوضاع السوق والاقتصاد، ومخاطر التدهور في سيولة السوق. ويشمل ذلك، سياسات وإجراءات احترازية لتحديد مخاطر السوق، قياسها، تقييمها، مراقبتها، الإبلاغ عنها والسيطرة عليها أو الحد منها في الوقت المناسب.

- مخاطر أسعار الفائدة في المحفظة البنكية: تتأكد السلطة الرقابية أن يكون لدى البنوك أنظمة ملائمة لتحديد مخاطر أسعار الفائدة في سجلات كل بنك، قياسها، تقييمها، مراقبتها، الإبلاغ عنها، السيطرة عليها أو الحد منها في الوقت المناسب. وتأخذ في الاعتبار درجة تقبلها للمخاطر، طبيعتها، أوضاع السوق والاقتصاد.

- مخاطر السيولة: تضع السلطة الرقابية متطلبات احترازية ومناسبة للسيولة (كمية أو نوعية أو كليهما معاً)، تعكس احتياجات البنك منها، وتتأكد من أن لديها إستراتيجية تمكّن من وجود إدارة رشيدة لمخاطرها والوفاء بمتطلباتها، تأخذ في الاعتبار طبيعة المخاطر لديه إضافة إلى أوضاع السوق والاقتصاد. والتي تشمل سياسات وإجراءات احترازية تتلاءم مع درجة تحمل المخاطر، لتحديد مخاطر السيولة، قياسها، تقييمها، مراقبتها والسيطرة عليها أو الحد منها وإعداد تقارير دورية بشأنها.

- المخاطر التشغيلية: تتأكد السلطة الرقابية أن يكون لدى البنوك إطار عمل مناسب لإدارتها، يأخذ في الاعتبار درجة تقبل المخاطر لديها، طبيعتها، أوضاع السوق والاقتصاد. وتشمل سياسات وإجراءات احترازية لتحديد المخاطر التشغيلية، تقديرها، تقييمها، مراقبتها، السيطرة عليها أو الحد منها، وإعداد تقارير بشأنها بشكل منتظم.

- التدقيق والرقابة الداخلية: تتأكد السلطة الرقابية أن يكون للبنوك أطر عمل مناسبة للرقابة الداخلية، لإرساء والحفاظ على منظومة تشغيلية قابلة للضبط لقيامها بأعمالها، وتشمل ترتيبات تفويض السلطات والصلاحيات، مع فصل الوظائف التي تفرض التزامات على البنك، المحافظة على سلامة القيود المحاسبية حول موجوداته ومطلوباته، حماية أصوله، ووجود إدارات مستقلة ومناسبة للتدقيق الداخلي ومراقبة الامتثال، للتحقق من الالتزام بالضوابط، القوانين والأنظمة الأخرى السارية.

- التقارير المالية والتدقيق الخارجي: تتأكد السلطة الرقابية أن تحتفظ البنوك بسجلات محاسبية كافية، وأن تعد قوائم مالية طبقاً للسياسات والممارسات المحاسبية المتعارف عليها دولياً، وتنشر سنوياً البيانات والمعلومات التي تعكس وضعها وأداءها المالي بصورة عادلة متضمنة رأي مدقق حسابات خارجي مستقل.

- الإفصاح والشفافية: تلزم السلطة الرقابية البنوك بنشر المعلومات بشكل منتظم على أساس مجمع أينما كان هناك حاجة، وعلى أساس فردي يمكن الاطلاع عليه بسهولة بشكل يعكس وضعها المالي، أداءها، تعرضاتها على المخاطر، استراتيجياتها لإدارة المخاطر، بالإضافة إلى السياسات والإجراءات المتعلقة بالحوكمة.

- إساءة استخدام الخدمات المالية: تتأكد السلطة الرقابية أن يتوافر لدى البنوك سياسات وإجراءات مناسبة، تتضمن قواعد صارمة تتعلق بالعناية الواجبة بحماية العملاء تعزز تطبيق معايير مهنية وأخلاقية عالية المستوى في القطاع المالي، وتحويل دون استخدام البنك لأغراض القيام بأنشطة إجرامية سواء عن قصد أو غير قصد.

3- واقع التنظيم والرقابة أثناء الأزمة المالية العالمية:

عقب اندلاع الأزمة المالية العالمية، كان هناك مقترحات عديدة لإصلاح أنشطة الإشراف على النظام المالي العالمي، والتي ينصب تركيزها على تقوية القواعد التنظيمية خاصة على البنوك، كالترتيبات المتعلقة برأس المال، السيولة، رصد مخصصات خسائر القروض أو ترتيبات التعويضات. وهذه التحسينات، خاصة زيادة رأس المال واحتياطي السيولة الوقائي، يفترض أن تجعل النظام المالي العالمي أكثر قدرة على استيعاب وزيادة الدعم لكبح إفراط البنوك في خوض المخاطر. ومع ذلك، فإن تغيير القواعد وحده لا يكفي لتعزيز الاستقرار المالي إذا كانت جودة تطبيقها -أي الرقابة- غير فعالة. ولا تزال عملية الرقابة البنكية وممارسات إدارة المخاطر في البنوك تتسم بطابع تقديري، بغض النظر عن تطبيق قواعد جديدة أو إحكام القواعد القائمة.

كما تراجعت أولوية الرقابة مقارنة بالتنظيم في برنامج الإصلاحات الدولية، ومثال على ذلك صياغة وتنفيذ اتفاقية بازل 2 لكفاية رأس المال التي يتمثل هدفها المعلن في تقوية الاستقرار المالي من خلال زيادة متطلبات رأس المال، تحسين الرقابة وتشديد انضباط السوق. ولكن في الواقع العملي، كان التركيز الغالب على الهيكل الفني لرأس المال التنظيمي، مع تأكيد محدود على الرقابة القوية. ولأن الجهة القائمة على تصميم اتفاقية بازل 2 هي أيضا الهيئة المعنية بوضع المعايير الدولية للأنشطة التنظيمية والرقابية في الجهاز البنكي، فإن الأهمية النسبية التي تعطى للرقابة كثيرا ما تدعم التحيز المسبق داخل بعض الجهات التنظيمية الوطنية نحو تطوير السياسة التنظيمية، باعتبارها أكثر أهمية من الأنشطة الرقابية الأساسية³²⁹.

كما يمكن القول أن الغرض من التنظيم هو تناول أنواع معينة من الأنشطة التي كانت أساس الأزمة، والذي يطلق عليه نظام الظل البنكي، لذلك يجب مراجعة الأنشطة والمؤسسات التي يتعين أن يشملها نطاق التنظيم، وهو ما يطلق عليه بالحيط التنظيمي. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، أدى التفاعل ما بين السماسرة، الوسطاء، شركات الاستثمار ذات الغرض الخاص، الكيانات الوسيطة التي ترعاها البنوك، صناديق الاستثمار المشترك في أسواق المال، صناديق التحوط ومجموعة متنوعة من المؤسسات المالية، إلى إفراز حالة من عدم التناسق النظامي المتزايد بين الأصول الأطول أجلا والخصوم قصيرة الأجل التي كانت تمولها، واعتمدت بعض المؤسسات على أدوات أقصر أجلا شبيهة بالودائع ومتداولة في أسواق المال بدلا من اعتمادها على الودائع التقليدية.

³²⁹ سيد ريجان زامل: يوم الفصل، مرجع سابق، ص ص 44-45.

وعلى هذا يتعين على البلدان الالتزام بتنفيذ إصلاحات النظام المالي، ويكون ذلك على مراحل لتخفيف الأثر الذي يقع على الصناعة المالية والاقتصاد ككل. فالتأخر في التنفيذ يعني أن العالم لا يزال معرضاً لتكرار نفس المخاطر التي جمدت الأسواق المالية أثناء الأزمة. إضافة إلى ذلك، تواجه الإصلاحات عقبتين رئيسيتين، الإحجام عن تنفيذ ما تم الاتفاق عليه بالفعل وعدم كفاية التنفيذ.

فكان أول من أحجم عن تنفيذ الإصلاحات مع اندلاع الأزمة هي الصناعة المالية. ويمكن رؤية عدم كفاية التنفيذ في عدة مجالات، فلم يلق توفير الموارد اللازمة لتعزيز الرقابة على تنفيذ القواعد التنظيمية السليمة سوى اهتمام محدود، وبدأت المراجعة التنظيمية تمثل مشكلة، وتعني استغلال المستثمرين لاختلاف الأسعار في الأسواق المختلفة والنتائج عن اختلاف القواعد أو الأنظمة. ومع هذا، ستضل الأجهزة الرقابية تواجه كل من جماعات الضغط في الصناعة المالية والضغط الحكومي في خضم مكافحتها من أجل تقليص الحوافز المتاحة للمؤسسات الأهم من أجل أن تفشل، والتي تبدي ميلاً نحو تقليص حجمها أو نطاق نشاطها³³⁰.

ولذلك يجب أن تكون جهات الإشراف على البنوك راغبة وقادرة على تقييد أنشطة البنوك في مجال تحمل المخاطر في مرحلة مبكرة حتى ولو كان مركزها المالي قوي، وأن تكون لديها مساندة سياسية قوية من أعلى مستويات الحكومة، فالتدخل التنظيمي المبكر لا يمكن أن ينجح إلا بمساندة سلطة تنظيمية بنكية عالية المصادقية ولديها من السلطة المؤسسية ما يمكنها من تنفيذ المهمة المكلفة بها في ضمان الأمن والسلامة المالية بفاعلية³³¹.

4- الخيارات الممكنة لتقوية التنظيم والرقابة البنكية:

نظراً لأهمية التقديرات في تنفيذ كل القواعد التنظيمية البنكية، فإنه من الضروري أن يركز صناع السياسات على تقوية الرقابة قدر تركيزهم على تغيير القواعد التنظيمية ذاتها، وفيما يلي بعض الخيارات الممكنة:

أ- إرساء ثقافة رقابية قوية في كل سلطة تنظيمية: تمثل مجموعة القيم، المعتقدات والسلوكيات المحبذة في الهيئة التنظيمية، وتبدأ بالسماح المناسبة التي يرسوها قادة السلطة التنظيمية والإجراءات المتبعة والمحددة للسياق الأوسع لأنشطة الرقابة اليومية، والتي تتطلب استقلالية تشغيلية، كما تشجع استقلالية المراقبين الأفراد والمؤسسات، وتكثف تركيزها على الأمان، السلامة وتعزز استخدام الرقابة التدخلية عند اللزوم لفرض وجهات نظرها.

³³⁰ لورا كودريس، أديتيا نارين: إصلاح عيوب النظام، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2012، ص 15-16.

³³¹ ريجان زاميل: الفلسفة التنظيمية، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2009، ص 51.

ب- تعزيز قدرة المراقبين ورغبتهم في ممارسة التقدير السليم: يقع على عاتق المراقبين مسؤوليات ضخمة، فعليهم إحادة عدة أدوار، منها مدير المخاطر، المحلل المالي، المحاسب، المحامي، المحقق، المتنبئ، الاقتصادي والمالي. وإضافة إلى ذلك، يتوقع منهم أن يصلوا إلى نتائج تشكل الأساس للإجراءات الرقابية المبكرة، وذلك على أساس دلائل كثيرا ما تتضمن تفاصيل فنية دقيقة، وهذا يتطلب وجود مجموعة كبيرة من المهارات المفاهيمية، التحليلية، صنع القرار والتواصل، فضلا عن امتلاك صلابة تستغرق سنوات حتى تتشكل.

ج- وضع منهج إستراتيجي محكم لعملية الرقابة: إن وضع نظام إنذار مبكر يتطلب اتخاذ إجراءات معينة إزاء البنوك المبلغة بسلامة أوضاعها المالية، وذلك بغية تعزيز التدخل الرقابي المبكر. ولذلك لا بد للأدوات والمناهج المستخدمة في الرقابة اليومية أن تحقق التوازن السليم ما بين تشجيع التقديرات السليمة مع ضمان تماسكها وتحقيق التناسق في عملية تقييم المخاطر.

د- مطالبة البنوك ذات الأهمية النظامية بتقليص حجمها إذا كانت الموارد الرقابية غير كافية بالنسبة لحجم ودرجة تشعب الكيان الخاضع للتنظيم: لا يمكن تجاهل الروابط ما بين حجم البنك وقدرة السلطات على ممارسة الرقابة عليه، فإذا كان البنك كبيرا لدرجة يتعذر معها الرقابة، مؤدى ذلك أن الجهة الرقابية لا تتوفر على الوسائل الكافية لاختبار وتأكيد سلامة نظم إدارة المخاطر فيه بمفردها، ويقتصر عملها على إجراء مراجعات للعمليات، وفي مثل هذه الظروف يجب عليها الاعتماد على تقييم البنك لمخاطره، وهو وضع ينظر إليه باعتباره من أهم جوانب القصور في الفترة المؤدية إلى الأزمة المالية العالمية.

هـ- تحسين جودة أداء المختصين في الرقابة المالية: الرقابة لها أهمية كبيرة لدرجة يتعذر معها استعانة المجتمع بكل هيئة تنظيمية لتقديم خدمات التدريب، لذلك ينبغي أن يكون هناك برنامج عالمي معترف به لمنح شهادات اعتماد موثقة للمراقبين الماليين، والذي يركز على مجموعة من الخبرات العلمية، الاختبارات الدقيقة متعددة المستويات في الكفاءة الفنية ومهارات التفكير النقدي³³².

و- أن يكون للمراقبين السلطة المناسبة والآليات المؤسسية من أجل التدخل، بالإضافة إلى روح المبادرة، وعدم الخوف من تحمل مسؤولية إفلاس البنوك والعواقب الناتجة عنها، ومن الأمثل أن يتوفر فيهم الخبرة في إدارة البنوك.

³³² سيد ريجان زامل: يوم الفصل، مرجع سابق، ص ص 46-47.

ز- سلطة المراقبة يجب أن تعمل على أساس مجموعة من المعايير المحسنة، وهي العمليات لتحديد المخاطر على المستوى الجزئي والكلّي، كما أن دقة ومتانة البيانات تعتبر ضرورية، بما في ذلك أجهزة الإنذار الفعالة والإحصائيات الموثوقة، التي تضعها البنوك الوطنية والدولية، أي أن هناك حاجة إلى نظام رقابة صارم لضمان رقابة ذات جودة.

بالإضافة إلى ذلك هناك عوامل أخرى يجب أخذها في الاعتبار فيما يخص المراقبة وهي الآتي:

أ- الخطر الأخلاقي للسلطات الرقابية ينبغي التخلص منه من خلال توفير الحوافز المناسبة، كما عليها أن تضمن الأمن والسلامة في الوقت المناسب من خطر تفاقم الأزمة، وذلك بحاسبة أكثر دقة مع ضمانات واضحة، وخاصة فيما يتعلق بمجموع تكاليف عمليات الإنقاذ.

ب- إنشاء هيئة مراقبة وحيدة مخصصة للبنوك الكبرى ذات الأنشطة الدولية المتنوعة التي تسمح بتجميع المهارات المحددة المطلوبة، جمع أفضل البيانات وتقييم المخاطر لكل بنك بشكل أكثر دقة. وكذلك لتجنب التحكيم التنظيمي من قبل المؤسسات المالية الموجودة في الولايات القضائية التي لوائحها التنظيمية أقل صرامة.

ج- أثر النمو السريع على أمن البنوك يجب أن يأخذ في الاعتبار، فالنمو يعتبر معيار ذات أهمية نظامية، التنظيم المعاكس للدورة التي وضعته لجنة بازل في إطار بازل 3 ومراقبة عمليات الاندماج يعتبران من الأدوات التي السلطات الرقابية يمكن أن تستخدمها للحد من المخاطر النظامية المرتبطة بالنمو السريع³³³.

المطلب الثاني: تفعيل أنظمة الرقابة البنكية وتطويرها وفق المعايير الدولية:

ينتج عن عملية الرقابة التي يقوم بها البنك المركزي على بنك معين تصنيفه بنظام معتمد من معظم السلطات الرقابية عالمياً، والذي يدعى CAMELS RATING بالنسبة للبنك المحلي و ROCA RATING لفرع البنك الأجنبي، ويهدف إلى إعطاء السلطات الرقابية فكرة عن مستوى الرقابة الواجب فرضها على البنوك³³⁴، ويتم الوصول إلى التقييم النهائي للبنك من خلال المتوسط الحسابي لدرجات عناصر التقييم بحيث يتم ترتيب البنوك إلى خمسة مستويات³³⁵، تتراوح من 1 إلى 5 (الجدول رقم 32)، فمن 3 إلى 5 يتطلب

³³³ Sebastian C, Moeninghoff, Axel Wieandt: Too big to fail ?! leçon de la crises financière, Revue d'Economie Financière, n°101, 1/2011, pp 250-252.

³³⁴ خالد أمين عبدالله: نظام تصنيف البنوك المركزية للبنوك الخاضعة لرقابتها - المحلية والأجنبية -، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 3 و4، عمان، ديسمبر 2011، ص 42.

³³⁵ يوسف التوم شهاب الدين، مصطفى أحمد حمد منصور: أثر جودة الضمانات في أساليب إدارة التعثر المصرفي دراسة تطبيقية على الجهاز المصرفي السوداني، مجلة العلوم الإنسانية والاقتصادية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، العدد 1، جويلية 2012، ص 69.

إجراءات تصحيحية، وكلما ساء فإنه قد يتطلب إجراءات أقوى مثل حل مجلس الإدارة، وقف النشاطات، وقد يصل الأمر إلى دمج البنك أو إلغاء رخصته.

الجدول رقم 32: نظام التصنيف وفق المعايير الدولية

التصنيف	وضع الفرع
1	وضع الفرع قوي ويحتاج إلى رقابة عادية.
2	وضع الفرع مرض وإن كان هناك بعض نقاط الضعف البسيطة.
3	وضع الفرع معتدل وهناك بعض الضعف في إدارة المخاطر، وأنظمة الضبط والرقابة، والتقييد بالأنظمة والتعليمات، ونوعية الأصول، ويتطلب هذا الأمر اهتماماً رقابياً أكثر من الاعتيادي، كما يتطلب اتخاذ إجراءات تصويب لنقاط الضعف سواء من الفرع أو من إدارته.
4	وضع الفرع حدي وهناك نقاط ضعف جوهرية، ويوجد لدى الفرع مشاكل هامة أو ممارسات بنكية غير سليمة، ويتطلب رقابة حثيثة بالإضافة إلى برنامج تصحيحي من قبل الفرع أو الإدارة العامة.
5	وضع الفرع غير مرض، ويعاني من نقاط ضعف جوهرية وعلى مستوى عالٍ من الخطورة، ويتطلب قيام الفرع وإدارته بإعادة هيكلة عملياته.

المصدر: خالد أمين عبدالله: مرجع سابق، ص 44.

1- نظام التصنيف حسب الـ CAMELS* للبنك المحلي: ويتم كما يلي:

أ- كفاية رأس المال: إن أهم العناصر التي يتم الأخذ بها عند تقييم رأس المال تتمثل في نسبة كفاية رأس المال والرفع المالي فيما إذا كانت متوافقة مع متطلبات السلطات الرقابية، مقارنة نسبة كفاية رأس المال مع نسبة الكفاية للبنوك المشابهة، احتساب نسبة الديون إلى حقوق الملكية، تركيبة حقوق الملكية لدى البنك، قدرة ربحية البنك على دعم رأس المال، قدرة البنك على الدخول إلى أسواق رأس المال، قدرة مساهمي البنك على دعمه وضح رأس مال إضافي.

ب- جودة الأصول: ومن العناصر التي يتم الأخذ بها عند تقييمها، حجم الديون غير العاملة ونسبتها إلى الديون العاملة، حجم الديون تحت المراقبة ونسبتها إلى الديون العاملة، حجم الأصول المنتجة للدخل والتي يجب أن لا تقل عن 80%، مدى التنوع في أصول البنك، مدى كفاية وملاءمة سياسات منح الائتمان، وكذلك وجود سياسة استثمارية ومدى تقييد البنك بها، التركزات الائتمانية، مدى قبول التسويات الموضوعة للديون المتعثرة لأغراض إخراجها من تصنيف الديون، حجم العمليات أو التسهيلات للأطراف ذات العلاقة.

* عناصر تصنيف البنك حسب نظام الـ CAMEL هي كما يلي: كفاية رأس المال (C) Capital Adequacy، جودة الأصول (A) Asset Quality، جودة الإدارة (M) Management Quality، إدارة الربحية (E) Earning management، درجة السيولة (L) Liquidity، حساسية اتجاه مخاطر السوق (S) Sensitivity to Market Risk.

ج- جودة الإدارة: لتقييم نوعيتها يتم الأخذ بمؤهلات الإدارة التنفيذية وقدرات أعضائها وخبراتهم، وجود هيكل تنظيمي معتمد لدى البنك يبين بوضوح الصلاحيات وخطوط الاتصال، مدى تفيد الإدارة بالأنظمة والتعليمات، مدى كفاية أنظمة الضبط والرقابة الداخلية لدى البنك من حيث فصل المهام والصلاحيات، ووجود دائرة تدقيق فعالة ومستقلة، وسياسات وإجراءات عمل واضحة لدى البنك، التسهيلات للأطراف ذات العلاقة، فصل الإدارة التنفيذية عن المالكين، قدرة الإدارة على الاستجابة مع المتغيرات فيما يتعلق بالعمل البنكي. مؤهلات وقدرات أعضاء مجلس الإدارة، وجود لجنة تدقيق منبثقة عنه ومدى فاعليته، عقد جلساته بصورة منتظمة، وكذلك انتظام حضور أعضائه. وجود لجان مختلفة لدى البنك كلجان إدارة الموجودات والمطلوبات، لجنة الاستثمار، لجان منح التسهيلات، لجنة التحكم المؤسسي، وجود دائرة مخاطر لدى البنك، مدى التجاوب مع تعليمات البنك المركزي ومقترحات المدقق الخارجي.

د- إدارة الربحية: وهنا يتم تقييم مقدرة إيرادات البنك على مواجهة الخسائر، تدعيم كفاية رأس المال والاتجاه الزمني للإيرادات، والمقارنة مع البنوك المماثلة، جودة وتركيبه صافي الدخل، مدى الاعتماد على التمويل الحساس لسعر الفائدة. ولتقييم نوعية الربح يتم الأخذ ببعض العناصر أهمها معدل العائد على الموجودات ومعدل العائد على حقوق المساهمين ومقارنتهما مع معدلات البنوك، مدى ثبات إيرادات البنك واستمراريتها وعدم الاعتماد على الإيرادات غير المتكررة، مدى كفاية المخصصات لدى البنك وقدرة إيراداته على تغطية أي نقص فيها، نسبة الأصول المدرة للدخل، معدل الهامش ما بين الفوائد الدائنة والمدينة، تحليل ربحية البنك ومقارنتها بالسنوات السابقة.

هـ- درجة السيولة: يتم تقييم السيولة وإدارة الأموال حسب الفعالية الكلية لإدارة الموجودات والمطلوبات، ومن أهم العناصر التي يتم الأخذ بها، نسب السيولة القانونية ومدى انسجامها مع تعليمات السلطات الرقابية، قدرة البنك على الدخول إلى الأسواق النقدية لتأمين السيولة، وجود خطط طوارئ لديه لمواجهة أي مشاكل في السيولة، مدى ملاءمة توظيفاته لمصادر أمواله، بحيث يكون هناك توافق ما بين تاريخ استحقاقهما، مدى التنوع في توظيفات الأموال، مدى الاعتماد على الودائع المتذبذبة، استقرار الودائع، القدرة على إعادة توريق وبيع جزء من موجوداته، قدرة إدارته على مراقبة وقياس سيولته بصورة مستجدة، مدى اعتماده على ودائع القطاع العام³³⁶، الحالة الاقتصادية السائدة، فإذا كانت انكماش فيفضل الاحتفاظ بدرجة عالية من السيولة،

³³⁶ خالد أمين عبدالله: مرجع سابق، ص ص 42-43.

تخوفاً من عدم إمكانية تسديد الزبائن مستحقاتهم، وإذا كانت رواج فإن الطلب على الأموال سيزداد وبالتالي يقوم البنك بتمويل المؤسسات والأفراد الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض كمية السيولة لديه³³⁷.

و- الحساسية اتجاه مخاطر السوق: تتعلق بالدرجة الأولى بالمحافظ الاستثمارية بالنسبة للبنوك، حيث أنها تحتوي على عدد كبير من الأدوات المالية من الأسهم، السندات الحكومية والأجنبية، سندات المؤسسات والمشتقات المالية، وهذه الأدوات تخضع لمخاطر مختلفة مثل مخاطر أسعار الأسهم، أسعار الصرف، أسعار الفائدة ومخاطر أسعار السلع، وكل منها له مقاييس مختلفة، إلا أن هناك مقياس إحصائي موحد يقيس جميع هذه المخاطر وهو VAR، والذي يقيس أقصى خسارة متوقعة في المحفظة الاستثمارية خلال فترة زمنية معينة، وعادة ما يتصاحب مع مقياس آخر لقياس الضغط الذي يقيس أقصى خسارة يمكن أن تمنى بها المحافظ الاستثمارية في البنوك تحت ظروف استثنائية في السوق كما في الانهيارات³³⁸.

2- نظام التقييم لفروع البنوك الأجنبية ROCA* : يتم كالآتي:

أ- إدارة المخاطر: تعرف كافة المخاطر المتعلقة بالبيانات المالية للفرع وأنشطته خارج الميزانية وتصنيفها في فئات، والتي تتعلق بمخاطر الائتمان، السوق، العمليات والمخاطر القانونية.

ب- أنظمة الضبط على العمليات التشغيلية: حيث يتم تقييم فعالية أنظمة الضبط والرقابة على العمليات بما فيها الضوابط المالية والمحاسبية، وذلك للتأكد من توفر دائرة تدقيق داخلي منفصلة لدى الفرع ومدقق خارجي، بالإضافة إلى أنظمة ضبط ورقابة داخلية تتناسب مع حجم الفرع وتعقيد عملياته، والتي يجب أن تضمن أن كافة العمليات البنكية تتم وفقاً للتعليمات الداخلية والسياسات التنظيمية، وأن كافة التقارير والدراسات التي يتم تزويد الإدارة العامة بها والبنك المركزي دقيقة وتصل في الوقت المناسب.

ج- التقيد بالأنظمة والقوانين: يجب على الفرع التقيد بالتشريعات البنكية والتعليمات، بما فيها تزويد البنك المركزي بكافة التقارير والمعلومات المطلوبة.

³³⁷ مخلف سليمان: نظام التقييم المصرفي CAMELS، مجلة المحاسب العربي، العدد 11، جويلية 2012، ص 7.

³³⁸ يوسف بوخلخال: أثر تطبيق نظام التقييم المصرفي الأمريكي (Camels) على فعالية نظام الرقابة على البنوك التجارية -دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية-، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة ورقلة، 2012، ص 209.

* يتم من خلال هذا النظام تقسيم أنشطة الفرع إلى أربعة عناصر هي: إدارة المخاطر Risk Management (R)، أنظمة الضبط على العمليات التشغيلية Operational Controls (O)، التقيد بالأنظمة والقوانين Compliance (C)، نوعية الأصول للفرع Assets Quality (A).

د- نوعية الأصول للفرع: يتم تقييمها لتحديد فيما إذا كان لدى البنك رأسمال كاف لاستيعاب الخسائر المحتملة، وبالتالي القدرة على الاستمرارية. أما في حال وجود شكوك حول قدرة الإدارة العامة على دعم الفرع، فإنه لتقييم نوعية الأصول يجب التأكد من ما يلي:

- مستوى توزيع الأصول وطبيعة الموجودات داخل وخارج الميزانية لأغراض مخاطر الائتمان.
- مستوى الديون المستحقة والديون التي تم تنزيل تصنيفها الائتماني.

فالتقييم حسب هذا النظام ROCA يتم لمعرفة ما إذا كان فرع البنك الأجنبي يتطلب اهتماماً رقابياً معيناً، ويختلف عن تقييم البنوك المحلية بأنه لا يأخذ بالاعتبار رأس المال، لكونه يكون للبنك ككل وليس للفرع، إضافة إلى أن هناك رسائل طمأنة من إدارة البنك بتحويل أي نقص في المخصصات أو الخسائر إلى الدولة المستضيفة في حال حدوثها. ويتم إعطاء الفروع الأجنبية درجة تقييم عام تأخذ بعين الاعتبار أربعة عناصر، بحيث تعطي مؤشراً عاماً عن حاجة العمليات البنكية للفرع للاهتمام الرقابي ودرجته، ويقوم التقييم على مبدأ إعطاء الفرع درجة من 1 إلى 5 بشكل تصاعدي³³⁹.

المطلب الثالث: إعادة الإشراف على البنوك المؤثرة على النظام المالي:

1- مفهوم البنوك المؤثرة على النظام المالي (الأكبر من أن تفشل):

خلال الأزمة المالية، بعض المؤسسات المالية وصلت إلى نقطة الفشل أو حتى الإفلاس، فرغم أن مستوياتها المعلنة من الأموال الخاصة تجاوزت عموماً المتطلبات التنظيمية الدنيا، ولكن السوق كان يشك في أنها ستكون كافية لتغطية الخسائر المحتملة. المخاوف من الإعسار تسبب في إسقاطها بسبب افتقارها إلى السيولة، المودعين والدائنين الآخرين طلبوا السداد الفوري، ولكنهم من حيث السيولة لم يستطيعوا تلبية الطلب³⁴⁰.

إن الحكم يدعو إلى عدم السماح بفشل مؤسسة (مالية أو غيرها) ابتداءً من حجم معين، لأن الإفلاس من شأنه أن يكون له عواقب نظامية وخيمة جداً على الاقتصاد³⁴¹، وبعبارة أخرى، بما أنها كانت كبيرة جداً (الجدول رقم 33)، معقدة ومتشابكة مع بقية النظام المالي تكلفة وقف نشاطها اعتبرت مرتفعة جداً للقطاع

³³⁹ خالد أمين عبدالله: مرجع سابق، ص44.

³⁴⁰ Paul Melaschenko, Noel Reynolds: Un modèle pour recapitaliser les banques trop grandes pour faire faillite, Rapport Trimestriel BRL, juin 2013, p1.

³⁴¹ Liesenborghs Alexandre: Mise en perspective théorique des concepts de « relance » et de « rigueur », Le Réseau Financement Alternatif, Fédération Wallonie, Bruxelles, novembre 2011, p4.

العام، الدولة قامت بإعادة رسملة أموالها بأموال دافعي الضرائب³⁴². فالبنك الأكبر من أن يفشل*، وزنه المالي يجعل من المستحيل أن تسمح السلطات النقدية بأن تسقطه، في غياب التدخل يواجه الاقتصاد الأزمة النظامية³⁴³، ويؤثر ذلك على استقرار الأسواق المالية، نتج عن ذلك إشارة ضارة أرسلت مباشرة إلى البنوك الكبيرة لتقول لهم، أكثر ما هم كبار، أكثر ما لديهم الحق والحرية في التصرف بطريقة غير مسؤولة³⁴⁴ لأنها تعرف أنه مهما تفعل، فإنها في نهاية المطاف سيتم إنقاذها من الإفلاس من قبل الدولة³⁴⁵.

الجدول رقم 33: الأصول المجتمعة لأكبر ثلاثة بنوك بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي للبلد

البلد	1990	2006	2009
ألمانيا	38	117	118
المملكة المتحدة	68	226	336
فرنسا	70	212	250
إيطاليا	29	110	121
إسبانيا	45	155	189
هولندا	154	538	406
السويد	89	254	334
اليابان	36	76	92
الولايات المتحدة الأمريكية	8	35	43

Source: Laurence Scialom: Stratégies et instruments d'une régulation macro prudentielle, Revue d'Economie Financière, n°103, 3/2011, p 178.

إن عمليات الإنقاذ الممولة من الأموال العامة حثت على خطر أخلاقي كبير، توقع الدعم الحكومي قد يؤدي إلى أخذ المخاطرة، إضعاف انضباط السوق، تشويه المنافسة ويزيد من احتمال الضائقة المالية. هذه المخاوف دفعت إلى اتخاذ إجراءات للحد من احتمال فشل المؤسسات الأكبر من أن تفشل، وذلك من خلال فرض مستوى أعلى من رأس المال والسيولة ودعوة المشرفين على المراقبة بزيادة اليقظة.

³⁴² Paul Melaschenko, Noel Reynolds: op.cit, p1.

* في شهادته يوم 19 سبتمبر 1984 في غرفة مجلس النواب، تود كونوفر Todd Conover -مراقب العملة من وزارة الخزانة الأمريكية- دافع عن الدعم الاتحادي المقدم في ماي 1984 إلى كونتيننتال Continental، مشيراً إلى أن أجهزة التنظيم لن تسمح بإفلاس إحدى عشر بنك أمريكي رئيسي. لأول مرة، تم الاعتراف رسمياً بوجود مذهب اسمه الأكبر من أن تفشل في الولايات المتحدة الأمريكية. في اليوم التالي، نشرت صحيفة وول ستريت جورنال قائمة البنوك التي اعتبرت أكبر من أن تفشل. ومنذ ذلك الحين استخدم هذا المصطلح لوصف المؤسسات المالية التي إفلاسها يمكن أن يتسبب في أضرار خطيرة على النظام المالي وقادر على إضعاف الاقتصاد، وبالتالي يجب الحصول على مساعدة من الدولة لمنع الفشل.

³⁴³ Olivier Moreau: Comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ? Economie Term Es Spé, 6 septembre 2014, p3.

³⁴⁴ Kevin Dowd: La vérité sur le sauvetage de L.T.C.M., un an après..., Ce qui se serait passé si la FED n'était pas intervenue..., Euro 92 Analyses, n°10, 15 octobre 1999, p 7.

³⁴⁵ Coentint de Salle: Le capitalisme de connivence, Echos, n° 77, 2^{ème} trimestre 2012, p32.

فمشكلة الخطر الأخلاقي النموذجي الذي تم وضعه من طرف E. Farhi et J. Tirole في حالة الأزمات المالية، تبين أن الوسطاء الماليين قد يكون لهم مصلحة في اختيار الاستثمارات التي يتم التأكد من أنهم سيحصلون على المساعدة من البنك المركزي في حالة الأزمة، يحصلون على ارتباط المخاطر للحصول على كل المساعدات العمومية، ولذلك، فإن استراتيجيات دعم القطاع المالي التي تقوم بها البنوك المركزية تعتبر جذور المجازفة المفرطة للمخاطر المقبلة وبالتالي الأزمة المقبلة. كما أن هناك انتقاد حول التدخلات العامة في حالة الأزمات التي تساعد جميع المؤسسات المالية، مثل انخفاض أسعار الفائدة الرئيسية، لأن التدخلات الأكثر استهدافا إن أمكن هي الأكثر فعالية³⁴⁶.

كما يمكن القول أن ضمانات البنوك الأكبر من أن تفشل من الحكومات تعتبر سلاح ذا حدين، فمن جهة تحمى من خطر الفشل المؤسسي للنظام، وأخرى تقلل ضمينا انضباط السوق التي تفرضه إمكانية الدرع وفشل المؤسسات المالية، مما يزيد من خطر الفشل المؤسسي. ويفسر ذلك من خلال الخطر الأخلاقي الذي من خلاله مؤشرات الأسعار والكميات غير الصحيحة المرسله من قبل الدائنين تؤثر على مديري البنوك وعلى الأداء الأمثل للمخاطر/الربحية لأنشطتها. نفترض أن البنك لديه ضمانات حكومية، والمقرضين لديهم حوافز أقل لرصد وتقييم مخاطر البنوك، ولذلك البنوك التي ينظر إليها على أنها أكبر من أن تفشل من قبل المستثمرين تتلقى تمويل أكثر ملائمة مما كان يمكن أن تحصل عليه دون ضمان من الدولة، والذي يسمح بزيادة أخذ المخاطرة وإلى النمو المتسارع، وربما يؤدي إلى تشويه المنافسة في هذه الصناعة، وسوء تخصيص الموارد في الاقتصاد³⁴⁷.

2- آلية صياغة سياسات لتنظيم عمل البنوك المؤثرة على النظام المالي:

إن الإجراءات التي قامت بها الحكومات أثناء الأزمة لدعم المؤسسات المالية التي تعتبر أكبر من أن تفشل، تؤكد دورها المؤثر نظميا في التنمية الاقتصادية الوطنية واستقرار النظام المالي. وقد اعتبرت الخطوات التي شملت تقديم ضمانات على الديون البنكية، عمليات رؤوس الأموال وتنقية الميزانيات العمومية للبنوك ضرورية، بسبب المخاوف من أن سقوط مؤسسة مؤثرة في النظام المالي سيحدث ضررا خطيرا للاقتصاد أو يؤدي إلى فقدان الثقة في النظام المالي، أو كليهما. وقد أدت عمليات إنقاذ البنوك الكبيرة المؤثرة نظميا إلى إثارة الجدل حول الإطار التنظيمي والمتعلق باتخاذ القرارات بالنسبة لهذه البنوك.

³⁴⁶ Xavie Ragot: Les banques centrales dans la tempête, pour un nouveau mandat de stabilité financière, Edition Rue d'Ulm, 2012, Paris, p 27.

³⁴⁷ Sebastian C, Moeninghoff, Axel Wieandt: op.cit, p 235.

فبعد صياغة سياسات تتناول البنوك الأكبر من أن تفشل يجب وضع في الاعتبار نمو المخاطر المعنوية (أي ما إذا كانوا يشجعون إنقاذ البنوك المضطربة المؤثرة في النظام المالي) وإزالة بعض عواقب السلوك المحفوف بالمخاطر. ولكن نظرا لأن قرار إنقاذ مؤسسة ما قد يكون نهائيا مسبقا إذا كان هناك احتمال لوجود ضرر أوسع للاقتصاد، يصبح التساؤل حول كيفية استحداث تدابير لتشجيع السلوك الحريص لهذه للبنوك، وكيفية صياغة سياسات تجعلها وأصحاب المصلحة فيها خاضعتين للمساءلة، مع التقليل لأدنى حد من نتائج فشلهم على صغار المساهمين.

ويجب على السلطات الوطنية عند تصميم منهجها للإشراف على هذه البنوك الأخذ بعين الاعتبار ما يلي:

أ- كيفية تحديد البنك المؤثر في النظام المالي.

ب- وهل يجب إخضاعه لمعايير تنظيمية وإشرافية أعلى من تلك التي تطبق على غيرها من البنوك.

ج- وإذا يمكن استحداث سياسات تسمح له بالفشل، مع الحد من تأثير ذلك على الاقتصاد والاستقرار المالي.

ولذلك يتعين على السلطات أن تعتمد على مجموعة شاملة من تدابير الوقاية من الأزمات لتتمكن من وضع قواعد أفضل لتنظيم عمل هذه البنوك والرقابة عليها، ومن بينها تشديد متطلبات رأس المال والسيولة، تقوية معايير إدارة المخاطر، وضع قيود على الأنشطة التي تتسم بالمخاطر وتحسين حوكمتها.

فقبل الأزمة بدت مراكز رأس المال والسيولة المبلغ عنها في هذه البنوك سليمة بسبب النمو السريع في الأنشطة عالية المخاطر، الارتفاع في أسعار الأصول وفرص الوصول لمصادر تمويل ميسرة. وبمجرد اندلاع الأزمة، تبينت عيوب هذه الصدمات الوقائية، حيث اتضحت العواقب المالية لاستراتيجيات تحملها للمخاطر العالية. لذلك لا بد من وجود متطلبات أكثر تحفظا لرأس المال والسيولة، علاوة على تدابير مضادة للاتجاهات الدورية لرأس المال. ويتمثل التحدي الرئيسي في تحديد مقاييس المستوى المناسب للحد الأدنى لمتطلبات رأس المال والسيولة، نظرا للاختلافات في معايير المحاسبة وتكوين الاحتياطي لمواجهة خسائر القروض، مناخ التشغيل، هياكل التمويل والاختلافات بين البلدان فيما يتعلق بالأصول السائلة. إن خفض نسب الرفع المالي لتحقيق الفاعلية المالية (أي زيادة في رأس المال) ومزيد من الأصول السائلة في ميزانيتها العمومية، سينتج عنه إقراض واقتراض بنكي أقل، أي اختبار واضح لنظام مالي أكثر استقرارا.

وعلى الرغم من أن زيادة متطلبات رأس المال والسيولة توفر احتياطي ضد الأحداث غير المتوقعة في أوقات العسر، فمواجهة عدم الاستقرار المالي يتطلب دعم معايير وممارسات إدارة المخاطر، والتي يتعين تعزيز وظيفتها

وسلطتها في داخل كل بنك مؤثر نظاميا، حتى تصبح مستعدة وقادرة على كبح الإفراط في تحمل المخاطر خاصة في أوقات اليسر. وعليه يتعين على البنوك المؤثرة في النظام المالي الالتزام بمعايير أعلى من البنوك الأخرى.

ولكن الاحتياطات المالية الأقوى وإدارة المخاطر الأفضل لا يستطيعا أن يحولا دون تسبب الأنشطة المحفوفة بالمخاطر من وقوع الأزمات. فقد بينت الأزمة أن إفراطها في تحمل المخاطر يمكن أن يسبب كارثة، وأنه لا توجد إجراءات وقائية لتقييد مثل هذه المخاطر، ولذلك يتعين على السلطات أن تحدد نسبة مئوية من رأس المال كحد للأنشطة عالية المخاطر. ومع ذلك، وضع حدود صارمة هو الطريقة الوحيدة لتقليل التهديد الذي يتعرض له النظام المالي جراء مشكلات عملها الجماعي، أي أن سعيها فرادى لتعظيم الأرباح والقيمة بالنسبة إلى حملة الأسهم يؤدي إلى ضغط على بنوك أخرى لتحمل مخاطر مفرطة.

ومن أسباب الأزمة عدم كفاية إشراف مجالس الإدارة عليها، نظرا لإخفاقها في تحديد أو فرض حد أقصى مناسب لتحمل المخاطر. لذلك، السلطات التنظيمية يجب عليها أن تضع معايير أكثر تشددا على مجالس إدارتها، وأن تشترط أن يتوفر لدى مديريها الخبرة المطلوبة لفهم طبيعتها الضخمة والمعقدة والإشراف عليها.

ومن أهم مسؤوليات مجلس الإدارة تصميم برامج للتعويض، تكافئ الأداء الأطول أجلا وتعزز إدارة المخاطر الصحيحة. وقد كشفت الأزمة على أن ممارسات البنوك في التعويض تشجع الإفراط في تحمل المخاطر وتكافئ الأرباح قصيرة الأجل على حساب القدرة على البقاء الأطول أجلا. ولمعالجة ذلك، يجب على السلطات التنظيمية أن تحدد معايير لبرامج البنك للتعويض وأن تتبناها مجالس الإدارة، وأن يتم دفع جزء كبير من المكافآت المقررة في شكل أسهم يصبح حقا مكتسبا على مدى الزمن، والتي تربط بأهداف الأداء والتقييد بمبادئ الحرص، وعدم تقديمها إلا إذا رأى المشرفون أن نسب رأس مال البنك كافية، كما ينبغي أن تستند إلى مكاسب تحققت وليس إلى مكاسب لم تتحقق. وعليه يتعين أن يكون تقييم برامج البنك للتعويض جزءا من مسؤوليات الإشراف المستمرة على البنوك.

وعليه لا بد أن يركز وضع القواعد التنظيمية الأكثر تشددا، الإدارة المعززة للمخاطر وتحسين إشراف مجلس الإدارة، على إشراف قوي موحد، والذي يركز على تقييم ملامح المخاطر على مستوى المجموعة أو الشركة القابضة، وليس على مستوى الفروع فرادى، مما يتعين تقويته، بإنشاء إطار عمل قانوني واضح بقواعد تنظيمية ومنهجيات للإشراف تدعمه، وقدرة فنية مناسبة لتقييم ملامح المخاطر الموحدة للبنوك المؤثرة في النظام المالي لتتولى أعمال الإشراف المبكر.

ومن العناصر الأساسية للإشراف على البنوك الكبيرة هو التأهب لحدوث إفلاس بنك مؤثر نظميا أو قرب إفلاسه. ويتعين أن يكون لدى السلطات خطة تسمح لها بتحديد ما إذا كانت ستسمح له بالفشل، وإذا فشل، فكيف يمكن التقليل لأدنى حد من الأضرار التي تصيب الاقتصاد والنظام المالي ككل.

ويتعين على أية خطة أن تنشئ آلية تسمح بتسوية أوضاع البنك المؤثر نظميا الذي أصيب بالفشل، وتتضمن تفويض هيئة حكومية لتولي المسؤولية المؤقتة على مجموعة بنكية مفلسة والسماح باستمرار العمليات حتى يمكن تصفيتها أو إعادة هيكلتها بطريقة منظمة و/أو بيعها. وتسهيلا لحل البنك بصورة بطيئة، يجب على سلطات الإشراف أن تجمع معلومات حول هيكله التنظيمي وتحفظ بقائمة جارية من مخزونات الأصول، ولا تقدم مساعدات إنقاذ للمساهمين. كما ينبغي استبدال الأعضاء الأساسيين في الإدارة التنفيذية للبنك بموظفين تعينهم الحكومة (من القطاع الخاص)، والذين يكون لديهم سلطة للاعتراض على دفع المكافآت لكبار الموظفين. ويجب أن تكون هناك قواعد واضحة تتعلق بمن يدفع له أولا والحد الأدنى من الخسائر التي يجب أن يتشارك فيها الدائنون، وفي ظل هذا المنهج، تصبح مخاوف المخاطر أخف، لأن المشاركين من السوق سيتم إعلامهم بالقواعد مقدما.

ويمكن مطالبة البنوك المؤثرة في النظام المالي بأن تدفع أتعابا لصندوق تسوية الأوضاع، تستخدم لتعويض بعض التكاليف التي قد تتكبدها الحكومة لكي يستمر البنك الفاشل المؤثر نظميا في العمل. وإضافة لذلك، فإن ترتيبا يمول مسبقا، سيقضي على الطبيعة المسائرة للاتجاهات الدورية لعدم المطالبة بالدفع إلا بعد الفشل، عندما تحتاج هذه البنوك إلى موارد متاحة لدعم قاعدة رأسمالها.

وإذا كان للموظفين أن يمارسوا سلطتهم في اتخاذ القرار في البنوك المؤثرة في النظام المالي، فيجب أن يكونوا قادرين على أن يفعلوا ذلك دون خوف من التعرض للملاحقة القضائية سواء من قبل الملاك السابقين، أجهزة الرقابة الحكومية، المشاركين في السوق، أو غيرهم، وهذا يعني أن صناع القرار يجب أن يحظوا بحماية قانونية.

كذلك يتعين على السلطات أن تعيد النظر فيما استقر رأيها عليه من حيث أن بعض البنوك أكبر من أن تفشل، فلا يوجد بنك أكبر من أن يفشل، هذا التحول يمكن أن يؤدي إلى منهج يقبل الفشل وعواقبه مع الاستمرار في التركيز على التداعيات بالنسبة للنظام والقطاع الحقيقي³⁴⁸.

³⁴⁸ سيد ريجان زامل: أكبر مما يمكن تجاهله، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2009، ص ص 41-44.

إن السياسات الاحترازية الكلية لمعالجة مشكلة المؤسسات الأكبر من أن تفشل لا تزال إلى حد كبير قيد الإنشاء، وطينا ودوليا، لذلك ثلاثة أنواع رئيسية من الخيارات السياسية الاقتصادية ممكنة في هذا المجال، وهي الآتي:

الخيار الأول، يسعى لفرض أقصى حجم للمؤسسات المالية و/أو فصل الأنشطة. من حيث المبدأ، الزيادة في الحجم ترتبط مع زيادة تنوع الأنشطة الذي يقلل من هشاشة التعرض للمخاطر. ولكن إذا النظام المالي يهين عليه منظمات مالية نظامية أكثر تنوعا ولكن تتشابه محافظها، فإنها تصبح أكثر عرضة للخطر النظامي.

الخيار الثاني، يتمثل في التصرف بعدم تشجيع المؤسسات المالية لتصبح أكبر من أن تفشل وبخلق حوافز تشجعهم على استيعاب العوامل الخارجية المرتبطة مع وجود الضمانات المضمونة من الحكومية.

الخيار الثالث، وذلك بالسيطرة على مشكلة الأكبر من أن تفشل من خلال وضع إطار قانوني يسمح لجميع المؤسسات المالية بالفشل دون خلق عدم الاستقرار المالي النظامي، أي أنه يمكن تفكيكها، مع الحفاظ على الوظائف الأساسية التي تؤديها. كما يجب أن يتوفر للمنظم مجموعة من المعلومات الدقيقة حول كيفية تفكيك المؤسسة قانونيا، ومنها ما يلي:

أ- إعداد الشروط المسبقة التي تمكن من توفير مجموعة واسعة من الخيارات كحلول للإفلاس الكلي للبنك، ومن هنا تأتي أهمية الاعتماد بالموازاة على نظام قانوني خاص بالفشل وحلول للمؤسسات المالية النظامية.

ب- تمكين المنظمين بفرض تبسيط على الهياكل القانونية للمجموعات البنكية المعقدة وغير الشفافة، فالأساس القانوني المقدم ضمن صلاحيات المنظم يعتبر حاسم في هذه الحالة.

ج- توفير الأساس لتقاسم الخسائر في حالة فشل المجموعة المالية العابرة للحدود، لذلك، ينبغي وضع مقترحات لتقاسم الخسائر ما بين الدول المشاركة في خطة إيجاد الحل، ويمكن أن تصبح بعد ذلك وسيلة للتنسيق الدولي.

النظام الخاص لإيجاد حل للمؤسسات المالية النظامية من المتوقع أن يوفر للمنظم الآليات القانونية المشتركة لفرض خسائر على المساهمين وتقليل وقت إيجاد الحل، يسهل ذلك إيجاد حل منظم لفشل المؤسسات المالية النظامية للحفاظ على الاستقرار المالي مع حماية مصالح المساهمين وليس فقط المصالح المالية الخاصة، ومن بين هذه الآليات القانونية نذكر ما يلي:

أ- البيع إلى مشتر خاص، يسمح باستمرار الخدمات المالية وحماية مصالح الدائنين والأطراف الأخرى، ويطبق إلا إذا سلطة إيجاد الحل كان لديها الوسائل القانونية لإتمام عملية البيع حتى ولو تم فرض خسائر على المساهمين.

- ج- إنشاء بنك الجسر: يعتبر مؤسسة مؤقتة تنشأ من طرف سلطة إيجاد الحل لدعم أنشطة المؤسسات المتعثرة خلال فترة معينة للسماح لهذه السلطة باستكشاف الخيارات الأقل تكلفة.
- د- نقل جزء من الودائع والأصول إلى بنك سليم، أما المؤسسة المتبقية التي تحفظ بالأصول صعبة التقييم تصبح للبنك السيئ وتستمر لتكون مملوكة من قبل المساهمين للمؤسسة الفاشلة، والتي رأس مالها يبقى معرض إلى مخاطر الخسائر على قيمة الأصول السامة.
- هـ- البيع "بالمساعدة" لمشتري من القطاع الخاص، عندما جزء من الأصول يكون من الصعب تقييمه، الحل هو بيع كل المؤسسة، ولكن بتوفير الدعم المالي للمستحوز أو الضمان المالي المستطاع، كأن يتم دعم الخسائر ولكن بأن لا يتجاوز عتبة معينة، كما أن هذا الضمان يجب توفيره للمشتري وليس لمساهمي المؤسسة الفاشلة.
- و- التأميم المؤقت يعتبر الأداة التي يمكن أن تكون مناسبة جدا، وخصوصا عندما يكون النظام البنكي مركز بشكل كبير مع القليل من خيارات الشراء الخاصة³⁴⁹.

3- تخفيض مكافآت المسؤولين البنكيين للتوقي من الأزمات:

تخوض العديد من البنوك الكبرى مخاطر كبيرة، مع منح أرباح للمساهمين ومكافآت للإدارة والموظفين، ومن خلال الإعانات الحكومية المباشرة (كالتأمين على الودائع) والدعم غير المباشر (كتوقع قيام البنك المركزي بإنقاذها من التعثر)، أدى ذلك إلى تشجع الجهاز البنكي على إغفال المخاطر³⁵⁰. وقد طرح معارضو المكافآت ثلاث حجج: أولا، أن المسؤولين البنكيين يحصلون على أجور أعلى مما ينبغي، خاصة في ظل الصعاب التي تواجه قطاع المشروعات الصغيرة. ثانيا، أنهم لا يستحقون هذه المكافآت، لأن البنوك كان بوسعها أن تحقق أرباحا أقل أو تعجز عن الاستمرار في العمل لولا تدخل الحكومة. ثالثا، أن المكافآت الضخمة شجعت المسؤولين التنفيذيين بالبنوك على حوض مخاطر مفرطة مما أسهم كثيرا في الأزمة المالية.

فالمسؤولين البنكيين يتقاضون رواتب مرتفعة، وقد سمحت التغيرات في التكنولوجيا، حجم النشاط والعمولة لهؤلاء المهنيين بالاستفادة من تميز مهاراتهم. كما يديرون أموالا كبيرة ويعملون في إنجاز صفقات أكبر،

³⁴⁹ Laurence Scialom: op.cit, pp 178-182.

³⁵⁰ سايمون جونسون: المكافآت و "دورة الدمار"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2010، ص 43.

وسواء كانت أجورهم العالية عادلة أم اعتبارية، فإن ما يجرعها إلى حد كبير هو السوق، حيث تتنافس الشركات على أصحاب المواهب³⁵¹.

الأكبر من أن تفشل، كما يقال عن التكتلات البنكية التي تعتبر المسؤولة عن الأزمة، أي مسير يخاطر ويعرف أن النتيجة يمكن أن تكون غناه أو خرابه، مسؤولي البنوك الكبرى يعرفون أنه مهما كانت أخطائهم سيتم إنقاذهم. لذلك يجب على البنك مراقبة أعماله، فإذا فعل ذلك بدقة، فإنه سيكون له أحد المفاتيح الأساسية لهذه المشكلة التي تكمن في الرواتب الكبيرة، ولا سيما للمسؤولين البنكيين.

إن رواتب ومكافآت أقلية ضئيلة من الجهات الفاعلة المالية (المسؤولين وبعض المضاربين) تصل إلى أرقام كبيرة ومبالغ فيها لأنها تخرج من حصص متغيرة، وتعتبر أكثر أهمية من الراتب القاعدي، والتي معايير تحديدها بنيت بطريقة بحيث تكون محرك الأزمة المالية، فعلى الرغم من أن راتب مسؤول كبير لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من رقم الأعمال، ولكن خاصة حصته المتغيرة تعتبر المسؤولة عن الأزمة ومصدرا للصعوبات المقبلة. بالنسبة للمضاربين طريقة حساب مكافآتهم أصبحت منتجة للأزمات، لا تأخذ في الاعتبار إلا العمليات قصيرة المدى، والتي تعتبر غير منتجة ومرتفعة الخطورة عندما ننظر إلى التكلفة الكاملة لمعاملاتهم المالية (التكاليف غير المباشرة، تكلفة الخطر، تكلفة رأس المال... الخ).

باهتمامنا برواتب المسؤولين التنفيذيين نصل إلى محرك الأزمة، والتي هي نتيجة فائض السيولة التي تدفقت على العالم، ففي عام 2008 النقد المتداول في الاقتصاد المالي مثل خمسين مرة الإنتاج الكلي للاقتصاد الحقيقي، هذه السيولة جاءت من سياسات البنوك المركزية، فقد استولى على جزء كبير من القيمة المضافة للشركات المساهمون على حساب الموظفون وتوازن التجارة الدولية، الدول المتقدمة نقلت بكثافة أنشطتها الإنتاجية إلى البلدان النامية لتغذية المضاربة. صناديق التقاعد والاستثمار، صناديق التحوط، شركات التأمين وغيرها تفرض بإفراط إيرادات أكثر ارتفاعا، ولتحقيق ذلك، تدفع مكافآت للمديرين حسب قدرتهم على إنتاج العائد بأي وسيلة. مسؤول لا يمكنه ربح الكثير من المال إلا عن طريق قيامه برفع قيمة السهم بأي وسيلة، العودة على الاستثمار. وبالتالي المضاربة، تهدف على المدى القصير بأخذ المخاطر بتهور وتشكيل فقاعات. هذه الآلية هي أكثر خطورة في حالة المديرين لبنوك تفترض بأن لا يسمح لها بالفشل والتي هي موجودة في القلب النشط

³⁵¹ ستيفن كابلان: هل ينبغي أن يحصل المسؤولون المصرفيون على مكافآتهم؟، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2010، ص 42.

للمضاربة المالية. ورغم كل ذلك البنوك الأمريكية وضعت مخصص 145 مليار دولار كمكافآت لعام 2010، أي أكثر من عام قبل الأزمة 2007³⁵².

إن السعي من أجل النمو "بأي ثمن" لم يتوقف مع الأزمة، في أكتوبر 2007، RBS, Santander et Fortis سانتاندر وفورتيس قررت شراء ABN Amro، في حين كان يعلم جميع المالكين أن ميزانيته تحمل أكثر من 10 مليارات دولار كأصول سامة، الأزمة أدت إلى تفكيك فورتيس Fortis بعد عام، من خلال استحواذ حكومة هولندا و BNP Paribas على معظم أصوله، هذا يثير مسألة مدى ملاءمة هذه الاستراتيجيات من النمو، وعلى وجه الخصوص فورتيس Fortis كانت قد فعلت الأفضل لو ركزت على مشاكلها الخاصة، بدلا من سعيها للحصول على منافسين أكثر سوءا منها. وبالمثل، بنك أوف أمريكا Bank of America استحوذ على ميريل لينش Merrill Lynch في حين هذا الأخير كان يخفي أكثر من 50 مليار دولار من الأصول السامة. أحد الأسباب التي تشرح هذه الاستراتيجيات هو أيضا البحث في مكافآت المسؤولين، الذي يعتمد بشدة على حجم مؤسستهم، وبالتالي يضعون المزيد من القيمة على رأسمالم البشرية، حتى لو كان خلق القيمة الإجمالي لشركتهم ليس في الموعد³⁵³.

فالأزمة نشأت من ظاهرة تقريبا هامشية تلك للرهن العقاري، المتعلقة بزيادة رقم أعمال البنوك بالاستعانة بمصادر خارجية تخفي المخاطر كالتوريق، نجد هنا كل المكونات: البحث عن الربح المفرط، تصنيع منتجات فائقة التطور، تخفيف المخاطر وتشكيل الفقاعة. كما أن آلاف المليارات الدولارات التي اقترضتها الدول لإنقاذ البنوك والتخفيف من آثار الأزمة هناك احتمال من أنها ستكون بدورها أساس المضاربة في المنتجات المشتقة³⁵⁴.

في البنوك العالمية المكافآت تشجع أخذ المخاطر، المسيرين أرادوا تلبية متطلبات الربحية للمساهمين، ومن هنا تأتي أهمية المعاملات لحسابهم الخاص وحجم فريق المضاربة للقيام بمعاملات ذات هوامش عالية³⁵⁵. أنواع المكافآت تدفع لاتخاذ مواقف محفوفة المخاطر وبأحجام غير معقولة، تتم على مبالغ نعرف في بعض الأحيان أنها

³⁵² Louis Martin: Au cœur de la crise, les salaires des dirigeants des banques, le Trait-d'Union, n°101, novembre 2009, France, pp 1-2.

³⁵³ Jean-Michel Sahut, Mehdi Mili: Quelques mythes et réalités sur la crise des subprimes, Revue Gestion 2000, novembre - décembre 2009, pp 31-32.

³⁵⁴ Louis Martin: op.cit, p2.

³⁵⁵ Monique Bourven, Yves Zehr: La crise bancaire et la régulation financière, Rapports du Conseil Economique, Social et Environnemental, France, 2009, p20.

ذات أهمية كبيرة جدا من حيث المكاسب ولكن لا نعاقب الخسائر، وبالتالي هذه الحوافز هي دافع للخطر³⁵⁶. فالإطارات المسيرة تتم مكافأتهما عندما تحصل على أرباح عالية من خلال استراتيجيات عالية المخاطر، كما أن التغيرات في الأسواق بسبب زيادة المنتجات المهيكلية ضخمت هذه المشكلات من الحوافز. ضمن الإطار الحالي لحوكمة البنوك، المساهمين لديهم إلا القليل من القدرة لفرض ترتيبات على المكافآت التي تضمن أن حوافز المسؤولين تتماشى بشكل أفضل مع مصالح حملة الأسهم.

معهد التمويل الدولي l'Institut de finances internationales (IFI) نشر توصيات بشأن أفضل الممارسات فيما يخص المكافآت، ويعترف بأن توسع المنتجات المهيكلية ونموذج الأعمال خلق الحوافز، والتي دخلت في تعارض مع ممارسات الضمان الحكيم، لتحقيق أهداف إدارة المخاطر أو المصالح طويلة الأجل للشركة والمساهمين. ويعتقد أن سياسات المكافآت المفروضة من الخارج لن تكون فعالة، لذلك شجع بأن يتم ربط بشكل وثيق سياسات المكافآت مع مصالح حملة الأسهم والربحية على المدى الطويل للبنك ككل، وذلك باستخدام المدفوعات المؤجلة. كما يقترح على أن تعويضات الذهاب للإطارات العليا تعكس النتائج المحققة فعليا للمساهمين مع مرور الوقت، أما الأجور فتتم دائما على مدى فترات متعددة السنوات وغير مؤكدة، البنوك يتعين عليها أن تنظر في ربط المكافآت على مدى الأفق الزمني للمخاطر، من خلال الحوافز المؤجلة. كما ينصح بأن يأخذ في الاعتبار تكلفة رأس المال معدلة المخاطر لتحديد المكافآت مقابل النتائج، وتدعو لمزيد من الشفافية، تواصل المساهمين فيما يخص السياسات ومعايير المكافآت، مع التركيز على المبادئ والإجراءات، فإنه ينبغي أن تبين كيف تتماشى هذه السياسات مع الإستراتيجية التجارية للبنك³⁵⁷.

إن الأزمات البنكية تنتج في معظم الأحيان عن سوء حوكمة البنوك، والتي تتمثل في إدارة المخاطر، نظام الرقابة الداخلية، الإستراتيجية، الاستقلالية وكفاءة الإدارة، نظام تعويضات المسؤولين والمضاربيين³⁵⁸. فحوكمة البنوك وضعت في تعريف إستراتيجيتها، والتي ترتبط باستقلالية وكفاءة الإداريين، الذين يجب أن يكونوا على استعداد وقدرة على الاعتراض على قرارات المسؤولين. النموذج الاقتصادي للبنوك الكبرى الأمريكية والأوروبية المحدد بحكومته، يركز على أساس البنك العالمي أين أثر الحجم أصبح السائد وكذلك على عمليات السوق لزيادة الربحية، والتي نسبة معتبرة من دخلها جاء قبل الأزمة من نشاطات دون رכיصة حقيقية

³⁵⁶ Roland Perez: Analyse de la crise financière ou crise de l'analyse financière ?, Revue Management et Avenir, n°35, mai 2010, p177.

³⁵⁷ OCDE: Surmonter la crise financière, Études économiques de l'OCDE : États-Unis, 2008, pp 101-102.

³⁵⁸ Jean-Michel Sahut, Mehdi Mili: op.cit, p 27.

كالعمليات على أسواق المشتقات³⁵⁹. مكافآت المسؤولين عليها أن تكون محدودة حتى لا تقدم حوافر خاطئة، الإبلاغ عن المخاطر ينبغي تحسينه والقدرة الحقيقية على منح العقوبات يجب أن تقدم لسجلات المراقبة³⁶⁰.

ولذلك الحد من علاوات المضاربين تتطلب استجابة سياسية على المستوى العالمي، بسبب المخاطر النظامية التي شكلها هؤلاء على جميع الاقتصاديات وعدم قدرة القطاع المالي على أن ينتظم ذاتيا وتشوهات المنافسة، أدى ذلك إلى قيود على العلاوات في بعض البلدان. لذلك المراقبة يجب أن تمر من خلال مزيج ما بين القانون الثابت والقانون غير الملزم (تعزيز حوكمة البنوك بمراقبة المساهمين)³⁶¹. وقد اتخذت بعض القرارات السياسية تهدف لأن تدفع مع الوقت العلاوات وتمنح بعضها على شكل أسهم بنوك. إن المنتجات المالية المصنعة من قبل وللمضاربين معقدة بحيث المخاطر غير معروفة، وهناك عدة افتراضات لتقييمها، وبالتالي تحديد مكافآتهم بالدفع المؤجل، إن الحل الوحيد في هذه المرحلة هو الحد من المكافآت³⁶². حل هذه المشكلة، المملكة المتحدة وهولندا اتخذتا تدابير تعطي للمساهمين حق التصويت (غير ملزم في المملكة المتحدة) مقابل شروط مكافآت لأعلى مسؤولي البنوك، إذا كانت هذه الأحكام تعزز أفضل الحوافر ينبغي اعتمادها في الولايات المتحدة الأمريكية. كما ينبغي على المنظمين أن يأخذوا بعين الاعتبار هياكل المكافآت من خلال دراسة الخطر الكلي الذي وضعه البنك³⁶³.

تعويضات الرحيل المفرطة تسهم أيضا في عدم التماثل المعلن، لأن قيمة البنك تنخفض بسبب سياسة محفوفة بالمخاطر، يبدو ذلك وكأنه عقاب عادل، ولكن المساهمين كذلك تمت معاقبتهم، والذين يتحملون بعض المسؤولية عن هذه السياسة من خلال أصواتهم في قرارات الجمعية العمومية، وبما أنه مساهم فإنه يتحمل المخاطر. العقوبة غير عادلة لأن المسؤولين يتحملون عموما المسؤولية الأخلاقية تاركين المؤسسة مع الفوائد الهائلة التي شهدتها في الآونة الأخيرة، وخصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية³⁶⁴.

كما أنه من المنطقي تقديم مكافآت لمسؤول حسب مساهمته في أداء البنك، إلا أنه من المناسب التساؤل عن مساهمته الفعلية، حسب مؤشرات الأداء المختارة والمبلغ الممنوح. إن مكافآتهم تحسب كما ولو أن أداء

³⁵⁹ Jean-Michel Sahut, Mehdi Mili: op.cit, p 31.

³⁶⁰ Erkki Liikanen: Quelles leçons avons-nous apprises de la crise financière?, Revue d'Economie Financière, n° 112, 04/2013, p120.

³⁶¹ Jean-Michel Sahut, Mehdi Mili: op.cit, p 31.

³⁶² Louis Martin: op.cit, p2.

³⁶³ OCDE: Surmonter la crise financière, op.cit, p102.

³⁶⁴ Robert Leblanc: Rémunérations et crise bancaire ?, Revue d'Economie Financière, hors série, 2008, p 5.

البنك بأكمله هي بسبب أفعالهم وقراراتهم. كما أن المؤشر الأكثر اختياراً كمرجعية عن أداء المسؤولين هو تطور سعر البورصة وينتج أيضاً عن عوامل اقتصادية كلية، وهناك دراسات أثبتت أن حوالي 90% من تطور القيمة البورصية للبنوك تشرح من خلال خصائص القطاع البنكي، وأقل من 10% يمكن تفسيرها من خلال عوامل خاصة متعلقة بقراراتهم بالإضافة إلى عوامل أخرى، مثل موظفيهم، عملاءهم، موقع مكان العمل التجاري أو الأعمال المختلطة³⁶⁵.

المطلب الرابع: استخدام اختبارات القدرة على تحمل الضغوط للرقابة على البنوك:

1- مفهوم اختبارات القدرة على تحمل الضغوط:

تجرى على البنوك لتحديد من التي تعاني من مشكلات وإصلاحها، والحد من احتمالات حدوث أزمة بنكية، فهي نظام يتم تنفيذه للتأكد من قدرة البنك على مواجهة احتمالات التعرض لعدة مخاطر، وذلك بتحديد ومراقبة مقاييس الأداء القائم على المخاطر في البنك "كأهداف حقيقية وتقديرية"، والتي تنبثق مباشرة من رؤيته وإستراتيجيته³⁶⁶، فهي تسمح بالتقييم الأفضل للمخاطر وتوقع طرق الخروج منها³⁶⁷، كما تقدم مؤشر عن حجم الخسارة المتوقعة التي قد تنشأ عن ظروف معاكسة بشكل حاد، ويتم تصميمها بما يلاءم النشاط باستخدام تحليلات لسيناريوهات محددة، وتقوم الإدارة العليا ومجلس الإدارة بمراجعة نتائج اختبار الضغوط³⁶⁸، والتي ينبغي أن يدقق فيها بعناية أكبر، خاصة في طرق النظر في نظام التسيير، قياس المخاطر المعززة، مدة الاستحقاق، مستوى الرأسمال الاقتصادي أو التنظيمي المدروس³⁶⁹.

ولتجنب الوقوع في مخاطر أزمة بنكية، يتعين تحديد مواطن ضعف البنوك في وقت يكون فيه متسع لتصحيحها، والتي لا تكون بادية عند معاينة أدائها السابق حين يكون الاقتصاد يعمل بسلاسة وبدون مشكلات ضاغطة. وللتقييم السليم لسلامة البنوك يتم إخضاعها لهذه الاختبارات، حيث تؤدي عمليات افتراضية لقياس أدائها في ظل ظروف اقتصادية كلية ومالية بالغة الشدة، مثل حدوث ركود حاد أو جفاف أسواق التمويل.

³⁶⁵ Jean-Michel Sahut, Mehdi Mili: op.cit, pp 29-30.

³⁶⁶ مجموعة QNB: تقرير الحوكمة السنوي 2013، ص 10.

³⁶⁷ Christian Chavagneux: Quatre pistes pour éviter la prochaine crise financière, revue d'économie financière, hors série, 2008, p 445.

³⁶⁸ البنك الوطني المصري: القوائم المالية عن الفترة المالية المنتهية في 30 جوان 2013، ص 31.

³⁶⁹ Danièle Nouy: Bâle II face à la crise: quelles réformes ?, Revue d'Economie Financière, hors série, 2008, p 5.

2- أدوات تقييم اختبارات القدرة على تحمل الضغوط:

تتمثل في تقييم الملاءة والسيولة، لأن وجود مشكلات في أحدهما يمكن أن يتسبب في خسائر، ويؤدي ذلك إلى أزمة بنكية. وتقاس الملاءة بالفرق ما بين الأصول والديون، فإذا كانت قيمة الأصول تتجاوز الديون، فإنها تكون ذات ملاءة "لديها رأسمال سهمي موجب" (الجدول رقم 34). كما أن استمرار قيمة كل من الأصول والخصوم يعتمد على التدفقات النقدية المستقبلية، التي تعتمد بدورها على الأوضاع الاقتصادية والمالية المستقبلية. وحتى تكون ملاءة، يتعين أن يحتفظ بحد أدنى من رأس المال السهمي الموجب الذي يمكنه استيعاب الخسائر إذا ما وقعت صدمة، يتسبب في عجز العملاء عن سداد قروضهم. ولذلك يلزم أن تحتفظ برأسمال يزيد حتى على الحد الأدنى لضمان استمرار ثقة مصادر تمويل البنك (مثل المودعين أو مستثمري الجملة) والحصول على التمويل بتكلفة معقولة.

الجدول رقم 34: عرض مبسط للميزانية العمومية للبنوك

الخصوم		الأصول	
قروض من البنك المركزي		النقد ومعادل النقد	
الإقراض بين البنوك	خصوم سوق المال	الإقراض بين البنوك	أصول سوق المال
اتفاقيات إعادة الشراء (الريبو)		اتفاقيات إعادة الشراء (الريبو)	
شهادات الإيداع		شهادات الإيداع	
ودائع العملاء (المؤسسات المالية، القطاع العام، قطاع الشركات وقطاع الأسر المعيشية)	الاقتراض طويل الأجل	الاحتفظ بها للمتاجرة	الأوراق المالية
أدوات الدين		أسهم وديون متاحة للبيع	
المشتقات		أوراق مالية محتفظ بها لحين بلوغ أجل الاستحقاق	
الاقتراض الآخر	رأس المال السهمي	قروض مقدمة للعملاء (المؤسسات المالية، القطاع العام، قطاع الشركات وقطاع الأسر المعيشية)	أصول أخرى
		المشتقات	

مصدر: هيروكو أورا، ليليانا شوماخر: مرجع سابق، ص 39.

ويقوم اختبار الملاءة بتقييم ما إذا كان لدى البنك المعني رأسمال كاف لاستمرار ملاءته في بيئة مفترضة من التحديات الاقتصادية، وهو يقدر أرباح البنك وخسائره والتغيرات التي تطرأ في قيمة أصوله في ظل الأوضاع المعاكسة. وتكون عوامل المخاطر في الغالب خسائر محتملة نتيجة لعدم قدرة المقترضين عن السداد

"مخاطر الائتمان"، حسائر الأوراق المالية نتيجة تغييرات في أسعار السوق، مثل أسعار الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الملكيات العقارية "مخاطر السوق"، بالإضافة إلى ارتفاع تكاليف التمويل نتيجة نقص ثقة المستثمرين في جودة أصول البنك "مخاطر السيولة". وتقاس الملاءة بنسب رأس المال المختلفة المستندة إلى متطلبات تنظيمية. ويقال أن البنك اجتاز الاختبار أو أخفق فيه تبعاً لما إذا كانت نسبة رأس المال تظل أعلى من مستوى مقرر سلفاً، يسمى بالحد الأدنى لمعدل العائد أثناء الضغوط*.

ويعني اختبار السيولة بتقييم ما إذا كان للبنك القدرة على أداء مدفوعاته في ظل أوضاع معاكسة للسوق، سواء باستخدام النقد، بيع أصول سائلة أو إعادة تمويل التزاماته. وتتسم أوضاع السوق المعاكسة بعدم القدرة على بيع الأصول السائلة بسعر وسرعة معقولة "مشكلات السيولة السوقية" أو الإخفاق في إعادة تمويل الالتزامات أو الحصول على تمويل إضافي "سيولة التمويل". وغالباً ما تكون قدرة البنك على سرعة التعهد بأصول كضمانات عاملاً حاسماً لاستمرار قدرته على الاحتفاظ بالسيولة في أوقات الشدة. ويكون لدى البنوك تباين في آجال استحقاق ميزانيتها العمومية، ذلك أن معظم خصومها، مثل الودائع أو الاقتراض من أسواق المال، تكون لها آجال استحقاق أقصر بكثير من آجال استحقاق الأصول، كالقروض التي يقوم البنك بتمويلها بتلك الخصوم. وفي حالة سحب مقدار كبير من الودائع أو عدم تجديده فجأة، أو تعذر حصول البنك على أموال في أسواق التمويل بالجملة، فسواجه نقصاً في السيولة حتى وإن كان يتمتع بملاءة.

وهناك صلة وثيقة بين ضغوط السيولة وضغوط الملاءة، فيمكن أن يتحول نقص السيولة إلى مشكلة ملاءة إذا تعذر بيع الأصول أو استحال بيعها إلا بخسارة، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الأصول عن الخصوم. ويمكن أن يترجم ارتفاع تكاليف التمويل خلال التعرض لضغوط السيولة إلى ضغوط ملاءة برفع تكلفة الخصوم. وقد تؤدي التصورات السوقية بشأن مشكلات الملاءة إلى نقص في السيولة نظراً لفقدان ثقة المدعين أو المستثمرين أو قيامهم بطلب أسعار فائدة أعلى من البنك. وأحد الجوانب الأساسية لاختبار القدرة على تحمل الضغوط هو تقييم ما إذا كانت مشكلات الملاءة أو السيولة في بنك ما يمكن أن يؤدي إلى أزمة بنكية، ويتحدد ذلك بتعريف المؤسسات المؤثرة على النظام المالي وبتردد قنوات انتقال المخاطر كجزء من عملية اختبارات القدرة على تحمل الضغوط.

* يمكن أن يكون الحد الأدنى لمعدل العائد لبنك ما هو الحد الأدنى لرأس المال الإلزامي الذي لا بد أن يحتفظ به حتى يحتفظ بتصنيفه الائتماني الحالي وبقدرته على النفاذ إلى التمويل، ويسمى الحد الأدنى للعائد القائم على السوق.

وقد استخدم صندوق النقد الدولي في عام 1999 اختبارات القدرة على تحمل الضغوط باعتبارها أداة رقابة. أما البنوك فاستعملتها في منتصف التسعينات من القرن الماضي باعتبارها أداة داخلية لإدارة المخاطر، حيث استخدمت طريقة القيمة المعرضة للخطر لقياس مخاطر السوق، والتي تقيس التغيرات التي يمكن أن تطرأ يومياً في قيمة محافظ الأوراق المالية إذا ما تعرضت أسعار الأصول لصدمة سالبة. كما تستخدم لتحقيق السلامة الاحترازية الكلية، وذلك بتحليل المخاطر على نطاق النظام إلى جانب المخاطر التي تخص كل بنك على حدى، وتبلغ النتائج في تقارير تقييم الاستقرار المالي للبلدان.

وعليه فقد لفتت الأزمة المالية العالمية انتباه الجمهور إلى اختبارات القدرة على تحمل الضغوط التي تجرى للمؤسسات المالية، والتي أسند إليها دور جديد باعتبارها أدوات لإدارة الأزمة لتوجيه عملية إعادة رسملة البنوك والمساعدة على استعادة الثقة. وقد أتاحت هذه الاختبارات باعتبارها أداة من أدوات إدارة المخاطر، للبلدان من أن تقيّم مدى حاجة المؤسسات المالية الرئيسية فيها إلى رأسمال إضافي، ربما من الأموال العامة³⁷⁰.

إن نتائج اختبار الضغوط يجب أن توفر معلومات فيما يتعلق بالعوامل التي تؤدي إلى اندلاع أزمة، وخاصة عند تغير نسب معينة والتي من شأنها أن تؤدي إلى تدهور كبير في الوضع المالي للمقترضين³⁷¹، والتي تؤدي إلى ارتفاع نسب التعثر وقياس أثرها ونتائجها على أرباح/خسائر البنك وعلى نسبة كفاية رأس المال لاتخاذ التدابير اللازمة للاحتياط لها مستقبلاً وذلك تماشياً مع تعليمات البنك المركزي وتعزيز إدارة المخاطر في البنك³⁷².

3- مبادئ اختبارات القدرة على تحمل الضغوط:

لتحسين تنفيذ هذه الاختبارات، اقترح صندوق النقد الدولي سبعة مبادئ لاختبار القدرة على تحمل الضغوط وقدم توجيهات تشغيلية بشأن طرق تنفيذها.

³⁷⁰ هيروكو أورا، ليليانا شوماخر: بنوك تحت الضغط، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 50، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2013، ص ص 40-38.

³⁷¹ Danièle Nouy: Système bancaire et risque private equity/lbo, Revue d'Economie Financière, n°93, 2008, p 139.

³⁷² كاييتال بنك الأردن: التقرير المالي 2011، ص 80.

الجدول رقم 35: مبادئ اختبارات القدرة على تحمل الضغوط التي يقترحها صندوق النقد الدولي

المبدأ 1	تحديد المحيط المؤسسي للاختبارات بصورة مناسبة
المبدأ 2	تحديد جميع قنوات انتشار المخاطر ذات الصلة
المبدأ 3	إدراج جميع المخاطر وهوامش الأمان المهمة
المبدأ 4	الاستفادة من وجهة نظر المستثمر في تصميم الاختبارات
المبدأ 5	إبلاغ نتائج الاختبارات بطريقة أذكى وليس بصوت أعلى
المبدأ 6	التركيز على مخاطر طرق المنحني
المبدأ 7	الاحتراس من النتيجة التي يرجح بدرجة كبيرة ألا تحدث

المصدر: هيروكو أورا، ليليانا شوماخر: مرجع سابق، ص 40.

وتسلط المبادئ الثلاثة الأولى الضوء على أهمية امتلاك معرفة جيدة بالمخاطر، نماذج العمل وقنوات انتشار المخاطر التي تواجه البنك أو النظام قبل بدء اختبارات القدرة على تحمل الضغوط. كما تقتضي إدراج جميع البنوك التي يمكن أن يؤدي إخفاؤها إلى إلحاق ضرر كبير بالاقتصاد في عمليات الاختبار، وتكرار الآثار الانتشارية المحتملة التي يمكن أن تزيد من حدة الصدمة الأولية. ويتحقق كل ذلك باستخدام نماذج اقتصادية تحاكي التفاعل بين مختلف عوامل المخاطر (مثل مخاطر الائتمان، مخاطر أسعار الصرف أو مخاطر السيولة) أو بين البنوك المختلفة.

ويؤكد المبدأ 4 على أهمية إكمال تصميم الاختبارات بخصائص تبين متطلبات الأسواق وكذلك المتطلبات التنظيمية التقليدية. ويقر هذا المبدأ بزيادة اعتماد البنوك الدولية بدرجة أكبر على التمويل بالجملة* قصير الأجل غير المؤمن عليه وبدرجة أقل على الودائع المؤمن عليها. وخلال الأزمة، تسبب هؤلاء المقرضون "نتيجة انشغالهم بقيم الأصول وانعدام يقينهم بشأن حيازات البنوك وممارسات التقييم لديها" في إحداث صدمات سيولة لعدم رغبتهم في الإقراض. وأدى التأخر في مساعدة المقرضين، مع وجود صعوبات سياسية في إيجاد حلول إلى إطالة أمد الأزمة وتعميقها.

كما يعني هذا المبدأ أنه ينبغي استخدام رؤى السوق لإكمال الاختبارات على أساس معايير تنظيمية ومحاسبية. ومن بين طرق القيام بذلك استخدام الحدود الدنيا لمعدل العائد، على أساس تكاليف التمويل المستهدفة، والتي تعكس النسب التنظيمية الذي تعتبره الجهات التنظيمية نسبة ملاءة كافية. ففي عالم تكون فيه

* مقرضين غير المودعين لا تغطيهم نظم التأمين على الودائع ويقدمون في الغالب قروضا كبيرة.

الأسواق قادرة على فرض الانضباط على البنوك برفض تمويلها، يمكن أن تطلب الأسواق نسباً لرأس المال تمكنها من بلوغ تصنيف معين للمخاطر أو إبقاء تكاليف التمويل دون سقف معين، وتكون لدى البنوك حوافز لبلوغ تلك النسب.

ويمثل التأثير المحتمل لسلوك السوق على سلامة البنوك عنصراً أساسياً في فهم المبدأ 5، والذي يقضي بنشر الاختبارات بطريقة ذكية، بأن تكون لها تقييمات صريحة للمخاطر وواضحة فيما يتعلق بالتغطية وأوجه القصور، وأن تتضمن نتائج معلنة، إلى جانب تدابير تعالج بصورة مقنعة أي مواطن ضعف تكشف عنها. ويمكن أن يؤدي نشر نتائجها إلى التخفيف من حدة المشكلات الناشئة عن عدم اكتمال المعلومات أثناء فترات انعدام اليقين واستعادة ثقة السوق. وحتى الاختبارات التي تجرى لأغراض الرقابة خلال فترات غير الأزمات، يمكن أن يؤدي إبلاغ نتائجها إلى التوعية بالمخاطر وتشجيع تسعيرها بطريقة أكثر واقعية، وتعزيز انضباط السوق في أوقات الرخاء، وهو ما يجنب التحولات المفاجئة المستقبلية في مزاج المستثمرين.

ويتسم المبدأ 6 بطبيعة فنية، إذ يوصي منفذ الاختبار باستخدام أساليب إحصائية واقتصادية قياسية تكون مصممة خصيصاً لتحديد سيناريوهات بالغة الشدة، التي غالباً ما تتسم بحدوث عدد كبير من المخاطر في نفس الوقت.

ومهما تكن درجة وضع النموذج التحليلي وشدة الصدمات المدججة في الاختبارات، ودرجة الحرص في إستراتيجية الإبلاغ، تظل هناك دائماً مخاطر حدوث "اللامعقول"، مثلما يجذرنا المبدأ 7، وينبغي للقائم بهذه الاختبارات أن يضع في اعتباره دائماً مخاطر النتيجة التي يرجح بدرجة كبيرة ألا تحدث.

ونظراً لأن نتائج الاختبارات لا تحدث دائماً على النحو المتنبأ به، فإنه ينبغي استخدامها مع أدوات أخرى يمكنها أن توفر معلومات بشأن التهديدات المحتملة للاستقرار المالي، وتتضمن التحليل النوعي والكمي للمخاطر التي تواجهها البنوك، مؤشرات الإنذار المبكر، نماذج استمرار القدرة على تحمل الدين والحوار القائم على معلومات مع الجهات الرقابية والمشاركين في السوق. فهذه الاختبارات تعتبر إلا أداة من بين الأدوات الكثيرة لتقييم المخاطر ومواطن الضعف في المؤسسات المالية أو النظم الكاملة، فهي تحاول تحديد التطورات التي يمكن أن تقع في المستقبل، لمساعدة السلطات على تشخيص أزمة مالية محتملة والحيلولة دون وقوعها³⁷³.

³⁷³ هيروكو أورا، ليليانا شوماخر: مرجع سابق، ص ص 40-41.

المبحث الثالث: لجنة بازل ودورها في إرساء وتعزيز استقرار القطاع البنكي

ستتطرق في هذا المبحث إلى دور لجنة بازل 2 في منع الأزمات، ثم إلى أهم المقترحات التمهيدية لاتفاقية بازل 3 للوقاية من الأزمات البنكية.

المطلب الأول: دور إطار بازل 2 في منع الأزمات

1- نشأة لجنة بازل وأهدافها:

تأسست لجنة بازل للرقابة البنكية في نهاية سنة 1974 من طرف محافظي البنوك المركزية لمجموعة دول العشر "G10" (ألمانيا، بلجيكا، كندا، الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، إيطاليا، اليابان، هولندا، المملكة المتحدة، السويد وسويسرا) في إطار بنك التسويات الدولية*³⁷⁴، واجتمعت اللجنة لأول مرة في شهر فيفري 1975، ومنذ ذلك الحين يتم عقد اجتماعاتها بمعدل ثلاث أو أربع مرات في السنة³⁷⁵. وتتضمن قراراتها وتوصياتها وضع المبادئ والمعايير للحدود الدنيا للرقابة الاحترازية بالإضافة إلى نشر وتعزيز أفضل الممارسات البنكية والرقابية من أجل تعزيز التعاون الدولي في مجال الرقابة الاحترازية وكذا تعزيز أمن ومصداقية النظام المالي العالمي بمجمعه³⁷⁶.

ولقد خلفت الأزمة المالية العالمية موجة من الجهود الرامية إلى إعادة تنظيم النشاط المالي، فالبنوك في الاقتصاديات المتقدمة بدت قبل الأزمة معافاة عند تقييم أوضاعها باستخدام المؤشرات التي كانت آنذاك جزءا من الإطار التنظيمي، فقد كان لدى معظمها رؤوس أموال كافية -تصلح كمصدات لاستيعاب أي خسائر تتكبدها لمنعها من الإخفاق- تستوفي المعيار التنظيمي القديم، وقد أعطى ذلك الانطباع بأن النظام البنكي سيكون قادرا على تحمل أي تحول غير موات في البيئة الاقتصادية، وهو ما أثبتت الأحداث خطأه.

وقد أرغمت الأزمة العديد من البنوك التي لديها ميزانيات تبدو قوية على إشهار إفلاسها، أو الخضوع للاستحواذ، أو إنقاذ الحكومات لها. ومع تزايد حالة عدم اليقين وقيام المستهلكين بخفض طلبهم على السلع

* بنك التسويات الدولية: منظمة دولية تنظم وترعى التعاون النقدي والمالي وتقدم خدماتها للبنوك المركزية لدول العالم، بدأ نشاطه في مدينة بازل بسويسرا في 17-05-1930، ويعتبر بذلك أقدم منظمة مالية دولية في العالم ويتخذ من مدينة بازل بسويسرا مقرا له.

³⁷⁴ Bruno Colmant, Chantal Samson: op.cit, p 46.

³⁷⁵ Jean-Pierre Allegret, Pascal Le Merrer: Économie de la mondialisation: opportunités et fractures, De Boeck, Belgique, 2007, p251.

³⁷⁶ André Locussol: Comprendre la crise et l'actualité économique: 2000 définitions sous forme de mini-cours, Éditions Le Manuscrit, France, 2010, p100.

والخدمات، قام النظام البنكي بتقييد مقدار الائتمان الذي كان سيمنحه. ونظرا لأن المؤسسات التجارية تحتاج إلى الائتمان للعمل والنمو، فقد أدى انعدام قدرتها على الاقتراض إلى تعميق الهبوط الاقتصادي³⁷⁷.

ففي عام 1988، اعتمد أول اتفاق دولي بشأن رؤوس الأموال البنكية، المعروف باسم إطار بازل الأول، غير أن قواعده بشأن تحديد اشتراطات رأس المال كانت بسيطة جدا، واستطاعت البنوك النشيطة دوليا أن تتحايل عليه، فقد كانت المشكلة الرئيسية تتمثل في أنه من الناحية العملية لم يكن حساسا بالنسبة للمخاطر. فتقديم قرض لشركة غير مالية كان يلزم البنوك بالاحتفاظ بمقدار أدنى لكفاية رأس المال قدره 8%*، بغض النظر عن مخاطر الشركة (أي فعاليتها المالية، أرباحها، ملاءمتها وبيئتها الاقتصادية). وكان ذلك يتعارض مع الطريقة التي تدير بها البنوك حوافض قروضها ورؤوس أموالها الاقتصادية (والتي تراعى مقاييس أكثر إتقانا للمخاطر).

وفي جوان 2004 نشرت اللجنة إطارا جديدا لاشتراطات رأس المال للمؤسسات الائتمانية، يعرف باسم إطار بازل الثاني، وتم إصداره في جوان 2006، والذي يربط اشتراطات رأس المال بالمخاطر التي تتكبدتها البنوك بشكل أوثق ومن تم يعتبر تحسينا له شأنه وضروريا على إطار بازل الأول. فهو معيار دولي لكمية رؤوس الأموال التي يتعين على البنوك أن تجنبها لمواجهة المخاطر المالية والتشغيلية الراهنة والمحتملة**. ويمكنها أن تزيد من اشتراطات رؤوس الأموال بأكثر من ذلك بالنسبة إلى المنتجات المركبة المعقدة والأدوات الخارجة عن نطاق الميزانية العمومية.

³⁷⁷ تومركابان، كاميليا مينوايو: القوة عند الإقراض، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 50، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2013، ص ص 52.

$$* \text{نسبة كفاية رأس المال حسب بازل 1} = \frac{\text{إجمالي رأس المال}}{\text{مجموع المخاطر المحتملة المرجحة}} \leq 8\%$$

إجمالي رأس المال = رأس المال الأساسي + رأس المال المساند

رأس المال الأساسي = رأس المال المدفوع + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة

رأس المال المساند = احتياطات غير معلنه + احتياطات إعادة تقييم الأصول + مخصصات مكونة لمواجهة أي مخاطر غير محددة + قروض مساندة + أدوات رأسمالية أخرى.

مجموع المخاطر المحتملة المرجحة = تبويت الأصول إلى مجموعات X أوزان المخاطر المخصصة

$$** \text{نسبة كفاية رأس المال حسب بازل 2} = \frac{\text{إجمالي رأس المال}}{\text{مخاطر الائتمان + مخاطر السوق + مخاطر التشغيل}} \leq 8\%$$

إجمالي رأس المال = الشريحة الأولى (رأس المال المدفوع + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة) + الشريحة الثانية (رأس المال المساند) وهذا كما هو محدد في بازل 1 + الشريحة الثالثة (الدين متأخر الرتبة قصير الأجل).

إذا كان مقترح بازل الجديد قد حافظ على منطق حساب المتطلبات الدنيا للأموال الخاصة كنسبة بين الأموال الخاصة والمخاطر المترتبة وحصرها عند مستوى 8%، فإنه طور طريقة قياس هذه المخاطر من خلال إدخال تغييرات جذرية مست معاملات ترجيح المخاطر، حيث أصبحت لا تتوقف على الطبيعة القانونية للمقترضين بل على نوعية القرض في حد ذاته.

وتهدف لجنة بازل إلى تحقيق الأهداف التالية³⁷⁸:

- أ- المساعدة في تقوية استقرار النظام البنكي العالمي، خاصة بعد توسع البنوك الدولية في تقديم القروض للدول النامية في فترة السبعينيات، وتزايد حجم ونسبة الديون المشكوك في تحصيلها مما أدى إلى تعثر بعض تلك البنوك وتفاقم أزمة المديونية الخارجية للدول النامية؛
- ب- تعزيز المنافسة العادلة بين البنوك العالمية؛
- ج- العمل على إيجاد آليات للتكيف مع التغيرات البنكية العالمية وفي مقدمتها العولمة المالية؛
- د- تحسين الأساليب الفنية للرقابة على أعمال البنوك وتسهيل عملية تداول المعلومات حول تلك الأساليب بين السلطات النقدية المختلفة.

2- لجنة بازل ودورها في تعزيز الحوكمة في البنوك

أصدرت لجنة بازل تقرير عن تعزيز الحوكمة في البنوك عام 1999، ثم أصدرت نسخة معدله منه عام 2005، وفي فيفري 2006 أصدرت نسخة محدثة بعنوان "Enhancing corporate governance for banking organization"، وتتضمن مبادئ الحوكمة في البنوك، والتي تتمثل فيما يلي³⁷⁹:

المبدأ الأول: يجب أن يكون أعضاء مجلس الإدارة مؤهلين تماما لمراكزهم وعلى دراية تامة بالحوكمة، ومسئولين عن أداء البنك، سلامة موقفه المالي، عن صياغة إستراتيجية إدارة العمل فيه، سياسة المخاطر وتجنب تضارب المصالح. وتكمن واجبات المجلس اختيار، مراقبة وتعيين المديرين التنفيذيين بما يكفل توافر الكفاءات القادرة على إدارة البنك، كما يجب أن يكون أعضاء المجلس على دراية كافية بأساسيات ومبادئ الأنشطة المالية للبنك التي يجب إتباعها وبالبيئة التشريعية، كما يقوم المجلس بتشكيل لجان لمساعدته ومنها لجنة تنفيذية ولجنة مراجعة داخلية حيث تقوم بالتعاون مع مراقبي الحسابات وتراجع وتتسلم تقاريرهم، ثم تأخذ القرارات التصحيحية في الوقت المناسب لتحديد أوجه الضعف في الرقابة وعدم التوافق مع السياسات والقوانين والنظم. كما يشكل مجلس الإدارة لجنة إدارة المخاطر التي تعمل على وضع المبادئ للإدارة العليا بغية إدارة مخاطر الائتمان، السوق، السيولة، التشغيل، السمعة وغيرها من المخاطر، ولجنة الأجور التي تضع النظم الخاصة بالأجور ومبادئ تعيين الإدارة التنفيذية والمسئولين بالبنك بما يتوافق مع أهداف وإستراتيجية البنك.

³⁷⁸ إضاءات مالية ومصرفية، بازل الأولى وبازل الثانية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، السلسلة الخامسة، العدد 4، الكويت، نوفمبر 2012، ص2.

³⁷⁹ Basel Committee on Banking Supervision, enhancing corporate governance for banking organization, February 2006, pp 6- 18.

المبدأ الثاني: يجب على مجلس الإدارة أن يوافق ويراقب الأهداف الإستراتيجية للبنك ومبادئ ومعايير العمل أخذاً في الاعتبار مصالح حملة الأسهم والمودعين، وأن تكون هذه القيم سارية في البنك، ويجب أن يتأكد من أن الإدارة التنفيذية تطبق السياسات الإستراتيجية للبنك وتمنع الأنشطة والعلاقات والمواقف التي تضعف الحوكمة فيها، وأبرزها تعارض المصالح مثل الإقراض للعاملين أو المديرين أو حملة الأسهم الذين لديهم السيطرة أو إعطاء مزايا تفضيلية للأطراف ذات الصلة بشروط ميسرة وغيرها، ويجب على مجلس الإدارة والإدارة العليا توفير الحماية للعاملين الذين يعدوا تقارير عن ممارسات غير قانونية.

المبدأ الثالث: يجب على مجلس الإدارة وضع وتطبيق حدوداً واضحة للمسؤولية والمساءلة على كامل نطاق البنك، فما في ذلك المجلس نفسه، الإدارة العليا، المديرين والعاملين.

المبدأ الرابع: يجب أن يتأكد مجلس الإدارة من وجود أسس ومفاهيم للإدارة التنفيذية تتوافق مع سياسته، وأن يمتلك المسؤولين بالبنك المهارات الضرورية لإدارة أعمال البنك، وأن تتم أنشطة البنك وفقاً للسياسات والنظم التي وضعها مجلس الإدارة تماشياً لنظام فعال للرقابة الداخلية.

المبدأ الخامس: يجب على مجلس الإدارة والإدارة العليا أن يقرأ باستقلالية مراقبي الحسابات وبأهمية الاستخدام الفعال للأعمال التي تقوم بها وظيفة المراجعة الداخلية والخارجية ووظائف الرقابة الداخلية. كما يتطلب منهما التحقق من أن القوائم المالية تمثل الموقف المالي للبنك في جميع جوانبه من خلال التأكد من أن مراقبي الحسابات الخارجيين يمارسوا عملهم وفقاً والمعايير المطبقة وأن يشاركوا في عمليات الرقابة الداخلية بالبنك المرتبطة بالإفصاح في القوائم المالية، وأن تقوم لجنة المراجعة الداخلية بكتابة التقارير مباشرة إلى مجلس الإدارة.

المبدأ السادس: يجب أن يتأكد مجلس الإدارة من أن سياسات الأجور والمكافآت تتناسب مع ثقافة، أهداف وإستراتيجية البنك في الآجل الطويل، كذلك هو الشأن بالنسبة لحوافز الإدارة العليا والمديرين التنفيذيين.

المبدأ السابع: الشفافية تعتبر أساسية للحوكمة الفعالة ولجنة بازل نصت عليها في البنوك، ولكن من الصعب على المساهمين وأصحاب المصالح والمشاركين الآخرين في السوق أن يراقبوا بشكل دائم وصحيح طريقة أداء إدارة البنك في ظل نقصها، ويحدث هذا إذا لم يحصلوا على معلومات كافية عن هيكل ملكية البنك وأهدافه المسطرة. فمسألة الإفصاح هي ضرورة خاصة للبنوك المسجلة في البورصة لتحقيق الانضباط في السوق، ويكون في الوقت المناسب من خلال موقع البنك على الإنترنت وفي التقارير الدورية والسنوية، فمثلاً

المعلومات المتعلقة بالبيانات المالية، التعرض للمخاطر، الموضوعات المرتبطة بالمراجعة الداخلية وبالحوكمة في البنك كهيكل ومؤهلات أعضاء مجلس الإدارة والمديرين واللجان وهيكل الحوافز وسياسات الأجور للعاملين والمديرين هي كلها يجب الإفصاح عنها.

المبدأ الثامن: يجب أن يتفهم مجلس الإدارة والإدارة العليا هيكل عمليات البنك والبيئة التشريعية التي يعمل من خلالها، ويمكن أن يتعرض البنك لمخاطر قانونية بشكل غير مباشر عندما يقوم بخدمات نيابة عن عملائه الذين يستغلونها لممارسة أنشطة غير شرعية مما يعرض سمعته للخطر.

3- بازل 2 هامش حماية من التقلبات الدورية:

إن التساؤل الأساسي يكمن فيما إذا كانت القواعد المسيرة للاتجاهات الدورية متراخية بشأن اشتراطات رأس المال خلال "الأوقات الطيبة" و"متشددة أثناء" الأوقات الصعبة" بما يفاقم من دورات الانتعاش والكساد؟ فحينما يكون الاقتصاد آخذاً في النمو، يمكن حتى للبنوك التي تدار بشكل سيء ولديها مستويات غير وافية من رؤوس الأموال والاحتياطيات المرصودة، أن تتوسع في نشاط أعمالها. ولكن عندما يتحول الاقتصاد إلى الأسوأ، فإنه يتعين عليها أن تغير على الفور من سياسة الإقراض لديها لكي تتجنب الوقوع في الإفلاس.

وفي إطار بازل 2 كان هناك قلق بشأن احتمال مسيطرة رأس المال الجديد للاتجاهات الدورية. ففي الأوقات الطيبة، تكون المخاطر الائتمانية التي تقاس باحتمال إعسار المقترض منخفضة وكذلك اشتراطات رأس المال. وعلى النقيض من ذلك، تواجه البنوك في الأوقات السيئة حاجات مرتفعة من رؤوس الأموال، وتجد أنه من الصعب عليها أن تزيد رؤوس أموالها لأن أرباحها، ومن تم قدرتها على حشد الاحتياطيات تتناقص، وكذلك صعوبة منح قروض ثانوية بسبب زيادة عدم اليقين. ويمكن أن تؤدي اشتراطات رؤوس الأموال الأعلى (بسبب المخاطر المتزايدة)، مع صعوبة جمع رؤوس أموال الجديدة، إلى قيام المؤسسات بتخفيض الائتمان المقدم للشركات والأسر المعيشية، وهو ما قد يفاقم من الركود.

غير أنه لكي يفاقم إطار بازل 2 أو أي اشتراطات لكفاية رأس المال مستندة إلى المخاطر الاتجاهات الدورية في النظام البنكي، فإنه يتعين تتبع ثلاث وصلات سببية على الأقل، وهي كالآتي:

أ- يقتضي زيادة اشتراطات رأس المال في حالات الانكماش الاقتصادي وأن تتناقص في حالات الانتعاش، فاشتراطات بازل 2 تجعل رأس المال أكثر حساسية للمخاطر، ورغم أن الأفق الزمني المستخدم لتقدير احتمالات الإعسار يبلغ سنة واحدة، فقد تستخدم البنوك إطاراً زمنياً أطول لتقدير الجدارة الائتمانية.

فبالنسبة لحواظ القروض العقارية، اشتراطات رأس المال تتقلب على مدى دورة أعمال ما باستخدام متوسط لاحتتمال الإعسار. فإذا كانت البنوك تستخدم آفاقاً زمنية أطول في تقديراتها، فإن اشتراطات رأس المال تتقلب (رأس المال لا بد أن يكون متناسباً مع المخاطر، والمخاطر تتحرك مع الدورة) وإن يكن بدرجة أقل. والخسارة الناجمة عن الإعسار محرك آخر للمخاطر في اشتراطات رأس المال قد يدل على مساهمة الاتجاهات الدورية، أي أنها تزيد في الأوقات السيئة مع تهاوى معدلات استرداد القروض. وفي إطار بازل 2 يشترط عامل الخسارة الناجمة عن إعسار في حالات الانكماش في أي وقت من دورة الأعمال.

وعلاوة على ذلك، فإن اشتراطات رأس المال بالنسبة لمخاطر التشغيل ستصبح مضادة للاتجاهات الدورية لأن رأس المال يتناسب بشكل مباشر مع الدخل الإجمالي للبنك. كما أن الدعامه رقم 1 من إطار بازل 2 تنص على أنه يجب أن يمثل التصنيف الائتماني للمقترض، تقدير البنك لقدرة المقترض على السداد حتى في الظروف الاقتصادية المعاكسة. وتشترط على البنوك أن تختبر قدرة حواظها الائتمانية على تحمل الضغوط في حالة الانكماش المعتدل. وتشترط الدعامه رقم 2 أن يكون مدراء البنوك على وعي بمرحلة دورة الأعمال عندما يقومون بتقييم مدى كفاءة رأس مال بنوكهم.

ب- يتعين على رأس مال البنك الفعلي أن يتصرف بطريقة مساهمة للاتجاهات الدورية، وتحتفظ بضعة بنوك بمستويات من رؤوس أموال مساوية لاشتراطات الحد الأدنى التنظيمية، ولكن يحتفظ معظمها باحتياطات من رؤوس الأموال، بحيث يكون لديها مجال كاف لتوسيع ميزانيتها (من خلال نمو القروض، فرص الأعمال الجديدة وما إلى ذلك) بدون أن تضطر إلى إصدار رأس مال جديد أو تغيير سياساتها في توزيع الأرباح، كما تعطى هذه الاحتياطات من رأس المال تكاليف التأشير والإفلاس وتقلل تدخلات الجهات الرقابية لأدنى حد.

ويؤيد إطار بازل 2 من خلال الدعامه رقم 3 شفافية مخاطر البنوك أمام المستثمرين، فهي تجعل قيام مدراء البنوك بتقليل مستويات رؤوس الأموال أمراً أكثر صعوبة. فإذا كان حملة الأسهم، المستثمرون في الديون الثانوية، حملة السندات والمودعين، يبدون اهتماماً بالآفاق المستقبلية المتوسطة الأجل للبنك، فمن المحتمل لأن يجبروا مدراء البنوك على أن يأخذوا في اعتبارهم مستويات رؤوس الأموال على مدى دورة الأعمال بأكملها. ورغم أن احتياطي رؤوس أموال البنوك قد ينخفض خلال التوسع، فقد يكون الانخفاض صغيراً، ولذلك ليس من الواضح أن البنوك ستقلل بشكل له شأنه من مستويات رؤوس أموالها حتى ولو انخفض رأس المال الذي تشترطه اللوائح في الأوقات الطيبة.

ج- قد يعتمد سلوك الائتمان على عوامل الطلب غير المرتبطة برؤوس أموال البنوك أو قد يتحدد بفعل عوامل العرض غير المرتبطة بمستوى احتياطي رؤوس أموال البنوك، فلا تعتبر الشواهد التجريبية الدولية حاسمة، فبالنسبة لاسبانيا، احتياطات رؤوس أموال البنوك لا تؤثر بشكل له شأنه على سلوك البنوك في مجال الائتمان، وعلى النقيض من ذلك فإن كلا من عوامل العرض الأخرى، مثل الربحية، ملامح الخطر وعوامل الطلب لها شأنها. ويمكن للشركات غير المالية أن تعوض جزئيا انخفاض الائتمان البنكي باللجوء إلى الائتمان التجاري، أو أسواق رؤوس الأموال القصيرة والطويلة الأجل، أو حتى طرح الأوراق المالية الخاصة³⁸⁰.

4- أسباب الأزمة المالية على ضوء اتفاقية بازل 2:

إن حدوث الأزمة بعد فترة قصيرة من تطبيق بازل 2 في الدول المتقدمة جعل هذه الاتفاقية على المحك كونها جاءت لتعزيز صلابة النظام البنكي، وهو ما عجل بمراجعة الأنظمة والتشريعات المالية والبنكية³⁸¹. ويمكن إيراد أهم أسباب نشوء هذه الأزمة اعتمادا على بازل 2 فيما يلي:³⁸²

أ- نقص رؤوس الأموال الملائمة: كشفت الأزمة أن البنوك في مختلف دول العالم لا تتوفر على المستوى الكافي من الأموال الخاصة ذات النوعية الجيدة لتغطية المخاطر التي يكتنفها العمل البنكي، والمقصود بها هي الشريحة الأولى بالتحديد التي تعتبر صغيرة جدا مقارنة مع حجم المخاطر الكبيرة التي تتعرض لها البنوك.

ب- عدم كفاية شفافية السوق: بينت الأزمة أن هناك نقصا في مستوى الإفصاح البنكي، مما عقد من عملية تقييم الأموال الخاصة ومقارنتها من بنك إلى آخر، كما أن مؤسسات تقييم المخاطر قد عملت على تضليل المستثمرين من خلال منح تقييم عالي لمخاطر مالية تحتوي على أصول عالية المخاطر.

ج- إهمال بعض أنواع المخاطر: رغم أن اتفاقية بازل 2 قد جاءت بمفهوم موسع للمخاطر البنكية، إلا أن هناك العديد من المخاطر أهملتها وساهمت بشكل كبير في إحداث الأزمة، ومنها مخاطر المحافظ المالية للتفاوض، المخاطر الكبرى المرتبطة بالعمليات على المشتقات، واستعمال المشتقات كوسيلة لإدارة المخاطر.

³⁸⁰ جيزوس ساورينا: العمل المصرفي على الطريق الصحيح، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2008، ص 29-31.

³⁸¹ Danièle Nouy: Bâle II face à la crise : quelles réformes ?, op.cit, p 1.

³⁸² نجار حياة: اتفاقية بازل III وآثارها المحتملة على النظام المصرفي الجزائري، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 13، 2013، ص 278-279.

د- نقص في سيولة البنوك: لقد كان من نتائج تسابق البنوك في الدول المتقدمة لتوظيف أموالها من أجل تعظيم أرباحها واستغلال فترة رواج السوق هو إهمالها لقضية السيولة، وهو ما كان له انعكاسا سلبيا عليها إذ لم تتمكن من الإيفاء بطلبات عملائها. بمجرد ظهور بوادر الأزمة والتي نتج عنها تهافت المدعين على سحب أموالهم من البنوك.

ه- المبالغة في عمليات التوريق المعقدة: حيث عمدت الكثير من البنوك إلى تخفيض متطلبات رأس المال من خلال التوريق وإعادة التوريق للأصول ونقلها من داخل الميزانية إلى خارجها، مظهرة بذلك معدل كفاية رأس المال أعلى من الواقع. وقد بلغت البنوك في الدول المتقدمة بشكل كبير في هذه العملية، وبالتالي الابتكارات المالية كان لها دور بارز في إحداث الأزمة.

و- الإفراط في المديونية: لجأت البنوك إلى بناء مديونية مفرطة داخل وخارج الميزانية وهذا من أجل التعظيم من أثر الرفع المالي وزيادة مردوديتها، وقد ترافق ذلك مع تآكل تدريجي لمستوى ونوعية قاعدة رأس المال.

فأحكام اتفاقية بازل 2 فرضت نسبة مئوية صغيرة من الأموال الخاصة في المقابل حيازة أوراق مالية لديها تنقيط جيد جدا. بالإضافة إلى ذلك، مجموعة واسعة من توظيفات البنوك كانت خارج الميزانية "سوق المشتقات على العجز عن سداد الائتمان". عدم تنوع أصول البنوك تسبب في مخاطر نظامية عالية، على الرغم من أن البنوك ظلت مطبقة للأحكام القانونية المتعلقة بالمخاطر. أدى ذلك إلى درجة عالية من التعقيم في الممارسات البنكية وتحديد القروض عالية المخاطر، كما في تحديد مستلميها النهائيين وتقييم هذه الأصول المهيكلة. فعندما اندلعت الأزمة، الخسائر المسجلة على هذه القروض كانت صعبة القياس لأنها انتشرت في العالم بأسره بسبب بيع هذه المنتجات المشتقة السيئة في أهم المراكز المالية العالمية³⁸³.

وعليه يمكن القول أن اتفاقية بازل 2 كان لها دور كبير في إحداث الأزمة، وذلك إما نتيجة جوانب أهملتها وكانت بمثابة ثغرات استغلتها البنوك للتهرب من متطلبات الرقابة، أو نتيجة القصور في تطبيق ما جاءت به هذه الاتفاقية. ولهذا تولدت الحاجة إلى ضرورة إحداث إصلاح يمس قواعد ومعايير العمل البنكي، بالعمل وفق معايير دولية جديدة من شأنها أن تعزز صلابة البنوك في مواجهة المخاطر وتحمل الصدمات، وهو ما تجسد في اتفاقية بازل 3، رغم أن اتفاقية بازل 2 لم يعمم تطبيقها بعد في كافة البنوك في العالم³⁸⁴.

³⁸³ Entela Myftari, sergio Rossi: Prix des actifs et politique monétaire : enjeux et perspectives après la crise financière de 2007-2009, Revue d'Analyse Economique, vol 86, n° 3, septembre 2010, p 358.

³⁸⁴ نبحار حياة: مرجع سابق، ص 279.

المطلب الثاني: أهم المقترحات التمهيدية لاتفاقية بازل 3 للوقاية من الأزمات البنكية:

صدرت اتفاقية بازل 3 في مقر بنك التسويات الدولية بمدينة بازل السويسرية في 12 سبتمبر 2010³⁸⁵، تضم مجموعة من الإجراءات والمعايير الجديدة التي تم استنباطها من الدروس المستخلصة من الأزمة المالية العالمية، وسيتم تطبيقها بالتدرج على أفق زمني يمتد بما بين 2013-2019³⁸⁶، وسنحاول في هذا الإطار التعرف على أهم هذه المقترحات:

1- رفع كمية وتنوعية الأموال الخاصة:

لتعزيز القدرة على امتصاص الخسائر والتحكم في التسيير في فترات الضغط، فقد اقترحت لجنة بازل بأن يتم رفع الحد الأدنى لنسبة رأس المال من حقوق المساهمين (الأسهم العادية والأرباح غير الموزعة)، وهو أعلى أشكال رأس المال الذي يمكن أن يستوعب الخسائر من 2% سنة 2012 إلى حدود 4.5% مع بداية سنة 2015، من متطلبات الحد الأدنى لرأس المال الفئة 1 التي تشمل حقوق المساهمين وبعض الأدوات المالية المؤهلة الأخرى، التي سيتم رفعها من 4% إلى 6%³⁸⁷، كما سيتم حذف بعض العناصر منها، كشهرة المحل وبعض المساهمات في رؤوس أموال البنوك والمؤسسات المالية الأخرى... الخ*، وذلك بهدف الوصول إلى رأس المال الفعلي الذي يمكن البنك من مواجهة الأزمات ويظهر الكفاية الفعلية لرأس المال.

أما الشريحة 2 فتسمى بالأموال الخاصة المكتملة، وتضم احتياطات إعادة التقييم والمخصصات العامة لخسائر الديون... الخ، وبشكل عام تحوي مختلف الأدوات المستعملة لجلب الديون ورأس المال المستوفاة

³⁸⁵ محمد بن بوزيان، بن حدو فواد، عبد الحق بن عمر: البنوك الإسلامية والنظم والمعايير الاحترازية الجديدة: واقع وآفاق تطبيق لمقررات بازل 3، ورقة مقدمة في المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي، النمو المستدام والتنمية الإسلامية الشاملة من منظور إسلامي، المنعقد أيام 19-21 ديسمبر 2011، الدوحة، ص 28.

³⁸⁶ عدنان أحمد يوسف: "بازل 3" تعيد المصارف إلى المربع الأول، مجلة لإتحاد المصارف العربية، العدد 284، نوفمبر 2012، ص 4.

³⁸⁷ بريش عبد القادر، غراية زهير: مقررات بازل (3) ودورها في تطبيق مبادئ الحوكمة وتعزيز الاستقرار المالي والمصرفي العالمي، ورقة مقدمة في المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلوي بالشلف، الجزائر، المنعقد يومي 19-20 نوفمبر 2013، ص 305.

* أتاح هذا الإطار للبنوك اعتبار الشهرة، وهو مفهوم يقصد به الفرق بين قيمة البنك في الدفاتر والقيمة المتحصلة إذا ما بيع البنك. وتؤدي التقديرات المرتفعة للشهرة إلى تضخيم رأسمال البنك، ومن ثم تضخيم البسط في نسبة رأس المال، ولكن لا يمكن استخدام الشهرة لشطب الخسائر. وقد حاولت الهيئات التنظيمية تقييم الخسائر التي يحتمل أن يواجهها البنك إذا اضطر إلى بيع أحد الأصول وعمد إلى ترجيح تلك الأصول لتعكس أي خسائر يتوقع تحملها خلال أوقات الشدة. إلا أن إطار بازل 2 كان متساهلا في هذه المسألة. ومثلما يمكن تضخيم قيمة رأس المال، يمكن أيضا تضخيم المقام في نسبة رأس المال بالتهوين من طبيعة المخاطر المتضمنة في الأصول، مثلا بمعالجة بعض الأصول، مثل الأوراق المالية المصنفة AAA، باعتبارها خالية تماما من المخاطر، وهو ما أثبتت الأزمة أنه غير صحيح.

للسروط المنصوص عليها في اتفاقية بازل 3. أما ما تمثله هذه الشريحة من قيمة الأصول مرجحة بأوزان المخاطر فسوف تنخفض بشكل تدريجي حتى تستقر عند 2% ابتداء من سنة 2015³⁸⁸.

الجدول رقم 36: مراحل التحول إلى النظام الجديد حسب مقترحات بازل 3

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
%4.5	%4.5	%4.5	%4.5	%4.5	%4	%3.5	حد أدنى لنسبة رأس المال من حقوق المساهمين
%2.5	%1.875	%1.25	%0.625	-	-	-	رأس المال التحوط
%7	%6.375	%5.75	%5.125	%4.5	%4	%3.5	الحد الأدنى لحقوق المساهمين+رأس مال التحوط
%6	%6	%6	%6	%6	%5.5	%4.5	الحد الأدنى لرأس المال الفئة 1
%8	%8	%8	%8	%8	%8	%8	الحد الأدنى من إجمالي رأس المال
%10.5	%9.875	%9.25	%8.625	%8	%8	%8	الحد الأدنى من إجمالي رأس المال+رأس مال التحوط

Source: Bank for International Settlements: Results of the Basel III monitoring exercise as of 30 June 2012, Basel, march 2013, p 22.

كما أضافت نوعاً جديداً من رأس المال الذي يمكن تسميته الأموال التحوطية أو الحماية الإضافية تحتفظ به البنوك بنسبة 2.5%، والتي الغرض منها ضمان احتفاظ البنوك برأسمال حماية يمكن استخدامه لامتناس الخسائر خلال فترات الأزمات. وهكذا، فإن الحد الأدنى المطلوب من رأس مال الفئة 1 ورأس مال الحماية سيكون بنسبة 8.5% (6% لرأس المال الفئة 1 و 2.5% لرأس مال الحماية). وستصبح نسبة إجمالي متطلبات رأس المال بعد تطبيق الإصلاحات المقترحة 10.5% مقابل 8% في الاتفاقيات السابقة.

الجدول رقم 37: متطلبات رأس المال ورأس المال التحوط

إجمالي رأس المال	رأس مال الفئة 1	حقوق المساهمين (بعد الخصومات)	
%8	%6	%4.5	الحد الأدنى
-	-	%2.5	رأس المال التحوط
%10.5	%8.5	%7	الحد الأدنى + رأس المال التحوط
-	-	%0 - %2.5	حدود رأس مال التحوط للتقلبات الدورية

Source: Banque des Règlements Internationaux: Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires, Bâle, décembre 2010, p71.

³⁸⁸ بحار حياة: مرجع سابق، ص ص 280-281.

ولقد كشفت الأزمة عن انخفاض مستوى جودة الائتمان في ميزانيات البنوك وخاصة بعد فترة من نمو القروض بمستوى عال. وتقترح هذه الإصلاحات تخصيص رأس مال تحوطي، لمقابلة أزمات تقلب الدورات الاقتصادية في حدود 0% - 2.5% من حقوق المساهمين أو من رأس مال آخر يضمن امتصاص الخسائر بشكل تام على أن يتم تطبيق ذلك وفقا للظروف المحلية لكل بلد. إن الغرض من تخصيص رأس مال الحماية لمقاومة تقلبات الدورة الاقتصادية هو حماية القطاع البنكي من فترات الإفراط في نمو الائتمان الكلي، ويبدأ سريانه فقط عندما يكون هناك إفراط في نمو الائتمان ينتج عنه تنامي المخاطر على مستوى النظام بكامله.

كما أنه سوف يتم الانتقال لمرحلة المتطلبات الجديدة خلال 8 سنوات بطريقة تدريجية مما يعطي وقتا كافيا للبنوك لزيادة رؤوس أموالها عن طريق إبقاء الأرباح وجمع رأس المال³⁸⁹، بغرض مساعدتها في إعادة تشكيل قواعدها الرأسمالية، لذلك راعت مبدأ التدرج في نسبة الاقتطاعات، حيث تبدأ من 20 % سنة 2014 لتصل إلى 100 % سنة 2018³⁹⁰.

2- تنظيم السيولة:

عندما بدأت لجنة بازل عملها في منتصف عام 1980، أخذ بعين الاعتبار إدخال التنظيم على السيولة، ولكن سرعان ما تم التخلي عنه، ربما لأن الممارسة أثبتت أنها صعبة، وأيضا لأن لجنة بازل اعتبرت الملاءة المالية لمؤسسة ما ينبغي أن تكون كافية لضمان السيولة.

وقد أثبتت الأزمة بأن الخلل استقر في السوق النقدية، وذلك بسبب عدم اليقين بشأن امتلاك الأصول السامة، لأن البنوك التي تعتمد على هذا السوق للتمويل واجهت صعوبات وبعضهم لم ينج إلا (كنورثرن روك) نتيجة التدخل الحكومي، خاصة التي كانت في وضعية صعبة، مما كان عليها التخلص من الأصول بأسعار منخفضة، تسبب ذلك في خسارة مفاجئة بالنسبة لهم، وللمؤسسات التي تحصلت على أصول مماثلة، وبالتالي فإن مشاكل السيولة تهدد الملاءة المالية.

كل ذلك وقف على هشاشة وضعية السيولة لعدد كبير من البنوك، بما في ذلك اعتمادها لمواجهة التمويل على السوق النقدية، لأنه في العديد من البلدان منذ أواخر 1990، أغلب البنوك خفضت قيمة أصولها السائلة وزادت بشكل كبير من حصة التمويل السوقي قصير المدى. الانحراف لعب دورا رئيسيا في الأزمة التي كانت

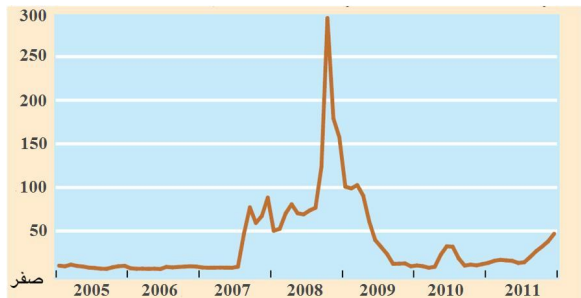
³⁸⁹ بريش عبد القادر، غراية زهير: مرجع سابق، ص 305.

³⁹⁰ نجار حياة: مرجع سابق، ص 280.

وراء طفرة الائتمان، قضية الرهن العقاري وأزمة السيولة. كما أن تدخل البنك المركزي ساعد في الحيلولة دون انهيار النظام، وكان ما يبرره عندما يتعلق الأمر بمواجهة ذعر المودعين، والذي أضيف إلى دوره المتمثل في المقرض دور "صانع السوق" الملاذ الأخير³⁹¹.

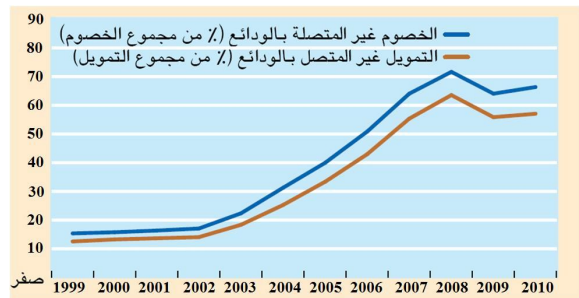
ويقترح إطار بازل 3 مؤشرات جديدة لسلامة البنك، وخصوصا التي تعكس سيولته، أي قدرته على تدبيرها في وقت قصير، ويعني ذلك أن وظيفة الوساطة التي تضطلع بها البنوك "تحويل مدخرات المودعين إلى ائتمان يقدم للمقترضين" ستتضرر بشكل أقل. فالودائع التقليدية تمثل مصدرا للتمويل أكثر استقرارا من الأموال التي يتم الحصول عليها عن طريق الاقتراض في السوق، فأموال الجلملة يمكن أن تتبخر بسرعة عندما تخضع الأسواق للضغوط ويتوقف المقرضون عن تقديم قروض جديدة أو يرفضون تجديد قروض قديمة. وأحد مقاييس قابلية تأثر البنك بصدمات الأسواق المالية هو مقدار خصومه غير المتصلة بالودائع، وهو مقياس تقريبي لمدى اعتماد البنك على التمويل السوقي. وقبل وقوع الأزمة، كانت البنوك تعتمد بصورة متزايدة على التمويل بالجلملة (الشكل رقم 59)، ومن ثم أصبحت معرضة بصورة متزايدة لأخطار حدوث ارتفاع مفاجئ في التكاليف أو في توافر التمويل، كما حدث خلال فترة 2007-2008 (الشكل رقم 60)، وأول قياس تم ناوله حول قوة ميزانية البنك هو اعتماده على مصادر التمويل بخلاف الودائع³⁹².

الشكل رقم 60: المتوسط الشهري لفرق العائد بين سعر لبيور بالدولار خلال الفترة 2005-2011* (بنقاط الأساس)



المصدر: تومر كابان، كاميليا مينوايو: مرجع سابق، ص 53.

الشكل رقم 59: متوسط التمويل بالجلملة في عينة بنوك خلال الفترة 1999-2010.



المصدر: تومر كابان، كاميليا مينوايو: مرجع سابق، ص 53.

³⁹¹ Jean-Paul Pollin: La nouvelle régulation bancaire microprudentielle: principes, incidences et limites, revue d'économie financière, n°103, 3/2011, pp 150-151.

* يبين الشكل المتوسط الشهري لفرق العائد بين سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن "سعر لبيور" بالدولار لفترة ثلاثة أشهر ومبادلة أسعار الفائدة ليلية واحدة كمتغير بديل لأوضاع الضغوط ومدى توافر الأموال في الأسواق المالية خلال الفترة 2005-2011 (تشير القيم الأعلى إلى زيادة الضغوط والقيم الأدنى إلى انخفاض إتاحة الأموال). ويشير سعر "لبيور" بالدولار السعر الذي تقول البنوك الرئيسية التي تزاو العمل في لندن إنه يتعين عليهم دفعه للاقتراض لفترة قصيرة بالدولار. وتستند مبادلة أسعار الفائدة ليلية واحدة إلى سعر فائدة موجبة يحدده أحد البنوك المركزية، مثل سعر الفائدة على قروض الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

³⁹² تومر كابان، كاميليا مينوايو: القوة عند الإقراض، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 50، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2013، ص 53.

ولتجنب أزمات السيولة والتوترات بين المؤسسات المالية، نسبتين من السيولة اعتمدتا في اتفاقية بازل 3: "نسبة تغطية السيولة"، تسمح للبنوك بمواجهة أزمة السيولة الحادة لمدة شهر و "صافي نسبة التمويل المستقر" لتمكنهم من الصمود في وجه الأزمة لمدة عام³⁹³، وسنبينهما كما يلي:

أ- نسبة السيولة قصيرة الأجل: أو ما يطلق عليها نسبة تغطية السيولة، والتي تتطلب من البنوك الاحتفاظ بأصول ذات درجة سيولة عالية لتغطية التدفق النقدي لديها حتى 30 يوماً. وتحسب كما يلي:

وقد عرفت الاتفاقية بشكل مفصل الأصول السائلة وصافي التدفقات النقدية المتوقعة خلال 30 يوم المقبلة. فالأصول السائلة ذات النوعية الرفيعة تضم النقد واحتياطيات البنوك لدى البنك المركزي، الأوراق المالية القابلة للتبادل والتي تمثل ديون أو أنها مضمونة من قبل جهات سيادية أو من قبل البنك المركزي، الحكومات غير المركزية، بنك التسويات الدولية، صندوق النقد الدولي... الخ. أما صافي التدفقات النقدية فتحسب من خلال التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتوقعة خلال 30 يوم المقبلة. ومراقبة هذه النسبة يسمح للبنك باتخاذ إجراءات تصحيحية في حال ما إذا كانت هناك بوادر عسر السيولة.

ب- نسبة السيولة طويلة الأجل: يطلق عليها نسبة التمويل المستقرة الصافية*، والتي تهدف إلى توفير موارد مستقرة تضمن لأي بنك مواصلة نشاطه بشكل سليم لمدة سنة في فترات ضغط قد تمتد في المستقبل؛ نتيجة تراجع في الربحية والأداء، أو تراجع تنقيط قروض أو أوراق البنك أو الأطراف المقابلة في عقود المشتقات، أو نتيجة أي حادث قد يؤثر سلباً على نشاط البنك وأصوله. وتحسب كما يلي:

³⁹³ Meriem Haouat Asli : Risque opérationnel bancaire: le point sur la réglementation prudentielle, Revue Management et Avenir, n°48, octobre 2011, p234.

* إذا كان لدى البنك كميات كبيرة من الأوراق المالية مرتفعة السيولة (يمكن تحويلها بسهولة إلى نقدية)، يكون بمقدوره الاعتماد بدرجة أكبر على أموال السوق لأنه يستطيع في أوقات الضغوط أن يحصل بسهولة على النقدية التي يمكن أن يحتاج إليها. ولكن إذا كانت أصول البنك غير سائلة في معظمها (مثلاً الودائع لأجل والأوراق المالية المعقدة)، فإنه ينبغي له أن يعتمد على الودائع بدرجة أكبر من اعتماده على أموال السوق المتقلبة. وكما نرى على سلامة الميزانيات العمومية، يمكن أن تنبه نسبة التمويل المستقرة الصافية الهيئات التنظيمية إلى تراكم محتمل لمواطن الضعف في النظام البنكي ناشئ عن السيولة السوقية لأصول البنوك وسيولة التمويل لخصومها.

وتتمثل الموارد المستقرة في رأس المال الخاص والأسهم الممتازة وباقي الخصوم التي تكون مدتها الفعلية سنة أو أكبر... الخ. أما الحاجة للتمويل فهي مجموع قيمة الأصول الممولة من قبل البنك، كل أصل يرجح بمعامل معين والمجموع يضاف إلى الحاجة للتمويل للعناصر خارج الميزانية التي ترجح بمعاملات معينة. إضافة لهذه الأدوات الكمية لقياس السيولة فقد أشارت الوثيقة إلى طرق أخرى لرصد مخاطر السيولة كمراقبة تواريخ استحقاق التوظيفات والتمويل وتركيز التمويل... الخ.

3- إدخال نسبة الرافعة المالية:

كان للتوسع في منح الائتمان قبل الأزمة الأثر الكبير في إفلاس البنوك بسبب عدم كفاية الأموال الخاصة لامتناع الحسائر، حيث عمدت البنوك التي تتبع أسلوب التقييم الداخلي للمخاطر إلى منح أوزان ترجيحية صغيرة لتوظيفاتها من أجل زيادة أثر الرفع المالي. ولهذا عملت بازل 3 على إدخال ما يسمى بالرافعة المالية، لكبح التوسع في القروض البنكية، حيث تم فرض نسبة اختيارية قدرها 3% من الشريحة الأولى لرأس المال، على أن يتم حسابها من أصول الميزانية وخارج الميزانية دون أوزان ترجيحية³⁹⁴. بما يتناسب مع الأموال الخاصة.

إن نسبة الرفع المالي تعبر عن معكوس نسبة حصة حقوق المساهمين إلى مجموع الأصول، ولا يشير هذا المقياس إلا إلى رأس المال مرتفع الجودة ويخلو من التعقيدات المرتبطة بترجيح الأصول حسب المخاطر التي تنطوي عليها³⁹⁵. فهي أداة من القواعد التنظيمية التحوطية الكلية، وتهدف للتغلب على أوجه القصور في التدابير التنظيمية للمخاطر. وهذه وسيلة أخرى للحد من المخاطر الأخلاقية التي تشجع المخاطرة، لأنه كلما يكون المبلغ المطلوب من الأموال الخاصة مرتفع، كلما المساهمين القادرين على تحمل المخاطر الكبيرة والأكثر تحفيزاً على أخذ المخاطر ينخفض ويمكن أن يختفي. السؤال الذي يجب الإجابة عليه يتحول ليصبح مشكلة حوكمة، يتعلق بمعرفة إذا مديري البنك يتصرفون وفقاً للمصالح بما في ذلك المساهمين، أين يفضلون تحقيق نمو الذي يؤدي إلى اتخاذ المخاطر، لكي يقوي موقفهم ومكافأهم³⁹⁶.

³⁹⁴ نجار حياة: مرجع سابق، ص ص 283-284.

³⁹⁵ تومركابان، كاميليا مينوايو: مرجع سابق، ص 54.

³⁹⁶ Jean-Paul Pollin: op.cit, pp 150.

4- توسيع مفهوم المخاطر:

تخص بعض القضايا المتعلقة بالمخاطر ومنها:

أ- تغطية مخاطر الجهات المقرضة المقابلة والناشئة عن العمليات على المشتقات، تمويل سندات الدين وكذلك الخسائر الناتجة عن إعادة تقييم الأصول المالية على ضوء تقلبات أسعارها في السوق من خلال تدعيم متطلبات رأس المال³⁹⁷. وقد بينت كيفية حسابها، وخصصت جزء من رأس المال لتغطيتها، وربطت ذلك بتعديل التقييم الائتماني عند حدوث انخفاض في الملاءة الائتمانية للطرف المقابل.

ب- تخصيص جزء من رأس المال لتغطية المخاطر الناجمة عن عمليات التوريق، وذلك يتطلب من البنوك اهتماما أكبر بإجراء تحليلات أكثر صرامة على الائتمان، والجدول التالي يبين النسب التي تم تخصيصها من رأس المال لتغطية مخاطر السندات بما فيها التوريق الذي أضافته بازل 3 كما يلي:

الجدول رقم 38: نسبة المتطلبات الرأسمالية للسندات الوحدة: %

تنقيط السندات	فترة الاستحقاق المتبقية	الجهات السيادية	جهات أخرى	انكشاف التوريق
AAA إلى A-1/AA-	$1 \geq$ سنة	0.5	1	2
	$1 < 5 >$ سنوات	2	4	8
	$5 \leq$ سنوات	4	8	16
A+ إلى BBB-/P-3 /A-3/A-2	$1 \geq$ سنة	1	2	4
	$1 < 5 >$ سنوات	3	6	12
	$5 \leq$ سنوات	6	12	24

Source: Banque des Règlements Internationaux: op.cit, p50.

إن نسبة رأس المال المخصصة لتغطية مخاطر السندات تتناسب عكسيا مع تنقيط الأصل، فكلما تراجع التصنيف المعطى للسند ارتفعت نسبة متطلباته من رأس المال. أما متطلبات تغطية استثمارات التوريق فهي مرتفعة مقارنة مع الجهات السيادية ومتطلبات الجهات الأخرى، وهذا يدل على أن التعامل في التوريق محفوف بمخاطر مرتفعة³⁹⁸.

³⁹⁷ بريش عبد القادر، غراية زهير: مرجع سابق، ص306.

³⁹⁸ نجار حياة: مرجع سابق، ص 282.

المبحث الرابع: ضوابط البنوك الإسلامية في مواجهة الأزمة المالية العالمية.

تعد البنوك الإسلامية واحدة من أكثر القطاعات المالية ديناميكية والأسرع نمواً في النظام المالي العالمي، ويعود ذلك إلى إخفاق البنوك التقليدية خلال وبعد الأزمة المالية العالمية، أدى ذلك إلى تشجيع العديد منها إلى التحول من العمل البنكي التقليدي إلى الإسلامي.

المطلب الأول: مفاهيم حول البنوك الإسلامية:

1- تعريف البنوك الإسلامية:

لقد تعددت التعاريف الخاصة بالبنوك الإسلامية ومن أهمها ما يلي:

أ- البنوك الإسلامية مؤسسات مالية تتعامل على أسس عقائدية، استثمارية، ولها دورها التنموي انطلاقاً من التزامها بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، والتي أهمها إلغاء سعر الفائدة أخذاً وعطاءً في جميع المعاملات، الالتزام باستثمار الأموال في تنمية المباحات دون المحرمات وفق خريطة استثمارية توضح الأولويات (ضروريات، حاجيات وتحسينات)، الالتزام بالمفهوم الشامل للتنمية بمعنى عدم النظر على أنها اقتصادية فقط، الأخذ بمبدأ المشاركة في الربح والخسارة³⁹⁹.

ب- البنك الإسلامي هو مؤسسة مالية نقدية تقوم بالأعمال والخدمات المالية والبنكية، كما تسعى إلى جذب الموارد النقدية وتوظيفها توظيفاً فعالاً وكفؤاً بما يكفل نموها وتحقق أعلى عائد منها في إطار أحكام الشريعة الإسلامية، لتحقيق⁴⁰⁰ مجتمع التكافل الإسلامي وعدالة توزيع ووضع المال في مساره السليم⁴⁰¹.

ج- يعرف البنك الإسلامي بأنه مؤسسة مالية تقوم بأداء الخدمات المالية والبنكية، كما تباشر أعمال التمويل والاستثمار في المجالات المختلفة وفي ضوء قواعد وأحكام الشريعة الإسلامية، بهدف المساهمة في غرس القيم والأمثال والأخلاق الإسلامية في مجال المعاملات، والمساهمة في تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية، من تشغيل الأموال بقصد المساهمة في تحقيق الحياة الطيبة الكريمة للأمة الإسلامية⁴⁰².

³⁹⁹ سمير الشيخ: أهم المشكلات التي تواجه البنوك الإسلامية، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 398، جانفي 2014، ص 72.

⁴⁰⁰ محمد محمود العجلوني: الحاكمية الرشيدة والامتثال في البنوك الإسلامية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 21، العدد 3، سبتمبر 2013، ص 8.

⁴⁰¹ سراج الدين عثمان مصطفى: التمويل المصرفي وتطبيقاته وفق أسس مصرفية سليمة، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 393، أوت 2013، ص 58.

⁴⁰² سليمان ناصر، عبد الحميد بوشرمة: متطلبات تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2009-2010، ص 305-306.

2- الفروق الجوهرية ما بين البنك التقليدي والإسلامي:

هناك فروقا جوهرية حاسمة بين النظام البنكي ومؤسسته في الإسلام وشريعته والنظام البنكي التقليدي،

ويوضحها الجدول التالي على النحو التالي:

الجدول رقم 39: الفروق الجوهرية بين البنك التقليدي والإسلامي

م	عنصر المقارنة	البنك التقليدي	البنك الإسلامي
1	النشأة	نزعة فردية مادية للتجار في النقود وتعظيم الثروة.	أصل شرعي لتطهير العمل البنكي من الفوائد الربوية والمخالفات الشرعية.
2	المفهوم	أحد مؤسسات السوق النقدي التي تتعامل في الائتمان النقدي وعمله الأساسي والذي يمارسه عادة قبول الودائع لاستعمالها في عمليات بنكية كخصم الأوراق التجارية وشراؤها وبيعها ومنح القروض وغير ذلك من عمليات الائتمان.	مؤسسة مالية بنكية تتقبل الأموال على أساس قاعدي الخراج بالضمان والغرم بالغنم للتجار بما واستثمارها وفق مقاصد الشريعة وأحكامها التفصيلية.
3	طبيعة الدور	مؤسسة مالية وسيطة بين المدخرين / المودعين والمستثمرين.	لا يتسم دوره بحيادية الوسيط بل يمارس المهنة البنكية والوساطة المالية بأدوات استثمارية وتجارية يكون فيها بائعاً ومشترياً وشريكاً.. إلخ.
4	أساس التمويل	يقوم على أساس القاعدة الإقراضية بسعر فائدة.	يقوم على أساس القاعدة الإنتاجية وفقاً لمبدأ الربح والخسارة.
5	صفة التعامل معه	- مودع ومدخر فهو مقرض ودائن أو مقرض ومدين وكلاهما على أساس الفائدة. - مستأجر لبعض الخدمات البنكية كصناديق الأمانات.	- صاحب حساب جاري على أساس القرض الحسن والخراج بالضمان. - صاحب حساب استثماري فهو رب مال. - مشتري / بائع في جميع أنواع البيوع الحلال. - مشارك.
6	المحظور والجائز	- الأصل أنه يحظر عليه ممارسة التجارة أو الصناعة أو أن يمتلك البضائع إلا سداداً لدين له على الغير على أن يبيعه خلال مدة معينة. - يحظر عليه شراء عقارات غير التي يحتاج إليها لممارسة أعماله، أو أن يمتلكها سداداً لدين له على أن يبيعه خلال مدة معينة. - يجوز له أن يشتري لحسابه الخاص أسهم الشركات التجارية الأخرى في حدود نسبة محددة من أمواله الخاصة أو بناء على موافقة مسبقة من البنك المركزي.	- الأصل أنه يجوز له ممارسة التجارة والصناعة وتملك البضائع وشراء العقارات والتعامل في أسهم الشركات التجارية بالضوابط الشرعية.
7	الموارد المالية الذاتية	- يستطيع إصدار أسهم ممتازة.	- لا يستطيع ذلك لما تقوم عليه من الفائدة الربوية.

8	الموارد المالية الخارجية	- الودائع والقروض على أساس الفائدة.	- لا يقرض ولا يقترض بفائدة ويوجد به حسابان للاستثمار: - حساب الاستثمار العام، وحساب الاستثمار الخاص، ويؤسس الأول على قواعد المضاربة المطلقة ويؤسس الثاني على قواعد المضاربة المقيدة.
9	الاحتياطي العام	- يستقطع من صافي ربح البنك.	- يستقطع من صافي الربح الذي يخص المساهمين فقط.
10	استخدامات الأموال	- الجزء الأكبر من الأموال يستخدم في الإقراض بفائدة.	الجزء الأكبر من الأموال يتم توظيفه على أساس صيغ التمويل والاستثمار الإسلامية من البيوع والمشاركات والمضاربات وغيرها.
11	الوظيفة الرئيسية	- يقوم بصفة أساسية ومعتادة بقبول الودائع وتقديم القروض للغير على أساس الفائدة.	- مضارب في مضاربة مطلقة باعتبار المودعين في مجموعهم رب مال، وللمضارب أي البنك أن يضارب فيكون رب مال وأصحاب العمل (المستثمرون) هم المضارب. - وكيل استثمار بأجر معلوم.
12	الادخار وتنمية الوعي الادخاري	- طبقاً للنظرية الوضعية الادخار هو الفائض من الدخل بعد الاستهلاك لذلك يبحث البنك التقليدي عن الأموال لدى الأغنياء. - لذلك يهتم بكبار أصحاب الأموال على حساب تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد عموماً.	- الادخار تأجيل إنفاق عاجل إلى أجل فهو عملية سلوكية ابتداء لذلك يبحث البنك الإسلامي عن الأموال لدى جميع الأفراد أغنياء وفقراء. - لكل فئة من فئات المجتمع دوافعها الادخارية ولذلك تتنوع هذه الدوافع ومن هنا يهتم البنك الإسلامي بتنمية الوعي الادخاري لدى الجميع تحقيقاً لدوافعهم الخاصة.
13	التجارة على الملكية	- تغطي الملكية إجمالي الأموال التي يستطيع البنك التجاري بناء عليها أن يحصل على القروض واستخدام الأموال المقترضة على أساس سعر الفائدة لتحقيق أكبر عائد لأصحاب البنك.	لا يعتمد على المتاجرة على الملكية ومن ثم على الفرق بين الفائدة الربوية الدائنة والمدينة وإنما يعتمد على استثمار الأموال والاتجار بها وفق الصيغ والأدوات الشرعية.
14	الربح	- يتحقق من الفرق بين الفائدة الدائنة والمدينة في عمليات البنك.	يتحقق بأسبابه الشرعية من: المال، العمل والضمان وفق الأساليب الشرعية المحددة لكل سبب.
15	الخسارة	- يتحملها المقترض وحده حتى ولو كانت لأسباب لا دخل له فيها.	- يتحملها البنك إذا كان رب مال في مضاربة، وفي البيوع إذا حدثت حوالة الأسواق، وبقدر رأس المال دائماً في المشاركات.
16	العناصر الخمسة: رأس المال الضمانات القدرة	- الأهمية النسبية للضمانات أكثر. - الاهتمام برأس المال وبالقدرة الإيرادية أكثر.	- الأهمية النسبية لشخصية المتعامل وأخلاقياته أكثر. - الاهتمام بالقدرة الإيرادية أكثر. - والمهم أن الوزن النسبي لهذه العناصر الخمسة يختلف عن البنك التجاري بحسب طبيعة كل منهما

	الشخصية الظروف المحيطة	المختلفة وكذلك طبيعة أعماله ونشاطاته التي يقوم بها وآلياتها في الممارسة العملية.
17	الخدمات البنكية	- تؤدي مقابل ما يسمى عمولة تعتبر مصدراً من مصادر الإيراد لا تتقيد بـ: طبيعة الخدمة ولا بالحلال والحرام.
18	طريقة احتساب الفائدة	- الربح أو الخسارة بعد خصم المصروفات والنفقات فقط ولا وجود للفائدة فيها، والربح وقاية لرأس المال وجابر له من الخسران.
19	الرقابة	- نوعان من الرقابة: من قبل الجمعية العمومية، والسلطات النقدية. من قبل الرقابة: الرقابة الشرعية، ومن قبل الجمعية العمومية، والسلطات النقدية.
20	إعسار المدين	- إذا كان غير مماطل فلا يسمح له بمهلة سداد، ويلتزم بفوائد تأخير. - وإذا كان مماطلاً فبالإضافة إلى ما تقدم تكون المقاضاة.
21	صندوق الزكاة	- لا مكان له فيه. - حد الركائز في تطبيق المنهج الاقتصادي الإسلامي ولتحقيق التكافل الاجتماعي فهو أحد المزايا التنافسية القوية... إلخ.
22	مقاصد الشريعة وأولوياتها	- ليس لها مكان فيه وإن حصل بعض التوافق فهو جزئي. - من أهم محددات آلية العمل وممارسة النشاط.

المصدر: عبد الحميد محمود البعلي: نحو مؤشر إسلامي للتعامل الآجل بديلاً عن مؤشر الفائدة الربوية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 21، العدد 3، سبتمبر 2013، ص 29.

3- أهم المشكلات التي تواجه البنوك الإسلامية:

نجد أن البنوك الإسلامية تواجه العديد من المشكلات، سواء من النواحي الشرعية، الفنية، الإدارية أو التنظيمية نوجز أهمها في الآتي:

أ- **التعارض ما بين الفقه والقانون:** ويقصد به عدم اتفاق قوانين الشركات مع أحكام الشريعة التي تحكم المشاركات والمضاربات، كصيغ أساسية في البنوك الإسلامية. فالقانون الوضعي الذي يحكم الشركات، هو الذي يحدد نوعها، ضوابطها وشكلها القانوني، كما تحكمها قوانين الشركات القانونية وليست بالضرورة تتفق مع الشركة في الفقه الإسلامي.

ب- **النظام الآلي:** تعتمد البنوك التقليدية على نظام آلي مستورد يعمل على أساس سعر الفائدة، والبنوك الإسلامية قائمة على أساس المشاركة في اقتسام الأرباح والخسائر، لذلك يتطلب استحداث نماذج تتفق مع

الشريعة الإسلامية ووضع دليل محاسبي يترجم آلية، خطوات وتطبيق المنتج الإسلامي في العقود الشرعية، ومن ثم يتم تصميم النظام الآلي الذي يتفق مع الشريعة الإسلامية.

ج- المعالجة المحاسبية: تعتمد أغلبية الدول على معايير للمحاسبة تستند على المحاسبة الدولية، ومحاسبة البنوك جزء منها، والتي وضعت لها معايير تقليدية، كما أن الجهود العلمية في مجال المحاسبة المالية مقدره ولكنها غير ملزمة للبنوك الإسلامية (80 معياراً شرعياً ومحاسبياً لطبقة المحاسبة والمراجعة)، فالميزانيات تعد وفق تعليمات تصدرها البنوك المركزية وليس بالضرورة أن المعايير الدولية تتفق مع المعايير الشرعية⁴⁰³.

د- طبيعة التقارير النظامية القانونية والقوائم المالية: تختلف طبقاً لطبيعة نشاط البنك، وذلك إذا كانت متوافقة مع الشريعة الإسلامية أو تقليدية، وترجع أساساً لكون البنوك الإسلامية لا تتعامل بنظام الفوائد، ومن ناحية أخرى ودائع العملاء تعتبر التزاماً في البنوك التقليدية على خلاف الإسلامية التي تعتبرها أموالاً أو أصولاً تحت الإدارة، وتكمن المشكلة في أن القوانين والجهات الرقابية في بعض البلدان تجبر البنوك الإسلامية على معاملة ودائع العملاء في تقاريرها وقوائمها المالية على أنها التزام كالبنوك التقليدية.

هـ- الكثير من الاتفاقيات العالمية لا تتوافق مع طبيعة نشاط البنوك الإسلامية: ويبدو ذلك واضحاً في اتفاقية بازل 2 التي تجبر البنوك على الاحتفاظ بنسبة من احتياطياتها من الأصول المرجحة بالمخاطر، فمثلاً الاحتياطي القانوني للبنوك لدى البنوك المركزية يعتبر عديم المخاطرة، وهذا ما لا يتفق مع البنوك الإسلامية، كما تلزمها بعدم المساهمة في أي شركة تقوم بتمويلها وتفرض عقوبات على المخالفة لذلك، وتعد هذه من أكبر مشكلاتها، حيث إنها حينما تقوم بتمويلها بنظام المشاركة أو المضاربة تكون بمثابة الشريك المالي، أي أنها تشارك بحصة مساهمة في هذه الشركات.

و- مشكلة فائض وعجز السيولة: ففي حالة الفائض لا تعرف أين يمكن أن تستثمره، حيث لا يوجد أمامها إلا خياران يتمثلان في أن تحتفظ بالنقود في خزائن البنك المركزي دون فائدة أو أن تحول جزءاً منها إلى عملة أجنبية حيث يمكنها أن تستفيد من فروق أسعار صرف العملات، ومن ناحية أخرى فقد يجد البنك نقصاً حاداً في السيولة نتيجة عدم قدرته على جذب الودائع، وفي الوقت نفسه لا يستطيع اللجوء إلى البنك المركزي، البنوك الأخرى أو سوق الأوراق المالية بسبب تعاملاتها بالفائدة⁴⁰⁴.

⁴⁰³ سمير الشيخ: مرجع سابق، ص ص 72-73.

⁴⁰⁴ أحمد عبد الغني: التمويل الإسلامي وتحدياته، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 400، مارس 2014، ص ص 56-57.

ز- عدم وجود سوق ناضج قادر على استيعاب أدوات التمويل الإسلامي: باعتبارها تعتمد في عملياتها على المشاركة في الربح والخسارة، فإن غياب سوق للأوراق المالية قادر على استيعاب الأدوات المالية الجديدة، يُعد أحد معوقات عملياتها، والذي بدوره سيحدد مجال عملها في الأدوات قصيرة الأجل مثل المراجحة والبيع الأقل مخاطرة، وهذا سيقفل حجم أرباحها، وكذلك عدم قدرتها على ابتكار وتنويع منتجات بنكية جديدة.

ح- غياب المؤسسات المالية الداعمة لعملها: تعتمد البنوك الإسلامية على تكامل الأدوار مع المؤسسات المالية المناظرة لها، كشركات التأمين الإسلامي، سوق الأوراق المالية، مؤسسة الوقف، الزكاة، شركات الاستثمار، شركات التأجير التمويلي، صناديق الاستثمار، صناديق المعاشات... الخ. وبالتالي يلاحظ التركيز فقط على البنوك الإسلامية، مع العلم أنها وحدها لن تستطيع تقديم الكثير دون وجود بيئة بنكية تمويلية متكاملة⁴⁰⁵.

ط- القوانين المنظمة لعمل البنوك الإسلامية: هناك نقص في القوانين المناسبة لتطبيق الصيرفة الإسلامية، أما قضايا المنازعات في البنوك الإسلامية فتخضع إلى النظام القانوني السائد نفسه، في حين أنه مختلف تماما عنه، ولذلك فإن قوانين الشركات في عدة بلدان بحاجة إلى تعديلات مناسبة لتسوية الأرضية للبنوك الإسلامية⁴⁰⁶.

ي- عدم وجود هيئة شرعية موحدة: أدى ذلك إلى وجود تباين واختلاف في مقررات اللجان الشرعية وكذلك آليات التطبيق بسبب أن لكل مؤسسة مالية إسلامية هيئة الرقابة الشرعية الخاصة بها، والسؤال الذي يطرح نفسه هل المؤسسات التنظيمية الموجودة حاليا مثل هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية وغيرها من مؤتمرات ومجامع فقهية قادرة على توحيد تلك الفتاوي ووضعها في إطار عام يحكم الممارسة العامة للبنوك الإسلامية ويكون مقبولا وناظرا على مستوى العالم⁴⁰⁷.

ك- نقص الوعي بالصيرفة الإسلامية: يوجد نقص في وسائل توعية المجتمع بالصيرفة الإسلامية، فمنهج التعليم توفر معلومات غير كافية عن المعارف، المهارات والتوعية المرتبطة بها، وهناك قلة من الدراسات المتخصصة لتأهيل الموارد البشرية في العمل البنكي الإسلامي وبرامج التدريب المتاحة جزئية وغير مترابطة ومتكاملة.

⁴⁰⁵ عادل عبدالله الكيلاني: أهم المعوقات والتحديات التي تواجه عملية التحول من الصيرفة التقليدية إلى الصيرفة الإسلامية في ليبيا، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 395، أكتوبر 2013، ص ص 65-66.

⁴⁰⁶ مدحت القرشي: المصارف الإسلامية: مالها وما عليها، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 390، ماي 2013، ص 69.

⁴⁰⁷ عبدالله سالم الطريفي: تجربة دولة الإمارات العربية المتحدة في تطوير التمويل الإسلامي وأسواق رأس المال، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد

398، جانفي 2014، ص 86.

ل- **الموارد البشرية:** نادراً ما يوجد شهادات مهنية في الصيرفة الإسلامية، فمسؤولي هذه البنوك أغلبهم عملوا في البنوك التقليدية، كما أن التعليم غير منظم حول الصيرفة الإسلامية، والجهود التي تبذل في هذا المجال مقدره لكنها لا تمثل منهجاً متكاملًا، أما عناصر العملية التدريبية من مدرب ومادة علمية ومدربين تحتاج إلى تطوير منهجي، وليس برنامج لمدة أيام قليلة كافيًا ببناء عقيدة بنكية إسلامية لدى المتدربين.

م- **الرقابة الشرعية:** هناك الازدواج ما بين الإفتاء والرقابة حيث تقوم الهيئة الشرعية بالإفتاء وفي الوقت نفسه أسندت إليها الرقابة، كما أنه في أغلب الدول لا يوجد معايير للرقابة الشرعية (دليل سياسات للرقابة الشرعية) أو قائمة فحص للأعمال البنكية، فالذين يقومون بالرقابة الشرعية ليس عندهم الأدوات المحاسبية التي تمكنهم من مراجعة ورقابة العمل البنكي الإسلامي.

ن- **عدم وجود هيئة شرعية موحدة:** أدى ذلك إلى وجود تباين واختلاف في مقررات اللجان الشرعية وكذلك آليات التطبيق بسبب أن لكل مؤسسة مالية إسلامية هيئة الرقابة الشرعية الخاصة بها، والسؤال الذي يطرح نفسه هل المؤسسات التنظيمية الموجودة حالياً مثل هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية وغيرها من مؤتمرات ومجامع فقهية قادرة على توحيد تلك الفتاوى ووضعها في إطار عام يحكم الممارسة العامة للبنوك الإسلامية ويكون مقبولاً ونافذاً على مستوى العالم.

س- **بناء الهيكل التنظيمي (إدارة الائتمان):** نقلت إدارة الائتمان إلى البنك الإسلامي بنفس الشكل، المفهوم، المعايير والخبرات، ولم تترجم النشاط الأساسي للبنك الإسلامي الذي يتطلب وجود قطاعات متخصصة مثل التجارة وما هي أنسب صيغها، وقطاع المشاركات ويغطي المشاركات التجارية، الصناعية، العقارية ويغطي المزارعة والمساقاة... إلخ وقطاع السلم لتنمية المجال الزراعي والصناعي. وكيف تعكس إدارة الائتمان الدور التنموي للبنك الإسلامي نحو الإيجابية من خلال دراسة فرص الاستثمار في شتى المجالات الاقتصادية ومن ثم إعداد دراسات الجدوى لها بما يتفق والأولويات الإسلامية وغرس قيم المشاركة مع العملاء.

ع- **نموذج البنك الإسلامي:** والذي يكون حسب الرؤية المقترحة والمتمثلة في حسن دراسة فرص الاستثمار في المجتمع (الصناعية، الزراعية، التجارية، الخدمات والسياحة)، عمل دراسات جدوى للفرص المنتقاة، تحديد المدى الزمني للمشروعات، تحديد موارد البنك، اختيار العاملين بما يتناسب والمشروعات المطلوب تمويلها، تصميم الهيكل التنظيمي بما يعكس الرؤية وأولويات البنك، تصميم الإدارات المساندة (دراسات الفرص،

الجدوى وترويج المشروعات... إلخ)، اختيار صيغ التمويل الملائمة بما يتفق وموارد البنك، اختيار القيادات ذات رؤية، ملهمة للعاملين وأن تكون قدوة لهم.

ف- تطوير المنتجات: إن البنوك الإسلامية ركزت عملها على أدوات المدائنة كالمراجحة والتورق فقط، وأبعدت عن صيغة المشاركات والتي تمثل جوهر عملها، سواء كان بين المودعين والبنك أو البنك والمستثمرين، ويرجع ذلك إلى افتقارها إلى فريق متخصص في مجال تطوير المنتجات بما يتفق وطبيعة نموذج البنك الإسلامي أي منتجات الاستصناع، ووضع آلية للتطبيق وقياس المخاطر وسياسات العمل وتدريب العاملين عليها.

ص- تقديم البنوك التقليدية للعمل البنكي الإسلامي: يمثل ذلك إبداعاً، لأن الفائدة البنكية التي هي آلية عمل البنك التقليدي تعتبر من الربا المحرم شرعاً، وعليه فإنه من المأمول أن تتحول بعض البنوك التقليدية إلى إسلامية، وأن تقدم نموذجاً حول كيفية التحول يتم الاسترشاد به.

ق- معايير الحكم على أداء البنك الإسلامي: نجد أن البنوك التقليدية لها معايير للحكم على أدائها حددتها القوانين والتشريعات (الاقتصادية، المالية والضريبية)، أما البنوك الإسلامية فتخضع لذات المعايير نفسها، ولذلك يجب ابتكار مجموعة من المعايير للحكم على أدائها بما يتفق وطبيعة البنك الإسلامي.

ر- رقابة البنك المركزي: البنك المركزي يراقب ويقوم بالتفتيش ويضع سياسات لعمل البنوك التقليدية، ويستخدم المؤشرات نفسها للرقابة على البنوك الإسلامية دون تطوير أدواته بما يتفق مع طبيعة عملها، كما يصدر سندات وأذون خزانة لسد عجز الموازنة ويلزمها بشرائها وهي مؤسسة على سعر الفائدة⁴⁰⁸.

4- إستراتيجية البنوك الإسلامية في التوقي ومعالجة الأزمة المالية العالمية:

إن أسس الهندسة المالية التقليدية المنبثقة من فلسفة المذهب الاقتصادي الرأسمالي تعتبر من أسباب اندلاع الأزمة المالية العالمية، في حين يعتبر العمل وفق البنوك الإسلامية السبيل الأجدر للاستقرار المالي، وتتمثل هذه الإستراتيجية فيما يلي:

أ- عدم التعامل بالفائدة الربوية: لقد ارتبطت بؤادر الأزمة بصورة أساسية بالارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من جانب البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ عام 2004، وهو ما شكل زيادة في أعباء القروض العقارية من حيث خدمتها وسداد أقساطها، وتفاقت الأزمة بحلول النصف الثاني من عام 2007، حيث توقف عدد كبير

⁴⁰⁸ سمير الشيخ: مرجع سابق، ص ص 73-74.

من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم، وذلك لأن الفائدة الربوية أداة مضللة وضارة بمصالح الناس، فهي تؤدي إلى التضخم، سوء تخصيص الموارد، صعوبة اتخاذ القرارات الاستثمارية طويلة الأجل أو التخطيط بشكل جيد للأعمال، تعجيل دورة الكساد. أما الحل في الاقتصاد الإسلامي لقضية الربا المتراكمة بين الأفراد والمؤسسات والدول هو قوله تعالى: (فإن لم تفعلوا فأذنوا بحرب من الله ورسوله وإن تبتم فلكم رؤوس أموالكم لا تظلمون ولا تظلمون) (البقرة 279)⁴⁰⁹.

ب- الالتزام التام والكامل بقاعدة الحلال والحرام: في قيامها بأعمالها ونشاطاتها البنوك الإسلامية تتجنب المال الحرام عند حصولها على الموارد وتجميعها لديها، وأن لا تستخدم الأموال التي تتوفر لديها إلا فيما هو حلال وفق الشريعة الإسلامية.

ج- عدم المغالاة في المصالح الخاصة: إن الربح لا يعتبر الهدف الأساسي الوحيد الذي تسعى البنوك الإسلامية لتحقيقه من أعمالها ونشاطاتها، رغم أنه يبقى هدفا أساسيا لها باعتبارها مؤسسات اقتصادية، إلا أن الأهداف الأساسية الأخرى تتمثل في العمل على تطوير الاقتصاد وتنميته، بالإضافة إلى خدمة المجتمع وأفراده⁴¹⁰. بينما في البنوك التقليدية تطغى المصالح الخاصة على العامة والخيرية، مما يؤدي إلى المغالاة ووقوع مخالفات غير مشروعة وغير أخلاقية. والإسلام لا يمنع المصلحة الخاصة، بل يرى أنها من الرشد الاقتصادي والمالي للمسلم، ولكن إذا تعارضت مع المصلحة العامة وجب تقديم المصلحة العامة.

د- مواجهة الفساد الإداري: يتمثل في الرشوة للحصول على قروض، التلاعب في تقويم الضمانات، تحديد مبالغ القروض وأجال تسديد أقساطها. وقد يقع هذا الفساد بصورة أخرى مثل اختلاس أموال البنك، منح بعض المستفيدين قروضا يتهربون بعد ذلك من سدادها، وبهذا تزداد الديون المشكوك فيها والديون المعدومة، وتتجمد أموال البنوك، مما قد تصبح عاجزة عن رد الودائع وتعلن إفلاسها، لاسيما وأن وقوع أحد البنوك في الإفلاس قد يجبر معه بنوكا أخرى⁴¹¹.

⁴⁰⁹ سامر مظهر قنطقجي: ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، دمشق، 2008، ص ص 32-34.

⁴¹⁰ فليح حسن خلف: النقود والبنوك، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006، ص ص 386-387.

⁴¹¹ رفيق يونس المصري: الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص

هـ- **المرونة في إشهار الإفلاس:** إن قانون إشهار الإفلاس الذي أصدرته الولايات المتحدة الأمريكية يمثل الطريقة الأسهل للقضاء على أية مطالب قانونية، وهو بمثابة ممحاة تمحو كافة العقود للمؤسسات، لكنه يجعل من الصعب شطب ديون الشخص الذي أشهر إفلاسه الشخصي. وعليه، إذا أصبحت قوانين إشهار الإفلاس أكثر صعوبة فإن البنوك ستجد نفسها فجأة تمتلك قصورا وبيوتا وأشياء أخرى كثيرة لا تريدها حقا، وستواجه مشاكل عديدة للتخلص منها. أما المفلس في الاقتصاد الإسلامي فهو الذي لم يبق معه شيء يفي به ديونه، وقد ضمن له الشرع حصانة تستر كرامته الإنسانية، فابن عبد العزيز رضي الله عنه قال: (لا يبيع خادم الرجل ولا مسكنه في الدين)، بل إن أكثر الفقهاء وخاصة الشافعية ذكروا أن القاضي يبقي للمفلس ما يكفيه سكنا وطعاما بما يليق بحاله من باب ارحموا عزيز قوم ذل⁴¹².

و- **ترشيد الإنفاق:** تبني الفلسفة الاقتصادية الرأسمالية على الإنفاق الاستهلاكي من خلال خلق الطلب يجعل التسوق متعة، ويقدر الخبراء أن ثلثي اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية مبني على الإنفاق، من خلال توجيه وسائل إعلامية لترويج ثقافة كيف تنفق؟ ولو أدى ذلك إلى الإسراف والتبذير. بينما تبني فلسفة الاقتصاد الإسلامي على الضغط على الطلب بترشيد الاستهلاك، لذلك فهو يمنع الإسراف والتبذير لدورهما في توليد التضخم، كما يمنع التفتير لدوره المسمي في انكماش الطلب الكلي⁴¹³.

ز- **الحد من الدين وضبطه في حدوده الدنيا:** تناولت (سورة البقرة: 282) آية التسجيل وكتابة الديون فسميت آية المدائنة أو آية الكتابة، فبينت: الدين، مقدار الدين، أجل الدين، كاتب الدين، العدالة في الكتابة، من يملل هو المدين وكأنه يقر بما عليه دون إكراه، المبلغ كما هو دون بحس القيمة، الشهود وهم شهود عدول وفيها تشديد واضح للإثبات والموضوعية، الحياض حتى لا تتشوه الصورة العادلة. وبذلك يمكن ضمان العلاقة بين المدين والدائن حيث لا تخلوا معاملة وخاصة التجارية منها من علاقة مديونية⁴¹⁴. فالاقتصاد الإسلامي يحث على تحجيم الدين بين الناس، وكأنه يسعى لضبط السوق مانعا إياه من الوقوع بمخاطر وأزمات، عكس الاقتصاد التقليدي الذي يحث على التوسع بالدين بلا ضوابط، بل ويقوى دافعة إليه مهيتا كل السبل كالبطاقات الائتمانية، التسهيلات الائتمانية، التلاعب بالرهن والتوريق وما إلى ذلك من ممارسات ينهى عنها الشرع الإسلامي.

⁴¹² سامر مظهر قنطقجي: مرجع سابق، ص 56-57.

⁴¹³ نفس المرجع أعلاه، ص 60.

⁴¹⁴ نفس المرجع السابق، ص 47.

ح- تحريم الاكتناز ومحاربه: لأنه بمثابة تفضيل للسيولة وحرمان الدورة الاقتصادية من المال الذي هو أساسها، لذلك أوجب على المال زكاة سنوية مقدارها 2.5% تدفع من ملاكه صغارا كانوا أم كبارا عاقلين أو غير عاقلين، وعليه يقول صلى الله عليه وسلم: "ألا من ولي يتيما له مال فليتجر فيه ولا يتركه حتى تأكله الصدقة".

كما أنه على الجهات الإشرافية من وزارات، بنك مركزي، بورصة أو لجان محاسبية وغيرها في الدول العربية أن تسعى إلى تطبيق الأحكام الإسلامية لأنها عقيدة أغلبية الناس، فمن الواجب العمل بمقتضاها. فالاقتصاد الإسلامي أوجد حلا مستداما لتمويل خطر الائتمان العام مانعا أي أزمة إئتمانية تؤدي لسقوطه، أما الاقتصاد التقليدي فارتأى الحل كاستثناء عند وقوع الأزمات، لذلك ينتهج الاقتصاد الإسلامي حلولا دائمة طويلة الأمد، بينما ينتهج الاقتصاد التقليدي حلولا علاجية استثنائية⁴¹⁵.

المطلب الثاني: تحديات التحول من العمل البنكي التقليدي إلى الإسلامي:

1- مفهوم التحول:

لقد أدى نجاح البنوك الإسلامية إلى تشجيع العديد من البنوك التقليدية في العالم الإسلامي وغير الإسلامي إلى التحول نحو الصيرفة الإسلامية. وبالتالي التحول هو انتقال البنوك التقليدية من التعامل المحظور شرعاً إلى المباح والموافق لأحكام الشريعة الإسلامية، بحيث يتم إحلال العمل البنكي المطابق لأحكامها محل المخالف لها، حتى تصبح جميع أعمال البنوك وأنشطتها خاضعة لقواعد وأسس الشريعة الإسلامية.

2- دوافع التحول من العمل البنكي التقليدي إلى الإسلامي:

إن أهم المبررات التي تدفع البنك التقليدي للتحول للصيرفة الإسلامية تتمثل فيما يلي:

أ- السعي نحو تعظيم الأرباح: نظراً للنمو السريع في أرباح البنوك الإسلامية، فإن البنوك التقليدية تنظر إلى مجال عملها على أنه مصدر خصب لتعظيم الأرباح وبالتالي تسعى للحصول على حصة من هذا السوق المزدهر، وهذا الدافع يكون واضحاً في البنوك التقليدية في الدول غير العربية التي قامت بعرض أدوات إسلامية أو فتح فروع أو نوافذ إسلامية.

ب- الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية: يعد من الدوافع الرئيسية وراء تحول أو الرغبة في تحول العديد من البنوك التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا الدافع مستمد من مبدأ التوبة والتوقف عن ممارسة

⁴¹⁵ نفس المرجع السابق، ص ص 92-95.

الأعمال المخالفة لها ومنها الربا. حيث أن هناك رغبة كبيرة لدى شريحة واسعة من المتعاملين مع البنوك التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وعزوفاً لا يُستهان به للاقتراض من البنوك التقليدية.

ج- الحفاظ على الزبائن: وهو من الأهداف التي تسعى العديد من البنوك التقليدية إلى تحقيقها من عملية التحول وخاصة إذا كان هناك شريحة كبيرة ومهمة من العملاء ترغب في التعامل مع الأدوات البنكية الإسلامية.

د- منافسة البنوك الإسلامية: وذلك من أجل الحصول على حصة في هذا السوق الواعد والمحافظة على الزبائن والعملاء من التحول للبنوك الإسلامية العاملة في المنطقة⁴¹⁶.

3- الحكم الشرعي لتحول البنوك التقليدية للصرفية الإسلامية:

إن الناظر في أحكام الشريعة الإسلامية ومقاصدها يظهر له أن ترك الأعمال المخالفة لها يعد مطلباً وواجباً شرعياً، وعليه فإن علماء الشريعة الإسلامية متفقون على وجوب امتناع البنوك التقليدية عن ممارسة الأعمال المخالفة لأحكامها، إلا أنهم اختلفوا في طريقة وأسلوب تصحيح هذه الأعمال، فمنهم من يرى أنه من الممكن أن يتم من خلال إنشاء البنوك التقليدية لنوافذ وفروع إسلامية أو تقديم منتجات وخدمات متوافقة معها جنباً إلى جنب مع الأعمال التقليدية، بحيث يتم إحلال الأعمال الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية محل الأعمال المخالفة لها بشكل تدريجي، ومع مرور الزمن. ومنهم من يرى عدم جواز ذلك ويعتبره تحايلاً على الشرع وخداعاً للمسلمين وخلط بين الحلال والحرام، ومنهم من يرى التفصيل في المسألة بحيث يجيز ذلك ضمن ضوابط وشروط ومبررات يجب توفرها.

إن القول بجواز التحول من خلال التدرج في التطبيق فيه جلب للمصالح المتمثلة في تصحيح عقود ومعاملات المتعاملين مع البنوك التقليدية، وفي نفس الوقت درء للمفاسد المتمثلة بانتشار واستمرار التعامل بما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية. أما بالنسبة للأسباب القائلة بعدم جواز استخدام طريقة التحول الكلي وفق مبدأ التدرج في تنفيذ التحول للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، فإن عليها عدة ملاحظات، وهي على النحو التالي:

⁴¹⁶ عادل عبد الله الكيلاني: المشاكل والمعوقات التي تواجه عمليات التحول من العمل المصرفي التقليدي إلى الصيرفة الإسلامية في ليبيا، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 394، سبتمبر 2013، ص ص 56-57.

أ- إنَّ إمكانية الوقوع في محاذير شرعية عند تطبيق عملية التحول لا يعد مبرراً لمنع عملية التحول، لأنَّ توقع ارتكاب محظورات شرعية عند التحول، يعد أخف ضرراً وأهون مفسدة من الاستمرار والتمادي في ارتكاب المحاذير الشرعية، لذا فإنَّ المصلحة المرجوة من التحول، أكبر بكثير من المفسدة المتوقعة من تنفيذ التحول.

ب- إن القول بوجود التدرج والتأني في إلغاء المعاملات والعقود الباطلة، واستبدالها بما يوافق أحكام الشريعة الإسلامية هو الأولى لاسيما وأن المظلة التي تعمل تحتها البنوك التقليدية مظلة وضعية مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية.

ج- إن حفظ الدين يعد من أهم الضروريات، ومعلوم أن من لوازم حفظه الابتعاد عن كل ما قد يفسده، والالتزام بكل ما قد يصلحه، لهذا فإن التخلص من العمل المخالف لأحكام الشريعة الإسلامية والمتمثل أغلبه بالتعامل الربوي، يعد مطلباً ضرورياً لحفظه، وبالتالي فإن التحول يعد من لوازم حفظ الدين.

د- القول بأنَّ الأولى هو تصفية البنك التقليدي وإنشاء بنك إسلامي مكانه أمر لا خلاف فيه، لكنه لا يمنع من القول بجواز تحول البنك التقليدي إلى إسلامي عند تعذر القدرة على تصفية البنك التقليدي، وإنشاء بنك إسلامي جديد.

إن المعيار الشرعي الخاص بالتحول يتم بموجب قرار تحول كلي في تاريخ محدد يتم إعلانه، سواء من داخل البنك، أم من خارجه بتملكه من قبل الراغبين في تحوله، والمدى الزمني للتحول، وأثر ذلك على طرق تلقي الأموال وكيفية توظيفها، ومعالجة كل من التزاماته وحقوقه وكذلك الموجودات غير المشروعة لديه قبل التحول، ووجوه التصرف فيها⁴¹⁷.

كما أن توقف البنك عن ممارسة الأعمال التي تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية يعني شل حركته، وتعرضه لتحديات صعبة تفرضها طبيعة العمل البنكي المتشابك والمرتبطة بعدة أطراف كالأفراد، المؤسسات الداخلية والخارجية، بالإضافة إلى المؤسسات الرقابية، والتي تحكمهم بالبنك علاقات وأنظمة قانونية مختلفة لا يمكن مخالفتها والتوقف عن التعامل معها دفعة واحدة، ولكن هل يبرر هذا استمرار البنك بالتعامل المخالف لأحكام الشريعة الإسلامية ولذلك هناك خياران:

⁴¹⁷ زين عطيات: تحول الصيرفة التقليدية المصرفية الإسلامية، الحكم الشرعي للتحول، وأهم المسائل الفقهية الناشئة عنه، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 2، جوان 2011، ص ص 50-51.

أ- التوقف عن ممارسة جميع الأعمال البنكية المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية: إن قرار التحول يعتبر بمثابة التوبة عن التعامل المخالف لأحكام الشريعة، ودليل ذلك قوله تعالى: "فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانْتَهَىٰ فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ"، فتوعد الله سبحانه وتعالى لمن عاد إلى التعامل بالربا بالخلود في نار جهنم والعياذ بالله يؤكد ضرورة توقف البنك عن ممارسة الأعمال المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، والبحث عن شتى الوسائل والأساليب المتوافقة لها لتنفيذ عملياته، كي يحافظ على وضعه المالي والقانوني.

ب- الاستمرار في ممارسة الأعمال المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية: إذا كان وضع البنك عند توقفه عن ممارسة الأعمال المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية مهدد بالانهيار، فهل يتوجب عليه فعل ذلك، ففي الواقع أن الأصل في التوبة عن التعامل الربوي ضرورة الإسراع في تركه، وعدم الرجوع إلى التعامل به، ولذا عبر الله سبحانه وتعالى عن ذلك بقوله: "فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانْتَهَىٰ"، ولكن الناظر في أصول الشريعة ومقاصدها يجد أنها تمتاز بالمرونة والواقعية التي تراعي مصالح البشر بحيث تحقق لهم السعادة في الدنيا والآخرة، لذا فإننا نستطيع القول بأن البنك في هذه الحالة مضطر إلى الاستمرار في ممارسة الأعمال المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك بناء على بعض القواعد التي تؤكد ضرورة مراعاة المصالح والموازنة بينها وبين المفسد المتحققة عنها، والتي سيتم شرحها كالاتي:

الضرورات تبيح المحظورات: وتعني أن حالة الاضطرار الشديد تبيح ارتكاب المنهي عن فعله شرعا بقدر دفع الضرورة ودون تجاوزها، وفي حالتنا هذه فإن المحذور الذي سيرتكبه البنك هو استمرار التعامل بما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، والعدر الذي أجاز له ذلك هو الخوف من انهيار مركزه المالي، وتعرضه لأزمات قد تؤدي إلى إفلاسه. كما أن هذه القاعدة لها ضوابط وقيد يجب الالتزام بها كي يصح الاستدلال بها، ومن أهمها ما يلي:

- الضرورة تقدر بقدرها: وهذا يعني أنه إذا أجاز للبنك بأن يستمر في ممارسة أعماله المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية للضرورة، فإن هذا لا يعني التماهي والإفراط في ذلك، وإنما الواجب عليه أن يكتفي بالأعمال التي تحافظ على استقراره المالي ولا تؤدي البنوك الإسلامية إلى تعرضه لأزمات قد تؤدي إلى إفلاسه.

- ما جاز لعدر بطل بزواله: وهذا يعني أن البنك لا يجوز له الاستمرار في التعامل المخالف لأحكام الشريعة الإسلامية عند صدور موافقة الجهات المختصة على التحول، لأن العذر الذي أجاز له التعامل بما هو محذور شرعا قد زال بصدور الموافقة على التحول والقدرة على ممارسة الأعمال الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية.

إذا ضاق الأمر اتسع: وهذه القاعدة مشتقة من قاعدة المشقة تجلب التيسير، والمقصود بضيق الأمر المشقة وبالالتساع التيسير، أي إذا ضاقت المسالك على المكلف اتسعت له فسحة التيسير والتسهيل، قال تعالى: إِنَّ مَعَ الْعُسْرِ يُسْرًا. ودلالة ذلك إلى أن جواز استمرار البنك في ممارسة الأعمال المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية تكمن في ضيق وضع البنك وتهديد مركزه المالي واحتمال تعرضه لأزمات تؤدي إلى إفلاسه في حالة توقفه عن ممارسة أعماله المعتادة، ولم يجد البديل المناسب شرعاً بعد البحث والتحري، والذي يمكنه من المحافظة على استقراره، ولكن إلى ريثما يزول الضيق عنه.

ج- إذا اجتمعت مفسدتان ولا يمكن دفعهما معا دفعتنا أعظمهما بارتكاب أخفهما: ويشترط في المدفوعة أن تكون أكثر ضرراً ومفسدة من المرتكبة، ولتظهر دلالة ذلك لا بد لنا من إنزالها على حالة البنك، وذلك من خلال توضيح المفسدتان اللتان اجتمعتا وهما:

- التراجع عن اتخاذ قرار التحول وتشجيع البنوك الأخرى على تجنبه نتيجة تعرض البنك لأزمات متعددة قد تؤدي به إلى الإفلاس، وفقدان ثقة المجتمع به، بسبب توقفه عن ممارسة أعماله المعتادة لمخالفتها أحكام الشريعة الإسلامية دون القدرة على استخدام بدائل أخرى تتوافق مع أحكامها.

- الوقوع في الإثم ومخالفة أحكام الشريعة الإسلامية خلال المدة الواقعة بين اتخاذ الجمعية العمومية للبنك قرار التحول، وصدور الموافقة من قبل الجهات المختصة على تنفيذ عملية التحول.

ولذلك مفسدة الوقوع في إثم مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية لمدة محدودة بنية التغيير الجذري لكل الأعمال المخالفة لها، يعتبر أهون وأخف من مفسدة التراجع عن قرار التحول الذي يؤدي إلى استمرارها، مما تشجع البنوك الأخرى على عدم خوض مثل هذه التجربة، ولا حتى التفكير فيها. إن هذه القاعدة تدل على جواز استمرار البنك بممارسة أعماله المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية باعتباره أخف الأمرين مفسدة.

د- إبقاء الحالة على ما وقعت عليه: إن القول بجواز استمرار البنك بممارسة أعماله المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، يعد أولى من منعه من ذلك، لأن المنع سيؤدي إلى مفسدة أعظم وهي الرجوع إلى التعامل المخالف لأحكامها بشكل دائم ومستمر دون تفكير بتركه أو الابتعاد عنه، ويفوت على البنك مصلحة أهم تكمن في توبته وامتناله لأحكام الشريعة الإسلامية وتركه لكل ما يخالفها⁴¹⁸.

⁴¹⁸ يزن عطيات: مرجع سابق، ص ص 54-55.

4- مبادئ التحول من العمل البنكي التقليدي إلى الإسلامي:

لكي يحقق البنك التقليدي الراغب في التحول للصيرفة الإسلامية النجاح المطلوب، يجب عليه أن يتبع المبادئ التالية:

أ- إعداد خطة إستراتيجية للتحول ذات رؤية واضحة محددة المراحل: وهذا يتطلب بأن يتبنى مجلس الإدارة والإدارة العليا للبنك لعملية التحول وبتسخير كافة الموارد المالية والبشرية لإنجازه بشكل ناجح، ويشمل ذلك ما يلي:

- إعداد جدول زمني محدد ومعلن رسمياً يعتمد على الخبرة والمتخصصون في هذا المجال لإنهاء التعامل بالفوائد البنكية أو أي معاملات تتنافى ومبادئ الشريعة الإسلامية.

- التأكيد على أهمية الالتزام بالجدول الزمني المعلن، إذ أن مصداقية التحول تكمن في التطبيق الفعلي له، على أن لا تأخذ الفترة الزمنية وقتاً أطول حتى لا يفقد المتعاملون مع البنك ثقتهم في مصداقية التحول الذي يتبناه.

- الالتزام بالفصل التام بين أموال وأنشطة الفروع أو النوافذ الإسلامية وأنشطة وأموال المركز الرئيسي والفروع الأخرى التقليدية، لإثبات مصداقية وجدية البنك في التحول أمام عملائه.

- العمل على إنشاء إدارة مستقلة تقوم برعاية ومتابعة شؤون الفروع الإسلامية وتوفير حاجياتها وتذليل الصعوبات التي قد تعترضها.

- تطوير المنتجات البنكية لتتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، واستبدال المنتجات التقليدية بمعاملات وأدوات ومنتجات إسلامية.

- أن تكون هناك نية صادقة في القيام بعملية التحول نحو الصيرفة الإسلامية، والتي تنبع من إرادة حقيقية من قبل القائمين على البنك من أجل التحول مدعوم بقناعة عامة لدى العاملين بأن هذا العمل إنما عبادة.

ب- التنسيق ما بين الوحدات التي تم تحويلها للصيرفة الإسلامية وباقي الوحدات التقليدية داخل البنك: وذلك بما يضمن التكامل والتفاهم لطبيعة هذا المرحلة، ووضع الآليات اللازمة من أجل التعايش بينهم وتذليل كافة العقبات والتحديات التي قد تنشأ أثناء العملية.

ج- إعداد خطة لتدريب العاملين: وذلك بتدريب وتحفيز وتطوير المعرفة البنكية الإسلامية للعاملين بالبنك التقليدي، بحيث تشمل فقه المعاملات، والإجراءات الفنية لتطبيق المنتجات البنكية الإسلامية.

د- تعيين هيئة للرقابة الشرعية: يجب اعتماد هيئة شرعية من كبار العلماء في فقه المعاملات تعمل على تثبيت شرعية العقود وصيغ الاستثمار التي تشتغل بمقتضاها الفروع الإسلامية المحولة.

٥- **التدرج في التطبيق:** إن التحول من بنك تقليدي إلى إسلامي لا يتم بين عشية وضحاها، لأن الانتقال من نظام يعتمد على الفوائد أحياناً وعطاءً في كافة التعاملات تقريباً والعلاقة بين البنك والعميل هي علاقة دائن بمدين، إلى نظام بنكي يجرم التعامل بالفوائد البنكية والعلاقة بين البنك الإسلامي والعميل هي علاقة مشاركة في الربح والخسارة، هي علاقة متداخلة ومتشابكة يحتاج حلها لمراحل من التطبيق، ويجب أن تأخذ وقتها الكافي للوصول إلى النتائج السليمة التي لن تضر البنك أو عملاءه أو الاقتصاد الوطني. ويجب أن نشير هنا إلى أن الأخذ بمبدأ التدرج في عملية التحول هو من المبادئ الفقهية الأصيلة في الفقه الإسلامي والتي تدرج تحت تحقيق المصالح للعباد ودفع المفساد عنهم.

و- **الاستمرار وعدم التراجع:** إن اتخاذ قرار التحول نحو الصيرفة الإسلامية الذي اتخذته المسؤولون في البنك التقليدي وإعلان ذلك على المجتمع يحتم عليهم الاستمرار في هذا الاتجاه حسب الخطة الزمنية المعلنة. فالنكوث (الارتداد) والتراجع عن استكمال البرنامج من الأشياء التي لا يقبلها المجتمع. قال الله تعالى في سورة النحل الآية 92، (وَلَا تَكُونُوا كَالَّذِينَ نَقَضَتْ غَزْلَهُمَا مِنْ بَعْدِ قُوَّةٍ أَنْكَاثًا تَتَّخِذُونَ أَيْمَانَكُمْ دَخَلًا بَيْنَكُمْ أَنْ تَكُونَ أُمَّةٌ هِيَ أَرْبَىٰ مِنْ أُمَّةٍ إِنَّمَا يَبْلُوكُمُ اللَّهُ بِهِ وَلَكِنَّنَّ لَكُمْ يَوْمَ الْقِيَامَةِ مَا كُنْتُمْ فِيهِ تَخْتَلِفُونَ)⁴¹⁹.

المبحث الخامس: دور صندوق النقد الدولي في إدارة الأزمة المالية:

سنقوم من خلال هذا المبحث بالتطرق إلى نظام الإنذار المبكر، والذي هو من ابتكار صندوق النقد الدولي، حيث حاول من خلاله التنبؤ بنشوب الأزمات المالية قبل وقوعها، تم تناول بعد ذلك دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية العالمية.

المطلب الأول: التنبؤ بالأزمات المالية ونظام الإنذار المبكر:

1- دور أنظمة الإنذار المبكر في توقع الأزمة القادمة:

أشعلت الأزمة المالية العالمية من جديد اهتمام كل من صناع السياسة والجمهور عامة بنظام الإنذار المبكر اللازم لتوقع الأزمات المالية في المستقبل. وتبين التجربة مع الأزمات الماضية أنها جد مكلفة بالنسبة للبلدان المتقدمة والناشئة على حد سواء، وعلى الرغم من أن كلا منها يختلف في التفاصيل فجميعها تقريباً تعكس التقاء بعض الأوجه الأساسية للتعرض للخطر الاقتصادي ولعامل محدد يطلق عنان الأزمة. وحيث أن

⁴¹⁹ عادل عبد الله الكيلاني: المشاكل والمعوقات التي تواجه عمليات التحول من العمل المصرفي التقليدي إلى الصيرفة الإسلامية في ليبيا، مرجع سابق، ص ص 59-60.

وجه التعرض للخطر الأساسي هو عادة فقدان الائتمان أو أسعار الأصول، وعدم تجانس الميزانية العمومية (اقتراض مفرط من النقد الأجنبي، آجال استحقاق أقصر مما يجب، أو رسملة غير كافية)، فإن العامل الذي يطلق العنان للأزمة يمكن أن يكون أي حدث تقريبا، اضطراب سياسي، صدمات معدلات التبادل التجاري، العدوى من البلدان الأخرى، انهيار سوق الرهونات دون الممتازة إذا أخذنا مثلا من الأزمة الراهنة.

ويؤدي تشخيص الأزمة إلى أنه إن حدث محدد ما أن أطلق العنان للأزمة لا يمكن التنبؤ به، فلكذلك الأزمة لا يمكن توقعها. كما أن عدم القدرة على التوقع يجعل من الصعب لصناع السياسة من اتخاذ تدابير وقائية، لأنها يرجح أن تكون مكلفة اقتصاديا أو سياسيا، فجهود الإنذار المبكر لا توجه كثيرا لمحاولة تسمية الأزمة القادمة بقدر ما توجه لتحديد أوجه التعرض للمخاطر الأساسية التي بدونها لا يحتمل أن تحدث الأزمة، ثم اعتماد السياسات اللازمة لعلاج أوجه الضعف.

في الوضع المثالي، يتعين أن يكشف نظام الإنذار المبكر عن أوجه الضعف مقدما وعلى نحو مقنع بقدر كاف بحيث يمكن اتخاذ تدابير التصحيح للوقاية حتى من خطر تطور الأزمة، فاكتشاف فقاعات أسعار الأصول الأولية، الحد من التعرض لمخاطر العملة الأجنبية غير المغطاة من قبل البنوك والمقترضين، الحد من الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية والمطالبة بنسب أعلى لرأس المال، كلها أمثلة لطرق تقليل تراكم أوجه التعرض للأزمة.

لكن مثل هذه التدابير يصعب أن تحظى بالشعبية، ذلك أن ملاك البنوك يفضلوا أن يشهدوا زيادة سريعة في قيمة بيوهم، وقد يستطيع المقترضون الاقتراض بالعملة الأجنبية بسعر أرخص، والمؤسسات المالية لا تريد الاحتفاظ بمزيد من رأس المال لأن ذلك يقوض ربحيتها. ولذلك، فإن المبرر المزمم باتخاذ إجراء سياسي يتعين أن يفسر كيف أن الأزمة يمكن أن تنتشر عبر القطاعات والأسواق والبلدان. فنظرا لأنه لا يمكن مطلقا تفادي كل وجه من أوجه الضعف، فإن نظام الإنذار المبكر يجب أن يرن جرس الإنذار من المخاطر الوشيكة، للسماح للبلدان بأن تستجمع قواها لمكافحة الأزمات الوشيكة ولصناع السياسة بأن يطبقوا خططا للطوارئ.

كما أن الأزمة المالية العالمية توضح التحديات، فقد لوحظ زيادة سريعة لأسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك زاد من أوجه التعرض للمخاطر، فالنظام البنكي قليل التنظيم وعالي الاستدانة (بما في ذلك بنوك الاستثمار وأدوات التوريق)، بدوره مكن من أن يحول المشكلة الصغيرة نسبيا الخاصة بالرهونات دون الممتازة إلى أكبر أزمة مالية منذ الكساد الكبير، وبدون القدرة على الربط كان حافز السياسات الوقائية ضئيلا (مثل إجبار البنوك على الاحتفاظ بمزيد من رأس المال مقابل الديون الخارجة عن الميزانية).

2- خطوات وضع نظام للإنذار المبكر:

فالخطوة أولى هي تحديد أي الأحداث ينبغي الإنذار منها، فنماذج الإنذار المبكرة التي وضعت عقب أزمة الأسواق الناشئة في تسعينيات القرن الماضي ركزت على الأحداث الخارجية "التوقف المفاجئ لتدفقات رأس المال"، لأن معظم الأزمات في هذه البلدان كانت ناجمة عن انعكاسات حادة في اتجاه تدفقات رأس المال (وبصورة أضيق بالنسبة لصندوق النقد الدولي، فإن هذه الأزمات تزيد من احتياجات التمويل الخارجي، ومن ثم فإن الإنذار المبكر منها يساعد الصندوق على التخطيط للطلب على موارده للإقراض). وفي الاقتصاديات المتقدمة، فإنه على الرغم من أن الأزمات قد يكون لها بعد خارجي، فالأرجح أن تتركز على القطاع المالي.

و بمجرد تحديد الأزمة، فإن الخطوة التالية هي استحداث طاقم أدوات تحليل مناسب، ويقتضي الأمر أن يجمع هذا الطاقم أساليب التحليل الكمي المنهجي مع أساليب أكثر تشجيعاً على الاستكشاف، مثل المشاورات والأحكام المستندة لقاعدة عريضة. ودور الأدوات الكمية في هذا الصدد رباعي، فهي أولاً، توفر وسيلة للبحث بصورة نظامية عن أوجه التعرض للخطر، وثانياً، تقتضي الارتباطات خاصة من خلال القطاع المالي، والتي يمكن أن تسمح للأزمة "إن تحققت" بأن تتحول وتنتشر عبر القطاعات، وعبر الأسواق، وعبر البلدان، وثالثاً، تحدد كلا من احتمال وانعكاسات تجسد الأزمة في ضوء أوجه التعرض للمعاناة المحددة، ورابعاً، تضبط وتوجه استخدام الأحكام.

وقد اعتمدت الصيغ المتكررة من نظم الإنذار المبكر بصورة نموذجية على نموذج (لاحتمال وقوع أزمة) يربط المؤشرات الاقتصادية الكلية (على سبيل المثال، حجم عجز الحساب الجاري أو نسبة الاحتياطيات على الديون قصيرة الأجل في بلدان الأسواق الناشئة) بالأزمة.

وتعرف صيغ مختلفة أكثر حداثة بأنه في حين تظل هذه النماذج ضرورية للممارسة، فإن النظرة الاقتصادية الكلية والمالية الشاملة، التوافق على نماذج القطاعات الأخرى وتحليلاتها، بيانات السوق عالية التواتر، العدوى التي تمتد عبر الحدود، يمكن أيضاً أن تكون جوهرية للوصول إلى تقييم متوازن وشامل لأوجه التعرض للمعاناة التي يمكن أن تسببها الأزمة.

لكن نظاماً للإنذار المبكر لا يمكن أن يعتمد فقط على أدوات القياس الرسمية، فالطبيعة الفريدة والمتباينة للأزمات تحد من قدرة الأدوات الإحصائية على استخلاص المعلومات التي يمكن أن تكون مفيدة لتحديد الأزمة التالية أو مراعاة العوامل الخاصة للبلدان بصورة كاملة. ولذلك يكمل هذه الأدوات الكمية، فهجا مثل

التشاور مع صناع السياسة والمشاركين في السوق والأكاديميين، وكذلك تطبيق القياس التقريبي المستند للتجربة، التخمين المستدير، إحكام الحدس، الفطرة السليمة، التفكير الخارج عن المألوف، وكل ذلك يساعد في اكتشاف المصادر الجديدة لأوجه التعرض للخطر، أخذاً في الاعتبار أن الأزمة التالية قد تكون جد مختلفة عن السابقة.

بجانب الصعوبات الفنية التي تواجه تحديد أوجه التعرض للمخاطر، فأكبر تحد يقابله نظام الإنذار المبكر هو إقناع صناع السياسة بالعمل بمقتضاه، وذلك بالتوصيل الواضح والصريح للإنذارات المبكرة التي تدعمها تحليلات شاملة، والتي تتضمن وصفاً للمصادر الأساسية للتعرض للخطر والصدمات التي يمكن أن تتسبب، وكيف يمكن أن تنتشر هذه الصدمات عبر القطاعات والأسواق والبلدان. كما تصطحب الإنذارات المبكرة مجموعة واضحة من خيارات السياسة، تؤكد المفاضلات بين التصدي لمختلف أنواع المخاطر وتأكيد الحاجة إلى تنسيق السياسة الدولية، كما ينبغي نقل بعض الرسائل بطريقة سرية لصانعي السياسة، في حين تنتشر معلومات أخرى أقل حساسية إلى الرأي العام.

3- أدوات التحليل التي يقتضيها نظام الإنذار المبكر:

إن أدوات التحليل التي يقتضيها نظام للإنذار المبكر تتضمن عدة عناصر أهمها:

أ- الآفاق الاقتصادية الكلية والمالية العالمية: يستند تحليل الاتجاهات في المناخ الاقتصادي الكلي والمالي العالمي إلى مقاييس مالية متعددة تعتمد على السوق، المخاطر السيادية، تشتت التنبؤات الاقتصادية للقطاع الخاص، أشكال بيانية تلخص المخاطر الاقتصادية. ولتوفير سياق واسع لتحليل المخاطر، تكمل ذلك اتجاهات موازين الادخار، الاستثمارات القومية والقطاعية، احتلال التوازن الخارجي وسوق توافق سعر الصرف.

ب- مقاييس احتمال وقوع الأزمة (مدتها وعمقها): تم استحداث عدد من مناهج نظم الإنذار المبكر لإيجاد أوجه تعرض البلدان للخطر من جراء الأزمات الخارجية والمالية وأزمات النمو وغيرها من الأزمات، استناداً لمجموعة من المؤشرات الاقتصادية والمالية. ويستخدم بعض هذه الأدوات نماذج وحدات قياس الاحتمالات في حين يعتمد البعض الآخر على تقنيات غير معلمة، تحدد عتبات لمؤشرات أوجه التعرض للخطر فرادى، حسب قدرتها على التمييز بين حالات الأزمة وعدم الأزمة. ويمكن إكمال هذه النماذج التي تبين عادة احتمال وقوع الأزمة بأدوات تساعد على تحديد عمق الأزمة ومدتها، ومسار الانتعاش المحتمل (بما في ذلك مثلاً، ما إذا كانت ستصطحب بانتعاش قوي في الائتمان) وقفاً على وقوع الأزمة.

ج- مقياس أوجه التعرض للضعف القطاعي: لتحقيق الانسجام بين نماذج الاحتمالات العامة للأزمة والتحليل القطاعي، يمكن استخدام مناهج قطاعية متخصصة، وذلك بتركز الأدوات القطاعية على مصادر محددة معرضة للضعف (على سبيل المثال، عدم تجانس أسعار المنازل أو المراكز المالية غير القابلة للاستدامة)، كما يمكن أن تساعد مؤشرات السوق المالية في تجميع معلومات مستقبلية وتوقع الأحوال المالية سريعة التدهور.

د- نقل العدوى عبر البلدان والقطاعات والأسواق: يتطلب وضع سيناريوهات المخاطر، وكيفية انتقال الصدمات عبر مختلف البلدان والأسواق. فعلى سبيل المثال، فإن البيانات المتوفرة عن تعرض البنوك للمخاطر عبر البلدان يمكن أن تساعد في حدوث عدوى دولية من خلال القروض البنكية. من جهة أخرى، هناك العديد من الأدوات التي يمكن أن تساعد على انتقال أخطار عدوى القطاع المالي إلى القطاع السيادي وإلى الشركات غير المالية، بما في ذلك الاعتماد على تصورات الأسواق⁴²⁰.

4- مؤشرات الحيلة والحذر من إمكانية التعرض للأزمات المالية:

يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على إمكانية تعرض الدولة لأزمات وصدمات أو هزات في سوق الأوراق المالية والأسهم أو تعرضها لأزمة في العملات في صنفين⁴²¹:

أ- التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية التي تهم ثقة المستثمرين؛

ب- الخصائص الهيكلية للسوق أو خصائص التركيب التي تجعله عرضة لأن يفقد المستثمرون الثقة فيه.

⁴²⁰ اتش ر. جوش، جونانان د أوستري، وناتاليا تاميريزا: توقع الأزمة القادمة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 3، صندوق النقد الدولي،

سبتمبر 2009، ص ص 35-37.

⁴²¹ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي: مرجع سابق، ص 38.

الجدول رقم 40: المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للأزمات المالية

التطورات في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية أو البنوية
- ارتفاع معدل التضخم.	- نظام جمود معدلات التبادل.
- نمو سريع في التدفق النقدي.	- إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات.
- انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات.	- قطاع التصدير أكثر تركيزاً.
- عجز مالي متزايد.	- ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية.
- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد.	- ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل.
- النمو السريع في الإعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي.	- تحرير سوق المال الحديث.
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض.	- إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها.
- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي.	- أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية.
- نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية.	- انخفاض الائتلاف في سوق الأسهم.
- انخفاض الاحتياطي العالمي.	- سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم.
- انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي.	- سيطرة بعض الصناعات على سوق الأسهم.
- ارتفاع معدل الأسعار والأرباح.	- الرقابة على دخول السوق والخروج منه.
- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة.	

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي: مرجع سابق، ص 39.

المطلب الثاني: تعزيز رقابة الصندوق، إصلاح نظام الإقراض وزيادة حجمه

1- تعزيز رقابة الصندوق:

صندوق النقد الدولي مكلف بالإشراف على النظام النقدي الدولي ومتابعة السياسات الاقتصادية والمالية المطبقة في بلدانه الأعضاء، ويُعرّف هذا النشاط باسم الرقابة، وفي سياق هذه العملية يسلط الضوء على المخاطر التي يمكن أن تهدد الاستقرار، ويقدم المشورة بشأن ما يلزم من تعديلات في السياسات. وينطوي عمله الرقابي على شقين أساسيين، الأول هو الرقابة الثنائية أو تقييم سياسات كل بلد عضو وتقديم المشورة بشأنها، والثاني هو الرقابة متعددة الأطراف أو الإشراف على الاقتصاد العالمي.

وفي عام 2010، أجرى الصندوق مراجعة لصلاحياته الرقابية ترتب عليها دمج كافة أبعاد رقابة الصندوق الثنائية ومتعددة الأطراف "الرقابة الموحدة" وتعزيز فعاليتها، مما ساهم في معالجة بعض مواطن

الضعف التي حددتها الأعمال الرقابية السابقة على الأزمة⁴²². وقد مكن ذلك تحسين مراقبته للمخاطر النظامية والمالية، وذلك بغية إتباع منهج مختلف في تقييم الآثار التي تقع على النظام بسبب السياسات المتبعة في أي بلد⁴²³، كما أن الرقابة على البلدان المتقدمة والأسواق ذات الأهمية النظامية على أساس من الفعالية والمساواة لا تزال هي الخطوة الأهم⁴²⁴، وذلك بإرساء رقابة أقوى وأكثر استعدادا بغية الكشف عن مواطن الضعف. وكذلك ينبغي تحسين التركيز على قضايا الاستقرار المالي والصلاوات التي تربطها بالاقتصاد الكلي، وزيادة الاهتمام بتداعيات الأزمات عبر الحدود، بالإضافة إلى توثيق التضافر بين مختلف الأدوات المستخدمة في الرقابة، وأن يكون تقييم الاستقرار المالي عملية إلزامية في سياق العمل الرقابي بالنسبة للبلدان ذات القطاعات المالية المؤثرة على النظام المالي⁴²⁵.

أما فعالية رقابة الصندوق وقوة تأثيرها تعتمد على جودة تحليلاته ومشورته والمساواة في تطبيقها، وعلى الثقة القائمة بين الصندوق وبلدانه الأعضاء، وعلى زيادة التقدم في إصلاحات نظام حوكمته⁴²⁶. كما أن هذه الجهود غالبا ما تتأثر سلبا بإطار وممارسات التنفيذ الضعيفة وغير الملائمة⁴²⁷. ولذلك يجب إجراء تقييم دقيق في سياق مراجعة الرقابة المقررة كل ثلاث سنوات، بما في ذلك تقييم الثغرات المحتملة، بتحديث بيانات الإطار الرقابي⁴²⁸، وقد تم إدخال تحسينات في ستة مجالات أساسية هي الروابط المتبادلة، تقييم المخاطر، الاستقرار الخارجي، الاستقرار المالي، الفعالية والإطار القانوني⁴²⁹.

⁴²² صندوق النقد الدولي: رقابة الصندوق، صحيفة وقائع، 30 مارس 2013، ص ص 1-2.

⁴²³ صندوق النقد الدولي: مدير عام صندوق النقد الدولي ستراوس-كان يحدد رؤية جديدة للصندوق في عالم ما بعد الأزمة، بيان صحفي رقم 10/62، 26 فيفري 2010، ص 1.

⁴²⁴ صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية الدولية، بيان 07 أكتوبر 2010، ص 4.

⁴²⁵ صندوق النقد الدولي: بيان اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية المنبثقة عن مجلس محافظي صندوق النقد الدولي في اجتماعها الثاني والعشرين، بيان صحفي رقم 10/379، 9 أكتوبر 2010، ص 2.

⁴²⁶ صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية الدولية، بيان 19 أبريل 2012، ص 3.

⁴²⁷ صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية الدولية، بيان 22 سبتمبر 2011، ص 3.

⁴²⁸ صندوق النقد الدولي: بيان اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية المنبثقة عن مجلس محافظي صندوق النقد الدولي في اجتماعها الثالث والعشرين، بيان صحفي رقم 11/138، 16 أبريل 2011، ص 2.

⁴²⁹ صندوق النقد الدولي: رقابة الصندوق، مرجع سابق، ص 3.

كما سيعمل القرار المعني بالرقابة الثنائية ومتعددة الأطراف على تحقيق الأهداف التالية:

أ- المساهمة في ضمان اتساق تقييمات الصندوق وآرائه المتعلقة بكل اقتصاد من اقتصاديات البلدان الأعضاء وبالاستقرار العالمي؛

ب- استخدام مشاورات المادة الرابعة كأداة لكل من الرقابة الثنائية ومتعددة الأطراف؛

ج- تأكيد الأهمية التي يعلقها الصندوق على سياسة سعر الصرف والسياسات المحلية في البلدان الأعضاء؛

د- ضمان التغطية الملائمة للتداعيات المترتبة على سياسات البلدان الأعضاء والتي قد تؤثر على الاستقرار العالمي؛

هـ- توضيح أساليب الرقابة متعددة الأطراف ووضع إطار لما يمكن إجراؤه من مشاورات على أساس متعدد الأطراف⁴³⁰.

ولقد اتخذت خطوات مهمة لتعزيز دور الصندوق في مجال الرقابة، بما في ذلك إطلاق عملية الإنذار المبكر التي تهدف إلى تقدير مصادر التعرض للصدمات غير المتوقعة وتحديد ارتباطاتها بالمخاطر النظامية⁴³¹، إلى جانب تحسين تحليلات القطاع المالي والتحليلات القطرية المقارنة. لذلك يسعى إلى تنفيذ الإطار المرن الجديد لبرنامج تقييم القطاع المالي، والتأكد من قدرته على إتاحة رقابة مالية واقتصادية كلية أكثر فعالية واندماجاً في أعمال الرقابة الثنائية، وما يسهم في فعاليتها إجراء عمليات مراجعة وتحديث منتظمة لبرنامج تقييم القطاع المالي، لاسيما في البلدان المؤثرة نظامياً. بالإضافة إلى تشجيع مواصلة تعزيز الرقابة القطرية والإقليمية ومتعددة الأطراف، وكذلك مراجعة وتعزيز سياسة الشفافية المعتمدة لدى الصندوق وصلاحياته بحيث يجعله يغطي كل أنواع السياسات الاقتصادية الكلية وسياسات القطاع المالي المؤثرة على الاستقرار العالمي⁴³². كما يجب عليه تقوية وظيفته الرقابية من خلال زيادة المساواة في المعاملة وتعزيز فعالية الرقابة على البلدان المتقدمة المؤثرة على النظام المالي وتدفقات رؤوس الأموال الدولية والأسواق المالية⁴³³.

⁴³⁰ صندوق النقد الدولي: بيان السيدة كريستين لاغارد، مدير عام الصندوق، بشأن تعزيز رقابة الصندوق، بيان صحفي رقم 12/262، 18 جويلية 2012، ص ص 1-2.

⁴³¹ صندوق النقد الدولي: صندوق النقد الدولي يعزز إجراءاته للمساعدة في حل أزمة الاقتصاد العالمي، بيان صحفي رقم 09/196، 4 جوان 2009، ص 3.

⁴³² صندوق النقد الدولي: بيان اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية المنبثقة عن مجلس محافظي صندوق النقد الدولي، بيان صحفي رقم 09/347، 4 أكتوبر 2009، ص 3.

⁴³³ صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية، بيان 24 أبريل 2009، ص 2.

أما الهدف من التقرير التجريبي الذي أعده الصندوق بشأن القطاع الخارجي هو زيادة فعالية الرقابة على القطاع الخارجي، وفي هذا التقرير:

أ- يتم إجراء تقييم متعمق ومتزامن لما يستجد من تطورات في المراكز الخارجية العالمية للاقتصاديات الكبرى، والإشارة إلى ردود الأفعال الممكنة على مستوى السياسة الاقتصادية.

ب- يستخدم المنهج التجريبي لتقدير الأرصدية الخارجية، إلى جانب التقدير الاستثنائي، مع الإقرار بأوجه عدم اليقين التي تنطوي عليها هذه التقديرات.

ج- يستفاد من توصيات مراجعة الرقابة المقررة كل ثلاث سنوات، عن طريق الجمع بين الرقابة الثنائية ومتعددة الأطراف في تقرير واحد.

د- يتم توسيع نطاق الرقابة التي يجريها الصندوق على القطاع الخارجي بحيث يشمل بشكل منتظم وإلى جانب أسعار الصرف، الرقابة على الحسابات الجارية، تراكم الاحتياطات، مقاييس تدفق رأس المال، الأصول والخصوم الخارجية.

وأدى هذا التقدم إلى تعزيز التزام الصندوق بالعناصر الأساسية في ممارسة عمله الرقابي، وهي الحوار الإقناع، الإنصاف، الصراحة ومراعاة الظروف في كل بلد عضو، والاتساق داخل الإطار متعدد الأطراف⁴³⁴.

2- آلية إصلاح نظام الإقراض الحالي:

وعليه فإن خطة الإصلاح لنظام الإقراض تقوم على⁴³⁵:

أ- تحديث الشرطية: يسعى صندوق النقد الدولي في إطار برنامج الإصلاح إلى إجراء تحديث قائم على خلق نوع من الموازنة بين شروطه المرتبطة بالإقراض ودرجة القوة التي تميز سياسات البلدان الأعضاء وأساسياتها الاقتصادية، وذلك بالاعتماد على معايير الأهلية التي تحدد سابقاً (الشرطية المسبقة) وليس على أساس الشرطية التقليدية (اللاحقة)، على أن تتم عملية مراقبة تنفيذ السياسات الهيكلية في البرامج المدعومة بموارد الصندوق في إطار مراجعة البرامج بدلاً من مراقبتها باستخدام معايير الأداء الهيكلية.

⁴³⁴ صندوق النقد الدولي: بيان السيدة كريستين لاغارد، مدير عام الصندوق، بشأن تعزيز رقابة الصندوق، مرجع سابق، ص 2.

⁴³⁵ نشرة صندوق النقد الدولي: الصندوق يجري إصلاحاً شاملاً لنظام الإقراض الحالي من أجل مساعدة بلدانه الأعضاء على تجاوز الأزمة، 24 مارس 2009، ص ص 3-4.

ب- استحداث خط الائتمان المرن: عبارة عن قرض حديث مزدوج الاستخدام، قابل للتجديد دون قيود، تستفيد منه الدول التي أثبتت مستوى قوي في تنفيذ السياسات الاقتصادية، لتلبية الاحتياجات الطارئة (أساس وقائي) واحتياجات ميزان المدفوعات الفعلية، دون الالتزام بتحقيق أهداف معينة في مجال السياسات الاقتصادية نظرا لتوفره على معايير الأهلية*، على أن تلتزم بالتسديد في آجال تمتد من 3.25 سنة إلى 5 سنوات.

ج- دعم اتفاق الاستعداد الائتماني: تتيح هذه الإصلاحات قدرا من المرونة في إقراض البلدان التي قد لا تكون مؤهلة للاستفادة من خط الائتمان المرن وتحتاج إلى تأمين وضعها، ولهذا يمكنها أن تعتمد على الاتفاقات الوقائية للاستعداد الائتماني عالي الموارد في عملية الإقراض. وعلى غرار الائتمان المرن، تراعي الاتفاقات الوقائية ظروف كل بلد على حدة، كما تحقق قدرا أكبر من المرونة عن طريق السماح بتركيز صرف القرض في البداية والحد من كثرة المراجعات وعمليات الشراء حيثما كان هناك مبرر كاف من قوة السياسات المتبعة في البلد المعني وطبيعة مشكلة ميزان المدفوعات التي يواجهها.

د- مضاعفة حدود الاستفادة من القروض: يجري العمل على مضاعفة حدود استفادة البلدان الأعضاء من القروض التي تقدم بشروط غير ميسرة، حيث تبلغ الحدود القصوى الجديدة للاستفادة من موارد الصندوق 200% من حصة العضوية على أساس سنوي و 600% منها على أساس تراكمي، ويهدف رفع الحدود على هذا النحو إلى طمأنة البلدان إلى كفاية موارد الصندوق المتاحة لتلبية احتياجاتها التمويلية.

هـ- تبسيط هيكل التكلفة وآجال الاستحقاق: بتوفير الحوافز السعرية المشجعة على الاقتراض من الصندوق، مع تنفيذ إصلاح شامل لهماكل تكلفة الإقراض الوقائي عالي الموارد وآجال استحقاقه.

* معايير الأهلية هي بمثابة إشارة لمدى ثقة الصندوق في سياسات العضو المستوفي للشروط وقدرته على اتخاذ تدابير تصحيحية عند الضرورة، وأهم خطواتها هي إجراء تقييم للتأكد من أن البلد العضو يتمتع بأساسيات اقتصادية وأطر مؤسسية بالغة القوة على مستوى السياسات، والتي ينفذها على درجة كبيرة من القوة ولديه سجل أداء سابق إيجابي ومتواصل في تنفيذها، وأنه لا يزال ملتزما بالحفاظ عليها في المستقبل. وتشمل المعايير اللازمة لتقدير مدى أهلية البلد العضو للدخول في اتفاق يميز له استخدام خط الائتمان المرن: مركز خارجي قابل للاستمرار، حساب رأسمالي تغلب عليه التدفقات الخاصة، سجل سابق في القدرة المتواصلة على النفاذ ككيان سيادي إلى أسواق رأس المال الدولية بشروط مواتية، أن يكون وضع الاحتياطات مريح نسبيا، مالية عامة سليمة، بما في ذلك مستوى للدين العام يمكن الاستمرار في تحمل أعبائه، تضخم منخفض ومستقر، يركز على إطار سليم لسياسة النقد والصرف، عدم وجود مشكلات في الملاءة المصرفية تمثل تهديدا بوقوع أزمة مصرفية، رقابة فعالة على القطاع المالي، شفافية البيانات وسلامتها.

و- تبسيط الأدوات المستخدمة في الإقراض: بإلغاء بعض التسهيلات التمويلية التي لم تعد تستخدم مؤخرًا كتسهيل الاحتياطي التكميلي، تسهيل التمويل التعويضي والتسهيل التمويلي للسيولة قصير الأجل.

ز- إصلاح التسهيلات الموجهة للدول الأعضاء منخفضة الدخل: حيث قام الصندوق بزيادة القروض التي يقدمها لهذه الدول بشروط ميسرة. بمبلغ يصل إلى 17 مليار دولار من جويلية 2009 حتى نهاية عام 2014، وكذلك منح أسعار فائدة صفرية على مدفوعاتها التي تؤدي لسداد القروض الميسرة القائمة حتى نهاية عام 2011. بالإضافة إلى تصميم مجموعة جديدة من الأدوات المالية تفي باحتياجاتها وتكون أكثر ملاءمة لمتطلبات التعامل مع تحديات الأزمة منها ما يلي:

- التسهيل الائتماني الممدد، يوفر الدعم المرن في الأجل المتوسط؛
- تسهيل الاستعداد الائتماني، يوجه للاحتياجات قصيرة الأجل والاحتياجات الوقائية؛
- التسهيل الائتماني السريع، يقدم الدعم الطارئ⁴³⁶.

3- اعتماد إطار جديد لإصدار السندات للقطاع الرسمي (استحداث قروض جديدة لزيادة حجم الإقراض):

أعلن المجلس التنفيذي للصندوق في 1 جويلية 2009 على اعتماد إطار ينظم إصدار السندات للدول الأعضاء وبنوكها المركزية، بهدف تعزيز قدرة الصندوق على تأمين الموارد المالية الكافية وزيادة قدرته على تقديم مساعدات سريعة للدول الأعضاء عند الحاجة لتمكينها من التصدي المباشر لآثار الأزمة المالية العالمية ودعم مشاريع الاستثمار. ويمكن للصندوق البدء في إصدار هذه السندات التي تحسب على أساس حقوق السحب الخاصة بعد إبرام أول اتفاقية لشراء السندات مع أي بلد عضو، والذي بمجرد شرائه لهذه السندات تصبح قابلة للتداول في القطاع الرسمي على أن يلتزم بتسديد مدفوعات الفائدة على أساس ربع سنوي حسب سعر الفائدة الرسمي على حقوق السحب الخاصة⁴³⁷.

⁴³⁶ صندوق النقد الدولي: صندوق النقد الدولي يعلن زيادة غير مسبوق في الدعم المالي للبلدان منخفضة الدخل، بيان صحفي رقم 09/268، 29 جويلية 2009، ص ص 1-2.

⁴³⁷ صندوق النقد الدولي: صندوق النقد الدولي يعتمد إطارا لإصدار السندات للقطاع الرسمي، بيان صحفي رقم 09/248، 1 جويلية 2009، ص ص 1-2.

المطلب الثالث: إصلاح نظام الحصص والأصوات وإعادة تخصيص حقوق السحب الخاصة

1- إصلاح نظام الحصص والأصوات في الصندوق:

اعتبر المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في 28 مارس 2008 أن قرار الإصلاح يمثل تحولاً ملموساً في مجال تمثيل الاقتصاديات الناشئة التي أصبح لها دور محوري في الاقتصاد العالمي، ويسمح بإدماج الدول النامية الفقيرة في عملية الإدارة متعددة الأطراف للصندوق وإعطائها صوتاً أقوى، كما أن هذا الإصلاح يندرج في إطار المساعي الرامية إلى تعديل الهيكل الحالي للصندوق للتكيف مع معطيات الاقتصاد العالمي ذو الطابع الديناميكي المتغير.

وفي هذا الإطار تم وضع صيغة جديدة لنظام الحصص تضمنت أربعة متغيرات هي إجمالي الناتج المحلي، الانفتاح، التغير والاحتياطيات، وتبلغ أوزانها 50%، 30%، 15%، و5% على الترتيب. حيث أن إجمالي الناتج المحلي هو مزيج يجمع بين إجمالي الناتج المحلي حسب أسعار الصرف السائدة في السوق بنسبة 60% وإجمالي الناتج المحلي حسب أسعار تعادل القوى الشرائية بنسبة 40%، كما تم تعديل بعض المتغيرات التي تشتمل عليها الصيغة الحالية للحصة قبل إدراجها في صيغة جديدة للحصص. وقد تضمنت صيغة الإصلاح لنظام الحصص والأصوات العناصر التالية:

- أ- زيادة شفافية نظام الحصص بتبسيط إجراءات حساب الحصص؛
- ب- اعتماد جولة ثانية من الزيادات المخصصة في الحصص، حيث تقدر الزيادة المخصصة للدول الديناميكية بـ 11.5%، أما الدول التي لا تحقق لها الصيغة الحالية مستوى التمثيل الكافي في الصندوق فإنها مؤهلة هي الأخرى لزيادة حصصها في ظل برنامج الإصلاح، وفي هذا الإطار:
- تغاضي بعض الدول المتقدمة عن زيادة حصصها (الوم أ، ألمانيا، إيطاليا، اليابان، أيرلندا ولوكسمبورغ) سعياً لدعم أهداف الإصلاح؛
- زيادة لا تقل عن 40% في الحصص الاسمية لاقتصاديات البلدان الناشئة التي تمتلك أنصبة حصص فعلية أقل بكثير من أنصبتها الفعلية في إجمالي الناتج المحلي العالمي حسب تعادل القوى الشرائية؛
- ج- مراجعة نظام الحصص والأنصبة التصويتية كل خمس سنوات لضمان استمرار تناسق الحصص والأنصبة التصويتية لكل بلد مع التطورات الاقتصادية الحاصلة؛
- د- تعزيز صوت البلدان منخفضة الدخل وذلك من خلال:

- زيادة الأصوات الأساسية بمقدار ثلاثة أضعاف لكل الأعضاء وإنشاء آلية للحفاظ في المستقبل على نسبة أنصبة الحصص الأساسية إلى مجموع الأصوات، مع منح هذه الدول عدداً متساوياً من الأصوات الأساسية لتوفير حماية أكبر لأصوات الدول الفقيرة؛
- استحداث مناب لكل مدير من المديرين التنفيذيين الممثلين للبلدان الإفريقية لتعزيز دورهم الاستشاري والمالي في الصندوق⁴³⁸.

وفي 05 نوفمبر 2010 وافق المجلس التنفيذي للصندوق على مقترحات تقود إلى عملية إصلاح شاملة كبرى، تؤدي إلى تعزيز شرعية الصندوق وفعاليته، والتي تتمثل فيما يلي:

- مضاعفة حصص البلدان الأعضاء، والتي تعتبر المصدر الرئيسي للموارد المالية في الصندوق، لتصل إلى 476.8 مليار وحدة حقوق سحب خاصة (حوالي 755.7 مليار دولار أمريكي بأسعار الصرف الجارية) صعوداً من 238.4 مليار وحدة حقوق سحب خاصة تم الاتفاق عليها في عام 2008 ضمن إصلاحات نظام الحصص والأصوات.

- تحويل الحصص لما يزيد على 6% من أنصبة الحصص إلى بلدان الأسواق الصاعدة والبلدان النامية الديناميكية، وتحويل أكثر من 6% من البلدان زائدة التمثيل إلى بلدان ناقصة التمثيل، مع حماية حصص أفقر البلدان الأعضاء وقوتها التصويتية. كما سيبلغ مجموع الحصص التصويتية المحولة إلى بلدان الأسواق الصاعدة والبلدان النامية الديناميكية كمجموعة 5.3%، عند مقارنتها بإصلاح نظام الحصص والأصوات المتفق عليه في عام 2008.

- إصلاح نظام حوكمة الصندوق، من خلال التزام البلدان الأعضاء بالحفاظ على المجلس التنفيذي بحجمه الحالي الذي يضم 24 عضواً ومراجعة تكوينه كل ثماني سنوات، تخفيض البلدان الأوروبية المتقدمة حجم تمثيلها بإلغاء اثنين من مقاعدها، اقتصار عضوية المجلس التنفيذي على المديرين التنفيذيين المنتخبين وإتاحة فرصة أكبر لإضافة مدير تنفيذي مناب ثانٍ لتعزيز تمثيل الدوائر الانتخابية التي تضم بلدان متعددة⁴³⁹.

⁴³⁸ نشرة صندوق النقد الدولي: المديرين التنفيذيون يؤيدون جهود الإصلاح الشامل لنظام الحصص والأصوات في الصندوق، 28 مارس 2008، ص ص 2-4.

⁴³⁹ صندوق النقد الدولي: المجلس التنفيذي للصندوق يوافق على عملية إصلاح شاملة كبرى لنظام الحصص والحوكمة، بيان صحفي رقم 10/418، 5 نوفمبر 2010، ص ص 3-4.

2- إعادة تخصيص حقوق السحب الخاصة:

جاء ذلك بعد اجتماع قمة العشرين بمدينة لندن في أبريل 2009، والتي اعتمدت خطة دعم قيمتها 1.1 تريليون دولار من أجل معالجة الأزمة المالية العالمية⁴⁴⁰، وبذلك وافق المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في 7 أوت 2009 على تخصيص وحدات حقوق السحب الخاصة للبلدان الأعضاء بقيمة 250 مليار دولار بهدف ضخ السيولة في النظام الاقتصادي العالمي من خلال تعزيز احتياطات هذه البلدان من النقد الأجنبي، حيث ستحصل الدول النامية على ما يعادل 100 مليار دولار منها أكثر من 18 مليار دولار للدول منخفضة الدخل ابتداءً من 28 أوت 2009 بعد أن يحظى القرار بمصادقة الأغلبية 85% من الأصوات.

وتسمح عمليات التخصيص للدول الأعضاء ببيع مخصصاتها كلياً أو جزئياً إلى دول أخرى بالعملة الصعبة لتلبية احتياجات ميزان المدفوعات، أو شراء المزيد من حقوق السحب الخاصة كوسيلة لإعادة توزيع احتياطاتها. وتجدر الإشارة إلى أن عملية التخصيص هذه تتم بالتناسب مع حصص العضوية لكل بلد، وأنها تسمح بتزويد كل بلد من حقوق السحب الخاصة بحوالي 74% من حصته، مما يؤدي إلى زيادة مخصصات الدول الأعضاء من حوالي 33 مليار دولار (21.4 مليار وحدة حقوق السحب الخاصة) إلى ما يعادل 283 مليار دولار أمريكي. ويعتبر البعض أن عملية التوزيع هذه تتسم بالدقة والتكافؤ لأنها تسمح بأن تستفيد منها الدول المنظمة للصندوق بعد عام 1981 والتي تشكل أكثر من خمس الأعضاء الحاليين للصندوق، كما أنها تجسد مثالا للتعاون الدولي لمواجهة الأزمة⁴⁴¹.

كما تعهد زعماء مجموعة العشرين بضمان المحافظة على كفاية موارد صندوق النقد الدولي، حتى لو انتهت الأزمة إلى ما هو أعمق وأطول مما كان متوقعا، واتفقوا على زيادة موارد الصندوق بمقدار ثلاثة أضعاف لتبلغ 750 مليار دولار، ومضاعفة الأموال المخصصة للإقراض الميسر للبلدان منخفضة الدخل⁴⁴².

⁴⁴⁰ صندوق النقد الدولي: المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي يؤيد تخصيص حقوق السحب الخاصة بقيمة 250 مليار دولار لتعزيز السيولة العالمية، بيان صحفي رقم 09/264، 20 جويلية 2009، ص 1.

⁴⁴¹ صندوق النقد الدولي: محافظو صندوق النقد الدولي يوافقون رسمياً على تخصيص حقوق سحب خاصة بقيمة 250 مليار دولار، بيان صحفي رقم 09/283، 13 أوت 2009، ص ص 1-2.

⁴⁴² جون ليبسكي: الاستعداد لعالم ما بعد الأزمة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2009، ص 31.

المطلب الرابع: إعادة النظر في كيفية إدارة المخاطر النظامية:

أشارت الدراسات التحليلية لصندوق النقد الدولي حول أسباب الأزمة المالية العالمية إلى التوسع الهائل للنظام المالي في السنوات الأخيرة وظهور الكثير من الأدوات المالية التي كان يعتقد أنها تحقق مكاسب كبيرة مع درجة مخاطرة قليلة، وأن الأزمة ما هي إلا نتيجة لتراكم مجموعة من الاختلالات يمكن إيجازها في النقاط التالية⁴⁴³:

أ- عدم قدرة هيئات التنظيم المالي على اكتشاف ورصد المخاطر الناتجة عن الابتكارات المالية، حيث عجز الانضباط السوقي والعمل التنظيمي على احتواء المخاطر الناتجة عن سرعة ابتكار وزيادة الرفع المالي التي شهدتها العقود السابقة؛

ب- ضعف مستوى التعاون المالي الدولي (بين المؤسسات المالية الدولية) الذي كان سببا في إضعاف القدرة على رصد نقاط الضعف المتزايدة والروابط القائمة عبر الحدود؛

ج- إهمال وإغفال صانعي السياسات لحجم كبير من الاختلالات الاقتصادية الكلية المتنامية التي تتسبب في تراكم المخاطر النظامية في النظام المالي وفي سوق العقارات، فقد ركزت معظم البنوك المركزية على معالجة التضخم دون التركيز على المخاطر الناتجة عن ارتفاع أسعار الأصول (خاصة العقارية)، وأعطت الأجهزة الرقابية المالية أولوية للقطاع البنكي الرسمي وأهملت مخاطر القطاع المالي غير الرسمي.

انطلاقاً من تحليل الاختلالات اعتبر الصندوق أن معالجة الأزمة وتفادي مسيبتها مستقبلاً تقتضي توسيع التنظيم المالي ليشمل المؤسسات والأسواق النظامية التي لم تكن خاضعة لرقابة الهيئات التنظيمية والتوسع في آليات الإفصاح بتوفير المعلومات الكافية للأجهزة الرقابية وتكثيف الإجراءات التنظيمية والرقابية والوظيفية، إضافة إلى اعتماد التصحيحات التالية⁴⁴⁴:

1- تعزيز قدرة هيئات التنظيم المالي على اكتشاف المخاطر: وذلك:

أ- بتوسيع نطاق الحدود التنظيمية لتشمل كل الأنشطة التي تكون مصدراً للمخاطر على الاقتصاد ككل، مع المحافظة على مرونة التنظيم في التكيف مع الابتكارات المستحدثة في السوق المالي، للحيلولة دون تركيز المخاطر بما يتجاوز حدود التنظيم؛

⁴⁴³ نشرة صندوق النقد الدولي، صندوق النقد الدولي بحث على إعادة النظر في كيفية إدارة المخاطر النظامية العالمية، 6 مارس 2009، ص 2.

⁴⁴⁴ نفس المرجع أعلاه، ص ص 3-5.

ب- تعزيز الانضباط السوقي بتفعيل دور هيئات التصنيف الائتماني في تقدير المخاطر وزيادة درجة تنسيق جهودها، باتخاذ مبادرات للحد من تضارب المصالح فيما بينها وتحسين إجراءات العناية الواجبة تجاه المستثمرين، وخفض الاعتماد على المراتب الائتمانية لاستيفاء القواعد الاحترازية وتحقيق التمايز في سلم التصنيف الائتماني للمنتجات المهيكلة، كما يتعين التدخل المبكر لتسوية أوضاع البنوك النظامية لاقتسام خسائر ممكن التنبؤ بمسارها مسبقاً؛

ج- الحد من مسaire الاتجاهات الدورية في العمل التنظيمي والحاسبي، فمن شأن زيادة مقدار رأس المال الإلزامي المطلوب من البنوك أثناء فترات الانتعاش أن تؤدي إلى تكوين هامش احتياطي يمكن أن تستند إليه البنوك أثناء فترات الهبوط. وينبغي أن تقوم الجهات الرقابية بتقييم نظم تعويضات العاملين بصفة منتظمة للتأكد من أنها لا تنشئ حوافز مشجعة على المخاطرة المفرطة. وهناك مبررات قوية تتطلب تحسين القواعد المحاسبية عن طريق الإقرار بإمكانية الخطأ في التسعير في أوقات اليسر والعسر؛

د- زيادة الشفافية في آلية تقييم الأدوات المالية المركبة بتحسين جودة المعلومات المتعلقة بالمعاملات خاصة في السوق الرسمية وخارج الموازنة العامة، حتى تتمكن الأجهزة التنظيمية من رصد المخاطر التي تهدد النظام بأسره ومحاولة تقييمها لتعزيز الانضباط السوقي؛

هـ- تحسين البنية التحتية لأسواق المال وتقوية المعايير المحددة لاحتياطي السيولة النظامية على مستوى البنوك المركزية.

2- تعزيز التعاون المالي الدولي حول القضايا المالية والاقتصادية: ويتحقق ذلك بـ:

أ- زيادة درجة التركيز والتحديد في التحذيرات التي يقدمها صندوق النقد الدولي، ويتطلب ذلك تكثيف التعاون مع المنظمات الاقتصادية والمالية الدولية (يعكف الصندوق بالتعاون مع منتدى الاستقرار المالي على استحداث صيغة جديدة لنظام الإنذار المبكر، تركز على الاستغلال الجيد للخبرات المتعلقة بالجوانب المالية والاقتصادية الكلية والتحديد الدقيق للمخاطر الكبرى الناتجة عنها والتي تشكل تهديدا للاقتصاد، مع الأخذ بعين الاعتبار آثار انتقالها إلى الاقتصاديات الأخرى)؛

ب- تكثيف جهود التعاون الدولي بين صندوق النقد الدولي وغيره من المنظمات (خاصة مجموعة السبعة، مجموعة العشرين ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ومنتدى الاستقرار المالي...) لإقامة منبر مالي عالمي يتمتع بالخبرة والشرعية والكفاءة يكون قادرا على قيادة عملية إدارة المخاطر العالمية النظامية، نظرا لأوجه النقص والقصور التي تشوب نشاط كل هيئة بمفردها؛

ج- تكثيف الجهود التعاونية لوضع قواعد وأسس قوية لتسوية نشاط القطاعات المالية العابرة للقارات؛

د- إقامة إطار عالمي موثوق للسيولة، بتدعيم الدول الأعضاء لجهود الصندوق في إصلاح نظام الإقراض والخصص، فقد تسعى البلدان في المستقبل إلى الاعتماد على التأمين الذاتي من خلال الفوائض المتراكمة للاحتياطات، الأمر الذي يمكن أن يشوه التجارة العالمية في السنوات القادمة.

3- زيادة درجة اهتمام ومراقبة السياسات الاقتصادية للمخاطر النظامية:

تميزت المرحلة السابقة للأزمة المالية بارتفاع معدلات النمو الاقتصادي العالمي وانخفاض أسعار الفائدة، مما شجع على الاتجاه نحو الاستثمار في المنتجات المالية المبتكرة ذات المخاطر المرتفعة في ظل تعاظم أدوات السياسة الاقتصادية الكلية على مراقبة هذه المخاطر النظامية، لذا فإن الدروس المستفادة من أسباب الأزمة تقتضي مراجعة أداء السياسة الاقتصادية الكلية من خلال:

أ- زيادة الاعتماد على أدوات السياسة النقدية في مواجهة تراكم المخاطر النظامية وتعزيز الاستقرار المالي والاقتصادي الكلي. فمن الصعب رصد فقاعة تزداد تضخما ثم التحرك لمواجهتها، وعادة ما تكون السياسة النقدية أداة فعالة للتعامل مع طفرات الائتمان وأسعار الأصول، وبالتالي هناك حجج كافية لتوسيع مجال السياسة النقدية حتى يشمل الاستقرار المالي والاقتصادي ككل، وعدم اقتصره على استقرار الأسعار؛

ب- ترسيخ دعائم السياسة المالية في أوقات الرخاء واليسر، فكثير من البلدان تعذر عليها سداد الدين العام وتخفيض مستويات العجز في أوقات الرخاء. ونتيجة لذلك، وجدت نفسها ضعيفة القدرة على تنشيط اقتصادياتها للخروج من الأزمة، وكانت السياسة الضريبية عاملا مشجعا للتمويل بالديون، لذا فإن صندوق النقد الدولي أجرى تحليل دقيق ومفصل لنظامها المالي لمساعدتها على تصميم تدابير تشييطية فعالة وللتأكد من الملاءة المالية العامة على المدى المتوسط، نظرا لارتفاع الدين والالتزامات الاحتمالية؛

ج- معالجة الاختلالات العالمية الناتجة عن تدفقات رؤوس الأموال الدولية باستخدام السياسات الهيكلية والاقتصادية الكلية في إعادة التوازن بين حجم الادخار والاستثمار في هذه الاقتصاديات واللجوء إلى العمل التنظيمي في الحد من المخاطر النظامية الناشئة من تدفقات رؤوس الأموال بفرض قيود على انكشاف المؤسسات المالية⁴⁴⁵.

المطلب الخامس: دور البنك الدولي كمكمل لصندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة:

إن البنك الدولي وغيره من بنوك التنمية متعددة الأطراف له دور مهم في التصدي للأزمة من حيث توفير التمويل اللازم لتلبية مجموعة كبيرة من الاحتياجات، بما في ذلك شبكات الأمان الاجتماعي، الحفاظ على البنية التحتية وغيرها من الاستثمارات ذات الأولوية، تمويل التجارة، تقديم القروض بمستويات قياسية، تطوير أدوات الإقراض المتاحة⁴⁴⁶، زيادة الحد الأقصى المتاح للمقترض الواحد، تجنب الشرطية المفرطة في سياسات تسعير القروض، زيادة اللامركزية في صنع القرار ومعالجة المعوقات طويلة الأمد التي تسهم في التكاليف غير المالية لعملياته⁴⁴⁷.

وينبغي أن تكون بنوك التنمية متعددة الأطراف على استعداد لتعديل سياساتها التشغيلية والمالية حتى تتمكن من استخدام ميزانياتها العمومية إلى أقصى حد ممكن لتلبية احتياجات التمويل، بمساندة كاملة من مساهميه، وأن تعمل على تحقيق زيادة كبيرة في رؤوس أموالها لضمان القدرة على التحرك اللازم تجاه الأزمة وتأمين التمويل طويل الأجل لأغراض التنمية في أعقابها. ولذلك يجب القيام بمراجعات تتم في الوقت المناسب وإجراءات عاجلة لتعزيز كفاية رأس المال في منظومة بنوك التنمية متعددة الأطراف بما فيها مجموعة البنك الدولي⁴⁴⁸.

⁴⁴⁵ نشرة صندوق النقد الدولي، صندوق النقد الدولي بحث على إعادة النظر في كيفية إدارة المخاطر النظامية العالمية، مرجع سابق، ص2.

⁴⁴⁶ صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية الدولية، بيان 3 أكتوبر 2009، ص4.

⁴⁴⁷ صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية، بيان 24 أبريل 2009، مرجع سابق، ص3.

⁴⁴⁸ صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية الدولية، 30 مارس 2009، ص2.

ونظرا لشدة تأثير الأزمة على البلدان النامية، ينبغي زيادة المساعدة المقدمة من المؤسسة الدولية للتنمية، ولذلك يجب إعادة تمويل موارد المؤسسة، مع ضرورة التعجيل بتحديد البرامج اللازمة وتنفيذها، من أجل الحفاظ على مستويات التمويل في السنوات اللاحقة للأزمة⁴⁴⁹.

أما الإصلاحات في مجموعة البنك الدولي هدفها الأساسي تعزيز سرعة استجابته لعملائه على أساس من المساواة، ولذلك يجب مراعاة المرونة في السياسات والأدوات المعتمدة لديه، بما في ذلك سياساته المالية، وعليه اتخاذ تدابير تحقق تخفيضا في التكاليف المصاحبة لما يقدمه من قروض، كما أن أي انتقائية يحتمل أن تتقرر بسبب قيود رأس المال لا بد أن تتوافق مع طلبات البلدان المتعاملة معه، ويجب على إدارته أن تكون الأساس الوحيد في تقدير احتياجات المساعدة المالية والفنية وتبليتها هو الاستحقاق من الوجهة الاقتصادية ومن حيث التطورات الجارية في البلد المعني⁴⁵⁰.

فمعالجة مظاهر العجز في هيكل الحوكمة للبنك الدولي أمر حيوي لضمان فعاليته ومشروعيته⁴⁵¹، لذلك يجب إعادة مواءمة الأصوات في البنك الدولي استنادا إلى منهج يتوافق مع مهمته الإنمائية، والتي تهدف إلى التحول مع الوقت إلى توزيع متكافئ للقوة التصويتية فيما بين البلدان المتقدمة والنامية دون إضعاف حصص وأنصبة البلدان النامية، وكذلك إعادة توازن تمثيل البلدان في المجلسين التنفيذي واللجنتين الوزاريتين من أجل زيادة تمثيل البلدان النامية⁴⁵².

⁴⁴⁹ صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية، بيان 24 أبريل 2009، مرجع سابق، ص3.

⁴⁵⁰ صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية الدولية، بيان 07 أكتوبر 2010، ص6.

⁴⁵¹ صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية الدولية، بيان 3 أكتوبر 2009، مرجع سابق، ص5.

⁴⁵² صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية، بيان 24 أبريل 2009، مرجع سابق، ص ص 3-4.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل تم التطرق إلى آليات إدارة ومواجهة الأزمة المالية العالمية، والتي تتم بإتباع منهج شامل يضمن الاستقرار المالي عن طريق إصلاح هيئات التصنيف الائتماني، التصدي لقيود أجواء عدم اليقين، البحث عن بيانات جديدة من الإحصائيات المالية الدولية وبناء شبكة عالمية من الروابط المالية، تخفيض ديون قطاع الأسر والمؤسسات المالية والشركات، ضخ البنوك المركزية الكبرى للسيولة بصفة مستمرة، توسيع نطاق الضرائب على القطاع المالي، تشديد الضوابط على التدفقات الرأسمالية الداخلة، إصلاح حوكمة الأسواق المالية، إتباع سياسات السلامة الاحترازية الكلية وتعزيز الهياكل الدولية التي تضمن الاستقرار المالي.

بالإضافة إلى تقوية أجهزة التنظيم والرقابة البنكية وتطويرها وفق المعايير الدولية، إعادة الإشراف على البنوك المؤثرة على النظام المالي، تخفيض مكافآت المسؤولين البنكيين واستخدام اختبارات القدرة على تحمل الضغوط للرقابة على البنوك. مع تعزيز دور لجنة بازل في إرساء استقرار القطاع البنكي، حيث تم تقديم أهم المقترحات التمهيدية لاتفاقية بازل 3، والتي تتمثل في رفع كمية ونوعية الأموال الخاصة، تنظيم السيولة، إدخال نسبة الرافعة المالية وتوسيع مفهوم المخاطر.

وتعد البنوك الإسلامية من أكثر القطاعات نمواً في النظام المالي العالمي، خاصة مع إخفاق البنوك التقليدية خلال وبعد الأزمة المالية العالمية، مما أدى إلى تشجيع العديد منها إلى التحول من العمل البنكي الإسلامي إلى التقليدي.

كما يعتبر صندوق النقد الدولي الجهة المسؤولة عن سلامة النظام النقدي والمالي الدولي، فهو بهذا يتوفر على وسائل تضمن هذا الاستقرار سواء قبل حدوث الأزمة أو بعد وقوعها، بمعنى أنه هو الذي يتكفل بإدارتها قصد تقليل أكبر ما يمكن من الخسائر وإنقاذ ما يمكن إنقاذه، ولكن الواقع أثبت فشله ليس فقط بالتنبؤ بالأزمات بل في إدارتها، لهذا ظهرت اتجاهات تنادي بعملية إصلاحه وتقويته، ولكن هذا لم يمنع من البحث على وسائل أخرى للوقاية من الأزمات المالية، ويتم ذلك عن طريق تعزيز رقابة الصندوق، إصلاح نظام الإقراض وزيادة حجمه، إصلاح نظام الحصص والأصوات وإعادة تخصيص حقوق السحب الخاصة وإعادة النظر في كيفية إدارة المخاطر النظامية.

الخاتمة العامة

الخاتمة:

يعتبر تمويل التجارة الدولية والبحث عن الاستقرار النقدي من الاهتمامات السائدة في مجال العلاقات الدولية، ومنه ظهرت الحاجة إلى وجود نظام نقدي دولي ينظم العلاقات النقدية، ولقد مر العالم بثلاث أنماط رئيسية من نظم الصرف، فظهر أولاً نظام سعر الصرف الثابت المرتبط بقاعدة الذهب، والذي ساد خلال الفترة من عام 1880 إلى عام 1914، ثم مرة أخرى بين عامي 1925 و1931. وساد ثانياً نظام بريتون وودز الذي استمر من عام 1944 إلى عام 1973. وشهد ثالثاً نظام التعويم المدار للعمليات خلال فترتين كذلك، فترة ممتدة من عام 1918 إلى عام 1925، وأخرى كانت بدايتها من عام 1973 إلى الوقت الحالي.

وقد شهد النظام النقدي والمالي الدولي خلال جميع مراحل العديد من الأزمات، فالاقتصاد يمر بدورات قد تكون قصيرة "دورة كيتشن"، متوسطة "دورة جوغلار" أو طويلة "دورة كوندراتيف"، كما تناول الفكر الاقتصادي موضوع الأزمات، فاعتبر كارل ماركس أن فائض القيمة المتمثل في الجزء من الأجر غير المدفوع للعامل والذي يأخذه صاحب العمل هو الذي يؤدي إلى وقوع اضطرابات ومن ثم وقوع الأزمة، في حين يرى كينز أن الأزمة تنتج نتيجة غياب المراقبة وترك الأمور تسير بحرية، ولكن بعد فشل النظرية الكينزية في حل أزمة السبعينات من القرن الماضي برز التيار الليبرالي الذي بين أن الرأسمالية كنظام اجتماعي تنطوي على عيوب ترجع إلى العوائق التي تحول دون عمل قوانين الاقتصاد الحر وفي التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي.

كما يمكننا تصنيف الأزمات المالية إلى أربعة أصناف، فأزمة العملة تحدث عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى انخفاض حاد في قيمتها، مما يرغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة. أما النوع الثاني من الأزمات فهي الأزمة المصرفية وتحدث عندما يتعرض بنك أو عدد من البنوك إلى تدافع شديد من جانب المودعين لسحب ودائعهم مع عدم القدرة على مواجهة طلبات السحب. والنوع الثالث هي أزمة المديونية الخارجية التي تعني أن بلداً أو مجموعة بلدان أصبحت غير قادرة على خدمة مديونيتها الخارجية. بالإضافة إلى الأزمة البورصية التي تتميز باضطرابات شديدة في الأسواق المالية مما تضعف من قدرتها على العمل بكفاءة وتؤدي آثاراً غير مواتية على الاقتصاد الحقيقي.

ويختلف الاقتصاديون في تفسير الأزمات المالية التي عرفها العالم في أواخر القرن الماضي مما أدى إلى تطور ثلاثة نماذج تختلف فيما بينها من حيث نوع الأزمة التي تحاول تفسيرها بالنظر إلى الأساليب المؤدية لها، فقد

ظهرت نماذج الجيل الأول التي كشف عنها بول كروغمان في عام 1979، ثم النماذج من الجيل الثاني التي أبرزها أوبستفلد في عام 1994، أما النماذج من الجيل الثالث فظهرت مع الأزمة الآسيوية في عام 1997، وهذا دليل على أنه لا يمكن إعطاء تفسير موحد لجميع الأزمات المالية التي يعرفها العالم، ولهذا قمنا بالإحاطة بأهم الأسباب التي يمكن أن تؤدي إلى ظهور الأزمة مثل انفجار فقاعات المضاربة، عدم تماثل المعلومات وتراجع مؤشرات الاقتصاد الكلي.

وعرف الاقتصاد الدولي أعظم أزماته المالية إبان فترة الكساد العظيم خلال الفترة 1929-1933، وحدثت أزمة مالية أخرى عام 1987 حينما انهارت بورصة نيويورك للأوراق المالية، ومنها انتقلت العدوى إلى بقية البورصات العالمية. كما أنه منذ عام 1994 شهد العالم سلسلة من الأزمات المالية الحادة في اقتصاديات الأسواق الناشئة، فقد عرفت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا انهيارا كبيرا عام 1997، حيث ابتدأت الأزمة من تايلندا ثم انتشرت إلى بقية دول المنطقة، وواجهت المكسيك، البرازيل، الأرجنتين، روسيا وتركيا أزمات مالية انتقلت من قطاع إلى قطاع ثم من دولة إلى دولة أخرى بدليل تتابع أزماتها، كما يتعرض الاقتصاد العالمي لأحد أعنف الأزمات المالية التي عرفها التاريخ، والتي بدأت بوادرها في صيف 2007 واشتدت منذ سبتمبر 2008.

وكان للأزمة المالية انعكاسات على جميع دول العالم، فقد تراجعت نسب النمو إلى معدلات منخفضة، وانكششت التدفقات الرأسمالية العالمية، كما شهدت الأسواق المالية حالة من عدم الاستقرار وظلت خاضعة للضغط. وقد عرفت مؤشرات الأسواق المالية العربية الهبوط، أما الجهاز المصرفي فقد تعرض إلى نزوب مفاجئ في الأموال الأجنبية، وتعرضت الصناديق السيادية إلى خسائر، كما تقلص الطلب على النفط وانخفضت أسعاره، وتراجعت التدفقات الاستثمارية والسياحية، بالإضافة إلى ارتفاع معدلات البطالة وانخفاض مستوى التحويلات المالية من الخارج.

وتم اتخاذ عدة آليات لإدارة ومواجهة الأزمة المالية العالمية، والتي تتم بإتباع منهج شامل يضمن الاستقرار المالي، بالإضافة إلى تقوية أجهزة التنظيم والرقابة البنكية وتطويرها وفق المعايير الدولية، مع تعزيز دور لجنة بازل في إرساء استقرار القطاع البنكي، حيث تم تقديم أهم المقترحات التمهيدية لاتفاقية بازل 3، كما كشفت الأزمة المالية العالمية محدودية وضعف دور صندوق النقد الدولي في ضمان استقرار النظام النقدي والمالي العالمي واستشعار المخاطر والتنبؤ بالأزمة بالرغم من اعتماده على مجموعة من البرامج والسياسات، لذا تبرز الحاجة

الملحة إلى ضرورة تبني إصلاحات حقيقية على صندوق النقد الدولي ونظام حوكمته لتفعيل دوره في إقامة وإرساء قواعد سليمة لنظام نقدي يتسم بالمرونة والشفافية، وترتفع فيه المشاركة الإيجابية للدول النامية في صياغة مبادئه واتخاذ قراراته.

نتائج اختبار الفرضيات:

- بالنسبة للفرضية الأولى القائلة على أن الأنظمة النقدية والمالية التي عرفها العالم كانت صالحة لفترة محددة، يقتضي إعادة النظر فيها بين فترة وأخرى تبعا للظروف القائمة في كل فترة، فلقد تحققت، فبالنظر إلى مراحل تطور النظام النقدي الدولي نجد أنه في كل مرة يقف عاجزا عن مواجهة طارئ ما، مما يؤدي إلى استبداله بنظام آخر، فقاعدة الذهب استطاعت التعايش مع ظروف الحرب العالمية الأولى والتغيرات الاقتصادية بعد الحرب، لكنها لم تستطع تحمل الكساد العظيم، فظهر نظام بريتون وودز هذا الأخير الذي صمد خلال الفترة التي كانت الولايات المتحدة الأمريكية هي الدولة الوحيدة القوية لا منافس لها، أمام ركود الاقتصادات الأوروبية بسبب الحرب العالمية الثانية، لكن ما إن استعادت تلك الاقتصادات قواها، وزيادة توسع التجارة الخارجية ظهرت محدودية نظام ثبات أسعار الصرف وعدم قدرة الدولار على مواجهة الطلبات، فانهارت الدعامة الأساسية لهذا النظام ليتم التوقف عن العمل به في سنة 1971 ليحل محله نظام التعويم، هذا النظام الذي تقرر إعادة النظر فيه بعد الأزمة المالية العالمية، والتي أدت كذلك إلى اندلاع أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو، وكشفت عن بعض الاختلالات والضعف في البنيان الأوروبي.

- بالنسبة للفرضية الثانية التي تعبر على أن الأزمة المالية ناتجة عن اختلال جميع متغيرات النظام المالي، فلم تتحقق، فالأزمة المالية تمثل انهيار شامل للنظام المالي بكل مكوناته، فهي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار وأسعار الأسهم والسندات، إجمالي القروض والودائع المصرفية، معدل الصرف.

- بالنسبة للفرضية الثالثة المتعلقة بأن الأزمة كانت في السوق العقارية الأمريكية، وتمثلت توابعها في الهزة التي تعرضت لها العديد من البنوك الاستثمارية وأسواق المال العالمية، فلقد تحققت، فالأزمة المالية العالمية بدأت بوادرها منذ صيف عام 2007 في السوق العقارية الأمريكية واشتدت منذ سبتمبر 2008 مع تكبد أكبر مؤسسات المال والأعمال الأمريكية والأوروبية لخسائر ضخمة أدت إلى انهيار العديد منها، وشملت تداعياتها

في صورة انخفاضات حادة ومنتتالية لمؤشرات البورصات العالمية، بعدما خيم الركود على حركة الأسواق، بفعل العدوى من خلال ترابط الأسواق المالية العالمية.

- أما بالنسبة للفرضية الرابعة القائلة على أنه في ظل العولمة الاقتصادية من المحتمل أن تؤثر الأزمة المالية العالمية سلباً على الدول النامية وبالأخص على الاقتصاد الجزائري، فلقد تحققت، فركود الاقتصاد العالمي ونقص السيولة، كان له انعكاسات على اقتصاديات الدول النامية، التي تفاوتت حدتها من بلد لآخر، وذلك تبعاً لطبيعة الروابط التي تقوم ما بين الولايات المتحدة الأمريكية وهذه الدول، فقد تراجعت نسب نموها إلى معدلات منخفضة، وانكششت التدفقات الرأسمالية العالمية المتجهة إليها، كما شهدت أسواقها المالية حالة من عدم الاستقرار وظلت خاضعة للضغط، أما جهازها المصرفي فقد واجه نضوب مفاجئ في الأموال الأجنبية، وتعرضت صناديقها السيادية إلى خسائر، كما تأثرت من تقلص الطلب على النفط وانخفاض أسعاره، وارتفعت معدلات البطالة فيها وانخفضت مستويات التحويلات المالية القادمة إليها من الخارج.

- بالنسبة للفرضية الخامسة التي تقوم على أن المؤسسات النقدية لا تتأخر في تقديم المساعدة عند وقوع الأزمات المالية حتى تتجنب أعباء إضافية نتيجة انتشارها، فلقد تحققت، فمنذ ظهور بوادر الأزمة المالية العالمية سعت إلى تطبيق إصلاحات تهدف إلى تقوية النظام المالي، ودعم خطط الإنقاذ المالي التي اعتمدها الكثير من الدول.

التوصيات والاقتراحات:

تتمحور حول ضبط وإصلاح المنظومة المالية العالمية الرأسمالية، وتتمثل فيما يلي:

1- العمل على إعادة الثقة في الأسواق المالية: من خلال تدخل الحكومات والبنوك المركزية لضمان توفير السيولة للجهاز المصرفي، مع التنسيق على المستوى الدولي لحل الأزمة، بإعادة النظر في القواعد الأساسية للنظام الرأسمالي، وبناء مؤشرات تتابع تطور الأصول تساعد على اكتشاف بداية تكوين الفقاعات.

2- تحسين التشريعات الخاصة بتقديم الائتمان: وذلك بتنظيم وتقنين عمل الوسطاء العقاريين الذين تسببوا في إشعال فتيل الأزمة المالية العقارية الأمريكية، مع العمل على تنظيم وتحسين التشريعات الخاصة بالقروض الائتمانية العقارية، وذلك بفرض المزيد من الشفافية والإيفاء بالعهد وتسديد الديون عند انقضاء المدة الزمنية المتفق عليها.

3- تأطير وكالات التأشير أو التقييم: التي تقوم بتقييم قوة وصلابة المنتجات والوسائل المالية ومراقبة عمل مستغليها، أي تلك الوكالات الأمريكية أساسا التي فشلت أخيرا في مهامها لكونها لم تعط مستثمريها المعلومات الصحيحة عن أموالهم المستثمرة في كثير من القطاعات الاقتصادية وجرتهم هكذا إلى الإفلاس. فلا بد إذن من إعادة النظر في أنشطتها وتنظيمها ومراقبتها، والابتعاد عن صبغتها الزبائنية، أي تمويل أعمالها من طرف زبائنها.

4- تنظيم وتأطير عملية التوريق: وذلك بالحد من اللاتقنية المفرطة، والتحريرية دون حدود، وتمكين السلطات المصرفية والمالية من تضييق هذه العملية، بإعادة تعريف المعايير المستعملة، وفهم طبيعتها، مع إتاحة الفرصة للمصارف بمتابعة وفاء المدينين.

5- إخضاع الأسواق التلقائية الحرة بدفع ضريبة نوعية: وتفرض الضريبة على المنتجات المالية المستغلة خارج إطار الأسواق المنظمة، تلك الأسواق التلقائية التي تجمع مباشرة المصارف بزبائنها، وتمثل أسواقا مشتقة تدير ملايين الدولارات، مبنية عموما على أموال المضاربة غير المراقبة رسميا.

6- تقنين أموال المضاربة ورأس المال المستثمر: تلك الأموال التي تنعم بجنات ضريبية بعيدة عن أية مراقبة دولية، أدت دورا محركا في تطوير الأزمة وانتشارها في العالم، ويكون هذا التقنين بواسطة فرض القواعد الاحترازية الواجب تطويرها ودعمها، لتصبح أكثر صرامة ودقة.

7- إعادة الاعتبار لدور الدولة في الحياة الاقتصادية: فلقد أظهرت تجارب الأزمات المالية أن ترك الأمور تسير بحرية تؤدي إلى المزيد من الأزمات.

8- جعل المراقبة الداخلية عملية مريحة: وذلك بتحسين وسائلها، والاعتراف بضوابطها، ونشر أعمالها الخاصة بقضايا الفضائح المالية، مع الحرص على سن إستراتيجية خصوصية مرتكزة على الوسائل المالية التجديدية الشفافة والمجدية.

9- الحد والتنقيص من المكافآت والأجور العالية: المقصود بها تلك المقدمة للمسيرين والوسطاء الماليين، الذين يتحصلون على مزايا مالية خيالية، تخصم من مداخيل المؤسسات المصرفية والمالية الخاسرة، التي تعيش صعوبات اقتصادية جمّة، قادتها أخيرا إلى الإفلاس، كمصرف ليمان براذرز الأمريكي وغيره.

10- إعادة النظر في القواعد المحاسبية الحالية غير الشفافة: فلا بد للمحاسبة من أن تكون فعالة، محايدة تبرز القيمة الحقيقية لحسابات المؤسسات الاقتصادية المالية والنقدية، فأية عملية مالية غامضة وغير شفافة تؤدي حتما إلى انعدام الثقة لدى المستثمرين.

11- التمادي في مكافحة التضخم العقاري: فعلى البنوك المركزية متابعة الوضع النقدي والمالي عن كثب والتدخل في الوقت الملائم عند بداية وظهور وتكوين الفقاعات المالية المؤدية إلى التضخم واحتلال الأسواق المالية الوطنية والدولية.

12- منع المضاربة لدى المصارف وبنوك الإيداع: تلك المصارف التي انقادت بواسطة فروعها والشركات المشتقة من أنشطتها إلى دخول السوق المالية العقارية والمساهمة في عمليات المضاربة المالية العقارية المتسببة في الأزمة المالية العالمية، فلا بد من منع المضاربة في أنشطة البنوك والمصارف الاستثمارية.

13- دعم صندوق النقد الدولي: لقد أحدثت العولمة بروز النظام الرأسمالي التحرري وسيطرة قوى السوق المبنية على قاعدة العرض والطلب، وأصبح بذلك صندوق النقد الدولي أكثر من ذي قبل يؤدي دورا محوريا، لاسيما وأن حل بلدان العالم عضوة فيه. ويتطلب دعم هذه المنظمة العالمية النقدية بتقوية رأسمالها المتكون من مساهمة أعضائها مع إعادة تقسيمه وخاصة تصنيفه بحسب طبيعة وأهمية البلدان الأعضاء القدامى والجدد، ومع العمل على تقليص السيطرة التي تتمتع بها البلدان المتقدمة منذ انبعاث هذه المنظمة.

14- وضع حد لانخفاض قيمة النقود والعملية: تحرير المعاملات من قيود الدولار وسيطرته كعملة عالمية متميزة تتمتع بالعديد من الميزات السوقية الدولية، على الرغم من أن قيمتها الحقيقية لم تعد كافية لإشباع رغبات مستعمليها، وعليه فلا بد من التفكير في نظام تبادلي جديد يركز على ثبوت أسعار الصرف أو تأرجحها ضمن حدود متفق عليها، وكذلك العمل على بعث تكتلات نقدية جهوية متنافسة بغية خلق منظومة نقدية عالمية أكثر عدلا وفاعلية.

15- تقوية سلطة المؤسسات التضييقية أو التعديلية: وذلك بتمكينها من مراقبة جميع الأسواق خاصة تلك التي تعمل في الخفاء دون رقابة، وتشغل بمليارات الدولارات على المستوى العالمي في شتى عمليات المضاربة التي تسببت إلى حد كبير في إشعال فتيل الأزمة المالية العالمية.

16- تشجيع التعاون بين المراكز المالية غير المقيمة في البلدان: وذلك بمراقبة حركة الأموال التي تتمتع بعدد من المزايا، منها انعدام خضوعها للضرائب الوطنية والدولية، والتي تستغل في عمليات المضاربة غير الشريفة وغير الواضحة، وهي عموماً الأموال المتأتية من طرق غير شرعية، كعملية تبيض أو غسل الأموال في العالم. ويكون هذا التعاون مثلاً في تنسيق أنظمة الضرائب بين مختلف البلدان المتقدمة والنامية، بواسطة التفكير في بحث هيكل خصوصي عالمي يتكفل بهذا الجانب المالي والضريبي الهام.

17- الاعتماد على مبادئ الاقتصاد الإسلامي: وذلك بتعديل أسلوب التمويل العقاري ليكون بإحدى الصيغ الإسلامية ومنها أسلوب المشاركة أو التمويل التأجيري، وكذلك منع المضاربات قصيرة الأجل من البيع على المكشوف والشراء بالهامش وعدم التعامل بالمشتقات والمستقبليات ومحاربة غسيل الأموال.

18- مساندة الاتجاهات الدورية: يمكن تخفيف حدة السلوك المسائر للاتجاهات الدورية عن طريق رفع الحد الأدنى لرأس المال الإلزامي للبنوك في فترات الصعود الدوري والسماح بسحب هذه الاحتياطات في مرحلة الهبوط الدوري، مع الحفاظ على الحساسية الأساسية لإطار رأس المال تجاه المخاطر.

19- الاهتمام بمبدأ مخاطر الأعمال في الدول العربية: وخاصة في الدول التي تعتمد اقتصادياتها على سلعة وحيدة كالنفط، والذي عادة ما يكون عرضة لتقلب الأسعار إما بصورة مباشرة عبر تذبذب أسعاره أو بصورة غير مباشرة عبر تقلب أسعار صرف العملات.

20- تشجيع التعاون والتكامل الاقتصادي الإقليمي فيما بين الدول النامية: وذلك بالتنسيق أكثر في سياساتها وإجراءاتها لمواجهة مشاكل العولمة والتصدي للأزمات وإدارتها، والعمل على إنشاء صناديق نقد إقليمية لمساعدة الدول في أوقات الأزمات.

21- ضرورة تقوية الأنظمة المصرفية: وذلك بالتحكم في الائتمان المصرفي وتوجيهه إلى الاستثمارات الحقيقية التي يصاحبها إنتاج وتبادل فعليين، مع التأكد من ملاءة المقترضين، والحد من منح الضمانات الضمنية، وخاصة منها الحكومية، وإلى جانب ضرورة رفع احتياطات البنوك في مراحل الاستقرار والرخاء تحسباً لأي أزمات.

22- إعادة النظر في التشريعات والقوانين الرقابية والتنظيمية لقطاع العقار وإعادة هيكلته: كتطبيق معدلات فائدة ثابتة على قروض الرهن العقاري أو السماح لها بالتقلب في حدود ضيقة جداً، إضافة إلى تفعيل دور الأسواق المالية فيما يتعلق بتمويل هذا القطاع وتعزيز مبدأ الشفافية وتوفير البيانات المتعلقة به.

23- إخضاع وكالات التصنيف لعمليات التفتيش والتحقيق: بتعزيز المنافسة في هذه السوق وتسهيل إجراءات الحصول على الاعتماد لوكالات جديدة، وبالتالي نتحصل على تصنيفات ائتمانية دقيقة للمقترضين، إضافة إلى تفعيل التشريعات الخاصة بحوكمة الشركات، وخاصة فيما يتعلق بحوكمة البنوك.

24- إدخال الأنظمة الرقابية والتشريعات اللازمة لتنظيم النشاطات المالية: وخاصة المتعلقة بالمشتقات المالية، وضبط عمليات التوريق وتفادي تعقيدها، والعمل على أن تكون هذه العملية لأصول عينية وليس لديون، مع إجبار البنوك التي تقوم بتوريق قروضها على التقدير الدقيق لحجم المخاطر على القروض الأولية، والاحتفاظ في ميزانيتها بجزء من الأوراق المالية المستندة لهذه القروض.

25- أما على المستوى الوطني فاعتماد الجزائر على مورد واحد هو الذي يجعل هذه الأزمة تأثر فيها، لذلك عليها أن تسعى جاهدة لأجل التخلص من التبعية للمحروقات وتطوير القطاعات التي تتمتع فيها بأفضلية نسبية لتحقيق لها العوائد التي تحتاجها.

آفاق الموضوع:

مع كل ما تقدم، فإن الباحث لا يعتقد أنه تم الإلمام بكل جوانب وعناصر الموضوع، بالإضافة إلى أن هناك العديد من الأسئلة لا زالت عالقة والتي تحتاج إلى إجابات متعددة يمكن اعتبارها كمجالات لأبحاث مستقبلية، ويمكن أن نسوق بعضها فيما يلي:

- ما هي مؤشرات ودلائل التنبؤ بقرب حدوث الأزمات المالية، وكيف يمكن صياغة دراسة قياسية لذلك؟
 - هل يمكن الاستفادة من النظام الاقتصادي الإسلامي وأدواته المالية للحماية من الأزمات المالية؟
- وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث جهودا إضافية من قبل الباحثين، فإسهامنا بسيط ويحتاج إلى المزيد من الجهود خاصة وأن العالم قد يعرف أشد من هذه الأزمة في عصر العولمة.

وفي الختام الحمد لله أولا وأخيرا على نعمه ونسأله التوفيق والسداد.

قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

الكتب:

- 1- أبو شرار علي عبد الفتاح: الاقتصاد الدولي، دار المسيرة، عمان، 2007.
- 2- السيد البدوي عبد الحافظ: إدارة الأسواق والمؤسسات المالية "نظرة معاصرة"، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999.
- 3- بسام الحجار: العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات، لبنان، 2003.
- 4- جبار محفوظ: البورصة، الجزء الأول، دار هومة، مكان الطبعة غير موجود، 2002.
- 5- جمال خريس، أيمن أبو خضير، عماد خصاونة: النقود والبنوك، دار المسيرة، عمان، 2002.
- 6- جوزيف إ.ستيغليتز: خيبات العوامة، دار الفري، لبنان، 2003.
- 7- جيرالد بوكسيرغر هارالد كليمنتنا: الكذبات العشر للعوامة، دار الرضا، دمشق، 1999.
- 8- دانييل أرنولد: تحليل الأزمات الاقتصادية للأمم واليوم، المؤسسة الجامعية للدراسات، لبنان، 1992.
- 9- زياد سليم رمضان، محفوظ أحمد جودة: الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل، الأردن، 2003.
- 10- زينب حسين عوض الله: العلاقات الاقتصادية الدولية، الفتح للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2003.
- 11- طارق طه: إدارة البنوك في بيئة العوامة والانترنت، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2007.
- 12- طارق عبد العال: إدارة المخاطر (أفراد - إدارات - شركات - بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 13- طارق عبد العال حماد: حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 14- مجدي محمود شهاب: الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات والآثار المحتملة على المنطقة العربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة النشر.
- 15- مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناثر: أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2006.
- 16- مدحت صادق: النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب، القاهرة، 1997.
- 17- محمد الصيرفي: إدارة المصارف، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2007.
- 18- محمد العربي ساكر: محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر، القاهرة، 2006.
- 19- محمد دويدار، أسامة الفولي: مبادئ الاقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003.
- 20- محمود حسين الوادي، كاظم جاسم العيساوي: الاقتصاد الكلي "تحليل نظري وتطبيقي"، دار المسيرة، الأردن، 2007.
- 21- محمد عبد الفتاح الصيرفي: إدارة البنوك، دار المناهج، الأردن، 2006.
- 22- محمد يوسف ياسين: البورصة (عمليات البورصة - تنازع القوانين - اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
- 23- محمد كمال الحمزاوي: محمد كمال الحمزاوي: سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، مصر، 2004.
- 24- محمد صلاح سالم: إدارة الأزمات والكوارث بين المفهوم النظري والتطبيق العلمي، عين للدراسات والبحوث الإنسانية والاجتماعية، مصر، 2005.

- 25- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 26- محمود محمد الداغر: الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، دار الشروق، الأردن، 2007.
- 27- منير ابراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- 28- مروان عطوان: الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني، مشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
- 29- نihal فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل: الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 30- سامر مظهر قنطقجي: ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، دمشق، 2008.
- 31- سمير صارم: اليورو، دار الفكر، دمشق، 1999.
- 32- سنغ كفالجيث: عولمة المال، دار الفارابي، لبنان، 2001.
- 33- عادل أحمد حشيش: أساسيات الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2002/2001.
- 34- عبد الأمير السعد: الاقتصاد العالمي قضايا راهنة، دار الأمين، القاهرة، 2007.
- 35- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي: العولمة المالية وإمكانات التحكم "عدوى الأزمات المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005.
- 36- عبد المجيد قدي: المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- 37- عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل: النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يريد للنشر، الأردن، 2006.
- 38- عبد الرحمن يسرى أحمد: تطور الفكر الاقتصادي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 39- عرفات تقي الحسيني: التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 1999.
- 40- فليح حسن خلف: النقود والبنوك، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006.
- 41- رشاد العصار، رياض الحلبي: النقود والبنوك، دار صفاء، عمان، 2000.
- 42- ضياء مجيد: النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.

المجلات:

- 43- العباس بلقاسم: إدارة الديون الخارجية، مجلة جسر التنمية، سلسلة عربية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 30، 2004.
- 44- أحمد عبد الغني: التمويل الإسلامي وتحدياته، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 400، مارس 2014.
- 45- اتيش ر. جوش، جوناثان د أوستري، وناتاليا تاميريزا: توقع الأزمة القادمة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2009.
- 46- أديلهيد بيرغي شملتس، ألفريدو ليون: حل الأحجية وفهم حقيقة الأحداث، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2012.

- 47- أدلههايد بيرغي شملتس: بيانات من أجل الإنقاذ، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2009.
- 48- أدلههايد بيرغي شملتس: البحث عن بيانات جديدة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2010.
- 49- أنا ماريا كوكنين: التوافق مع طفرات التدفقات الرأسمالية الداخلة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2010.
- 50- آمار باتاتشاريا: شبكة مشوشة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2009.
- 51- إضاءات مالية ومصرفية، بازل الأولى وبازل الثانية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، السلسلة الخامسة، العدد 4، الكويت، نوفمبر 2012.
- 52- إسوار براساد: يهيمن بالديون، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2014.
- 53- إسّم الكاتب غير موجود: الاقتصاد العربي في العاصفة من الإنقاذ إلى مواجهة الركود، مجلة الاقتصاد والأعمال، أبريل 2009، ص 48.
- 54- إسّم الكاتب غير موجود: مجلة الأبحاث الاقتصادية، العدد 15، دار الأبحاث للترجمة والنشر والتوزيع، الجزائر، سبتمبر 2009.
- 55- إسّم الكاتب غير موجود: مواجهة الأزمات، نهج جديد للوقاية من الأزمات وحلها، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2002.
- 56- الياس سابا: الأزمة المالية العالمية، أسبابها وانعكاساتها، المستقبل العربي، العدد 360، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2009.
- 57- بانايوتيس غافراس: لعبة التصنيف، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2012.
- 58- برغليوت باركبو وجسمين رحمن: إعادة تشكيل نمط النمو، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2012.
- 59- باري ايشنجرين: اختبار إجهاد لليورو، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2009.
- 60- جون لبيسكي: الاستعداد لعالم ما بعد الأزمة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2009.
- 61- جيمس م. بوتون وكولن أ. برادفور جونور: الحوكمة العالمية، قوى فاعلة جديدة، قواعد جديدة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2007.
- 62- جيزوس ساورينا: العمل المصرفي على الطريق الصحيح، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2008.

- 63- جيف غوتليب، غريغوريو إيمبافيدو، آنا إيفانوففا: فرض ضرائب على التمويل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2012.
- 64- هيروكو أورا، ليليانا شوماخر: بنوك تحت الضغط، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 50، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2013.
- 65- وشاح رزاق: الأزمة المالية الحالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009.
- 66- يوسف التوم شهاب الدين، مصطفى أحمد محمد منصور: أثر جودة الضمانات في أساليب إدارة التعثر المصرفي دراسة تطبيقية على الجهاز المصرفي السوداني، مجلة العلوم الإنسانية والاقتصادية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، العدد 1، جويلية 2012.
- 67- يوسف بوخلخال: أثر تطبيق نظام التقييم المصرفي الأمريكي (Camels) على فعالية نظام الرقابة على البنوك التجارية -دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية-، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة ورقلة، 2012.
- 68- يزن عطيات: تحول الصيرفة التقليدية المصرفية الإسلامية، الحكم الشرعي للتحويل، وأهم المسائل الفقهية الناشئة عنه، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 2، جوان 2011.
- 69- كاميليا مينيويو: الوقوع في الشبكة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2012.
- 70- كينيت كانغ وچاك مينيان: آسيا تتعرض لاختبار الاضطرابات المالية العالمية، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2008.
- 71- كريستينا برينت، طارق الحق، نورا كمال: آثار الأزمة المالية والاقتصادية على البلدان العربية، أفكار بشأن استجابة سياسات الاستخدام والحماية الاجتماعية، منظمة العمل الدولية، بيروت، 2009.
- 72- كريستين لاغارد: مخاطر التجزأ، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2012.
- 73- كيفين يورتسهوي أورورك: إلى أين يتجه اليورو؟، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2014.
- 74- لويس جاكوميه، إرلندنير: حماية الكل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2012.
- 75- لورا كودريس، أديتيا نارين: إصلاح عيوب النظام، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2012.
- 76- لورا كودرس: ثقة وأكثر من ذلك، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2008.
- 77- مارتن شيهاك وسروبونا متيرا: أوروبا تفقد هالتها، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2009.

- 78- مارك ستون، كينجي فوجيتا، كوتارو إيشي: سلوك غير تقليدي، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 50، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2011.
- 79- مازن حمود: في مواجهة اقتصادية متصاعدة، مجلة إتحاد المصارف العربية، العدد 398، جانفي 2014.
- 80- مدحت القرشي: المصارف الإسلامية: ماله وما عليها، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 390، ماي 2013.
- 81- محمد جميل عزم: متطلبات بازل للرقابة الفاعلة على البنوك والتوافق معها في الأردن، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 3 و4، عمان، ديسمبر 2011.
- 82- محمد محمود العجلوني: الحاكمية الرشيدة والامتثال في البنوك الإسلامية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 21، العدد 3، سبتمبر 2013.
- 83- مخلف سليمان: نظام التقييم المصرفي CAMELS، مجلة المحاسب العربي، العدد 11، جويلية 2012.
- 84- نيكولا فيرون: تحولات جذرية، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2014.
- 85- ناجي التوني: الأزمات المالية، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، 2004.
- 86- نيكولاس بلوم، أيهان كوزي، ماركو تيرونيس: قيود عدم اليقين، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 52، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2013.
- 87- نيكولاس ايزاجويري، بنديكت كليمنتس، وجورج كاناليس كرلينكو: أمريكا اللاتينية، متى يصبح استخدام الحافز الاقتصادي؟ مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2009.
- 88- نجار حياة: اتفاقية بازل III وآثارها المحتملة على النظام المصرفي الجزائري، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 13، 2013.
- 89- سيد ريجان زامل: يوم الفصل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2010.
- 90- سيد ريجان زامل: أكبر مما يمكن تجاهله، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2009.
- 91- سايمون جونسون: المكافآت و "دورة الدمار"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2010.
- 92- ستيفن كابلان: هل ينبغي أن يحصل المسؤولون المصرفيون على مكافآتهم؟، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2010.
- 93- ستين كلايسنز: تخفيض الديون، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 49، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2012.
- 94- سيلين آلارد: المزيد من أوروبا، وليس أقل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 48، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2011.
- 95- سمير الشيخ: أهم المشكلات التي تواجه البنوك الإسلامية، مجلة إتحاد المصارف العربية، العدد 398، جانفي 2014.

- 96- سراج الدين عثمان مصطفي: التمويل المصرفي وتطبيقاته وفق أسس مصرفية سليمة، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 393، أوت 2013.
- 97- سليمان ناصر، عبد الحميد بوشرمة: متطلبات تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2009-2010.
- 98- عدنان أحمد يوسف: "بازل 3" تعيد المصارف إلى المربع الأول، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 284، نوفمبر 2012.
- 99- عبد الحميد محمود البعلي: نحو مؤشر إسلامي للتعامل الآجل بديلا عن مؤشر الفائدة الربوية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 21، العدد 3، سبتمبر 2013.
- 100- عادل عبدالله الكيلاني: أهم المعوقات والتحديات التي تواجه عملية التحول من الصيرفة التقليدية إلى الصيرفة الإسلامية في ليبيا، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 395، أكتوبر 2013.
- 101- عادل عبد الله الكيلاني: المشاكل والمعوقات التي تواجه عمليات التحول من العمل المصرفي التقليدي إلى الصيرفة الإسلامية في ليبيا، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 394، سبتمبر 2013.
- 102- عبدالله سالم الطريفي: تجربة دولة الإمارات العربية المتحدة في تطوير التمويل الإسلامي وأسواق رأس المال، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 398، جانفي 2014.
- 103- صلاح الدين محمد أمين الإمام، صادق راشد الشمري: تفعيل أنظمة الرقابة المصرفية وتطويرها وفق المعايير الدولية نظام CRAFT نموذجاً، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 90، 2011، ص358.
- 104- ريكاردو دافيكو، برايان جون غولدسميث: الميزانيات العمومية المتضخمة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2012.
- 105- رضا مقدم: الطريق إلى التكامل في أوروبا، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 1، صندوق النقد الدولي، مارس 2014.
- 106- ريجان زاميل: الفلسفة التنظيمية، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2009.
- 107- راندال دود: رهونات العقارية الثانوية، محسات الأزمة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2007.
- 108- رفيق يونس المصري: الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009.
- 109- تومركابان، كاميليا مينوايو: القوة عند الإقراض، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 50، العدد 3، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2013.
- 110- خالد أمين عبدالله: نظام تصنيف البنوك المركزية للبنوك الخاضعة لرقابتها - المحلية والأجنبية -، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 3 و4، عمان، ديسمبر 2011.

التقارير والنشرات:

- 111- البنك الوطني المصري: القوائم المالية عن الفترة المالية المنتهية في 30 جوان 2013.
- 112- جين غوبات، ألكسندر شاييو، سايمون غراي، آندي جوبست، كازوهيرو ماساكي، هيروكو أورا، مارك ستون: مخاطر السيولة النظامية، تعزيز صلابة المؤسسات والأسواق أمامها، تقرير الاستقرار المالي العالمي، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2010.
- 113- جين غوبات، ثيودور بارنهيل جونيور، أندرياس جوبست، تورغوت كيسنباي، هيروكو أورا، تياغو سيفيرو، ليليانا شوماخر: كيف يمكن معالجة الشق النظامي في مخاطر السيولة، تقرير الاستقرار المالي العالمي، صندوق النقد الدولي، أبريل 2011.
- 114- كايبتال بنك الأردن: التقرير المالي 2011.
- 115- مجموعة QNB: تقرير الحوكمة السنوي 2013.
- 116- نشرة صندوق النقد الدولي: المديرون التنفيذيون يؤيدون جهود الإصلاح الشامل لنظام الحصص والأصوات في الصندوق، 28 مارس 2008.
- 117- نشرة صندوق النقد الدولي: الصندوق يجري إصلاحا شاملا لنظام الإقراض الحالي من أجل مساعدة بلدانه الأعضاء على تجاوز الأزمة، 24 مارس 2009.
- 118- نشرة صندوق النقد الدولي، انخفاض أسعار الفائدة لفترة مطولة يمكن أن يعيد المخاطر المالية إلى الارتفاع، 11 أبريل 2011.
- 119- نشرة صندوق النقد الدولي، صندوق النقد الدولي يبحث على إعادة النظر في كيفية إدارة المخاطر النظامية العالمية، 6 مارس 2009.
- 120- صندوق النقد الدولي: الحفاظ على التعافي، آفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 2009.
- 121- صندوق النقد الدولي: المجلس التنفيذي للصندوق يوافق على عملية إصلاح شاملة كبرى لنظام الحصص والحوكمة، بيان صحفي رقم 10/418، 5 نوفمبر 2010.
- 122- صندوق النقد الدولي: المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي يؤيد تخصيص حقوق السحب الخاصة بقيمة 250 مليار دولار لتعزيز السيولة العالمية، بيان صحفي رقم 09/264، 20 جويلية 2009.
- 123- صندوق النقد الدولي: آفاق الاقتصاد الإقليمي، الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان، أكتوبر 2009.
- 124- صندوق النقد الدولي: التعافي يكتسب قوة، لكنه يظل متفاوتا، آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2014.
- 125- صندوق النقد الدولي: بيان اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية المنبثقة عن مجلس محافظي صندوق النقد الدولي، بيان صحفي رقم 09/347، 4 أكتوبر 2009.
- 126- صندوق النقد الدولي: بيان اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية المنبثقة عن مجلس محافظي صندوق النقد الدولي في اجتماعها الثالث والعشرين، بيان صحفي رقم 11/138، 16 أبريل 2011.

- 127- صندوق النقد الدولي: بيان اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية المنبثقة عن مجلس محافظي صندوق النقد الدولي في اجتماعها الثاني والعشرين، بيان صحفي رقم 10/379، 9 أكتوبر 2010.
- 128- صندوق النقد الدولي: بيان السيدة كريستين لاغارد، مدير عام الصندوق، بشأن تعزيز رقابة الصندوق، بيان صحفي رقم 12/262، 18 جويلية 2012.
- 129- صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية الدولية، بيان 30 مارس 2009.
- 130- صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية، بيان 24 أبريل 2009.
- 131- صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية الدولية، بيان 3 أكتوبر 2009.
- 132- صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية الدولية، بيان 07 أكتوبر 2010.
- 133- صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية الدولية، بيان 22 سبتمبر 2011.
- 134- صندوق النقد الدولي: مجموعة الأربعة والعشرين الحكومية الدولية المعنية بالشؤون النقدية والتنمية الدولية، بيان 19 أبريل 2012.
- 135- صندوق النقد الدولي: مدير عام صندوق النقد الدولي ستراوس-كان يحدد رؤية جديدة للصندوق في عالم ما بعد الأزمة، بيان صحفي رقم 10/62، 26 فيفري 2010.
- 136- صندوق النقد الدولي: محافظو صندوق النقد الدولي يوافقون رسمياً على تخصيص حقوق سحب خاصة بقيمة 250 مليار دولار، بيان صحفي رقم 09/283، 13 أوت 2009.
- 137- صندوق النقد الدولي: مكافحة الأزمة العالمية، التقرير السنوي 2009.
- 138- صندوق النقد الدولي: صندوق النقد الدولي يعزز إجراءاته للمساعدة في حل أزمة الاقتصاد العالمي، بيان صحفي رقم 09/196، 4 جوان 2009.
- 139- صندوق النقد الدولي: صندوق النقد الدولي يعلن زيادة غير مسبوق في الدعم المالي للبلدان منخفضة الدخل، بيان صحفي رقم 09/268، 29 جويلية 2009.
- 140- صندوق النقد الدولي: صندوق النقد الدولي يعتمد إطاراً لإصدار السندات للقطاع الرسمي، بيان صحفي رقم 09/248، 1 جويلية 2009.
- 141- صندوق النقد الدولي: رقابة الصندوق، صحيفة وقائع، 30 مارس 2013.
- 142- صندوق النقد الدولي: تصنيف مجموعات البلدان والمناطق، أكتوبر 2009.
- 143- صندوق النقد الدولي: تقرير الاستقرار المالي العالمي، مستجدات الأسواق المالية، جوان 2011.

- 144- صندوق النقد الدولي: تقرير الاستقرار المالي العالمي، مستجدات الأسواق المالية، مستجدات الأسواق في جانفي 2012: في عمق منطقة الخطر، 24 جانفي 2012.
- 145- صندوق النقد الدولي: تقرير الاستقرار المالي العالمي، 17 أفريل 2013.
- 146- صندوق النقد العربي: النشرة الإحصائية للدول العربية 1999-2008، أبوظبي، 2010.
- 147- صندوق النقد العربي: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، العدد 29، 2009.
- 148- صندوق النقد العربي: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، العدد 30، 2010.
- 149- صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، العدد 29، أبوظبي، 2009.
- 150- صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، العدد 31، أبوظبي، 2011.
- 151- صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، العدد 33، أبوظبي، 2013.
- 152- صندوق النقد العربي: الترجمة العربية للمبادئ الأساسية للرقابة المصرفية الفعالة الصادرة عن لجنة بازل للرقابة المصرفية سبتمبر 2012، اللجنة العربية للرقابة المصرفية، 2014.
- 153- قسم الاستشارات والبحوث: سوق الكويت للأوراق المالية: التقرير السنوي 2010، الكويت.
- 154- قسم الاستشارات والبحوث: سوق الكويت للأوراق المالية: التقرير السنوي 2009، الكويت.
- 155- تقرير المدير العام لمكتب العمل العربي: الأزمة الاقتصادية العالمية وأثرها على أسواق العمل العربية، مؤتمر العمل العربي، الدورة السادسة والثلاثون، عمان، 5-12 أفريل 2009.

الملتقيات:

- 156- أحمد طلفاح: أحمد طلفاح: الأزمات المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005.
- 157- بريس عبد القادر، غراية زهير: مقررات بازل (3) ودورها في تطبيق مبادئ الحوكمة وتعزيز الاستقرار المالي والمصرفي العالمي، ورقة مقدمة في المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلبي بالشلف، الجزائر، المنعقد يومي 19-20 نوفمبر 2013.
- 158- جميلة الجوزي: أسباب الأزمة المالية وجذورها، ورقة مقدمة في ندوة " الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009.
- 159- محمد أحمد زيدان: فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، ورقة مقدمة في ندوة الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009.

- 160- محمد بن بوزيان، بن حدو فؤاد، عبد الحق بن عمر: البنوك الإسلامية والنظم والمعايير الاحترازية الجديدة: واقع وآفاق تطبيق لمقررات بازل 3، ورقة مقدمة في المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي، النمو المستدام والتنمية الإسلامية الشاملة من منظور إسلامي، المنعقد أيام 19-21 ديسمبر 2011، الدوحة.
- 161- عبد المجيد قدي: الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، ورقة مقدمة في ندوة "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009.
- 162- فريد كورتل: الأزمة المالية وأثرها على الاقتصاديات العربية، ورقة مقدمة في ندوة "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009.

الرسائل والمذكرات:

- 163- أوكيل نسيمية: الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007/2008.
- 164- بن ثابت علال: الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، جامعة الجزائر، 2002 - 2003.
- 165- روابح عبد الباقي: المديونية الخارجية والإصلاحات الاقتصادية في الجزائر "دراسة تحليلية مقارنة"، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العقيد الحاج لخضر، باتنة، 2005-2006.

ثانيا: باللغة الأجنبية:

Ouvrages :

- 166- Agnès Chevallier: L'économie mondiale 2009, La Découverte, Paris, 2008.
- 167- André Cartapanis : Les marchés financiers internationaux, La Découverte, Paris, 2008.
- 168- André Locussol: Comprendre la crise et l'actualité économique : 2000 définitions sous forme de mini-cours, Éditions Le Manuscrit, France, 2010.
- 169- Artus Patrick: La crise des subprimes, La Documentation Française, Paris, 2008.
- 170- Bruno Colmant, Chantal Samson : 2008 L'année du krach, De Boeck & Larcier, Bruxelles, 2009.
- 171- Jean-Marie Le Page: Crises financières internationales et risque systémique, De Boeck, Paris, 2003.
- 172- Jean-Pierre Allegret, Pascal Le Merrer: Économie de la mondialisation: opportunités et fractures, De Boeck, Belgique, 2007.
- 173- Klein Laure: La crise des subprime, origines de l'excès de risque et mécanismes de propagation, Revue Banque, Paris, 2008.
- 174- Marie-Paule Virard : La finance mène t- elle le monde, Larousse, Paris, 2008.

175- Michel Bialès, Rémi Leurion, Jean-Louis Rivaud: l'Essentiel sur l'économie, Berti Editions, Alger, 2007.

176- Michel Aglietta : Crise bancaire, l'échec de la déréglementation financière, l'Etat du Monde, Paris, 2009.

177- Michel Aglietta, Sandra Rigot: Crise et rénovation de la finance, Odile Jacobe, Paris, 2009.

178- Michel-Henry Bouchet : La globalisation, introduction à l'économie du nouveau monde, Pearson Education, Paris, 2005.

179- Olivier Barthalon, Lonut Bibac, Cécile Ernst: L'euro dix ans après, un premier bilan à l'heure de la crise financière, L'Harmattan, Paris, 2009.

180- Paul Krugman, Maurice Obsteld: Economie internationale, Pearson Education France, Paris, 2006.

181- Paul Krugman: Pourquoi les crises reviennent toujours, Editions du Seuil, Paris, 2000.

182- Xavie Ragot: Les banques centrales dans la tempête, pour un nouveau mandat de stabilité financière, Edition Rue d'Ulm, 2012, Paris.

Revues:

183- Abdellah Ali Toudert: Cycles et crises économiques, la Revue des Sciences Commerciales, n° 01, Institut National de Commerce, 2002.

184- Benoit Ccoeuere: Vivre avec les fonds souverains, Revue d'Economie Financière, hors-série, 2008.

185- Bensaïd B, Jeanne O: The instability of fixed exchange rate systems when raising interest rates is costly, European Economic Review, n° 41, 1997.

186- Chang R, Velasco A: A model of financial crises in emerging markets, The Quarterly Journal of Economics, vol 116, n°2, 2001.

187- Christian Chavagneux: Quatre pistes pour éviter la prochaine crise financière, revue d'économie financière, hors série, 2008.

188- Christian Chavagneux: La crise financière et ses conséquences, Alternatives Economiques, hors-série, n°78, 01/09/2008.

189- Corentin de Salle: Le capitalisme de connivence, Echos, n° 77, 2^{ème} trimestre 2012.

190- Corsetti G, Pesenti P, Roubini N: Paper tigers? A model of the Asian crisis, NBER, Working Paper, n°6783, November 1998.

191- Danièle Nouy: Bâle II face à la crise : quelles réformes ?, Revue d'Economie Financière, hors série, 2008.

192- Danièle Nouy: Système bancaire et risque private equity/lbo, Revue d'Economie Financière, n°93, 2008.

- 193- Diamond D, Dybvig P: Bank runs, deposit insurance and liquidity, *Journal of Political Economy*, vol 91, n°3, 1983.
- 194- Dooley M: A model of crises in emerging markets, NBER Working Paper, n° 6300, 1997.
- 195- E. Barthalon: Crises financières : un panorama des explications, *Revue Problèmes Economiques*, n° 2595, 16 décembre 1998.
- 196- Entela Myftari, sergio Rossi: Prix des actifs et politique monétaire : enjeux et perspectives après la crise financière de 2007-2009, *Revue d'Analyse Economique*, vol 86, n° 3, septembre 2010.
- 197- Erkki Liikanen: Quelles leçons avons-nous apprises de la crise financière?, *Revue d'Economie Financière*, n°112, 04/2013.
- 198- Flood R, Garber P.M: Collapsing exchange rate regimes: Some linear examples, *Journal of International Economics*, vol 17, n°1-2, august 1984.
- 199- Flood R, Marion N: Perspectives on the recent currency crisis literature, NBER, Working Paper, n° 6380, january 1998.
- 200- Gerald Brauberger: La crise financière expliquée par hyman minsky, *Revue Problèmes Economiques*, n° 2935, 21 novembre 2007.
- 201- Isabelle Augé et Nathalie Boutonnet: Crise financière la remise en cause des notations, *Revue Banque*, n° 702, mai 2008.
- 202- Jeanne O: Are currency crises self-fulfilling? A test, *Journal of International Economics*, vol 43, 1997.
- 203- Jeanne O: Les modèles de crise de change : un essai de synthèse avec la crise du franc de 1992-1993, *Economie et Prévision*, n° 123-124, 1996.
- 204- Jean-Michel Sahut, Mehdi Mili: Quelques mythes et réalités sur la crise des subprimes, *Revue Gestion* 2000, novembre - décembre 2009.
- 205- Jean-Paul Pollin: La nouvelle régulation bancaire microprudentielle : principes, incidences et limites, *revue d'économie financière*, n°103, 3/2011.
- 206- Jobst Andreas : Qu'est-ce que la titrisation? *Revue finance et développement*, vol45, n°3, FMI, septembre 2008.
- 207- Kaminsky G.L, Reinhart C.M: The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems, *The American Economic Review*, vol 89, n°3, juin 1999.
- 208- Kevin Dowd: La vérité sur le sauvetage de L.T.C.M., un an après..., Ce qui se serait passé si la FED n'était pas intervenue..., *Euro 92 Analyses*, n°10, 15 octobre 1999.
- 209- Laurence Scialom: Stratégies et instruments d'une régulation macro prudentielle, *Revue d'Economie Financière*, n°103, 3/2011.
- 210- Liesenborghs Alexandre: Mise en perspective théorique des concepts de « relance » et de « rigueur », *Le Réseau Financement Alternatif, Fédération Wallonie*, Bruxelles, novembre 2011.

- 211- Lili Zhu, Jiawen Yang: The Role of Psychic Distance in Contagion: A Gravity Model for Contagious Financial Crises, *Journal of Behavioral Finance*, n° 9, 2008.
- 212- Louis Martin: Au cœur de la crise, les salaires des dirigeants des banques, le *Trait-d'Union*, n°101, France, novembre 2009.
- 213- Maurice Obstfeld: Logic of currency crises, NBER Working Paper Series, n°4640, National Bureau of Economic Research, Cambridge, February 1994.
- 214- Maurice Obstfeld: Models of currency crises with self fulfilling features, *European Economic Review*, vol 40, 1996.
- 215- Meriem Haouat Asli : Risque opérationnel bancaire: le point sur la réglementation prudentielle, *Revue Management et Avenir*, n°48, octobre 2011.
- 216- Monique Bourven, Yves Zehr: La crise bancaire et la régulation financière, *Rapports du Conseil Economique, Social et Environnemental*, France, 2009.
- 217- Olivier Moreau: Comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ? *Economie Term Es Spé*, 6 septembre 2014.
- 218- Ozkan G, Sutherland A, A currency crisis model with an optimizing policymaker, *Journal of International Economics*, vol 44, 1998.
- 219- Paul Krugman: A Model of Balance-of-Payments Crisis: *Journal of Money & Banking*, vol 11, n°3, 1979.
- 220- Paul Krugman: What happened to Asia, Mimeo, MIT, january 1998.
- 221- Paul Melaschenko, Noel Reynolds: Un modèle pour recapitaliser les banques trop grandes pour faire faillite, *Rapport Trimestriel BRI*, juin 2013.
- 222- Radelet S, Sachs J: The onset of the East Asian financial crisis, NBER Working Paper, n°6680, 1998.
- 223- Radelet S, Sachs J: What have we learned, so far, from the Asian financial crisis? *Consulting Assistance on Economic Reform II, CAER II, Discussion Paper*, n°37, march 1999.
- 224- Robert Leblanc: Rémunérations et crise bancaire ?, *Revue d'Economie Financière*, hors série, 2008.
- 225- Roland Perez: Analyse de la crise financière ou crise de l'analyse financière ?, *Revue Management et Avenir*, n°35, mai 2010.
- 226- Sebastian C, Moenninghoff, Axel Wieandt: Too big to fail ?! leçons de la crise financière, *Revue d'Economie Financière*, n°101, 1/2011.
- 227- Sona Benecka: International Reserves and the Financial Crisis: Monetary Policy Matters, *Economic Studies & Analyses / Acta VSFS*, vol 6, 1/2012.

228- Srđan Marinković: Mechanics and causes of twin crises: the case of recent currency –banking disturbances in Serbia, Conference Proceedings: 2009 International Conference Enterprise in Transition: Challenges of Europe: Financial Crisis and Climate Change.

229- Young-Han Kim: International policy coordination for financial market stability in the Asian economies, Applied Economics, n°35, 2003.

230- Yue Ma: External Shocks, Balance Sheet Contagion, and Speculative Attack on the Pegged Exchange Rate System, Review of Development Economics, vol 13, n°1, 2009.

Rapports:

231- Banque Centrale Européenne: Bulletin mensuel, octobre 2013, Allemagne, 2013.

232- Banque de France: Principaux indicateurs économiques et financiers, taux de change de l'euro contre devises, 11 février 2010.

233- Banque de France: Principaux indicateurs économiques et financiers, taux de change de l'euro contre devises, 27 novembre 2014.

234- Banque des Règlements Internationaux: Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires, Bâle, décembre 2010.

235- Bank for International Settlements: Results of the Basel III monitoring exercise as of 30 June 2012, Basel, march 2013.

236- Basel Committee on Banking Supervision, enhancing corporate governance for banking organization, february 2006.

237- Ministère des Finances, Direction Générale des Douanes, centre national de l'information et des statistiques, statistiques du commerce extérieur de l'Algérie, 2008.

238- Ministère des Finances, Direction Générale des Douanes, centre national de l'information et des statistiques du commerce extérieur de l'Algérie, 2013.

239- OCDE: Surmonter la crise financière, Études économiques de l'OCDE : États-Unis, 2008.

240- World Investment Report 2003, FDI policies for development, national and international perspectives, United Nations, New York and Geneva, 2003.

241- World Investment Report 2006, FDI from developing and transition economies, implications for development, United Nations, New York and Geneva, 2006.

242- World Investment Report 2009, transnational corporations, agricultural production and development, United Nations conference on trade and development, New York and Geneva, 2009.

243- World Investment Report 2014, FDI from developing and transition economies, implications for development, United Nations, New York and Geneva, 2014.

Documents de travail et journaux :

244- Abderrahmane Mebtoul: Hausse des cours du pétrole et de l'euro : quel impact sur l'économie Algérienne ? Le Quotidien d'Oran, 04 mars 2008.

245- Abderrahmane Mebtoul: La crise financière internationale et ses répercussions sur l'économie Algérienne, conférence débats, université d'Oran, 04/11/2008.

246- Abderrahmane Mebtoul: Lettre ouverte à Monsieur le Ministre des Finances. Non, Monsieur le Ministre, la crise mondiale est structurelle et non conjoncturelle et ira au-delà de 2012/2013, le Quotidien d'Oran, n°4299, 1^{er} février 2009.

247- Abderrahmane Mebtoul: Sonatrach 2009/2013 face à la crise financière mondiale, le Quotidien d'Oran, 27 janvier 2009.

248- Hocine Bénissad: La crise financière et économique : une chronologie simplifiée, El Watan, 11 décembre 2008.

249- Mourad Benachenhou : Le bateau algérien vogue sur l'océan de l'économie mondiale, le Quotidien d'Oran, 28 septembre 2008.

Internet :

250- Abderrahmane Mebtoul : La problématique de la dévaluation du dinar algérien, Algérie focus, disponible sur internet, 19-02-2014, <http://www.algerie-focus.com/2009/01/09/point-de-vue-la-problematique-de-la-devaluation-du-dinar-algerien/>

251- Ministère du Commerce, Agence Nationale de Promotion du Commerce Extérieur, Algex, www.algex.dz

252- Zeineb Zouari, Samir Hammami: Crises financières et contagion: cas de subprime, Mémoire Spécialité Maîtrise en Actuariat et Finance, Institut des Hautes Etudes Commerciales de Sousse, 2007, disponible sur internet, 27-10-2014.

http://www.memoireonline.com/07/08/1344/m_crises-financieres-et-contagion-cas-des-subprime0.html

ملخص:

إن الأزمات المالية هي من ميزات النظام الاقتصادي الرأسمالي، التي يصعب التنبؤ بها ولا يمكن التخلص منها، فقد أصبحت ظاهرة مثيرة للقلق، وهذا راجع إلى آثارها السلبية التي تهدد الاستقرار الاقتصادي للدول المعنية، إضافة إلى انتقال عدواها لتشمل دولاً أخرى بفعل العولمة المالية. وواجه الاقتصاد العالمي أحد أعنف الأزمات المالية التي عرفها التاريخ، والتي بدأت بوادرها في صيف 2007 واشتدت منذ سبتمبر 2008. فمعرفة أسبابها، وتتبع الأزمات الماضية من شأنه أن يضيء جانباً مهماً في محاولة القضاء عليها أو على الأقل التخفيف منها. وإزاء هذا الوضع برزت الدعوة والحاجة إلى إعادة النظر في قواعد النظام المالي العالمي.

كلمات مفتاحية: النظام المالي والنقدي الدولي، أزمة مالية، هجمات مضاربة، عدوى.

Résumé:

Les crises financières sont l'une des caractéristiques du système économique capitaliste. Elles sont difficiles à prévoir et ne peuvent être éliminées, ce qui est devenu un sujet préoccupant du fait de leurs effets négatifs qui menacent la stabilité économique des pays concernés, en plus de la transmission contagieuse qui engendre d'autres pays suite à la mondialisation financière. L'économie mondiale fait face à l'une des plus graves crises financières qu'a connue l'histoire et dont les prémices sont apparues l'été 2007 et s'est intensifiée depuis septembre 2008. Connaître les causes de la crise financière mondiale et suivre celles du passé serait un aspect important dans la tentative de l'éliminer ou du moins diminuer ses conséquences. Suite à cette situation, un plaidoyer est apparu sur la nécessité de revoir les règles du système financier mondial.

Mots-clés: système financier et monétaire international, crise financière, attaques spéculatives, contagion.

Abstract:

Financial crisis are a feature of the capitalist economic system. They are difficult to predict and cannot be eliminated. They have become a concern because of their negative effects that threaten the economic stability of countries. Moreover, their contagious transmission gives rise to other countries as a result of financial globalization. The world economy is facing one of the most serious financial crisis ever seen in history, whose early beginnings appeared in the summer 2007 and have intensified since september 2008. Understanding the causes of the global financial crisis and following the former crisis would give an important aspect in the attempt to eliminate or at least reduce its impact. Because of this situation a plea has appeared on the need to revise the rules of the global financial system.

Keywords: international monetary and financial system, financial crisis, speculative attacks, contagion.