

الفصل الثاني: تحليل لأهم أنواع الأزمات المالية مع عرض تجارب بعض الدول

I . تحليل أزمة سعر الصرف

أولاً: تعريفها وتطورها التاريخي

تعرف أزمة سعر الصرف على أنها تلك التغيرات السريعة في أسعار الصرف والتي تؤثر على قدرة العملة في أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، وتدعى هذه الأزمة بأزمة ميزان المدفوعات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانحيار سعر تلك العملة.

كما يعرفها الباحث والخبير الاقتصادي أحمد الطلفاح أحد أعضاء وباحثي المعهد العربي للتخطيط بما يلي: "يقال أن هناك أزمة سعر الصرف في حالة حصول انخفاض كبير في قيمة الصرف و/ أو إجبار السلطات النقدية للتدخل من خلال بيع العملات الأجنبية لحماية سعر الصرف؛ أو من خلال رفع كبير في سعر الفائدة".

وتحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة عندما تؤدي إحدى هجوميات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها، أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطاته أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة، ويقال أن هناك أزمة عملة (تسمى أيضا بأزمة ميزان المدفوعات) عندما:

✓ يحدث ارتفاع كبير في سعر الصرف الأجنبي (انخفاض كبير في قيمة العملة المحلية مقومة بعملة أجنبية) أو إجبار

السلطة النقدية على التدخل من خلال بيع العملات الأجنبية لحماية لسعر صرفها؛

✓ رفع كبير في سعر الفائدة المحلية؛

✓ عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن

للقيمة؛ اتخاذ السلطات النقدية قرار بتخفيض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي

لانحيار سعر تلك العملة؛ وهي تشبه ما حدث في تايلندا وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا

1997؛

✓ قيام الدولة بتخفيض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدوا تطويعا من السلطة النقدية إلا أنه في أغلب الحالات يكون

ضروريا تتخذ في حالة وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي، أو تزيد في التدفقات الخارجية لبعض الأزمات لها

أثر محدود على القطاع غير المالي أما البعض الآخر فيلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث

الانكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد.

وتجدر الإشارة إلى أنه منذ القرن التاسع عشر تميز المحيط الاقتصادي بتعاقب مستمر لفترات من الأزمات المالية جعلت دول العالم

تبحث لإيجاد نظام قادر على النهوض بالاقتصاديات الوطنية ومن ثم الاقتصاد الدولي ككل، إلا أن كل فترة تم فيها تبني نظام

سعر صرف جديد لم يكن ليحقق الأهداف المرجوة منه، الأمر الذي أدى إلى تعدد أنظمة سعر الصرف وهنا تكمن مشكلة

اختيار هذا النظام أو ذلك، فبعد انحيار نظام بريتن وودز اتجهت العديد من الدول النامية إلى تبني أنظمة سعر صرف أكثر مرونة،

ومع مرور الوقت تعرضت اقتصاديات هذه الدول إلى أزمات مالية حادة أدت إلى تغير الأنظمة المتبعة لعدم قابلية الاستمرار

عليها، ومنذ ذلك الحين والبحث عن نظام سعر صرف مناسب هو محور الجدل الاقتصادي خصوصا لاقتصاديات الدول النامية

التي تبني إستراتيجيات نمو يقودها قطاع التصدير للسلع الأولية، وفي هذا الإطار أبرزت الكثير من المظاهر ومن بينها ظاهرة تقلب أسعار الصرف والتي تولدت عن ظاهرة النقود في تطورها عبر المخطات التاريخية الأخيرة - بعد التعويم - وهو ما يبرر حداثة الجهود التي حاولت التطرق وتفسير هذه الظاهرة، فمن حيث التطبيق فقد قامت الدول الصناعية في البداية بإرساء تنظيماتها النقدية وفق ترتيبات قاعدة الذهب التي عرفت تطبيقاتها بشكل واسع خلال القرن التاسع عشر حتى حلول الكساد الكبير، وفي إطار هذا التنظيم، كانت تتسم أسعار الصرف بين مختلف العملات بالثبات طالما أن هذا المعدن النفيس كان يمثل قاسما مشتركا يضمن تحديد سعر مبادلة كل عملة مع عملة أخرى وتكون حركة سعر الصرف مهمة وضيئة في حدود ما عرف بنقاط الذهب، ثم شهدت مرحلة ما قبل الحرب العالمية الثانية اضطرابات نقدية وعدم استقرار أسعار الصرف وظهور المناطق النقدية، بعد ذلك خضعت ظاهرة الصرف لتنظيمات بروتن وودز 1944 والتي كانت تركز على الدولار الأمريكي القابل للإبدال بالذهب، وقد استمر العمل بها إلى غاية 1971 حيث حققت استقرارا نسبيا وثباتا نسبيا سارت وفقه التجارة العالمية إلى التزايد المضطرد، ولكن نتائجها الإيجابية كانت لصالح الدول الصناعية، وعقب انهيار نظام بروتن وودز لثبات أسعار الصرف قامت مختلف دول العالم بشكل جماعي أو فردي بتبني إجراءات تعويم عملتها، وقد ظهر التعويم بأشكال متباينة بتباين مدى تدخل كل دولة في توجيه سياستها الاقتصادية والنقدية، ومع تعويم العملات دخل المحيط النقدي العالمي في حالة عدم اليقين حيث أصبحت أسعار الصرف بين اللحظة والأخرى تتقلب وإلى درجة أنه تعذر تحديد اتجاهاتها، وهذه التقلبات التي تطرأ على أسعار الصرف تثير مخاطر وخسائر للمتعاملين، فهي تحدث آثارا غير مرغوبة على نتائج وحسابات المتعاملين على المستوى الخارجي من أفراد ومؤسسات ودول وهو الشيء الذي فرض على هؤلاء المتابعة المستمرة لتطورات الصرف وسلوك الأساليب الممكنة والمتاحة لتلافي وتغطية المخاطر المترتبة ووضع التدابير الملائمة التي من شأنها تقليص هذه الآثار، وبعد المناقشات المستفيضة التي أجراها المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في جانفي 1998، والمتعلقة باستراتيجيات الخروج من نظم أسعار الصرف الثابتة نسبيا إلى نظم أكثر مرونة، أقر المديرون بأن اختيار نظام سعر الصرف الملائم يمثل قضية معقدة ترتبط بالظروف الخاصة بكل بلد، ولا يمكن إغفال أن هذا المتغير ينتمي إلى محيط نقدي دولي يتسم بعدم الاستقرار بحيث تتقلب أسعار الصرف باستمرار وبالتالي يطرح العديد من الانشغالات حول مدى فعالية هذه الآلية بالنسبة للدول النامية والتي في الغالب تعتبر عملتها ضعيفة.

وتشير الأدبيات المتعلقة بنظم سعر الصرف على أن هناك تأثير لأسعار الصرف على النمو الاقتصادي، ويكون ذلك التأثير إما مباشرة من تأثير سعر الصرف بالصددمات أو غير مباشرة بتأثير سعر الصرف على كل من الاستثمار، التجارة وتطور القطاع المالي، وتشير النظرية الاقتصادية أن فعالية الدول للتعامل مع الصدمات التجارية يعتمد بالدرجة الأولى على نظام الصرف المعتمد في تلك الدول الذي بدوره ينعكس على النمو الاقتصادي للبلد، ويبقى للأزمات المالية دورا هاما في التأثير على تقلبات أسعار الصرف ويعتمد هذا التأثير على اقتصاديات الدول وعلى نظام سعر الصرف المتبع، حيث كلما زادت درجة المرونة المتبعة في سياسة سعر الصرف، اتسعت المرونة المتاحة لاستيعاب الأزمة المالية والعكس صحيح وتمكن المرونة من استخدام السياسة النقدية بكفاءة أفضل للحد من الآثار التضخمية المرتبطة بارتفاع قيمة العملة المرجعية وتقلل من ضغوط المضاربات على أسعار العملات، وتحافظ على احتياط النقد.

وعلى الرغم من أن عملية الصرف تبدو ببساطة بأنها مجرد عملية مبادلة عملة بعملة، إلا أن الأمر يتطلب الكثير من الإجراءات والأطر التنظيمية، فأسعار الصرف تتقلب باستمرار وبالتالي تطرح العديد من الانشغالات حول مدى فعالية هذه الآلية بالنسبة للدول النامية والتي تعتبر في الغالب عملة ضعيفة.

ثانياً: أسباب نشوب أزمة سعر الصرف

هناك مجموعة من العوامل والأسباب التي ساعدت على نشوب أزمة سعر الصرف وهي:

- انخفاض في القيمة الإسمية للعملة؛
- ارتفاع العجز في ميزان المدفوعات وهذا راجع للعجز في الميزان التجاري؛
- الزيادة الكبيرة في منح الائتمان المحلي والزيادة في النفقات العامة؛
- الإضطرابات السياسية وحوادث الشعب؛
- خروج رؤوس الأموال بأحجام كبيرة (الأموال الساخنة)؛
- الإنخفاض الشديد في سعر الصرف نتيجة لعمليات المضاربة على سعر الصرف؛
- ارتفاع معدل التضخم؛
- انخفاض الاستثمار الأجنبي؛
- ارتفاع أسعار الفائدة العالمية.

ثالثاً: المدارس المفسرة لأسباب نشوب أزمة سعر الصرف

هناك ثلاث نماذج أو مدارس تفسر أسباب نشوب أزمة سعر الصرف وهي:

1. نماذج الجيل الأول: تعود أبوة الجيل الأول من النماذج المفسرة لأزمات الصرف إلى الاقتصادي الأمريكي "بول كروجمان" في عام 1979، حيث جاء هذا الجيل من النماذج مفسراً لأزمة نظم الصرف المقترحة بأزمة المديونية الخارجية للبلدان النامية؛ بصفة عامة تهم هذه النماذج بالأوضاع الاقتصادية التي تؤدي فيها هجمات المضاربين إلى حصول انخفاض كبير في حالة كون سعر الصرف مرناً أو إلى تخفيض معتبر كذلك في حالة ثبات سعر الصرف؛ بطبيعة الحال فإن هذه النماذج ترجع أسباب أزمات أنظمة الصرف إلى:

- ✓ تراجع حجم احتياطات الصرف لتبلغ مستويات حرجة تجعلها غير كافية للوفاء بالالتزامات إزاء العالم الخارجي؛
- ✓ تدهور الأساسيات الماكرو اقتصادية؛ مثل عرض النقود والطلب عليها؛ عجز الميزانية العمومية؛ عجز حساب العمليات الجارية وغيرها.

إن السياسات الاقتصادية النقدية منها والمالية المنتهجة من قبل العديد من البلدان كانت هي السبب في سوء الأساسيات الماكرو اقتصادية وتدهورها وتراجع احتياطي البلد من العملات الصعبة؛ الأمران المؤديان إلى حصول أزمات صرف في العديد من البلدان النامية المدينة خلال الثمانينات وبداية التسعينات من القرن العشرين.

2. نماذج الجيل الثاني: بينت أزمة نظام النقد الأوروبي في عامي 1992-1993 وأزمات أخرى مثل أزمة اليورو المكسيكي في عام 1994، بأن أزمات الصرف ليست دائماً مرتبطة بالمستويات الحرجة لاحتياطي الصرف وتدهور أساسيات ماكرو

اقتصادية؛ أي أنه لا وجود لأسباب محددة تؤدي إلى نتيجة معروفة دائما وهي الأزمة؛ بل فإن سيناريو الأزمة يتعلق بما تقوم به السلطة من جهة وأداء السوق من جهة ثانية؛ وتعود أبوة هذا الجيل الثاني من النماذج المفسرة لأزمات الصرف إلى الاقتصادي "أوبستفيلد"؛ هذا الجيل الثاني يولي دورا رئيسيا لتوقعات المتعاملين الاقتصاديين في تفسير أزمات الصرف على خلاف الجيل الأول فإن هذه النماذج لا تفترض عدم وجود اختلال على مستوى الأساسيات الماكرو اقتصادية؛ إذ يكفي أن تكون توقعات المتعاملين الاقتصاديين تقضي بإجبار الحكومة على تغيير سياسيتها الاقتصادية والقيام بتخفيض في قيمة العملة الوطنية مستقبلا؛ فإذا كانت القيمة المتعادلة للعملة الوطنية محددة بأكثر من قيمتها الواقعية فإنها ستفرض على السلطة النقدية الوطنية رفع مستوى معدلات الفائدة الرئيسية حتى تتمكن من تعريض أصحاب الودائع بالعملة الوطنية أو الأصول المالية المحررة بها عن خسائر الصرف المتوقعة؛ غير أن ارتفاع معدلات الفائدة من شأنه أن يؤثر سلبا على مستويات البطالة أي أن له كلفة اجتماعية، وهو ما يجعل المضاربين مقتنعين بأن هذا الوضع لا يمكن أن يستمر، في الوقت المناسب يقوم هؤلاء بشن هجوم مضاري على قيمة العملة الوطنية من أجل تخفيضها ومن الواضح أن ظروف تحقق توقعاتهم متوفرة.

3. نماذج الجيل الثالث: أصل الجيل الثالث من النماذج المفسرة لأزمات نظم الصرف هو أزمات صرف تهيمن عليها أزمة بنكية؛ كحالة أزمة جنوب شرق آسيا في عام 1997؛ بالإضافة إلى كون نماذج الجيل الثالث لا تقتصر على السياسات النقدية والمالية وأساسيات ماركرو اقتصادية محددة؛ بل تأخذ بعين الاعتبار أساسيات أخرى لا تهتم بها نماذج الجيلين الأول والثاني ومن بينهما معدلات البطالة وسمعة صناع القرار في البلد فإن من بين ما تتميز به هذه الأزمات:

✓ عدم تناظر المعلومات المتعلقة بالجهاز البنكي؛

✓ هشاشة النظام البنكي؛ بحيث يصبح يعاني من الديون المتعثرة ونقص السيولة أحيانا وعدم التلاؤم ما بين الأصول والخصوم من حيث عامل الزمن.

رابعا: أهم ازمات سعر الصرف التي عرفها العالم

هناك مجموعة من دول العالم عرفت أزمات سعر الصرف منها:

1. أزمة المكسيك 1994: لقد ظهر السوق المالي المكسيكي في الحقبة الزمنية التي سبقت الأزمة كفرصة استثمارية مثالية للأجانب نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة؛ والذي نجم عن الإصلاحات الاقتصادية الشاملة بالبلد؛ تمثلت أهم هذه الإصلاحات في خصخصة المؤسسات ورفع القيود على التجارة الخارجية؛ إضافة إلى إصلاحات أخرى في السياسة المالية؛ فقد أدت سياسات الإصلاح الاقتصادي التي طبقت خلال الفترة 1988-1993 إلى انخفاض كبير في معدل التضخم وتحسين ملحوظ في الموازنة العامة وميزان المدفوعات وقد ساهمت سياسة سعر الصرف المتبعة في تلك الفترة بدرجة كبيرة في تخفيض معدل التضخم؛ فبعد أن تم تثبيت سعر صرف البيسو مقابل الدولار بين ديسمبر 1987 وجانفي 1989 تغير تدريجيا نظام سعر الصرف إلى نظام تميز بتحريك البيسو في نطاق محدد من 1% في نوفمبر 1991 إلى 9% في أواخر 1993.

لكن انخفاض القيمة الاسمية للعملة لم يكن كافيا لمنع ارتفاع قيمة البيسو الحقيقية التي ارتفعت بحوالي 35% بين جانفي 1990 وديسمبر 1993 كنتيجة للتحسن الاقتصادي وفي نفس الوقت ارتفع العجز في ميزان المدفوعات وكان مصدره الرئيسي العجز في ميزان التجاري؛ من حوالي 3.2% من الناتج المحلي الإجمالي في 1990 إلى 6.6% في 1993؛ ورغم هذا العجز الخارجي

المتنامي في الميزان التجاري إلا أن الزيادة في التدفقات الرأسمالية إلى المكسيك أدت إلى ارتفاع كبير في احتياطي النقد الأجنبي الذي وصل إلى 25.4 مليار دولار مع نهاية 1993.

ولقد لجأت السلطات النقدية المكسيكية إلى سياسة تعقيم التدفقات الرأسمالية وذلك بإصدار وبيع أذون خزانة قصيرة المدى بالبيسو ذات أسعار فائدة مرتفعة لتشجيع المستثمرين في الداخل والخارج على تحويل عملاتهم الأجنبية إلى البيسو والاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة في البنوك الآسيوية؛ وكان هذا الإجراء خاصة الدولار الأمريكي.

استمرت التدفقات الرأسمالية خلال الربع الأول من عام 1994 خصوصاً بعد أن وافق الكونغرس الأمريكي في نوفمبر 1993 على اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (النافتا) ونتيجة لذلك تقلص الفرق بين أسعار الفائدة على أذون الخزانة المكسيكية وأسعار الفائدة على شهادات الإيداع الأمريكية؛ وصاحب ذلك توسع في منح الائتمان من قبل القطاع المالي بشكل كبير بين مارس و يونيو 1994؛ من 15.7 إلى 22.5 مليار بيسو وعوضت الزيادة في الائتمان نسبة كبيرة من الانخفاض في السيولة الناتج في صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي المكسيكي، ففي عام 1994 ارتفع عرض النقود بنسبة 18٪ بينما ارتفع الائتمان المقدم من القطاع المصرفي للقطاع الخاص بحوالي 32٪؛ تسببت عدة عوامل في ظهور ضغوط على البيسو من أهمها الزيادة الكبيرة في الائتمان المحلي والزيادة المطردة في النفقات العامة وبعض الاضطرابات السياسية وحوادث الشعب وهذا خلال الربع الثاني من 1994 فانخفض الاحتياطي الأجنبي بين مارس و يونيو من 26.8 إلى 16.9 مليار دولار؛ لمواجهة خروج رؤوس الأموال رفعت السلطات النقدية أسعار الفائدة وسمحت للبيسو أن ينخفض إلى الحد الأقصى المحدد في ذلك الوقت وهو حوالي 9٪ مقابل الدولار؛ وخلال النصف الأول من 1994 استبدلت السلطات النقدية نسبة كبيرة من أذون الخزانة قصيرة المدى بالعملة المحلية بأخرى بالدولار حيث وصلت نسبة هذه الأخيرة التي كانت يحملها القطاع الخاص إلى 60٪ مجموع النوعين في شهر جويلية.

تزامن التدهور المستمر في الحساب الجاري والاضطرابات السياسية التي شهدتها المكسيك في بداية ديسمبر 1993 مع الضغوط المتزايدة على البيسو مما أدى إلى خروج رؤوس الأموال بأحجام كبيرة وفي منتصف ديسمبر 1994 انخفض الاحتياطي الأجنبي إلى 10 مليار دولار وزاد الفرق بين أسعار الفائدة على أذون الخزانة بالعملة المحلية وأسعار الفائدة على أذون الخزانة بالعملة المحلية وأسعار الفائدة على أذون الخزانة بالعملة المحلية وأسعار الفائدة على أذون الخزانة بالعملة المحلية؛ وفي 20 ديسمبر 1994 وسعت السلطات النقدية نطاق تذبذب سعر الصرف إلى 15.3٪ وأعلنت نيتها للدفاع عن البيسو عند 4 بيسو للدولار لكنها لم تتمكن من المحافظة على قيمة العملة عند ذلك المستوى حيث تسببت مخاوف المستثمرين في زيادة الضغوط على سعر الصرف ويوم 22 ديسمبر 1994 تبنت المكسيك نظام سعر الصرف المرن؛ بين 30 ديسمبر 1994 و 7 جانفي 1995 أي خلال أسبوعين فقد البيسو حوالي 30٪ من قيمته كما ارتفعت أسعار الفائدة لتصل على أذون الخزانة قصيرة المدى بالعملة المحلية إلى معدل سنوي يساوي 40٪ في الأسبوع الثاني من جانفي 1995.

2. أزمة سعر الصرف لجنوب شرق آسيا 1997: قبل أن ينتهي النصف الأول من عام 1997 بدأت الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا وكانت البداية في تايلاند ثم تبعها الفلبين وماليزيا وامتدت إلى اندونيسيا وكوريا الجنوبية و تاوان وسنغافورة ثم هونج كونج ثم انتشرت في أنحاء متفرقة من دول العالم؛ و تمثلت هذه الأزمة في الانهيار الشديد في عملات تلك الدول أمام الدولار

الأمريكي والعملات الأخرى أي تمحورت تلك الأزمة حول الانخفاض الشديد في سعر الصرف نتيجة لعمليات المضاربة على العملة وتدني الأرباح في أسواق الأسهم مما اضطر بالسلطات النقدية في تلك الدول إلى رفع أسعار الفائدة بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي ومحاولة تشجيع مختلف المستثمرين في الداخل والخارج الحائزين للدولار الأمريكي على ترحيل المبالغ الموجودة لديهم إلى العملات الوطنية؛ ومع ارتفاع أسعار الفائدة في بعض أسواق هذه الدول إلى 20% من السعر السابق بدأ المستثمرون يتحولون عن الاستثمار في الأوراق المالية ويتخلصون مما في حوزتهم من أوراق مالية لإيداع قيمتها في البنوك للاستفادة من سعر الفائدة المرتفع؛ وكان نتيجة لذلك زيادة المعروض من الأوراق المالية في سوق المال الآسيوي وفي نفس الوقت لم تكن هناك طلبات شراء مما أدى إلى الانخفاض في أسعار الأسهم بمستويات لم تحدث من قبل إذ تراوحت نسبة الانخفاض ما بين 25% إلى 50% من الأسعار السائدة في السوق؛ ومن ثم شهدت هذه الدول تذبذبا شديدا في سوق الأوراق المالية وفي أسواق العملات وقد وصلت الأمور بعد ذلك إلى انهيارات شديدة في العملة الوطنية في تلك الدول واهتزازات كبيرة في الاقتصاديات الآسيوية انتهت بضياع الكثير من المكاسب التي حققتها تلك الدول من التنمية السريعة التي تمت في هذه البلاد التي كانت يطلق عليها النور الآسيوية.

3. أزمة سعر الصرف للولايات المتحدة الأمريكية 2008: إن الخوف والهلع الذي يسيطر على المستثمرين جعلهم يبحثون عن ملاذ آمن لاستثماراتهم كسندات الخزانة الأمريكية مثلا، الأمر الذي تسبب في انسحاب سريع ومتواصل لهذه الأموال من الأسواق الناشئة كروسيا والهند وكوريا الجنوبية ودي وغيرها، والذي تسبب في تراجع حاد في أسواقها المالية وضغط كبير على أسعار صرف عملاتها أمام الدولار في ظل الطلب المتزايد عليه من قبل هؤلاء المستثمرين اللاتئذين بحمى السندات الخزانة الأمريكية؛ وفي ظل الضغط الشديد على عملات الدول الناشئة وشح السيولة الذي يعانيه نظامها البنكي نتيجة هروب الاستثمارات الأجنبية عالية السيولة اضطرت السلطات النقدية في تلك البلدان إلى اللجوء إلى فوائضها المالية لتأمين نظامها البنكي وحماية أسعار صرف عملاتها، مما تسبب في استنزاف جزء كبير من احتياطياتها الأجنبية بدلا من أن تكون موارد متاحة يمكن استخدامها مستقبلا لتمويل عجز ميزانيتها وموازن مدفوعاتها، في المقابل تسبب هروب المستثمرين إلى سندات الخزانة الأمريكية في زيادة كبيرة في الطلب على الدولار، وبالتالي ارتفاع كبير في سعر صرفه أمام معظم العملات الرئيسية؛ وإذا أخذنا في الحسبان أن معظم التحسين الذي طرأ على الاقتصاد الأمريكي في السنوات الأخيرة كان نتيجة انخفاض سعر الصرف الدولار وبالتالي نمو الصادرات الأمريكية فإن هذا الارتفاع في سعر صرف الدولار يعني تراجع في الصادرات الأمريكية، حيث أن هذا الارتفاع جاء في وقت كان يعاني فيه الاقتصاد الأمريكي ركودا حادا وتراجعا في الطلب المحلي؛ أيضا فإن هذا الارتفاع في سعر صرف الدولار يزيد حدة تراجع أسعار السلع في الولايات المتحدة ويغذي توقعات المستهلكين بتراجع المستوى العام للأسعار مما يتسبب في تأجيلهم قراراتهم الاستهلاكية طمعا في تراجع إضافي في الأسعار؛ والذي بدوره يتسبب في زيادة فائض السلع المنتجة ويضغط على أسعارها للتراجع فعلا ويدخل الاقتصاد في دورة تراجع في الأسعار، وهي الحالة المعاكسة لارتفاع الأسعار أو التضخم ولا تقل سواء عن حالة التضخم لما يترتب عليها من تعميق لمشكلة الركود الاقتصادي وزيادة في حدة تراجع أسعار العقارات وهذا ما يفاقم من مشكلة الرهن العقاري والأزمة المالية والاقتصادية العالمية.

خامسا: طرق علاج أزمة سعر الصرف

تعتمد الدول التي تتعرض إلى أزمة سعر الصرف في غالبية الأحيان إلى جملة من الإصلاحات والسياسات للخروج من هذه الأزمة والمتمثلة في الإجراءات التالية:

- انتهاز سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية التي تعمل على خفض معدل التضخم وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات من خلال خصخصة المؤسسات ورفع القيود على التجارة الخارجية؛
- العمل على الزيادة في التدفقات الرأسمالية من أجل الرفع من احتياطي النقد الأجنبي وذلك من خلال تشجيع عمليات التصدير (من أجل الحصول على عملة الدولة التي قامت بالاستيراد)؛
- إصدار أذون الخزانة قصيرة الأجل ذات أسعار الفائدة المرتفعة بعملتها لتشجيع المستثمرين المتواجدين بالداخل والخارج؛
- الاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة؛
- قيام السلطات النقدية برفع أسعار الفائدة بمدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية؛
- تشجيع المستثمرين في الداخل والخارج على ترحيل المبالغ الموجودة لديهم إلى العملة الوطنية من خلال فرض معدلات فائدة مرتفعة ومحفزة لتحويلهم لعملائهم؛
- إتباع السلطات النقدية إستراتيجية واضحة المعالم وذلك من خلال رفع معدل الفائدة بمدف تثبيط هروب رؤوس الأموال والحد من انخفاض سعر الصرف، أو ترك الفائدة على ما هي عليه تفاديا لانكماش النشاط الاقتصادي؛ ويكون الرفع في سعر الفائدة مفيدا (لتفادي تدهور قيمة العملة المحلية) خاصة إذا كان هناك اقتراض كبير بالعملات الأجنبية لتفادي تفاقم المديونية بالعملة المحلية لانخفاض قيمة الصرف؛
- الوضع المالي لمختلف القطاعات هو المؤشر الأساسي لمعرفة حجم الإعانات التي يحتاجها القطر للخروج من الأزمة.

II . تحليل الأزمة المصرفية والتعثر المصرفي

أولاً: تعريف الأزمة المصرفية

تعرف الأزمات المالية والمصرفية على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية حجم الإصدار أسعار الأسهم والسندات وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية، ومعدل الصرف. وتعرف الأزمات المصرفية بأنها الحالة التي تصبح فيه البنوك في حالة عسر مالي بحيث يتطلب الأمر تدخلا من البنك المركزي لضخ أموال إضافية لهذه البنوك أو إعادة هيكلة النظام المصرفي، ويعرفها البعض الآخر بأنها حيثما تكون الإلتزامات الموجودة في البنوك تفوق الأصول المقابلة لها لدرجة أن يكون دخل النظام المصرفي غير كاف لتغطية كافة نفقاته. الأزمات المصرفية هي إرتفاع مفاجئ وكبير في سحوبات الودائع من البنوك التجارية وينبع من الانخفاض المتواصل في نوعية الموجودات المصرفية، فعندما تكون الودائع غير مضمونة يؤدي هذا إلى إنخفاض نوعية محفظة القروض وتزايد القروض الرديئة غير العاملة ومنها يمكن أن يؤدي إلى أزمة مصرفية، ولعل هروب الودائع من المصارف في كوريا وأندونيسيا نتيجة للمشاكل المتمثلة في تدهور نوعية الموجودات المصرفية وتدهور الثقة في الجهاز المصرفي سبب مهم في تحديد الأزمة المصرفية في تلك الدول. الأزمات المصرفية هي عبارة عن مزيج معقد ومتفاعل من حالات الضعف الاقتصادي والمالي والهيكلية والباعث للكثير من الأزمات هو بالأساس متغير اقتصادي كلي يتزامن في الأغلب مع الإنسحاب المفاجئ لرأس المال الخارجي الأجنبي.

ومن المعايير المستخدمة في تعريف الأزمات المصرفية ما يلي:

- نسبة القروض المدومة إلى مجموع القروض تتجاوز 10 بالمئة.
- إذا تجاوزت عملية إنقاذ البنوك من الإفلاس والانهيار 02 بالمئة من الناتج المحلي الخام.
- إذا نتج عن الأزمة تأمين البنوك.

ثانياً: مفهوم التعثر المصرفي

يعتبر التعثر المصرفي من أهم الأسباب التي تؤدي إلى الأزمات المالية، باعتبار الارتباط الوثيق بين البنوك والأزمات، حيث يعرف التعثر المصرفي على أنه تلك التسهيلات بكافة أنواعها التي يحصل عليها العميل من البنك ولم يتم بسدادها في مواعيد استحقاقها، ولذا يتحول الدين من تسهيلات ائتمانية جارية إلى أرصدة مدينة راكدة، وبمرور الوقت عليها تصبح ديناً متعثراً. ومن وجهة مصرفية تعرف الديون المتعثرة بأنها تلك الديون التي لا تدر عائداً، بمعنى أنها تلك الديون التي يتقرر عدم إضافة العوائد المحتسبة عليها لإيرادات البنك، وإنما تجنب في حسابات مستقلة. كما يعرف العميل المتعثر بأنه العميل الذي يتوقف عن سداد الأقساط أو الفوائد المستحقة عليه في مواعيدها، أو يواجه مشاكل مالية أو إدارية أو تسويقية يترتب عليها في النهاية تخلفه عن الوفاء بالتزاماته المالية تجاه الدائنين في مواعيدها.

ثالثاً: أسباب الأزمات المالية المصرفية

هناك عدة أسباب تؤدي إلى نشوب الأزمات المالية والمصرفية سواء على مستوى الاقتصاد الكلي أو الجزئي نذكر منها:

1. **العولمة المالية:** تعبر العولمة المالية عن سلسلة التدفقات المالية المتصاعدة عبر الحدود والتي سببت سلسلة من الأزمات الاقتصادية المالية المدمرة عصفت بالعديد من الأسواق الناهضة في أواخر الثمانينات وفي التسعينات، فالعولمة المالية لم تحقق الفائدة المرجوة بزيادة تقاسم المخاطر الدولية بل بالعكس أصبحت عامل سلبى على بعض الاقتصاديات.
2. **التحرير المالي:** في حالة تحرير معدلات الفائدة يمكن للبنك أن يخسر الحماية التي وضعتها السلطات النقدية والتنظيمية والتشريعية، وكذلك دخول منافسين جدد يرفع من الضغط على البنوك بهدف التعامل الجدي مع الأنشطة المخاطرة، ما لم يتم تعزيز وتقوية أطر الرقابة والتنظيم قبل التحرير المالي في سنة 1995، حيث سجل الباحثين كاميسكي ورينهارت أن 18 أزمة مصرفية من أصل 25 أزمة حدثت بعد تحرير القطاع المالي بـ 05 سنوات.
3. **ضعف الانضباط المالي:** يمثل الافتقار إلى الانضباط المالي أحد أهم الأسباب التي تؤدي إلى إندفاع الدول نحو الأزمات المالية والمصرفية، ويكون ذلك عندما لا تتوفر نفس المعلومات للجميع وحينها تنعدم الثقة بين تلك الأطراف المقرض والمقترض. هذا ينتج عنه معلومات غير متماثلة وهي تعبر عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين في النواحي المالية لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم، وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة كما يترتب عليه تزايد المخاطر المعنوية، في نفس الوقت تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد المجاني حيث لا يستطيع من لديه معلومات منع الآخرين من الاستفادة منها.
4. **تشوه نظام الحوافز:** إن أي نظام صمم للحد من الصدمات والأزمات المالية والمصرفية، لن يعمل بنجاح إلا إذا كان القائمون عليه لديهم الحافز المهم لعدم تشجيع قبول المخاطر المتزايدة واتخاذ إجراءات تصحيحية في مرحلة مبكرة، ويجب أن يكون

هناك إحساس مشترك لدى كل من أصحاب البنوك والمديرون والمقترضون وكذا السلطات الإشرافية بأن هناك شيئاً ما سيفقدونه إذا فشلوا جميعاً في العمل بالطريقة التي تتفق والتزامهم.

حيث دلت التجارب العالمية أن الإدارة العليا في المصارف وقلة خبرتها كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية، وأن عملية تعديل هيكل المصارف وتدويل المناصب الإدارية لم تنجح في تفادي الأزمات أو الحد من آثارها .

5. تزايد التزامات البنوك وعدم تناسق آجال الاستحقاق: إذا كان معدل تزايد التزامات البنك عالياً وسريعاً مقارنة بحجم البنك نسبة إلى الاقتصاد الوطني وأرصدة الاحتياطات الدولية، وإذا ما اختلف تكوين هيكل أصول البنك عن هيكل التزاماته من حيث السيولة ومواعيد الاستحقاق، وإذا كان رأس مال البنك أو أرصدة الديون المشكوك في تحصيلها غير كاف لمواجهة تقلبات أصوله، وإذا كان الاقتصاد الوطني معرضاً لصدمات كبيرة من عدم الثقة، فإنه يمكن اعتبار ذلك بمثابة وصفة لتزايد هشاشة النظام المصرفي.

رابعاً: تجارب دولية في أزمات المصرفية والتعثر المصرفي

1. التجربة الأمريكية بالجهاز المصرفي: كانت البنوك الأمريكية في طليعة البنوك التي خاضت مضمار الاندماجات وذلك ضمن حمى الاندماجات التي قادتها المؤسسات الاقتصادية الأمريكية، والتي بلغت خلال الفترة 1985 حتى 2002 نحو 18 ترليون دولار، منها 40% تمت في صناعة الخدمات المصرفية، وذلك بغية التغلب على مشكلاتها أولهما تعثر تلك المؤسسات بسبب تعثر القروض العقارية، وكذلك تعثر القروض الممنوحة من تلك البنوك في الدول النامية، فضلاً عن تحقيق الطموح نحو النمو والتوسع والصعود سريعاً إلى القمة التي لا تتسع إلا القليل من ذوي القدرات التنافسية العملاقة.

أ- أهم أسباب أزمة الجهاز المصرفي في الولايات المتحدة: وترجع إلى ما يلي:

✓ الإسراف في التمويل العقاري في بداية عقد الثمانينات، حيث قامت مؤسسات الإقراض والإفراض التي تقوم بهذا النوع من التمويل بمنح قروض لآجال طويلة تصل إلى 30 سنة بأسعار فائدة محددة، ومع تغيير أسعار الفائدة تعرضت تلك المؤسسات لخسائر، وذلك في ظل ضعف الإشراف والرقابة الفعالة على أعمال تلك المؤسسات؛

✓ تراجع أرباح البنوك الأمريكية وتحقيق جانب منها لخسائر، وذلك بسبب تكوين مخصصات لمقابلة الخسائر المتوقعة والناجئة عن إفراطها في الإقراض في الدول النامية، وما يشوب تلك القروض من مخاطر مرتفعة مع تعثر جانب كبير منها بخلاف تعثر القروض العقارية؛

✓ تحرير القطاع المصرفي من بعض القيود، تزامن ذلك مع ارتفاع حدة المنافسة بين وحدات الجهاز المصرفي فضلاً عن انعكاسات المتغيرات العالمية، وأهمها أزمة الوقود التي شهدها العالم مطلع الثمانينات من القرن الماضي.

ب- مظاهر أزمة القطاع المصرفي في الولايات المتحدة الأمريكية: الارتفاع المستمر في عدد البنوك المتعثرة والتي بلغت نحو 1780 وحدة مصرفية خلال الفترة من 1934 إلى غاية 1989 كما تعرضت نحو 11% من مؤسسات الإقراض والإفراض البالغ عددها 3147 مؤسسة للإفلاس عام 1987 بسبب تراجع أداء الجهاز المصرفي، حيث انخفضت الأرباح المحققة بالبنوك من نحو 9.5 بليون دولار إلى 0.3 بليون دولار عام 1987 كما أعلنت تسعة من أكبر بنوك تكساس إفلاسها في ذات العام، بالإضافة إلى إفلاس عدد 109 مؤسسة إقراض العاملة إجمالاً 281 مؤسسة في ذات الولاية.

وقد أدت الظواهر إلى اللجوء للاندماج كأحد أهم الوسائل لعلاج التعثر في الجهاز المصرفي بعد إعادة هيكلة العديد من وحداته، وقد كانت غالبية البنوك التي تم دمجها بسبب التعثر متمركزة في ولايات الجنوب الشرقي والجنوب الغربي ووسط الولايات المتحدة.

ج- الجهود الحكومية لعلاج أزمة الجهاز المصرفي: شهد نهاية عقد الثمانينات من القرن الماضي سلسلة من الإجراءات التي إتخذتها الحكومة لاحتواء أزمة الجهاز المصرفي كان أهمها مايلي:

- دمج مؤسسة التأمين على الإقراض والادخار FSLIC مع مؤسسة التأمين على الودائع FDIC في عام 1989، مع زيادة رأسمال المؤسستين ليصل إلى نحو 11 بليون ومنح قروض قدرها 50 بليون دولار لمؤسسة إعادة الهيكلة، والمنوط بها إصلاح الوحدات المصرفية المفلسة وذلك للمساعدة في القيام بدورها.

حيث قامت المؤسساتان بشراء أصول وخصوم البنوك المفلسة وتصفية جانب منها مع دفع قيمة الودائع المؤمن عليها. كما منحت المؤسستين المشار إليهما سلطة الإشراف على إعادة هيكلة وحدات الجهاز المصرفي من مشكلات وهي خطوة شديدة الأهمية قبل الاندماج.

- تفعيل إجراءات الرقابة والإشراف على وحدات الجهاز المصرفي وتطبيق معايير اللجنة بازل مع مواجهة عدم كفاية رؤوس الأموال من خلال قيام المؤسستين بحفز البنوك على المزيد من الاندماجات الطوعية.

2. التجربة الصينية في إصلاح تعثر القطاع المصرفي: تعد التجربة الصينية التي تبنتها في التنمية الاقتصادية الشاملة خلال عقد التسعينات سياسات الإصلاح القطاع المصرفي وتحديثه بعد ما واجه أزمة الديون المتعثرة.

أ. مظاهر أزمة القطاع المصرفي للصين: وقد ساهم الصرف الزائد بالإضافة إلى احتكار عدد محدود من البنوك لهذا الحجم الهائل من السوق المصرفية في توليد حجم هائل من الديون المتعثرة التي تراكمت على مدار السنوات التي تقدر بما يقارب 290 مليار دولار، أي 20 في المائة من مجموع قروضها تبعاً لمقالة نشرت في أوائل العام 2004. ويقول بعض المحللين أن الرقم الحقيقي أقرب إلى 420 مليار دولار، أي 40 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي. وقد سبب ذلك نتيجة عدة عوامل أهمها:

- الإفتقار للنظم الإدارية الرشيدة وعدم أحكام الرقابة الداخلية

- ضعف القواعد الرأسمالية لوحدات الجهاز المصرفي بما لا يتناسب مع كل من حجم الاقتصاد الصيني ونحجم كل واحدة.

- قلة المهارات اللازمة لإدارة المخاطر بكفاءة وفاعلية وعدم انضباط الأسواق.

- عدم تبني سياسات واضحة لحل مشكل البنوك المتعثرة.

ب. الإجراءات التي اتخذتها الحكومة لعلاج القطاع المصرفي وأزمة الديون المتعثرة: سمحت سياسات الإصلاح للقطاع المالي خلال الفترة من 1992 إلى 1998 بما يلي:

- إنشاء عدد من البنوك في شكل شركات مساهمة، فضلاً عن إنشاء بنوك الادخار لتمويل عمليات الإسكان.

- السماح للبنوك الأجنبية بافتتاح فروع لها داخل الصين في أواخر عقد الثمانينات، مع فرض قيود عليها من حيث الإنتشار الجغرافي وطبيعة العملاء.

- إتباع نظام اللامركزية في الرقابة على القطاع المالي بكامله، وتقليص السلطة الرقابية للبنك المركزي من خلال تخصيص أجهزة مستقلة على شركات الأوراق المالية وشركات التأمين، وذلك خلال عامي 1992 و 1998 على الترتيب.

- تم فصل سلطة الرقابة المصرفية وذلك من خلال إنشاء لجنة الرقابة على البنوك في مارس 2003 التي بدأ عملها في أبريل 2003 للحد من أزمة الديون المتعثرة وتجنب دخول المزيد من القروض إلى دائرة التعثر، من خلال العمل على تحقيق ما يلي:

✓ تطبيق أسس موحدة للإشراف على البنوك؛

✓ التحقق باستمرار من قيام البنوك بإدارة المخاطر الائتمانية وتقييم مدى التزام البنوك بالقواعد الرقابية؛

✓ التحقق من تطبيق البنوك لنظام الرقابة الداخلية، على أن يتم إعادة هيكلة البنوك التي لا تستطيع تطبيق هذه النظم؛

✓ على الجهة الرقابية تدعيم مبدأ الشفافية، سواء بالنسبة للمؤسسات الخاضعة للرقابة أو الجهة الرقابية ذاتها.

3. تجارب دول جنوب شرق آسيا: تشير تفسيرات العديد من الدراسات التي تناولت أزمة جنوب شرق آسيا، أن من بين

أسبابها الرئيسية راجع إلى تراكم الديون المتعثرة، وهو ما يرجع بدوره في جانب منه إلى عدم التزام بنوك تلك البلاد بما وضعه بنوكها المركزية من قواعد تنظيمية حذرة بل وقيامها ببعض الممارسات غير السليمة، وفيما يلي أهم أسباب التعثر المصرفي فيها:

- اعتماد النظام المالي إلى حد بعيد على القطاع المصرفي في مواجهة أسواق الأوراق المالية كمصدر للتمويل، ومما يزيد الأمور سوءاً هو هشاشة النظام المالي بصفة عامة والنظام المصرفي بصفة خاصة.

- تركيز القروض خاصة في قطاع العقارات حيث بلغت القروض العقارية في هونج كونج على سبيل المثال 40% من إجمالي الإقراض المصرفي، في حين شهد قطاع العقارات انخفاض أسعاره بشدة مما حتم على البنوك مواجهة عبئ تزايد ديونها المتعثرة والتي بلغت في تايلاند مثلاً 20% من إجمالي محفظة تسهيلات الائتمانية.

- التوسع السريع للوساطة المصرفية في اقتصاديات تلك الدول لم يواكب تطور مماثل لنظم الرقابة والإشراف وعدم وجود نظام للأمين على الودائع - فما عدا الفلبن - الأمر الذي أدى إلى ارتفاع نسبة الديون المتعثرة مما رتب عليه ضغوط على الجهاز المصرفي ومن ثم المالي.

- تميزت سياسة الإقراض المصرفي في بلدان شرق آسيا بارتفاع نسبة "قروض المجاملة" نتيجة الفساد واستغلال النفوذ وكذلك الضغوط الحكومية التي مورست لتمويل المشاريع الفاشلة. ومن ناحية أخرى وجهت نسبة كبيرة من القروض المصرفية لتمويل التوسع العقاري والمضاربات ولاسيما في سوق الإسكان الفاخر مما أدى إلى ارتفاع نسبة الديون الرديئة والمشكوك فيها، حيث بلغت 20% من جملة القروض الممنوحة بواسطة البنوك في تايلاند وحوالي 17% في حالة إندونيسيا وحوالي 16% في حالة كوريا الجنوبية، وحوالي 16% في حالة ماليزيا.

- عدم إتباع قواعد الإفصاح والشفافية، حيث كشفت الأزمات التي تعرضت لها البنوك في الدول الآسيوية عن عدم الإلتزام بقواعد الإفصاح المالي السليم. وتعتمد إخفاء الحجم الكبير للديون المتعثرة، والإدعاء بأن الإحتياطيات تفوق هذا الحجم بكثير.

- ارتفاع مديونيات البنوك المحلية والمشاركة بالعملة الأجنبية إذ توسعت تلك البنوك في الاستدانة بالدولار في السنوات الأخيرة لتمويل عمليات التوسع، وكذلك لضخ السيولة في اقتصاديات آسيا الناشئة مما عرضها إلى مخاطر كبرى في حالة تخفيض قيمة العملة المحلية كما حدث في تايلاند وماليزيا وإندونيسيا.

- عمدت الحكومات في بداية الأزمة إلى رفع أسعار الفائدة على عملاتها الوطنية لحمايتها، هذا ما أدى إلى تضخم أعباء خدمة الشركات لديونها. أدى انكماش أسعار الأصول الحقيقية والأصول المالية والعقارات إلى ضعف قدرة الشركات على سداد ديونها.

- التدخل الحكومي في أعمال البنوك، حيث استخدمت السلطات السياسية البنوك العامة والبنوك التي تملك فيها الدولة حصصا كبيرة في تمويل قطاعات مفضلة، أو مشروعات ليس لها جدارة ائتمانية، مما ترتب عليها تعثر أغلب تلك القروض.

وإجمالا، فإن إتباع أسلوب التحرير المالي في تلك الدول قد تم بخطوات غير محسوبة لنواحي القطاع المالي، مثل السماح بحرية دخول السوق المصرفية، تخفيض القيود على نواحي منح الائتمان، وتخفيض أسعار الفائدة، وعدم وضع آلية لخروج رؤوس الأموال للخارج وقت الأزمة في ظل قطاع مالي، هش، هي أهم أسباب تلك الأزمة.

4. أهم ملامح تجارب دول أمريكا اللاتينية: شهد منتصف السبعينات ثلاث أكبر برامج الإصلاح والتحرير المالي والائتماني، حيث كان ذلك في كل من الأرجنتين، الأرجواي، الشيلي، استهدفت إزالة القيود المفروضة على الائتمان، والوصول إلى تحقيق معدلات فائدة حقيقية موجبة على الودائع والقروض بغية تشجيع تعبئة المدخرات المحلية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية، وتحسين فعالية استخدام الموارد المالية.

وقد تضمنت استراتيجية التحرير المتبعة من جانب البلدان الثلاثة إزالة تامة وسريعة للأسقف الخاصة بأسعار الفائدة والقيود على الائتمان، وتخفيف الرقابة والإشراف الحكومي على الجهاز المصرفي .

غير أن هذا التحرير المالي المتسرع وغير المتدرج، قد أدى إلى العديد من الممارسات السيئة من جانب البنوك مما ترب عليه حدوث خسائر كبيرة، حيث عرّض الكثير من المؤسسات المالية للمتاعب في هذه الدول بسبب عجز المقترضين عن الوفاء بديونهم، حيث اضطرت الحكومات بسبب ظهور بؤادر الأزمات المالية إلى تقديم العون للبنوك المتعثرة لكي توقف موجة التزاحم للاسترداد الودائع. ويرجع البعض جانبا هاما من المشكلات التي حدثت في بلاد أمريكا اللاتينية إلى نقص الإشراف المصرفي، وعدم الإلتزام بالقواعد الاشرافية التحويطة من قبل البنوك المركزية حيث تمثلت أهم أوجه القصور ونقاط الضعف التي أشابت الإشراف المصرفي فيما يلي:

- عدم الإلتزام بالمعايير كفاية رأس المال.

- عدم الإلتزام بالتصنيف المقرر للديون، وتكوين مخصصات اللازمة لها.

- تركيز القروض وارتفاع نسبة الاقتراض المرتبط.

- نقص الإشراف المباشر على محافظ القروض بالبنوك لمنع الممارسات السيئة، والتي جاءت في مقدمتها القروض الرديئة حتى لا يظهر الإعسار في حساباتها من ناحية، فضلا عن ارتباط البنوك بعلاقات ملكية مع بعض المقترضين من ناحية أخرى، مما يدفعها لإخفاء عثر هؤلاء المقرضين عن طريق منحهم مزيد من القروض. لقد نتج عن هذا النمط من سوء الإدارة أن إتجه نصيب متزايد من الائتمان في البلاد نحو خدمة الدين بدلا من الاستثمار.

- ضعف الإشراف على البنوك العامة المملوكة للحكومة وبصفة خاصة في الأرجنتين، حيث لا تخضع هذه البنوك للإشراف فعال، في الوقت الذي تسبب فيه خسائر كبيرة للحكومة.

- نقص الإجراءات القانونية الواضحة التي ضمن للبنك المركزي ممارسة إشراف فعال على البنوك، كما هو الحال في الأرجنتين التي لا يخول قانون العمل المصرفي بما للبنك المركزي سلطة كافية لإحكام الرقابة على الجهاز المصرفي.

- تبني نظام التأمين على الودائع يحفز على أخذ درجات عالية من المخاطر، ففي الأرجنتين، أدى وجود نظام التأمين الكامل على الودائع بنسبة 100% للودائع الأقل أو المساوية لمائة مليون بيزو، 90% بالنسبة للودائع الأكبر من ذلك إلى خلق حافز للبنوك بعدم الالتزام بالضوابط الائتمانية، وإتاحة الائتمان للمؤسسات عالية المخاطر.

خامسا: الإجراءات المتخذة لعلاج أزمة البنوك والتعثر المصرفي

1. تبني سلامة النظام المالي والمصرفي: يعد القطاع المالي والمصرفي من أهم القطاعات الاقتصادية وأكثرها حساسية، بينما يمثل القطاع المصرفي لب القطاع المالي خاصة في الاقتصاديات الناشئة والنامية، ونظرا لأهمية دوره وعلى كل من أسواق المال والبورصة وحركة التجارة الخارجية... الخ، ومن ثم فإن ثبات واستقرار القطاع المصرفي يعتبر عنصرا حاكما لنظام مالي واقتصادي سليم. حيث أدى عدم مراعاة معايير السلامة المصرفية والضعف المصرفي إلى حدوث أزمات مالية خلال العقود الماضية لذا يجب تبني مؤشرات تنبئ بحدوث أزمات مصرفية وذلك على النحو التالي:

أ- المؤشرات التي تنبئ بحدوث أزمات مصرفية: نظرا لضخامة تكلفة تسوية الأزمات خاصة المصرفية، ظهر اهتمام كبير بتحديد المتغيرات التي يمكن أن تعمل كإشارة للإنذار المبكر للأزمات وذلك من خلال دراسة الهيكل المؤسسي للنظام المالي في العديد من الدول لإكتشاف أين تكمن نقاط الضعف والبحث عن سبل تصحيحها.

وفي دراسة وتحليل لخمس أزمات مصرفية، منها ثلاثة حدثت في الولايات المتحدة كولومبيا والمكسيك، أشارت البيانات شملت حوالي 40000 بنك على مدى 8 سنوات إلى أن أهم مؤشرات الإنذار المبكر كانت كما يلي:

- الالتزام الشديد في القروض المتعثرة.

- التدهور السريع في نسب رأس المال لهذه البنوك، هي مؤشرات تنذر بالإعسار وتعد دلائل واضحة على زيادة احتمال تعرض البنك لإفلاس وشيك.

- التحويلات لهيكل ميزانيات البنوك، تعد علامة إنذار مبكر أكثر من البيانات المتعلقة بالخسائر التي حدثت بالفعل.

- وجود إختلاف في هيكل آجال استحقاق أصول وخصوم البنوك، وبصفة خاصة إذا واكب وجود فروق في تقييم الأصول والخصوم بالعملة الأجنبية، والواقع أن الاعتماد المتزايد على التمويل القصير الأجل للأصول الطويلة الأجل نسبيا يجعل البنك أكثر عرضة للخطر.

- المتغيرات الاقتصادية الكلية عند إدخالها ضمن النماذج التجريبية المستخدمة في تصميم مؤشرات الإنذار المبكر، يساعد على تحسين قدرة هذه المؤشرات على التنبؤ بالأزمات.

ولكن رغم الجهود المبذولة في وضع مؤشرات بعينها تنبئ بالأزمات المصرفية فيبقى تحديد التوقيت الدقيق لبداية الأزمة المصرفية أمرا يتسم بالصعوبة، فما من مؤشر أو مجموعة من المؤشرات يمكن الإعتماد عليها بصورة كلية للتنبؤ بالأزمات، ولكن ذلك لا ينفي الحاجة إلى اليقظة لإعداد تدابير تكفل حل مشكلات القطاع المصرفي ومحاولة توقع أزماته هي نقطة البداية، ليس فقط للوقاية منها بل أيضا لمواجهتها بأدنى تكلفة على المجتمع.

ب- أهمية وضع آلية للإنذار المبكر بالبنوك: يهدف إنشاء وحدات التنبؤ المبكر بالأزمات المصرفية إلى زيادة قدرة البنوك على الاستخدام الكفء لمواردها ومواجهة المخاطر التي قد تواجهها عند القيام بأعمالها، فضلا عن معاونة صانعي القرار في التعرف على أية اختلافات خاصة في المدى القصير، واقتراح أهم الأساليب والإجراءات التي تعالج الموقف أولا بأول قبل تفاقم المشكلات.

2. تبني سياسة للإشراف المصرفي الحذر للبنوك المركزية: وللقيام بما سبق ذكره يتطلب الاهتمام بتحسين وتعزيز الإشراف على البنوك خاصة في ظل التحرير المالي الذي ينبغي أن يقترن برقابة فعالة على الجهاز المصرفي تجنباً لأي ممارسات غير سليمة وتقليل المخاطر والأزمات التي قد يعرض لها الجهاز المصرفي، لذا يجب تطوير آلية الإشراف الحذر للبنوك المركزية وذلك بتطبيق نوعين من الإجراءات؛ الأول رقابي، والثاني علاجي.

أ- الإجراءات الرقابية لتحقيق الإشراف المصرفي الحذر للبنوك المركزية: تشمل على العمليات الرقابية الداخلية والخارجية التي تستهدف تجنب وتفادي حدوث الأزمات في البنوك، وتضمن الإلتزام بالقواعد التنظيمية وتكشف حقيقة الوضع المالي للبنوك وتمنع الممارسات غير السليمة، وذلك من خلال:

- تحديد مجالات النشاط المصرفي مع فرض حدود واضحة لتجنب التعرض إلى مخاطر كبيرة.
 - وضع معايير محددة لدخول الوحدات المصرفية إلى السوق المصرفية أو خروجها منه.
 - إلزام البنوك بإتباع قواعد الحيلة الرامية للحد من المخاطر، وتشمل العناصر التالية:
 - ✓ مراعاة معايير الملاءة المالية ونسب السيولة.
 - ✓ وضع حدود على تركيز القروض وبالتالي تركز المخاطر كما يجب مراقبة إقراض البنوك المنشآت التجارية التي ملك فيها أسهما.
 - ✓ تكوين مخصصات كافية للديون الرديئة لمواجهة الخسائر المحتملة استناداً إلى التصنيف الخاص بالأصول.
 - ✓ وضع ضوابط للتعامل في العملات الأجنبية.
 - منح مراقبي البنوك سلطة اتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيح الممارسات غير السليمة.
 - إستكمال الإشراف الخارجي بالتفتيش من داخل البنك، إضافة إلى الدور الذي يقوم به المراقبون من خارج البنك في إجراءات تحليل مالي مفصل، بناء على ما تم تقديمه للبنوك من تقارير بصفة دورية، على المراقبين من داخل البنك التأكد من دقة التقارير الدورية وتقدير الجوانب الداخلية الأخرى، مثل الإلتزام بالقوانين وتقديم نوعية الأصول، ونظم المحاسبة والمراقبة وفاعلية الإدارة.
 - نشر المعلومات: حيث تعد شفافية المعلومات عنصراً هاماً في عملية دعم القواعد التنظيمية ويسهل من مهمة السلطات والأجهزة الرقابية، كما أنه يعد ضرورياً لمساعدة المودعين والمقترضين على التفرقة بين البنوك وفقاً لأدائها.
 - تحسين الإدارة المصرفية بالتركيز على تقوية الإدارة والنظم الإدارية المطبقة.
- ب- الإجراءات العلاجية من خلال الإشراف المصرفي الحذر للبنوك المركزية: هي تلك الإجراءات التي وضعت بغرض التخفيف من نتائج الأزمات إذا ما حدث بالفعل، وإنقاذ البنوك والمودعين حتى لا تنتقل عداؤها إلى غيرها من المؤسسات، ومن أهم هذه الإجراءات:

- قيام البنك المركزي بوظيفة كمقرض الملاذ الأخير للبنوك التي تتعرض للأزمات كحماية منه للمودعين،

- تطبيق أنظمة التأمين على الودائع والتي تحقق الأمان للمودعين برد ودائعهم أو جزء منها إذا تعرض البنك للفشل.
- تبني استراتيجية لدمج الوحدات المصرفية المتعثرة في أخرى ناجحة، مع منح تيسيرات للأخيرة من خلال القروض الميسرة أو حوافز ضريبية... الخ.

- إنشاء هيكل إداري لشراء الديون المتعثرة أو إعادة هيكلتها، أو تدعيم رؤوس أموال البنوك الأقل تعثرا وإعادة هيكلتها. وهكذا مع التأكيد على تلك الإجراءات غير مانعة بالتبادل، وبما يدعم الثقة في الجهاز المصرفي ككل ويجول دون انهياره في حالات الأزمات.

وفي ضوء الأزمات التي تعرض لها القطاع المالي فقد تم تبني برامج لتقييم أداء هذا القطاع تحاشيا لتعرضه لأزمات، ومن تلك البرامج ما يلي:

- **برنامج 29 (FSAP) لتقييم القطاع المالي:** في ضوء تزايد ظاهرة حدوث أزمات مالية ومصرفية في العديد من دول العالم خلال عقد التسعينات - مثل اليابان والدول الإسكندنافية وكذلك كل من الأرجنتين والشيلي والبرازيل ودول جنوب شرق آسيا والتي تم التعرض إلى جانب منها- أدى إلى تزايد اهتمام المؤسسات المالية الدولية، خاصة صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي وبنك التسويات الدولية بالإضافة إلى الدول العشر الكبرى بدراسة أسباب الظاهرة وكيفية علاجها، لا سيما بعد أن أضحت انتقال الظاهرة من دولة إلى أخرى أمرا متوقعا في ظل العولمة، وقد أسفرت مجهودات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي عن وضع برنامج لتقييم القطاع المالي (FSAP) بالاعتماد على مؤشرات رئيسية للتقييم حيث بدأ تطبيق هذا البرنامج عام 1999 على نحو 12 دولة. وإزداد عدد الدول المطبقة له تدريجيا حتى بلغ حاليا 53 دولة منها 10 دول متقدمة و 433 دولة نامية وفي مرحلة التحول الاقتصادي.

* **ومن أهم أهداف البرنامج (FSAP):** تتمثل أهداف البرنامج الرئيسية فيما يلي:

- مساعدة الدول التي تطبق البرنامج في إيجاد إطار عام لسياسة متسقة وجيدة لتقوية ودعم القطاع المالي ومن ثم المصرفي.
- تأهيل القطاع المالي ليكون أكثر قوة على مجابهة الصدمات، سواء الداخلية أو الخارجية، وتقليل الآثار السلبية لها.
- تطوير القطاع المالي بغرض زيادة كفاءته وقدرته على المساهمة بصورة أكثر فاعلية في التنمية الاقتصادية.

3. مؤشرات البرنامج للتنبؤ بأزمات القطاع المالي والمصرفي: وتتمثل في:

أ- مؤشرات القطاع المالي والمصرفي: وتتمثل فيما يلي:

- مؤشر كفاية رأس المال ومؤشر جودة الأصول الذي يقيس درجة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة المالية.
- المؤشرات الائتمانية وقدرة المقترضين من القطاع المالي على الوفاء بالتزاماتهم.
- جودة الأداء، حيث أن تتمتع المؤسسة بسمعة جيدة وموظفين لديهم خبرة إدارية عالية بالأعمال المالية من شأنه أن يؤثر إيجابا على الأداء الكلي للمؤسسة المالية.

- الإيرادات والربحية، باعتبارهما مؤشرا جيدا لقياس أداء المؤسسات المالية، خاصة التي تعمل في ظل آليات السوق.

- السيولة: حيث أن تحقيق المؤسسة للتوازن المطلوب بين اعتبارات السيولة والربحية والأمان، يعتبر من أهداف المؤسسة المالية، وأيضا من أهم مؤشرات كفاءة الأداء بها.

- درجة حساسية المخاطر للسوق: وتشمل مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة ومخاطر أسعار السلع ومخاطر أسعار الأوراق المالية.

ب- مؤشرات اقتصادية: أهمها ما يلي:

- مؤشرات النمو الاقتصادي للدولة ومؤشرات نمو كل قطاع اقتصادي على إحدى.
- مؤشرات ميزان المدفوعات، وتشمل رصيد الحساب الجاري وكفاية الاحتياطيات الدولية والديون الخارجية وآجال استحقاقها ومكونات وآجال التدفقات الرأسمالية.
- معدلات التضخم ودرجة التقلبات في مؤشرات التضخم.

III. تحليل أزمة المديونية الخارجية

نتيجة لتزايد حدة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية وامتداد آثارها إلى الأطراف الدائنة، مع تعرض النظام المصرفي الدولي بوجه خاص إلى العديد من المخاطر وجب التعرف إلى الدين الخارجي وحيثياته من مراحل وأسباب.

أولاً: تعريف المديونية الخارجية

الدين أو الإئتمانية بصفة عامة هي عملية يلجأ إليها الشخص عندما يكون عاجزاً عن متطلبات الإنفاق اعتماداً فقط على موارده المالية الخاصة، وقد يحدث أن تكون هذه العملية اضطرارية أو يحدث أن تكون مؤقتة أو أن تكون مستمرة وفي جميع الحالات فإن الإئتمانية ليست دائماً ملجأ للشخص الضعيف فرداً كان أو مؤسسة أو دولة، وإنما هو سلوك مطلق في العمل الاقتصادي وكثيراً ما يلجأ إليها الشخص القوي لكن الهدف يختلف بين الأقوياء والضعفاء.

أما المديونية الخارجية على وجه الخصوص فليس لها تعريف دقيق، ولكن هناك تعريف إنفردت به ثلاث هيئات دولية هي صندوق النقد الدولي، البنك العالمي، منظمة التعاون والتنمية وقد اقترحت سنة 1984 ومضمونه هو:

المديونية الخارجية الإجمالية تساوي في تاريخ محدد إلى مجموع التزامات التعاقدية الجارية التي تسمح بتسديد المقيمين لدولة ما إزاء غير المقيمين والمستوجبة ضرورة دفع الأصل (رأس المال) مع أو بدون فوائد أو دفع الفوائد مع أو بدون تسديد الأصل.

ثانياً: مراحل الأزمة المديونية

ترجع جذور المديونية الخارجية في الدول النامية إلى المراحل الكبرى التي مرت بها العلاقات بين هذه الدول الصناعية وعلى الأخص إلى مرحلة النشو وتطوير رأسمالية احتكار التمويل التي زادت من درجة تبعية الدول النامية للدول الصناعية الرأسمالية، وبشكل عام يمكن النظر للمديونية في أفاقها عبر ثلاث مراحل من النمو:

1. المرحلة الأولى: ما قبل الحرب العالمية الثانية: تمتد هذه المرحلة بين عام 1820- 1840 وهي تاريخياً مرحلة ذات حركة دولية عالمية للرسميل، وتميزت بتصدير كثير من الرسميل من جانب بريطانيا وفرنسا، وتوجه جزء من هذه الرسميل نحو البلدان الجديدة آنذاك وجزء آخر لبلدان العالم الثالث الخاضعة للإمبراطوريات الاستعمارية، كما شهدت نهاية السبعينات تطوراً مفرطاً في ديون الإمبراطورية العثمانية ومصر، حيث اتبعت سياسة التحديث الاقتصادي وذلك بالتركيز على القروض الخارجية مما أدى إلى وقوع أزمة ناجمة عن الديون، وهذا ما وقعت فيه الإمبراطورية العثمانية فعلاً في ذلك الوقت، حيث شهدت أزمة حقيقية.

أما في بداية القرن عقب الحرب العالمية الأولى فقد تم تحديث الحركات الأولية للرسميل وكانت الولايات المتحدة الأمريكية البلد

الدائن الأساسي بالنسبة لبقية العالم، وفي ملفات مخزون الديون الدولية نجد في عدد البلدان الأساسية: كندا- استراليا - الهند، إلا أن الحدث البارز في هذه المرحلة هو الأزمة الاقتصادية الدولية التي بدأت في و.م.أ. عام 1929 وسميت بأزمة الثلاثينات، وقد أدت الأزمة بالدرجة الأولى إلى هبوط مداخيل صادرات البلدان المدينة بسبب الركود في البلدان الصناعية وصعود سياسة الحماية واختيار أسعار المواد الأولية مما أدى في نهاية الأمر إلى تفجر أزمة الديون، حيث كانت أزمة الديون الدولية ذات مدى علمي وقد عملت البلدان المدينة في المرحلة الأولى لتجاوز أزمة السيولة وخاصة بمحاولة الحصول على الاعتمادات لأجل قصير من المصارف الغربية لتنمية خدمة ديونها، وبسبب عدم الحصول على تلك الاعتمادات دخل معظمها في مرحلة عجز عن الدفع منذ عام 1931 وتوقفت عنها حركة تصدير الرساميل، وبصورة إجمالية فقد شكلت مرحلة الثلاثينات منطلقا لكثير من التعديلات المتعلقة بالتدفقات المالية الدولية.

2. المرحلة الثانية: ما بعد الحرب العالمية الثانية وحتى الثمانينات: يشير استعراض الأوضاع الاقتصادية الأولية خلال هذه الفترة أنها شهدت تغيرات عظيمة إبتداء من توقيع على إتفاقية (برتون وودز) التي بموجبها تم صياغة نظام اقتصادي جديد من مختلف العناصر الاقتصادية، ووضع أسعار ثابتة للصرف قابلة للتحويل ضمن حدود معينة، مع تشجيع التدفقات الأولية لرأسمال للأغراض الإنتاجية، وتبع ذلك إنشاء مؤسسات دولية تفي بهذا الغرض مثل البنك الدولي لغرض إعادة تعمير مادمرته الحرب العالمية الثانية، كذلك إنشاء صندوق وذلك لإعطاء أكبر قدر ممكن لتحقيق السيولة الدولية، إلا أن أهم ما شهدته بدايات هذه الفترة وخاصة على صعيد الدول النامية، فقد حصلت الكثير من الأقطار على استقلالها السياسي وبالتالي اندفعت لتحقيق تميمتها الاقتصادية. ففي العام 1955 كانت المعطيات تشير إلى أن ديون البلدان النامية كانت بمحدود 08 مليارات دولارات، وبنهاية الخمسينات كانت هذه الديون قد تضاعفت بسبب حصول عدد من الدول على الإستقلال، وفي الستينات تابعت الدول النامية الارتباط بشكل رئيسي بالمساعدة العامة للتنمية لتأمين تمويل نموها آنذاك الأمر الذي أدى إلى سرعة تنامي ديونها الخارجية حيث بلغت هذه الديون 36 مليار دولار في عام 1967 و 66 مليار دولارا في 1970، غير أن هذه الديون لم تهدد الحياة الاقتصادية، وقد اتسمت بعدم الاستقرار الاقتصادي الدولي عكس ما كانت عليه في الستينات والخمسينات.

3. المرحلة الثالثة: الثمانينات وحتى الوقت الحاضر مرحلة الأزمة: شهدت هذه المرحلة بداية الانطلاق نحو مأزق المديونية الدولية، فقد أدت المديونية المرتفعة إلى لجوء البلدان النامية للإقراض خلال عقد السبعينات، مع تدهور نموها المالي في بداية الثمانينات أي حدوث الأزمة وقد ظهرت بوادر الأزمة إبتداء من بولندا عام 1981، حينما تبين بأنها ليس بمقدورها دفع ما ترتب عليها من فوائد لقروضها الخارجية، أي أن هذه الأزمة طالت حديثا منعزلا ولم تؤدي إلى إثارة الدول حول المواضيع الإجمالية للتحويلات الدولية، إلا أن أزمة الديون تكررت في المكسيك في 1982 حينما تبين أنها غير قادرة على مواجهة إلتزامات الدفع، واعتبارا في هذا التاريخ إنحارت ثقة المصاريف بالقدرة المالية لحملة البلدان المدينة الأساسية، وترجمت النتيجة المباشرة بتغيير موقف المصارف حيال المدينين من الدول النامية.

وتشير الإحصائيات إلى أن مجموع الديون الخارجية لهذه الدول قد تضاعفت خلال فترة (1980-2000) حيث وصلت في عام 2000 إلى 2120.9 مليار دولار. كما تطورت في الدول النامية ديون كبيرة وتقلصت حصيلتها من العملات الأجنبية والاحتياطات الدولية واضطرت إلى استقبال بعثات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.

و صندوق النقد الدولي أصبح ليس له أهمية بسبب القروض الضئيلة التي يمنحها، لكن الدولة تمنح شهادة حسن السلوك من أجل الحصول على قروض جديدة لإعادة جدولة القروض.

ثالثاً: أسباب المديونية

هناك عدة تغيرات لشرح هذه الوضعية يمكن حصرها في أسباب داخلية وأخرى خارجية تعود إلى خلل في السياسات الداخلية، مع تسليمها بأن مشاكل المديونية تختلف من بلد لآخر. إن تصاعد المديونية للدول النامية يعكس غياب الاستخدام الأمثل للقوارض والعجز عن تنمية الطاقة التصديرية لهذه الدول، ويمكننا التعرض للأسباب التي أدت إلى المديونية فيما يلي:

1. الأسباب الداخلية للأزمة المديونية

أ- **عدم الكفاءة السياسات الداخلية وفشل الإصلاحات الهيكلية:** إذا أردنا الخوض في السياسات التي طبقتها الدول النامية، فإننا نقول أنها لم تكن مجدية لاقتصادها، سواء في فترة تشجيع الإدخار المحلي والاستثمار والسياسات النقدية والضريبية وسياسة الأسعار ومعدلات الفائدة والصراف، حيث كان عمل السياسات عكسي إذ عرفت انخفاض في الادخار المحلي والاستثمار ونقل الفعليات وشجعت هروب رؤوس الأموال الوطنية للأسواق الخارجية وتدهور الصادرات. أما فيما يخص فشل الإصلاحات الهيكلية يرجع إلى الأنظمة الإفريقية بصفة شبه كلية في تنفيذ التوجيهات الكلية بصفة فعالة، ولم تتم بعض الدول برنامج التصحيح الهيكلي إلى نهايته ومساعدة البنك العالمي والمقرضين، حيث تم إنفاق مبالغ ضخمة في مشاكل استثمارية فاشلة.

ب- **الدور التداخلي للدولة والاقتصاد المزدوج:** إن حكومات الدول النامية دعمت دورها ومراقبتها على مختلف أوجه الحياة الاقتصادية فتدخل السلطات العمومية باستمرار في مجالات الإنتاجية والمالية والإنفاق العمومي، أصبح واضحاً منذ وقت طويل، إضافة إلى مركزية القرارات المتعلقة بتحرير وتشغيل نظام الأسعار. فتبذير الموارد وعدم فعالية القطاع العام في تحديد مختلف الإعفاءات الضريبية الملائمة للاستثمار في الصناعة، كل هذا أظهر بأن تدخل الدولة لم ينجح في ترقية المشاريع الاقتصادية الممولة. فتحت ضغط الحكومات أصبحت البنوك تمنح قروضا للمؤسسات العمومية و القطاعات ذات الأولوية بأسعار هي في الواقع أقل من تلك السائدة في السوق ولكن الفارق بين التكلفة للقروض وعوائدها هو في الغالب ضعيف جداً لتغطية تكاليفها وكثير من هذه القروض لم يتم تسديدها.

ج- **العجز في ميزان المدفوعات و هروب رؤوس الأموال:** تعتبر المديونية دوماً نتيجة العجز في ميدان المدفوعات بصفة أدق من ميزان الحسابات الجارية للمشتريات من الخارج أكبر من المبيعات، وأغلب دول العالم الثالث عرفت منذ مدة طويلة عجز في حساباتها الجارية، وهذا العجز هو حاجة هذه الدول للتجهيزات والموارد الأولية لصناعاتها وتطوير اقتصادها وتمويل العجز الموجود في الميزان كانت تلجأ للقروض الخارجية.

أما جانب رؤوس الأموال هو بدوره يعتبر ذو أهمية كبيرة في تطوير المديونية أنه كان يقلص من قدرة الاستثمار المحلي ويؤدي بالضرورة إلى جلب رؤوس الأموال الأجنبية لتعويض رؤوس الأموال المحلية الهاربة.

ونقصد بهروب رؤوس الأموال: القيمة الإجمالية لمجموع التدفقات النقدية من الاقتصاد الوطني للخارج، سواء استثمرت على موجودات حقيقية كالعقارات أو حتى على شكل استثمارات مباشرة في الخارج من طرف المواطنين.

د- استعمالات القرض: لتثبيت المديونية يجب أن تستعمل الدولة المقرضة للأموال الداخلة إلى الوطن من الخارج في تمويل أنشطة لها معدل مردودية عالية، وهذا لضمان خدمات المديونية. ولكن الإخلال لهذه القواعد أي استعمال القرض في أنشطة عقيمة الإنتاج والربحية، أو الأنشطة الإدارية التي لا تسمح بجلب العملة الصعبة يؤدي إلى تفاقم الأزمة، ففي هذه الحالة القروض ليس لها أثر على المدى الطويل سوى رهن مسبق لجزء من الإيرادات الخارجية المقبلة للبلدان النامية، وبصفة عامة تفتقر لاستراتيجية واضحة لاستغلال القرض استغلالاً أمثل.

ه- النمو الديمغرافي الكبير وانخفاض الدخل القومي: عرفت دول العالم الثالث زيادة سكانية كبيرة وهذه الزيادة لم تصاحبها زيادة في الإنتاج بحكم الانهيار الاقتصادي الذي مسها عقب استقلالها، هذا كله أثر على الدخل القومي الذي يعرف أضعف مستوياته في دول العالم الثالث.

و- التصنيع غير الفعال: أنشأت هذه الدول بعد استقرارها السياسي مشاريع عمومية لغرض تحرير اقتصادها وتنشيط الصناعة حيث هذه الصناعات لا تنشط مباشرة لإنشاء السلع التصديرية مما تسبب في حدوث تناقص داخلي بين القروض الخارجية الضخمة و التصنيع. حيث أصبحت هذه المشاريع غير فعالة للتصدير ويمكن أن تستعملها في تسديد خدمة الدين.

ي- الحروب وتزايد النفقات العسكرية: يؤكد الاتفاق الأمريكي لحقوق الإنسان والتنمية الاجتماعية أن العالم أنفق في الثمانينات على الأسلحة مبلغ 2000 مليون دولار كل 24 ساعة، وثلاث هذه الأسلحة تشتريها دول العالم الثالث. وتشير مجلة التمويل والتنمية مارس 1992 أن حكومات الدول الإفريقية خاصة جنوب الصحراء تنفق ما يفوق 4 مرات ميزانيتها للصحة في النفقات العسكرية.

2. الأسباب الخارجية لأزمة المديونية: إن الأسباب الداخلية تؤثر بنسبة 20% في إحداث الأزمة، أما الأسباب الخارجية تؤثر ب 80% ومن أهم الأسباب هي:

أ- الصدمات البترولية في سنوات 1973- 1979- 1986: في بداية 1979 عرف سعر البترول ارتفاع ب 03 دولار، ووصل إلى أكثر من 30 دولار في فترة 1979 و 1980، هذا أثر كثيرا في تضخم الفاتورة البترولية للدول المستوردة للبترول قدرت ب 7 مليار دولار سنة 1973، 24 مليار دولار سنة 1974، و 100 مليار دولار سنة 1981. حيث لعبت السياسات الاقتصادية في البلدان الصناعية دورا أساسيا في تفجر أزمة الدين للدول النامية، وقد وضعت فوائض لدول OPEP في البنوك التجارية العالمية في شكل ودائع قصيرة الأجل، هذا ما أدى إلى خلق سيولة فائضة في النظام العالمي. إذ دفع ذلك إلى إعادة البنوك تدوين الفائض في شكل قروض للدول النامية، هكذا تقلص أثر الكساد العالمي وتصاعدت المديونية.

ب- الركود الاقتصادي العالمي: المتمثل في صدمتين 1974- 1975 و 1980- 1982 حيث إنخفض النمو الاقتصادي العالمي خاصة للدول النامية، وأدى إلى تقليص الطلب على منتجات الدول النامية من طرف الدول الصناعية، وبالتالي تدهور عوائد الصادرات بسبب انخفاض أسعارها وارتفاع أسعار الإستيراد، كما إنخفض الناتج المحلي الخام للدول النامية 2% في السنة. وقدرت بعض الدول الخسارة ب 28 مليار دولار وجعل الكثير من الدول غير قادرة على تحصيل العملة الصعبة لإنجاز التزاماتها.

ج- ارتفاع أسعار الفائدة: يعتبر من أهم الأسباب الخارجية التي أدت إلى ارتفاع القروض البنكية في الدول النامية خاصة بعد الصدمة البترولية 1979 و 1980، وبسبب السياسات المالية الاقتصادية المطبقة لتخفيض الضغوطات التضخمية وعجز

الميزانيات لدول OMC، وبعد فشل في مواجهة الأزمة الحادة للاقتصاد الرأسمالي تم التحول إلى سياسات اقتصادية جديدة لمواجهة الأزمة ومحاربة التضخم واللجوء إلى أسواق رؤوس الأموال بدلا من التوسع النقدي ، وقدمت و.م.أ هذا في بداية 1980 حيث أدى إلى ارتفاع خدمة الدين.

د- ارتفاع سعر الصرف الدولار: بعد إبرام اتفاقية PLATZA في نيويورك سنة 1985 خاصة أن الدولار هو العملة الأساسية التي تقوم بها المديونية للدول النامية، فحوالي 80% من المديونية لهذه الدول مقدره بالدولار الأمريكي، ومن ثم فإن انخفاض هذه العملة تكون لها آثار سلبية على هذه البلدان، ففي فترة 1979-1983 ارتفعت نسبة المديونية بحوالي 2.5 وأدى إلى انخفاض سعر الدولار.

هـ- انخفاض القروض الخاصة وزيادة الديون متعددة الأطراف: في 1986 قدرت التدفقات الصافية للقروض إلى الدول النامية ثلث ما كانت عليه في 1981 ورغم منح القروض الخاصة للدول النامية ارتفعت إلى 68 مليار دولار في 1986. أما الحصص المقدمة من طرف صندوق النقد الدولي التي تجاوزت مبلغ 1.6 مليار دولار ارتفعت إلى مستوى قياسي بمبلغ 8.7 مليار دولار.

ثانيا: آثار المديونية على اقتصادية الدول والحلول المطروحة

نتج عن المديونية آثار سلبية قد مست اقتصاديات الدول سلبا نتيجة أبعاد المديونية لذا طرحت حلول لمعالجة هذا الوضع.

1. آثار الدين الخارجي على اقتصاديات الدول النامية: وتتمثل في مايلي:

أ- آثار الدين على الاستثمار: منذ عام 1982 ظهرت مشكلة الدين الخارجي وإنخفضت معدلات الاستثمار في معظم البلدان الدائنة، كما إنخفض مستوى الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى نسبة 24% في فترة 1971-1981 وإلى 18% في فترة 1982-1987، وذلك بانخفاض خدمة الدين ونقص رؤوس الأموال الأجنبية وانخفاض حافز الاستثمار.

ب- أثر الدين على التجارة الخارجية: وتمثل هذا الأثر فيما يلي:

✓ **إضعاف القدرة على التمويل:** إن ضعف المديونية مرتبط بضعف القدرة المالية للبلدان النامية، وتبرز هذه الظاهرة عندما تكون مدفوعاتها من خدمة الدين أكبر من القروض الجديدة، كما يبرز تباطؤ الاقتراض وارتفاع أسعار الفائدة وكذا انخفاض القروض الممنوحة للدول النامية، حيث وصلت إلى 1 مليار دولار سنة 1987-1988 أمام التحويلات الصافية الممنوحة من طرف البنك العالمي لصالح الدول النامية خلال فترة 1990-1994.

✓ **إضعاف القدرة على التجارة الخارجية:** يمثل دوما في حالات البلدان المتخلفة القطاع المتلقي لصدمات خاصة على مدى المتوسط والطويل، ويعود ذلك إلى تقلبات الصادرات والقدرة الذاتية على الإسترداد وتؤثر على الإسترداد بالانخفاض والصادرات بالارتفاع.

✓ **تزايد العجز في ميزان المدفوعات:** عانت الدول النامية من موازين مدفوعاتها، واستمرت المديونية بالتأثير سلبا على التنمية الاقتصادية لهذه الدول، كما عجزت الدول النامية على تحقيق معدلات النمو، وإذا ما تحقق فائض يبقى مؤقتا مادام الدين يستهلك الصادرات.

✓ **ارتفاع معدل التضخم:** زيادة معدلات التضخم في الدول النامية من أهم النتائج، لذا يؤدي إلى زيادة القدرة الشرائية

وإرتفاع الأسعار، ويزيد ذلك حدة التضخم ونقص عرض منتجات في السوق.

ج- أثر الدين على الاستقلال الاقتصادي: من أخطر آثار المديونية هي التبعية الاقتصادية لبلد دائن، حيث يمتص دماء الشعوب، ويمكن إضاحه مؤشرين هما:

✓ ارتفاع نسبة المديونية إلى الناتج المحلي: تزداد ديون الدول النامية إلى إجمالي الناتج المحلي المستحق كلما زادت الدول في التمويل الأجنبي فيزيد ناتجها الوطني أو القومي.

✓ زيادة التعامل التجاري مع دول معينة: القروض الأجنبية تؤثر تأثير واضح في هيكل التوزيع الجغرافي التجاري من خلال تأثير هذه القروض على شكل زيادة السلع والخدمات للدول الدائنة وزيادة صادراتها لتسديد فوائدها.

2. حلول لمعالجة الدين الخارجي: ومن بين أهم الحلول نجد:

أ- إعادة الهيكلة: في فترة 1995 - 1998 ومن أجل تخفيض المديونية، أعيدت هيكله الديون أي تخفيضها جزئياً وفق خطط من أهمها:

- خطة بيكر، وهي خطة تخص 15 بلد من البلدان الدائنة تتركز على ثلاث نقاط هي:

✓ إتباع برنامج التصليح الهيكلي الموجه أساساً إلى استعادة النمو؛

✓ اقتراض جديد ومنسق من طرف البنوك التجارية؛

✓ منح قروض جديدة ومراقبتها.

- خطة برادي: مخطط يخص 29 بلد هدفه منح قروض جديدة مرتكزة على تصليح في آجال متوسطة، واستعمال موارد المؤسسة المالية لتسهيل العمليات.

- خطة مراو: تقوم البلدان النامية إلى تحويل جزء من ديونها إلى سندات.

أما الدول النامية طبقت سياستين:

✓ سياسة انكماشية: تخفيض نفقتها الاستثمارية لعدم القدرة على التمويل وهذا يؤدي إلى تخفيض المشاريع.

✓ سياسة توسعية: تتجه نحو زيادة الصادرات للحصول على عملة صعبة وتحقيق النمو.

نتج عنها انخفاض المديونية بفضل دعم ص ن د والبنك العالمي.

ب- تبادل الديون: أهمية تبادل الديون كونها تسمح بتخفيض مستحقات الديون وتمثل في:

✓ مبادلة الديون بالسندات والمساهمات: المبادلات بالسندات هي تبادل دين قديم بسندات ضعيفة أو معفاة من الفائدة

والتسديد مضمون من قبل بلد الوسيط، المبادلات بالمساهمات هي مبادلة بأصول المستثمر يبحث عن مساهمة في شركة معينة.

✓ مبادلة بعملة صعبة: أي يقوم البنك المركزي بإصدار سندات جديدة محرر بعملة محلية مقابلة ديون مستبدلة.

✓ إعادة شراء الدين: وهي شراء دين عند انخفاض قيمته في السوق الثانوي للتخلص من دفع الفوائد.

ج- إعادة الجدولة: هي تأجيل وتمديد مدة سداد القرض وبشروط جديدة. هناك فرق بين إعادة الجدولة وإعادة الهيكلة.

إعادة الهيكلة صعبة التطبيق تحتاج إلى قدرة اقتصادية كبرى، من أهم إعادة الجدولة موافقة نادي باريس إلى تبادل 23 مليار دولار

في فترة 1976-1988 بالإضافة إلى هذه الحلول ظهرت أخرى حدية:

✓ وضع إستراتيجية مستدامة للاقتراض: يتوقع المقرض هنا مواصلة خدمة الدين دون تغيير أو إجراء تصحيح، مع مسح ديون الدول النامية نتيجة فشل الحلول المطبقة، لأنها لا تقضي على الأزمة من جذورها، إذ لا بد من إنشاء اتحاد دول النامية لطلب إلغاء الديون، ويجب كذلك تمديد آجال الاستحقاق بسبب تراكم الديون القصيرة الأجل حيث يترتب عليه دفع الدين بشروط جديدة.

ثالثا: أزمة المديونية الخارجية الجزائرية

الجزائر من بين العديد من دول العالم الثالث اتبعت سياسة ائتمانية تفوق قدراتها بالإضافة إلى ضعف الإدخار المحلي فالحل من أجل التمويل خلال السبعينات، كان اللجوء إلى الإقراض الخارجي وهكذا وصلت إلى أزمة المديونية.

1. أسباب انفجار أزمة المديونية في الجزائر: لعبت الأسباب دورا في تفاقم أزمة المديونية ونلاحظها كالآتي:

أ- الأسباب الداخلية: وتمثل فيما يلي:

- هروب رؤوس الأموال إلى الخارج.
- إضعافها على قدرة على الاستثمار الداخلي.
- عدم وضوح سياسة الإقراض الخارجي.
- لجوء الجزائر إلى قروض قصيرة الأجل ذات تكلفة عالية.
- تدهور القطاع الزراعي.
- إرتفاع القروض في سنة 1979 بسبب المتغيرات التي طرأت على إجراءات التمويل.
- التمويل بعجز الميزانية.
- إصدار كمية من العملة دون مقابل لها من إنتاج أو رصيد من العملة.
- ارتفاع خدمة ومعدل السنوي الذي يجب دفعه كفوائد سنوية.

ب- الأسباب الخارجية: ويعود أهم سبب إلى:

- انخفاض أسعار النفط في سنة 1986 حل بصدارة بنسبة 95% أي 500 مليون دولار سنويا.

2. تطور وآثار المديونية الجزائرية

أ- تطور المديونية الجزائرية: تطورت الديون من سنة 1985 - 2003 حسب الفترات التالية:

- ✓ (1985-1990) إرتفعت إلى 17.31 مليار دولار لتصل إلى 251.28 مليار دولار بسبب إنخفاض أسعار البترول.
- ✓ (1991-1993) إنخفضت لتصل إلى 25.724 مليار دولار أي بنسبة 7.2% بعدما كانت 27.875 مليار دولار.
- ✓ (1994-1996) إرتفعت من 29.486 مليار دولار إلى 33.651 مليار دولار أي بنسبة 12.4%.
- ✓ (1997-2001) إنخفضت بعدما تجاوزت 31.222 مليار دولار إلى أن تصل إلى 22.571 مليار دولار أي بنسبة 38.30%.
- ✓ (2002-2003) استقرار نسبي للديون الخارجية.

✓ (2004-12-31) ديون طويلة ومتوسطة الأجل إرتفعت إلى 21.411 مليار دولار.

ب- آثار المديونية الجزائرية: وهي كالتالي:

✓ الأثر على ميزان المدفوعات: تميزت سنة 2002 في وضعيتها المالية بتحسن رغم انخفاض سعر البترول وإنخفاض الصادرات أما المداخل فسجلت إستقرارا حيث إستقر الحساب الجاري.

✓ الأثر على سعر الصرف: تخفيض سعر الصرف للدينار جزائري منذ 1979 حيث أصبحت هناك منافسة للسلع الجزائرية.

✓ الأثر على التضخم: نتيجة زيادة القدرة الشرائية عن المنتج المعروض وإختلال التوازن بسبب العجز المستمر في الميزانية العامة للدولة.

3. السياسات الحكومية المطبقة وأخرى مقترحة

1. السياسة الحكومية المطبقة

أ- إعادة الجدولة: اتفاقية ما بين الدائن والمدين يرمي إلى تغيير أجل إسحقاق أقساط مبالغ المقرضة مع ارتفاع خدمة الدين الخارجي إلى 73% من إيرادات الصادرات تحققت في 1991 شرط إعادة الجدولة وهي:

- عدم القدرة على تسديد المستحقات؛
- طلبت الجزائر من ص ن د النظر في رزنامة الديون؛
- عقدت مؤتمرات لإعادة جدولة الديون أكثر من 5300 مليون دولار.

ب- إعادة التمويل: إعادة هيكلة الديون ومواعيد إستحقاقها، ويؤدي هذا إلى تخفيض خدمة الدين سنويا، كما يغير تشكل الديون خلال فترة زمنية محددة. وقد أعادت الجزائر تشكيل ديونها أكثر من 50% من مداخل الصادرات وغيرت الدين من قصير إلى متوسط الأجل لرفع الاستثمار.

ج- تحويل المديونية إلى استثمار: اتفاقية تحويل المديونية إلى استثمار حيث أعلن Jacques Chirac عن تحويل 60% من المديونية إلى استثمارات. تم إعاد جدولة 520 مليون دولار وقدرت المديونية سنة 2004 ب 23 مليار دولار.

2. السياسة المقترحة لتخفيض المديونية

أ- الإعتماد على قطاع المحروقات: مرت المحروقات بمرحلة حاولت الحكومة الحصول بقيمتها على قروض طويلة الأجل وحصلت على قرض ب 100 دولار في 02/08/1991، بالإضافة الى إتفاقية حق إستغلال الشركات الأجنبية للحقول البترولية مقابل حقوق إستغلال.

ب- إعادة تشكيل الديون الخارجية: تعهدت الحكومة مع إيطاليا بقيمة 2.5 مليار دولار.

ج- سياسة النقشف: تستوجب التحكم الأقصى والأمثل في إيرادات الدولة من العملة الصعبة وقدرت ب 3 مليار دولار.

د- القروض بعمليات رهن الذهب SWAP: وهي تعني بيع الذهب للحصول على العملة الصعبة والتي قامت بها الجزائر سنة 1991.

IV. تحليل أزمة سوق الأوراق المالية

أولاً: تعريف أزمة سوق الأوراق المالية

تحدث أزمة أسواق المال عندما ترتفع أسعار الأصول إرتفاعاً يفوق القيمة العادلة لهذه الأصول وبصورة غير مبررة وهذا الإرتفاع يعرف بظاهرة الفقاعة، حيث يحدث هذا الإرتفاع غير العادل في أسعار الأصول عندما يكون الدافع للشراء هو تحقيق الربح الناتج عن إرتفاع الأسعار، وليس بسبب قدرة هذه الأصول على توليد الدخل، كما تحدث أزمة أسواق المال عندما يتعاطم الإتجاه نحو بيع هذه الأصول فتبدأ الأسعار في التراجع والهبوط وتحدث حالة الانهيار، وتمتد آثار ذلك إلى أسعار الأصول الأخرى لنفس القطاع أو ربما تمتد أيضاً إلى القطاعات الأخرى.

كما أن هناك تعريف آخر: تحدث نتيجة ما يعرف بظاهرة الفقاعات حيث سرعان ما تنفجر فتؤدي إلى تدهور في مؤشرات الأسواق المالية بالدعر، فيقومون ببيع أوراقهم المالية حتى بأدنى الأسعار، وتحدث أزمة الأسواق المالية عند انهيار مؤشرات البورصة بأكثر من 20% مدة ثلاثين يوماً متتالية على ما كانت عليه المؤشرات قبل ذلك، وتحدث نتيجة تدهور مفاجيء وسريع لأسعار الأسهم والسندات، وعليه تحدث أزمة الأسواق المالية عندما يتعاطم الإتجاه نحو بيع الأسهم فتبدأ الأسعار في التراجع والهبوط وتحدث حالة الانهيار، حيث تمتد نثار ذلك إلى أسعار أسهم أخرى.

ثانياً: المؤشرات الاقتصادية لأزمات سوق الأوراق المالية

1. المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية: والمتمثلة فيما يلي:

- إرتفاع معدل التضخم؛
- نمو سريع في التدفق النقدي؛
- إنخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات؛
- عجز مالي متزايد؛
- إرتفاع معدل التبادل بالنسبة للإتجاه السائد؛
- النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي؛
- إرتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية؛
- إرتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي؛
- نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية؛
- إنخفاض قيمة الاحتياطي النقدي العالمي؛
- إنخفاض نسبة النمو الاقتصادي؛
- إرتفاع معدل الأسعار والأرباح؛
- إرتفاع معدلات الفائدة المحلية وإرتفاع معدل البطالة.

2. المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية:

- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر على أسواق الإئتمان؛
- إطار ضعيف في الجهاز الإداري للإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك؛

- غياب الشفافية والإفصاح عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية؛

- ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية؛

- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في السوق؛

- سيطرة بعض الصناعات على سوق الأوراق المالية؛

- انخفاض معدلات التبادل؛

- قطاع التصدير أكثر تركيزاً؛

- الرقابة على دخول السوق والخروج منه.

ثالثاً: أسباب أزمات سوق الأوراق المالية

إن نشوب أيّ أزمة مالية سببه وجود خلل في المؤشرات الاقتصادية، وأداء الجهاز المصرفي وضعف الدور الإشرافي والرقابي الذي يمارسه البنك المركزي على النظام المالي ككل، فوجود عجز متنامي في الميزان التجاري وانخفاض كبير في الإنتاجية بالإضافة إلى انخفاض حجم الإحتياطي من النقد الأجنبي يدفع المضاربين إلى زيادة مضاربتهم على العملة المحلية، وذلك خاصة إذا كانت قيمة العملة لا تعبر عن حقيقة الوضع الاقتصادي، والضاربة في البورصة الأمر الذي نتج عنه تشتت المضاربين من أجل بيع هذه العملات في ظل تحرير كامل للسوق المالي.

رابعاً: أهم أزمات سوق الأوراق المالية

1. أزمة البورصات 1987 (الاثنين الأسود):

أ- **بوادر الأزمة:** بدأت الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في 19 أكتوبر 1987، وذلك بخلل في التوازن بين العرض والطلب ليس في الأسواق الحاضرة فقط، بل وأيضاً في سوق العقود المستقبلية، وقد نشأ هذا الخلل من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل، فقط تدافع المتعاملون لبيع أعداد كبيرة جدا من الأوراق المالية التي يجوزتهم، ونجم عن هذا الإندفاع المتهور في البيع انخفاض حاد في أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا اليوم.

كما سجل مؤشر "داو جونز" لمتوسط الصناعة والذي يقيس تطور 30 شركة أمريكية انخفاضا بحوالي 22,5% من قيمة الأسهم المتداولة في هذا اليوم.

إن حدوث مثل هذا الإنهيار الكبير في الأسواق الأمريكية كان أمر متوقع حسب بعض الخبراء فقد شهدت الأيام التي سبقت انهيار أسواق الأوراق المالية انخفاضا كبيرا في نسبة الاستثمار في الأوراق المالية، حيث بلغت نسبة الاستثمار في الأسهم حوالي 60% وانخفضت هذه النسبة إلى 26% نهاية سبتمبر 1987.

ب- أسباب الأزمة:

- الأزمة هي انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها من قبل المتعاملين، حيث أن أي موجة من أوامر الشراء تتبعها موجات متتالية من أوامر الشراء، وأن أيّ موجة من أوامر البيع عادة ما يصحبها موجات متتالية من أوامر البيع، وعليه فإن أزمة أكتوبر لا تخرج عن كونها سلسلة من التصرفات التي لا تتصف بالرشد في أوساط المتعاملين في السوق حيث أن الموجة الأولى من أوامر البيع حركت السوق نحو المزيد من أوامر البيع حتى انتهى الأمر إلى هبوط شديد في أسعار الأوراق المالية.

- هناك من يرى بأن الانخفاض الكبير الذي شهدته أسعار الأسهم في معظم البورصات على المستوى العالمي خلال شهر أكتوبر يعود بالدرجة الأولى إلى أن مستويات أسعار الأسهم في هذه الأسواق كانت أعلى مما كان ينبغي أن تكون عليه وبالتالي فإن الانهيار الكبير لأسعار الأسهم قد حدث تصحيحاً للأوضاع السابقة غير العادلة ليعيد الأسعار إلى مستواها الطبيعي.

- الأزمة المالية هي انعكاس المعلومات على أساس أن النزول الحاد الذي أصاب أسعار الأسهم إنما يعزي إلى ردود معلومات غير متفائلة عن الظروف الاقتصادية المستقبلية متمثلة في تردي الأوضاع الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية وفي مقدمة تلك الأوضاع توقع ارتفاع أسعار الفائدة وما يتعلق بارتفاع معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية وانخفاض قيمة الدولار نتيجة لارتفاع العجز في موازنتها العامة وتفاقم العجز التجاري وميزان المدفوعات.

- ساد الاعتقاد خلال فترة أكتوبر 1987 بأن أساليب الإيجار التي استحدثت في السوق الأمريكية في منتصف السبعينات وأوائل الثمانينات إضافة إلى سوق العقود المستقبلية في الأوراق المالية الذي بدأ نشاطه في 1972 التي تبنت في إحداث أزمة في العالم بأسره .

- من بين الادعاءات عن أسباب أزمة 1987 أنظمة العمل التقليدية في الأسواق الأمريكية مثل انخفاض تكلفة المعاملات وأليات إزالة الخلل بين العرض والطلب (إيقاف أو تأجيل التعامل لفترة من الزمن، وضع حدود للسعر الذي يمكن أن يتم عليه، التعامل خلال اليوم) وهامش الوقاية في البيع النقدي الجزئي، الحاسوب في تنفيذ الصفقات، وتشير العديد من الدراسات إلى عدم وجود دليل يؤكد مسؤولية تلك الأنظمة عن أحداث الأزمة.

ج- نتائج الأزمة:

- انهيار السوق حيث قدرت نسبة الهبوط 22,5% وتلك أكبر خسارة في يوم واحد في تاريخ 19 أكتوبر 1987، أكبر من تلك التي كانت في يوم الكساد 1929 العظيم وأهم هذه النتائج:

- تعرض البنوك الدائنة إلى أزمة إفلاس؛

- الخسارة الكبيرة لاحتياطي الشركات الكبرى،

- فقدان جزء مهم من الادخار المحلي الذي كان يحتفظ به الأفراد والشركات.

د- بعض الحلول للخروج من الأزمة:

- قامت البنوك المركزية في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وبعض الدول الأوروبية من بينها بريطانيا وفرنسا بالعديد من الإجراءات للتخفيف من حدة هذه الأزمة حيث قامت بخفض معدلات الفائدة وكذا توفير السيولة اللازمة من أجل تدعيم الأسواق المالية.

- تم توقيف التعامل في العديد من الأسهم المتداولة في وول ستريت وفي أسواق الاختيار والعقود المستقبلية وقد تدخلت الشركات الكبيرة لإعادة شراء أسهمها كخطوة مهمة للخروج من هذه الأزمة، في حين أن البنوك لعبت دوراً مهماً وذلك في منح الائتمان لتجار الأوراق المالية.

- تم إغلاق سوق الأوراق المالية بهونغ كونغ منذ الشراكة الأولى لأزمة 1987 خوفاً لتلاقي المزيد من الهبوط في الأسعار لمدة أسبوع على الأقل ولكن عند افتتاحها يوم الاثنين 26 أكتوبر، انخفضت الأسعار بمستوى أكبر مما كانت عليه قبل إغلاق

البورصة بانخفاض قدره 34% في يوم، وقد ساهمت البنوك بمساعدة من الحكومة في توفير السيولة اللازمة لتخليص البورصة من أزمته.

- في اليابان فقد ساهم المستثمرون وبحرص من الحكومة في توفير السيولة وتدعيم الأسعار في البورصة من خلال بيع الأسهم التي بحوزتهم في بلدان أخرى، مما أدى إلى انعاش بورصة طوكيو وازدادت بذلك صعوبات البورصة الأجنبية.

2. أزمة دول جنوب شرق آسيا

أ- **بؤادر الأزمة:** بدأت الأوضاع في التغيير منذ شهر جويلية انطلافاً من تايلندا وسرعان ما انتقلت العدوى إلى بقية دول جنوب شرق آسيا وإلى البلدان التي تعتبر الأقوى اقتصادياً في آسيا (اليابان، وكوريا الجنوبية، وهونغ كونغ) بدرجة قد تكون متتالية ومتقاربة إلى حد ما. وفي الواقع فإن تايلندا التي انتشر منها الذعر إلى بقية الدول المجاورة قد بدأت عليها عوارض الأزمة منذ سنة 1996، حيث تراجع صدراتها بشكل كبير نتيجة الارتفاع الذي شهده الدولار الأمريكي ذلك العام مما أدى إلى فقدان القدرة التنافسية لتايلندا وبعض دول جنوب شرق آسيا.

إن عدم وجود احتياطات النقد الأجنبي لتايلندا وارتفاع حجم الديون الخارجية كانت أحد الأسباب التي عجلت تايلندا بتعويم عملتها آلياً لمدة طويلة ما أدى إلى استنزاف الجزء الأكبر من احتياطاتها من النقد الأجنبي، إلا أنها في النهاية تخلت عن ربط عملتها الوطنية بالدولار الأمريكي وشرعت في تعويمها وتهاوت العملة التايلندية على إثر ذلك إلى مستويات قياسية، وقد برزت هذه الصعوبات في مؤشرات أسعار الصرف في العديد من الاقتصاديات الناشئة كما أن العملات الرئيسية من الدولار الأمريكي واللين الياباني كانوا عرضة للتقلبات في بيئة دولية مضطربة.

ب- **أسباب الأزمة:** ويرى العديد من المحللين أن السبب المباشر لأزمة دول جنوب شرق آسيا يرجع أساساً إلى كون معدلات النمو الاقتصادي التي شهدتها هذه الدول كانت أكبر وأقوى من قدرة المؤسسات المالية والاقتصادية وكيفية التعامل معها بالشكل المطلوب، وعموماً يمكن إيجاز أهم أسباب الأزمة التي قد تكون متداخلة ومتماسكة :

- من إحدى أهم الأسباب التي أدت إلى نشوب الأزمة هي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية وبمعدلات مرتفعة، حيث أدى تدفق رؤوس الأموال إلى دول جنوب شرق آسيا إلى الزيادة في الاستثمار المحلي الذي أدير من طرف مؤسسات مالية ومصرفية هشّة وضعيفة وغير خاضعة للرقابة، مما أدى إلى التساهل في منح الائتمان والتهاون في تشديد الرقابة على البنوك الأجنبية الدائنة، وتوظيف هذه الأموال في مشروعات ليست كلها مجدية، كما ويشرح الأوروبيون أسباب الأزمة الآسيوية إلى ضعف النظم المالية وإلى الاقتصاديات الهشّة في معظم دول شرق آسيا.

- زيادة ما يسمى الاستثمار السلبي حيث انتهجت دول جنوب آسيا سياسات اقتصادية تشجع الادخار وانخفاض الطلب المحلي، والاعتماد بصفة رئيسة على الصادرات كمحرك أساسي للنمو الاقتصادي، مما أدى إلى اختلال التوازن بين وفرة المدخرات وانخفاض فرص الاستثمار المنتج.

- رغم النمو السريع في اقتصاديات دول شرق آسيا والتطورات السريعة والمتلاحقة في بيئة الاقتصاد العالمي إلا أن النظم المالية لهذه الاقتصاديات ظلت جامدة وخاضعة للتدخل الحكومي، وقد أدى التدخل الحكومي لدعم المؤسسات المالية الضعيفة أو المعسرة في كل من أندونيسيا، ماليزيا، تايلندا، وتوجيه الائتمان من خلال البنوك في كوريا، إلى تفاقم مشكلة المخاطر المعنوية نتيجة لوجود

إدراك بوجود ضمانات حكومية ضمنية، الأمر الذي شجع تلك المؤسسات على الانخراط في أنشطة خطيرة غير محسوسة.

ج- أهم نتائج الأزمة الآسيوية :

- مع تسارع تردي الأوضاع واتساع نطاق الأزمة تدهورت أسعار الأسهم في البورصات الآسيوية وعلى وجه الخصوص البورصات الخمس (أندونيسيا، تايلندا، كوريا الجنوبية، ماليزيا، والفلبين) حيث نتج عن هذه الأزمة انخفاض في القيم، فقد سجل سوق الأسهم في جاكرتا انخفاض كبير حيث انخفض مؤشره في 18 ماي 1998 بنسبة 46,3% من قيمته السائدة في 30 جوان 1997، كما أن تعرض سوق الأسهم في هونغ كونغ إلى انخفاض حاد في مؤشره يوم واحد 22 أكتوبر 1997 بلغ نحو 765,3 نقطة بنسبة 6%، كما فقد مؤشر الأسهم في البورصة الماليزية حوالي 41,5% من قيمته في 11 جويلية 1998 مقارنة بيوم واحد 27 فيفري 1998، وهو ما يعتبر تدهورا كبيرا في أسعار الأسهم في الأسواق المالية لتلك الدول كما امتدت آثار الأزمة الآسيوية إلى أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث انخفض مؤشر داوجونز في 27 أكتوبر 1997 بنسبة 7,6% وامتدت أيضا إلى البورصات دول أمريكا اللاتينية.

- التحول المفجئ في اتجاه تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وتخوف الكثير من المستثمرين الأجانب من تدهور اقتصاديات دول شرق آسيا بعدما كانت أحد الأماكن المفضلة لهم، مما جعلهم يسارعون في بيع حجم كبير من الأسهم للتقليل من الخسائر، وهو ما أدى إلى زيادة تدهور قيمة الأسهم وتراجع الثقة وتردد الشركات في توظيف استثمارات جديدة.

- انهيار وإفلاس العديد من المؤسسات المالية الاقتصادية وارتفاع معدلات البطالة والفقر، وتدني مستويات المعيشة، وتعتبر اندونيسيا وتايلندا وماليزيا وكوريا الجنوبية البلدان الأكثر تضررا من جراء الأزمة، حيث أن نسبة البطالة تضاعفت بثلاثة أضعاف سنة 1998 مقارنة بسنة 1999.

3. انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في أبريل 2000

أ- بؤادر الأزمة الأمريكية: بدأت بؤادر الخلل في الولايات المتحدة منذ شهر مارس 2000، حيث شهدت أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية أو ما يسمى الاقتصاد الجديد موجة من البيع وبشكل لم يسبق له مثيل بعدما كانت من أكثر الأسهم إقبالا من قبل المستثمرين منذ أوائل الثمانينات من القرن الماضي نتيجة تسارع التقدم التكنولوجي وتحرير قطاع الاتصالات السلكية واللاسلكية، منذ مطلع القرن العشرين فقدت العديد من شركات التكنولوجيا والمعلوماتية الثقة نتيجة الأعمال والنتائج المخيبة للأمال واضطر الكثير من المستثمرين إلى بيع أسهم هذه الشركات حيث شهد شهر مارس 2000 موجة بيع كبيرة ما أدى إلى هبوط حاد لأسعار أسهم شركات التكنولوجيا أو ما يعرف بالاقتصاد الجديد.

قبل وقوع الأزمة في وول ستريت في أبريل من عام 2000 كان العديد من المتعاملين وتحديدا كبار رجال المال والأعمال قد حذر من انفجار الفقاعة المالية حيث أشاروا إلى أن أسعار الأسهم مبالغ فيها، كما كانت هناك بعض الإشارات التحذيرية لأزمة البورصات الأمريكية من قبل البنك الاحتياطي الفيدرالي منذ منتصف عام 1996 نتيجة المضاربة المفرطة من قبل المستثمرين والارتفاع المبالغ فيه لأسعار الأسهم وبخاصة أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية وعزز ذلك في رفع أسعار الفائدة وفي كل مرة يعلن إشارات الإنذار.

ب- الأسباب:

- المضاربات المفرطة والمبالغة الشديدة في أسعار الأسهم وخاصة أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية بهدف جني أكبر قدر من الأرباح السريعة.

- الأخبار غير مطمئنة عن نتائج أعمال بعض الشركات الكبيرة الرائدة بقطاع التكنولوجيا التي تم الاعلان عنها في شهر مارس 2000.

إدانة شركة مايكروسوفت بممارسة أنشطة احتكارية الأمر الذي فتح الباب أمام تعرضها لعقوبات قد تؤثر على مستقبلها وهو ما انعكس بشكل عام على أسعار الأسهم التكنولوجية في أسواق المال الأمريكية والأوروبية والآسيوية على حد سواء.

V - تحليل أزمة الرهن العقاري

أولاً: تعريف الرهن العقاري

هو قرض يمكن المقترض سواء كان فرداً أو مؤسسة من أن يقترض نقوداً ليشترى منزلاً أو عقاراً آخر، وتكون ملكية هذا العقار ضماناً للقرض، وفي حالة عجزه عن سداد القرض فإنّ من حق المقرض اتخاذ الإجراءات الكفيلة لتملك هذا العقار، وبصورة أخرى فإنّ العقار يبقى مرهوناً حتى يتم سداد القرض.

ثانياً: جذور وأسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

الأزمة المالية التي انفجرت سنة 2008 بطبيعة الحال لها جذور وأسباب ستعرّف عليها من خلال هذا المطلب إضافة إلى مراحل الأزمة.

1- جذور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

تعود جذور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أو 2007 بل تعود لبداية الألفية الجديدة في نهاية عام 2000، حيث كانت هناك أزمة في الولايات المتحدة الأمريكية سميت أزمة "دوت كوم" متعلقة بشركات الإنترنت، حينها قام البنك الفيدرالي الأمريكي بخفض نسبة الفائدة من 6.5% إلى 3.5% خلال شهور قليلة لزيادة السيولة في السوق وتشجيع الإنفاق، وبعد ذلك أتت هجمات 11 سبتمبر 2001 التي سببت مشاكل اقتصادية أخرى مما استدعى تخفيض نسبة الفائدة إلى 1% في شهر يوليو 2003 واستمر ذلك لمدة سنة.

وهكذا أدت هذه النسبة المنخفضة جداً للفائدة لتوفير سيولة هائلة في السوق، ما ساعد على ارتفاع أسعار العقارات وجذب جماعات المستهلكين للاقتراض، ما دفع البنوك التجارية للإقراض واستغلال فرصة ارتفاع أسعار العقارات وتقديم قروض ميسرة وبشروط بسيطة وكانت على أتم الاستعداد لإقراض أناس لا يمتلكون أية أوراق رسمية أو أصول أو أية ضمانات أخرى، ولأجل التخلص من مخاطر القروض قامت البنوك بإنشاء سند مالي دخله المستقبلي من هذه القروض وبيعه للصناديق الاستثمارية بسعر منخفض، وبدورها هذه الصناديق قامت ببيع هذه السندات وهكذا دواليك، خاصة بعد أن قامت هيئات تقييم المخاطر بتقييم هذه السندات كسندات مضمونة وهذا بخلاف ذاته ضمانته فتح الشهية للبنوك والصناديق العالمية للاستثمار فيها والتأمين على هذه القروض والاستثمارات.

ومع بداية عام 2006 تشبعت السوق العقارية وقل الطلب على العقارات، فارتفعت أسعار الفائدة إلى مستوى 5.25% وعجز فيما بعد الأفراد المستفيدين من القروض متدنية الجودة عن دفع الأقساط المستحقة عليهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة، فأصبحوا

مكبلين بالالتزامات المالية، ونتيجة لتضرر المصارف الدائنة من عدم السداد، انخفضت قيمة أسهمها في البورصة، وأعلنت عدة شركات عقارية وتأمين إفلاسها أو عرضت للبيع وبلغت قرابة 70 شركة، فأعلنت شركة "كونتري فاينانشال" أن مصاعب سوق الرهن العقاري أصبحت تهدد أرباحها ووضعها المالي جدياً، كما أعلنت شركة "هوم مورتيج انفيستمنت" إفلاسها وانخفضت الإيرادات الربع سنوية لشركة "تول برودرز" العقارية وأعلنت شركة "هوم ديبو" العاملة في المجال العقاري توقع تراجع أرباحها أيضاً بسبب تراجع سوق العقارات السكنية.

هذا وسيطر على أذهان المستثمرين حالة من الفزع والهلع فقاموا بسحب ودائعهم من البنوك، مما انعكس سلباً على قيمة موجودات هذه البنوك وأصبحت الأسواق المالية بالشلل التام.

وعلى الرغم من كل الجهود التي بذلت في سبيل الحد من آثار هذه الأزمة، إلا أنها انتشرت لتطال بقية أسواق المال في العالم، على غرار الأسواق الآسيوية كنياندا وماليزيا وهونج كونج واندونيسيا وكوريا الجنوبية، بينما كان تراجع سوق الصين أقل حيث أعلنت بنوكها أنها لم تكن تملك استثمارات مرتبطة بمشكلات الرهن العقاري، وكذلك بالنسبة للأسواق الأوروبية حيث انخفضت مؤشرات "فاينانشال تايمز" البريطاني و"داكس" الألماني و"كاك" الفرنسي و"ميتل" الايطالي، و"توبكس" الأوسع نطاقاً والذي سجل أدنى نقطة في نوفمبر من العام 2006.

2- أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

هنالك العديد من العوامل التي اجتمعت وساهمت في التحوّل من أزمة في سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أزمة مالية عالمية سنة 2008 والتي كشفت عن النقص المتواجد في بنية النظام المالي العالمي نذكرها فيما يلي:

أ- الربا: لقد ارتبطت بؤادر الأزمة بصورة أساسية بالارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من جانب بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ عام 2004، وهو ما شكل زيادة في أعباء القروض العقارية من حيث خدماتها وسداد أقساطها، وتفاقت الأزمة بحلول النصف الثاني من عام 2007، حيث توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم، وهذه نتيجة طبيعية لأن الربا عنصر خفي محفز على التضخم، وقد نبه اقتصاديون غربيون كبار لهذا الأثر المسيء لكن جشع المؤسسات والأفراد أعمى بصيرتهم وتفضيل المصلحة الفردية بصورة مطلقة على المصلحة الجماعية "العالمية".

ب- ابتعاد القطاع المالي عن القطاع الحقيقي: إنّ جوهر الأزمات المالية ومن بينها الأزمة 2008 هي الفجوة الكبيرة بين الناتج العالمي الإجمالي للقطاع الحقيقي والقطاع المالي الذي من المفترض أن يكون انعكاساً لهذا الناتج أو قريباً منه ولكن ما يلاحظ على القطاع المالي ابتعاده بصورة كبيرة عن القطاع الحقيقي الذي يعدّ المصدر أو المرجع الأساسي للقطاع المالي، مما يولد فجوة مخاطرة كبيرة فيما إذا تعثر القطاع المالي وأصابته أزمة ما.

ج- التوريق "التسنيذ": تعد عملية توريق الديون العقارية من الأسباب الرئيسة الأخرى التي أدت إلى تفاقم الأزمة، وذلك من خلال تجميع الديون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية وتحويلها إلى سندات وتسويقها عن طريق الأسواق المالية العالمية، مما ولّد زيادة في عمليات بيع الديون الرديئة ودفع إلى انخفاض قيمة هذه السندات المغطاة بأصول عقارية داخل السوق الأمريكية إلى أكثر من 70% من قيمتها الاسمية.

د- انخفاض مستوى الرقابة على المؤسسات المالية والمصرفية: يعد انخفاض مستوى الرقابة التي تفرضها الدولة والمتمثلة بالبنك المركزي ووزارة المالية من بين الأسباب المهمة في حدوث الأزمة المالية فضلاً عن عدم الالتزام بمقررات لجنة بازل 1 و بازل 2 وتطبيق معاييرها على هذه المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية.

هـ- المعلومات: تعد ندرة المعلومات جيدة النوعية والدقيقة أحد أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، فضلاً عن انعدام المواءمة بين حوافز المتعاملين في السوق، فعندما تكون المعلومات نادرة وموزعة بشكل غير متساوٍ فإن نتائج ذلك تكون عدم عكس الأسعار أو تمثيلها للعرض والطلب داخل السوق، مما يؤدي إلى انحراف في مستويات التوقعات داخل السوق.

و- السلوك الاقتصادي: تعد العقلانية أحد السمات المهمة المميزة للسلوك الاقتصادي وعدم وجودها في سلوك الأفراد يعني تمايدهم في مستوى الاستهلاك وعدم التقيد بمستوى الدخل الفردي، مما يولد أعباءً كبيرة على الأفراد والمجتمع بصورة عامة.

ز- دور صانعي السياسة الاقتصادية والمنظمين: فالسياسة النقدية التوسعية للغاية المتبعة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية قبيل الأزمة أدت إلى تدفق أموال كبيرة إلى سوق العقارات ما سبب إرباكاً كبيراً في هذا السوق، والسياسة المالية الانكماشية التي اتبعها بنك الاحتياطي الفيدرالي في أعقاب الركود الاقتصادي سنة 2001 أدت لهبوط معدلات الفائدة إلى مستويات متدنية لفترة طويلة، إضافة للسياسات الإشرافية والتنظيمية المستندة إلى مبدأ السوق الحر.

ح- العولمة: دور العولمة أو بالأحرى المغالات في العولمة، وهذا ما أدى إلى انتقال الأزمة بشكل سريع للغاية من الولايات المتحدة إلى دول العالم الأخرى.

ط- انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي: مثل الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس والاحتكار والمعاملات الوهمية وهذه الموبقات تؤدي إلى الظلم، أي ظلم الأغنياء والدائنين للفقراء والمساكين، وتدمر المظلومين عندما لا يستطيعون تحمل الظلم، وتدمر المدينين وحدث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم وقروضهم .

ي- سياسة الإسكان المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية: أعطت هذه السياسة الأولوية للإسكان وذلك عن طريق توفير المزيد من التمويل والتملك اللازم أو لا، وتقدم الحوافز الضريبية للمقرضين والمقترضين، وتشير بعض الدراسات إلى أن الزيادة في ملكية المنازل التي حصلت خلال فترة 2001-2006 يمكن أن تعزى إلى قبول دفعات مالية مقدمة صغيرة.

ومن المنافع التي يحصل عليها الشخص الذي يحصل على قرض إسكان من أجل شراء منزل ليطملكه، اقتطاع الفوائد المدفوعة على قرض الإسكان من الدخل الخاضع للضريبة، واقتطاع ضريبة العقار المحلية من ضريبة الدخل الفيدرالية. ومنذ عام 2006 بدأت الحكومة تقتطع مبلغ رسم التأمين المدفوع لشركات التأمين على القروض العقارية من الدخل الخاضع للضريبة أيضاً.

ك- عدم التزام المؤسسات المالية الدولية "صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي للإنشاء والتعمير" بالأهداف الأساسية التي أنشأت من أجلها: والمتمثلة في مراقبة وعلاج التذبذب في أسعار صرف العملات للدول الأعضاء ومساعدة هذه الدول على معالجة الإختلالات في موازين مدفوعاتها وتنمية اقتصاديات الدول النامية، الأمر الذي أدى إلى التدخل غير المبرر في السياسات الاقتصادية والاجتماعية للدول الأخرى.

ثالثا : المراحل الكبرى للأزمة المالية العالمية لسنة 2008

نوجز المراحل الكبرى في الأزمة المالية التي اندلعت في بداية عام 2007 بسوق الرهن العقاري الأمريكي لتتحول إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية مع بداية سنة 2008 وبداية سنة 2009 بالنظر لارتباط معظم اقتصاديات دول العالم بالاقتصاد الأمريكي كما يلي:

- فيفري 2007: عدم تسديد قروض الرهن العقاري الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد، هذا التراكم في الولايات المتحدة سبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.
- أوت 2007: البورصات تدهورت أمام مخاطر اتساع الأزمة، والمصارف المركزية تدخلت لدعم سوق السيولة.
- أكتوبر إلى ديسمبر 2007: عدة مصارف كبرى أعلنت انخفاضاً كبيراً في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- جانفي 2008: البنك المركزي "الاحتياطي الاتحادي الأمريكي" خفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة.
- فيفري 2008: الحكومة البريطانية أمت بنك "نورذرن روك".
- مارس 2008: تصافر جهود المصارف المركزية مجدداً لمعالجة سوق القروض.
- مارس 2008: "جي بي مورغان تشيز" أعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي "بير ستيرنز" بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الاتحادي.
- سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية وضعت المجموعتين العملاقتين في مجال قروض الرهن العقاري "فريدي ماك" و"فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة مائتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.
- 15 سبتمبر 2008: اعترف بنك الأعمال "ليمان برادزر" بإفلاسه بينما أعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو "بنك أوف أميركا" شراء بنك آخر للأعمال في بورصة "وول ستريت" هو بنك "ميريل لينش".
- عشرة مصارف دولية اتفقت على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحاً، في حين وافقت المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف، إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.
- 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية تؤممان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم "أي آي جي" المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79% من رأسمالها.
- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية واصلت تدهورها، والمصارف المركزية كثفت من العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.
- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويد تي أس بي" اشترى منافسه "أتش بي أو أس" المهتد بالإفلاس .
- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش وجه نداء من أجل "التحرك فوراً" بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.
- 20 سبتمبر 2008: ظهور بعض تفصيلات خطة الإنقاذ التي وضعتها الإدارة الأمريكية بتخصيص 700 مليار دولار لإنقاذ المؤسسات المالية المتعثرة.
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية طغت على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك.

- الأسواق المالية ضاعفت قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية للإنقاذ المالي.
- 26 سبتمبر 2008: اختيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي الولايات المتحدة اشترى بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية.
- 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس، بينما أوروبا جرى تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ، وفي بريطانيا جرى تأمين بنك "برادفورد" و"بينغلي".
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي رفض خطة الإنقاذ، وبورصة "وول ستريت" انهارت بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها. أعلن بنك "سي تي غروب" الأمريكي أنه يشتري منافسه بنك "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية.
- 1 نوفمبر 2008: مجلس الشيوخ الأمريكي أقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

رابعاً: أثر أزمة الرهن العقاري على اقتصاديات الدول

1. آثارها على اقتصاديات الدول المتقدمة

- أعلنت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية أنها خفضت توقعاتها للنمو في كل من الولايات المتحدة واليابان ومنطقة اليورو، وأنها تتوقع دخول الاقتصاديات الثلاثة في دورة كساد.
- وتوقعت المنظمة أن الاقتصاد الأمريكي، أكبر اقتصاد في العالم، سينكمش بنسبة 2.8% خلال الربع الأخير من عام 2008، وسيواصل انكماشه بنسبة 0.9% خلال عام 2009 غير أن توقعاتها بالنسبة للاقتصاد الياباني، وهي ثاني أكبر اقتصاديات العالم، كانت أفضل، إذ توقعت أن يبدأ في الانكماش مع نهاية العام الحالي، وأن يواصل تراجعته بنسبة محدودة وهي 0.1% خلال عام 2009.
- وكانت ألمانيا أعلنت أن اقتصادها، وهو الأكبر في أوروبا، يعاني من الكساد بعد أن تراجع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 0.5% خلال الربع الثالث من العام الحالي، وسبق ذلك إعلان رئيس بنك إنجلترا دخول بريطانيا في كساد منذ منتصف عام 2008.
- ويمكن تلخيص أهم الآثار على اقتصاديات الدول المتقدمة كالآتي:

أ- على الاقتصاد الأمريكي:

- دخول الاقتصاد الأمريكي مرحلة الكساد اعتباراً من ديسمبر/كانون الأول 2007.
- ارتفاع معدل البطالة في الولايات المتحدة إلى 6.5%، وهو أعلى معدل له منذ شهر مارس/آذار عام 1994.
- انخفاض حاد في الإنتاج الصناعي الأمريكي، حيث تراجع الإنتاج الصناعي في الولايات المتحدة خلال شهر سبتمبر/أيلول الماضي بمعدل غير مسبوق خلال أكثر من 34 عاماً.
- استمرار خسارة الوظائف، وارتفاع معدل الإفلاس في الولايات المتحدة.
- إفلاس مجموعة من الشركات الإعلامية الأمريكية.
- بورصة نيويورك تغلق على أدنى مستوى منذ 5 سنوات.

ب- على اقتصاد الاتحاد الأوروبي:

- تراجع الاقتصاد البريطاني.
- تراجع حركة الاستهلاك إلى أدنى معدل لها في 13 عاما.
- دخول ألمانيا في حالة الكساد الاقتصادي بعد أن نشرت الحكومة بيانات تشير إلى أن النمو الاقتصادي قد تقلص بنسبة 0.5% في الربع الثالث من هذه السنة، وكان قد إنخفض بنسبة 0.4% في الربع الثاني.
- دخول دول منطقة اليورو مرحلة الركود الاقتصادي بعد أن أظهرت بيانات رسمية حدوث انكماش اقتصادي بنسبة 0.2% في الربع الثالث من عام 2008.
- إرتفاع نسبة البطالة في فرنسا، حيث ارتفعت إلى 7.7% بين يوليو/ تموز وسبتمبر/ أيلول من عام 2008 مقارنة ب 7.6% في الأشهر الثلاثة التي قبلها.
- خفض المصرف المركزي الأوروبي نسبة الفائدة في مصارف البلدان الـ 15 التي تتعامل باليورو من 3.25% إلى 2.5%، وهو أكبر خفض يقره المصرف الأوروبي منذ إنشائه عام 1998.

ج- على الاقتصاد الياباني:

- تراجع مؤشر بورصة اليابان إلى 1.4 وكانت أسهم الشركات الصانعة للسيارات الأكثر تراجعا حيث تراجع سعر سهم شركة تويوتا 4.8% بالمائة وسهم هوندا 5.6%.
- دخل الاقتصاد الياباني وهو ثاني أكبر اقتصاد في العالم، مرحلة الركود رسميا.
- إنكماش الاقتصاد الياباني بمعدل 0.1% على مدى الأشهر الثلاثة الأولى من عام 2008، كما تراجع الناتج القومي الياباني بمعدل 0.4% خلال الفترة نفسها.

2. آثارها على اقتصاديات الدول العربية

أ- **الطلب على النفط ومستوى أسعاره:** إن الاقتصاديات العربية في معظمها تعتمد على إنتاج وتصدير النفط، وما شاهدنا فإن الأزمة أدت إلى انخفاض سعر البترول إلى أكثر من 60%، هذا إضافة إلى اضطراب دول الأوبك إلى تخفيف إنتاجها من النفط.

ويعتبر هذا التأثير هو الأكبر للأزمة على الاقتصاديات العربية، خاصة إذا أخذنا في الاعتبار أن الإيرادات النفطية هي المصدر الوحيد للدخل تقريبا في كثير من البلدان العربية مما يعني أن الإنفاق الحكومي وهو المحرك الأساسي للاقتصاد سوف يتأثر وفقا لذلك.

ب- **الحصول على التمويل وتكاليفه:** نعتقد على ضوء هذه الأزمة بأن الممارسات المصرفية الخاصة بمنح الائتمان وتكاليفه قد تتغير، حيث سوف يكون هناك حرص أكبر في اختيار المقترضين والمشاريع القابلة للتمويل، كما أن تكاليف التمويل ستبقى مرتفعة نسبيا الأمر الذي قد يؤدي إلى ممارسات مصرفية أكثر حذرا وأكثر انتقائية.

ج- **الاستثمارات الأجنبية:** المتوقع أن تنخفض الاستثمارات الأجنبية على إثر هذه الأزمة، حيث وصل هذا الانخفاض إلى حوالي 30% مقارنة بالعام الذي سبق وقوع الأزمة.

د- التجارة: أيضا متوقع لها أن تتأثر سلبا بهذه الأزمة بما يشمل مرافق التجارة من موانئ وقنوات مائية.

هـ- تحويلات الأيدي العاملة: من المتوقع أيضا أن تتأثر سلبا، حيث أن انكماش النشاط الاقتصادي من شأنه أن يمثل فرص عمل أقل ومستويات رواتب وأجور أدنى.

و- الأسواق المالية: أكثر المتأثرين عالميا وعربيا، وهي تعكس مختلف التفاعلات مع هذه الأزمة من ضعف أوضاع المؤسسات المالية المتضررة إلى التوقعات السلبية لأداء الاقتصاد بشكل عام وما يترتب عليه من ضعف أداء الشركات ومختلف القطاعات، إضافة إلى صعوبة وارتفاع تكاليف التمويل، صحيح أن أسعار الأسهم عالميا أو عربيا أقل من قيمة الشركات وأدائها حاليا، لكن الأسعار في الواقع تعكس أيضا توقعات قيم الشركات وأدائها في المستقبل وهذا على ضوء هذه الأزمة وما قد تسببه من تراجع وكساد اقتصاد السلع في أمريكا وراء تراجع نسبة التضخم إلى 1.9%، ولا ننسى أن أسعار النفط في تراجع كبير وأن تراجع النشاط في الو.م.أ سيكون وراء تراجع المستوى العام للأسعار.

3. آثارها على الاقتصاد الجزائري

إن الاقتصاد الجزائري مرتبط بالاقتصاد العالمي، لاسيما من خلال التجارة الخارجية، ومؤخرا من خلال توظيف احتياطي الصرف، حيث يمكن للأزمة أن تؤثر على اقتصادنا من خلال مؤشرين:

أ- قيمة الدولار الأمريكي: يقوم تصديرنا للنفط على الدولار، وإذا تواصلت الأزمة ستدهور قيمة صادراتنا بشدة، كما أن تراجع الاقتصاد الأمريكي سينجر من ورائه تراجع الاقتصاد الأوروبي والصيني على وجه الخصوص، كما أن الطلب العالمي على النفط سيتراجع ومعه الأسعار العالمية للمحروقات مما سيضعف من تراجع عائدات صادراتنا، وكثيرا من الخبراء الذين قالوا أن أكبر مستعملي الدولار لن يسمحوا بتراجع قيمة الدولار خوفا من رؤية الفائض المالي ينهار، خاصة وأنّ جزءا كبيرا منه موجود في الخزينة الأمريكية على شكل سندات. فهذه الدول ستتدخل من خلال عمليات شراء واسعة للدولار الأمريكي، كما أن البنك المركزي الأمريكي سيتدخل من أجل تفادي اتساع أكبر للعجز المالي العمومي، مما يعني أنه يوجد احتمال كبير بأن يستقر الدولار في المدى القصير والمتوسط، أما فيما يتعلق بتراجع احتياطياتنا للصرف التي قد تنجر عن تراجع قيمة الدولار فقد نوع البنك الجزائري العملات، حيث أن عملات احتياطنا للصرف هي الدولار، اليورو، الين والليرة، خطر آخر قد ينجم عن تراجع الدولار يتعلق بديوننا الخارجية المقدرة باليورو حيث أنها سددت بالتسبيق.

ب- التضخم العالمي: ثاني عامل يجب الحذر منه هو التضخم العالمي وخصوصا التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية الذي يؤثر على سنداتنا في الخزينة الأمريكية والمقدرة بحوالي 46 مليار دولار، فعندما تتجاوز نسبة التضخم نسبة فوائد توظيف هذه السندات نسجل خسائر، حيث وصلت نسبة الفوائد إلى 4.8 خلال 09 أشهر الأولى ل2008 في حين قدرت نسبة العوائد بـ 4.6% في 2007.

4. آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري: مما لا شك فيه أن الاقتصاد الجزائري كغيره من الاقتصاديات العالمية سوف يتأثر بالأزمة الاقتصادية العالمية، وإن كان بنسبة أقل مقارنة بالدول الأخرى، وذلك للأسباب التالية:

- عدم وجود سوق مالية بالمعنى الفعلي في الجزائر.

- عدم وجود ارتباطات مصرفية للبنوك الجزائرية مع البنوك العالمية بالشكل الذي يؤثر عليها.

- إنغلاق الاقتصاد الجزائري بشكل نسبي على الاقتصاد العالمي، ذلك أن الإنتاج الجزائري لا يعتمد على التصدير باستثناء المحروقات، وهذا ما يجعله في مأمن من أي كساد قد يصيب الاقتصاد العالمي، والكثير من الدول التي تعتمد على الصادرات قد تتأثر بالركود والكساد في الدول المستهلكة لمنتجاتها.
- إعتقاد الحكومة الجزائرية على موازنة بسعر مرجعي يقل كثيرا عن أسعار السوق، وهذا ما يجنبها أي انعكاسات في حالة انخفاض أسعار البترول.
- ورغم الآثار غير المباشر للأزمة العالمية، إلا أنه قد انعكست إيجابا على بعض الجوانب في الاقتصاد الجزائري وتمثلت في النقاط التالية:

- ✓ انخفاض أسعار العديد من السلع في السوق العالمية: فكما يؤدي نمو الاقتصاد العالمي إلى زيادة أسعار السلع، فركوده يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع في السوق العالمية، وباعتبار الجزائر بلد مستورد للسلع فالأزمة نافعة للاقتصاد على الأمد القريب.
- ✓ انخفاض تكاليف مواد الإنتاج قد يخلق ديناميكية في الاقتصاد، ومثال على ذلك انخيار أسعار الحديد ساعدت قطاع العقار في الجزائر على النهوض بعد تعثره إثر ارتفاع أسعاره في السوق العالمية.
- ✓ اختلال التوازنات المالية الكبرى إن استمرت أسعار المحروقات في الانخيار.
- ✓ الركود الاقتصادي سيؤدي إلى إفلاس الكثير من الشركات والمؤسسات عبر العالم، وبقاء بعض الشركات الكبرى يؤدي إلى احتكار السوق العالمية وبالتالي رفع الأسعار مجددا.
- ✓ الأزمة الاقتصادية قد تحمّل من الاستثمارات الخارجية.
- ✓ تراجع التحويلات المالية بشكل ملحوظ.

بالرغم من أن الجزائر لم تتأثر بالأزمة المالية بشكل مباشر إلا أنها قد تتأثر بالركود الاقتصادي، ويمكن أن تبرز بعض الإختلالات في عام 2009 رغم احتلالها المرتبة العاشرة حاليا باحتياطي صرف عالمي قدره 40 مليار دولار، أي بعد ألمانيا ب 150 مليار دولار وقبل فرنسا ب 125 مليار دولار، لذلك فإنه من الأجدر إنشاء صندوق سيادي مكلف بتطوير -بالشراكة مع القطاع الخاص- قواعد تنمية اقتصادية متوازنة يكون مدعما بمجلس مراقبة يتكون من مجموعة من الخبراء والاقتصاديين، ويعرّف الصندوق السيادي على أنه "عبارة عن صندوق التوظيف المالي يكون ملكا للدولة ويسير الادخار المحلي ليتم استثماره في توظيفات متعددة من الأسهم والسندات"، حيث يوجد 40 صندوقا سياديا أهمها سلطة أبو ظبي للاستثمار الذي أنشأ في 1976 بقيمة 943 مليار دولار، والصندوق الحكومي الشامل للمعاشات الترويحي المؤسس في 1990، وهيئة الاستثمار، ويتطلب إنشاء صناديق سيادية ضرورة الالتزام بـ:

- ✓ التسيير الفعال والحكم الرشيد.
- ✓ تسيير المعارف البشرية من خلال تقييم المعرفة، والتخصص المالي الهندسي، والتسيير الإستراتيجي.
- ✓ مراعاة المنافسة الدولية في هذا المجال.

فإنشاء صندوق سيادي في الفترة الراهنة سيجعل الجزائر تستفيد من الفرص السانحة خاصة مع تدني قيمة الأسهم في البورصات العالمية، ونقص السيولة الذي يمنح المستثمرين على الاستثمار في السوق المالي، وهو ما يمكن الاستفادة منه عن طريق قوة الجذب في سوق الأسهم من خلال التركيز على النقاط التالية:

- ✓ نسب الأرباح الموزعة للأمريكيين هي أعلى من نسب سندات الخزينة الأمريكية.
- ✓ تخفيض نسبة تداولات الصناديق المغلقة الأمريكية واليابانية والأوروبية ب % 25 من قيمتها.
- ✓ اختيار البورصات العالمية قد سجل قيمة سوقية معادلة للقيمة المحاسبية مما يعتبر فرصة استثمارية.
- ✓ نسبة نمو أغلبية المؤسسات المقيدة في البورصة تجاوزت السعر مقابل نسبة الفائدة.
- ✓ نصف تداولات الأسهم الأمريكية والأوروبية واليابانية تتم بسعر مقابل نسب فائدة أقل من عشرة.
- ✓ تخفيض نسب الفوائد إلى مستوى يقترب من الصفر من طرف البنك الفيدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي يجعل سوق الأسهم أكثر استقطابا لدى المستثمرين في السوق المالي.
- ✓ اقتراب أسعار الفائدة إلى الصفر يدعم فكرة تحويل سوق السندات إلى سوق أسهم.
- ✓ كافة المعلومات السلبية المرتبطة بسوق البورصة تم إدراجها في التسعيرة الحالية للأسهم.

من العرض السابق من الأهمية أن ننوه إلى أن تبني الجزائر لفكرة إنشاء صناديق سيادية تركز نحو الاستثمار المالي وتقوم على الشفافية، من شأنه أن يعزز من إصلاحاتها المصرفية والتسيير الإداري للاقتصاد خاصة وأن توظيفاتها تدنت ويجب توخي الحذر.

خامسا: سبل علاج أزمة الرهن العقاري

بعد ظهور الاضطرابات المالية في أسواق المال وخاصة من طرف شركات التأمين وصناديق التحوط والبنوك، أحدثت حالة من عدم التأكد في المستقبل. وأصبح الذعر وانحياز الثقة في الأسواق المالية هما العاملين المشتركين بين المستثمرين في الولايات المتحدة حتى أنها انتشرت إلى بنوك أخرى، وإن اختلفت حدتها من منطقة إلى أخرى من العالم، فقد حاولت الولايات المتحدة وكذلك الدول التي مستها أزمة الرهن العقاري معالجة هذه الاضطرابات.

1. خطة الإنقاذ الأمريكية

بجول نهاية أوت 2007، أعلن الرئيس الأمريكي جورج بوش مجموعة من الإجراءات لمساعدة العائلات غير القادرة على سداد أقساط الرهن العقاري، وسمي هذا البرنامج «Hope Now alliance» وأطلق رسميا في ديسمبر 2007، من قبل وزير الخزانة هنري بولسون، والهدف من ذلك هو ذو شقين: فهو على حد سواء لمساعدة العائلات الأكثر ضعفا، ولمكافحة انتشار الأزمة عن طريق البنوك. ولقد تركزت هذه الخطة في ثلاث مبادئ أساسية هي:

- زيادة الجهود المبذولة للدخول في اتصالات مع أصحاب المنازل الذين يواجهون صعوبات في الوفاء بديونهم، فحسب هنري بولسون، فإن 50% من حالات الإفلاس نتيجة لعدم وجود تواصل بين المقترضين ومنشئي القروض ولا حتى مع المستشارين.
- تحسين فرص الحصول على الائتمان للمقترضين الذين سيواجهون إعادة تنظيم سعر الفائدة (مراجعة أسعار الفائدة المرتفعة): لكن هذه التسهيلات موجهة خصيصا إلى أصحاب المنازل الذين هم حاليا في مقدرة على سداد القروض، وليست موجهة للذين

هم في عجز بسبب أسعار الفائدة المرتفعة. حيث نوقشت عدة مقترحات: التوسع في برامج الكيانات القائمة (أهمها مشروع التجديد FHA)، إمكانية تمويل البرامج المحلية عن طريق إصدار سندات معفاة من الضريبة (taxexempt bonds).
- بذل جهود منظمة تسمح للتحويل إلى قروض الرهون العقارية المدعمة: القاعدة الأساسية تكمن في تجميد أسعار الفائدة لمدة خمس سنوات، بالنسبة لبعض قروض الرهن العقاري الثانوية بنسب متغيرة.
ومع كل هذا، فإن هذه التدابير غير مكلفة للحكومة الأمريكية، لأنها ترتيبات بين وكلاء القطاع الخاص: البنوك تقبل تسديد دفعات أقل من تلك المتوقعة من أجل تجنب إفلاس المقترضين.

2. دور البنوك المركزية

وقد اتخذت البنوك المركزية الرئيسية تحركات قوية لمعالجة خسائر السيولة عن طريق توفير الوصول على نطاق واسع إلى التمويل قصير الأجل باستخدام التسهيلات القائمة، ولكن في هذه الفترة حقق إلا نجاحا أوليا جزئيا. فمع ظهور أولى الاضطرابات المالية في أوت 2007 قامت بضخ سيولة في أسواق النقد: 8.94 ثم 61 و48 مليار أورو من طرف البنك المركزي الأوروبي: أما بالنسبة للبنك الاحتياطي الفيدرالي فقد قام بضخ 24 ثم 35 و2 مليار دولار، كما قاما بتخفيض معدلات الفائدة، وقد قامت البنوك المركزية كذلك بضخ سيولة في ديسمبر 2007 بمقدار 64 مليار دولار في السوق، وبعد النجاح الذي حققته هذه العملية قام البنك المركزي الأوروبي، مع عدم تغيير أسعار فائدته، بضخ السيولة بطريقة بدون تقييد وذلك قصد توسيع الجهود في سوق النقد (348 مليار أورو، سعر الفائدة 21.4%).

كما أعلنت البنوك المركزية الرئيسية مبادرة منسقة ترمي إلى ضمان السيولة الملائمة، بما في ذلك توفير خطوط المبادلات من قبل المجلس الاحتياطي الفيدرالي للسماح للبنوك المركزية الأوروبية بتوسيع نطاق سيولة الدولار. وقد اتخذ المجلس الاحتياطي الفيدرالي إجراءات جديدة في مارس 2008، بما في ذلك فتح نافذة خصم فعالية أمام المضاربين ذوي الجدارة الائتمانية العالية.
كما قامت عدد من البنوك المركزية أيضا بإرخاء مواقف السياسات النقدية تحت تأثير الزيادة المستمرة في مخاطر النتائج دون المتوقعة المحيطة بالآفاق المستقبلية للنمو في هذه الفترة، بينما قام بنك كندا المركزي وبنك إنجلترا المركزي أيضا بتخفيض أسعار الفائدة المستخدمة كأداة للسياسة النقدية، وتنازل البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان المركزي عن إحداث زيادات جديدة في أسعار الفائدة. وفي المملكة المتحدة، وفرت السلطات أيضا ضمانا كاملا للودائع كي تساعد على استرداد ثقة المودعين.
إلا أن السياسات النقدية ليست مجهزة بشكل جيد لمعالجة هذه الاختلافات، فظهور فقاعات المضاربة على أسعار الأصول هو مفضولا عن الاتجاه العام للأسعار. كما أن أداة سعر الفائدة عاجزة تماما عن مكافحة هذه الظواهر.

3. دور الصناديق السيادية

- صناديق الثروات السيادية إسم جديد تماما يطلق على الأصول التي تحوزها حكومات ببلد آخر، وتمتلك جميع الدول احتياطات بعملات أجنبية (تقيم هذه الأيام بصفة نموذجية بالدولار أو اليورو أو الين). وعندما يتوفر في بلد ما متصل من الحساب الجاري، ويتراكم لديه المزيد من الاحتياطات أكثر من إحساسه بالاحتياج إليها لأغراض آنية، فإنه يستطيع إنشاء صندوق سيادي لإدارة تلك السيولة الإضافية، وقد وجدت الصناديق السيادية منذ الخمسينات من القرن العشرين على الأقل.

- إلا أننا نجد أن الأصول التي تديرها الصناديق السيادية حالياً مركزة بشكل كبير في خمس صناديق سيادية وهي: أبو ظبي وسنغافورة والترويج والكويت والصين، إذ تستحوذ على ما يقارب 70% من مجموع الأصول. مما يظهر لنا أن عمليات الاستثمار التي تقوم بها هذه الصناديق الخمس يمكن أن تكون ذات قيمة عالية، ويكون لها تأثير على الأسواق كذلك.

- لقد وصفت الصناديق السيادية بالملاك الحارس «anges gardiens» للنظام المالي، فعندما كانت الكثير من البنوك محتاجة إلى رؤوس الأموال والتي أصبحت أكثر تكلفة بالنسبة لها منذ بدأ الأزمة، فحوالي 70 مليار دولار استفادت منها أكبر الأسماء في مجالات التمويل، بدءاً بسيتي غروب Morgan ومورغان ستانلي Merrill Lynch وميريل لينش UBS يو بي اس، Stanley Citigroup. ومن بين أكبر الصفقات:

الاستحواذ على 9.4% من حصة سيتي غروب، ويعتبر أول بنك عالمي من قبل بنك أبو ظبي للاستثمار في 27 نوفمبر 2007، مقابل 5.7 مليار دولار، الاستحواذ على 9.9% من حصة بنك الأعمال مورغان ستانلي من طرف الصندوق السيادي الصيني (صندوق الصين للاستثمار CIC)، في 20 ديسمبر 2007، مقابل 10 مليار دولار.

الاستحواذ على 4.9% من حصة عملاق السمسة ميريل لينش، من قبل الصندوق السياديل سنغافورة صندوق (Temasek Holdings) في 24 ديسمبر 2007 مقابل 4.4 مليار دولار.

- كما أنها مثلت 35% من مجموع عمليات الدمج والاستحواذ (الشراء) في العالم عام 2007، واستناداً إلى اللجنة الاقتصادية للكونغرس الأمريكي، فبين سبتمبر 2007 وفيفري 2008 فقد استثمرت ما لا يقل على 62 مليار دولار في البنوك والمؤسسات المالية في بلدان منظمة التعاون والتنمية التي تعاني من آثار الأزمة، وبالأخص المرتبطة بقروض الرهن العقاري الثانوية (subprime). وعلى مدى عام كامل 2007 والأشهر الأولى من عام 2008 استثمرت الصناديق السيادية في الولايات المتحدة، وفي قطاعات مختلفة، بلغت قيمتها الإجمالية حوالي 85 مليار دولار.

ولقد جاء في تقرير مقدم من طرف فريق عمل تابع لمنظمة التعاون والتنمية في أبريل 2008، حدّد فيه دور الصناديق السيادية في الاقتصاد العالمي: "إن صناديق الثروة السيادية توفر العديد من المزايا. في الآونة الأخيرة، فضخ رؤوس أموال في العديد من المؤسسات المالية بمنطقة منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية كان له أثر في تحقيق الاستقرار لأنه جاء في وقت حرج".

وبالمقارنة مع غيرها من صناديق الاستثمار أو الهيئات المالية الأخرى، فإن مجموع أصول الصناديق السيادية يبدو متواضعا نسبياً، وبالتأكيد فأصول الصناديق السيادية ضعف أصول جميع صناديق التحوط (تقدر بما يتراوح بين 1400,1700 مليار دولار)، وبالنسبة إلى الأصول التي تحتفظ بها شركات التأمين هي في حد ذاتها تتراوح ما بين 16,18 تريليون دولار، وأما البنوك الخاصة فتحفظ بأكثر من 60 تريليون دولار، أما تقديرات أصول صناديق المعاشات التقاعدية فهي تتعارض فيما بينها، فحسب تقديرات ماكينزي ومورغان ستانلي فهي تبلغ 21800 مليار دولار، و28500 مليار دولار حسب المعهد البريطاني للبحوث (IFSL)، ورغم تفاوت هذه التقديرات إلا أنها أعلى من أصول الصناديق السيادية.

إذا كان مجموع الأصول التي تديرها الصناديق السيادية حالياً هي صغيرة نسبياً مقارنة بأصول الهيئات المالية الأخرى، إلا أنها تتركز في أقل من خمسين صندوق مقارنة بصناديق التحوط والتي تقارب 8 آلاف صندوق على سبيل المثال، كما تجدر الإشارة إلى أن

عدد الصناديق السيادية في العالم قد تضاعف منذ عام 1999، فقد اتجهت بعض الدول في التفكير في إنشاء صناديق سيادية بما في ذلك المملكة العربية السعودية واليابان والبرازيل وكذلك بوليفيا.

كما أكد مسؤولون من صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية على الدور الإيجابي الذي لعبته الصناديق السيادية من خلال ضخ سيولة في البنوك الأمريكية والأوروبية، والتي عانت من خسائر فادحة بسبب أزمة الرهن العقاري، باعتبار أن هذه العمليات ساهمت في تحقيق الاستقرار في الأسواق.

سادسا : انعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الاقتصاد الجزائري

1. الاستثمار الأجنبي

الأزمة المالية العالمية لم تسبب أي انخفاض في تدفق رأس المال الأجنبي المباشر في العديد من الدول العربية ومن بينها الجزائر، حيث جاء في تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لسنة 2009 أن التدفقات الواردة إلى الجزائر من الاستثمار الأجنبي المباشر ارتفعت سنة 2009 مقارنة بتدفقات 2008، ورغم اشتداد الأزمة المالية العالمية وظهورها الكامل خلال الفترة 2008-2009 إلا أنه كما قلنا سابقا أن العديد من الدول العربية شهدت ارتفاع في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في هذه الفترة، ويعود سبب ذلك لكون أن بعض الدول العربية ومن بينها الجزائر انتهجت إجراءات وسياسات تؤثر تأثيرا مباشرا على تدفقات الاستثمارات الأجنبية الواردة، حيث هدفت هذه الإجراءات إلى تحرير بعض القطاعات الاقتصادية التي كانت مغلقة أمام المستثمر الأجنبي، مثل القطاع المصرفي والنقل الجوي، وتسهيل شروط وأحكام الاستثمار من خلال وضع أحكام تفضيلية في المناطق الاقتصادية الحرة أو منح حوافز استثمارية.

كما أنه أيضا خلال الفترة 2008-2009 التي ظهرت فيها الأزمة المالية العالمية، الجزائر كانت قيد تطبيق برنامج دعم النمو الاقتصادي، ويعتبر هذا أيضا من بين الأسباب التي أدت إلى زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إليها، وللتدليل على ما قلناه، فإنه ورد في تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لسنة 2009 أن 13 دولة عربية ومن بينها الجزائر انتهجت إجراءات وسياسات جديدة ذات تأثير غير مباشر على أداء تدفقات الاستثمارات الأجنبية الواردة، تمثلت في ضخ مبالغ ضخمة في بعض القطاعات الاقتصادية وتقديم حزمة من مساعدات مالية حكومية جديدة لغرض التغلب على الآثار السلبية للأزمة المالية والاقتصادية العالمية، وعلى الجانب الآخر امتنعت بعض الدول عن الاستمرار في تقديم مثل هذه الحزم الحكومية من المساعدات المالية مما يؤدي هذا إلى تثبيط تدفقات الاستثمارات الأجنبية الواردة إليها.

2. القطاع المصرفي والمالي

كثيرة هي التصريحات الرسمية والتي مفادها أنه ليس للجزائر علاقات مع الأسواق العالمية، ما يجعلها بمنأى عن الأزمة المالية الدولية، وهذا صحيح على المدى القصير، فالمنظومة المالية الجزائرية ليست معرضة للإفلاس ولا للتعثر المالي الائتماني في أدها، بسبب ضعف أو انعدام إندماجها في النظام المالي الرأسمالي العالمي. وذلك للأسباب التالية:

- البنوك الجزائرية في أغلبها بنوك عمومية لا تمارس أعمال المضاربة.
- عدم قابلية الدينار الجزائري للتحويل.
- جزء كبير من الكتلة النقدية الجزائرية تدور في قنوات الاقتصاد غير رسمي ولا تدخل البنوك، وبالتالي لن تتأثر بالأزمة المالية.

- لا يسمح وضع البورصة الجزائرية لها بدخول الأسواق العالمية.

- عدم وجود البنوك الأجنبية بكثافة في الأسواق المحلية من جهة من جهة أخرى فهي لا تستحوذ على حصة سوقية، مما يعني أنه في حالة انسحاب إحدى هذه البنوك من السوق أو امتصاصها للسيولة المحلية لغرض تعزيز أوضاعها المالية لا يؤدي لإحداث مخاطر نظامية بالجهاز المصرفي الجزائري.

أما معدل صرف الدينار الجزائري الذي يمثل مؤشر يحدد الكثير من متغيرات اقتصاد الدولة مثل التجارة الخارجية، الاستثمار... الخ، فتموضعه بين الدولار واليورو يرهق كاهل الاقتصاد الوطني، ويشكل قضية مركزية، فتقلبات سعر اليورو خاصة ميوله نحو الانخفاض مقابل الدولار أو العملة الوطنية ستكون له تداعيات خطيرة على المستويين المتوسط الطويل، بالرغم من الأثر الإيجابي قصير المدى، باعتبار أن تراجع سعر صرف العملة الأوروبية بسبب الأزمة سيرفع من القدرة الشرائية للجزائر لأن مداخيلنا بالدولار.

كما تشير الدراسات الى أن الجزائر تخسر ما لا يقل عن 250 مليون دولار أمريكي جراء انخفاض سعر الدولار مقابل اليورو، وقد دفعت الانعكاسات التجارية للأزمة المالية السلطات النقدية الجزائرية في نهاية شهر ديسمبر 2008 إلى تخفيض قيمة العملة الوطنية، فالانخفاض الكبير في أسعار المنتجات الأولية والغذائية في الأسواق الدولية على إثر الأزمة المالية زاد من طلب الجزائريين على هذه المنتجات، ولمواجهة احتمالات ارتفاع الطلب المحلي بادرت السلطات النقدية ابتداء من 15 ديسمبر 2008 إلى تخفيض قيمة الدينار بحوالي 20% من قيمته، حيث ارتفع معدل صرف الدولار إلى حوالي ما بين 70-73 دج بعدما كان يقارب 60-63 دج، في وقت قفز فيه اليورو إلى ما فوق 100 دج بعدما كان يقارب 80 دج، ما جعل معدل الصرف الحقيقي للدينار يقترب من مستوى التوازن.

يجب القول أن هذا التخفيض مبرر بالنسبة لأورو، لكنه غير مبرر بالنسبة للدولار الذي تشهد معدلات صرفه تناقصا، فتخفيض قيمة الدينار مقارنة بالدولار من شأنه أن يجعل إيرادات الجزائر من تصدير المحروقات تبدو كما لو ارتفعت، وهو ما يجعل موارد الجباية النفطية ترتفع ظاهريا، مما يوهي بانخفاض العجز الموازي، وهو ما يخفي العجز الحقيقي.

سابعا: القطاعات المتضررة من الأزمة

1. المصارف والمؤسسات المالية وشركات التأمين

سنعرض لائحة بأسماء المصارف والمؤسسات المالية وشركات التأمين المتضررة منذ بداية الأزمة المالية العالمية:

أ- بنك ليمان براذرز:

ليمان براذرز كان يُعد حتى وقت قريب رابع أكبر مصرف استثماري بالولايات المتحدة، أسسه ثلاثة مهاجرين ألمان يتاجرون بالقطن عام 1850. يعمل لدى البنك 25935 موظفا بشتى أنحاء العالم. واجه البنك صعوبات حمة جراء أزمة العقار التي تعصف بالولايات المتحدة منذ منتصف العام 2007.

وقد اضطر ليمان لإسقاط أصول بقيمة 5.6 مليارات دولار بالربع الثالث من العام 2007، وأعلن عن خسارة بلغت 3.9 مليارات للربع الثاني من عام 2008. وتفاقت الأزمة حتى أشهر إفلاسه يوم 2008/9/15 عقب فشل جهود بُذلت من طرف إدارة البنك لإنقاذه، وتقدم بطلب إشهار الإفلاس إلى محكمة الإفلاس لمنطقة جنوب نيويورك.

وخسر سهم ليمان أكثر من 92% من قيمته بالمقارنة بأعلى مستوياته عند 67.73 دولارا في نوفمبر 2007. وشغل منصب الرئيس التنفيذي للبنك ريتشارد فولد منذ ثلاثين عاما والذي كان يوصف بأنه رائد خبير في مجاله.

واعتبر المتخصصون الاقتصاديون إفلاس ليمان أشهر حالة في وول ستريت منذ انهيار مؤسسة دركسل برنام لامبرت المتخصصة بالسندات عالية المخاطر عام 1990. حيث تسبب إفلاس ليمان بآثار سلبية كبيرة على الأسواق العالمية، فأدى إلى تراجع الأسواق الرئيسية بالعالم، ولم تكن الساحة العربية بمعزل عن ذلك حيث لحقها ضرر كبير مما أدى لانهيار عدد من أسواقها.

ب- البنك البريطاني "نورذرن روك" أول مصرف للتسليف العقاري في بريطانيا تؤممه الحكومة البريطانية في 17 فبراير.

ج- بنك الأعمال الأميركي "بير ستيرنز" الذي يعاني من نقص السيولة إشتهر بنك "جي بي مورغان تشيز" في 16 مارس بمساعدة السلطات الفدرالية.

د- البنك البريطاني "أليانس آند لايسستر" أعلن في 14 جويلية أن بنك "ساتاندر" الإسباني يشتريه بقيمة 1.33 مليار جنيه إسترليني (1.66 مليار يورو) فقط مع زيادة رأسماله بواقع مليار جنيه إسترليني.

✓ وهناك العديد من البنوك وشركات التأمين الأخرى التي تضررت من الأزمة يمكن استعراض أهمها باختصار فيما يلي:

- وضعت وزارة الخزانة الأميركية "فاني ماك" و"فريدي ماك" -وهما هيئتان لإعادة تمويل التسليفات العقارية- تحت وصاية الدولة في السابع من سبتمبر/أيلول.

- بنك الأعمال الأميركي "ليمان برادرز" وُضع في 15 سبتمبر تحت حماية قانون الإفلاس قبل تصفيته. واشترى البنك البريطاني "باركليز" أنشطته الأميركية، في حين اشترى البنك الياباني "نومورا هولدينغ" الأنشطة في أوروبا وآسيا والشرق الأوسط.

- "بنك أوف أميركا" اشترى بنك الأعمال الأميركي "ميريل لينش" في 15 سبتمبر.

- تأميم المجموعة الأميركية العملاقة في مجال التأمين "إي آي جي" في 16 سبتمبر لتفادي إفلاسها.

- اشترى بنك "لويد تي إس بي" منافسه البريطاني "إتش بي أو إس" -رابع بنك في بريطانيا من حيث الرسالة- في 15 سبتمبر.

- بنكا الأعمال المستقلان "غولدمان ساكس" و"مورغان ستانلي" اضطرا في 21 سبتمبر إلى التحول إلى مجموعتين مصرفيتين قابضتين. ويحصل "غولدمان ساكس" على تمويل بقيمة خمسة مليارات دولار من الملياردير وارن بوفيت، و"مورغان ستانلي" يفتح رأسماله أمام البنك الياباني "ميتسويشي يو إف جي".

- المجموعة الأميركية "واشنطن ميوتشوال" -سادس بنك أميركي من حيث الأصول- أعلنت إفلاسها في 25 سبتمبر، وقد أغلقتها السلطات الأميركية ونظمت التحويل الفوري لودائعها إلى منافسها "جي بي مورغان تشيز" مقابل 9.1 مليارات دولار.

- إنحارت المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في 28 سبتمبر، لكن السلطات في بلجيكا ولوكسمبورغ وهولندا قررت ضخ ما مجموعه 11.2 مليار يورو لتمويل "فورتيس" مقابل حصص في رأسمال المؤسسة.

- تم تأميم البنك البريطاني "برادفورد آند بينغلي" وتصفيته في 29 سبتمبر، وهو المؤسسة المالية البريطانية الرابعة التي تفقد استقلاليتها منذ بداية أزمة الائتمان الدولية.

- اشترى "سي تي غروب" مصرف "واكوفيا" رابع بنك أميركي من حيث الأصول، في 29 سبتمبر/أيلول بإشراف الحكومة.

- في آيسلندا أعلنت الحكومة في 29 سبتمبر شراء 75% من رأسمال "غليتنير" - ثالث بنك في البلاد الذي يعاني من نقص السيولة - بقيمة ستمائة مليون يورو.

- أفلت البنك الألماني الخاص "هيبو ريل استيت" المتخصص في الشأن العقاري، من الإفلاس في 29 سبتمبر/أيلول بفضل فتح خط ائتمان بقيمة 35 مليار يورو بكفالة الدولة بصورة رئيسية.

2. شركات السيارات:

لقد بدأت آثار الأزمة تنتقل من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي، وكان قطاع السيارات أحد المتضررين بهذه الأزمة، حيث تولى انخفاض المبيعات وتسريح العمال في شركات السيارات في العالم. وتوقع صناعيون وخبراء أن تأثير الأزمة سيحجر شركات صناعة السيارات على الاندماج.

ففي اليابان أعلنت حوالي 1010 شركة يابانية إفلاسها خلال شهر نوفمبر لسنة 2008، وهو الشهر السادس على التوالي الذي تضطر فيه آلاف الشركات اليابانية للقيام بتلك الخطوة، وكشفت إحصاءات نشرها معهد «تايكوكو داتانبك» المتخصص أن عدد الشركات التي أعلنت إفلاسها في اليابان ارتفع بنسبة 11.5% خلال نوفمبر 2008، وارتفع حجم الديون المتراكمة على تلك الشركات ليصل 4.5 مليار يورو.

وكانت 123 شركة قد أعلنت إفلاسها خلال شهر أكتوبر لسنة 2008، وأكد المعهد أن عدد حالات الإفلاس خلال الإحدى عشر شهراً الأولى من سنة 2009 فاقت الأعداد التي تم تسجيلها خلال عام 2008 لتصل إلى 10959 شركة. وتوقع أن يصل عدد الشركات التي تعلن إفلاسها بنهاية العام 2008 إلى 12500 شركة، وهو الخطر الذي من شأنه التأثير بقوة على قطاع السيارات في البلاد.

وفي ألمانيا انخفضت المبيعات العالمية لشركة مرسيدس وي إم دبليو بنحو الربع الشهر الماضي. حيث صرحت بي إم دبليو أن مبيعاتها انخفضت بنسبة 25.4% في نوفمبر الماضي أي إلى 96570 وحدة، بينما أعلنت ديمر مرسيدس بنز أن مبيعاتها هبطت الشهر نفسه بنسبة 25.2% أي إلى 84500 وحدة. وانخفضت مبيعاتها من طراز مرسيدس بنز 27.6% أي إلى 74400 وحدة. وقد انخفضت قيمة أسهم بي إم دبليو في فرانكفورت بنسبة 2.6%، بينما تراجع أسهم ديمر 4.2%.

وقالت شركات صناعة سيارات أوروبية من بينها بيجو ستروين ورينو الفرنسيتان بأنها ستخفض الإنتاج وتمدد إغلاق مصانع في الربع الأخير من العام 2008، بينما تكافح لتصريف مخزون السيارات غير المباعة بنهاية نفس السنة. وأظهرت بيانات رابطة صناعة السيارات انخفاض مبيعات السيارات الأوروبية بنسبة 5.4% في الأشهر العشرة الأولى من سنة 2009.

وكانت مبيعات هيونداي موتور وشركات صناعة السيارات الكورية الجنوبية الأخرى كيا موتورز وجي إم دايو ورينو سامسونغ وسانغ يونغ موتور بلغت 445 ألفا و 111 وحدة في الشهر الأول من العام 2009، مقابل 486 ألفا و 762 وحدة عام 2008 و 506 آلاف و 597 وحدة في أكتوبر/تشرين الأول من العام 2009.

أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد طالبت الشركات الأمريكية الرئيسية الثلاث جنرال موتورز وكرايسلر وفورد التي تعاني أزمة سيولة حادة من الدولة دعمها بـ 34 مليار دولار على شكل قروض لكي تستطيع التغلب على الصعوبات التي تواجهها بسبب الأزمة المالية.

ثامنا: أهم الخطط التي اعتمدها الدول لمواجهة الأزمة المالية وسبل المعالجة السليمة للأزمة

اتخذت العديد من الدول والمجموعات الاقتصادية في العالم إجراءات وأعلنت خططاً لإنقاذ الأسواق المالية ومواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية، وفي ما يلي تلخيص لمضامين أهم هذه الخطط والإجراءات:

1. أهم الخطط التي اعتمدها الدول لمواجهة الأزمة المالية:

أ- الولايات المتحدة الأمريكية: صاغ وزير الخزانة الأميركية هنري بولسون خطة إنقاذ صادق عليها مجلسا النواب والشيوخ، وتهدف إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب، وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي، وكذا إلى زيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن.

الخطة التي حدّد لها قانون اعتمادها مهلتها تنتهي بنهاية عام 2009، مع احتمال تمديدتها بطلب من الحكومة لفترة أقصاها سنتين اعتباراً من تاريخ إقرارها، تقوم على ضخ سبعمائة مليار دولار لشراء الديون الهالكة التي تقض مضاجع السوق المالية الأميركية وتحدد بانحيازها. حيث تهدف هذه الخطة إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي، كذا إلى زيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن.

وينص القانون على مهلة لهذه الخطة تنتهي في 31 ديسمبر 2009 مع احتمال تمديدتها بطلب من الحكومة لفترة أقصاها سنتين اعتباراً من تاريخ إقرار الخطة. وقد تضمنت الخطة ما يلي:

• الضمانات لمكلفي الضرائب

- يتم تطبيق خطة الإنقاذ على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار، وذلك بطلب من الرئيس. حيث يملك أعضاء الكونغرس حق الفيتو على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه بـ 700 مليار دولار.

- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق.
- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة.
وأدرجت في النص الذي اقره مجلس الشيوخ مادتان جديدتان:

■ رفع سقف الضمانات للمودعين من مئة ألف إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد.

■ إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي مئة مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات.

• تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند رحيلهم

- منع دفع تعويضات باهضة لرؤساء أو مدراء الشركات الذين يتم تسريحهم أو يستقيلون بعد أن عملوا في شركات باعت أصولاً إلى وزارة الخزانة طالما تساهم الخزانة فيها.

- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها، وحددت المكافآت لمسؤولي الشركات الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية بـ 500 ألف دولار.

- وتنص الخطة على استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تحقق.

• المراقبة والشفافية

- يشرف مجلس المراقبة على تطبيق الخطة، ويضم هذا المجلس رئيس الاحتياطي الفدرالي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة.
- يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على حضوره في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات.
- تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة.
- يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة.

• إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات

- إجراءات حماية للمالكين المهتدين بمصادرة مساكنهم بينما من المقرر تطبيق مليوني إجراء من هذا النوع في 2009.
- السماح للدولة بمراجعة شروط منح القروض العقارية للمدينين الذين يواجهون صعوبات.
- مساعدة المصارف المحلية الصغيرة التي تضررت بأزمة الرهن العقاري.

هل تسعف الخطة الاقتصاد الأمريكي؟

أشار "سايمن جونسون" كبير خبراء صندوق النقد الدولي إلى أن خطة الإنقاذ الأمريكية، التي تبلغ كلفتها 700 مليار دولار لا تعدو كونها "إجراء طارئاً" لن يحول دون انكماش خطير لأكبر اقتصاد في العالم، ثم يضيف "سايمن" أن الولايات المتحدة تسير - في أحسن تقدير - نحو ركود اقتصادي حاد، وفي هذا السياق قال الاقتصادي "جوزيف ستيجلتز" أن أمريكا لن تتمكن من إعادة الاستقرار تماماً للاقتصاد، وشبه الاقتصادي الفائز بجائزة نوبل الخطة بعملية نقل دم إلى شخص يعاني من نزيف داخلي، وأضاف أن الخطة ربما تمنع حالات إفلاس وتحويل دون ضياع الرهون العقارية التي كانت سبباً في الأزمة المالية، لكنها لن تحقق توازناً مالياً للأسواق. وفيما يتعلق بمستقبل الوضع الاقتصادي توقع "ستيجلتز" أن تشهد المرحلة المقبلة انخفاضاً في الإنفاق وتراجعاً في الاستهلاك وفي الناتج الإجمالي المحلي.

أما الحديث عن خطة "الإنقاذ" الأمريكية (700 مليار \$) فهي لا تعدو كونها خطة للحد من الإنهيار وليست خطة للإصلاح في النظام المالي أو الرأسمالي عموماً.

ب- الدول السبع الصناعية: وضعت مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى (الولايات المتحدة وبريطانيا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان وكندا) "خطة تحرك" لمواجهة الأزمة المالية العالمية، وتعهد أعضاؤها بمنع إفلاس المصارف الكبرى. واتفقت القمة على مواصلة العمل من أجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي، واتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة. كما أعربت المجموعة عن استعدادها للقيام بكل ما هو ضروري من أجل تحريك سوق قروض الرهن الذي كان سبب الأزمة المالية الحالية.

ج- منطقة اليورو وروسيا: تبنى قادة مجموعة اليورو خطة إنقاذ مالي تعتمد على تأمين جزئي للمؤسسات المالية المتضررة وتستند أساساً إلى ضخ أموال عامة في المصارف المتضررة وضمان الودائع، كما تسعى إلى ضمان القروض بين المصارف، مع إمكانية اللجوء إلى إعادة تمويلها.

وأعلن الرئيس الفرنسي نيكولا ساركوزي -الذي تتولى بلاده حالياً رئاسة الاتحاد الأوروبي- أن حكومات الدول الـ15 التي تعتمد اليورو عملة رسمية لها مستعدة لتملك حصص في البنوك.

وتعهد القادة الأوروبيون بالمساعدة أو الاكتتاب بشكل مباشر لرفع الديون عن البنوك لفترات تصل إلى خمسة أعوام في تكملة لجهود البنك المركزي الأوروبي لاستئناف عمليات التسليف بين البنوك.

د- فرنسا: اعتمد البرلمان الفرنسي خطة اقترحتها الحكومة لإنقاذ المصارف بمبلغ 360 مليار يورو (491 مليار دولار).

وتسعى الخطة إلى إنهاء أزمة الثقة الراهنة في الأسواق وضمان إعادة تمويل المصارف في شكل ضمانات قروض لتنشيط عملية الإقراض بين المصارف، وتوفير أموال أخرى لإعادة هيكلة رؤوس الأموال تلك المتعثرة منها. واعتبر العديد من المراقبين أن الخطة لن تمنع الاقتصاد الفرنسي من الانزلاق نحو الركود، وأن الأمر يتطلب اتخاذ قرارات أكثر تكلفة من أجل تحفيز الاقتصاد وتوجيهه نحو النمو.

وقد حرص الرئيس نيكولا ساركوزي على تأكيد أن ما ستقدمه الدولة من مساعدات لن يكون هدية للبنوك، وقال إن المبلغ المرصود في الخطة هو المبلغ الأقصى، وأنه ربما لا يضح كاملا في حال عودة الأسواق إلى العمل بشكل اعتيادي مجددا. وأضاف أن الدولة ستشكل هيئة مالية لمراقبة البنوك، ولن يسمح بإعلان إفلاس أي مؤسسة مالية وستتم محاسبة المسؤولين عن أي تجاوزات.

هـ- ألمانيا: وافقت الحكومة الألمانية على خطة لإنقاذ البنوك تتضمن تأسيس صندوق لإعادة الاستقرار إلى الأسواق، وخصصت له أربع مائة مليار يورو (أكثر من 540 مليار دولار).

وقال وزير المالية الألماني بير شتاينبروك إن الخطة تهدف إلى تحقيق ميزانية متوازنة، ودعى إلى تقييد رواتب مسؤولي المصارف التي تستفيد من حزمة الإنقاذ الحكومية وتحديد العلاوات ومستحقات إنهاء الخدمة.

ومن جهة أخرى توصلت مجموعة من البنوك وشركات التأمين في ألمانيا إلى اتفاق بشأن تفاصيل خطة لإنقاذ ثاني أكبر شركة للتمويل العقاري بألمانيا وهي هيبو ري ال ستيت (إتش آر إس).

ورصد لهذه الخطة حوالي 35 مليار يورو (50 مليار دولار) غير أنها اتخارت لأن الضمانات الخاصة بالقروض التي حصلت عليها الشركة من العديد من المؤسسات المالية قد انتهت صلاحيتها.

حيث قالت الحكومة أنها لن تؤم الشركة، لكنها ستقدم لها ضمانات بقيمة 26.6 مليار يورو (38 مليار دولار)، بينما ستحميها البنوك التجارية الألمانية بإقراضها 8.5 مليارات يورو (12.14 مليار دولار).

و- بريطانيا: أقرت بريطانيا خطة تضخ بموجبها ما يصل 250 مليار جنيهه (نحو 450 مليار دولار) من أموال الحكومة في أكبر بنوك البلاد.

وتشمل الخطة عرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس أموال جديدة لها، إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل.

وتشترط الخطة البريطانية على البنوك الحد من المزايا الممنوحة للمسؤولين التنفيذيين وتخفيض التوزيعات النقدية في هذه المصارف.

وقال وزير المالية البريطاني أليستير دارلنغ إن الدولة مستعدة لتقديم المزيد من الأموال إذا استدعى الأمر.

ز- روسيا: أقر مجلس الدوما الروسي (البرلمان) خطة إقترحها الرئيس ديمتري ميدفيديف لإنقاذ القطاع المصرفي في البلاد بقيمة 63 مليار يورو (84 مليار دولار). حيث تم توفير مبالغ الخطة من الاحتياطي النقدي الروسي وتمويل من بنك التنمية، وبمقتضاه ستحصل البنوك المتعثرة على القروض من هذه المبالغ.

كما أكد رئيس الوزراء فلاديمير بوتين عزم حكومته البدء في شراء سندات الشركات الروسية بقيمة تصل إلى خمسة مليارات يورو (6.65 مليار دولار).

كما قرر البنك المركزي الروسي تخفيض الاحتياطي الإلزامي للبنوك، في خطوة مؤقتة، إلى 0.5% بغية زيادة السيولة في القطاع المصرفي، وإرساء الاستقرار في السوق المالية الداخلية، وتعزيز السيولة في القطاع المصرفي الروسي.

2. سبل المعالجة السليمة للأزمة

أ- الحلول التقليدية الممكنة لأزمة الرهن العقاري: ربما يوجد حلول أخرى لأزمة الرهن العقاري نادى بها بعض الاقتصاديين، إضافة إلى اتباع سياسة مالية توسعية متمثلة في زيادة الإعانات والمنح الحكومية للمؤسسات المالية والشركات الإنتاجية والأفراد وتخفيض الضرائب، واتباع سياسة نقدية توسعية متمثلة في زيادة الكتلة النقدية والتوسع في منح الائتمان، وكذا تخفيض أسعار الفائدة بشكل غير مسبوق، ومن هذه الحلول ما يلي:

✓ منع تداول سندات الرهن العقاري: إن منع تداول سندات الرهن العقاري سيحصر نطاق أي أزمة رهن عقاري مستقبلية بين المقرض والمقترض فقط، وبذلك سوف يتوجب على المصارف الاستثمارية أن تمويل هذه السندات من مواردها الخاصة، ولن تستطيع أن تمويل سندات الرهن الجديدة من خلال توريق سندات رهن قديمة، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض نسبة ديون هذه المؤسسات إلى أصولها المملوكة، وبالتالي انخفاض مخاطر الائتمان.

✓ تأمين المؤسسات المالية أو تركها تواجه مصيرها: يوصي هذا الحل بأن تؤمّم جميع المؤسسات المالية والشركات المتعثرة، أو ببساطة ترك الخيار الإفلاس نتيجة لتعثر سنداتهما. وتعود المصارف المؤممة لخلق الأموال عن طريق الإقراض كما كانت تفعل في السابق، وتقدر مخاطر الائتمان عن طريق العامل البشري والبيانات المحاسبية التقليدية بدلاً من النماذج الرياضية. يرى أنصار هذا الحل مرونة أكبر للمصارف في تملك الشركات الأخرى المدينة لها أيضاً جزئياً أو كلياً في مقابل قروضها المستحقة، وذلك قد يساعد في إعادتها للحياة من جديد بدلاً من أن تعلن إفلاسها، ويتميز أيضاً بأن كلفته على دافعي الضرائب أقل من علاج ضخ الأموال في شرايين المؤسسات المالية على شكل قروض أو شراء أسهم ممتازة، كما أنه معلوم التكلفة منذ البداية على خلاف الحل الذي تبنته الحكومة الأمريكية.

إلا أن لهذا الحل محاذير كثيرة منها المقاومة الشديدة لخيار التأمين دفاعاً عن النظام الرأسمالي الحر، وعدم ضمان قدرة الدولة على إدارة مثل هذه المؤسسات. كما أن ترك الشركات الخيار الإفلاس يمكن أن يكون له آثار سلبية على الاقتصاد لا يمكن التنبؤ بمدى شدتها، فالترابط الشديد للمؤسسات المالية ببعضها البعض وضخامة حجم الكثير منها قد يؤدي إلى ظهور نتائج كارثية نتيجة إفلاسها.

✓ برنامج مشاركة تمويل الرهنين (Shared Appreciation Mortgages (SAMS): إيجاد برنامج مشاركة تمويل الرهنين من قبل المؤسسات المالية المقرضة بعد إعادة تقويم سندات الرهن العقاري، مقابل حصولها على

حقوق مستقبلية في المنازل المرهونة بعد تسديد كامل قيمة السندات المستحقة وانتقال ملكية هذه المنازل إلى هؤلاء الراهنين.

هذا البرنامج ممكن أن يحقق هدفين، الأول هو إعادة تقويم السندات المرهونة بشكل يخفف من تكلفة السداد ويوجد سوقاً ثانوية لتداول هذه السندات، والثاني هو تقليل عدد المنازل المعروضة للبيع في السوق، وذلك سوف يقلل من انخفاض أسعارها. إذ أن انخفاض أسعار العقارات يؤدي إلى زيادة حالات التخلف عن سداد الديون، وبالتالي إلى زيادة حالات حجز الرهن العقاري وانخفاض أسعار العقارات مجدداً. إلا أن الحكومات فضلت الوقوف إلى جانب المؤسسات المالية.

✓ إيقاف عمليات حجز الرهن العقاري: إن زيادة حالات نزع الملكية العقارية للعقارات المرهونة خلال عام 2007 كان أحد أهم أسباب الأزمة، لذلك يوصي هذا الحل بمنح المقترضين زمناً أطول لسداد أقساط سندات الرهن العقاري المترتبة عليهم من خلال إيقاف عمليات حجز الرهن العقاري لمدة لا تقل عن ستة أشهر، قابلة للتجديد.

تبدو الحلول السابقة المطروحة للخروج من أزمة الرهن العقاري حلولاً منطقية، ومن المتوقع أن تؤدي في النهاية إلى معالجتها، إلا أن هذا العلاج لن يكون علاجاً وقائياً وجذرياً وإنما علاجاً إسعافياً لا يضمن عدم تكرار مثل هذه الأزمة في المستقبل، وينطبق كذلك الحال على جميع عمليات الإصلاح التقليدية للنظام المالي والنقدي العالمي مهما اتسمت بالدقة والموضوعية والمنطقية، وذلك لوجود خلل كبير في الدعائم الأساسية لهذا النظام، والحل الجذري الوحيد لإصلاحه هو الاستبدال بهذه الدعائم دعائم أخرى أكثر قوة وثباتاً واستقراراً والبناء فوقها من جديد أو ببساطة تغيير هذا النظام بالكامل، وإلا سيبقى عرضة للأزمات بمختلف أنواعها مع كل ما يترتب عليها من تبعات، علاوة على كل ما يتسم به من عدم العدالة وضعف الاستقرار. ولعل أبرز هذه الدعائم التي يقوم عليها النظام الحالي هي:

✚ الربا.

✚ سوء توزيع الدخل.

✚ قدرة المصارف على إصدار النقود الائتمانية.

✚ فصل الاقتصاد المالي عن الاقتصاد العيني والتحول من المتاجرة إلى المقامرة.

✚ المديونية اللامحدودة.

ب- الحلول الشاملة (غير التقليدية) لمحاولة إصلاح النظام المالي والنقدي العالمي وحمايته من الأزمات:

✓ التخلي عن الربا في جميع المعاملات المالية واعتباره كما كان سابقاً جريمة يعاقب عليها القانون، وهو ما يؤدي إلى:

✚ عدالة أكبر في التوزيع.

✚ تحكم السلطات النقدية بشكل أفضل في حجم الكتلة النقدية الفعلية.

✚ استقرار قيمة العملة وانخفاض احتمالات حدوث التضخم.

✚ انخفاض احتمالات حدوث فقاعات الأصول بأنواعها المختلفة.

✚ تلطيف حدة الدورات الاقتصادية.

- ✓ منع المصارف من خلق النقود من العدم، واعتبارها عملية غير شرعية.
- ✓ إحياء نظام الحسبة على الأسواق.
- ✓ حظر المشتقات المالية التي تشبه أي نوع من أنواع المقامرة أو الغرر.
- ✓ منع عمليات المضاربة بالهوامش وعمليات البيع على المكشوف.
- ✓ منع عمليات توريق وبيع الديون.
- ✓ اشتراط التقابض لإتمام العقود.
- ✓ عدم السماح مجدداً لعملة أيّ دولة بأن تكون وطنية الإصدار وعملية الانتشار.