

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة محمد خيضر - بسكرة -

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

الموضوع:

دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية

"حالة البنك المركزي الأوروبي (BCE) و الأزمة المالية
2007-2008"

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تخصص: علوم اقتصادية

تحت إشراف:

الأستاذ الدكتور خالد بوجعدار

إعداد الطالب:

محمد الأمين وليد طالب

أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة الأساتذة:

رئيسا	جامعة محمد خيضر بسكرة	أستاذ	أ.د الطيب داودي
مقررا	جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 2	أستاذ	أ.د خالد بوجعدار
ممتحنا	جامعة محمد خيضر بسكرة	أستاذ	أ.د حدة رايس
ممتحنا	جامعة محمد خيضر بسكرة	أستاذ	أ.د رابح خوني
ممتحنا	جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 2	أستاذ محاضر "أ"	د. ناجي بن حسين
ممتحنا	جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي	أستاذ محاضر "أ"	د. زبير عياش

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

شكر و تقدير

أتوجه أولا بالشكر إلى الله عز و جل الذي يسر لي الطريق لإتمام هذا العمل.

كما أنني أسدي خالص شكري و تقديري للأستاذ الدكتور "خالد بوجعدار" الذي أشرف على هذا العمل،

و كان لما أمدني من إرشادات و توجيهات و تشجيع الفضل في إتمامه.

كما أتقدم بالشكر إلى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة على منحهم لي جزء من وقتهم الثمين

لمناقشة هذا البحث و إثرائه بملاحظاتهم القيمة.

لا يفوتني أيضا أن أشكر كل الذين قدموا لي يد المساعدة من قريب أو من بعيد لإنجاز هذا البحث،

أخص بالذكر زملائي في كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير بجامعة العربي بن مهدي

أم البواقي، و كذا كل الموظفين التابعين لمكتبة العلوم الاقتصادية بجامعة عبد الحميد مهري منتوري 2

قسنطينة (خصوصا السيد نور الدين طالب).

أخيرا أقدم شكري الخالص لعائلتي على التشجيعات و التسهيلات التي قدمتها لي لإنجاز هذا العمل.

الإهداء

إلى والدي الكريمين أطل الله في عمرهما اللذين كان لدعائهما الأثر البارز في مشواري الدراسي؛

إلى زوجتي التي طالما شجعتني و كانت عوناً لي في هذا العمل؛

إلى ابنتي الغالية "ملاك" التي عايشت هذا البحث؛

إلى أختي و أخي اللذان أتمنى لهما المزيد من النجاحات؛

إلى كافة أساتذتي الكرام الذين كان لهم الفضل بعد الله عز و جل في تدريسي و إيصالي إلى هذه

المرحلة؛

إلى كافة أصدقائي.

قائمة المختصرات

قائمة المختصرات

المختصر	الشرح
ABS	سندات مدعومة بأصول
ANF	مؤسسات غير مالية
BCE	البنك المركزي الأوروبي
BM	البنك الدولي
BN	البنوك المركزية الوطنية
BOE	بنك إنجلترا
BOJ	بنك اليابان
CDO	إلتزام الدين المضمون
CPBB	برنامج شراء السندات المحمية
CRT	نقل مخاطر القروض
DTS	حقوق السحب الخاصة
ECU	وحدة النقد الأوروبية
EWS	أنظمة الإنذار المبكر
FED	الاحتياطي الفدرالي الأمريكي
FMI	صندوق النقد الدولي
FSAP	برنامج تقييم القطاع المالي
FSI	مؤشرات القوة المالية
GM	مؤسسة جيني ماي
ICF	مؤشر شروط التمويل
IDE	استثمار أجنبي مباشر

الدول الأقل اندماجا ماليا	LFI
عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل	LTRO
سندات الرهن العقاري	MBS
الدول المندمجة ماليا	MFI
منظمة التجارة العالمية	OMC
مؤسسات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية	OPCVM
منظمة الدول المصدرة للبترول	OPEP
الناتج الداخلي الخام	PIB
سياسة دعم القروض	PSRC
المصادر الداخلية المتاحة للتمويل	RIDF
النظام الأوروبي للبنوك المركزية	SEBC
برنامج شراء السندات السيادية	SMP
الترتيبات المؤقتة لتبادل العملات	SWAP
نظام المدفوعات الأوروبي الموحد	Target
الإتحاد الأوروبي	UE
الإتحاد النقدي الأوروبي	UEM
عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل (3 سنوات)	VLTRO

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
أ-ح	فهرس المحتويات
01	المقدمة العامة.....
17	الفصل الأول: التأصيل النظري للأزمات المالية.....
18	مقدمة الفصل الأول.....
19	1-1- تاريخ الأزمات المالية و أنواعها.....
19	1-1-1- تاريخ الأزمات المالية.....
19	1-1-1-1- نظرة تاريخية عن الأزمات المالية.....
21	1-1-1-1- أهم الأزمات المالية السابقة.....
40	1-1-2- أنواع الأزمات المالية.....
40	1-1-2-1- الأزمة البنكية.....
42	1-1-2-1-1- أزمة سعر الصرف.....
44	1-1-2-1-1- أزمة المديونية.....
48	1-1-2-1-1-4- أزمات أسواق أوراق المال (البورصة).....
51	2-1- أسباب الأزمات المالية و أهم النظريات المفسرة لها.....
51	1-2-1- العوامل المؤدية إلى ظهور الأزمات المالية.....
53	1-1-2-1- التحرير المالي.....
58	1-2-1-2- الاندماج المالي.....
65	1-2-1-3- تعدد الابتكارات المالية.....
69	1-2-2-1- النظريات المفسرة للأزمات المالية.....
69	1-2-2-1-1- التفسير الكلاسيكي للأزمات.....
70	1-2-2-2-1- التفسير الماركسي للأزمات.....
70	1-2-2-2-1-3- التفسير الكينزي للأزمات.....
71	1-2-2-2-1-4- تفسير الاقتصادي "هايك" للأزمات.....
72	1-2-2-2-1-5- تفسير النقديين للأزمات.....
73	3-1- التحليل النظري لعدوى الأزمات المالية و تردها.....
73	1-3-1- مفهوم العدوى المالية و أنواعها.....
73	1-1-3-1- مفهوم العدوى المالية.....
74	1-1-3-1-2- أنواع العدوى المالية.....
75	1-3-1-2- النظريات المفسرة للعدوى.....
75	1-2-3-1- نموذج الروابط الاقتصادية Linkages Economic.....

75	.....Heightened awarenss نموذج زيادة الوعي 2-2-3-1
75	.....Adjustment portfolio نموذج تعديل المحفظة الاستثمارية 3-2-3-1
76	.....Head behavior نموذج سلوك القطيع 4-2-3-1
76	.....الأزمات المالية. قنوات انتقال عدوى الأزمات المالية. 3-3-1
76	.....القنوات الطبيعية لانتقال الأزمات المالية. 1-3-3-1
77	.....القنوات غير الطبيعية لانتقال الأزمات. 2-3-3-1
79	.....تردد الأزمات المالية. 4-3-1
79	.....تردد الأزمات المالية بين الماضي و الحاضر. 1-4-3-1
85	.....عودة الأزمات البنكية. 2-4-3-1
86	.....تردد الأزمات المزدوجة في الدول المنفتحة حديثا على المالية الدولية. 2-4-3-1
88	.....عودة الأزمات المالية المدمرة لمعدل نمو الرفاه. 3-4-3-1
90	.....آثار اتساع ظاهرة عدوى الأزمات. 4-4-3-1
94	.....خاتمة الفصل الأول.
95	.....الفصل الثاني: دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار المالي.
96	.....مقدمة الفصل الثاني.
98	2-1- مدخل نظري للسياسة النقدية
98	.....1-1-2- تعريف السياسة النقدية و أهدافها.
98	.....1-1-1-2- تعريف السياسة النقدية.
99	.....2-1-1-2- أهداف السياسة النقدية.
104	.....2-1-2- أدوات السياسة النقدية.
104	.....1-2-1-2- الأدوات الكمية للسياسة النقدية (الأدوات التقليدية).
109	.....2-2-1-2- الأدوات الكيفية للسياسة النقدية (الأدوات التقليدية).
111	.....3-2-1-2- التعليمات المباشرة.
112	.....3-1-2- السياسة النقدية في إطار الاقتصاد الكلي.
112	.....1-3-1-1- السياسة النقدية و مضاعف عرض النقود.
114	.....2-3-1-2- السياسة النقدية و التوازن العام.
117	.....3-3-1-2- السياسة النقدية و سوق السندات.
118	.....4-3-1-2- السياسة النقدية و ميزان المدفوعات.
119	.....4-1-2- قنوات انتقال السياسة النقدية.
120	.....1-4-1-2- قناة سعر الفائدة.

121	2-4-1-2 - قناة الائتمان.....
122	2-4-1-3 - قناة سعر الصرف.....
123	2-4-1-4 - قناة الإعلام، المعلومة l'information.....
123	2-2 - الاستقرار المالي.....
123	2-2-1 - مفهوم الاستقرار المالي.....
124	2-2-1-1 - واقع مصطلح الاستقرار في مجالات عملية أخرى.....
125	2-2-1-2 - العوامل الواجب أخذها بعين الاعتبار في تعريف الاستقرار المالي.....
129	2-2-1-3 - القواعد السامحة بتحديد مفهوم الاستقرار المالي.....
132	2-2-1-3 - الإجراءات التي تساهم في الحفاظ على الاستقرار المالي.....
134	2-2-2 - الأساليب الكمية لقياس الاستقرار المالي.....
134	2-2-2-1 - دور و تطور المؤشرات.....
135	2-2-2-2 - مؤشرات تقدير الاستقرار المالي في دليل بعض المؤسسات المالية الدولية....
147	2-3 - دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي (معالجة الأزمات المالية).....
147	2-3-1 - تطور أهداف البنك المركزي.....
152	2-3-2 - الأدوات المستخدمة من طرف البنك المركزي لمعالجة الأزمات المالية.....
152	2-3-2-1 - دور الدول المتقدمة في زيادة السيولة النقدية الدولية.....
154	2-3-2-2 - دور الدول الناشئة و المنتجة للمواد الأولية في زيادة السيولة النقدية الدولية....
155	2-3-2-3 - أسباب فشل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية.....
157	2-3-2-4 - الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية.....
162	2-3-2-5 - أمثلة عن استعمال بعض البنوك المركزية لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية.....
166	2-3-3 - التحديات التي تواجهها السياسة النقدية بعد الأزمة المالية 2008.....
167	2-3-3-1 - تنامي حجم ميزانية البنوك المركزية.....
171	2-3-3-2 - ضعف فعالية السياسة النقدية.....
172	2-3-3-3 - التراجع المفاجئ للتضخم و تنامي خطر الانكماش المالي.....
175	خاتمة الفصل الثاني.....
177	الفصل الثالث: عرض تحليلي للأزمة المالية 2007-2008.....
178	مقدمة الفصل الثالث.....
180	3-1 - ظروف ما قبل الأزمة المالية و أسباب اندلاعها.....
180	3-1-1 - ظروف ما قبل الأزمة في سوق الرهن العقاري.....

180	1-1-1-3- نشأة السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.....
182	1-1-1-3- الاستثمارات العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية.....
182	1-1-1-3- آلية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي.....
187	1-1-2- أسباب الأزمة المالية 2007-2008.....
187	1-2-1-3- أوضاع غير مستقرة على مستوى الاقتصاد الكلي.....
193	1-2-2-1-3- إختلالات على مستوى الاقتصاد الجزئي.....
195	1-2-3- القيام بممارسات مالية عالية الخطورة.....
202	2-3- التسلسل الزمني و عدوى الأزمة المالية 2007-2008.....
202	1-2-3- التسلسل الزمني للأزمة المالية 2007-2008.....
202	1-1-2-3- بؤادر الأزمة (عام 2007).....
206	1-2-2-3- تطورات الأزمة خلال عام 2008.....
212	1-2-3- تطورات الأزمة خلال عام 2009.....
217	1-2-2-3- عدوى الأزمة المالية 2007-2008.....
218	1-2-2-3- قناة أسواق المال.....
226	1-2-2-3- قناة سعر الصرف.....
229	1-2-2-3- قناة الجارة الخارجية.....
230	3-3- تداعيات الأزمة المالية 2007-2008 و مساعي الخروج منها
231	1-3-3- تداعيات الأزمة المالية.....
231	1-1-3-3- انعكاسات الأزمة على الدول النامية.....
231	1-2-1-3-3- انعكاسات الأزمة على الدول المتقدمة.....
240	1-2-3-3- مساعي الخروج من الأزمة المالية 2007-2008.....
244	1-2-3-3- خطط الإنقاذ أحادية الأطراف.....
244	1-2-2-3-3- خطط الإنقاذ متعددة الأطراف.....
249	خاتمة الفصل الثالث.....
264	الفصل الرابع: معالجة البنك المركزي الأوروبي للأزمة المالية 2007-2008.....
267	مقدمة الفصل الرابع.....
268	1-4- الاتحاد النقدي الأوروبي.....
268	1-1-4- نشأة الاتحاد النقدي الأوروبي.....
268	1-1-1-4- نظرية المنطقة المثلى.....
269	1-1-2-4- معاهدة روما.....

272	..... نظام الثعبان النقدي. 3-1-1-4
274	..... النظام النقدي الأوربي (SME). 4-1-1-4
277	..... معاهدة ماستريخت. 5-1-1-4
280	..... 2-4 البنك المركزي الأوربي (BCE)
281	..... الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الأوربي (BCE). 1-2-4
282	..... مجلس المحافظين. 1-1-2-4
286	..... مجلس الإدارة أو المجلس التنفيذي. 2-1-2-4
287	..... المجلس العام. 3-1-2-4
289	..... أدوات السياسة النقدية للـ BCE. 2-2-4
289	..... عمليات السوق المفتوحة. 1-2-2-4
290	..... التسهيلات الدائمة. 2-2-2-4
291	..... الاحتياطي الإلزامي. 3-2-2-4
292	..... نظام المدفوعات الأوربي الموحد (Target). 4-2-2-4
293	..... 3-4 التسلسل الزمني لقرارات الـ BCE خلال الأزمة المالية.
293	..... مرحلة ما قبل انهيار بنك "ليمان برادرز" 15 سبتمبر 2008. 1-3-4
299	..... مرحلة ما بعد انهيار بنك "ليمان برادرز" 15 سبتمبر 2008. 2-3-4
311	..... 4-4 أدوات السياسة النقدية المستعملة في مواجهة الأزمة المالية.
311	..... المنطق العام لقرارات البنك المركزي الأوربي. 1-4-4
313	..... الأدوات التقليدية للسياسة النقدية. 2-4-4
313	..... أداة السوق المفتوحة. 1-2-4-4
319	..... أداة التسهيلات الدائمة (معدل الفائدة). 2-2-4-4
324	..... أداة الاحتياطي الإلزامي. 3-2-4-4
324	..... الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية. 3-4-4
325	..... برنامج شراء السندات المحمية CBPP1, CPBB2. 1-3-4-4
328	..... برنامج شراء السندات السيادية. 2-3-4-4
330	..... برنامج عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل VLTRO. 3-3-4-4
333	..... توفير سيولات بالعملة الصعبة. 4-3-4-4
334	..... توسيع قائمة الأصول المقبولة كضمان. 5-3-4-4
335	..... خاتمة الفصل الرابع.
337	..... الخاتمة العامة.

347	قائمة المراجع.....
367	فهرس الأشكال.....
371	فهرس الجداول.....
373	الملاحق.....
390	الملخصات.....

المقدمة العامة

شهد الاهتمام بالسياسة النقدية تزايداً مستمراً منذ القرن التاسع عشر و ما شهده من فترات عدم الاستقرار النقدي، كما كان لظهور المدرسة النقدية بزعامة "ميلتون فريدمان" في أواسط القرن الماضي دوراً كبيراً في تسليط الضوء على هذه السياسة، وقد سجل الفكر النقدي عدة تطورات و تحولات على مر الزمن حيث كانت النقود محل دراسة و نقاش لعديد الفلاسفة و المفكرين الاقتصاديين، و تجلّى ذلك قديماً في المساهمات الفكرية لفلاسفة الإغريق القدامى أمثال "أرسطو" و حديثاً في النظريات النقدية التي صاغتها مختلف المدارس الفكرية الاقتصادية (مثل: الكلاسيك و النيوكلاسيك و النقديون ... الخ).

لقد سمح تطور الفكر النقدي بتحديد معالم السياسة النقدية بمفاهيم و خصائص و أهداف و أدوات، و أصبحت السياسة النقدية تشكل إلى جانب السياسة المالية إحدى أدوات السياسة الاقتصادية التي تملك قدرة كبيرة في التأثير على الأوضاع الاقتصادية السائدة و حتى المستقبلية، إذ عادة ما تلجأ البنوك المركزية إلى استعمال مختلف أدوات السياسة النقدية بغية تحقيق أهدافها التي عادة ما تصنف من طرف الاقتصاديين إلى أدوات كمية تؤثر في كمية النقود المتداولة، و أدوات كيفية تؤثر في نوعية الائتمان و كلفته، و أخيراً تعليمات مباشرة يتم استعمالها في حالة عدم تمكن الأدوات الكمية و الكيفية من تحقيق أهداف السياسة النقدية.

تهدف السياسة النقدية إلى إدارة العرض النقدي لغرض تحقيق هدف أو أهداف معينة، و قد ظل هدف تحقيق الاستقرار النقدي أي محاربة التضخم هدفاً رئيسياً للبنوك المركزية لفترة زمنية طويلة، و لعل ما دعم هذا التوجه هو معدلات التضخم المرتفعة التي شهدتها جل الدول المتقدمة بعد الحرب العالمية الثانية، إلا أنه و أمام الخسائر المالية الضخمة الناجمة عن الأزمات المالية (خاصة منذ انهيار نظام بروتن وودز) و أمام انعكاسات هذه الأخيرة السلبية على معدلات النمو الاقتصادي كان واجباً على الحكومات عموماً و السلطات الاقتصادية خصوصاً إيجاد حل أو وسيلة للحد من هذه الظاهرة.

لقد كانت السياسة النقدية في أعين الكثير من المسؤولين الحل المناسب و الأجدر لمواجهة الأزمات المالية المتكررة، و تجسد ذلك بشكل فعلي عندما أخذت البنوك المركزية تستحدث هدف تحقيق الاستقرار المالي هدفاً جديداً لسياستها النقدية، إذ أصبح تحقيق الاستقرار المالي و ما يقتضيه من معالجة الأزمات المالية من الأهداف المعلنة للبنوك المركزية و بالتالي لسياستها النقدية، و قد ترجم ذلك على أرض الواقع باستعمال البنوك المركزية لأدوات سياستها النقدية في مواجهتها للأزمات المالية.

أولاً: أهمية البحث و مبررات اختيار الموضوع

يعد البحث في موضوع الأزمات المالية و سبل مواجهتها من أهم الموضوعات التي تحظى باهتمام الدراسات المالية و الاقتصادية المعاصرة، و قد لعبت الأزمات المالية كظاهرة اقتصادية على مر الزمن دورا هاما في مسار النمو الاقتصادي و تطوره لمالها من صلة وثيقة بعدة متغيرات اقتصادية كلية كالدخل و الاستثمار و الاستهلاك، و قد ازدادت أهمية هذا البحث مع تزايد حدة الأزمات المالية في العقود الأخيرة لا سيما بعد انهيار نظام بروتن وودز و ما تبعه من تسارع الدول نحو التحرير المالي و من تعدد الابتكارات المالية.

و قد زاد تعرضنا للأزمة المالية العالمية 2007-2008 من أهمية هذا البحث نظرا لحدثة هذه الأزمة من جهة و نظرا لتكلفتها و انتشارها بين دول العالم من جهة أخرى، فالعديد من الاقتصاديين قاموا بتصنيف الأزمة المالية 2007-2008 كأكبر أزمة مالية يشهدها الاقتصاد العالمي منذ أزمة الكساد الكبير أي أنها تجاوزت في حدتها و في عدواها أزمات مالية كبرى سابقة على غرار الأزمة المكسيكية 1994 و الأزمة الآسيوية 1997.

و يدفعنا التأمل في الأزمات المالية الحديثة إلى القول بأنها أصبحت متكررة و سريعة الانتشار، إذ شكلت ظاهرة تكرر الأزمات ظاهرة مثيرة للقلق من جهة و للإهتمام من جهة أخرى، و لعل ما يزيد من أهمية موضوع البحث هو ما تقدمه السياسة النقدية من حلول في سبيل معالجة الأزمات المالية و دعم الاستقرار المالي، حي أنه و بعد أن كان الهدف الرئيسي للسياسة النقدية هو محاربة التضخم حتمت التحولات الاقتصادية الهائلة التي سجلت على مستوى الاقتصاد العالمي أن تتجه السياسة النقدية نحو تحقيق هدف جديد ألا و هو معالجة الأزمات المالية و العمل على الحفاظ على استقرار النظام المالي.

كما أضفى تعرضنا إلى رد فعل البنك المركزي الأوروبي BCE على الأزمة المالية 2007-2008 أهمية إضافية لهذا البحث، نظرا للمكانة الكبيرة التي يشغلها الـ BCE بين المؤسسات المالية و النقدية العالمية و نظرا أيضا لكونه المسؤول عن وضع السياسة النقدية و توجيهها لكامل دول منطقة اليورو.

إن المبرر الرئيسي الذي دفعنا لاختيار هذا الموضوع ليكون مجالاً للبحث، هو رغبتنا في مواكبة البحوث الاقتصادية الراهنة التي أصبحت تولى عناية خاصة بدراسة و تحليل المشكلات الاقتصادية و كذلك سعينا إلى معرفة الأدوات التي يتم استعمالها لمعالجة مثل هذه المشاكل، ففتحنا للمشاكل التي تواجه الاقتصاد العالمي عموماً و اقتصاد الدول خاصة يدفعنا إلى القول بأن قضية الأزمات المالية و سبل معالجتها تعتبر اليوم من بين القضايا الأساسية المطروحة للنقاش على الصعيدين العلمي و العملي، و عليه نسعى من خلال هذه

الدراسة العلمية إلى تقديم إضافة و لو بسيطة للبحوث الاقتصادية التي تتناول قضية الأزمات المالية و سبل معالجتها.

ثانيا: بناء الإشكالية

أصبحت الأزمات المالية بعد انهيار نظام بروتن وودز أكثر خطورة و شدة و انتشارا، كما أنها أيضا أصبحت كثيرة التردد حيث لا تكاد أن تزول مخلفات أزمة مالية ما حتى تنفجر أزمة مالية جديدة، فمرور الاقتصاد العالمي بعدة أزمات كبرى في العقود الأخيرة كأزمة عام 1982 ثم أزمة 1987 ثم أزمة 1997 و أخيرا أزمة 2007-2008 و ما عقبها من انفجار أزمة الديون السيادية في أوربا قد دفع بالمسؤوليين سواء على المستوى المحلي أو على مستوى المنظمات و المؤسسات الدولية إلى البحث عن سبل تكفل تجاوز الآثار المدمرة لمثل هذه الأزمات و عن آليات جديدة تساهم في الحفاظ على الاستقرار المالي لفترات أطول.

لقد شكل إشراف البنوك المركزية على نشاط المؤسسات المالية و النقدية التي تعد أول المتضررين من الأزمات المالية من جهة و تربعها على هرم السلطة النقدية داخل الدولة من جهة أخرى دافعا حقيقيا للبنوك المركزية لتبني هدف الاستقرار المالي كهدف جديد لسياستها النقدية التي ضلت لفترة طويلة محصورة في محاربة التضخم لا غير، و تعتمد البنوك المركزية الوطنية أو الإقليمية على غرار البنك المركزي الأوربي BCE على حزمة من الأدوات التي تسمح لها بإدارة و توجيه سياستها النقدية بما يتماشى و أهدافها المسطرة سواء تعلق الأمر بمحاربة التضخم أو بمعالجة الاضطرابات المالية، إذ بينت لنا الأزمة المالية 2007-2008 بأن البنوك المركزية تبذل مجهودات كبيرة بغية تطوير و تجديد أدوات سياستها النقدية حتى تتماشى مع متطلبات الأزمات المالية الحديثة الأكثر حدة و الأسرع انتشارا، و حتى تتمكن من مواجهتها بشكل فعال.

و في إطار هذا التحليل نطرح التساؤل المحوري التالي: كيف تساهم البنوك المركزية عبر أدوات سياستها النقدية في معالجة الأزمات المالية؟ و كيف كان رد فعل البنك المركزي الأوربي BCE على الأزمة المالية 2007-2008؟

إن هذه الإشكالية في حد ذاتها تنفرع عنها جملة من التساؤلات تتطلب منا إلقاء الضوء عليها و محاولة الإجابة عليها قصد التمكن من التحليل المعمق لظاهرة الأزمات المالية من جهة و ما تؤديه السياسة النقدية في سبيل معالجة هذه الأزمات من جهة أخرى، و تتمثل هذه الأسئلة الفرعية في الآتي:

1- فيم تتمثل القنوات الرئيسية لانتقال أثر السياسة النقدية؟

- 2- ما الأسباب الحقيقية القائمة وراء ظاهرة عدوى الأزمات المالية؟ و هل هناك قنوات معينة تسلكها العدوى في انتقالها بين الدول؟
- 3- هل يمكن القول بأن أزمة الرهن العقاري (أزمة الـ Subprimes) هي السبب الوحيد لاندلاع الأزمة المالية 2007-2008؟
- 4- ما الفرق بين أدوات السياسة النقدية التقليدية و غير التقليدية المستعملة في معالجة الأزمات المالية؟
- 5- ما دور البنك المركزي الأوروبي (BCE) داخل منطقة اليورو؟
- 6- ما مدى نجاح أدوات السياسة النقدية التقليدية و غير التقليدية المستخدمة من طرف البنك المركزي الأوروبي (BCE) في مواجهة الأزمة المالية 2007-2008؟

ثالثا: أهداف البحث

يتمثل الهدف الرئيسي لهذا البحث في تسليط الضوء على أحد أبرز المسائل الاقتصادية المعاصرة ألا و هي الأزمات المالية التي أصبحت تشكل هاجسا حقيقيا أمام النمو الاقتصادي للدول حيث سنسعى إلى الإحاطة بعدة جوانب خاصة بهذه الظاهرة كمسبباتها و أنواعها و قنوات انتقالها و النماذج النظرية المفسرة للعدوى، كما يهدف أيضا هذا البحث إلى تحليل أكبر أزمة مالية شهدها العالم بشهادة جل الاقتصاديين منذ أزمة الكساد الكبير لعام 1929، حيث نهدف إلى تحديد الأسباب الحقيقية التي كانت وراء اندلاع الأزمة المالية 2007-2008، و كذلك التطرق إلى تداعيات هذه الأزمة على كل من الدول المتقدمة و الدول النامية، و إلى مختلف الجهود التي بدلت للخروج من هذه الأزمة.

نهدف أيضا عبر هذا البحث إلى تسليط الضوء على السياسة النقدية التي يتم اللجوء إلى أدواتها المختلفة للحفاظ على الاستقرار المالي و لصمد مختلف الأزمات المالية، فالتطرق إلى أدوات السياسة النقدية يمكننا من إبراز الكيفية التي تطورت بها أهداف البنوك المركزية، كما يمكننا أيضا من التعرف على الأدوات التقليدية التي استعملتها البنوك المركزية للرد على عدة أزمات مالية سابقة، و كذلك الأدوات غير التقليدية أو الحديثة التي لجأت غالبية البنوك المركزية في الدول المتقدمة لاستعمالها للرد على الأزمة المالية 2007-2008.

و قد كان الهدف من دراسة رد فعل البنك المركزي الأوروبي (BCE) على الأزمة المالية 2007-2008 محاولة فهم و تحليل رد فعل أهم مؤسسة نقدية و مالية داخل منطقة اليورو إذ لاحظنا خلال الأزمة المالية 2007-2008 بأن الـ BCE واجه صعوبات كبيرة في الرد على هذه الأزمة الأمر الذي دفعه إلى استعمال أدوات جديدة هدفنا إلى تعريفها و فهمها عبر هذا البحث.

رابعاً: منهجية البحث و فرضيات الدراسة

أ- الفرضيات

يقوم بحثنا هذا حول دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية على فرضيات تحليلية و تفسيرية تطمح لأن تكون شاملة لجميع عناصر موضوع الدراسة و تتمثل فيما يلي:

1- يرجع ظهور الأزمات المالية إلى تفاعل مجموعة من العوامل و ليس إلى عامل واحد فقط، و عليه نرى بأن أزمة 2007-2008 لم تظهر نتيجة أزمة الرهن العقاري فقط و إنما نتيجة عدة عوامل.

2- نعتقد بأن خطط الإنقاذ أحادية الجانب المتمثلة أساساً في تبني حكومات الدول لبرامج إنعاش اقتصادي باهظة الكلفة ستؤدي إلى تدهور الوضع الاقتصادي في المستقبل.

3- يؤدي تواجد معدلات الفائدة الرئيسية عند مستويات منخفضة أثناء اندلاع أزمة مالية إلى افتقاد البنك المركزي لأداة رئيسية في مواجهة الأزمة ألا و هي أداة معدل الفائدة.

4- نفترض بأن البنوك المركزية لا تستطيع مواجهة الأزمات المالية الكبيرة بواسطة الأدوات التقليدية لسياساتها النقدية، و بالتالي ستسعى إلى استحداث أدوات جديدة ذات فعالية أكبر.

5- تمكن البنك المركزي الأوروبي (BCE) عبر أدوات سياسته النقدية التقليدية و غير التقليدية من معالجة تداعيات الأزمة المالية 2007-2008 داخل منطقة اليورو.

ب- المنهجية

قصد اختبار مدى صحة الفرضيات السابقة الذكر، و مسايرة منا للتطور التحليلي لموضوع البحث اعتمدنا على منهجية نعتبرها الأنسب في دراسة مثل هذا الموضوع و الأكثر ملاءمة له، تعمل على التعامل مع عدة مناهج بطريقة متكاملة.

تم الاستعانة في إنجاز هذا البحث بالمنهج الوصفي الذي يسمح لنا بعرض عدة عناصر أساسية في موضوع البحث على غرار التسلسل الزمني لأحداث الأزمة المالية، و كذا رد الفعل أحادي الجانب و المتعدد الأطراف على الأزمة، و أيضاً تداعيات الأزمة على الدول النامية و المتقدمة... الخ.

و كغيره من البحوث الأخرى على هذا المستوى فإن بحثنا هذا لا يخلو من الجانب التحليلي الذي مكننا من فهم و تفسير و توضيح عناصر مهمة على غرار قنوات انتقال أثر السياسة النقدية، و قنوات انتقال الأزمة المالية، و النماذج المفسرة لظاهرة العدوى، و كذلك أسباب الأزمات المالية عموماً و الأزمة المالية 2007-2008 خصوصاً.

6- الدراسات السابقة

في حدود علم الباحث فقد تم تناول موضوع الأزمات المالية و موضوع السياسة النقدية في عديد الأطروحات و الرسائل الجامعية من جهة، و عديد التقارير الصادرة عن بعض المؤسسات النقدية و المالية من جهة أخرى، و الملاحظ فيها هو ندرة الدراسات التي ربطت بين الموضوعين، و عموماً فقد جاءت أبرز الدراسات السابقة كالآتي:

1- دراسة ناديدة العقون تحت عنوان: العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية: الوقاية و العلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، و هي عبارة عن أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية مقدمة في كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسبير، جامعة الحاج لخضر باتنة، عام 2013، حيث تتمثل إشكالية البحث في: ما مدى مساهمة العولمة المالية في تكريس الأزمات المالية و توسيع نطاقها؟ و هل يمكن رصد مجموعة من المؤشرات التي تسمح بالإندار المبكر بحدوث الأزمات المالية؟ و ما هي أهم الإجراءات و البدائل التي يمكن تقديمها للوقاية من هذه الأزمات على ضوء أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية؟.

حددت الباحثة مجموعة من الأهداف أهمها:

- تسليط الضوء على موضوع الأزمات المالية و تحديد أسبابها و أبرز مؤشرات اللزمة للوقاية منها؛

- عرض مراحل التطور التاريخي للأزمات المالية و كذلك النماذج المفسرة لها؛

- الكشف عن العلاقة بين تصاعد العولمة المالية و تكرار و تواتر الأزمات المالية؛

- إبراز أهم قنوات انتقال أزمة الرهن العقاري و كيفية تحولها إلى أزمة مالية عالمية؛

- البحث عما إذا كانت أنظمة الإنذار المبكر لها قدرة و قوة تنبئية بحدوث الأزمات المالية.

توصلت الباحثة من خلال الدراسة إلى مجموعة من النتائج أبرزها:

- أسباب الأزمات المالية متعددة و تتمثل أساساً في التحرير المالي المفرط، استفحال

ظاهرة المضاربة، ضعف الرقابة و الإشراف على المؤسسات المالية و غياب الشفافية؛

- الاستسلام للأزمات المالية موقف غير مسؤول بالنظر لتكاليفها الاقتصادية و الاجتماعية

و السياسية من ناحية و العدوى من ناحية أخرى؛

- تخلق العولمة باستمرار العديد من الثغرات تجعل من حدوث أزمات مالية جديدة أمراً

ممكناً في أي وقت، كما أن العولمة المالية توفر أهم قنوات تدويل و عدوى الأزمات المالية.

2- دراسة نسيمة أوكيل تحت عنوان: الأزمات المالية و إمكانية التوقي منها و التخفيف من

أثارها "مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا"، و هي عبارة عن أطروحة دكتوراه

علوم في العلوم الاقتصادية مقدمة في كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة الجزائر، عام 2008، حيث تتمثل إشكالية البحث في: هل يمكن إيجاد مؤشرات و دلائل تنبؤنا بقرب حدوث أزمة مالية في اقتصاد ما قصد الحد من آثارها خاصة في ظل العولمة؟ و كيف يمكن الاستفادة من الأزمة الآسيوية لتوقّي الأزمات المالية؟.

حددت الباحثة مجموعة من الأهداف أهمها:

- محاولة التعريف بالأزمات المالية قصد معرفة أنواعها و أسبابها؛
- تسليط الضوء على ظاهرة العولمة بشكل عام و العولمة المالية بشكل خاص و دورها في تكريس الأزمات المالية الحديثة؛

- البحث عن أسباب الأزمة الآسيوية و مقارنتها بأسباب أزمات أخرى؛

- تقديم المؤشرات التي تسبق حدوث الأزمة قصد التخفيف من حدة آثارها.

توصلت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أبرزها:

- تكون الأنظمة النقدية صالحة لفترة ما و في ظروف معينة، و هو ما يقتضي إعادة النظر فيها في حال تغير الظروف.

- تعبر الأزمات المالية عن انهيار شامل للنظام المالي بكل مكوناته حيث أن الأزمة المالية هي تلك التدببات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل متغيرات المالية.

- عادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسيع مفرط و سريع في الإقراض.

- كشفت الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا أنه كان هناك خلل كبير بين النمو المالي و النمو الاقتصادي الفعلي في قطاعات إنتاج السلع و الخدمات.

- اعتمدت دول جنوب شرق آسيا على إستراتيجية الإنتاج الموجه للتصدير و هي إستراتيجية تحمل الكثير من المخاطر باعتبار أن الأسواق الخارجية لا تكون مضمونة دائما.

- أكدت تجربة أزمة دول جنوب شرق آسيا فساد منطق السياسات التي يدعوا إليها صندوق النقد الدولي و البنك الدولي و أكدت هشاشة هاتين المؤسستين في التنبؤ بالأزمات أو العمل على تجنبها، ناهيك عن إدارتها بعد وقوعها.

- يمكن مواجهة الأزمات المالية من خلال ضرورة السعي للتعاون و التضامن و التكامل الاقتصادي فيما بين الدول خاصة النامية.

3- دراسة إيمان محمود عبد اللطيف تحت عنوان: الأزمات المالية العالمية الأسباب و الآثار و المعالجات، و هي عبارة عن أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية مقدمة في قسم الاقتصاد العام، جامعة سانت كليمنتس العالمية، العراق، عام 2011.

- توصلت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أبرزها:
- جاءت الأزمة المالية عام 2008 امتدادا لظاهرة العولمة الاقتصادية و تحول معظم اقتصادات العالم إلى فلسفة اقتصاد السوق، فمن الأسباب المباشرة للأزمة هو التوسع الائتماني غير المحسوب في منح القروض العقارية.
 - من الأسباب غير المباشرة التي أفضت إلى أزمة عام 2008 نجد ضعف الرقابة على المؤسسات المالية من قبل الدولة و البنوك المركزية، إضافة إلى تراجع الاقتصاد الأمريكي في السنوات التي سبقت الأزمة و المتمثل أساسا في تراجع فائض الموازنة العامة و انخفاض النمو الاقتصادي و تزايد عجز الميزان التجاري و تزايد حجم المديونية الخارجية.
 - ساهمت التحولات الاقتصادية المعاصرة و آليات العولمة الاقتصادية في امتداد أزمة 2008 من مركزها في الاقتصاد الأمريكي إلى بقية الاقتصاد العالمي.
- 4- دراسة **دحمان بن عبد الفتاح تحت عنوان: السياسة النقدية و مدى فعاليتها في إدارة الطلب الكلي "دراسة حالة الاقتصاد الجزائري"**، و هي عبارة عن أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية مقدمة في كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، عام 2004، حيث تتمثل إشكالية البحث في: إلى أي مدى يمكن أن تكون السياسة النقدية بالاقتصاد الجزائري أداة فعالة لإدارة طلبه الكلي؟.
- توصل الباحث من خلال هذه الدراسة لمجموعة من النتائج أبرزها:
- صعوبة تحقيق معدلات مرتفعة لاستقلالية السلطة النقدية بالجزائر و ذلك أن النقود كما هي أداة اقتصادية فهي كذلك أداة سياسية.
 - قد تتراجع أداة و فعالية السياسة النقدية في إدارة الطلب الكلي في فترات انخفاض أسعار المحروقات.
 - أحدث عامل إشراف الخزينة العمومية على السياسة النقدية بشكل غير مباشر اختلالات اقتصادية أدت إلى تشويه حقيقة الاقتصاد الجزائري.
 - يمكن تحسين الأداء النقدي و بالتالي تفعيل إدارة الطلب الكلي من خلال تحديد الإطار النظري للنقود و سياستها النقدية وفق عناصر تنسجم مع خصوصية و طبيعة الأعوان الاقتصادية.
- 5- دراسة **ماجدة مدوخ تحت عنوان: اليورو و السياسات النقدية في الدول النامية "دراسة حالة الجزائر"**، و هي عبارة عن أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية مقدمة في كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، عام

2012، حيث تتمثل إشكالية البحث في: ما هو دور السياسات النقدية في الدول النامية؟ و ما هو أثر ظهور اليورو على الأهداف النهائية للسياسة النقدية في الجزائر؟.

توصلت الباحثة من خلال هذه الدراسة لمجموعة من النتائج أبرزها:

- لا يمكن الاستغناء عن السياسة النقدية في الدول النامية حيث أن برامج الإصلاح الاقتصادي التي تتبناها كثير من تلك الدول بالاتفاق مع الـ FMI تشير إلى أن السياسة النقدية أحد المحاور الرئيسية لتلك البرامج.

- يشرف عن السياسة النقدية الموحدة لنظام اليورو البنك المركزي الأوروبي و هو المسؤول الأول عن البنوك المركزية الأوروبية الوطنية، و يستخدم مجموعة من الأدوات للوصول إلى ما يخدم الدول الأعضاء.

- أدى تساهل الاتحاد الأوروبي مع معايير الانضمام إلى الوحدة النقدية الأوروبية التي حددتها معاهدة ماستريخت إلى تخبط الاتحاد النقدي في أزمت مالية حادة.

- تؤثر تقلبات أسعار صرف الدولار مقابل اليورو على عوائد الصادرات الجزائرية إذ ترتفع بارتفاع سعر صرف الدولار أمام اليورو و عليه تنخفض سعر تكلفة واردتها.

6- دراسة **Claudiu Tiberiu Albu** تحت عنوان *La stabilité du secteur financier en Roumanie dans la perspective de son adhésion a l'UEM* و هي عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية مقدمة في جامعة بواتييه (Poitiers)، فرنسا، عام 2009، حيث تتمثل إشكالية البحث في: كيف يمكن تحليل مفهوم الاستقرار المالي النظامي المتعدد الأبعاد؟ و كيف يمكن قياس هذه الظاهرة من وجهة نظر كمية؟ و هل القطاع المالي الروماني قادر على تبني عملة اليورو؟

توصل الباحث من خلال هذه الدراسة لمجموعة من النتائج أبرزها:

- يؤكد الباحث على أن أول متضرر من الأزمات المالية في ظل تحديد حركة رؤوس الأموال و نظام مالي غير متطور هو الدول النامية.

- لم تنتج الأزمة المالية 2008 بشكل رئيسي عن وضعية المؤشرات الاقتصادية الكلية و إنما عن ترابط الأسواق و الممارسات الخطيرة لمؤسسات الائتمان و كذلك عن سلوكيات المستثمرين.

- إن نجاح إطار الرقابة الاحترازي يعد شرط أساسي لاستقرار المالي كما يجب أن تتوفر في سلطة الرقابة شروط الاستقلالية و المصداقية و المسؤولية حتى تتمتع نشاطاتها بالنجاح المنتظر.

- يعتبر دور البنك المركزي الروماني مهم جدا في تنظيم و رقابة القطاع البنكي و يجب أن يظل كذلك.

- تسمح نماذج الإنذار المبكر في تشخيص احتمال ظهور الأزمات المالية، كما تقوم اختبارات التوتر بتقدير مدى مقدرة النظام المالي الرد على العوامل المخلة بالاستقرار.

رغم أهمية الأبحاث سابقة الذكر و أهمية النتائج المتوصل إليها فإنه و باستثناء أبحاث قليلة جدا على غرار دراسة Claudiu Tiberiu Albuлесcu فإن هذه الدراسات لم تتعرض إلى العلاقة القائمة بين الأزمات المالية و السياسة النقدية بشكل كاف، لذلك و استكمالا منا لتلك الدراسات و انطلاقا من أهمية السياسة النقدية و الدور الذي يمكن أن تمارسه في معالجة الأزمات المالية فقد حاولنا عبر دراستنا هذه التطرق إلى تلك العلاقة المهمة و التي تغاضت عنها الدراسات السابقة، حيث تحاول دراستنا المتواضعة هذه:

- إبراز الكيفية التي تطورت من خلالها أهداف البنك المركزي خلال العقود الأخيرة.
- إبراز دور البنوك المركزية و بالتالي دور أدوات سياستها النقدية في معالجة الأزمات المالية و الحفاظ على الاستقرار المالي.

- إبراز أدوات السياسة النقدية الحديثة التي لجأت إليها جل البنوك المركزية في الدول المتقدمة خلال الأزمة المالية 2007-2008.

لقد تميز بحثنا هذا عن جل الدراسات السابقة التي تم التطرق لها بأننا تناولنا جانب مهم جدا في السياسة النقدية قد تم إغفاله من قبل ألا و هو الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية و يعود ذلك أساسا إلى حادثة استعمال هذه الأدوات التي لم يسلط عليها الضوء إلا خلال الأزمة المالية 2007-2008.

سابعا- الحصيلة البيبليوغرافية

لقد استعنا لإنجاز هذه الأطروحة بمراجع عديدة و متنوعة ما أمكننا ذلك (كتب، مجلات، دوريات، جرائد، رسائل جامعية، و تقارير لهيئات دولية)، و قد تمثلت الحصيلة البيبليوغرافية لهذا البحث فيما يلي:

1- الكتب الأكاديمية: لقد كان استخدامنا لهذه المراجع مفيدا جدا عند استعراضنا للجانب المتعلق بالتحليل النظري لقضايا الأنظمة النقدية و الفكر النقدي و السياسة النقدية و الأزمات المالية و الاستقرار المالي.

حاولنا خلال إنجاز هذا البحث الاستعانة قدر الإمكان بكتب حديثة، كما استطعنا الإطلاع على هذه الكتب باختلاف تاريخ إصدارها من خلال تنقلاتنا لعدة مكتبات جامعية داخل الوطن و خارجه.

2- الرسائل الجامعية: من أجل الاطلاع على الدراسات السابقة في موضوع بحثنا قمنا بالاطلاع على عدة أطروحات دكتوراه و رسائل ماجستير في الاقتصاد، أنجزت في جامعات جزائرية و أجنبية. و كما سبق الإشارة له فإن هذه الأبحاث في غالبيتها لم تربط بين موضوعي السياسة النقدية و الأزمات المالية.

3- التقارير و المنشورات الدولية: لقد كان لمتابعتنا المستمرة لأهم التقارير الصادرة عن بعض الهيئات و المؤسسات الدولية الفضل الكبير في حصولنا على المعلومات المتعلقة بالأزمة المالية 2007-2008 و كذلك المتعلقة بنشاط البنك المركزي الأوروبي.

4- الأنترنت: يعتبر الأنترنت في الوقت الراهن أحد الوسائل المهمة و المفيدة للباحث الجامعي فهي تمكنه من الحصول على الكثير من المعلومات من مصادرها الأولية، و عليه فقد اعتمدنا عليها قصد الإطلاع على كثير من الدراسات و الأبحاث المفيدة، كما سمح لنا موقع البنك المركزي الأوروبي (BCE) بالإطلاع على كافة نشاطاته و أهم القرارات التي اتخذها بعد اندلاع الأزمة المالية 2007-2008 و حتى قبلها عبر الرجوع إلى أرشيفه.

5- الملتقيات العلمية: نظرا لأهمية موضوع السياسة النقدية و كذلك موضوع الأزمات المالية و ما يمكن أن يجمعها من علاقة فقد تم تناول موضوع بحثنا هذا في العديد من الملتقيات العلمية و الأيام الدراسية سواء الوطنية أو الدولية منها:

1. بوددخد كريم، كرباش رحمة، دور وكالات التنقيط العالمية: بين الحد من الأزمات المالية و التسبب فيها، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة و تأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة تبسة، 19 و 20 جوان 2013

2. محمد بن بوزيان و سمية زيرار، انتشار عدوى الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، العدد الثامن، ديسمبر 2010

3. Françoise Renversez, **les politiques non-conventionnelles des grandes banques centrales: procédures et instruments**, séminaire franco-russe, 46^{eme} session, 2014

4. Michael Woodford, **Methods of policy accomandation at the rate lower bound, in The Charning Policy Land space**, symposium organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, 2012

6- الجرائد: تم الاستعانة ببعض الجرائد بغية التعرف على المستجدات حيث سمحت لنا بمعرفة آراء و مواقف بعض المسؤولين و الشخصيات الاقتصادية (الحائزة على جائزة نوبل في الاقتصاد) حول موضوع الأزمات المالية عموما و الأزمة المالية 2007-2008 خصوصا الأجنبية ، و كذلك حول نشاط الـ BCE.

سابعا: عرض و تقديم خطة البحث

قصد الإحاطة بإشكالية البحث و الإجابة على التساؤلات المطروحة، و من ثم اختبار صحة فرضيات الدراسة، ارتأينا إتباع خطة منطقية قدر الإمكان قادتنا إلى تقسيم البحث إلى خمسة فصول تسبقهم مقدمة عامة و تعقبهم خاتمة عامة مدعومة بجملة من النتائج و الإقتراحات و الآفاق المستقبلية للموضوع.

خصصنا الفصل الأول لدراسة ظاهرة الأزمات المالية كونها جزء رئيسي في هذه الدراسة، و حاولنا في هذا الفصل الإجابة على التساؤلات التالية:

- 1- ما هو تاريخ الأزمات المالية؟
- 2- ما هي أنواع الأزمات المالية؟
- 3- ما سبب ظهور الأزمات المالية؟
- 4- ما هي أهم النظريات المفسرة للأزمات المالية؟
- 5- ما هي أهم النظريات المفسرة لعدوى الأزمات المالية؟
- 6- ما هي القنوات الرئيسية لانتقال الأزمات المالية؟

و قصد الإجابة على هذه التساؤلات ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، تناولنا في المبحث الأول بالعرض و التحليل تاريخ الأزمات المالية و مختلف أنواعها حيث اعتمدنا أساسا على عدة دراسات تاريخية إحصائية أنجزت في الماضي، سمحت لنا بمعرفة أولى الأزمات المالية التي شهدتها العالم، كما قمنا بتعريف و توضيح أسباب و مؤشرات ظهور مختلف أنواع الأزمة المالية.

تناولنا بالتحليل في المبحث الثاني أسباب الأزمات المالية و أهم النظريات المفسرة لها حيث قسمنا الأسباب إلى ثلاث عوامل رئيسية و حاولنا التطرق إلى أبرز النظريات بدءًا بالنظرية الكلاسيكية وصولا إلى النظريات الحديثة.

أما المبحث الثالث فخصصناه لتحليل خاصيتين جد مهمتين كثيرا ما ارتبطتا بظاهرة الأزمات المالية و هما العدوى و التردد، و قد حاولنا توضيح ظاهرة العدوى من خلال التطرق إلى مفهومها و أنواعها، النظريات المفسرة لها، و قنوات انتقالها، كما حاولنا توضيح ظاهرة التردد من خلال إجراء مقارنة بين واقع هذه الظاهرة في الحاضر و واقعها في الماضي.

خصصنا الفصل الثاني لتحليل دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار المالي الذي يمر حتما بمدى قدرتها على معالجة الأزمات المالية في حال وقوعها.

يضم هذا الفصل ثلاثة مباحث، تناولنا في المبحث الأول من هذا الفصل السياسة النقدية انطلاقا من تعريفها و أدواتها و موقعها في الاقتصاد الكلي، و كذلك قنوات انتقالها. و تناولنا في المبحث ثاني موضوع الاستقرار المالي الذي يعبر عن الوضع العكسي للا استقرار مالي أو الأزمة المالية، فعرضنا في البداية مفهوم الاستقرار المالي عبر الرجوع إلى واقع مصطلح الاستقرار في العلوم الأخرى، ثم إلى العوامل الواجب أخذها بعين الاعتبار في تعريف الاستقرار المالي و كذلك القياسات التي تساهم في الحفاظ على هذا الاستقرار، و تناولنا أيضا في هذا المبحث أبرز الأساليب الكمية المستخدمة لقياس الاستقرار المالي كأنظمة الإنذار المبكر و اختبارات التوتر. أما المبحث الثالث من الفصل فخصصناه لتحليل دور البنوك المركزية في معالجة الأزمات المالية و اعتمدنا في سبيل الوصول إلى ذلك على توضيح التطورات التي شهدتها أهداف البنوك المركزية، و من ثم القيام بتسليط الضوء على المنافسة القائمة بين هدف استقرار الأسعار و هدف الاستقرار المالي، كما تطرقنا إلى أدوات السياسة النقدية التي عادة ما تلجأ لها البنوك المركزية للرد على الأزمات المالية سواء تلك التقليدية التي بينت الأزمة المالية نقاط ضعفها أو تلك غير التقليدية التي استعملت بشكل كبير خلال الأزمة المالية 2007-2008، و استعرضنا في آخر المبحث التحديات الكبيرة التي تواجه السياسة النقدية بعد الأزمة المالية 2007-2008.

تطرقنا في الفصل الثالث من هذا البحث لتحليل الأزمة المالية 2007-2008 التي كانت الشغل الشاغل لجل الاقتصاديين خلال السنوات القليلة الماضية و التي صنفنا من طرفهم كأكبر أزمة مالية يشهدها العالم منذ أزمة الكساد الكبير لعام 1929، و قصد الإحاطة بالعناصر ذات العلاقة بموضوع الفصل قسمناه إلى ثلاث مباحث:

تعرضنا في المبحث الأول بالتحليل لظروف ما قبل الأزمة المالية أي لتلك الأوضاع التي سادت داخل السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، و كذلك للأسباب التي كانت وراء اندلاع هذه الأزمة.

و في المبحث الثاني عرضنا التسلسل الزمني للأزمة المالية 2007-2008 و ذلك بالتطرق لأبرز الأحداث التي شهدتها الاقتصاد العالمي أعوام 2007، 2008، 2009 و اتبعناها بجملة من التحليلات.

تطرقنا في آخر هذا الفصل لتداعيات الأزمة المالية 2007-2008 على كل من الدول النامية و الدول المتقدمة، و إلى الجهود الدولية التي بدلت سواء على مستوى كل دولة و التي تجسدت في برامج الإنعاش الاقتصادي، أو على المستوى الدولي و التي تجسدت في عقد دول الـ G20 لعدة مؤتمرات نوقشت فيها سبل تجاوز الأزمة.

تعرضنا في الفصل الرابع و الأخير الذي هو بمثابة دراسة الحالة بالنسبة لهذا البحث لـ: **معالجة البنك المركزي الأوروبي للأزمة المالية 2007-2008**، حيث ارتأينا التطرق إلى رد فعل الـ BCE دون بنك مركزي آخر لسببين رئيسيين، الأول أن عدوى الأزمة لم تعف أوربا و الثاني هو كون الـ BCE يتمتع باستقلالية كبيرة في اتخاذ قراراته و يشرف على إدارة السياسة النقدية لعدد كبير من الدول الأوروبية أي كل الدول المنظمة في الإتحاد النقدي (منطقة اليورو) و التي تمثل وزن معتبر في الاقتصاد العالمي.

حاولنا عبر هذا الفصل التطرق إلى عدة عناصر بدءاً بنشأة الإتحاد النقدي الأوروبي و وصولاً إلى رد الـ BCE على الأزمة المالية 2007-2008، و قصد دراسة هذه العناصر و غيرها قمنا بتقسيم هذا الفصل على غير العادة إلى أربعة مباحث.

حاولنا في المبحث الأول عرض مختلف المراحل و الخطوات التي مرت بها الدول الأوروبية لبلوغ هدف الوحدة النقدية، و ركزنا في ذلك على أربع مراحل أساسية ألا و هي مرحلة نظرية المنطقة المثلى، مرحلة معاهدة روما، مرحلة نظام الثعبان النقدي، و مرحلة معاهدة ماستريخت.

أما المبحث الثاني فخصصناه لتسليط الضوء على البنك المركزي الأوروبي (BCE)، و يمر ذلك بالتطرق لهيكلة التنظيمي حيث قمنا بعرض أعضاء و صلاحيات و القواعد العامة للتصويت لكل من مجلس المحافظين، مجلس الإدارة، المجلس التنفيذي، المجلس العام، و تطرقنا أيضا في هذا المبحث لمختلف أدوات السياسة النقدية التي هي بحوزة BCE. خصصنا المبحث الثالث لعرض التسلسل الزمني لقرارات الـ BCE خلال الأزمة المالية و قمنا بتقسيمه إلى قسمين، خصصنا الأول لعرض قرارات البنك المركزي الاوربي المتخذة قبل انهيار بنك ليمان برادرز في تاريخ 15 سبتمبر 2008، في حين خصصنا القسم الثاني و الأخير من هذا الفصل لعرض لقرارات البنك المركزي الاوربي المتخذة بعد انهيار بنك ليمان برادرز .

خصصنا المبحث الرابع و الأخير من هذا الفصل في بادئ الأمر لتوضيح المنطق العام لقرارات البنك المركزي الأوروبي ثم في مرحلة ثانية لتحليل مختلف أدوات و اجراءات السياسة النقدية التي لجأ اليها البنك المركزي الاوربي لاستعمالها خلال رده على تداعيات الأزمة المالية، التقليدية منها و حتى غير التقليدية.

قمنا في نهاية هذه الأطروحة بوضع خاتمة عامة نجيب فيها على أهم التساؤلات الواردة في هذه المقدمة و نعرض فيها أهم الاستنتاجات التي توصلنا إليها مع تقديم بعض الاقتراحات.

الفصل الأول

التأصيل النظري للأزمات المالية

مقدمة الفصل الأول

يعد موضوع الأزمات المالية من القضايا الاقتصادية التي أثارت و لا تزال تثير اهتمام عدد كبير من المفكرين و الباحثين الاقتصاديين، حيث كان لانهبان نظام بروتون وودز في بداية سبعينات القرن الماضي و تبني عدد كبير من دول العالم لمبدأ التحرير الذي روفق بزوال الحواجز و تطور الابتكارات المالية دورا كبيرا في تنامي ظاهرة تردد الأزمات المالية من جهة، و في ظهور أزمات مالية أكثر حدة من جهة أخرى على غرار الأزمة المالية الآسيوية لعام 1997، و الأزمة المالية العالمية لعام 2008.

بينت العديد من الدراسات الإحصائية بأن ظاهرة الأزمات المالية ليست حديثة النشأة حيث يعود ظهورها إلى القرن 17، و قد حاول العديد من كبار المفكرين الاقتصاديين تقديم تفسير نظري لظهور الأزمات إلا أنهم لم يتوصلوا إلى نفس التفسير، و يرجع هذا أساسا إلى الاختلاف الفكري و الإيديولوجي القائم بين مختلف المفكرين، نفس الشيء فيما يتعلق بتفسير ظاهرة عدوى الأزمات المالية التي زادت حدة في العقود الأخيرة، إذ تم التوصل هنا أيضا إلى مجموعة من النظريات المختلفة التي قد يكون لتعدد القنوات التي تسلكها الأزمات المالية تأثيرا مباشرا عليها.

قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث نتناول في المبحث الأول تاريخ الأزمات المالية و أنواعها، و ذلك من خلال عرض نظرة تاريخية عن الأزمات المالية انطلاقا من عدة دراسات إحصائية، و التعرض بالتحليل لأبرز و أشهر الأزمات المالية التي شهدها العالم على غرار أزمة عام 1929، الأزمة المكسيكية لعام 1994، الأزمة الآسيوية لعام 1997.

سنتناول أيضا في هذا المبحث بالتفصيل أنواع الأزمات المالية حيث سنخص كل نوع بالتعريف ثم بأسباب الظهور و أخيرا بالمؤشرات التي تتبثق عن الظهور.

المبحث الثاني نستعرض فيه أسباب الأزمات المالية و أهم النظريات المفسرة لها، سوف نتطرق في هذا المبحث إلى شرح و توضيح العوامل الكامنة وراء ظهور الأزمات المالية على غرار التحرير المالي، الاندماج المالي، و تعدد الابتكارات المالية، كما سنتناول أيضا التفسير النظري للأزمات بدءا بالتفسير الكلاسيكي، مروراً بالتفسير الكينزي، وصولاً إلى التفسير النقدي.

المبحث الثالث و الأخير من هذا الفصل نستعرض فيه التحليل النظري لعدوى الأزمات المالية و تردها، و نتناول فيه العدوى المالية و أنواعها، و كذا مختلف النظريات المفسرة لظاهرة العدوى، قنوات انتقال عدوى الأزمات المالية التي تم تقسيمها إلى طبيعية و غير طبيعية، و في الأخير نتناول ظاهرة تردد الأزمات المالية من خلال إجراء مقارنة بين تردد الأزمات المالية في الماضي و تردها في الحاضر.

1-1-1-1 تاريخ الأزمات المالية و أنواعها

بينت العديد من الدراسات الإحصائية التاريخية بأن تاريخ الرأسمالية حافل بالأزمات المالية و بأن هذه الأخيرة متنوعة و ذات أشكال عديدة، أظهرت دراسة قام بها الاقتصادي "شارل كندلبرغر" بأن ظهور أولى الأزمات المالية يعود إلى القرن الخامس عشر و بأن العالم قد شهد منذ ذلك الوقت المئات من الأزمات المالية تخللتها عدة أزمات مالية كبرى على غرار أزمات عام 1873، عام 1929، عام 1997، وصولاً إلى عام 2008.

سنحاول التطرق فيما يلي إلى تاريخ الأزمات المالية مع عرض أنواع هذه الأخيرة.

1-1-1-1 تاريخ الأزمات المالية

شهد العالم بين نهاية الحرب العالمية الثانية و حتى التعويم المعمم للعملة مرحلة طويلة من الاستقرار المالي، و مع ذلك لا تزال أزمة عام 1929 خالدة في الذاكرة الجماعية من خلال الكساد الكبير و انتشار الشمولية و في النهاية اندلاع الحرب العالمية الثانية.

ربما نكون قد استنتجنا بأن الأزمات المالية ما هي إلا أحداث نادرة تتميز بتغييرات واسعة تؤدي في الأخير إلى نتائج كارثية، و هذا دليل على أننا فقدنا الفكرة البسيطة التي تقول بأن الاستقرار حالة نادرة و التغيير هو القانون الثابت الوحيد في العالم.

سنحاول الإلمام بجوانب هذا العنصر من خلال عرض أبرز الأزمات المالية التي شهدتها العالم منذ أكثر من ثلاث قرون.

1-1-1-1-1 نظرة تاريخية عن الأزمات المالية

تعتبر الأزمات المالية حوادث متكررة و عادية في ظل النظام المتبع، حيث يجب أن تكون في مركز تفكيرنا و اهتمامتنا.

إن تاريخ الرأسمالية مملوء و حافل بالفقاعات و انهيار البورصات و الأزمات بمختلف أنواعها، دليل ذلك مختلف الدراسات الإحصائية التاريخية التي أعدها بعض الباحثين و التي أحصت العشرات من الأزمات المالية الكبرى.

أ- الاتجاه نحو تناسي الأزمات المالية السابقة

يجعلنا ذكر الأزمة المالية الآسيوية نتذكر آراء الصحافة و المختصين قبل اندلاع الأزمة في عام 1997 و التي ذهبت في غالبيتها الساحقة إلى اعتبار النموذج الآسيوي الأفضل عالمياً و حتى إلى التكهّن بأن القرن الواحد و العشرين سيكون قرن دول الباسيفيك، ففي نظر المختصين كانت آسيا تتمتع بالعديد من المزايا كسكان شباب و حيويين، روح المبادرة، حكمة الدول، احترام العمل و النظام، فقد كان من غير اللائق القول بأن النتائج الاقتصادية لآسيا تخفي العديد من المشاكل، و أن من وراء القيم الآسيوية هناك انتشار واسع للرشوة و الفساد السياسي، و أن النظام التعليمي المحافظ كان السبب في العجز الحاصل في مجال الإبداع.

لقد جعلتنا العوامل السابقة نقول بأن الأزمة الآسيوية لعام 1997 تبدو في العموم كحدث غير مفهوم، إلا أن قليل من التفكير المنطقي و الممارسة الميدانية كانت ستبين بأن هذه الأزمة كانت منتظرة إن لم نقل حتمية.¹

إن التجربة المبينة على تذكر الأخطاء السابقة تقودنا إلى الاحتياط من 03 نقاط على الأقل:

- عادة ما تكون الأزمات المالية مسبقة بفترات من البهجة يكون فيها استعمال الفكر السليم شيء شبه مستحيل، نشير هنا إلى العبارة الشهيرة التي قالها "إرفينغ فيشر" قبل انهيار أكتوبر 1929 ببضعة أسابيع فقط، "يبدو أن البورصة قد وصلت إلى مستوى عالي و بصفة دائمة"، و لذلك وجب على الجميع المحافظة على برودة الأعصاب و إتباع المنطق السليم.

- التنبؤ بوقوع انهيار في البورصة بعامين من قبل أو بيومين من بعد يعتبر شيء من دون نفع إذ يقول "بول سامولسن" بأن بورصة وال ستريت تتبأت بست من الانهيارات التسع الأخيرة، كما أنه من غير المجدي أيضا القيام بإعلانات متواصلة حول انهيار الأسواق كون هذه الأخيرة دورية بطبيعتها و كون أن ما يرتفع سينخفض حتما و العكس.²

لقد تتبأ عدة اقتصاديين بانهيار بورصة وال ستريت لعام 1929 سنوات عديدة قبل الوقوع، و هو ما جعلهم يكونون مخطئين لسنوات عديدة قبل أن يصبحوا على صواب. إن الخروج المبكر أو الدخول المتأخر إلى وضع معين في السوق هو أكبر خطأ يقوم به التاجر في البورصة سواء كان مسيرا لمجموعة من الأصول أو متعامل بسيط، فاختيار الوقت المناسب هو السر في النجاح، كما أن درجة الذكاء ليست مقياسا لدرجة النجاح و دليل ذلك تجربة "إسحاق نيوتن" الذي وجد نفسه محمولا داخل فقاعة الـ South See Company، حيث قام يوم 20 أبريل 1720 ببيع أسهمه داخل هذه المؤسسة بقيمة 7000 جنيه إسترليني محققا ربحا بنسبة 100% لكن و نظرا لاستمرار ارتفاع أسعار السوق قرر "نيوتن" الدخول مرة أخرى للسوق خوفا من تضييع فرصة جيدة، إلا أن دخوله كان في وقت وصل فيه السوق إلى ذروته وجعله يخسر 20000 جنيه إسترليني، و هو الأمر الذي جعله يقول "باستطاعتي حساب حركة النجوم لكن لا أستطيع قياس جنون الناس".³

- كل أزمة جديدة تبدو غير مسبقة لوجود عامل بصري يتجدد مع كل جيل، حيث أن وجودنا سواء كنا ملاحظين أو مشاركين في وسط ظاهرة فقاعة أو انهيار للبورصة يجعلنا نحس بأن ما نعيشه هو حادثه نادرة و فريدة من نوعها، كون أن قدرة تثبيت رؤيتنا لا تتعدى عشر سنوات أو عشرون سنة على الأكثر، و هو ما يدفعنا إلى نسيان دورية الأزمات و حتى نسيان حتميتها.

¹ Bernard Jouve et Yann Roche, **Des flux et des territoires: vers un monde sans états?**, Presses de l'université du Québec, Québec, 2006, p.115

² Jaques Graveriau et Jaques Trauman, **crises financières**, Editoin Economica, Paris, 2001, p.2

³ Philippe Ithurbide, **Le marché de l'or et les bulles rationnelles**, Revue: L'Actualité économique, vol63, N°4, 1987, p.p.331-335

Disponible sur: <http://www.erudit.org/revue/ae/1987/v63/n4/601426ar.pdf> (Consulté le 16/05/2013)

1-1-1-2- أهم الأزمات المالية السابقة

إن الأزمات المالية تتكرر باستمرار و لعل العمل الذي قام به الاقتصادي "شارل كندلبرغر" * Charles Kindleberger الذي يعتبر أكبر الملاحظين المعاصرين للأزمات المالية خير دليل على ذلك. قام "شارل كندلبرغر" بإحصاء ما لا يقل عن 34 أزمة كبرى من عهد الإمبراطورية الرومانية المقدسة للأمة الجرمانية إلى غاية انفجار الفقاعة اليابانية عام 1990 (أزمة 1618، أزمة 1696، أزمة 1708، أزمة 1720، أزمة 1745، أزمة 1763، أزمة 1772، أزمة 1783، أزمة 1793، أزمة 1797، أزمة 1804، أزمة 1810، أزمة 1813-1814، أزمة 1836، أزمة 1839، أزمة 1834، أزمة 1857...الخ)، و هذا بالأخذ في عين الاعتبار الأزمات الكبرى فقط.¹

سجل "فلاديمير دومرسن" Vlademir Domerrson في كتابه حول أزمة 1857 ما يلي "إن الأزمة في حد ذاتها مشابهة للأزمة التي تسبقها، لها نفس الأسباب، نفس الأعراض، نفس الحوادث، إن سيرورة الأزمة لم تتغير، إلا أن كل أزمة تبدو لمن تصيب كأنها حادث نادر و غير مسبوق في التاريخ". كما نذكر بهذه الجملة لأحد المتتبعين و المدققين في أزمة عام 1797، "أليس الأصل فيما يحدث هو السهولة الكبيرة التي يقع بها الناس في أخطاء من سبقوهم، كونهم ليسوا نفس الناس، و هل على كل جيل أن يدفع الثمن لتعلم العقلانية و الحذر؟". يحتفظ هذا التساؤل بكل قيمته حتى في عصر الانترنت.

إن الأزمات المالية تتشابه و عاملها المشترك هو المضاربة، إلا أنه محل النسيان في كل مرة نظرا لأن ما يطلق الأزمة في كل مرة مختلف باختلاف موضوع المضاربة كما أنها تحفظ دوما مع فضوليات الماضي.

لقد قام "كيندلبرغر" Kindleberger بإحصاء مجالات المضاربة، ففي عصر الإمبراطورية الرومانية المقدسة للأمة الجرمانية كان يضارب على القطع المعدنية، و بين 1636 و 1640 على زهور التوليب Tulipes، و في عام 1763 على ديون الدولة البريطانية في أمستردام، و في نهاية القرن الثامن عشر على مختلف شركات الشرق (آسيا)، وفي 1793 على البنوك، و في 1820 و 1823 على المناجم الأجنبية (مناجم أمريكا اللاتينية في 1825، مناجم ألمانيا في 1850)، و على العقارات و السكك الحديدية في 1836-1847-1857-1873...، على النقد، على الذهب، على البترول، على النحاس، على القمح، على التكنولوجيا الجديدة، على المنتجات المشتقة...الخ.²

* Charles Poor « Charlie » Kindleberger (12 octobre 1910 – 7 juillet 2003) est à la fois historien de l'économie et un spécialiste américain de l'économie internationale. Son livre de 1978 intitulé Manias, Panics, and Crashes en français Histoire mondiale de la spéculation financière est une des grandes références dans ce domaine. Kindleberger est aussi connu pour être un des tenants de la stabilité hégémonique développée dans son livre La Grande Crise mondiale 1929-1939.

¹ Charle Douniol, **Le Correspondant**, Libraire-Editeur, Tome6-nouvelle serie, Paris, 1857, p.p.337-341

² David Hénaud, **Les mouvements internationaux de capitaux: comprendre les crises financières**, Educagri édition, Dijon, 2009, p.p.104.105

تعد أزمة عام 1873 بالرغم من أنها لم تترك أثرا كبيرا في الذاكرة الجماعية أول أزمة تنتج عن العولمة، لقد كان السبب الرئيسي وراء اندلاع هذه الأزمة هو اتفاقية فرانكفورت عام 1871 التي وضعت حدا للحرب بين فرنسا و بروسيا (ألمانيا) و أمرت بدفع فرنسا لخمس مليارات فرنك. لقد عجز الاقتصاد الألماني عن استيعاب هذا القدر الهائل من السيولة ما أدى إلى وقوع مضاربة كبيرة داخل البورصة و على العقارات، و هو ما انتهى بانهيار البورصة في كل من النمسا و ألمانيا، لينتقل هذا الانهيار بعد ذلك إلى أوروبا و أمريكا الشمالية (تشبه الكيفية التي تطورت و انفجرت بها هذه الفقاعة المالية إلى حد كبير الأزمة اليابانية لعام 1990).¹

لقد كان للابتكارات التكنولوجية دورا كبيرا في تسريع أزمة عام 1873، فالابتكار الرائد آنذاك كان في مجال النقل خاصة النقل البحري (إذ تم صنع أول باخرة مبردة عام 1873) و كذلك تطور السكك الحديدية، لقد سمح ذلك بتطور الزراعة في منطقة "ميدل و است" Middle West الأمريكية. لقد دام ما سمي في تلك الفترة بمرحلة الانكماش الكبير حوالي 26 سنة، حيث عرفت أسعار المنتجات الزراعية انخفاضا ب 43% بين 1873 و 1896، كذلك انخفضت أسعار المنتجات نصف المصنعة ب 45% خلال نفس الفترة.

تمثل هذه الأزمة المرة الأولى التي لم تبق فيها الأزمة محصورة في العالم الغربي حيث أصبحت آسيا معرضة لأزمات قد تتدلع في مناطق بعيدة جدا عنها بعد فتح قناة السويس في عام 1869 و التطورات الكبيرة في مجال النقل و وصول التلغراف إلى الصين عام 1871.

لقد نشأ عالم معولم يسمح بتأثير الأحداث التي تقع في أوروبا مباشرة و بسرعة على آسيا و العكس صحيح، و من أشهر الأمثلة على ما سبق نذكر دخول القمح الأمريكي إلى أوروبا بأسعار منخفضة، ما أدى إلى توجه المزارعين الأوروبيين نحو زراعة الشمندر السكري، الأمر الذي أدى إلى إفلاس المزارعين في جزيرة جافا الإندونيسية و أدى كذلك إلى إفلاس بنك l'Oriental Bank Corp**، و من الأمثلة الأخرى ظهور المعلبات في الولايات المتحدة الأمريكية حيث أدى ذلك إلى تطور صناعة القصدير في ماليزيا و تايلندا.²

¹ Mac Guffin, 1873: *la première crise économique mondiale*, 15/03/2009

Disponible sur: http://www.lepost.fr/article/2008/10/23/1296433_temps-de-crise-perspective-historique.html (Consulté le 18/05/2013)

* وسط غرب الولايات المتحدة بالإنجليزية: يضم هذا الإقليم خمس ولايات هي: أوهايو، و عاصمتها مدينة كولومبس، و إنديانا و عاصمتها انديانابوليس، و إلينوي و عاصمتها سبرنجفيلد، و ميشيغان وعاصمتها لانسينج، و وسكنسن و عاصمتها ماديسون، و مساحته (643,053) كيلومتر مربع، و يعتبر أكبر أقاليم الولايات المتحدة سكانا.

** أحد البنوك الهندية خلال القرن التاسع عشر و يعتبر أول بنك نشط في هونغ كونغ.

² Richard Arena et Dominique Torre, *A propos des crises de 1866 et 1873*, Université Nice - Sophia antipolis, Les journées de l'économie 20,21 et 22 Novembre 2008 à Lyon, p.p.2-4

Disponible sur: http://www.journeeseconomie.org/fichier/30_2.pdf (Consulté le 18/05/2013)

تميزت سنوات العشرينات كما يقول "بيير سيريل هتكر" Pierre Cyrille Hautcoeur* أحد الباحثين القلائل الذين اهتموا بتحليل أزمة عام 1929 بكثرة الكلام عن ما يسمى بالاقتصاد الجديد الذي نشأ عن اندماج في قطاعات النقل و البنوك و عن ارتفاع كبير في الإنتاجية نتيجة للاستثمارات الضخمة في مجال البحث و التطوير.

لقد ظن الجميع خلال هذه المرحلة نظرا لكون النجاحات المحققة كبيرة جدا بأنه قد تم التخلص من الدورة الاقتصادية. و يقول "بيير سيريل هتكر" بأن هناك مدرستين تتواجهان إلى حد الآن في تحليل أسباب أزمة 1929 و النتائج التي يجب استخلاصها و حول الحلول المطبقة، المدرسة الأولى هي المدرسة الكينزية و المدرسة الثانية هي المدرسة النقدية.

إن التساؤل الذي يطرح نفسه هو هل استفدنا أم لا من أزمة 1929 حول ضرورة مراقبة البنوك و التحكم في الأنظمة المالية عبر البنوك المركزية؟¹

تدعونا الطريقة التي انتقلت بها الأزمة من الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي دول العالم للتساؤل عن مدى استقلالية السياسات الوطنية، فقد كان العالم في الثلاثينات يعيش في ظل سعر الصرف الثابت و كان على الدول التي تعرف حالة العجز و تريد تجنب تخفيض قيمة عملتها القيام بسياسات تقشفية، لقد أدت هذه السياسات إلى زيادة تعقيد الوضع الذي كان من المفروض أن تحسنه، في المقابل لم تكن الدول المحققة لفوائض ملزمة باستعمال هذه الفوائض في إنعاش اقتصادها.

إن ما حدث في ألمانيا خير مثال على ذلك حيث أدى دفعها لتعويضات الحرب بعد 1918 إلى إبتاع الحكومة لسياسة تقشف واسعة للتمكن من الوفاء بالتزاماتها، إلا أن ذلك أدى إلى إفلاس مالي و اجتماعي و النتيجة معروفة للجميع.

إن نظام الصرف و السياسات النقدية المتبعة أثناء وقوع الأزمات ما هي إلا تطبيق لدروس أزمة 1929 حتى و إن وجدت مخاطر معنوية (l'aléa moral).

تعتبر الأزمة الآسيوية لعام 1997 أكبر الأزمات الحديثة إلا أن آسيا لم تكن في تجربتها الأولى، فمن منا يتذكر أزمة شنغاي Shanghai لعام 1910، لقد كانت المضاربة على القيم المطاطية بسبب نمو قطاع صناعة السيارات وراء هذه الأزمة حيث ارتفع سعر المطاط ابتداءً من عام 1905 نظرا للنقص الكبير في الإنتاج، و الملفت للانتباه هو وقوع هذه المضاربة في الصين أي دولة غير منتجة و لا مستهلكة للمطاط و لها عدد قليل جدا من السيارات.²

* Pierre-Cyrille Hautcoeur ولد في 9 أكتوبر 1964 في باريس، هو اقتصادي و رجل تاريخ. يشغل حاليا منصب مدير الدراسات في EHESS و أستاذ مشارك في جامعة باريس 1 (Panthéon-Sorbonne). تحصل في عام 2003 على جائزة أحسن شاب اقتصادي فرنسي.

¹ Pierre-Cyrille Hautcoeur, *Crise de 1929 et politique internationale*, Revue: Politique Etrangère, N°3-4, 2000 Disponible sur: <http://www.pse.ens.fr/hautcoeur/crise29politiqueinternat.htm> (Consulté le 18/05/2013)

² Mariko Taténo, *Les Français et le traité de Versailles*, 20/01/2009, p.p.6.7
Disponible sur:

إن ما شهدته اليابان خلال التسعينات يشبه إلى حد كبير الأوضاع التي شهدتها اليابان خلال العشرينات، لقد حقق اليابان معدلات نمو عالية أثناء الحرب العالمية الأولى وصلت إلى 17.5% سنويا، لقد تبع هذا الازدهار الاقتصادي بتكون فقاعة مالية سميت بالطايشو Taisho التي انفجرت عام 1929 و أدخلت اليابان في مرحلة طويلة من الانكماش.

حاولت الحكومة اليابانية خلال كامل هذه الفترة بعث الطلب الداخلي من خلال بعث السيولة في النظام المالي (كما كان الحال في التسعينات و بعد 2008)، إلا أن انسدادا سياسيا كليا منع الحكومة من تحقيق ذلك، كانت النتيجة عشر سنوات تفاقم فيها الركود نتيجة سياسة جبائية محافظة و اعتماد ين قوى.

تبع إغلاق بنك "طوكيو واتاناب" Tokyo Watanabe عام 1927 بذعر كبير إذ أن البنوك الأخرى كانت تراكم القروض غير الجيدة، كما قامت الحكومة الجديدة بتغيير جذري في السياسة المتبعة، حيث سمحت بإفلاس عدد كبير من البنوك، و أقرت تأجيل سداد الديون و عكست سياسة الين القوي و اتبعت سياسة جبائية أكثر ليبرالية. لقد تمكن اليابان و بعد 16 عام من انفجار الفقاعة المالية من إعادة الاقتصاد إلى الطريق السليم.¹

يعتبر المكسيك أحد المحطات الهامة و البارزة التي مستها الأزمة المالية في أمريكا اللاتينية، و يرجع العديد من المحللين الأزمة المالية التي عرفها المكسيك عام 1982 إلى الابتكارات المالية التي ظهرت خلال سنوات السبعينات.

لقد حقق الناتج الوطني الخام للفرد المكسيكي بين 1950-1970 معدلات نمو عالية، حيث تضاعف خلال الفترة السابقة التي عرفت أيضا تضاعف عدد السكان، و قد قررت الحكومة المكسيكية ابتداءً من هذه الفترة و التي بدأت ملامح الركود العالمي تتجدد فيها إتباع سياسة تصنيع عمومية، حيث انتقل عدد المؤسسات الوطنية من 84 عام 1970 إلى 845 عام 1977 و هذا بإتباع تمويل تضخمي (بالعجز) انتهى بتخفيض قيمة العملة الوطنية لأول مرة منذ عام 1954.

وجد المكسيك نفسه مع انخفاض أسعار المحروقات أمام مديونية خارجية مساوية لـ 80 مليار دولار و اضطر لتخفيض قيمة العملة مرة أخرى، و قد كان لهذه الأزمة صدى غير مسبوق على المستوى الدولي حيث عقد مؤتمر مجموعة السبع (G7)* في هاليفاكس بكندا خصيصا بسبب هذه الأزمة، ثم تلاه انعقاد عدة مؤتمرات أخرى و تدخل أهم المؤسسات الاقتصادية العالمية.

يمكن أن نقول في الأخير بأن الأزمات المالية تشكل عائلة كبيرة و متباينة حيث بإمكاننا أن نجد فيها أزمات بورصة (1929-1987)، أزمات ملاءة في القطاع الخاص مرتبطة بمخاطر كبيرة (Saving

<http://www.hou.hc.keio.ac.jp/fukusenkou/2008pdf/Le%20traite%20de%20Versailles%20et%20la%20France.pdf> (Consulté le 18/05/2013)

¹ Julien Pons, *La crise bancaire japonaise des années 1980*, Revue: Alternatives Economiques, N°274, Novembre 2008, p.67

* أعضاؤها هم: الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، إيطاليا، المملكة المتحدة، فرنسا، وكندا.

(and loans)^{1*} في الولايات المتحدة، أزمات ملاءة في القطاع العمومي (أمريكا اللاتينية في بداية الثمانينيات و روسيا حديثاً)، أزمات سيولة ذات طابع نظامي systémique (كوريا الجنوبية عام 1997).

تتميز غالبية الأزمات بأن لها طابع مزدوج، يتفاعل فيه عدم قدرة بعض العملاء على الدفع من جهة و انكماش في السيولة من جهة أخرى (تايلندا عام 1997 و المكسيك عام 1995).
تمثل الأزمات النقدية و أزمات الصرف أهم مظاهر الأزمات المالية، قد يؤدي وقوع انهيار في سعر الصرف إلى انخفاض حاد في إحتياطيات الصرف أو إلى ضغوطات كبيرة على أسعار الفائدة نتيجة لسياسة البنك المركزي الهادفة إلى حماية العملة الوطنية، كما تؤدي الأزمات النقدية في غالبيتها إلى تكاليف اقتصادية و اجتماعية عالية جداً، إذ بإمكان الأزمات النقدية أن تنتج أو تعقد الأزمات المالية. وجدت الدول التي قررت تعويم عملاتها نفسها مجبرة على تقبل تقلبات كبيرة في سعر صرف عملاتها، بينما عرفت الدول التي قررت تثبيت سعر صرف عملاتها بالنسبة لعملة معينة صعوبات كبيرة، و هو ما دفع هذه الدول في الأخير إلى التوجه نحو تعويم عملاتها (المكسيك، تايلندا، اندونيسيا، كوريا الجنوبية، روسيا، البرازيل... الخ) باستثناء الدول التي قررت القيام أو الدخول في إتحاد نقدي (اليورو). أظهر تاريخ الأزمات المالية خلال الأربعين عام الأخيرة تطوراً واضحاً في سيرورة الأزمات، و يرجع السبب في ذلك إلى زيادة الموارد المستثمرة، زيادة سرعة العمليات، زيادة تعقيد المشتقات المالية²، زيادة عدد الوسطاء. إن ما يجب القيام به هو التحليل السريع لمختلف الأطراف بغية الوصول إلى فهم ماذا تغير اليوم و كذلك معرفة كيفية الرد على عالمنا الجديد.

سنقوم فيما يلي بمحاولة تحليل و فهم مجريات بعض أبرز الأزمات المالية التي شهدتها العالم خلال القرن العشرين:

أ - أزمة الكساد الكبير (1929-1933): تعد أزمة أكتوبر 1929 أشهر و أكبر أزمة شهدتها العالم خلال القرن الماضي حيث كانت سبباً مباشراً في تغير هيكل النظام المالي العالمي.

إن ما ميز هذه الأزمة عن سابقتها هو طابعها المدمر و امتدادها لفترة طويلة من الزمن و انتقالها إلى باقي دول العالم الصناعية فيما عدا الإتحاد السوفياتي.

- الظروف التي سبقت الأزمة: شهد الاقتصاد الأمريكي بعد ركود عام 1920 توازن و رخاء كبيرين حيث بلغ متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي ما بين عامي 1922 حوالي 4,7% سنوياً مع تسجيل مستويات بطالة جد متدنية بلغت 3,4%، كما تجدر الإشارة إلى تسجيل بورصة نيويورك لارتفاع كبير

* للمزيد من التفاصيل راجع:

Kimberly Amadeo, **Savings and Loans Crisis**, About.com Guide

Disponible sur: http://useconomy.about.com/od/grossdomesticproduct/p/89_Bank_Crisis.htm

(Consulté le 24/05/2013)

² سميرة محسن، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية دراسة حالة البنك BNP PARIBAS، رسالة ماجستير فرع بنوك و تأمينات، جامعة منتوري قسنطينة، 2005، ص.49

في أسعار الأسهم بين جوان 1928 و سبتمبر 1929 بلغ الـ 56%، و قد ساهم في ذلك عدة عوامل أهمها:¹

- وفرة الادخارات و سهولة عملية الاقتراض؛
- إنشاء العديد من الشركات الاستثمارية الممولة أساسا من الادخار و بالأخص المدخرات الصغرى و التي استثمرت نسبة كبيرة من رؤوس أموالها في الأوراق المالية؛
- تساهل السلطات النقدية الأمريكية مع موجة الارتفاعات غير العادية التي سجلتها بورصة وال ستريت؛

- التصريحات المتفائلة للعديد من كبار الصناعيين في الولايات المتحدة الأمريكية على غرار المدير العام لشركة جنيرال موتورز GM، و كذلك لرجال السياسة على غرار رئيس الولايات المتحدة الأمريكية "Colidge" الذي ظل يعرب عن تفاؤله في بداية عام 1929.

- اندلاع أزمة 1929: اندلعت الأزمة في أكتوبر من عام 1929، حيث سجلت بورصة وال ستريت انهيار كبير في أسعار الأسهم. وضع هذا الانهيار المالي حدا لسنوات من الازدهار المالي المصحوب بممارسات مالية مشبوهة، حيث بينت الإحصائيات بأن أسعار السندات قد تضاعفت بمعدل أربعة أضعاف خلال الفترة الممتدة من عام 1925 إلى نهاية صيف عام 1929، و عموما يمكن القول بأن هذه الأزمة قد مرت بعدة مراحل أهمها:²

- انطلقت الأزمة من بورصة وال ستريت بالولايات المتحدة الأمريكية يوم 24 فيفري 1929؛
- عمت الأزمة خلال الفترة 1929-1930 كامل الولايات المتحدة وكندا و أمريكا الجنوبية؛
- انتقلت الأزمة خلال عام 1931 إلى أوربا (فرنسا - إنجلترا - ألمانيا) ثم بعض دول شرق إفريقيا، بالإضافة إلى دول المشرق العربي، استراليا و اليابان؛
- انتقلت الأزمة خلال عام 1932 إلى باقي دول أوربا باستثناء روسيا كما انتقلت إلى باقي دول إفريقيا الشمالية و الغربية؛

- تواصل انهيار الناتج المحلي الإجمالي إلى غاية مارس 1933 أين وصل إلى أدنى مستوياته.³ للوقوف أكثر على مدى حدة الانهيار الذي عرفته أسعار الأسهم خلال هذه الأزمة قمنا بإدراج الجدول رقم (01) الذي يبين تطور أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1926-1938.

¹ دانيال أرنولد، ترجمة: عبد الأمير شمس الدين، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس و اليوم، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، بيروت، 1992، ص.ص.32-33

² Disponible sur : www.feniciu.wordpress.com/la-crise-des- annees-1930-1929-1939/ (Consulté le 24/05/2013)

³ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص.142

الجدول رقم (01): تطور أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1926-1938 (بالدولار)

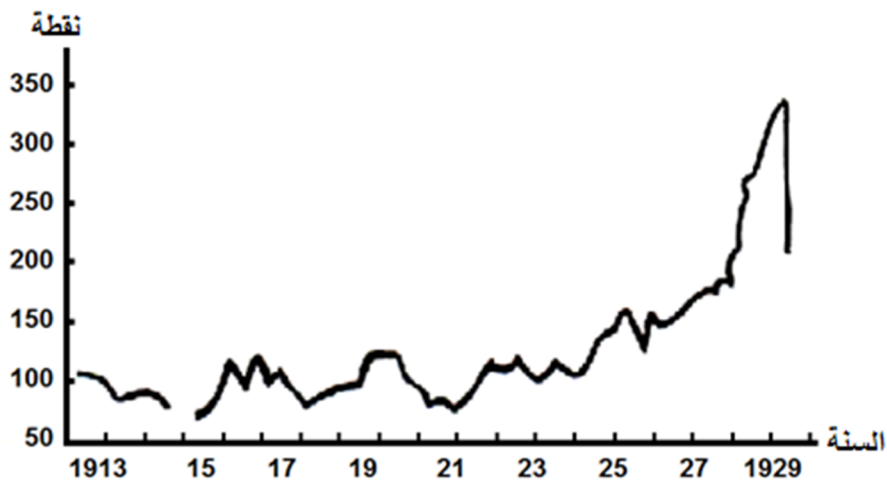
1938	1937	1936	1935	1934	1933	1932	1931	1930	1929	1928	1927	1926	
100	148	114	81	84	46	54	103	149	193	137	106	102	جانفي
99	154	120	80	88	43	53	110	156	192	135	108	102	فيفري
96	154	124	75	85	42	54	112	167	196	141	109	96	مارس
86	144	124	79	88	49	42	100	171	193	150	110	93	أفريل
86	138	118	86	80	65	38	81	160	193	155	113	93	ماي
92	134	119	88	81	77	34	87	143	191	148	114	97	جوان
106	142	128	92	80	84	36	90	140	203	148	117	100	جويلية
103	144	131	95	77	79	52	89	139	210	153	112	103	أوت
104	124	133	98	76	81	56	76	139	216	162	129	104	سبتمبر
114	105	141	100	76	76	48	65	118	194	166	128	102	أكتوبر
114	96	146	110	80	77	45	68	109	145	179	131	103	نوفمبر
112	95	144	110	80	79	45	54	102	147	178	136	105	ديسمبر

المصدر: رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص.142

كما قمنا بإدراج الشكل رقم (01) الذي يبين لنا تطور مؤشر داو جونز لأسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1920-1929.

الشكل رقم (01): تطور مؤشر داو جونز لأسعار الأوراق المالية في

الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1920-1929



المصدر: مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد و المال، الجزء الثاني، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص.201

- أسباب الأزمة: بعد فترة الازدهار التي عاشها الاقتصاد الأمريكي عامة و أسواق الأوراق المالية خاصة شهد شهر أكتوبر لعام 1929 انفجار أزمة مالية يشهد لها التاريخ بأنها أكبر أزمة مالية في تاريخ النظام الرأسمالي، و قد ساهمت عدة عوامل في ظهور هذه الأزمة يمكننا حصرها فيما يلي:¹

¹ Disponible sur: www.causes-crise-economique.com/1928-2008.htm (Consulté le 10/09/2013)

- انخفاض الطلب على الصادرات الأمريكية ما أدى إلى تكديس الإنتاج الفلاحي و الصناعي؛
- توسع المواطن الأمريكي في الاقتراض من أجل شراء المواد الاستهلاكية و تسديد الديون؛
- تزايد عدد المتدخلين في سوق الأوراق المالية؛
- المضاربة الكبيرة التي سادت داخل سوق الأوراق المالية لسنوات طويلة و التي أدت إلى ارتفاع أسعار الأسهم؛
- الارتفاع الكبير في أسعار الفائدة بسبب الاعتماد على الاقتراض المصرفي في تمويل التوسع و تسديد الديون، حيث انتقلت من حوالي 2% عام 1924 إلى 5,2% عام 1929؛
- انتشار بعض التعاملات الخطيرة داخل سوق الأوراق المالية على غرار البيع بالمكشوف و القيام بعمليات هامش الضمان و الشراء لغرض الاحتكار؛
- ارتباط النقد بالذهب و غياب المرونة اللازمة لخلق تغيرات في اتجاه النشاط الاقتصادي.
- **نتائج أزمة 1929:** خلفت هذه الأزمة خسائر وخيمة على اقتصاد عدد كبير من دول العالم، حيث شملت مختلف مجالات الإنتاج، التجارة، العلاقات النقدية، المالية الدولية، و عموما يمكن عرض أهم نتائج هذه الأزمة في النقاط التالية:¹
- إفلاس حوالي 3500 بنك في يوم واحد ليلعب عددها عام 1933 أكثر من 10000 بنك مفلس أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية؛
- وقوع تقلبات حادة في أسعار صرف العملات ما أدى إلى انهيار النظام الذهبي في معظم الدول؛
- توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية؛²
- انخفاض كبير في معدلات الفائدة؛
- تسجيل انهيار كبير في أسعار السلع داخل الدول الصناعية ما أسفر عن انخفاض كبير في الأرباح و تراكم رأس المال، تبع ذلك بتراجع النشاط الاقتصادي و ارتفاع معدلات البطالة؛
- تراجع حجم رؤوس الأموال المتنقلة بين الدول حيث انخفض رأس المال المصدر من الولايات المتحدة الأمريكية إلى 1,6 مليون دولار عام 1933 بعد أن كان عام 1928 حوالي 1325 مليون دولار؛
- تسجيل البلدان الصناعية لانخفاض كبير في دخلها الوطني بحوالي النصف؛
- تراجع التجارة الخارجية العالمية بـ 40% خلال الفترة 1929-1933، و هذا راجع أساسا إلى السياسات الحمائية التي اتبعتها الدول المتأثرة بالأزمة؛³

¹ دربوشي صبرينة، الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية 2008 و انعكاساتها على الاقتصاد العالمي: دراسة مقارنة مع أزمة 1929، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص نقود و مالية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص.ص.96-97.

² مروان عpton، الأسواق المالية و النقدية الدولية، البورصات و مشكلاته في حالة النقد و المال، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص.104.

³ محمد لخضر بن حسين، الأزمات الاقتصادية، مطبعة النخلة، الجزائر، 1995، ص.ص.53-54.

- خضوع العديد من الشركات الكبيرة داخل الدول الصناعية المتضررة إلى عمليات تأميم و هو ما يتنافى تماما و مبادئ النظام الرأسمالي المتبع؛
- تدهور الأوضاع الاجتماعية و انتشار الاضطرابات الاجتماعية و الأخلاقية و السياسية.¹
- ب- أزمة 1987: تعد أزمة عام 1987 من بين أشهر الأزمات التي شهدها القرن الماضي، حيث مست بدرجة أولى أسواق الأوراق المالية الأمريكي لتنتقل بعد ذلك إلى العديد من أسواق المال العالمية. و قصد الإلمام بكل جوانب هذه الأزمة سنقوم أولا بعرض الأوضاع التي سبقت هذه الأزمة، ثم انفجار الأزمة، و في الأخير أسباب نشوب هذه الأزمة.
- الظروف التي سبقت الأزمة
- كان هناك تشابه كبير بين الظروف التي سبقت أزمة عام 1987 و الظروف التي سبقت أزمة عام 1929 و هو ما يدفعنا للتذكير بما سبق ذكره حول تجدد العامل البصري مع كل جيل و الإحساس في كل مرة بأن ما نعيشه هو حادثة نادرة و ينسبنا حتمية الأزمات.
- و يمكن إبراز أهم الأوضاع التي سادت قبل نشوب هذه الأزمة فيما يلي من النقاط:
- تسجيل الشركات المصدرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1986 لنمو في أرباحها بلغ الـ 30%؛
- تسجيل جل مؤشرات كبرى البورصات العالمية لمعدلات نمو كبيرة خلال الفترة الممتدة من 1982-1987 على غرار مؤشر داو جونز الذي سجل ارتفاعا بـ 197% و مؤشر نيكاي الياباني الذي ارتفع بـ 271%؛
- ارتفاع نسبة المدخرات الموجهة للاستثمار في سوق الأوراق المالية؛
- انخفاض معدلات التضخم ابتداءً من عام 1981 حيث بلغت في الولايات المتحدة الأمريكية نسبة 2,1%، نفس الشيء شهدته الدول الصناعية الأخرى على غرار ألمانيا التي سجلت 0,4% و اليابان التي سجلت 0,6%²؛
- ارتفاع عجز الميزان التجاري الأمريكي الذي قوبل بتسجيل فائض في الميزان التجاري لغالبية الدول الصناعية على غرار ألمانيا و اليابان؛
- الابتكارات المالية التي خلقت منتجات مالية جد متطورة³؛
- ارتفاع مديونية غالبية الدول النامية خاصة المصدرة للبتروول و هذا يعود أساسا إلى انخفاض عائداتها البترولية؛
- شهدت أسعار صرف أبرز العملات الدولية خلال هذه الفترة جملة من التقلبات، حيث ارتفع سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الأخرى بشكل كبير بين فترة 1980-1985 ثم سجل

¹ رمزي زكري، الاقتصاد السياسي، مرجع سابق، ص.ص. 292.293

² دانيال أرنولد، مرجع سابق، ص.ص. 78.79

³ مروان عطون، مرجع سابق، ص. 104

انخفاضا ملحوظا بعد ذلك بسبب خفض الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لمعدل الفائدة، و ترافق هذا الإجراء بموجة هزات عنيفة في الأسواق المالية الدولية.

- مطالبة عدة دول و على رأسها اليابان و ألمانيا الاتحادية من الولايات المتحدة الأمريكية الإسراع في التدخل لدعم الدولار و تخفيف عجز ميزانياتها العامة، و نشير هنا إلى أن هذا الطلب قد قوبل بالرفض من قبل الولايات المتحدة الأمريكية بسبب سعيها إلى تحقيق مزايا تنافسية.

- انخفاض معدلات الطلب الداخلي في الولايات المتحدة الأمريكية الراجع أساسا إلى تأثرها بمعدلات نمو الناتج القومي، و أسعار السلع، و السياسات الضريبية، و معدلات الفائدة...الخ.¹

- اندلاع أزمة 1987: اندلعت الأزمة يوم الاثنين 11 أكتوبر في بورصة وال ستريت الأمريكية، حيث تراجع مؤشر داو جونز بحوالي 508 نقطة في ذلك اليوم أي انخفاض بنسبة 21,6% مقارنة بيوم الجمعة. لم يقتصر الانخفاض على السوق المالي الأمريكي فقط بل تم تسجيل في نفس اليوم انخفاض مؤشر بورصة لندن بـ 22%، انخفاض مؤشر بورصة طوكيو بـ 17%، انخفاض بورصة فرنكفورت بـ 15%، انخفاض بورصة أمستردام بـ 12%.

سجلت بورصة وال ستريت يوم 19 أكتوبر خلل كبير في التوازن بين العرض و الطلب على مستوى الأوراق الحاضرة و سوق العقود المستقبلية أدى إلى عدم بدأ التعامل بحوالي ثلث الأسهم التي تكون مؤشر داو جونز لمدة ساعة كاملة بعد دق جرس الافتتاح، و كان السبب الرئيسي وراء ذلك هو تلاشي الإمكانات المالية لصناع السوق، إذ شهدت فترة الظهيرة من نفس اليوم داخل بورصة وال ستريت وصول كميات ضخمة من أوامر البيع، ما أدى إلى استحالة التنفيذ الفوري للصفقة من دون تحمل تكلفة عالية ألا و هي الانخفاض الكبير في أسعار الأسهم موضوع الصفقات.

سجلت بورصة وال ستريت يوم الثلاثاء 20 أكتوبر 1987 استمرار تدفق أوامر البيع، ما يدل على حالة الذعر الكبير التي انتابت كل المتعاملين، و هو ما أدى في ظهيرة نفس اليوم إلى وقف التعامل بجملة من الأسهم المتداولة.

شكل وقف التعامل بأسهم عدد كبير من الشركات المدرجة داخل البورصة دليلا واضحا على أن الإمكانات المالية لصناع السوق قد نفذت و بات بذلك من الواضح أن المنقذ الوحيد هو تدخل أطراف جديدة من خارج السوق، و قد حدث ذلك فعلا بعد قيام الشركات الكبرى بإعادة شراء أسهمها و كذلك بعد تدخل الاحتياطي الفيدرالي FED و دفعه للبنوك التجارية لمنح المزيد من القروض لتجارة الأوراق المالية، هذه الإجراءات أدت إلى بدأ تحسن أسعار الأسهم ابتداءً من يوم الأربعاء 21 أكتوبر.

يرى الاقتصادي R.Roll* في دراسته المقدمة عام 1989 حول حركة الأسعار في الأسواق المالية العالمية قبل و خلال الأزمة بأنه خلافا لما وقع في أزمة عام 1929 فإنه خلال أزمة 1987 لم يبدأ

¹ نسيمة أوكيل، مرجع سابق، ص.ص. 260.259

الانخفاض في سوق الأوراق المالية الأمريكي بل بدأ خارجه، حيث تميز عام 1987 بتباين كبير في الأسعار خلال الأشهر التي سبقت شهر أكتوبر لتشهد ابتداءً من هذا الشهر حركة نزولية في كافة الأسواق.

بينت دراسة R.Roll بأن يوم 14 أكتوبر قد كان تاريخ أول انخفاض ملموس في بعض الدول الأوروبية و بأن هذا الانخفاض لم يظهر في الولايات المتحدة الأمريكية إلا بعد ساعات بسبب الفارق الزمني، يرى Roll بأن أكبر انخفاض في أسعار الأسهم داخل البورصات الأمريكية قد وقع يوم الـ 19 أكتوبر، أما بالنسبة للدول الأوروبية فقد كان الانخفاض على يومين أي 19 و 20 أكتوبر، نفس الشيء شهدته بعض الدول الآسيوية و البعض الآخر لم يشهد الانخفاض الحاد إلا يوم 20 أكتوبر.

كخلاصة لدراسة الاقتصادي "Roll" فإننا نقول بأن الانخفاض الحاد في أسعار الأوراق المالية قد حدث أولاً في الأسواق الآسيوية باستثناء اليابان، ثم انتقل إلى أوربا، ثم الولايات المتحدة الأمريكية و كندا، ثم استراليا و نيوزلندا و اليابان، أي أن معظم أسواق أوراق المال العالمية قد سجلت انخفاض حاد في الأسعار قبل أن يرن جرس افتتاح البورصات الأمريكية.¹

- أسباب أزمة 1987: هناك العديد من الأسباب التي أدت لحدوث هذه الأزمة منها ما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم داخل البورصة و منها ما ساهم في اتساع هبوط أسعار الأسهم، و عموماً يمكن حصر أهم هذه الأسباب في النقاط التالية:

- اتساع عجز الميزانية الأمريكية و الميزان التجاري عام 1986، حيث بلغ على التوالي 220 مليار \$ و 150 مليار \$؛

- انخفاض الأرباح بسبب ارتفاع معدل الفائدة القصير الأجل و الطويل الأجل منذ مارس 1987 ما أدى إلى زيادة النفقات المالية للمؤسسات المالية؛

- انخفاض الطلب على الأسهم و ارتفاعه على السندات بسبب انخفاض أسعار هذه الأخيرة في الأسواق و ارتفاع مردوديتها مقارنة بالأسهم؛

- فقدان المستثمرين للثقة بسبب خطاب سكرتير الخزانة الأمريكية "جيمس بيكر" يوم 17 أكتوبر، حيث هدد بخفض الدولار و هذا ما يتناقض مع اتفاقية اللوفر؛

- انتشار المضاربة داخل أسواق الأوراق المالية بشكل فادح؛

* Ric Roll, baron Roll of Ipsden, CB, KCMG (1^{er} décembre 1907 – 30 mars 2005 (à 97 ans)) est un économiste, académicien et banquier anglais. Il a été professeur d'économie et commerce à l'université de Hull. Pendant la Seconde Guerre mondiale, il a été directeur adjoint de la *British Food Mission* (1941–1946). Il a représenté le Royaume-Uni au Congrès de Paris concernant le Plan Marshall. Membre du Parti travailliste depuis 1964, il a été Permanent Secretary du nouveau *Department of Economic Affairs*. Il a été aussi chef de la Bank of England de 1968 à 1977, président de la banque d'affaires SG Warburg, et directeur de *The Times*. Il a été enfin président du Groupe Bilderberg de 1986 à 1989

¹ منير هندي إبراهيم، الأسواق المالية و أسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص.ص. 583-587

- فقدان الثقة في قدرة الجمهوريين على إيجاد الحل المناسب لعجز الميزانية، و هذا بعد فشل كل الوعود التي قدمتها حكومة الرئيس "ريغان"؛

- انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى منذ عام 1985 إلى غاية أكتوبر 1987 بنسب عالية، حيث انخفض بـ 42% أمام الين الياباني و بـ 39% أمام المارك الألماني و بـ 26% مقابل الجنية الإسترليني؛

- اعتماد الأسواق المالية بصفة كلية على أجهزة الكمبيوتر المبرمجة على أساس أوامر البيع و الشراء حيث أنه و بمجرد الإعلان عن قيمة العجز التجاري الأمريكي في شهر أوت 1987 تجاوزت معه أجهزة الحاسوب و عرضت عدد كبير من الأسهم أدى إلى زيادة العرض على الطلب و ساهم في مزيد من الانهيار؛

- توتر الأوضاع في الخليج بين الولايات المتحدة الأمريكية و إيران حيث أقبلت الـ و.م.أ على قصف منطقتين نفطيتين في إيران يوم 19/10/1987.

- **نتائج أزمة 1987:** كانت أزمة 1987 كارثية على أكثر من صعيد حيث تجاوزت قيمة الخسائر التي خلفتها ضعف خسائر 1929، و عموماً يمكن سرد أبرز نتائج هذه الأزمة فيما يلي من نقاط.

- إعلان عدد كبير من المؤسسات عن إفلاسها؛

- تكبد المؤسسات المدرجة داخل البورصات الأمريكية لخسائر قاربت الـ 500 مليار \$.

ج- الأزمة المكسيكية 1994

- **الظروف التي سبقت الأزمة:** اتخذت المكسيك بعد أزمة المديونية التي شهدتها في بداية الثمانينات جملة من الإصلاحات الاقتصادية، حيث تخلت عن نموذجها الاقتصادي القديم المبني على توجيه الحكومة و مركزية القرار و اتجهت نحو سياسات التحرير و الخصخصة.

لقد تجسد هذا التغيير الجوهرى في مضمون السياسة الاقتصادية بإتباع الحكومة المكسيكية لجملة من الإجراءات نذكر منها ما يلي:¹

- تحرير التجارة الخارجية؛
- تحرير القطاع المالى من خلال تخفيف القيود التنظيمية و تحديث الأسواق المالية؛
- إتباع برنامج للاستقرار يتضمن سياسة مالية و نقدية انكماشية؛
- ربط سعر صرف العملة المحلية "البيزو" بالدولار؛
- انتهاج سياسة الخصخصة؛
- إزالة القيود التنظيمية المتعلقة بالاستثمارات الأجنبية؛
- إلغاء الدعم الحكومى؛

¹ عبد الحسين وادي العطية، الاقتصاديات النامية: أزمات و حلول، دار الشروق للنشر، عمان، 2001. ص.153

• الانضمام إلى اتفاقية التجارة الحرة لدول أمريكا الشمالية NAFTA* .

أدت جملة الإجراءات السابقة إلى تسجيل المكسيك لمعدلات نمو مرتفعة و إلى تدفق كميات غير مسبوقة من رؤوس الأموال وصلت 104 مليار دولار بين عامي 1990 و 1994 أي 20% من إجمالي التدفقات الرأسمالية إلى اقتصاد الدول النامية خلال تلك الفترة¹.

تزامنت أيضا الفترة التي سبقت الأزمة مع تزايد إحتياطات الصرف الأجنبية في المكسيك حيث بلغت 25 مليار دولار نهاية عام 1993 بعد أن كانت 6,3 مليار دولار عام 1989.

كانت التدفقات من رؤوس الأموال الأجنبية موجهة أساسا إلى قطاعات المخاطرة ما أدى إلى ارتفاع أسعار الأسهم و العقارات و بالتالي تكوين فقاعة مالية ضخمة، و نشير هنا إلى أن 50% من سوق الأوراق المالية المكسيكية كانت بحوزة مستثمرين من الولايات المتحدة الأمريكية.

بالرغم من ضخامة رؤوس الأموال الأجنبية التي دخلت المكسيك سنويا قبل الأزمة إلا أن ذلك لم يمنع من تسجيل المكسيك لعجز كبير في ميزانها الجاري عام 1994، حيث بلغ 30 مليار دولار أي ما يعادل 8% من إجمالي الناتج المحلي لنفس السنة، و يعود ذلك أساسا إلى تزايد فاتورة الواردات و إلى النمو السريع للاتئمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص و ارتباط العملة المحلية بعملة أخرى كركيزة لسعر الصرف.

- اندلاع الأزمة: تعرضت العملة المحلية للمكسيك "البيزو" لضغوطات قوية خلال الثلاثي الثاني من عام 1994، حيث انخفض الاحتياطي الأجنبي بين مارس و جوان من 26,8 إلى 16,9 مليار دولار، و قد حاولت السلطات النقدية المكسيكية إيقاف نزيف رؤوس الأموال باتخاذ إجراءات مختلفة كرفع أسعار الفائدة، السماح للعملة المحلية بالانخفاض إلى أقصى حد مسموح آنذاك أي 9% مقابل الدولار، و استبدال نسبة كبيرة من أدونات الخزينة قصيرة الأجل بالعملة المحلية بأخرى بالدولار.²

يرى الكثير من الاقتصاديين بأن تاريخ انفجار الأزمة المكسيكية هو يوم 20 ديسمبر 1994 الذي تزامن مع تخفيض قيمة العملة المحلية بـ 15% بالنسبة للدولار الأمريكي، حيث أدى كل من قرار تخفيض قيمة العملة و الاضطرابات السياسية التي كانت سائدة آنذاك بسبب اغتيال أحد المرشحين للرئاسة و ظهور ثورة الزباطيست** إلى فقدان المستثمرين لثقتهم و إصابتهم بحالة

* نافتا (NAFTA) اتفاقية التجارة الحرة لشمال أمريكا North American Free Trade Agreement، و بالإسبانية: TLCAN هي معاهدة لإنشاء منطقة تجارية حرة ما بين الولايات المتحدة و كندا و المكسيك. وقعت اتفاقية التبادل الحر لأمريكا الشمالية في دجنبر 1992 و أصبحت سارية المفعول في يناير سنة 1994.

¹ محمد إبراهيم و علي مسعود عطية، "الاقتصاد الدولي: مدخل السياسات"، دار المريخ، الرياض، السعودية، 2007، ص. 413.

² بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص. 108.

** جيش زاباتيسا للتحريير القومي الوطني (Ejército Zapatista de Liberación Nacional, EZLN) هي مجموعة ثورية مسلحة من ولاية تشياباس في جنوب المكسيك. بدأت الحركة في عام 1994. تتكون الحركة بصورة رئيسية من السكان الأصليين للإقليم. تتخذ الحركة من إسم أميليانو زاباتا (Emiliano Zapata) أحد قادة الثورة المكسيكية 1910- اسما لها. تهدف الحركة بصورة رئيسية إلى تمكين السكان الأصليين من موارد الإقليم وتحقيق قدر من الحكم الذاتي. تعتبر الحركة أيضا جزءا من الحركة ضد العولمة و الامبريالية. المتحدث الرسمي باسم الحركة هو القائد الأدنى ماركوس.

من الهلع التي دفعتهم إلى سحب أموالهم خارج المكسيك، حيث تم تسجيل خلال يومي الـ 20 و الـ 21 ديسمبر خروج 5 ملايين دولار.

لم يكن تهريب رؤوس الأموال نحو الخارج هو الحدث الوحيد في هذه الأزمة، حيث تزامن خروج الأموال مع تفاقم المديونية و انهيار البورصة المكسيكية و هذا راجع أساسا إلى كون معظم رؤوس الأموال التي دخلت المكسيك كانت عبارة عن استثمارات للحفاظ المالية التي يسهل التنازل عليها. استمرت الأزمة المكسيكية بعد انفجارها في 20 ديسمبر 1994 لفترة طويلة، حيث امتدت تقريبا على كامل عام 1995، و لم تخرج المكسيك من هذه الوضعية إلا بقيام الولايات المتحدة و صندوق النقد الدولي FMI بترتيب قرض دولي قدره 40 مليار دولار استعملته الحكومة المكسيكية في دفع ديونها. لم تنحصر الأزمة المكسيكية داخل حدود هذه الدولة فقط بل أدى ارتباط البيزو بالدولار إلى انتقال الأزمة إلى بلدان الأسواق الناشئة الأخرى، و سميت ظاهرة العدوى التي أدت إلى انتقال الأزمة خارج حدود المكسيك بـ *effet tequila* الذي نتج أساسا عن كون 80% من سندات الخزينة Tesobonos كانت في يد أجانب غير مقيمين، و هو ما أدى إلى اشتداد الضغط على عملات دول أخرى.¹

- أسباب الأزمة المكسيكية 1994: لم تكن الأزمة المكسيكية نتيجة عامل فقط و إنما كانت نتيجة لتفاعل مجموعة من العوامل يمكن ذكرها فيما يلي من نقاط:

- الأوضاع السياسية المتوترة بسبب ثورة الزبائست من جهة و الاغتيالات السياسية من جهة أخرى؛
- عجز الميزان التجاري المكسيكي في الفترة (1990-1994) الراجع أساسا إلى ضعف الصادرات بسبب ضعف تنافسية الإنتاج المحلي، و الاعتماد بصفة كبيرة على الاستيراد؛
- توسع البنوك في منح الائتمان كنتيجة مباشرة لسياسة التحرير المالي و ما نتج عنها من جذب لرؤوس الأموال الأجنبية؛
- ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية ما دفع المستثمرين إلى إخراج رؤوس الأموال القصيرة الأجل؛
- ارتباط سعر صرف البيزو بالدولار الأمريكي و المغالاة في تقييم سعر صرف البيزو؛
- العلاقة المباشرة بين استثمارات الحافظة المالية التي مثلت أكبر نسبة من الاستثمارات الأجنبية و بين العملة المكسيكية "البيزو"؛
- تراخي الإشراف و الرقابة على البنوك و ضعف الإدارة الاقتصادية؛
- انخفاض الادخار الخاص بسبب تحرير قروض الاستهلاك حيث انتقل معدل الادخار الخاص من 20,1% إلى 11,4% من الناتج الداخلي الإجمالي في الفترة 1988-1994؛
- كانت تهدف معظم رؤوس الأموال التي دخلت إلى المكسيك أساسا إلى تحقيق الربح السريع عبر المضاربة المالية في الأسهم و الأوراق المالية.

¹ محمد إبراهيم، علي مسعود عطية، مرجع سابق، ص 86.

- **خطة انقراض المكسيك:** أمام خطورة الوضع الذي كانت تعيشه المكسيك في نهاية عام 1994 الذي اتسم باتجاه كافة المؤشرات الاقتصادية إلى اللون الأحمر، طلبت السلطات المكسيكية المساعدة من الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها جارتها و شريكها الاقتصادية داخل اتفاقية NAFTA و من صندوق النقد الدولي باعتباره الملجأ الأخير للإقراض على المستوى الدولي و صاحب الاختصاص في مساعدة الدول التي تمر بأزمات مالية و اقتصادية.

كانت أول مساعدة تحصلت عليها المكسيك بقيمة 20 مليار دولار من الولايات المتحدة الأمريكية و كان ذلك في شهر جانفي من عام 1995، و قد قدمت الخزينة الأمريكية قرضا بقيمة 20 مليار دولار مقطوعة من صندوق استقرار أسعار الصرف، حيث كان هذا القرض على شكل اتفاق تبادل SWAP مقابل ضمانات حول مداخيل بترولية و بعد طلب الخزينة لقرض قصير الأجل بقيمة 6 مليارات دولار.

لم يكن حصول المكسيك على هذا القرض بالأمر البسيط حيث واجه رأي الرئيس الأمريكي "بيل كلنتون" بالرفض من قبل أعضاء الكونغرس الذين لم يتقبلوا أن تذهب أموال ضرائب الولايات المتحدة الأمريكية لمساعدة دولة ما، لكن إصرار و قناعة الرئيس الأمريكي جعلاه يتحمل المسؤولية بمفرده و يصدر أمر تنفيذي بصدد منح المكسيك لهذا القرض، و كان هدف الرئيس "بيل كلنتون" من وراء تقديم هذا القرض للمكسيك هو بالدرجة الأولى انقراض أصحاب رؤوس الأموال الأمريكيين الذين استثمروا أموال ضخمة في المكسيك و بالأخص في السوق المالي المكسيكي، و قد كان الرئيس الأمريكي "كلينتون" على دراية تامة بأن القرض الذي منحه للمكسيك لن يكفيها لتجاوز أزمته ما جعله يوجه نداء يطلب فيه من المجتمع الدولي تقديم مساعدة إضافية للمكسيك.¹

كان نداء الرئيس الأمريكي موجه بالأخص إلى صندوق النقد الدولي الذي استجاب له رئيسه "ميشال كمديسيس" * يوم 1 فيفري 1995، حيث وافق على منح المكسيك قرض بقيمة 17,7 مليار دولار.² إضافة إلى القرضين السابقين تحصلت المكسيك على قرض آخر بقيمة 10 مليار دولار من قبل بنك التسويات الدولية، إضافة إلى قرض بقيمة 3 مليار دولار من قبل مجموعة من البنوك التجارية. سمح هذا الدعم المالي الكبير و السريع الذي تحصلت عليه المكسيك و الذي قارب الـ 50 مليار دولار بالوفاء بالالتزامات خاصة خدمة الديون قصيرة الأجل و باسترجاع الثقة للمستثمرين، حيث ترجم ذلك بعودة رؤوس الأموال نحو المكسيك.³

¹ محمد إبراهيم و علي مسعود عطية، مرجع سابق، ص.87

* Directeur général du Fonds monétaire international du 16 janvier 1987 au 14 février 2000, il est Gouverneur honoraire de la Banque de France. Il préside la nouvelle société de refinancement des activités des établissements de crédit (SRAEC) depuis le 20 octobre 2008. Il est aussi membre de l'Africa Progress Panel depuis 2008, une fondation basée à Genève et présidée par Kofi Annan.

² عبد الحسين وادي العطية، الاقتصاديات النامية أزمات و حلول، الشروق للنشر، مصر، 2003، ص.ص.147.148

³ FMI, Bulletin du FMI, aide exceptionnelle au Mexique, 13/01/1995, p.33

د - أزمة دول جنوب شرق آسيا: شكل اقتصاد هذه الدول إلى غاية عام 1996 نموذجاً للنجاح الاقتصادي على المستوى العالمي، حيث تمكنت من التحول من أفقر دول العالم إلى أكبر الدول الصناعية في العالم.

لم يكن أكبر المتشائمين في آسيا يتوقع بأن هذه الدول ستكون مسرحاً لأحداث أزمة مالية صنفت ضمن أكبر الأزمات المالية التي شهدتها التاريخ، و للإلمام بجوانب هذه الأزمة سنقوم أولاً بعرض الأوضاع التي سبقت هذه الأزمة، ثم انفجار الأزمة، و في الأخير أسباب هذه الأخيرة.

- **الأوضاع التي سبقت الأزمة:** شهدت دول جنوب شرق آسيا أو كما يسميها العديد من الاقتصاديين النور الآسيوية (كوريا الجنوبية - هونغ كونغ - سنغافورة - تايوان - ماليزيا - اندونيسيا - تايلندا - الفلبين) أداء اقتصادي جيد خلال أكثر من ثلاثة عقود التي سبقت الأزمة، ما جعل الكثير من الملاحظين يصفون الوضع بهذه الدول بالمعجزة الآسيوية.¹

يمكن إبراز أهم ملامح الوضع الاقتصادي الذي ساد في دول جنوب شرق آسيا قبل اندلاع الأزمة فيما يلي:²

- ارتفاع معدلات الادخار و الاستثمار بهذه الدول، حيث وصل معدل الاستثمار إلى حوالي 35% في المتوسط من الناتج المحلي الإجمالي مقارنة ب 18% في بقية دول العالم؛
- تمكن هذه الدول و خلال فترة زمنية قصيرة من اقتحام المجال الصناعي حتى أنها أصبحت تنافس أكبر منتجي العالم في العديد من السلع كالسيارات و الأجهزة الالكترونية بمختلف أنواعها؛
- لم يقابل تحسن مستوى المعيشة داخل هذه الدول بارتفاع الضرائب و الإنفاق الحكومي كما هو الحال عند الدول المتقدمة، حيث بقيت عند مستويات جد معقولة (بلغ متوسط الإنفاق الحكومي بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول 20% بينما بلغ 34% في باقي دول العالم الثالث و 27% في الدول المتقدمة)؛
- الدور الأساسي الذي لعبته صادرات هذه الدول في تحقيق النمو، حيث ساهمت بحوالي 80% معدلات النمو المحقق؛
- التنافسية الكبيرة التي تمتعت بها صادرات هذه الدول و التي ساهم في تحقيقها عدة عوامل أهمها مستويات الأجور المنخفضة نسبياً و الاهتمام القوي بالبحث و التعليم؛
- ارتفاع معدلات دخل الأفراد و تحسن مستوى المعيشة؛
- تطور البنية التحتية و المرافق المختلفة من جسور و مطارات؛
- تحرير القطاع الاقتصادي و إزالة كل القيود و العقبات؛

¹ شذا جمال الخطيب، الأزمة المالية و النقدية في دول جنوب شرق آسيا، دراسات إستراتيجية، العدد 51، مركز الإمارات للدراسات و البحوث الإستراتيجية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2001، ص.9

² محمود عبد الفضيل، العرب و التجربة الآسيوية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2000، ص.183-185

- ارتفاع رؤوس الأموال الأجنبية المتدفقة إلى هذه الدول نظرا لتواضع عوائد الاستثمار و ارتفاع تكاليف العمالة لدى الدول الصناعية (استقطبت دول جنوب شرق آسيا 50% من رؤوس الأموال الموجهة للأسواق الناشئة عام 1996 بقيمة 244 مليار دولار)؛

- تسجيل هذه الدول لمعدلات مرتفعة من الناتج المحلي و لمعدلات مقبولة من التضخم مقارنة بمعدلات النمو المحققة و هذا خلال الفترة 1970-1995.

يسمح لنا الجدول رقم (02) بإبراز تطور مؤشرين اقتصاديين بارزين لخمس دول من جنوب شرق آسيا ألا و هي ماليزيا، تاينندا، الفلبين، اندونيسيا، كوريا الجنوبية، خلال الفترة 1970-1995.

الجدول رقم (02): تطور بعض المؤشرات الاقتصادية الأساسية لدول جنوب شرق آسيا خلال الفترة

1995-1970

الدول	السنوات	1975- 1970	1980-1975	1985-1980	1990-1985	1995-1990
متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي						
ماليزيا	% 75	% 7.3	% 5.9	% 5.9	% 5.9	% 8.9
تاينندا	% 6.4	% 7.4	% 5.5	% 9.1	% 8.9	% 8.9
الفلبين	% 5.8	% 6.3	% 18-	% 2.7	% 2.4	% 2.4
أندونيسيا	% 8	% 7.4	% 5.6	% 5.6	% 7.1	% 7.1
كوريا الجنوبية	% 9	% 7.5	% 6.7	% 9.5	% 7.8	% 7.8
نسبة الاستثمارات للناتج المحلي الإجمالي						
ماليزيا	% 22	% 25	% 34	% 28	% 36	% 36
تاينندا	% 23	% 25	% 24	% 28	% 40	% 40
الفلبين	% 18	% 25	% 26	% 19	% 22	% 22
أندونيسيا	% 17	% 21	% 27	% 32	% 34	% 34
كوريا الجنوبية	% 23	% 29	% 29	% 31	% 37	% 37
نسبة عجز الموازنة للناتج المحلي الإجمالي						
ماليزيا	-	% 13-	% 13-	% 6-	% 0	% 0
تاينندا	-	% 5-	% 5-	% 1-	% 3	% 3
الفلبين	-	% 1-	% 1-	% 3-	% 1-	% 1-
أندونيسيا	-	% 2-	% 1-	% 2	% 1	% 1
كوريا الجنوبية	-	% 2	% 2	% 0	% 0	% 0
معدل التضخم						
ماليزيا	% 6.8	% 4.71	% 5-	% 1.6	% 4.1	% 4.1
تاينندا	% 8	% 9	% 8	% 4	% 5	% 5
الفلبين	% 17	% 11	% 21	% 10	% 11	% 11
أندونيسيا	% 19	% 15	% 11	% 8	% 10	% 10
كوريا الجنوبية	% 16	% 19	% 11	% 5	% 7	% 7

المصدر: شدا جمال الخطيب، الأزمة المالية و النقدية في دول جنوب شرق آسيا، دراسات إستراتيجية، العدد: 51، مركز الإمارات للدراسات و البحوث الإستراتيجية، أبو ظبي، 2001، ص.9

رغم كل المظاهر الايجابية سابقة الذكر لم تكن دول جنوب شرق آسيا و ما أصبحت تمثله من نموذج للأداء الاقتصادي الجيد معصومة من الوقوع في أزمة مالية ضخمة حولت ما كان يسمى بالمعجزة الآسيوية le miracle asiatique إلى ما أصبح يسمى بالكارثة الآسيوية la débâcle asiatique.

- اندلاع أزمة دول جنوب شرق آسيا: تعود بوادر هذه الأزمة إلى نهاية عام 1996 في تايلندا، حيث أدى ارتفاع سعر صرف الدولار ابتداءً من منتصف 1995 إلى فقدان العملة التايلندية لقدرتها التنافسية ما أدى إلى تراجع صادراتها و عجز ميزانها الجاري و تنامي المخاوف حول الاستثمارات الأجنبية التي كانت تتمثل أساسا في القروض قصيرة الأجل.

أدى تزايد ضغوط المضاربة على العملة التايلندية "البات" مع نهاية عام 1996 و استمرار هذه الحالة إلى غاية جويلية 1997 إلى انخفاض سعر صرف "البات" و تدني الأرباح في أسواق الأسهم.¹

حاولت السلطات النقدية التايلندية تجاوز الحالة السابقة برفع سعر الفائدة و التحول إلى نظام سعر الصرف المرن و طلب المساعدة من صندوق النقد الدولي FMI لكنها لم تنجح في وقف انهيار سعر صرف "البات" الذي انخفض بـ 42% مقابل الدولار الأمريكي بين نهاية عام 1996 و سبتمبر 1997، ما أسفر عن تقادم الدين الخارجي للمؤسسات المالية العامة و الخاصة و تسجيل تراجع حاد في أسعار الأسهم بعد أن قرر المستثمرين الأجانب الانسحاب من سوق الأوراق المالية في تايلندا.²

حدد عدد كبير من المؤرخين و الاقتصاديين يوم 2 جويلية 1997 كتاريخ انفجار الأزمة المالية و هو التاريخ الذي قررت فيه السلطات النقدية التايلندية تعويم عملتها المحلية "البات"، كما أن الأزمة لم تنحصر داخل تايلندا فقط و إنما انتقلت إلى بقية الدول الآسيوية بسبب الروابط الاقتصادية القوية فيما بين هذه الدول، و هو ما سنحاول إظهاره في النقاط التالية:³

- تعرض سوق المال الماليزي هو الآخر للأزمة، حيث أدى تراجع سعر صرف العملة "الرينجت" بـ 40% إلى انهيار أسعار الأسهم، و لم يكن تراجع سعر صرف "الرينجت" ناتج عن الأداء الحقيقي للاقتصاد و إنما كان ناتج عن المضاربة الكبيرة التي مورست على المشتقات المالية.
- سجلت البورصة الماليزية انخفاضا بـ 5,41% بين جويلية 1998 و فيفري 1998 ما دفع المستثمرين الماليزيين إلى الخروج من السوق الماليزي، و قد حاولت الحكومة الماليزية دعم العملة المحلية "الرينجت" عبر وقف تنفيذ عدد كبير من المشاريع التنموية و وضع قيود على خروج رؤوس الأموال.
- شهد سوق المال التايواني انخفاضا تجاوز الـ 20% و هذا بالرغم من أن الحكومة تمكنت من المحافظة على استقرار سعر صرف عملتها المحلية "الدولار التايواني" مقارنة بالعملات الأخرى.

¹ LA CRISE DE CHANGE DES PAYS ÉMERGENTS DE L'ÉTÉ 1997, La Lettre économique de la Caisse des dépôts et consignations – Septembre 1997 Disponible sur : <http://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Tds/RMItd22.pdf> (Consulté le 18/09/2013)

² طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية و انعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص.233

³ محمد إبراهيم السقا، الأزمة الآسيوية، 2010

موجود على: www.stockexperts.net/showthead.php?t=29788 (Consulté le 18/09/2013)

اعتمدت الحكومة التايوانية على إحتياطات بنكها المركزي التي كانت في حدود الـ 80 مليار دولار قبل الأزمة للحفاظ على استقرار سعر صرف العملة المحلية إذ قامت بإنفاق ملايين الدولارات في أواخر عام 1997 لبلوغ أهدافها.

• لم تسلم هونغ كونغ هي الأخرى من هذه الأزمة، حيث أنه بالرغم من الإحتياطات النقدية التي كانت بحوزتها و محاولتها صد المضاربة التي امتدت إلى عملتها المحلية عبر رفع سعر الفائدة.

• انهيار مؤشر بورصة هونغ كونغ لأسعار الأسهم و السندات، حيث سجل انخفاضا بـ 6% يوم الـ 21 أكتوبر 1997 ليصل إلى 765,3 نقطة.

• عانت دولة الفيليبين كثيرا من هذه الأزمة حيث انخفض سعر عملتها المحلية "البيزو" إلى مستويات غير مسبوقة إذ انخفض بين شهري جانفي 1997 و جانفي 1998 بأكثر من 45%.

• شهدت اندونيسيا هي الأخرى هزات كبيرة نتيجة لهذه الأزمة، حيث بعد ثلاثة أشهر فقط من انفجار الأزمة في تايلندا فقدت العملة المحلية "الروبية" أكثر من 27% من قيمتها، و قد كان رد فعل المستثمرين مشابه تماما لما كانت عليه في باقي الدول حيث تسارعوا لبيع الأسهم و تحويل أموالهم إلى الدولار الأمريكي، ما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم في بورصة جاكرتا بحيث انخفضت قيمة مؤشر البورصة بين شهري جويلية 1997 و ماي 1998 بحوالي 46%.

انتقلت الأزمة الآسيوية إلى العديد من الدول في العالم التي كانت ظروفها الاقتصادية مشابهة للأوضاع التي كانت سائدة في دول جنوب شرق آسيا قبل اندلاع الأزمة، حيث سجلت أسواق الأوراق المالية الأمريكية يوم الـ 27 أكتوبر 1997 انخفاضا حادا، نفس الانهيارات عرفتها دول أخرى و في فترات مختلفة على غرار البرازيل، المكسيك، الأرجنتين و روسيا.¹

- أسباب أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997: أدى تفاعل عدة عوامل إلى ظهور أزمة دول جنوب شرق آسيا التي بدأت كأزمة سعر صرف لكنها سرعان ما تحولت إلى أزمة أسواق الأوراق المالية. سنحاول إبراز هذه العوامل فيما يلي من نقاط:

- عمليات التحرير المالي الذي شهدته دول المنطقة مع نهاية الثمانينات و بداية التسعينات، حيث أدت إلى ارتفاع مديونية البنوك المحلية من العملات الأجنبية؛

- تنامي مشكلة المخاطر المعنوية بسبب دعم الحكومة للمؤسسات المالية الضعيفة في كل من اندونيسيا و ماليزيا و تايلندا، حيث انخرطت هذه المؤسسات في أنشطة خطيرة إدراكا منها بوجود ضمانات حكومية ضمنية؛²

- النمو الكبير في مستوى الطلب المحلي الذي أدى إلى زيادة الواردات مقارنة بالصادرات و بالتالي تسجيل عجز في الموازين التجارية لهذه الدول؛

¹ نادية العقون، مرجع سابق، ص.106

² بسام الحجار، مرجع سابق، ص.163

- غياب الشفافية و تدني الإفصاح في عديد من دول المنطقة، الأمر الذي أدى إلى منح المؤسسات المالية للقروض مقابل ضمانات غير كافية، و هو ما ترتب عنه تنامي حالات عدم السداد، ضف إلى ذلك انتشار ما يعرف بقروض المجاملة؛
- تدفق رؤوس الأموال نحو دول المنطقة بسبب معدلات النمو المرتفعة و الاستقرار السياسي و غياب الرقابة على حركة رؤوس الأموال؛
- التعامل الكبير بالمشتقات المالية؛
- العدد الكبير من المضاربين الذين يعملون داخل أسواق الأوراق المالية بهذه الدول؛
- ساهمت سياسة رفع سعر الفائدة لحماية العملة المحلية في تفاقم الأوضاع، حيث أدى ذلك إلى ارتفاع خدمة الدين التي كانت في غالبيتها بالدولار الأمريكي؛¹
- تمويل الجهاز المصرفي للتنمية اعتمادا على القروض قصيرة الأجل؛
- دخول اليابان أكبر شريك اقتصادي لدول جنوب شرق آسيا في مرحلة انكماش اقتصادي بدءاً من عام 1995.

أدت العوامل سابقة الذكر إلى دخول دول هذه المنطقة في مرحلة ركود و كساد، حيث سجلت كل من اندونيسيا و ماليزيا و الفيليبين معدل نمو لم يتجاوز الـ 1,5% عام 1998 مقارنة بـ 8% عام 1996، ضف إلى ذلك تسجيل هذه الدول لمعدلات مرتفعة من التضخم بعد أن حافظت على استقرارها لفترة طويلة قبل الأزمة.

1-1-2- أنواع الأزمات المالية

بالرغم من أن الأزمات المالية و باختلاف أنواعها تتمتع بدرجة عالية من التقاطع و التشابك فيما بينها إلا أنه يمكننا تقسيم الأزمات المالية إلى أربعة أصناف رئيسة ألا و هي أزمة سعر الصرف، الأزمة البنكية، أزمة البورصة، و أخيرا أزمة المديونية.

سنحاول فيما يلي تسليط الضوء على أصناف الأزمات المالية السابقة الذكر من خلال التطرق إلى تعريف و أسباب ظهور كل واحدة منها.

1-1-2-1- الأزمة البنكية

تسمى أيضا بحالة الذعر المالي أو الإفلاس البنكي الخطير، و سنحاول فيما يلي عرض تعريف الأزمة البنكية، و أهم مسبباتها و المؤشرات التي تسبق اندلاعها.

أ- تعريف الأزمة المالية البنكية: للأزمة البنكية عدة تعاريف نذكر منها ما يلي:

التعريف الأول: هي الحالة التي يواجه فيها بنك ما زيادة كبيرة و مفاجئة في طلب سحب الودائع و بالتالي تحدث أزمة سيولة لدى البنك، و إذا امتدت إلى بنوك أخرى تحدث في تلك الحالة أزمة بنكية نظامية Systematic banking crisis.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة و اقتصاديات البنوك، ص. 283.

التعريف الثاني: هي الحالة التي تصبح فيها البنوك في حالة إفسار مالي بحيث يتطلب الأمر تدخل البنك المركزي لضخ أموال لهذه البنوك أو إعادة هيكلة النظام البنكي.¹

التعريف الثالث: هي الحالة التي تكون فيها الالتزامات لدى المؤسسة المالية أكبر من الأصول المقابلة لها لدرجة يكون فيها دخل النظام البنكي غير كاف لتغطية نفقاته.²

انطلاقاً من التعاريف السابقة نستنتج بأن الأزمة البنكية هي عموماً تلك الحالة التي يعجز فيها البنك على مواجهة طلبات الأفراد، وهذا بسبب التزايد الكبير و المفاجئ في طلب سحب الودائع و بالتالي تدهور الأصول المالية المقابلة للالتزامات البنك.

ب- أسباب الآزمات البنكية: يمكن تقسيمها إلى أسباب متعلقة بالاقتصاد الجزئي و أخرى بالاقتصاد الكلي.³

• أسباب متعلقة بالاقتصاد الجزئي:

- عدم التوازن بين أصول و خصوم البنوك حيث أن الالتزامات قصيرة المدى تفوق الأصول طويلة المدى، أو الالتزامات بالعملة الأجنبية تفوق الأصول بالعملة المحلية؛
- إفراط الدولة في تدخلها في النظام البنكي و بالأخص في توجيه القروض؛
- إفراط الدولة في تقديم الضمانات الحكومية و تحفيز المخاطرة؛
- التحرير المالي المبكر.

• أسباب متعلقة بالاقتصاد الكلي:

- الصدمات الخارجية و الداخلية و التي تنتج عادة عن تغيير معدلات التبادل أو ارتفاع سعر الفائدة العالمي أو تدهور الصادرات؛
- نظام سعر الصرف المتبع الذي قد لا يكون ملائم.
- بينت البحوث المتعلقة بالآزمات البنكية بأن العوامل الخارجية كتغير أسعار الفائدة و تذبذب التدفقات الدولية تلعب دوراً كبيراً في اندلاع الآزمات البنكية، لا سيما إذا تزامنت مع سياسات تنظيمية و رقابة غير ملائمتين.

عادة ما تظهر الأزمة البنكية كنتيجة لتفاعل عدة عوامل نذكر أهمها فيما يلي:

- ارتفاع التدفقات المالية القصيرة المدى من الخارج؛
- التحرير المالي المبكر في ظروف تنظيمية و رقابية غير ملائمة؛
- تراجع مستوى النشاط الاقتصادي؛
- انخفاض أسعار الأسهم و العقارات؛
- التوسع في منح القروض.

¹ Manmohan S Kumar et als, **Global Financial Crisis: Institutions Vulnerability**, IMF Working Paper

² IMF, **currency banking and debt crisis**, vol39, N°4. December 2002.

³ أحمد طفاح، مرجع سابق، ص.ص.18.19.

ج- مؤشرات ظهور الأزمة البنكية: يعتبر اندفاع الأفراد نحو البنوك لسحب ودائعهم و انتشار الذعر المالي أبسط و أوضح مؤشر للدلالة على قرب الأزمة البنكية، صف إلى ذلك يمكن الإشارة إلى وجود مؤشرات أخرى يصعب في كثير من الأحيان التوصل إليها بسبب صعوبة الحصول على البيانات و المعلومات، و يمكن ذكرها فيما يلي:¹

- الانخفاض الكبير في الرقم القياسي لأسعار الأسهم؛
- ارتفاع نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي؛
- انخفاض الإحتياطيات المتوفرة لدى البنك المركزي و البنوك التجارية بسبب عدم توازن الموازنة و ارتفاع الطلب على النقود؛
- ارتفاع نسبة نمو الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي.

1-1-2-2- أزمة سعر الصرف

يطلق عليها أيضا تسمية أزمة العملة أو أزمة الصرف الأجنبي، و سنحاول فيما يلي عرض تعريف أزمة سعر الصرف و أهم مسبباتها و المؤشرات التي تسبق اندلاعها.

أ- تعريف أزمة سعر الصرف: لأزمة سعر الصرف عدة تعاريف نذكر منها ما يلي:

التعريف الأول: يرى الاقتصادي Krugman Paul* بأن أزمة الصرف تنتج بصورة أساسية و حتمية عن النقص في إحتياطيات الصرف و العجز التجاري الخارجي و التضخم و عجز ميزان المدفوعات.²

التعريف الثاني: هي حالة الانخفاض الشديد في القيمة الاسمية للعملة التي تحدث نتيجة لما تتعرض له عملة بلد ما من هجوم مضاربي عنيف أو إكراه السلطات الحكومية على الدفاع عن عملتها.³

التعريف الثالث: هي تلك الحالة التي تتبنى فيها دولة معينة سعر صرف ثابت و تكون مجبرة على إعادة تقييم عملتها أو تركها حرة.⁴

التعريف الرابع: هي تلك الحالة التي يحدث فيها انخفاض كبير في قيمة الصرف و تتبع بإعلان السلطات النقدية عن سوء تقدير العملة المحلية و تقوم بتعديل نظام الصرف.

¹ علاء الدين عوض الطراونة، مرجع سابق، ص.25

* بول كروغمان من مواليد 28 فبراير 1953 في نيويورك، اقتصادي أمريكي فاز بجائزة نوبل للاقتصاد عام 2008. أستاذ في الاقتصاد و الشؤون الدولية في كلية وودرو ويلسون للشؤون العامة و الدولية بجامعة برينستون، أستاذ في كلية لندن للاقتصاد، باحث متميز في مركز لوكسمبورغ لأبحاث الدخل في مركز الدراسات العليا بجامعة مدينة نيويورك، كاتب مشارك في صحيفة نيويورك تايمز. فاز كروغمان في عام 2008 بجائزة نوبل في العلوم الاقتصادية، و ذلك لمساهماته في نظرية جديدة للتجارة و الجغرافيا الاقتصادية. قالت الأكاديمية الملكية السويدية للعلوم إنها منحت كروغمان الجائزة اعترافا بصياغته نظرية جديدة للإجابة عن الأسئلة التي تحرك التحولات العمرانية على مستوى العالم. و أضافت اللجنة في بيانها أنه تمكن من دمج مجالات البحث التي كانت متباينة في السابق للتجارة العالمية مع الجغرافيا الاقتصادية.

² Philip D, les taux de changes, édition la découverte, Paris, 2001, p.68

³ الشحات أحمد يوسف، مرجع سابق، ص.12

⁴ نسيم أوكيل، مرجع سابق، ص.80.79

انطلاقاً من التعاريف السابقة نستنتج بأن أزمة الصرف تعبر عن حالة من الانخفاض الكبير في قيمة العملة المحلية لدولة ما الناتج غالباً عن تعرض العملة المحلية لهجوم مضاربي، نقص احتياجات الصرف، التضخم، عجز ميزان المدفوعات.

عادة ما تواجه السلطات النقدية هذه الحالة بإعادة تقييم عملتها المحلية، كما قد تلجأ حتى إلى إعادة النظر في نظام الصرف المتبع.

ب- أسباب أزمات سعر الصرف: لتفسير أسباب قيام أزمة سعر الصرف يمكن الاستعانة بالتفسيرات التي قدمتها كل من مدرسة الجيل الأول 1978 و مدرسة الجيل الثاني 1994.

- تفسيرات مدرسة الجيل الأول "P.Krugman" 1978: ترى هذه المدرسة بأن ظهور أزمة سعر الصرف ناتجة أساساً عن عدم الاتساق بين أساسيات الاقتصاد الكلي و سعر الصرف حيث:

- يؤدي ارتفاع عجز الميزانية و تمويله بواسطة خلق النقود إلى ارتفاع القيمة الحقيقية لسعر الصرف و تدهور ميزان المدفوعات و هي الحالة التي ستستمر إن لم يتم تخفيض قيمة العملة.
- يؤدي تفاقم عجز الميزانية و ارتفاع القيمة الحقيقية للصرف إلى تعرض الاقتصاد لهجوم على العملة، حيث يصل الاحتياطي الأجنبي إلى حد معين يجبر المتعاملين و المضاربين على استنزاف ما تبقى من احتياطي و هذا بالتخلص من العملة المحلية قبل انهيارها.

- تفسيرات مدرسة الجيل الثاني 1994: ترى هذه المدرسة بأن أزمة الصرف يمكن أن تقوم حتى في ظل وجود ترابط بين أساسيات الاقتصاد الكلي و سعر الصرف، و تقوم هذه المدرسة بإدخال دور التوقعات لتفسير حصول هذه الأزمات حيث:

- قد تكون أزمات الصرف غير متوقعة بالكامل حيث قد تنتج بسبب الإشاعات، فالمستثمرون لا يملكون معلومات كافية عن الاقتصاد و بالتالي يكونون أكثر عرضة للتأثر بالشائعات و بالأزمات التي تقع في أقطار أخرى؛
- قد تساهم الصدمات الخارجية في ظهور أزمات سعر الصرف كارتفاع أسعار الفائدة العالمية أو تراجع النمو العالمي.

يمكن تلخيص العوامل الأكثر تأثيراً في نشوب أزمة سعر الصرف فيما يلي من النقاط:¹

- ❖ ارتفاع و توسع في توزيع القروض؛
- ❖ ارتفاع حجم الاقتراض للقطاع العام؛
- ❖ ارتفاع نسبة الكتلة النقدية M2 إلى الاحتياطي الأجنبي؛
- ❖ ارتفاع معدل التضخم؛
- ❖ انخفاض الاستثمار الأجنبي؛
- ❖ ارتفاع أسعار الفائدة العالمية؛

¹ أحمد طفاح، الأزمات المالية، ص. 19

- ❖ ارتفاع التدفقات المالية قصيرة المدى من الخارج؛
 - ❖ تحرير مالي مبكر في ظل ظروف تنظيمية و رقابية غير ملائمة؛
 - ❖ تراجع النشاط الاقتصادي؛
 - ❖ ارتفاع قيمة سعر الصرف؛
 - ❖ عجز الموازنة و تراجع الصادرات.
- ج- مؤشرات ظهور أزمة سعر الصرف¹: عادة ما يمكن التنبؤ بوقوع أزمة سعر الصرف بالرجوع إلى مجموعة من المؤشرات أهمها:
- يرى الاقتصادي "Frankel" بأن انخفاض قيمة العملة بنسبة تزيد عن 25% على مدار سنة يمكننا من القول بأن هناك أزمة سعر الصرف؛
 - أقر الاقتصادي "Cooper" في إحدى دراساته بأن انخفاض قيمة العملة بأكثر من 10% خلال سنة يسمح لنا بالقول بأن هناك أزمة سعر صرف؛
 - ارتفاع نسب نمو العرض النقدي بمفهومه الضيق و الواسع، حيث قد يؤدي فائض السيولة إلى وقوع هجمات على العملة المحلية و بالتالي وقوع أزمة سعر صرف؛
 - انخفاض معدل نمو الصادرات الذي يؤدي إلى عجز الميزان التجاري و يؤثر سلبا على الجانب المالي؛
 - ارتفاع القيمة الحقيقية للعملة في ظل زيادة عجز الحساب الجاري؛
 - محاولة البنك المركزي في حالة الأزمات البنكية إنقاذ البنوك التجارية المتفجرة بواسطة منحها قروض ما سيؤدي إلى زيادة مديونية هذه البنوك و يخلق أزمة ثقة لدى المتعاملين، و نلاحظ هنا بأن الأزمة المصرفية قد تتحول إلى أزمة صرف.

1-1-2-3- أزمة المديونية

يعود ظهور أزمة المديونية إلى ما بعد الحرب العالمية الثانية و قد اتسعت بشكل واضح في سبعينات القرن الماضي بسبب الركود الاقتصادي و ارتفاع معدلات التضخم و انهيار النظام النقدي الدولي، لتنفجر في بداية الثمانينات حين توقفت عدة دول على غرار المكسيك و الأرجنتين عن دفع خدمة ديونها الخارجية، و سنحاول فيما يلي عرض تعريف أزمة المديونية، وأهم مسبباتها و المؤشرات التي تسبق اندلاعها.

أ- تعريف أزمة المديونية: لأزمة المديونية عدة تعاريف نذكر منها ما يلي:

التعريف الأول: هي قيمة الالتزامات القائمة و الموزعة في أي فترة من الزمن للمقيمين في دولة معينة اتجاه غير المقيمين لدفع الأساس مع أو بدون فائدة أو دفع فائدة مع أو بدون أساس.²

¹ علاء الدين عوض الطراونة، مرجع سابق، ص.ص. 22، 23.

² بلقاسم العباس، إدارة الديون الخارجية، مجلة جسر التنمية، العدد: 30، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، ص.5.

التعريف الثاني: هي تلك العملية التي تتميز بحركة تدفقات رؤوس الأموال في اتجاه البلدان المقترضة من البلدان الدائنة، فعند انقطاع حركة هذه التدفقات تحدث أزمة المديونية الخارجية و عادة ما يرجع ذلك إلى عدم قدرة البلد المدين على الوفاء بالتزاماته الخارجية.¹

التعريف الثالث: عرفها صندوق النقد الدولي بأنها المقدار القائم من الخصوم التجارية الفعلية و ليس الإجمالية على المقيمين في اقتصاد ما في أي وقت معين لغير المقيمين، و التي تقتضي أداء مدفوعات من المدين لتسديد المبلغ الأصلي و/أو الفائدة عند نقطة أو نقاط زمنية في المستقبل.

انطلاقاً من التعاريف السابقة نستنتج بأن أزمة المديونية هي تلك الحالة التي يتوقف فيها المقترض عن السداد، ما يؤدي إلى انخفاض تدفقات رأس المال إلى الداخل، و عادة ما يكون هذا التوقف بسبب عدم قدرة البلد المدين على الوفاء بالتزاماته الخارجية.

ب- أسباب أزمة المديونية: يمكن تقسيم أسباب نشوب أزمات المديونية إلى قسمين، أسباب داخلية و أخرى خارجية.

- الأسباب الداخلية: و تشمل ما يلي:²

• دافع التنمية: سعت الدول من خلال الديون الخارجية إلى الحصول على رؤوس الأموال اللازمة للتنمية و تطوير اقتصادها الوطني، إلا أن غياب رؤية واضحة لتحقيق هذا الهدف أدى إلى تمادي و استمرار هذه الدول في طلب الائتمان و هذا من دون مراعاة قدرتها على تسديد هذه الديون.

• سوء توظيف القروض: أدى التغيير المستمر في السياسات الاقتصادية المتبعة من طرف الدول المقرضة إلى فشل الكثير من مشاريعها، حيث أنه لم يتم استغلال رؤوس الأموال بشكل حسن، و قد ساهم في ذلك فساد الحكومات.

لقد كانت هناك مفارقة واضحة بين الطريقة التي استعملت بها الدول الرأسمالية رؤوس أموالها المتحصل عليها و بين الطريقة التي اتبعتها الدول النامية في تسيير رؤوس أموالها، حيث نلاحظ بأن الأولى ركزت على استيراد المواد الخام ذات الأسعار المنخفضة الضرورية لصناعاتها التي ستننتج سلع تقوم بتصديرها إلى الدول النامية بأسعار مرتفعة.

أما الدول الثانية فقد ركزت على استيراد السلع الاستهلاكية ذات الأسعار المرتفعة و تخفيض إنتاج وتصدير المواد الأولية ذات الأسعار المنخفضة المعرضة باستمرار إلى تقلبات الأسواق الدولية.

• الفساد الإداري و تهريب رؤوس الأموال إلى الخارج: بالرغم من قدم هذه الظاهرة إلا أنها طفت على سطح الاقتصاد العالمي في بداية الثمانينات أين انفجرت أزمة المديونية و توقفت عدة دول مدينة عن دفع أعباء ديونها الخارجية.

¹ آمال قحيرية، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد: 3، مخبر العولمة و اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، 2005، ص.136

² نسيم أوكيل، مرجع سابق، ص.ص.114.115

• بينت العديد من الأبحاث بأن هناك علاقة بين تأزم أزمة المديونية و بين ظاهرة هروب أو تهريب الأموال من الدول المدينة.

إن افتقاد الدول المدينة لجزء من الأموال المقرضة سيؤدي حتما إلى انتقال أعبائها و عدم المشاركة في تمويل المشاريع الاستثمارية التي كان من المفروض أن تمويلها.

• التركيز على الصناعة و إهمال الزراعة: أدى اهتمام الدول المدينة و بدرجة أولى الدول النامية بالصناعة إلى إهمال الزراعة ما أدى إلى تزايد واردات هذه الدول من المواد الغذائية و جعلها في مقابل ذلك تغرق في حلقة مفرغة من الاستدانة من أجل تمويل استثماراتها الصناعية التي تتطلب كثافة رأسمالية كبيرة.

• العجز المتزايد في ميزان المدفوعات: عادة ما تشهد الدول النامية إفراط في الطلب الكلي مقارنة بالعرض الكلي للسلع و الخدمات، و هو ما يؤدي إلى تسجيل عجز في كل من الموازنة العامة و الميزان التجاري حيث تزيد الواردات عن الصادرات، و بالتالي تسعى هذه الدول إلى مواجهة هذه الحالة من خلال زيادة الاقتراض الخارجي و من ثم يحدث تراكم في الديون.

- الأسباب الخارجية: ساهمت عوامل خارجية عديدة في تدهور المديونية الخارجية لعدد كبير من الدول و بالأخص الدول النامية، و لعل من أبرزها:¹

- أدى انخفاض أسعار المواد الأولية في الأسواق العالمية إلى تدهور حالة الميزان التجاري لهذه الدول و من ثم انهيار ميزان مدفوعات الدول التي حاولت تصحيحه بالاقتراض (و من ثم زادت في مديونياتها)؛

- لعبت أيضا أسعار الفائدة الدولية دورا كبيرا في تفاقم أزمة المديونية في العديد من الدول، حيث أدى ارتفاع أسعار الفائدة في أسواق المال الدولية إلى تجاوز الفوائد المستحقة و المدفوعة لقيمة التمويل الصافي، ما أدى إلى دفع هذه الدول لمبالغ متزايدة عبر السنين، و أصبحت خدمة الدين تشكل حاجسا كبيرا أمام تسديد الديون؛

- ساهم أيضا الركود التضخمي الذي شهدته الدول الرأسمالية ابتداءً من السبعينات في تفاقم ظاهرة المديونية لدى العديد من الدول، حيث أدى اندماج هذه الدول في النظام الاقتصادي العالمي إلى تأثرها تلقائيا بكامل الأزمات و الهزات التي تحدث في الدول الرأسمالية، و هذا نتيجة لما يعرف بالعولمة الاقتصادية.

ج- مؤشرات أزمة المديونية: لأزمة المديونية مؤشرات عديدة قمنا بإدراجها في الجدول الموالي.²

¹ نفس المرجع، ص.115

² بلقاسم عباس، إدارة الديون الخارجية، المعهد العربي للتخطيط، العدد: 30، الكويت، 2004، ص.19

الجدول رقم (03): مؤشرات أزمة المديونية

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

إجمالي المطلوبات الخارجية	يعكس مدى أهمية الأصول في تغطية المطلوبات.
مؤشرات قطاع الشركات	
الدين الاسمي على حقوق الملكية	يعكس جودة القيمة المالية، ارتفاعه يعكس الهشاشة في مواجهة المخاطر الأخرى كإنخفاض الربحية و ارتفاع الدين قصير الأجل قياساً بالدين الإجمالي.
الفوائد على التدفقات	يقيس الاستقامة المالية.
العائد على الأصول	الربح قبل الضرائب و مدفوعات الفائدة على الأصول و يعكس الربحية.
صافي التدفقات بالعملة الصعبة على إجمالي التدفقات	مؤشر أساسي للأنكشاف بالعملة الأجنبية غير المغطاة.
صافي المديونية بالعملة الأجنبية على حقوق الملكية	يقيس آثار سعر الصرف على الميزانية.

المصدر: بلقاسم عباس، إدارة الديون الخارجية، المعهد العربي للتخطيط، العدد: 30، الكويت، 2004، ص.19

1-1-2-4- أزمات أسواق أوراق المال (البورصة)

يقودنا ذكر مصطلح أسواق أوراق المال مباشرة إلى البورصة حيث تعتبر العنصر الرئيسي في الأسواق المالية كما أنها تعكس درجة التطور الاقتصادي الذي بلغته الدول، و سنحاول فيما يلي عرض تعريف أسواق الأوراق المالية ثم تعريف أزمة أسواق الأوراق المالية و من ثم عرض أهم مسببات هذه الأزمة.

أ- تعريف سوق الأوراق المالية: هناك عدة تعاريف نذكر منها:

التعريف الأول: هو عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون و البائعون خلال ساعات معينة من النهار

للتعامل بالصكوك المالية الطويلة الأجل و مبادلتها برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها.¹

التعريف الثاني: هي الآلية التي يتم تصميمها لتسهيل تلاقي العرض و الطلب على الأموال

لاستثمارها في مشاريع محددة و لتسهيل عمليات الشراء و البيع للحصص الاستثمارية بعد ذلك.²

التعريف الثالث: هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم و سندات، و الأسواق قد تكون

منظمة أي في مكان معين يعرف بالبورصة، أو غير منظمة أي تتم التعاملات عن طريق الحاسوب،

¹ عبد الباسط وفاء محمد حسين، بورصة الأوراق المالية و دورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص.25

² فداء محمد بهجت، دور مهنة المحاسبة و المراجعة في سوق المال في دول مجلس الخليج العربية، الملتقى الثاني لمكاتب المحاسبة و المراجعة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الكويت، مارس 2005، ص.6

كما قد تكون محلية تتداول فيها أوراق المؤسسات المحلية، أو دولية تتداول فيها أوراق المؤسسات الأجنبية.¹

ينقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين:

- **سوق الإصدار:** هي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة و تخدم أساسا تأسيس شركات جديدة و طرح رأسمال الشركات للاكتتاب، و يطلق عليه بالسوق الأولى.

- **سوق التداول:** يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بعد إصدارها من السوق الأولى و تسمى بالسوق الثانوي أو البورصة و قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع و شراء الأوراق المالية في مكان محدد أي داخل البورصة، أما في الثانية فيتعامل التجار و السماسرة فيما بينهم بواسطة الحاسوب و دون التقاتلهم.²

ب- تعريف أزمة سوق أوراق المال (أزمة البورصة): عادة ما تحدث أزمات البورصة نتيجة لما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعة التي تعبر عن الارتفاع المفرط في أسعار الأصول، و يحدث هذا عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو تحقيق الربح الناتج عن ارتفاع سعره و ليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، و عموما هناك عدة تعريفات لأزمة البورصة نذكر منها ما يلي:

التعريف الأول: تعبر أزمة البورصة عن ظاهرة الانخفاض الكبير في أسعار الأصول المالية بعد أن سجلت في الفترة السابقة ارتفاع كبير في قيمتها.

التعريف الثاني: تعبر أزمة البورصة عن حالة الذعر و الهلع التي تصيب المستثمرين و تدفعهم إلى بيع الأصول المالية التي بحوزتهم فتنهار الأسعار، و تظهر الأزمات المالية العالمية بسبب ترابط الأوراق المالية العالمية.

انطلاقا من التعريفين السابقين نستنتج بأن أزمة سوق الأوراق المالية أو أزمة البورصة هي تلك الحالة التي تسجل فيها قيم الموجودات المالية للأسواق المالية كالأسهم و السندات و غيرها من الأدوات المستخدمة انخفاضا كبيرا، و يمكن التعبير عن هذه الحالة بانفجار الفقاعة حيث تتكون عندما ترتفع أسعار الأصول بنحو غير مبرر و بالتالي يصبح انفجار هذه الفقاعة مسألة وقت فقط.

ج- أسباب أزمة سوق أوراق المال: تقف عدة عوامل وراء نشوب أزمة البورصة يمكن حصرها في النقاط التالية:³

- الإشاعات و المعلومات الملوثة غير الحقيقية؛
- المضاربات غير المحسوبة؛
- المتغيرات الدولية كالحروب و الأزمات الاقتصادية و الأوضاع الجيوسياسية؛

¹ ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات: أسواق المال و أدواتها الأسهم و السندات، 1998، ص.76

² أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص.20

³ فريد التجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص.207

- التغيرات التكنولوجية كظهور منتجات جديدة تؤدي إلى تحول هيكل الطلب؛
 - تراكم الديون العامة و الديون المشكوك في تحصيلها؛
 - استخدام القروض قصيرة الأجل لتمويل مشروعات ذات فترات تفرغ طويلة الأجل؛
 - نقشي ظاهرة الفساد في الجهاز المصرفي؛
 - منح البنوك قروض دون مراعاة المخاطر المحتملة؛
 - وصول الطلب إلى أدنى مستوياته و بالتالي وقوع ركود؛
 - د - مؤشرات أزمة سوق أوراق المال: هناك عدة مؤشرات تسبق انهيار البورصات يجب على كل المتعاملين داخل هذه الأسواق الانتباه لها و من أهمها:¹
 - وجود غالبية من المستثمرين غير المحترفين داخل الأسواق المالية؛
 - نقص المعلومات داخل الأسواق المالية و احتكارها من طرف القلة؛
 - انعدام الإفصاح المالي و الإدلاء بمعلومات خاطئة ما من شأنه أن يخلق خلل في المؤشر العام للبورصة؛
 - الضغوط الجيوسياسية حيث يؤدي توقع اندلاع حرب إلى التأثير سلبيا على البورصات؛
 - انتشار عمليات غسل الأموال؛
 - تقلبات أسعار الفائدة العالمية التي يتعدى تأثيرها على تكلفة الاقتراض و يمس تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية؛
 - التوسع في منح الائتمان و ضخامة التدفقات المالية الخارجية؛
 - وقوع انهيار في بورصة بها أسهم مشتركة أو مصالح اقتصادية مع البورصة المحلية.
- شهد الاقتصاد العالمي سلسلة طويلة من الأزمات المالية بدءاً بأزمات القرن الـ15 و وصولاً إلى أزمة الديون السيادية التي شهدتها بعض دول منطقة اليورو ابتداءً من عام 2010.
- تقسم الأزمات المالية نظراً لاختلاف أسباب و مظاهر كل واحدة منها إلى أربعة أنواع رئيسية ألا وهي: الأزمات البنكية التي تعبر عن حالة الإعسار المالي التي تعرفها البنوك، أزمات المديونية التي تعبر عن عدم قدرة البلد المدين على الوفاء بالتزاماته الخارجية، أزمات سعر الصرف التي تعبر عن حالة الانخفاض الشديد في القيمة الاسمية للعملة، و أخيراً أزمات البورصة التي تعبر عن الانخفاض الكبير في أسعار الأصول المالية.
- تظهر الأزمات المالية نتيجة عدة عوامل قد تختلف من أزمة إلى أخرى. حاول العديد من الاقتصاديين تفسير أسباب ظهور هذه الأزمات في إطار نظريات اقتصادية سنحاول التطرق لها في العناصر القادمة.

¹ نفس المرجع، ص 208

1-2- أسباب الأزمات المالية و أهم النظريات المفسرة لها

شهدت الأزمات المالية خلال العقود الأخيرة تزايداً كبيراً من حيث العدد من جهة و ارتفاع حجم الخسائر المسجلة من جهة أخرى، و قد أصبحت الأزمات المالية تتوالى باستمرار على الساحة العالمية حيث أنه لا نكاد أن نتجاوز أزمة مالية ما حتى تظهر أزمة مالية جديدة في منطقة أخرى. ساهمت العديد من العوامل في الوصول إلى الوضع السابق، بعض هذه العوامل قديمة النشأة و البعض الآخر حديث النشأة ظهر في السنوات الأخيرة نتيجة للتغيرات الجوهرية المسجلة على مستوى الاقتصاد العالمي.

حاول جملة من الاقتصاديين و بالخصوص منذ ظهور المدرسة الكلاسيكية و رائدها "آدم سميث" تفسير العوامل القائمة وراء ظهور الأزمات المالية، و قد تطورت هذه التفسيرات مع مرور الزمن حيث كانت هناك العديد من وجهات النظر و التفسيرات، يرجع ذلك إلى الاختلاف الفكري القائم بين مختلف الاقتصاديين و المدارس الاقتصادية من جهة، و إلى التطورات الجديدة التي شهدتها الاقتصاد العالمي من جهة أخرى.

سنحاول فيما يلي التطرق في بادئ الأمر إلى الأسباب الرئيسية المؤدية إلى ظهور الأزمات المالية، ثم إلى أهم التفسيرات النظرية المقدمة من طرف الاقتصاديين في مجال ظهور الأزمات المالية.

1-2-1- العوامل المؤدية إلى ظهور الأزمات المالية

يهدف هذا العنصر إلى إبراز إمكانية أن تؤدي العوامل التي سنقوم بعرضها لاحقاً إلى إضعاف النظام المالي و ربما إلى أزمات مالية خاصة في حالة ما إذا كانت متبوعة بتغيرات هيكلية و تطورات كبيرة. يتبنى المتعاملون الاقتصاديون و المليون في هذا الإطار إستراتيجيات جديدة من دون أن يتوفر لديهم اليقين لا حول تجانس النظام المالي و لا حول مدى حياة نظام النمو الذي دفعهم إلى التفاعل و محاولة تغيير الإطار المؤسسي.

يُعد اتساق و سلامة طريقة التنظيم أولويات لا يتم التركيز عليها إلا بعد فترة زمنية طويلة، و يعتبر هذا التصرف بمثابة امتداد لحجة "روبر لوكاس" التي أخذت من تحليله للتوازن و نُقلت إلى الأحداث المؤدية للأزمة: "إذا تغيرت كل من قواعد اللعبة و السياق، تغيرت أيضاً الأزمات المالية".²

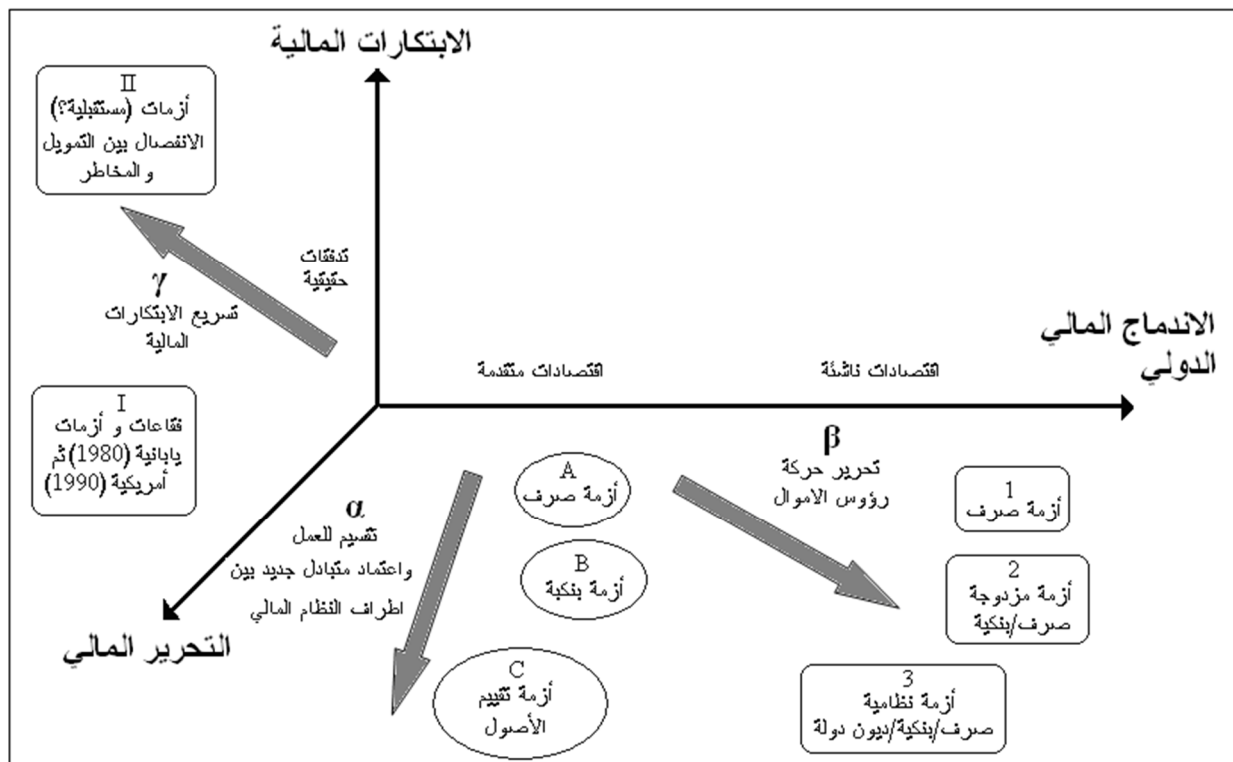
لقد عرفت العشرون سنة الماضية ثلاثة تغيرات كبرى، الأولى هي رفع القيود على النظام المالي المحلي، الثانية هي العولمة المالية و التي ترجمت باندماج دول جديدة إلى حركة رؤوس الأموال،

¹ Buda Rodolphe, Robert E.Lucas Jr, Nobel Prize in Economics 1995, Gama-Modem CNRS, 10October1995
Disponible sur: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/9716/1/MPRA_paper_9716.pdf (Consulté le 04/10/2013)

² La lettre de la régulation: **Les crises financières contemporaines**, N°52, Avril2005
Disponible sur: http://www.webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Lettre_regulation/lettrepdf/LR52.pdf (Consulté le 04/10/2013)

و آخرها تعدد الابتكارات سواء كانت مالية كالمشتقات المالية أو حقيقية كتكنولوجيا المعلومات و الاتصال، و يلخص الشكل رقم (02) العوامل السابقة.

الشكل رقم (02): مصادر الأزمات المالية



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على

www.webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Lettre_regulation/lettrepdf/LR52.pdf

سمح الانفتاح التدريجي للأسواق في الدول ذات الثقافة المالية القديمة بالعودة إلى التفرقة التي نتجت عن أزمة الثلاثينات بين البنوك التجارية و بين البنوك الاستثمارية و حتى بنوك التأمين. لقد تأثرت إستراتيجية كل المتعاملين الاقتصاديين نتيجة لما سبق، إذ نجد على سبيل المثال أن البنوك أصبحت تشجع على تقديم قروض إلى متعاملين يتمتعون بدرجة عالية من الخطر من أجل تعويض الخسائر الناتجة عن توجه المؤسسات الكبيرة إلى الأسواق المالية المباشرة، و هو ما أدى إلى ظهور سلوكيات جديدة في تسيير الأصول، كما نلاحظ في نفس الوقت تعميق تقسيم العمل بين مختلف الوسطاء و هو ما قد يؤثر على النظام المالي بأكمله (إن هذه الحركة ممثلة في المخطط عبر السهم α).

يرافق حركة التحرير الداخلي انفتاح حساب رأس المال بعد أن كان مغلقا كليا، و يهدف هذا التحرير المالي إلى تحقيق تسريع مالي، و هناك احتمال كبير بأن يؤدي تحرير حساب رأس المال إلى زعزعة الاستقرار الاقتصادي لهذه الدول نظرا لغياب قواعد تنظيمية و عدم وجود أساليب تغطية مناسبة. إن هذه الأساليب المالية ليست بالحديثة حيث تم استعمالها من قبل من طرف الدول التي تبنت التحرير المالي قديما.

يسمح هذا الانفتاح في حساب رأس المال بتفسير ظاهرة تزامن أزمات الصرف مع الأزمات البنكية، فعادة ما يكون سبب ذلك هو اقتران الدول بالعملات الأجنبية و إمكانية القاطنين الجديدة للتخيار بين العملة المحلية أو العملات الأجنبية (يبين السهم β في المخطط هذا النوع من الأزمات). هناك عامل ثالث إلى جانب العاملين السابقين له علاقة مباشرة بظهور وسائل مالية جديدة و الابتكارات الحاصلة في الاقتصاد الحقيقي، و قد اعتبرت هذه الابتكارات العامل المؤثر الذي سيؤدي إلى ارتفاع دائم للأرباح (يمثل هذا العامل في المخطط بالسهم γ)، حيث قد تلعب هذه الابتكارات دورا ايجابيا في البداية عندما تؤدي إلى الاستقرار من خلال توزيعها للمخاطر على المتعاملين القادرين على تحمل هذه الأخيرة، إلا أن هذا سيؤدي على المدى الطويل إلى تغيير السلوكات و هو ما قد يدفع بالمتعاملين غير الماليين إلى زيادة درجة مخاطرتهم.¹

1-1-2-1- التحريم المالي

لقد عرف التحريم المالي تطورا كبيرا خاصة بعد انهيار نظام بروتن وودز في بداية السبعينات، حيث قررت الدول الكبرى تحرير سعر صرف عملاتها و قطاعاتها المالية، و هو ما تبلور بارتفاع سريع في حركة رؤوس الأموال بين مختلف الدول على المستوى العالمي.

لم تكن الدول النامية في معزل عن هذا التوجه حيث توجه عدد كبير منها إلى تبني هذا المبدأ في الثمانينات ليلحق بها عدد آخر من الدول مع انهيار الاتحاد السوفييتي.²

لقد دفعت الدول النامية تكلفة باهضة نتيجة إتباعها لمبدأ التحرير المالي و هو ما يمكن أن نصفه بتكلفة التعلم أو اكتساب الخبرة، حيث لم يكن اقتصادها محضرا كما ينبغي لإتباع هذا النهج.

لعل الأزمة المكسيكية و الآسيوية خير دليل على ذلك، حيث أدى تطور التحرير المالي على المستوى الدولي إلى الانتقال من مالية وطنية إلى مالية ذات بعد دولي و هو ما يعرف بالمالية الدولية.

أ- دور المالية الدولية في تحقيق النمو: عادة ما يركز المحللون للنمو على دور العوامل الحقيقية مثل: تكوين رأس المال، عدد السكان، مهارة اليد العاملة، تزايد المؤشر رأس مال/عمل، وتيرة الابتكارات و التطورات التقنية... الخ.

بينت دراسات التاريخ الاقتصادي أهمية الابتكارات المالية كالسفتجة، المحاسبة، البنوك التجارية، المؤسسة ذات المسؤولية المحدودة، مؤسسة الأسهم، البورصة... الخ، كما بينت النظريات المالية المعاصرة بأنه بإمكان كل من قنوات تكييف الادخار و الاستثمار و طريقة توزيع المخاطر أن تؤثر على اتجاه و شدة النمو.³

¹ Robert Boyer et autres, Op. Cit, p.117

² Marc Montoussé, Serge d' Agostino, Arcangelo Figliuzzi, **100 fiches pour comprendre l'histoire économique contemporaine**, Bréal Edition, 2édition, 2008, p.p.142.143

³ Fouzi Mourji, Patrick Plane, Bernard Decal, **Le développement face à la pauvreté: réseau analyse économique et développement**, Edition Economica, Paris, 2006, p.51

بات واضحاً بأن لتطور المالية الدولية انعكاسات ايجابية تكمن في تحسين معدل النمو و انعكاسات سلبية تكمن في إمكانية ظهور أزمات، و قد حاولنا توضيح ذلك من خلال الجدول رقم (05).

الجدول رقم (04): تطور المالية "منبع للنمو و مصدر للأزمات"

تأثير على		الوظيفة
الأزمات	النمو	
إمكانية بروز حقوق بالإضافة إلى الثروة المستقبلية.	تشجع الاستثمار و تنهي اللارجعية في الاختيار.	تحويل الثروة عبر الزمن
مخاطر كبيرة بسبب تقسيم العمل بين المتعاملين الاقتصاديين	تسمح بالاستثمار من خلال الفصل بين: التمويل/الخطر.	تسيير الأخطار
تشجع سيولة السوق علي ظهور الفقاعات و سوء توزيع رأس المال.	توزيع أفضل لرأس المال.	تراكم رأس المال
حتى و لو كان التأقلم محدوداً فهولاً يسمح بتقدير أحسن.	النظر إلى المستقبل من زاوية اجتماعية.	إنتاج و توزيع المعلومة
هو مكان الأزمات المالية بما فيها النظامية.	يشجع النظام البنكي الفعال على النمو.	تنظيم المدفوعات

Source: R.G Rajan et L Zingales, **Saving Capitalism from the Capitalists**, Random House business books, Londre, 2003

تلعب نوعية الوساطة المالية دوراً مهماً في التأثير على محددات النمو من خلال تنظيمها لتحويل الثروات اللازمة لعملية الاستثمار عبر الزمن، كما يقوم النظام المالي بضمان توزيع المخاطر ما يسمح بتعديل الادخار و الاستثمار، بالإضافة إلى ذلك فإن مركزية الادخار ستسمح بتخصيص أفضل لرأس المال حسب الفرص المتاحة.¹

تركز الأبحاث الحديثة التي تمت على مستوى السوق على جانب المعلومات نظراً لما يتميز به من غياب لليقين، إذ يقضي نشاط الأسواق المالية بجمع المعلومات المتوفرة و إخراجها في شكل "رأي السوق". و بالرغم من إيجابيات تقديم هذه المعلومات إلا أنه قد يكون هناك تشابه مقصود في سلوكيات المتعاملين مما قد يؤثر على المعلومة.

تتأكد لنا إيجابيات التحرير المالي على النمو عبر عدة دراسات أنجزت على الولايات الأمريكية، حيث تتميز هذه الأخيرة بتفاوت درجة التحرير فيما بينها. لقد خلصت هذه الدراسات إلى الدور الإيجابي الذي لعبه التحرير المالي منذ سنوات السبعين على معدل النمو، حيث بينت هذه الدراسات بأن معدل النمو كان أكبر في الولايات التي طبقت أكبر تحرير مالي.

¹ R.G Rajan et L Zingales, **Saving Capitalism from the Capitalists**, Random House business books, Londre, 2003

ب- مساهمة المالية الدولية في ظهور الأزمات: بالرغم مما سبق ذكره حول ايجابيات التحرير المالي إلا أن الواقع أثبت بأن التطور المالي كان متبوعا بالعديد من الأزمات و لعل الأزمة التي انفجرت عام 2008 لدليل قاطع على ذلك.

لم تنتج هذه الشراكة بالضرورة عن لاعقلانية المتعاملين لاسيما إذا تبيننا وجهة نظر الاقتصادي "جوزيف شميتر" القائلة بأن الاتجاه إلى التسريع من الاستثمار و الابتكار يملك جانب آخر يتمثل في مرحلة إعادة التكيف (نكماش أو كساد) قد تؤدي في النهاية إلى أزمة مالية كبيرة¹، و تعتبر هذه المرحلة من الجانب النظري ضرورة لتغيير الهياكل الإنتاجية و الاستهلاكية.

قد تكون الإستباقات التي بني عليها تحويل الثروة عبر الزمن خاطئة حيث أن الخطر الأكبر هو أن تنتج حقوق نقدية أكبر من الثروة الفعلية المنتجة، كما لعب التضخم في الماضي دور الصمام الذي يسمح بتحقيق التعديل المناسب، أما خلال العقود الأخيرة فلقد أصبح الإفلاس و التمركز هو من يلعب هذا الدور.

أدى الفصل التدريجي الذي عرفه التعديل المالي للادخار و الاستثمار من جهة و للمخاطرة من جهة أخرى إلى تحقيق مرونة كبيرة في عملية التمويل، حيث تجنب العمليتين السابقتين وقوع توزيع سيء لرأس المال. لقد استقبل قطاع تكنولوجيا المعلومات تمويلا كبيرا منذ منتصف التسعينات عبر مضاعفة رؤوس الأموال ذات الدرجة العالية من المخاطر، و اعتبر هذا العامل أحد الميزات الحسنة في النظام الأمريكي قبل انفجار فقاعة الانترنت و التي بينت مدى التجاوزات المفرطة في هذا القطاع.²

يؤدي تمركز الأسواق المالية إلى اكتساب هذه الأخيرة لعمق كبير، و في نفس الوقت تؤدي السيولة إلى حصول تغير في سياسة الوسطاء الماليين، حيث يهتم الوسطاء الماليين في الأسواق التي تحتوي على درجة سيولة ضعيفة بالقيمة الحقيقية، أما في حالة وجود سيولة مفرطة فيحول اهتمامهم إلى السعر السوقي و هو ما قد يؤدي إلى حدوث تماثل عقلائي في سلوك المتعاملين، لهذا تعتبر إمكانية حدوث فقاعات الوجه الثاني لكفاءة الأسواق المالية المعاصرة. و كنتيجة مباشرة لذلك نجد بأن أسعار الأصول المالية أصبحت لا توفر لنا معلومات دقيقة قد تسمح بتحقيق توزيع فعال لرأس المال الإنتاجي.

تقوم الأسواق المالية بنشر المعلومات لكن ما نلاحظه هو أنه و بعد مرور فترة زمنية معينة يقوم المتعاملين أصحاب أقل قدر من المعلومات بالتبادل في السوق، و تتتابع هكذا فترات من المغالاة

¹ Jacques Mistral, **Joseph Schumpeter (1883-1950)**, Revue: Alternatives Economiques-pratiques, N°21, Novembre 2000

Disponible sur: http://www.alternatives-economiques.fr/joseph-schumpeter--1883-1950-_fr_art_222_27858.htm (Consulté le 10/10/2013)

² Sandrine Della Gasper, **Trente ans de déréglementation financière**, Les cahiers français, N°301, Mars 2001, p.64

Disponible sur: www.ecosoc.fr/docs/92_30_ans_dereglementation_if.pdf (Consulté le 10/10/2013)

و فترات من الانخفاض على سعر البورصة أو على معدلات الفائدة أو على أسعار الصرف، و لا تظهر المعلومة الصحيحة إلا بعد مرور فترة طويلة.

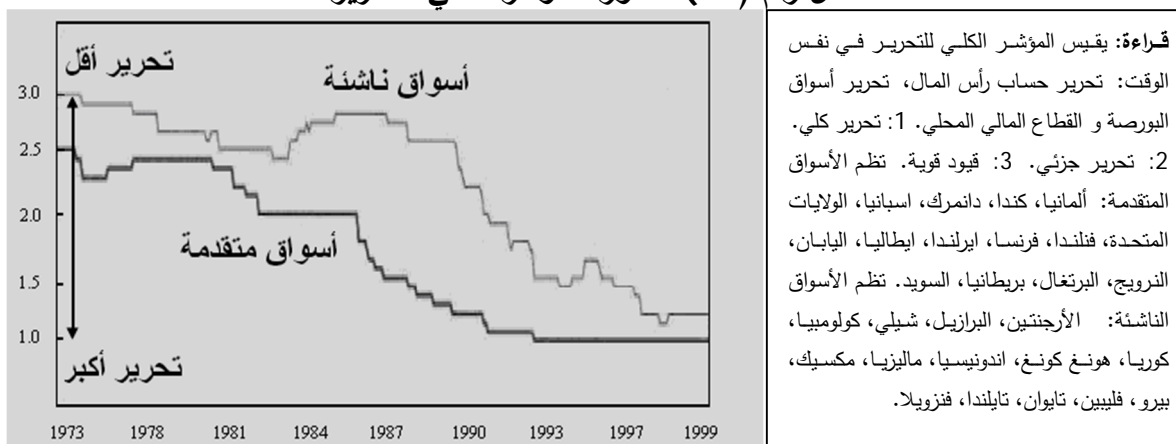
عادة ما تؤدي القناعة باستيعاب النظام البنكي لكل الضغوطات الممارسة على السيولة و التي تكون في نفس الوقت خاضعة لتحكيم البنك المركزي إلى إهمال جانب الرقابة المالية، لذلك فإن أزمات البورصة (و حتى العقارية) لا يكون لها أثر سلبي على النشاط الحقيقي إلا إذا تعرض استقرار نظام المدفوعات للخطر، و لقد حدث هذا في العديد من المرات خاصة في الدول التي انفتحت مؤخرا على المالية الدولية¹.

ج- شمول التحرير المالي لغالبية الدول: يصعب التفريق بين التحرير الشكلي الذي يتم برفع القيود القانونية على حركة رؤوس الأموال بين مختلف الدول و الأسواق من جهة، و بين الاندماج الحقيقي من جهة أخرى، و قد أشار العديد من الاقتصاديين إلى درجة التحرير الكبيرة التي مست في نفس الوقت كل من النظام المالي المحلي و البورصة و حساب رأس المال لميزان المدفوعات.

قاربت عملية التحرير المالي في الدول المتقدمة أن تنتهي في بداية عام 1990، حيث لم تهمل جانب التحرير المحلي و لا جانب التحرير الخارجي (حساب رأس المال)، و قد بدأت عملية التحرير خلال السبعينات و عرفت انتشارا تدريجيا من دون أن نستطيع معرفة ما إذا كان هذا الانتشار عمودي (تحرير تدريجي لاقتصاد الدول) أو انتشار أفقي (تزايد عدد الدول المتبعة للتحرير المالي).

تمثل الدول التي انفتحت على المالية الدولية قائمة طويلة و هي مختلفة عن الدول التي سبقتها في عملية التحرير المالي، و بدأت عملية التحرير في هذه الدول في بداية التسعينات و تميزت بسرعتها المفرطة، إذ نلاحظ بأن بعض الدول النامية قد وصلت إلى نفس مستوى الدول المتقدمة في مدة لا تتعدى الثلاث سنوات و هو ما يبينه الشكل رقم (03).

الشكل رقم (03): تطور المؤشر الكلي للتحرير²



Source: Robert Boyer et autres, Op. Cit, p.120

¹ Robert Boyer et autres, Op. Cit, p.120

² G.L Kaminsky et S.L Schmukler, **Short Run Pain- Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization**, (2002), NBER Working Paper°9787

تميزت غالبية الأزمات السابقة بأنها نشأت في الدول التي حررت نظامها المالي حديثاً، و هو ما يمكن أن يفسر بمرحلة التأقلم و التعلم، كما شهدت الدول الصناعية القديمة ذات الجانب المالي المتطور العديد من الأزمات هي الأخرى و خلصت في غالبيتها إلى تدخل الدولة عبر فرضها لقواعد معينة و حتى عبر تغطيتها لبعض الأخطار المالية.

د - مصادر الهشاشة المالية: إذا حاولنا أن نركز تحليلنا على القطاع المحلي أولاً فإننا سنلاحظ بروز عدد معين من مؤشرات الأزمة، حيث أدى إلغاء الرقابة على أسعار الفائدة إلى انخفاض التكاليف بسبب المنافسة الشديدة، و بالخصوص نتيجة لتوجه المؤسسات الكبيرة إلى الأسواق المالية بدلا من القروض البنكية.

و تجد البنوك التجارية نفسها في ظل هذه الظروف مجبرة على تحمل أخطار أكبر نتيجة لتقدمها قروض إلى عملاء جدد قد لا تملك عنهم معلومات كاملة و صحيحة، و يؤدي ذلك إلى تقوية عامل التخلي عن تأطير القروض، و من شأن هذا الإجراء أن يسمح بوصول أسهل للقروض و يقوي من أثر مضاعفة القروض بالنسبة لهذه الفئة من العملاء الجدد (السوق العقاري، سوق البورصة بالنسبة للخواص).

تشجع السلطات العمومية على تطوير المالية المباشرة من أجل تمويل العجز في الميزانية، كذلك إصلاح المعاشات عبر الرسملة بإتباع نموذج قانون * ERISA المطبق في الولايات المتحدة الأمريكية، و قد أصبح هكذا سوق البورصة المكان الذي تتحدد فيه التوقعات على المستقبل و التي لها أثر في التنسيق على مستوى الاقتصاد الكلي أكبر من ذلك الأثر الذي كان ينتج عن نشاط إقراض البنوك التجارية.¹

تساهم تجزئة الأسواق المالية في التنسيق بين: البورصة، القروض البنكية، سعر العقار و مستوى نشاط الاقتصاد الكلي، لذلك فإن أي تغير حتى و لو كان طفيفاً في أسعار الفائدة أو في الإعلان عن الأرباح سيكون له أثر مضاعف و يقوي من ظاهرة التسريع.

شجعت حرية تحديد الأسعار و العملات بالنسبة لمختلف الوسطاء الماليين على اشتداد التنافس فيما بينهم و هو ما دفع إلى الابتكار، إلا أننا نجد بأن اشتداد هذه المنافسة قد يخلق بعض السلبيات كالتأثير على المعلومات الموجودة في السوق و هو ما قد ينتج عنه أزمة، و يلخص الجدول رقم (05) أهم هذه الآثار السلبية.

* للتوضيح أكثر راجع: <http://www.fruitymag.com/loi-erisa-d1221431.htm> (Consulté le 15/10/2013)

¹ Sabine Montagne, *Les Fonds De Pension Dans L'Economie Américaine*, La lettre de la régulation, N°34, Septembre 2000

Disponible sur: http://www.webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Lettre_regulation/lettrepdf/LR34.pdf (Consulté le 16/10/2013)

الجدول رقم (05): آثار التحرير المالي

الإجراءات	الدوافع	الآثار السلبية
<p>النظام المالي المحلي</p> <p>-إلغاء الرقابة على أسعار الفائدة. -التخلي عن تأطير القروض. -تطوير سوق الديون: الأصول و الأسهم. -تجزئة الأسواق المالية. -حرية تحديد أسعار العملات.</p>	<p>-انخفاض التكاليف نتيجة للمنافسة. -تسهيل عملية الاقتراض. -مردود أحسن لعملية التمويل. -محاربة التكتلات. -أحسن رد على الطلب و الابتكار.</p>	<p>-تحمل أخطار كبيرة من طرف البنوك. -بروز مسرع للإقراض: مصدر الهشاشة المالية. -رد فعل كبير للأسواق على الاستباقيات.</p>
<p>العلاقات الدولية</p> <p>-إلغاء الرقابة على سعر الصرف. -حرية دخول مؤسسات مالية أجنبية.</p>	<p>-الرغبة في المحافظة على تنافسية المؤسسات المحلية. -إنشاء سوق كبير للأصول الخاصة و العامة.</p>	<p>-إدارة أسعار الصرف عن الاستباقيات المالية. -ظهور خطر نظامي، تداخل بين أزمة الصرف و الأزمة البنكية</p>
<p>النتائج بالنسبة للتنظيم المالي</p> <p>-التشديد من الحذر في الرقابة. -المواءمة على المستوى الدولي.</p>	<p>-ثبات النظام مقابل الأخطار الفردية. -الأخذ بعين الاعتبار البعد الدولي للمالية.</p>	<p>-عدم الأخذ في عين الاعتبار التنسيق بين الأخطار و أثر المحيط الاقتصادي. -عدم وجود مقرض أخير على المستوى الدولي.</p>

Source: Robert Boyer et autres, Op.Cit, p.122

1-2-1-2- الاندماج المالي

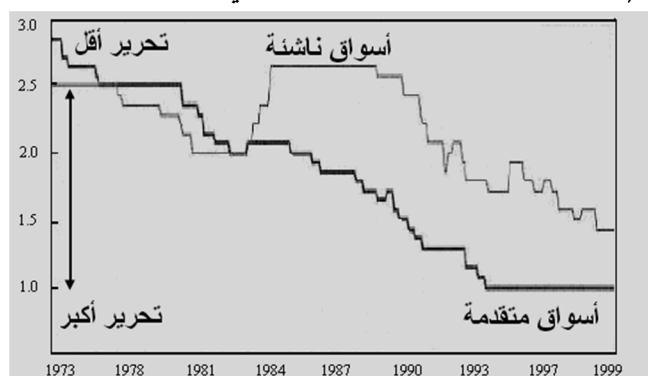
يؤدي تفاعل التحرير الداخلي مع التحرير الخارجي في الدول النامية أو السائرة في طريق التصنيع إلى رفع وتيرة الأزمات في هذه الدول، كذلك إلى وقوع اتساع في ظاهرة العدوى التي تتميز بميكانيزمات تتغير باستمرار، و هو ما سنحاول توضيحه فيما يلي:

أ- **التوجه السريع نحو الاندماج على المستويين الداخلي و الخارجي:** أدى تطور الاندماج المالي الدولي بالموازاة مع تطور الاندماج المالي المحلي إلى وقوع إختلالات و أخطاء عديدة، و تسمح لنا عملية المقارنة بين اقتصاد الدول التي تمت عملية التحرير المالي فيها قديما و بين اقتصاد الدول التي تمت عملية التحرير المالي فيها حديثا بالقول بأن مستوى رفع القيود أو التحرير متساوي في نهاية المرحلة فيما بينهما، لكن هناك فرق في درجة تحرير حساب رأس المال نظرا لمحافظة الدول النامية على درجة أكبر من القيود على غرار الصين و الهند.

لعب تفاعل العاملين السابقين دور رئيسي في الأزمات المالية الأخيرة كالأزمة الآسيوية مثلا، حيث نجد بأن الدول تسدد بالدولار ما أدى إلى هشاشة مالية مست كل من نظام الصرف و النظام البنكي و هو ما زاد من إمكانية حصول أزمات نظامية كبرى.¹

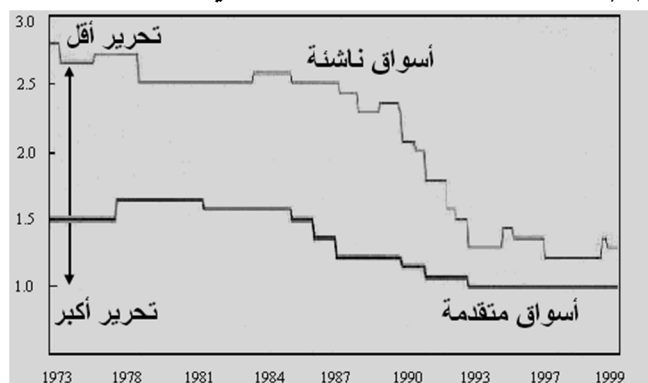
تسمح لنا الأشكال رقم (04) و (05) و (06) بتوضيح تطور مؤشر التحرير المالي في كل من الدول النامية و الدول المتقدمة و هذا في ثلاث جوانب مختلفة، حيث سنبين أولا تطورات مؤشر التحرير المالي الخاص بحساب رأس المال، ثم تطورات مؤشر التحرير المالي الخاص بسوق البورصة، و في الأخير تطورات مؤشر التحرير المالي الخاص بالقطاع المالي.

الشكل رقم (04): تطور مؤشر التحرير المالي الخاص بحساب رأس المال



Source: G.L Kaminsky et S.L Schmukler, **Short Run Pain- Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization**, 2002, NBER Working Paper°9787

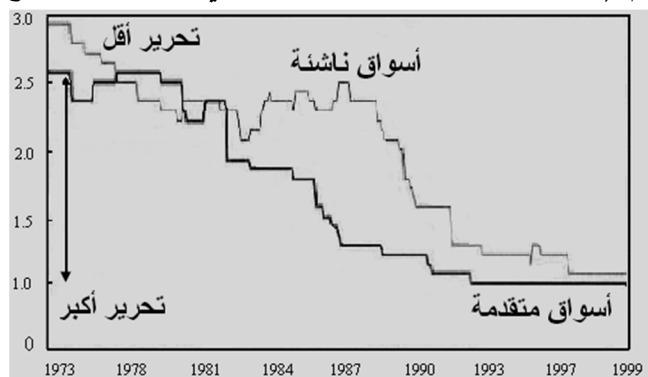
الشكل رقم (05): تطور مؤشر التحرير المالي الخاص بسوق البورصة



Source: Ibid

¹ Sylviane Guillaumont Jeanneney et Kangni Kpodar, **Développement financier, instabilité financière et croissance économique**, Revue: Économie et Prévision, N°174, Mars2006
Disponible sur: <http://alize.finances.gouv.fr/prevision/revue/resumes/ep174/pdf/rsf174a5.pdf>
(Consulté le 16/10/2013)

الشكل رقم (06): تطور مؤشر التحرير المالي الخاص بالقطاع المالي



Source: Ibid

نستنتج من الأشكال (04) و (05) و (06) بأن هناك تقارب كبير في مؤشر التحرير المالي بين الدول المتقدمة و بين الدول الناشئة و هذا في مختلف الجوانب سواء كان في تحرير حساب رأس المال أو في تحرير سوق البورصة أو في تحرير القطاع المالي، و قد ازدادت درجة هذا التقارب ابتداءً من التسعينات.

أسفرت العولمة المالية عن حالة من التناقض حيث أن هذه الأخيرة لا تؤدي على المدى الطويل إلى تشجيع الدول التي تعاني من أزمة سيولة على الاستفادة من القروض، و ينتج ذلك بسبب الدور العكسي الذي يلعبه المسرع المالي حيث يؤدي إلى فترات من انعدام القروض الدولية و المحلية. لقد خاب الاعتقاد الذي وضع في التوسع الدولي للاقتراض من أجل تحقيق الاستقرار، كما لوحظ بأن طريقة توزيع الادخار العالمي ليست في صالح الدول، إذ يمكننا القول بأن النظام المالي لا يوفى بالمهمة التي أوكلت إليه ألا و هي إعادة توزيع رؤوس الأموال بين البلدان المتقدمة و البلدان النامية حسب الحاجة و لا حسب العائد و الهيكل الديموغرافي.¹

إن تمعننا في الدول السائرة في طريق النمو يسمح لنا بأن نميز بين قسمين من الدول، نجد من جهة الدول المندمجة (MFI) و التي تتكون من دول ناشئة، و نجد من جهة أخرى الدول الأقل اندماجاً (LFI) (البقية باستثناء الدول التي تعاني من مديونية كبيرة و الدول الصغيرة و الدول المصدرة للبترول في الشرق الأوسط)، و قد قدمت لنا السنوات الأخيرة ميزات جديدة لم تكن منتظرة تمثلت في:

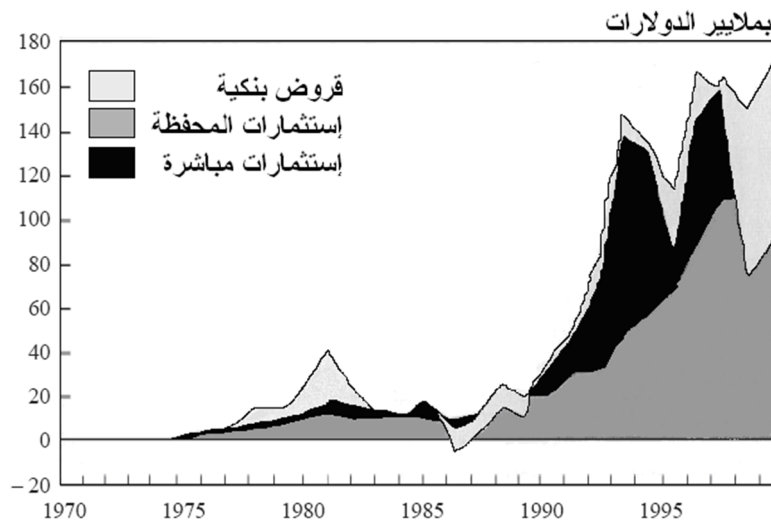
- سجلت نهاية التسعينات اندماجاً كبيراً على مستوى الـ MFI (بلغت قيمة حركة رؤوس الأموال الصافية 7,5% من الناتج الداخلي الخام)؛
- استقطاب كبير لرؤوس الأموال من طرف الـ MFI (لا تتعدى التدفقات الصافية 1,5% من الناتج الداخلي الخام بالنسبة لـ LFI)؛

¹ Ian Christensen, Ben Fung et Césaire Meh, **La modélisation de canaux financiers aux fins de l'analyse de la politique monétaire**, Revue de la banque du CANADA, Automne2006, p.35

Disponible sur: <http://www.bank-banque-canada.ca/fr/revue/automne06/fung-f.pdf> (Consulté le 19/10/2013)

- وجود طابع دوري من نوع Sudden Stop أي توقف مفاجئ لدخول رؤوس الأموال، و هو ما يؤكد دورية حركة رؤوس الأموال؛
- انخفاض التمويل البنكي و ارتفاع الاستثمارات المباشرة الأقل تقلبا (خاصة بالنسبة لـ MFI). لا يجب أن نخرج هذه الأحداث عن سياقها المؤسسي الذي يؤثر على عوامل الدفع و السحب لهذه التدفقات، حيث ساهمت خصخصة عدد كبير من المؤسسات داخل الدول النامية على تشجيع صادرات رؤوس الأموال، كذلك أدت زيادة الوسطاء الماليين في الدول المتقدمة و خاصة المؤسسات الاستشارية إلى تشجيع تنوع المحفظة و هذا تماشيا مع توزيع الأخطار بالطريقة التي كان ينظر إليها قبل تعميق العولمة المالية.
- و هناك عامل آخر لا يجب أن نهمله حيث أدى تضخم أسعار الأسهم (فقاعة البورصة) إلى تسجيل ارتفاع إسمي في التدفقات ما أدى إلى تشويه التقدير.
- يبين الشكلين رقم (07) و (08) حركة رؤوس الأموال الدولية نحو الدول النامية سواء كانت اقتصادها مندمجا ماليا أو أقل اندماجا ماليا، حيث تم تقسيم رؤوس الأموال الدولية إلى: قروض بنكية، استثمارات المحفظة، استثمارات المباشرة.

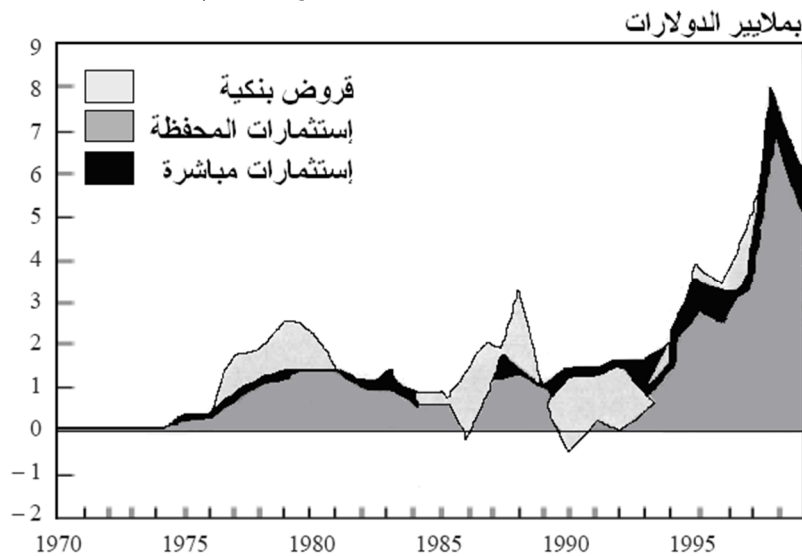
الشكل رقم (07): حركة رؤوس الأموال الدولية نحو الدول النامية بالنسبة لاقتصاد الدول الأكثر اندماج ماليا (MFI)



Source: E Prasad, K Kogoff, S.J Wei et M.A Kose, **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**, IMF Working Paper, N°7, Mars2003

الشكل رقم (08): حركة رؤوس الأموال الدولية نحو الدول النامية

بالنسبة لاقتصاد الدول الأقل اندماج ماليًا (LFI)



Source: E Prasad, K Kogoff, S.J Wei et M.A Kose, **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**, IMF Working Paper, N°7, Mars2003

يتبين من الشكلين رقم (07) و (08) بأن حركة رؤوس الأموال الدولية عرفت تزايداً كبيراً اتجاه الدول النامية ابتداءً من سنوات التسعينات، وقد كان هذا التزايد أكثر وضوحاً في الدول النامية الأكثر اندماجاً ماليًا مقارنة بالدول النامية الأقل اندماجاً ماليًا.

ب- أثر الانفتاح على تطورات الاقتصاد الكلي: تبين لنا البيانات الإحصائية حول التدفقات الصافية لرؤوس الأموال باتجاه الدول النامية بأن هذه التدفقات تميزت بارتفاع كبير في بداية التسعينات بالرغم من تسجيل الاستثمارات المباشرة لمعدلات نمو منتظمة حتى عام 1997، كما سجلت التدفقات المالية الأخرى ارتفاعاً سريعاً تخللته فترات من الارتداد في التدفق (STOP AND GO).

وتبرز هذه الظاهرة خاصة في الدول التي تتميز بإدماج مالي تام، و في مقابل ذلك نجد بأن الدول غير المنفتحة كلياً تعتمد على الاستثمارات المباشرة و القروض البنكية، و عليه فليس من الغريب ملاحظة تضاعف نتائج انهيار البورصة في أسواق الدول المنفتحة حديثاً على المالية.¹ لاحظنا مع مرور الوقت وقوع انخفاض في تغيرات مستوى مؤشر البورصة حيث نلاحظ بأن هذه التغيرات تنخفض إلى أن تصل إلى مستويات أقل أو مساوية لتلك المحققة في فترة الرقابة على الأسواق المالية. ترى الفرضية المتقابلة لـ "كامينسكي و شموكلر" Kaminsky et schmukler² بأن الدول المنفتحة حديثاً ستلتحق تدريجياً بالدول المنفتحة قديماً، حيث تلعب المالية على المدى الطويل أي بعد فترة من التمرن دوراً إيجابياً في استقرار البورصة، و تتركز هذه النتيجة على بيانات ضعيفة و دراسات تتطلب التأكيد.

¹ Robert Boyer et autres, Op. Cit, p.127

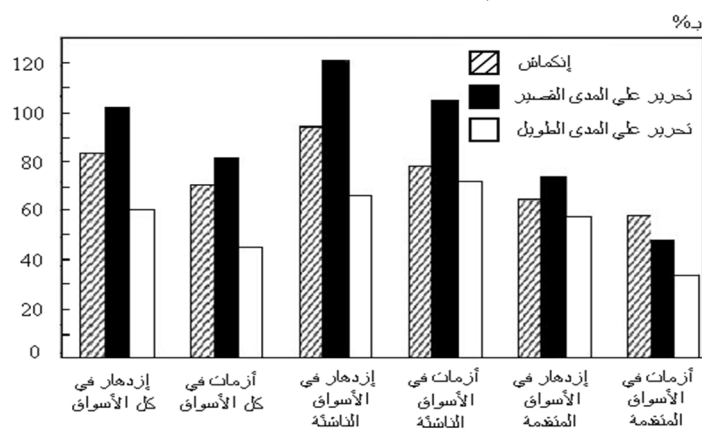
² G.L Kaminsky et S.L Schmukler, **Short Run Pain- Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization**, NBER Working Paper°9787, 2002

تؤكد هذه التحركات المالية و التي تعتبر نتيجة مباشرة للطابع الدوري لدخول رؤوس الأموال على نتائج نموذج المسرع المالي، فانطلاقاً من الفرضية القائلة بأن الإختلالات المالية تزيد من احتمال و أثر الأزمة المالية يمكن القول بأن التفاعل الذي وقع بين التحرير الداخلي و التحرير الخارجي قد لعب دوراً رئيسياً في ظهور أزمات داخل الدول النامية خلال التسعينات.

بإمكاننا أن نشكك في مدى تشجيع سياسات التحرير للنمو (بالرغم من وقوع أزمات) من خلال ملاحظة المؤشرات الاقتصادية الكلية للدول الآسيوية التي تتحسن ببطء من جراء أزمة نهاية التسعينات، كما جاءت العديد من الدراسات لتؤكد على افتقاد هذه الدول لنسبة معينة من الرفاه.¹

قام الانفتاح المالي بتوسيع فترات التزايد و الانهيار قبل أن يؤدي في الأخير إلى الحد منها، حيث يسمح الشكل رقم (09) بتوضيح ذلك و هذا عبر كل من الأسواق المتقدمة و أسواق الدول الناشئة.

الشكل رقم (09): أثر الانفتاح المالي على زيادة ثم انخفاض فترات الازدهار و الانكماش²



Source: Robert Boyer et autres, Op. Cit, p.130

ج- الآثار غير المؤكدة للتحرير المالي على الدول النامية: لاحظنا في الجانب النظري بأن التحرير الداخلي يؤدي إلى تعميق نتائج المسرع المالي، يضاف إلى ذلك و بالنسبة للدول المحررة ماليا حديثا تشوه في العلاقات مع الخارج، فبينما يتوقف معدل النمو على تنافسية المصدرين المحليين نجد بأن سعر الصرف الحقيقي مسير من طرف لعبة الاستباقيات في الأسواق المالية.

قد يؤثر ذلك بصفة دائمة على مستوى النشاط و اتجاه الاستثمارات، كما تشكل الحرية التي منحت للمؤسسات المالية الأجنبية للإقامة داخل الدولة من جهة و حرية اقتناء العملة الصعبة من جهة أخرى خطرا كبيرا على النظام البنكي، فاتخاذ إجراءات احتياط ضعيفة متأخرة لا يسمح بالتحكم في الخطر النظامي الذي يراود كامل النظام المالي.³

¹ Geert Bekaert, Campbell Harvey, Christian Lundblad, **la volatilité de croissance et une libéralisation financière**, Journal of International Money and Finance, Avril2006, p.380

Dsponible sur: <http://www.nber.org/papers/W10560> (Consulté le 22/11/2013)

² G.L Kaminsky et S.L Schmukler, op.cit, NBER Working Paper° 9787

³ P Arestis and S Basu, **Financial globalization and regulation**, The Levy Economics institute, Working Paper N°397, 2003

وحدها الدراسة التجريبية تملك قدرة الحكم على مدى تأثير التحرير المالي على معدل النمو، حيث قدمت الدراسات الحديثة نتائج جد متشائمة جاء أبرزها كالتالي:

- لا نملك أي دليل على أن التحرير المالي يشجع النمو؛
 - تبعت عملية تحرير حساب رأس المال في بعض الحالات بارتفاع كبير في احتمال وقوع أزمات؛
 - لا يلاحظ انخفاض في التقلبات إلا بعد اكتساب مستوى معين من الرشادة و الخبرة المالية.
- مما سبق خلصنا إلى نتيجة مفادها أن التحرير المالي الدولي يتطلب على الأقل أن يتم بحذر و في إطار مؤسسات و سياسات اقتصادية كلية مناسبة¹.
- سيؤدي عكس ذلك من دون شك إلى وقوع أزمات مالية حيث هناك عدة دلائل تاريخية تؤكد ذلك، و هو ما يبرزه الجدول رقم (06) الذي تم فيه عرض عدة تصنيفات لعدة مجالات خاصة بالتحرير المالي مع إبراز أهم الأسباب النظرية التي تؤدي إلى وقوع الأزمات في كل مجال.

الجدول رقم (06): دور التحرير المالي في وقوع الأزمات المالية²

المجال	أسباب نظرية	دلائل تاريخية
بنكي.	- غياب الخبرة في تقدير المخاطر. - اشتداد المنافسة بين البنوك. - فقدان السوق لصالح الوسيط المباشر.	- سبق 18 من 26 أزمة بنكية بتحرير مالي: Kaminsky et Reinhart (1998). - يزيد تحرير أسعار الفائدة من احتمال وقوع الأزمات Demirguc-Kunt et Detragiache (1998).
انفتاح سوق البورصة.	- يشجع ظهور فقاعات المضاربة. - غياب التجربة لدى المتعاملين.	- فقاعة المضاربة اليابانية لسنوات التسعينات.
انفتاح حساب رأس المال.	- تدفق سريع لرؤوس الأموال، يتبع بخروج سريع بسبب لارجعية. - الاستثمار الإنتاجي.	- تردد اقل للزمات في الدول التي لم تحرر حساب رأس المال.
حرية سوق الصرف	- إضعاف سياسة سعر الصرف الثابت. - إضعاف البنوك الخاضعة لخطر الصرف.	- تردد اكبر لازمات الصرف.

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على Robert Boyer et autres, Op. Cit, p131

¹ Jean Coussy, **Une libéralisation financière croissante malgré les crises**, Revue: Alternatives Economiques, N°155, Janvier 1998

² Robert Boyer et autres, Op. Cit, p.131

سمح لنا الجدول رقم (06) بإظهار مختلف الأهداف التي قد تؤدي إلى ظهور أزمات مالية في حالة تبني سياسة التحرير المالي و من أمثلة هذه الأسباب نجد:

- افتقاد البنوك المحلية للخبرة الكافية في تقدير المخاطر؛
- قد يؤدي انفتاح حساب رأس المال إلى وقوع تدفق سريع لرؤوس الأموال نحو الخارج؛
- قد تؤدي حرية سوق الصرف إلى إضعاف سياسة سعر الصرف الثابت و إلى إضعاف البنوك الخاضعة لخطر الصرف.

بإمكاننا أن نخلص إلى عدة نتائج من خلال قياسنا لدرجة التحرير في الدول التي تحقق أكبر معدلات النمو و قياس درجة التحرير في الدول التي تحقق أدنى معدلات النمو، و أهم هذه النتائج هي أن درجة الاندماج المالي الدولي ليست معيارا أساسيا¹. و هو ما يبينه الملحق رقم (01) حيث يعرض الدول صاحبة أسرع و أبطء معدل نمو بين عام 1980 و عام 2000 ما يسمح بالتمييز فيما إذا كانت هذه الدول أكثر اندماجا ماليا أو لا.

تبين النتائج الجيدة التي حققتها كل من الصين و الهند بأن التحرير المالي ليس شرطا ضروريا لتحقيق معدلات نمو مرتفعة.

تبين أيضا هذه الدراسات التاريخية بأنه لا يجب الربط بين تحرير تجارة السلع و بين التحرير المالي، فإذا كانت الأولى تقود إلى تطور إنساني (ارتفاع أمل الحياة، انخفاض عدد الوفيات عند الأطفال) فإن الثانية تبدو من دون علاقة مباشرة مع هذا التطور.

1-2-1-3- تعدد الابتكارات المالية

يرى العديد من المختصين في المالية أمثال "روبرت شيلر" (2003) بأن الابتكارات المالية موجودة في قلب الأنظمة المالية، و قد قاموا بتقسيم هذه الابتكارات إلى قسمين، بعضها هامشية أو محلية تسعى إلى إزالة المخاطر، و البعض الآخر قادر على زعزعة كامل النظام المالي.

سنحاول إبراز مختلف الجوانب المتعلقة بالابتكارات المالية فيما يلي:

أ- **تطور الابتكارات المالية:** يعتبر التسلسل الزمني الذي أنجزه "فيليب دافيس" (1995) مفيدا جدا لفهم النقطة السابقة فهو يبين بأن حصول أي ابتكار هام سيؤدي إلى إتباع استراتيجيات جديدة من شأنها أن تؤدي إلى هشاشة مالية و هو ما يدفع إلى العودة إلى التنظيم بشكل أو بآخر.

و يعتبر إفلاس بنك هرستات/Herstatt مثلا على فشل تماشي سعر الصرف مع النشاط البنكي، كما بينت الأزمة المكسيكية 1982-1984 حدود عملية قياس خطر الدولة من طرف إتحاد مجموعة من البنوك، إذ أن هذه الأخيرة استعملت أساليب كانت موجهة إلى الأسواق المحلية لهذه البنوك.

¹ Duc Khuong Nguyen, *Libéralisation financière et marchés émergents*, Edition l'Harmattan, Paris, 2008, p.p.97.98

يبدو أن الأزمة الأمريكية لعام 1987 قد نتجت عن حصول تغييرين أساسيين الأول هو أثر قانون ERISA^{1*} المتعلق بمنح القروض إلى العائلات الأمريكية، و الثاني هو تعميم عمليات البيع و الشراء المدرجة في برامج إلكترونية (Program Trading).

بين إفلاس بنك LTCM عام 1998 بأن استعمال نماذج الـ VAR (Value at risk) الأكثر تطورا قد يسمح بقياس أفضل للمخاطر و يحسن وضعية المتعاملين الموجودين في السوق، إلا أنه اثبت أيضا بأنه يشجع في نفس الوقت هؤلاء المتعاملين على المغامرة أكثر، و هو ما قد يؤدي إلى ظهور خطر نظامي و تدخل الخزينة الأمريكية².

من هنا خلص الاقتصادي "سكولز" "Scholes" الحاصل على جائزة نوبل للاقتصاد عام 1997 إلى القول "تظهر الأزمات المالية في كل الأزمات و هي تمس دول مختلفة، قد يبعث ذلك إلى اليأس و قد يكون حجة ضد النمذجة المالية، إلا أن هذا لا يحدث، فأمام تقليص التكلفة عن طريق نماذج مالية متطورة لقياس الأخطار، تقوم المؤسسات المالية بتطوير منتجات و أنشطة جديدة لصالح زبائنهم، و تزيد هذه التطورات من الخطر مرة أخرى".

إضافة إلى تطور نماذج قياس المخاطر، نجد ظهور عدة ابتكارات أخرى كتعميم مبدأ القيمة السهمية، توزيع خيارات الأسهم كأسلوب لزيادة أجر مسيري المؤسسات المتواجدة في البورصة. عملت كل هذه الابتكارات على ظهور ابتكار مذهل ألا و هو الإبداع في استعمال المبادئ المحاسبية، و يعتبر ما حدث في المؤسسة الأمريكية ENRON و المؤسسة الهولندية AHOLD في بداية القرن الحالي مثال على ذلك و هذا بالرغم من أن حالات الإفلاس لم تسفر عن ضعف مالي قابل للتحويل إلى أزمة نظامية كما كان الحال مع إفلاس الـ LTCM عام 1998.

أعطى ظهور ثم انفجار فقاعة الانترنت درسا آخر حول إمكانية التنسيق بين تطورات تكنولوجية جذرية من جهة و بين تدخل وسائل جديدة تمكن البراعم الجدد من تطويرها، فانطلاقا من ذلك أصبح مصير تكنولوجيا الإعلام الآلي و الاتصال مرتبط بالدور الكبير لرأس المال الخطر و السيولة التي تمنحها بورصة الناسداك NASDAQ.

* للمزيد من التفاصيل راجع:

Françoise Forges, **Comment la finance c'est emparée des fonds de pension**, Revue: Dauphine Recherche, N°2, juillet2009, p.p.3. Disponible sur: http://www.dauphine.fr/fileadmin/mediatheque/recherche_et_valo/Dauph_MAG_RECHERCHE_N2_V04.pd (Consulté le 23/11/2013)

² Dusan Isakov, **Il faut trouver mieux que la VaR comme mesure du risque**, Revue: Business and Finance, Mars-Avril2009, p.p.10-13 Disponible sur: <http://www.unifr.ch/cgf/divers/Interviews%20citations/banque%20et%20finance-mars-avril%202009.pdf> (Consulté le 13/11/2013)

لا تعتبر مرونة النظام البنكي و سرعة تدخل البنك المركزي¹ بالظاهرة الغريبة عن هذا التغير في المسار المتبع، خاصة مع تغير أنظمة الرقابة و أنظمة النمو.

ب- أثر مشتقات القروض على الاستقرار المالي: إن إتباعنا لتحليل كل من "سكولز و شيلير" "M.Scholes" و "R.Shiller" سيأخذنا مباشرة إلى الاهتمام بمشتقات القروض، حيث لعبت هذه الأخيرة دورا كبيرا في مساعدة البنوك الأمريكية على مواجهة انفجار فقاعة الانترنت إلا أن هناك سؤال رئيسي يطرح نفسه، ألم تقم مشتقات القروض بتوزيع المخاطر على متعاملين لا يملكون القدرة على القيام بقياس دقيق لهذه الأخطار؟ و هو ما قد يفسر تركز المخاطر في قسم من أقسام السوق لا تتوفر فيه رقابة تنظم الحدود القصوى لمخاطرة البنوك.

سمح ظهور مشتقات جديدة للقروض خلال النصف الثاني من التسعينات باتساع نطاق الأساليب التي تسمح بنقل مخاطر القروض، و كانت هذه الزيادة كبيرة جدا فحسب إحصائيات بنك المدفوعات الدولية (BRI) فإن حصة مشتقات القروض انتقلت من 187 مليار الدولار عام 1987 إلى أكثر من 4800 مليار دولار عام 2004، كما بينت اللجنة البنكية في فرنسا بأن حصيلة مشتقات القروض في أكبر ستة بنوك قد ارتفعت عام 2001 بـ 111% على شراء الحماية و بـ 169% على بيع الحماية.

تعتبر البنوك الطرف الفاعل في هذه السوق إلا أن حصصها تتقلص باستمرار لصالح شركات التأمين و إعادة التأمين التي مثلت عام 2001 حوالي الثلث. و تعتبر مشتقات القروض أحد العوامل المحسنة لفعالية الأسواق و إدارة المخاطر فهي تسمح بتحقيق ميزتين أساسيتين، الأولى هي السماح بنقل و توزيع المخاطر على عدد كبير من المتعاملين الاقتصاديين، أما الميزة الثانية فهي تسمح بتوزيع المحفظة كونها قابلة للمساومة، حيث سمحت قابليتها الكبيرة للمساومة بإنشاء سوق خاص بنقل مخاطر القروض Credit risk transfer-CRT.

أدى تلقي النظام المالي الدولي خلال سنوات الـ 2000 لسلسلة من الصدمات: وقوع أول تباطؤ في تاريخ العولمة، أحداث 11 سبتمبر 2001، استمرار أزمة البورصة، إلى تبني الأنظمة البنكية و المالية لسياسة جد مرنة في كامل الدول الصناعية ما عدى اليابان، و من بين الحجج التي دفعت بهذه الدول إلى إتباع هذا التوجه هو تأكيد المؤسسات المالية الدولية (BRI 2000 و FMI 2002) على أن أسواق نقل مخاطر القروض (CRT) قد سمحت بتوزيع أفضل لأخطار القروض، و حسب هذا التحليل دوما فإن هذه الأسواق قد ساهمت في تقليص الخطر النامي و هذا عبر توسيع فئة الملاك النهائيين لأخطار القروض.²

¹ Isabelle Job, **Hier la bulle Internet- aujourd'hui le subprime et demain...**, Revue: CA ECO News, N°69, 6Septembre2007 (Consulté le 17/11/2013)

Disponible sur: http://www.kiosque-eco.credit-agricole.fr/medias/Eco_News_69_FR_060907.pdf

² Bank For International Settlements, **Le risque de crédit de transfert**, Publications CSFM, N°20, Janvier2003

Disponible sur: <http://www.translate.google.com/translate?hl=fr&langpair=en%7Cfr&u=http://www.bis.org/publ/cgfs20.htm> (Consulté le 17/11/2013)

قد تخفي هذه النظرة التفاضلية بعض الآثار السلبية حيث قد تؤدي أسواق نقل أخطار القروض إلى تعميق الاختلافات في المعلومة بين المقرض و المقترض، كما قد تؤدي أيضا تصرفات الاقتراض الجديدة إلى التقليل من اختيار مراقبة البنوك لزيائنها.

قد يدفع قيام المقرض بتغطية القروض التي قدمها عن طريق شراء أحد وسائل الحماية CRT إلى التخفيض من درجة الحذر عند دراسته لطلبات الاقتراض. و تؤدي هذه الحالة في الأخير إلى تعميق مشكل الخطر المعنوي بالنسبة لوضعية التوازن السائدة في غياب أسواق نقل مخاطر القروض (CRT)، و لذلك فإن هذا الوضع يتطلب تدخل متعامل آخر للقيام بمراقبة فعالة على المقترضين.

من ناحية أخرى قد لا تتوفر أسواق نقل مخاطر القروض على كل المزايا التي ذكرناها في مجال توزيع المخاطر، إذ نلاحظ تركز كبير للوسطاء في هذه السوق. و قد بين المحللين في صندوق النقد الدولي و بنك المدفوعات الدولي إمكانية أن تؤدي إستراتيجية تصنيف المؤسسات المالية حسب المعايير التنظيمية إلى تركز المخاطر عند المؤسسات التي تتبع معايير تنظيمية أكثر مرونة و عند المؤسسات التي تملك رأس مال صغير.

من جهة أخرى يعتبر ظهور وسائل الـ CRT أكثر تعقيدا في هذه الأسواق و هو ما يجعل تقدير الخطر الكلي و مدى توزيعه داخل النظام المالي أمر في غاية الصعوبة.

يمكن القول في النهاية بأن الخطر النظامي لا يزول كليا نتيجة لتوزيع المخاطر على فئة واسعة من المستثمرين، ففي حالة وقوع سلسلة من الانهيارات قد يصبح هؤلاء المستثمرين هم الآخرون في وضعية حرجة، مما قد يؤثر على استقرار النظام المالي.

تعتبر مشتقات القروض إلى جانب الابتكارات الأخرى كالتوريق ووسائل قوية لتسيير و توزيع الأخطار، إلا أن هذه الابتكارات قد تقود في نفس الوقت إلى نتائج سلبية على سلوكيات المخاطرة لدى المتعاملين الاقتصاديين و على الاستقرار الكلي للنظام المالي، و يبين ذلك وجود علاقة إستراتيجية بين الابتكارات المالية و سياسات الدولة، إذ نلاحظ بأن الابتكارات المالية كانت تضعف دوما من فعالية السياسات العمومية، ففي حالة أسواق نقل أخطار القروض (CRT) نجد أنفسنا أمام أسواق محدودة الشفافية و غير خاضعة لرقابة السلطات المختصة، و من جهة أخرى تستدعي هذه الابتكارات المالية رقابة مشددة و توضيح للقواعد من طرق المشرفين.

إن تطور أسواق نقل أخطار القروض (CRT) يتطلب تنظيم محاسبي خاص (هو غائب اليوم) بالنسبة للعمليات الخاصة بالمشتقات (خاصة العمليات التي تتم خارج الميزانية).¹

لا يوجد أي ضمان على أن هذه العلاقة الإستراتيجية ستؤدي إلى نظام أقل خطر و أكثر ازدهار خاصة إذا أخذنا في عين الاعتبار بأن الابتكارات المالية عادة ما كانت متبوعة بأزمات مالية.

¹ Dominique Plihon, *Nouveaux acteurs-nouveaux enjeux, Le financement de l'économie*, Cahiers français, N°331, p.p.86.87 Disponible sur: <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/revues-collections/cahiers-francais/articles/331-plihon.pdf> (Consulté le 26/11/2013)

1-2-2-1- النظريات المفسرة للأزمات المالية

رافقت الأزمات النظام الاقتصادي الرأسمالي منذ نشأته ما جعل الكثير من الاقتصاديين يطلقون على هذا النظام تسمية نظام الأزمات، و قد حاول العديد من مفكري و علماء الاقتصاد دراسة أزمات هذا النظام لمعرفة أسبابها و تقديم تفسيرات مقنعة لها.

1-2-2-1- التفسير الكلاسيكي للأزمات¹

نشأت المدرسة الكلاسيكية على يد الاقتصادي البريطاني "آدم سميث" في القرن التاسع عشر، حيث ناضل من أجل النظام الرأسمالي و كان ضد فكرة تدخل الدولة في الاقتصاد انطلاقاً من فكرة اليد الخفية التي ستؤدي دوماً إلى تحقيق المصلحة العامة.

حاول العديد من اقتصاديي المدرسة الكلاسيكية تفسير ظاهرة الأزمات التي ضربت النظام الرأسمالي و أبرزهم "جان باتيست ساي، دافيد ريكاردو، روبرت توماس مالتوس*، سيسمونيدي**".

حاول كل من "آدم سميث" و "دافيد ريكاردو" و "جان باتيست ساي" تقديم تفسيرات مقنعة لتناقضات الاقتصاد الرأسمالي أو لما يسمى بالأزمات الاقتصادية الدورية و بالأخص لأزمات الإفراط في الإنتاج لكنهم لم ينجحوا في ذلك، إذ كانت لديهم قناعة كاملة بأن الإنتاج الرأسمالي يتمتع بمقدرة على التوسع لا حد لها ما دامت أن كل زيادة في الإنتاج ستؤدي آلياً إلى زيادة الاستهلاك، فحسب هؤلاء لا مجال لوقوع أزمة بسبب فيض الإنتاج حيث كل توقف في تصريف السلع سيكون مؤقتاً فقط لأنه سرعان ما سيزول بفعل ميكانيكية المزاحمة، نفس الشيء بالنسبة للأزمة النقدية حيث لا يمكن وقوعها هي الأخرى لأن النقود معدنية و المعدن يخزن القيمة و كذلك لكون هذه الأخيرة تخضع لقانون العرض يساوي الطلب.

كان للاقتصادي "سيسمونيدي" رأياً مغايراً لمن سبقه من المدرسة الكلاسيكية في تفسير الأزمات، حيث وجه انتقادات حادة إلى "جان باتيست ساي" صاحب قانون المنافذ "العرض يخلق الطلب المساوي له". توصل "سيسمونيدي" في تفسيره لظاهرة الأزمات الاقتصادية إلى أن التناسب بين الإنتاج و الاستهلاك ضروري، و إلى أن الإنتاج يتحدد بالدخل، فالأزمة حسبه تقع بسبب زوال هذا التوازن، كما أضاف

¹ نادبة العقون، مرجع سابق، ص.ص. 26.27

* **توماس روبرت مالتوس** 14 فبراير 23 - 1766 ديسمبر 1834 باحث سكاني و اقتصادي سياسي إنجليزي. مالتوس مشهور بنظريته المؤثرة حول التكاثر السكاني. في العصر الحديث يتم مناداته توماس مالتوس رغم أنه في حياته استخدم اسمه الأوسط روبرت. المعروف أن مالتوس لم يكن أول من بحث في نظرية نمو السكان، فابن خلدون بحث في ذلك منذ القرن الرابع عشر حيث تحدث عن الصلة الوطيدة بين عدد السكان و مستوى الحضارة لأن عدد السكان عامل هام في تقسيم العمل و في النمو. و من مؤلفاته (بحث في مبدأ السكان) و صاغ فيه نظريته حول السكان و التي أثارت ضجة كبيرة حيث ورد فيها أن الرجل الذي ليس له من يعيله و الذي لا يستطيع أن يجد له عملاً في المجتمع سوف يجد أن ليس له نصيباً من الغذاء على أرضه فهو عضو زائد في وليمة الطبيعة حيث لا صحن له بين الصحن فإن الطبيعة تأمره بمغادرة الزمن.

** **جون شارل لينارد دي سيسمونيدي** 19 ماي 1773 - 25 يونيو 1842 م ولد في جنيف بسويسرا. وهو كاتب و مؤرخ اقتصادي، و من أنصار مذهب التدخل (Interventionism) الذي يعتبر وسطاً بين مذهب الاشتراكية و المذهب الطبيعي. هو مؤرخ معروف بكتابه في التاريخ الفرنسي و الإيطالي. و لقد هاجم سيسمونيدي آراء و أفكار المذهب الحر الطبيعي (Physiocrats) في كثير من الآراء التي كان يروج لها أنصاره، و دعى إلى الاهتمام بتحسين حالة العمال و تأمين السلامة الصناعية و ضمان حالات البطالة و المرض والعجز. و قد مهدت آراءه لفكرة الضمان الاجتماعي. كان لكتبه و خصوصاً كتاب المبادئ الجديدة للاقتصاد السياسي الأثر الفعال لتمهيد الطريق للنظرية التاريخية الألمانية.

بأن النظام الرأسمالي يؤدي إلى إفلاس صغار المنتجين و إلى تدهور أوضاع العمال المأجورين، و أكد على أن التوسع في الإنتاج سيصطدم بحدود لا يمكن تجاوزها.

1-2-2-2- التفسير الماركسي للأزمات

أولى "كارل ماركس" * أهمية كبيرة للأزمة الاقتصادية و كانت وجهة نظره للأزمة على خلاف الكلاسيك سوسيوولوجية و تاريخية، و كان "ماركس" يرى بأن النظام الرأسمالي عبارة عن نظام مملوء بالمساوئ و أنه مهما كانت سياسات و تصرفات الفاعلين الاقتصاديين فإنها تولد حتما أزمات.¹

يرى "ماركس" بأن الأزمات الاقتصادية داخل النظام الرأسمالي حتمية الحدوث و لا مفر منها، و قد ركز "ماركس" أساسا على أزمات فيض الإنتاج و التي حاول تفسيرها بالرجوع إلى نظرية القيمة. يقول "ماركس" في نظرية القيمة بأن قيمة السلعة تحدد بقيمة العمل اللازم لإنتاجها أي أن الأجر مساوي لقيمة السلعة المنتجة، لكن الواقع هو أن أرباب العمل يقومون بتشغيل العامل مدة تفوق الأجرة التي يدفعها له و هكذا تكون قيمة السلعة المنتجة أكبر من الأجر المدفوع، و هو ما يخلق ما يسمى بفائض القيمة أي الربح الذي يعتبر جوهر النظام الرأسمالي.

ينتقد "ماركس" بشدة مبدأ فائض القيمة و يقول بأن هذا المبدأ هو الذي سيؤدي إلى انهيار هذا النظام، حيث يرى بأن العمال لن يتمكنوا من شراء جميع السلع التي أنتجوها لأن أجورهم في الواقع أقل من القيمة الفعلية لعملمهم أي للسلع ما يؤدي إلى فقدان التوازن بين الإنتاج و الاستهلاك أي وقوع أزمة فيض الإنتاج. كان "كارل ماركس" مقتنعا بأن الأزمات حتمية لا مفر منها و بأنها اجتماعية بقدر ما هي اقتصادية و مغيرة للبنية على الأقل إن لم تكن مزيلة لها، فالأزمة هي بالتأكيد فوضى، و اختناق الأسواق، و إفلاس، و بطالة.²

1-2-2-3- التفسير الكينزي للأزمات

اشتهرت الأفكار الكينزية خلال أزمة الكساد الكبير 1929 التي امتدت إلى غاية اندلاع الحرب العالمية الثانية، و قد كان "كينز" من أكبر المعارضين لأفكار المدرسة الكلاسيكية و النيوكلاسيكية و طالب بإعادة النظر في النظريات التي كانت سائدة في الفكر الاقتصادي آنذاك، فالأفكار الكلاسيكية حسب ما هي إلا أداة لتفسير التصرفات الفردية لكل من المنتج و المستهلك و لكنها عاجزة عن تفسير الظواهر الاقتصادية.

يرى "كينز" بأن حدوث الأزمة يعود إلى التراجع المفاجئ للكفاية الحدية لرأس المال حيث يؤدي تراجع مردود الاستثمار إلى تراجع الاستثمار و بالتالي الطلب الفعال، فعلى عكس الكلاسيك فإن "كينز"

* كارل هاتريك ماركس فيلسوف ألماني، و اقتصادي، و عالم اجتماع، و مؤرخ، و صحفي و اشتراكي ثوري 5 ماي 1818م - 14 مارس 1883م. لعبت أفكاره دور هام في تأسيس علم الاجتماع و في تطوير الحركات الاشتراكية. يعتبر كارل أحد أعظم الاقتصاديين في التاريخ. نشر العديد من الكتب خلال حياته أهمها بيان الحزب الشيوعي (1848)، و رأس المال (1867-1894).

¹ نادية العقون، مرجع سابق، ص.28

² عبد المنعم الزنابيلي، زنايلي عبد المنعم، العالم الثالث في التوازن الاقتصادي العالمي، منشورات وزارة الثقافة، سوريا، 1992، ص.101، 102.

يطالب بتدخل الدول من أجل دعم الكفاية الحدية لرأس المال و ذلك بأخذ الدولة مكان المستثمرين العاجزين في عملهم، و قد ركز "كينز" على ضرورة تنظيم الأسواق المالية و كذلك سوق الصرف حتى لا تكون هناك مضاربة على النقود و بالتالي وقوع اضطرابات.¹

ربط "كينز" أيضا بين عامل الادخار و وقوع الأزمة حيث دافع عن فكرة وجود علاقة سببية بين ارتفاع الادخار داخل الاقتصاد و بين الأزمة، و يقول "كينز" في هذا الصدد بأن ارتفاع الادخار يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلع و الخدمات، فتقدم المؤسسات بتخفيض إنتاجها و يتبع ذلك بانخفاض عدد العمال أي ارتفاع معدل البطالة، لهذا طالب "كينز" بضرورة الحد من الادخار و تشجيع الاستهلاك عن طريق تشجيع النفقات غير المنتجة و تمويل مختلف المشاريع.

1-2-2-4- تفسير الاقتصادي "هايك" للأزمات

ركز "هايك" في تفسيره للأزمات على عامل الإفراط في الترسمل، فهو يرى أن الإفراط في منح القروض سيؤدي حتما إلى تخصيص خاطئ لعناصر الإنتاج، فالإفراط في الترسمل حسب "هايك" يؤدي إلى الحصول على بنية إنتاجية ذات طابع رأسمالي تخضع في ظلها الوحدات الاقتصادية لتطورات الأسعار داخل السوق ما يؤدي إلى زوال الآليات المنظمة للسوق. و تمر أزمة الإفراط في الترسمل بمرحلتين أساسيتين هما:²

المرحلة 1: تتمثل هذه المرحلة حسب "هايك" في نوع من المواجهة بين الأسر (المستهلكين) و المشروعات، حيث يسعى الأفراد إلى رفع إنفاقهم الاستهلاكي الاسمي لمحاولة التغلب على انخفاض دخلهم الحقيقي.

تتم هذه العملية عندما يكون هناك ارتفاع في دخول الأجراء بفضل نمو كمية النقود لدى المستثمرين ما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على السلع الاستهلاكية و الدفع بأسعار هذه الأخيرة للارتفاع. يؤدي الوضع السابق إلى تفاقم التضخم نتيجة إقبال المستثمرين على طلب قروض جديدة ما يؤدي إلى استمرار ارتفاع الطلب على السلع الوسيطة، و كذلك أسعارها التي تكون دوما في مستويات أعلى من أسعار السلع الاستهلاكية.

المرحلة 2: سماها "هايك" بالحاجز النقدي حيث تسعى البنوك في هذه المرحلة إلى وقف التوسع في الإقراض كما أن الحكومة في هذه المرحلة تسعى إلى محاربة التضخم بواسطة رفع أسعار الفائدة. تؤدي العوامل السابقة إلى انخفاض الطلب على السلع الوسيطة بسبب ارتفاع تكلفة التمويل، و في مقابل ذلك يرتفع الطلب على السلع الاستهلاكية، و يؤدي هذا الوضع حسب "هايك" إلى انكماش بنية الإنتاج و هذا الانكماش يؤدي إلى وقوع أزمة.

¹ دانييل أرنولد، مرجع سابق، ص.162

² نفس المرجع، ص.152، 151

1-2-2-5- تفسير النقديين للأزمات¹

يعتبر "ملتون فريدمان" أبرز رواد المدرسة النقدية التي وجهت انتقادات لاذعة للمدرسة الكينزية وخصوصاً حول نظرتها للتضخم و التحقق الحتمي لمنحنى "فيلبس"، و تعتبر الأفكار النقدية أفكاراً ليبرالية محضة فهي تدافع عن الحرية و عن مبادئ الرأسمالية التي تتعارض مع تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي.

فسر النقديون حدوث الأزمة بعوامل نقدية ككمية النقود، و الائتمان، و أسعار الفائدة، و معدل التضخم، و هي عوامل ينسبوننها إلى أخطاء السياسة النقدية، و انطلاقاً مما سبق ذكره يرى النقديون بأن العامل الأساسي لتجنب وقوع الأزمة هو تحويل الهدف الرئيسي للسياسة النقدية من التوظيف الكامل إلى تحقيق الاستقرار النقدي.

يرى النقديون بأن التضخم هو المشكلة الرئيسية داخل النظام الرأسمالي، و محاربة هذه الظاهرة لن تكون إلا عبر إتباع سياسة نقدية صارمة يكون من شأنها ضبط معدلات نمو النقود بما يتناسب مع نمو الناتج القومي الحقيقي، كما يرى النقديون بأن المصدر الرئيسي للإفراط في النقود هو عجز الموازنة العامة للدولة حيث عادة ما تلجأ الحكومات إلى زيادة الإصدار النقدي لتمويل هذا العجز. فسر النقديون ظهور الأزمات في القرن الماضي بتفاعل عاملين، هما تدخل الدولة من جهة و الذي يعتبرونه سلبياً في المجال النقدي، و تنامي عرض النقود الذي يؤدي إلى تفاقم ظاهرة التضخم من جهة أخرى.

يساهم إذن في ظهور الأزمات المالية تفاعل مجموعة من العوامل يمكن حصرها في ثلاث نقاط رئيسية ألا و هي الاندماج المالي، التحرير المالي، و الابتكارات المالية.

زادت العوامل السابقة من ترابط الدول اقتصادياً فيما بينها، حيث حررت حركة رؤوس الأموال و السلع و تم إلغاء الحواجز و القيود القديمة، كما ساهمت الابتكارات المالية في تغذية ظاهرة عدوى الأزمات المالية، حيث سمحت بتوزيع و نقل المخاطر بين مختلف الأسواق المالية الدولية و جعلت من الصعب جداً تتبع هذه الأخيرة.

حاول العديد من الاقتصاديين أمثال "جان باتيست ساي، سيسموندي، كينز، فريدمان، ماركس، هايك، مينسكي... الخ" تفسير أسباب الأزمة المالية، إلا أنه لم يكن هناك توافق في الآراء فيما بينهم و كل منهم كانت له وجهة نظره الخاصة حول أسباب اندلاع الأزمة المالية، و يمكن إظهار هذا التباين بالرجوع مثلاً إلى آراء كل من "سيسموندي" و "كينز" و "فريدمان"، فالأول يرى بأن الأزمة تنتج بسبب اختلال التوازن بين الإنتاج و الاستهلاك، و الثاني يرى بأنها تنتج لما يكون هناك تراجع في الكفاية الحدية لرأس المال، بينما يرى الأخير بأن الأزمة ما هي إلا نتيجة لأخطاء السياسة النقدية.

¹ نادية العقون، مرجع سابق، ص. 32

1-3-1- التحليل النظري لعدوى الأزمات المالية و ترددها

إن الأزمات المالية و كما سبق الإشارة لها ليست ظاهرة حديثة أو جديدة، حيث بينت بعض الدراسات الاقتصادية و التاريخية بأن هناك أزمات مالية يعود وقوعها إلى خمس قرون خلت و أن ما تغير بين أزمات الماضي و أزمات الحاضر هو بالأخص تنامي سرعة و مدى انتقالها بين الدول و ارتفاع تكلفتها و تزايد ترددها.

1-3-1- مفهوم العدوى المالية و أنواعها

تعد ظاهرة العدوى أحد العناصر الأساسية التي ميزت الأزمات المالية في الماضي و لا تزال تميزها في الحاضر و عموماً للعدوى المالية عدة تعاريف و عدة أنواع نتطرق لها فيما يلي:

1-1-3-1- مفهوم العدوى المالية

ليس هناك تعريف واحد للعدوى حيث تعددت التعاريف بتعدد الأبحاث و الدراسات التي خصت هذا الجانب من الأزمات، إلا أنه يمكن أن نشير إلى أبرز تعاريف العدوى فيما يلي:

تعريف 1: هي عبارة عن انهيار مؤسسة ما يتسبب في خلق أزمة ثقة من شأنها إصابة مؤسسات أخرى لا ترتبط بالأولى، مما يترتب عليه تراجعاً في وتيرة النشاط الاقتصادي، و تتحقق العدوى أيضاً إذا ترتب على انهيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما نشوء أزمة ثقة ينتج عنها انهيار أسواق المال في دولة أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى.¹

تعريف 2: هي أزمة أو هجمة مضاربة في سوق ما ينتج عنها ارتفاع احتمال وقوع ضغوطات في أسواق مالية أخرى، كما يمكن أيضاً أن يؤدي إلى سلسلة متوالية من الأزمات في أسواق مختلفة.

تعريف 3: عرفها البنك الدولي وفق ثلاثة معايير كما يلي:²

- **المفهوم الواسع:** هي انتقال الصدمة بين الدول و التي يمكن أن تحدث في فترة الأزمة أو فترة الاستقرار، كما يمكن أن ترفق العدوى بصدمة سلبية أو صدمة ايجابية.
- **المفهوم الضيق:** هي انتشار الصدمة التي تولد انحرافاً مقارنة بالأساسيات ما بين دولتين أو أكثر.
- **المفهوم الضيق جداً:** هو ذلك التغير في ميكانيزم أو آلية الانتشار خلال فترة الأزمة و يعكس تزايد الروابط ما بين الأسواق التفسير العلمي لهذه الظاهرة.

من خلال استعراضنا لأبرز تعاريف العدوى المالية يمكن القول بأن العدوى هي مجموعة الانهيارات و التقلبات التي تقع في دولة ما ثم تنتقل في ظرف وجيز إلى دول أخرى، و عادة ما تقع العدوى بعد وقوع أزمة ثقة سببها وقوع انهيار في أسواق المال أو أسواق العملة لدولة ما.

¹ عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص.88

² Rouis Myriam et Trabelsi Jamel, **la dynamique du phénomène de contagion dans les pays d'Asie**, Journées de recherche Sur les crises financières internationales, Université d'Orléans, France, 2004, p.p.2.3

1-3-1-2- أنواع العدوى المالية¹

يميز الباحثين الاقتصاديين بين نوعين رئيسيين من العدوى:

أ- **العدوى المحاكية contagion mimétique**: هي العدوى التي تؤثر على المتدخلين في نفس السوق أو في نفس القسم من النظام المالي، فهي العدوى التي عادة ما يطلق عليها تسمية سلوك القطيع. يعرف الاقتصادي "أندري أورليون" Orleon André بأنها العملية التي يقلد فيها عون اقتصادي ما نفس سلوك أعوان اقتصاديين آخرين في أسواق المال، بمعنى أن العون الاقتصادي يصبح يعتمد على توقعات عون آخر يعتبره نموذجا له.

يلعب عدم تماثل المعلومات *asymétrie d'information* دورا كبيرا في تنامي هذا النوع من العدوى، حيث يعتقد العون الاقتصادي بأن التصرفات التي يقوم بها الأعوان الآخريين داخل الأسواق المالية كأوامر البيع أو أوامر الشراء هي تصرفات صحيحة نظرا للمعلومات التي يملكونها و التي هو يفتقدها. و تنقسم العدوى المحاكية إلى صنفين رئيسيين هما:

• **العدوى الأفقية عن طريق الرابط الموجود بين الأسواق**: تنتج عن تعدد الوسائل الالكترونية المستعملة في نقل المعلومات من منطقة إلى منطقة أخرى في العالم، حيث أن هذه الوسائل تسمح بنقل المعلومات الحالية أي أن هذه الأخيرة لم تعد تتأثر بالمعلومات الخاصة بها فقط و إنما أصبحت تتأثر أيضا بالمعلومات المتأتية من الأسواق الأخرى.

• **العدوى العمودية بين الأسواق**: بات من الواضح أن التكامل العمودي بين الأسواق في تزايد مستمر، حيث ساهم عامل سعر الفائدة في تقوية الروابط الموجودة بين الأسواق المالية و الأسواق النقدية و كذلك الروابط الموجودة بين الأسواق المالية و أسواق الصرف و بين أسعار الأسهم و أسعار السندات.

نستنتج مما سبق بأن لا تناظرية المعلومات بين المودعين، بائعي الأصول المالية، البنوك... الخ، هي السبب الأساسي للعدوى المحاكية حيث أنه لو كان هناك معلومات صحيحة في متناول كل الأعوان الاقتصاديين لساهم هذا في التخفيف من حدة العدوى و حالات الهلع المالي.

بالرغم من الدور الكبير الذي تلعبه لا تناظرية المعلومات في إحداث العدوى المحاكية إلا أنها ليست العامل الوحيد المؤدي إلى ذلك، حيث يرى بعض الاقتصاديين بأن هناك عوامل أخرى قد تساهم في حدوث العدوى المحاكية. قد تساهم المنافسة في ذلك عبر دفع البنوك إلى المخاطرة و التقليل من الضمانات المطلوبة ما يجعل البنوك في نفس المستوى من الهشاشة، ضف إلى ذلك فقد تساهم أيضا بعض قرارات السلطات النقدية مثل منع البنوك من حيازة حافظة مالية متنوعة في حدوث هذه العدوى.

ب- **العدوى النظامية contagion systémique**: تقوم هذه العدوى بنشر الأزمة و نقلها من قطاع معين إلى باقي قطاعات النظام المالي، و يمكن التمييز بين نوعين من الاضطرابات المالية تلك

¹ أمينة موسلي، عدوى الأزمات المالية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص.ص. 18-20

المعممة التي تشمل كل أقسام النظام المالي و تحدث بسبب العدوى النظامية، و تلك التي تتمركز في جزء معين من النظام المالي فقط.

بينت أبحاث الاقتصاديين بأن الاضطرابات تظهر في أربعة أسواق مختلفة داخل النظام المالي ألا وهي سوق القروض، سوق الصرف، سوق الودائع، و في الأخير سوق الأموال الخاصة. إذن تظهر الاضطرابات في أحد الأسواق السابقة و تكون متمركزة على أحد متغيرات النظام المالي ثم سرعان ما تنتشر عبر قنوات معينة إلى كامل النظام المالي مشكلة بذلك ظاهرة العدوى النظامية.

1-3-2-2- النظريات المفسرة للعدوى

توصل فريق من الباحثين إلى وضع أربع نماذج لتفسير العدوى المالية سنحاول التطرق لها فيما يلي:¹

1-3-2-3-1- نموذج الروابط الاقتصادية Linkages Economic

تنتقل الأزمة المالية في ظل هذا النموذج من بلد نشوب الأزمة إلى البلدان الأخرى التي تجمعها بها روابط تجارية و علاقات استثمارية قوية، و يكون أثر العدوى في ظل هذا النموذج كبيراً داخل الدول ذات المستوى الاقتصادي المنخفض التي عادة ما تكون أنماط تجارتها معروفة و رد فعلها بطيء، بينما يكون هذا الأثر محدوداً في الدول التي يمكنها إتباع بعض الإجراءات المضادة كتخفيض تعاقدها النقدية مع الدول التي وقعت فيها الأزمة أو تشديد الرقابة على مؤسساتها المالية أو على القروض البنكية.

1-3-2-3-2- نموذج زيادة الوعي Heightened awarenss

يفترض هذا النموذج بأنه في ظل وجود معلومات غير كاملة لدى المستثمرين سيتوقع هؤلاء بأن المشاكل التي وقعت في دولة ما قد تظهر في دول أخرى تتشابه معها في المؤشرات الاقتصادية الأساسية، و قد يؤدي هذا التشابه إلى فرار المستثمرين من الدول المشكوك فيها و الاتجاه في مقابل ذلك إلى دول أخرى تتماشى أصولها مع سنداتهم و أوراقهم المالية، كما يمكن التغلب على هذا النوع من العدوى بخفض تكلفة المعلومات و نشر تقارير دقيقة.

1-3-2-3-3- نموذج تعديل المحفظة الاستثمارية Adjustment portfolio

يقوم مدراء المشاريع في ظل هذا النموذج و كاستجابة أو كرد فعل على أزمة وقعت في دولة ما ببيع الأصول التي بحوزتهم داخل هذا البلد و داخل بلدان أخرى، حيث تكون في الغالب هذه الأصول ضمن المحفظة الاستثمارية، و يزداد احتمال وقوع الأزمات في ظل هذا النموذج كلما كان مدراء الاستثمار متواجدين في عدد كبير من الدول التي تجمعها بدولة الأزمة علاقات مالية أو ارتباطات جغرافية. يمكن الوقاية و التقليل من حدة هذه العدوى بتتويج المحافظ الاستثمارية لتجنب التوقع المتشائم من امتداد الأزمة بين البلدان التي تستثمر فيها هذه المحافظ.

¹ رمضان صديق، دور السياسة المالية في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية مع الإشارة لمصر، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، "من 1 إلى 2 أبريل"، 2009، ص.9

1-3-2-4- نموذج سلوك القطيع Head behavior

يقوم المستثمرون وفق هذا النموذج بخلق عدوى مالية بسبب إهمالهم أو تغاضيهم لأنواع معينة من الاستثمارات الخاصة بالأوراق المالية استجابة لما يفعله المستثمرون الآخرون، و يؤدي تأثير العوامل النفسية و نقص المعلومات و الشفافية إلى إتباع الدائنين نفس سلوك الدائنين في بلد الأزمة، حيث يقومون بإعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية في البلدان خارج الأزمة حتى إن لم يكن هناك أي تغيرات في هذه البلدان و هذا اعتقادا منهم بأنهم سيقومون بتقليل مخاطر استثماراتهم. تنتقل الأزمة وفق هذا النموذج عبر ما يسمى بـ "تداء الاستيقاظ" أي أن اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين و تنبيههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين في البلدان الأخرى، فيباشر هؤلاء الدائنون إجراءات حماية أموالهم ما يؤدي إلى انتشار الأزمة. من أبرز الإجراءات الكفيلة بالحد من تصرفات الدائنين السابق ذكرها نجد فرض رقابة على رأس المال للحد من تحركاته الكبيرة.

1-3-3-3- قنوات انتقال عدوى الأزمات المالية

تنتقل الأزمات المالية من دولة إلى دولة أخرى عبر عدة قنوات منها ما يصنف ضمن القنوات الطبيعية للانتقال و منها يصنف ضمن القنوات غير الطبيعية للانتقال، و سنحاول توضيح ذلك فيما يلي:

1-3-3-3-1- القنوات الطبيعية لانتقال الأزمات المالية¹

يتم انتقال الأزمة المالية بين الدول في ظل القنوات الطبيعية عبر أربع قنوات أساسية هي قناة التجارة، قناة الأسواق المالية، قناة تناسق السياسات الاقتصادية، قناة الصدمات الكلية و الصدمات العشوائية. أ- قناة التجارة الدولية: تؤدي هذه القناة دورا كبيرا في انتقال الأزمات المالية حيث شهدت التجارة الدولية اتساعا و تطورا بين مختلف الدول بفضل الاستغناء عن كافة أشكال الحماية التجارية، و قد ساهمت منظمة التجارة العالمية و تعدد التكتلات الاقتصادية و المناطق التجارية الحرة في ترسيخ الانفتاح التجاري بين الدول و في ارتفاع معدلات الارتباط. أصبح من السهل انتقال الأزمات من مراكز نشوئها إلى غيرها من الدول عبر ما يعرف بالآثار التبادلية للصفقات التجارية و آثار التغذية العكسية إذ تجاوزت الأزمات المالية في ظل العمولة السائدة مراكزها و بؤرها و انتشرت دوليا حسب درجة معامل الارتباط السائد.

ب- قناة الأسواق المالية: ساهم ترابط الأسواق المالية و تنامي حركة رؤوس الأموال الدولية و دخول أدوات مالية و قوى فاعلة جديدة في الأسواق المالية الدولية في تطور هذه القناة، و لعل أحسن مثال عن دور هذه القناة في انتقال الأزمة هو أزمة دول جنوب شرق آسيا 1996-1997، حيث أدى السماح لغير المقيمين بدخول الأسواق المالية في هذه البلدان من جهة و تمكين المقيمين من الحصول

¹ محمد بن بوزيان و سمية زيرار، انتشار عدوى الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص.37

على قدر كبير من الأصول بالدولار الأمريكي من جهة أخرى، إلى خلق علاقة قوية بين سوق العملات و سوق الأسهم، و هما سوقين يتميزان بعدم الاستقرار.

تؤدي الروابط المالية التي تنتج عن مسار التكامل الاقتصادي بين مجموعة من الدول إلى جعل الأزمة تنتقل بصورة تلقائية بين هذه الدول، إذ بمجرد نشوب أزمة في دولة ما يتوقع المتعاملون بأن تنعكس التغيرات في أسعار الأسهم على أسواق باقي الدول في آن واحد و هو ما يؤدي إلى انتشار الأزمة.

ج- **تنافس السياسات الاقتصادية:** يظهر أثر هذه القناة بالخصوص في حالة الدول التي تنتمي إلى نفس مناطق التجارة الحرة أو التي لديها نفس العملة أي الدول التي تشكل اتحادات نقدية، حيث من البديهي أن يكون لديها تشابه كبير على مستوى الاقتصاد الكلي و السياسات الاقتصادية المتبعة، و بالتالي فإن رد فعل دولة ما على نشوب أزمة داخل حدودها ستدفع باقي الدول إلى اتخاذ سياسات مماثلة لهذا البلد ما يؤدي إلى اتساع رقعة انتشار الأزمة.

د- **الصددمات الكلية و الصدمات العشوائية:** تنتقل الأزمة المالية عبر هذه القناة في حالة وقوع صدمات على مستوى الاقتصاد العالمي كارتفاع معدلات الفائدة الأجنبية و الدولية و تقلص عرض رؤوس الأموال و تراجع الطلب العالمي على بعض المنتجات و المواد الأولية، إذ تحدث هذه الصدمات تدبب في أسعار الأصول في أسواق العديد من الدول التي تتميز بتشابه كبير في أساسيات اقتصادها، أي أن الأزمة ستنشر في مختلف أسواق هذه الدول مباشرة بعد الصدمة.

1-3-3-2- الفترات غير الطبيعية لانتقال الأزمات¹

تتميز هذه الفترات باختلافها عن فترات الانتقال الطبيعية و يمكن حصرها أساسا في ثلاث فترات رئيسية هي قناة التوازنات المتعددة، قناة صدمات السيولة الداخلية، و قناة العدوى السياسية.

أ- **قناة التوازنات المتعددة:** نقول أن أزمة مالية ما قد انتقلت عبر قناة التوازنات المتعددة إذا ظهرت في دولة ما ثم انتشرت إلى دول أخرى تتمتع بحالة توازن جيد على مستوى مؤشرات الاقتصاد الكلي و بالأخص توازن في ميزان مدفوعاتها و في سعر صرف عملاتها، إذن يكون الانتقال عبر قناة التوازنات المتعددة لما تنتقل الدول التي طالتها الأزمة من حالة التوازن الجيد إلى حالة التوازن السيئ، و هذا لا يعني بأن هذه الدول ستعود بصفة تلقائية إلى حالة التوازن الجيد حيث أن التوازن غير الجيد قد يكون عميقا و معمرا.

يقوم المستثمرون في حالة التوازن غير الجيد بتصفية أصولهم و الانسحاب من السوق حيث يعتقدون بأن هذا السلوك هو السلوك الرشيد الذي يتلاءم و توقعاتهم.

ت- **قناة صدمات السيولة:** يؤدي انهيار أسعار نوع أو أنواع معينة من الأصول في السوق المالي لبلد ما إلى إعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية في دول أخرى، إذ يقبل المستثمرون بعد ملاحظتهم

¹ نفس المرجع، ص 38.

لانهيار أسعار أصول مالية معينة على بيع هذه الأصول و يتوجهون إلى أسواق مالية في دول أخرى إما لشراء أصول جديدة أو لبيع أصول أخرى.

يؤدي إقبال المستثمرين على بيع بعض الأصول في الأسواق المالية للدول خارج الأزمة المالية إلى تراجع أسعار هذه الأصول ما من شأنه إحداث صدمة داخل هذه الأسواق و بالتالي خلق أزمة مالية.

ج- قناة العدوى السياسية: يظهر دور هذه القناة في انتقال الأزمة المالية من دولة إلى دول أخرى لما يكون هناك عدة دول توازن عملاتها بالنسبة لعملة بلد معين، حيث أن تعرض بلد المركز إلى صدمة ما ستجعل السلطات النقدية داخل هذه الدولة ترد على هذه الأزمة برفع أسعار الفائدة ما سيدفع باقي الدول التابعة أو المحيطة إلى إتباع نفس الإجراء مولدة بذلك إختلالات كبيرة في اقتصادها. سميت هذه القناة بالعدوى السياسية لأنه عادة ما يخضع مديرو البنوك المركزية لضغوطات سياسية من أجل تثبيت سعر الصرف، كما أن إقرار هذه الدول التخلي عن نظام الصرف الثابت سيقابل بنفس الإجراء من قبل الدول المحيطة، ما سيزيد من هجمات المضاربة على العملة و بالتالي إحداث سلسلة من أزمات الصرف.

د- قناة سلوك المستثمرين: بالإضافة إلى القنوات الطبيعية و القنوات غير الطبيعية لانتقال الأزمات يمكن أن نضيف سلوك المستثمرين كقناة ثالثة رئيسية لانتقال و انتشار الأزمات المالية بين الدول. تلعب سلوكيات المستثمرين و قراراتهم دورا بالغ الأهمية في توليد حركات جماعية كبيرة تؤدي إلى انتشار الاضطرابات في مختلف الأسواق المالية، و عموما يمكن القول بأن هناك ثلاثة عوامل أساسية داخل هذه القناة و هي:

• **عامل العائد و السيولة:** يساهم المستثمرون في زيادة حدة الأزمة المالية التي تمر بها دولة ما من خلال بيع أصولهم في هذه الدولة ما سيؤدي إلى تعرض هذه الدولة إلى أزمة انخفاض قيمة العملة و انهيار أسعار الأسهم، و يؤدي أيضا وقف البنوك التجارية لمنح الائتمان في البلدان التي تشهد صدمة مالية بدافع تخفيض الخطر العام لمحففظتها الاستثمارية إلى توسيع مشكلة السيولة داخل هذه الدول و بالتالي تعميق الأزمة داخل هذه الدول. و من جانب آخر قد يؤدي انخفاض أسعار الأسهم في سوق مالي معين إلى قيام المستثمرين بسحب رؤوس أموالهم من هذه الدول ما من شأنه أن يؤدي إلى خلق شح كبير في السيولة يترجم بإفلاس البنوك و المؤسسات المالية و يخلق أزمة ثقة تقود إلى هجمات مضاربة.

• **عامل عدم تماثل المعلومة:** يؤدي نقص و غياب المعلومات الجيدة لدى المستثمرين إلى افتراضهم بأن حدوث أزمة مالية في بلد ما يمكن أن يؤدي إلى حدوث أزمة مشابهة في بلدان أخرى، و يؤدي هذا الافتراض إلى خلق أزمة ثقة في هذه الدول ما يعرض عملاتها إلى هجمات مضاربة.

إن افتقاد المستثمرين لمعلومات كافية و دقيقة حول الوضعية الحقيقية و إمكانيات كل دولة تجعلهم يتخذون قرارات و يقومون بتصرفات مبنية على مؤشرات غير دقيقة من جهة و على تصرفات مستثمرين آخرين من جهة أخرى.

• **عامل التغيير في قواعد الأداء:** من بين العوامل التي قد تؤدي إلى انتشار الأزمة و انتقالها نجد تقديرات المستثمرين للقواعد التي تدار بها المعاملات و الأزمات المالية، فعلى سبيل المثال سمح النقاش حول بنية النظام المالي الدولي بعد الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا إلى تغيير المستثمرين لنظرتهم نحو قواعد الأداء و حجم الضمانات الرسمية.

1-3-4- تردد الأزمات المالية

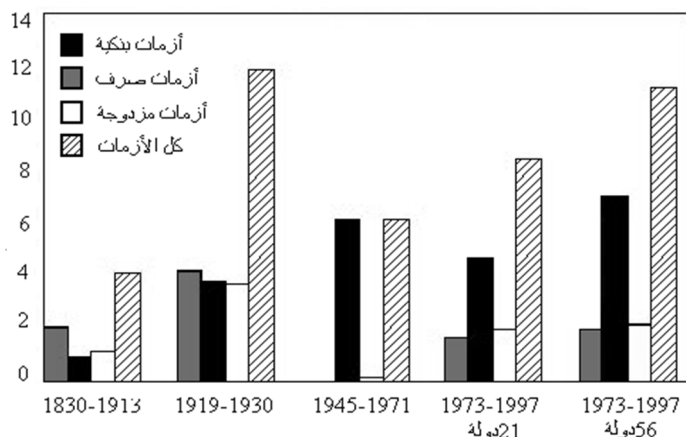
إن الأزمات المالية و كما سبق الإشارة له من قبل ليست بالظاهرة الحديثة أو الجديدة حيث بينت بعض الدراسات بأن هناك بعض الأزمات يعود تاريخ حدوثها إلى خمس قرون خلت، و لعل ما تغير بين أزمت الماضي و أزمت الحاضر هو بالأخص ارتفاع تكلفتها و تزايد ترددها، و قد ساهمت في ذلك عدة عوامل كانت غير حاضرة في الماضي كظهور العولمة بمختلف أبعادها و انتشار مبدأ التحرير المالي و ارتفاع حجم المبادلات التجارية العالمية.

سنحاول إلقاء الضوء على ظاهرة تردد الأزمات المالية عبر العناصر التالية:

1-3-4-1- تردد الأزمات المالية بين الماضي و الحاضر

من الضروري أن نجيب عن التساؤل التالي، هل أصبحت الأزمات المالية أكثر ترددا عما كانت عنه في الفترة السابقة أم لا؟. من بين التطورات التي يتوقع بأن تزيد من تردد الأزمات كالتحرير المالي و الأخرى التي يتوقع بأن تقلل من تردد هذه الأزمات كتعلم المتعاملين قواعد جديدة و ظهور مشتقات مالية تهدف إلى تقليل المخاطر، أي منها سيتغلب على الآخر؟ يتطلب هذا التساؤل تقديم إجابات.¹ يسمح لنا الشكلين رقم (10) و رقم (11) بالتأكد من أن الأزمات المالية ليست حديثة النشأة حيث يبين الشكل رقم (10) الكيفية التي تطور بها تردد الأزمات المالية بمختلف أنواعها خلال فترة زمنية تمتد من عام 1830 إلى عام 1997، كما يبين الشكل رقم (11) الكيفية التي تردت بها أزمات البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية بين 1900 و 2003.

الشكل رقم (10): تردد الأزمات البنكية، أزمات الصرف و الأزمات المزدوجة (1830-1997)

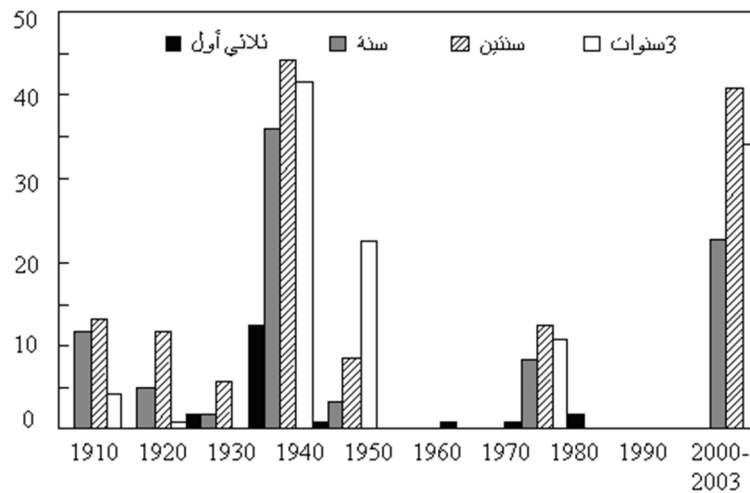


ملاحظة: تردد الأزمات يساوي عدد الأزمات على عدد السنوات مضروب في عدد الدول لكل فترة.

Source: M Bordo, B Eichengreen, D Klingebiel et M.S Martinez-Peria, *Is the Crisis Problem Growing More Severe?*, Economic Policy, A European Forum, 2001, N° 32, p.p.53-82

¹ Robert Boyer et autres, Op. Cit, p.115

الشكل رقم (11): تردد أزمات البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية (1900-2003)¹



الطريقة: عدد الأشهر التي (خلال مختلف الفترات) وقع فيها انخفاض في المؤشر بـ 20% على الأقل مقسوم على عدد أشهر الفترة المحسوبة.

Source: M Bordo, B Eichengreen, D Klingebiel et M.S Martinez-Peria, *Is the Crisis Problem Growing More Severe?*, Economic Policy, A European Forum, 2001, N° 32, p.p.53-82

نلاحظ تزايد تردد الأزمات المالية (أزمات بنكية و أزمات صرف) على المدى الطويل خاصة بعد عام 1971، أي بعد انهيار نظام بروتن وودز الذي كان ينظم العلاقات الدولية و يدافع عن نظام صرف ثابت لكن قابل للتعديل.

إن اعتمادنا على دراسات الاقتصادي "بورديو" و أتباعه تدفعنا إلى القول بأن احتمال حصول أزمة بنكية أو أزمة صرف في الفترة 1973-1997 قد ارتفع إلى ما بين 10 إلى 13% (حسب العينة المدروسة) بينما كانت حوالي 7% خلال الفترة 1945-1971 (الشكل رقم 16). إن هذا التردد الكبير في وقوع الأزمات يقرب الفترة 2000-2003 من فترة ما بين الحربين (13%) و يميزها عن الفترة من 1880 إلى 1913 بالرغم من أنها عرفت تدويل كبير.

نلاحظ عبر الدراسة السابقة ثلاثة ظواهر أساسية:

- عودة الأزمات البنكية ابتداءً من السبعينات؛
 - ارتفاع أزمات سعر الصرف؛
 - عودة الأزمات المزدوجة التي كانت تقريبا غائبة خلال الفترة 1945 - 1971.
- نستنتج من خلال دمجنا لجميع أنواع الأزمات بأن تردد هذه الأخيرة قد انتقل من حوالي 6% خلال فترة نظام بروتن وودز إلى حوالي 12% في الفترة التي تبعت انهيار نظام بروتن وودز و المثير للانتباه أيضا هو وقوع أزمات صرف في دول جديدة نتيجة لما يسمى بعدوى الأزمات.

¹ C Boucher, *Identification des crises boursières*, Document de travail Université Paris XIII, 27Mars2003

يبين الجدول رقم (07) تطور تردد الأزمات المالية عبر عدة مراحل، ابتداءً من فترة النظام الذهبي، ثم فترة ما بين الحربين، و بعدها فترة سريان نظام بروتن وودز، و أخيرا فترة ما بعد بروتن وودز، حيث يبين نوع الأزمات المالية التي كانت سائدة في كل فترة.

الجدول رقم (07): تغير تردد الأزمات المالية بحسب الفترات¹

الأزمات	الفترة	النظام الذهبي	ما بين الحربين	بروتن وودز	بعد بروتن وودز
أزمات بنكية	+	+	++	-	+
أزمات صرف	-	-	+	++	++
أزمات مزدوجة	++	++	++	-	+
سيطرة رؤوس الأموال	-	-	-	++	+
سيطرة البنوك	-	-	-	++	+

Source: M Dehove, *Crises financières: deux ou trois choses que nous savons d'elles. Que nous apprend l'approche statistique des crises financières?*, CAE, Mimeo, Avril2003

تؤكد الدراسة التحليلية التي قام بها "بوشير" و أتباعه (الشكل رقم 17) على أزمات البورصة نفس هذا التطور خلال الزمن، حيث شهد تردد الأزمات خلال العشرين سنة الأولى من القرن العشرين انخفاضا ملحوظا قبل أن يرتفع إلى مستويات قياسية خلال الثلاثينات.

إن الملفت للانتباه هو نذرة هذه الأزمات خلال الخمسينات و الستينات و السبعينات، هو ما يتعارض مع عودتها في سنوات الألفين.

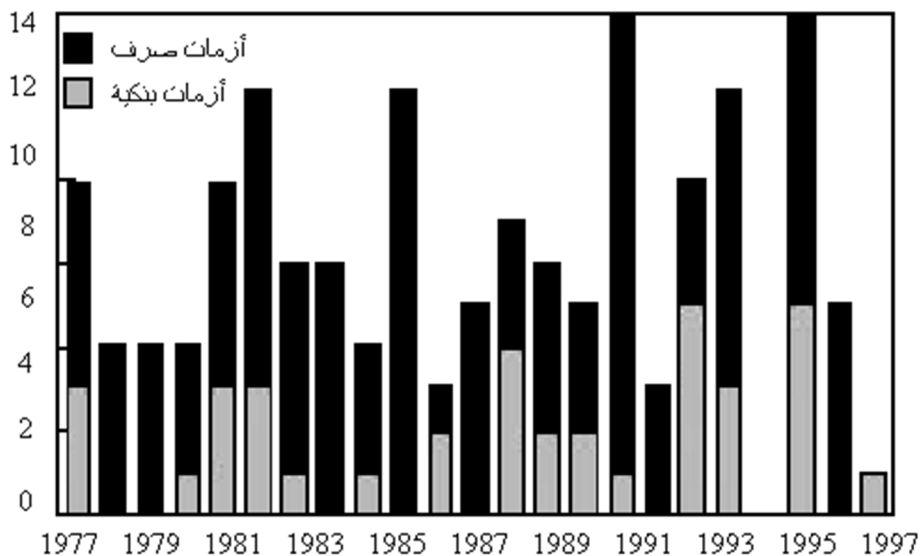
لقد خلص التحليل الإحصائي لأزمات البورصة إلى نتيجتين، الأولى هي استحالة العثور على أزمة نموذجية، و الثانية هي تميز أزمة البورصة عام 2000 بغياب تقلبات كبيرة في المؤشر على المدى القصير و كذلك طول فترة التصحيح عند الانخفاض.

يجب أن تصحح هذه النتيجة المستمدة من تحليل المدى الطويل بملاحظات السنوات الأخيرة، حيث أن اعتمادنا على دراسة الفترة الممتدة من 1977-1999 لا يبين وجود ارتفاع واضح لتردد الأزمات المالية (الشكل رقم 12).

بالرغم من تزايد عدد الأزمات البنكية إلا أن دراسة الأزمات البنكية و أزمات الصرف معا لا تبين وجود تزايد، حيث أن هذه النتيجة الإحصائية لا تعكس الجانب المذهل و المتكرر لهذه الأزمات: أزمة النظام النقدي الأوربي (SME)، أزمات الدول النامية في جنوب شرق آسيا و المكسيك و أمريكا اللاتينية و دول أوروبا الوسطى و الشرقية.

¹ M Dehove, *Crises financières: deux ou trois choses que nous savons d'elles. Que nous apprend l'approche statistique des crises financières?*, CAE, Mimeo, Avril2003

الشكل رقم (12): تطور عدد الأزمات المالية المسجلة (1977-1999)¹



Source: Ibid

يمكن أن نقول عن أزمات البورصة بأنها أزمات جد معولمة، حيث مكنتنا إحصائيات دول الـ OCDE (جدول رقم 09) و إحصائيات هونغ كونغ انطلاقاً من عام 1967 و عام 1969 على التوالي باستنتاج أن كل هذه الدول قد تعرضت إلى أربع أزمات بورصة ابتداءً من عام 1970: 1972-1973، 1980-1981، 1987، 2000 و هذا مع فارق سنة أو سنتين في كل مرة.

لقد وقعت إلى جانب هذه الأزمات أزمات أخرى إلا أنها تميزت بإصابة دول معينة، نذكر منها بريطانيا و فرنسا عام 1976، ألمانيا و إيطاليا عام 1990، هونغ كونغ و سنغافورة عام 1997، كندا عام 1998، أما اليابان و بعد أن كان البلد الوحيد الذي لم تمسه أزمة 1987 عرف تتابع عدة أزمات 1989، 1991، 1996، 1997.

إن البلد الوحيد الذي شهد الأربع أزمات التي مست الدول الكبرى الأخرى و لم يشهد أي أزمة أخرى هو الولايات المتحدة الأمريكية، و يدل هذا الإنفراد على عدم وجود تجانس مالي: قليل هي الدول التي تستطيع أن تقلت من الأزمات التي تصيب الولايات المتحدة الأمريكية إلا أن ما حدث هو إفلات الولايات المتحدة من كل الأزمات التي تمس بصفة خاصة دولة ما.

تدفعنا بعض المؤشرات إلى الظن بأن خروج رؤوس الأموال أثناء الأزمة الآسيوية إلى الأسواق المالية الأكثر أماناً قد كان في صالح الاقتصاد الأمريكي عن طريق تمديد مرحلة التوسع التي بدأت مع موجة التكنولوجيات الجديدة.

نستنتج مما سبق بأن المالية المعولمة لا تخلو من عدم التجانس، بين الدول الصناعية القديمة و الدول الأكثر نشاطاً، بين الدول صاحبة الساحات المالية الكبرى و الدول الأخرى.¹

¹ Mark Stone and Melveen Weeks, **Systemic Financial Crises: Balance Sheets and Model Uncertainty**, IMF Working Paper Nber162, 2001, p35
Disponible sur: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01162.pdf> (Consulté le 02/12/2013)

يلخص كل من الجدول رقم (08) والجدول رقم (08) أهم أزمات البورصة التي شهدتها العالم منذ السبعينات بدءاً بمجموعة السبع ثم باقي الدول النامية، كما يؤكد الجدولان ما سبق ذكره بخصوص أزمات البورصة.

الجدول رقم (08): أزمات البورصة في دول مجموعة السبع (G7) منذ السبعينات²

تاريخ بلوغ الذروة	
ديسمبر 1972/جويلية 1981/ اوت 1987/مارس 2000	الولايات المتحدة
مارس 1973/نوفمبر 1989/ اكتوبر 1991/أفريل 1996/ جوان 1997/مارس 2000	اليابان
نوفمبر 1972/جانفي 1976/ اكتوبر 1980/سبتمبر 1987/ اوت 2000	بريطانيا
جوان 1973/فيفري 1976/جوان 1980/أفريل 1987/جوان 2000	فرنسا
مارس 1973/جويلية 1980/ اوت 1987/جويلية 1990/ فيفري 2000	ألمانيا
جوان 1973/ماي 1981/أفريل 1987/جويلية 1990/جانفي 2001	إيطاليا
اكتوبر 1973/نوفمبر 1980/ جويلية 1987/أفريل 1998/ اوت 2000	كندا

Source: C Boucher, **Identification des crises boursières**, Document de travail Université Paris XIII, 27Mars2003

¹ Ibid. p.36

Disponibile sur: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01162.pdf> (Consulté le 03/12/2013)

² C Boucher, **Identification des crises boursières**, Document de travail Université Paris XIII, 27Mars2003

و فيما يلي الجدول رقم (09) و الذي يلخص أهم أزمات البورصة التي وقعت في بعض الدول المنفتحة ماليا حديثا، حيث نحاول في كل مرة إبراز تاريخ بلوغ الأزمة لذروتها مع الإشارة إلى نسبة الانخفاض التي يسجلها مؤشر البورصة في كل مرة.

الجدول رقم (09): أهم أزمات البورصة في بعض الدول المنفتحة ماليا حديثا

النسبة المئوية	تاريخ بلوغ الذروة	
88.87-	فيفري 1973	هونغ كونغ
56.33-	نوفمبر 1981	
45.50-	سبتمبر 1987	
60.12-	جويلية 1997	
71.55-	جانفي 1973	سنغافورة
33.46-	جوان 1981	
34.03-	ماي 1985	
41.43-	نوفمبر 1987	
63.46-	جانفي 1997	
83.73-	سبتمبر 2000	
42.82-	سبتمبر 1994	أمريكا اللاتينية
52.69-	سبتمبر 1997	
48.48-	ديسمبر 1997	
41.31-	مارس 2001	
69.79-	فيفري 1997	آسيا
57.60-	جانفي 2000	

Source: C Boucher, **Identification des crises boursières**, Document de travail Université Paris XIII, 27Mars2003

تسمح لنا ملاحظة الجدولين السابقين (09) و (10) بالقول بأن أزمات البورصة لم تستثن دول على حساب دول أخرى و إنما أخذت كل من دول مجموعة السبع و الدول المنفتحة ماليا حديثا حصتها من هذه الأزمات، و مع ذلك يمكن القول بأن نسبة انخفاض مؤشر البورصة بالنسبة للدول المنفتحة ماليا حديثا كان في الغالب أكبر من نسبة انخفاضه في دول مجموعة السبع و هذا يرجع بدرجة أولى إلى غياب الخبرة و التحضير.

1-3-4-2- عودة الأزمات البنكية

تميزت الأزمات البنكية بنذرتها خلال الفترة 1880-1913 ثم بعد ذلك تضاعفت خلال فترة ما بين الحربين، و بعد غياب تام أثناء فترة نظام بروتن وودز عاودت الظهور في بداية السبعينات و منذ ذلك الحين زاد ترددها.

بين كل من "كابريو" و "كلينجبيال" Caprio et Klingbiel (2003) من خلال إحصاء الأزمات البنكية منذ عام 1970 الحجم الكبير لهذه الأزمات و مدى عالميتها، حيث قاما بإحصاء 117 أزمة بنكية ذات طابع نظامي.

لقد مست هذه الأزمات 93 دولة و من مميزاتا الرئيسية القيام بإعادة رسملة كلية للبنوك، كما قاما أيضا بتسجيل إلى جانب هذه الأزمات أزما بنكية أخرى لكن ذات طابع غير نظامي حيث بلغ عددها 51 خلال نفس الفترة و مست 45 دولة.

لقد صنفت الأزمات التي مست الدول الناشئة أو المالية الجديدة عام 1997-1998 في صنف الأزمات الكبرى، و قد تم إدراج الأزمات التي مست الصين و الفيتنام حسب اتفاقية قياس الأزمات البنكية إلى هذا الصنف، و تعتبر الهند الدولة الآسيوية الوحيدة التي مستها أزمة ضعيفة بالمقارنة مع الدول الأخرى.

لم تفلت أي دولة من شرق أوروبا من إحدى الأزمات البنكية الكبرى (شهدت روسيا أزمتين: الأولى عام 1995 و الثانية عام 1998-1999)، كما لم تفلت أيضا أي دولة من أمريكا اللاتينية من الأزمات البنكية (شهدت الأرجنتين أربع أزما 1979-1982، 1989-1990، 1995، 2001، شهد البرازيل أزمتين 1990-1994، 1999-1994، كما شهد المكسيك أزمتين 1981-1991، 1994-1997).

لم يكن الوضع مختلفا في إفريقيا حيث شهدت 39 دولة أزمة بنكية كبرى (باستثناء بعض الدول كنيجيريا و إفريقيا الجنوبية و تونس التي شهدت أزما مؤقتة فقط).

بالرغم من أن جدول الأزمات للدول المتقدمة هو أحسن نوعا ما مقارنة بالدول الأخرى إلا انه لا يخلو من النقاط السوداء، لقد شهدت 05 دول أزمة عميقة (إسلندا، السويد، إسبانيا، النرويج، اليابان) منذ عام 1991، كما شهدت 11 دولة أخرى أزما أقل شدة (فرنسا عامي 1994-1995، الولايات المتحدة الأمريكية عامي 1984-1991).¹

تتميز الأزمات البنكية في الدول المتقدمة بقدمها (باستثناء اليابان) و يدفعنا هذا المنظور التاريخي إلى التساؤل حول مدى العلاقة بين الأزمات البنكية و التحرير المالي.

تجعلنا ظاهرة الأزمات البنكية و التي استمرت لفترة طويلة بالموازاة مع التحرير المالي نقول بأن هذا التحرير ما هو إلا أحد الأسباب المباشرة (على الأقل) لهذه الأزمات.

¹ Mark Stone and Melveen Weeks, op.cit, p.p.36.37

Disponible sur: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01162.pdf> (Consulté le 05/12/2013)

1-3-4-2- تردد الأزمات المزدوجة في الدول المنفتحة حديثا على المالية الدولية

لقد أدى اندماج أزمات الصرف مع الأزمات البنكية إلى ظهور نوع جديد من الأزمات المالية ألا وهو الأزمات المزدوجة (crises jumelles)، و تتميز هذه الأزمات بمزج بين مضاربة قوية على العملة المحلية و موجة من الانهيارات البنكية، فهي تجمع بين حذر شديد اتجاه السيولة من جهة و اتجاه ملاءة البنوك الوسيطة من جهة أخرى، و تأثير كل اتجاه على الآخر يؤدي في النهاية إلى تقوية الاتجاه المقابل.

كانت الأزمات المزدوجة شبه منعدمة في فترة نظام بروتن وودز، أما الآن فقد أصبحت أكثر ترددا عما كانت عليه خلال الفترة التي سبقت الحرب العالمية الأولى و لا يزال ترددها أقل عما كانت عنه في فترة ما بين الحربين. و قد تم انطلاقا من الدراسة التي قام بها "كامنسكي و رينهارت" kaminsky et Reinhart (1999) إحصاء 18 أزمة مزدوجة من أصل 73 أزمة خلال الفترة 1980-1995 التي سبقت الأزمة الآسيوية (تمت الدراسة على عينة مكونة من 20 دولة)، و على عكس ذلك لم تسجل الفترة من 1970-1979 إلا أزمة مزدوجة واحدة من مجموع 29 أزمة.¹

لم تقم الدول الآسيوية باختراع الأزمة المزدوجة بل كانت هذه الأخيرة الغالبة خلال الفترة 1997-1998، و قد واجهت كل من اندونيسيا، تايلندا، كوريا الجنوبية، الفيليبين، ماليزيا، أزمة صرف و أزمة بنكية في نفس الوقت.

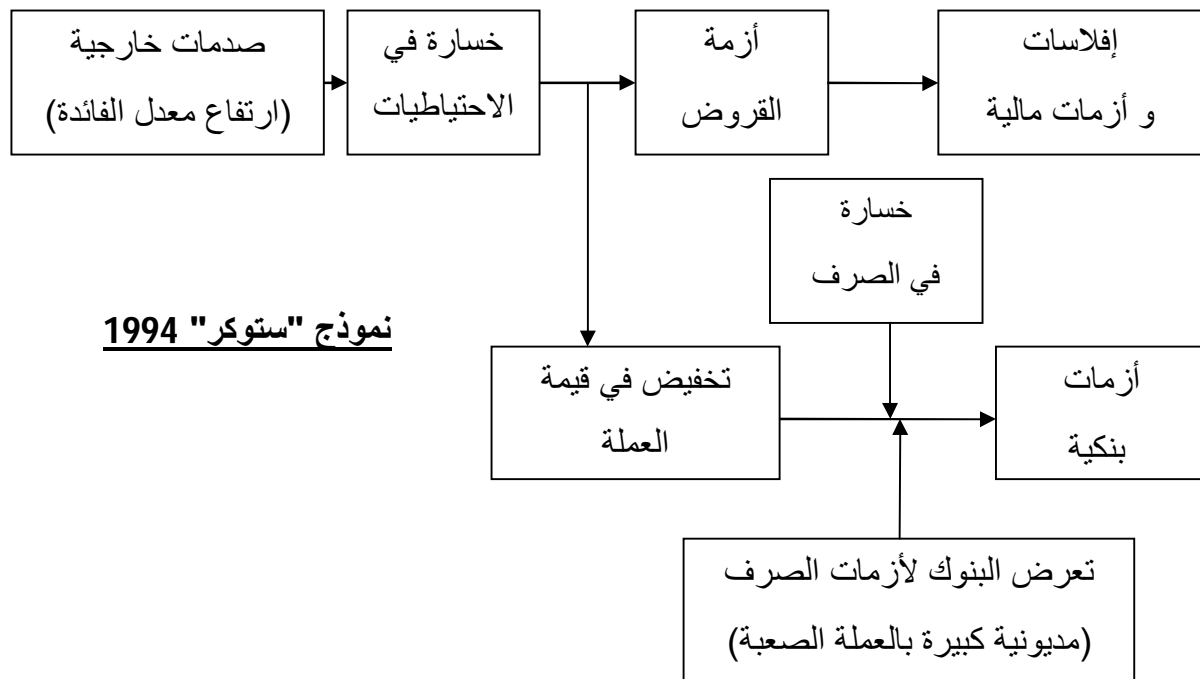
قد نتمكن من تفسير ترافق كل من أزمة الصرف و الأزمة البنكية من خلال تحليل الفرضيات التالية:

- **حسب التصور الأول:** أزمة الصرف و الأزمة البنكية تملكان نفس الأسباب، و قد تتمثل هذه الأسباب المشتركة في نجاح برنامج التثبيت بالنسبة للدول الناشئة مما يؤدي إلى تفاؤل مفرط. قد ينتج عن برنامج التثبيت ضغوطات على العجز الجاري و ارتفاع المديونية الخارجية، و قد تؤدي هذه العوامل بعد ذلك إلى مضاربة قوية على العملة و التي تؤدي بدورها و بطريقة غير مباشرة إلى أزمة بنكية، و هو ما يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال و انهيار سوق الصرف.

- **حسب التصور الثاني:** الأزمة البنكية تؤدي إلى ظهور أزمة الصرف، و يتم ذلك من خلال إفراط البنك المركزي في إصدار العملة المحلية بغية إنقاذ النظام المالي و هو ما يوضحه الشكل رقم (13).

¹ Graciela Kaminsky et Carmen Reinhart, **Financial Markets in Times of Stress**, Working Paper N°W8569, Octobre2001

الشكل رقم (13): العلاقة بين أزمات الصرف و الأزمات البنكية



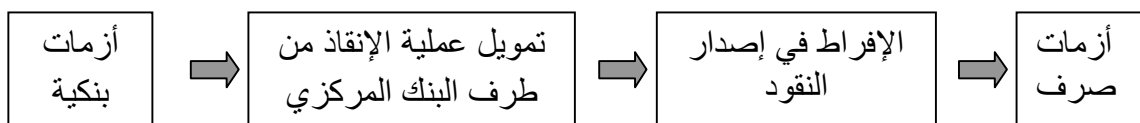
نموذج "ستوكر" 1994

Source: www.memoireonline.com/07/09/2270/m_vrises-financiere--cas-des-subprime-20073.html

• حسب التصور الثالث: أزمة الصرف هي التي تؤدي إلى ظهور أزمة بنكية، و يحدث ذلك نتيجة لعدم قدرة تحمل البنوك للخسائر الناتجة عن تخفيض سعر الصرف، و يضاف إلى ذلك الضغوطات على ملاءة هذه البنوك نتيجة لوقوع خسائر في إحتياطات البنك المركزي¹، و هو ما يوضحه الشكل رقم (14).

الشكل رقم (14): العلاقة بين الأزمات البنكية و أزمات الصرف

نموذج "فلاسكو" 1987



Source: www.memoireonline.com/07/09/2270/m_vrises-financiere--cas-des-subprime-20073.html

يبين مقابلة التصورين الأخيرين الصعوبات التي تواجه تحليل هذا النوع من الأزمات المزدوجة حيث بينت التحليل الإحصائية التي قام بها كل من "كامنسكي" و "رينهارت" (1999)، "ايشنغرين" و "أرطيطا" (2000) بأن الأزمات البنكية تسبق في غالب الأحيان أزمات الصرف التي تتبعها. يقدر احتمال وقوع أزمة في ميزان المدفوعات بـ 29% بينما يقدر احتمال وقوع أزمة بنكية بـ 46%،

¹ M Bordo, B Eichengreen, D Klingebiel et M.S Martinez-Peria, **Is the Crisis Problem Growing More Severe?: Economic Policy: A European Forum**, N°32, Avril2001, p.p.53-82

و يعني هذا أن احتمال وقوع أزمة بنكية مساوي إلى ضعف احتمال وقوع أزمة صرف في ظل اقتصاد يتمتع بقوة النظام البنكي، و كما نلاحظ من جهة أخرى بأن احتمال وقوع أزمة بنكية لا يرتفع في حالة وقوع أزمة صرف حيث نلاحظ بأنه ينخفض في أغلب الحالات.

1-3-4-3- عودة الأزمات المالية المدمرة لمعدل نمو الرفاه

من بين المميزات الأساسية للأزمات المالية المعاصرة هو طابعها الانكماشى الكبير، حيث قدر صندوق النقد الدولي عبر دراسة قام بها عام 1998 بـ 11.5% أثر الأزمات المالية المعاصرة على الناتج الداخلي الخام (يقاس من خلال السنتين أو الثلاث التي تسبق الأزمة و السنتين أو الثلاث التي تلي الأزمة) و بـ 14% بالنسبة للأزمات المزدوجة، كما قدرت تكلفة الأزمة الآسيوية بحوالي ضعف تكلفة كل من أزمة أمريكا اللاتينية في بداية الثمانينات مضافة إلى تكلفة انتقال اقتصاد دول شرق أوروبا، في حين كلفت الأزمة الآسيوية لعام 1997-1998 دولة اندونيسيا حوالي 30% من الناتج الداخلي الخام و هو ما يدل على عودة الأزمات المالية الكبرى و المدمرة.¹

بالرغم من أن إجراء مقارنة تاريخية بين الآثار الانكماشية لمختلف الأزمات المالية يعد أمر في بالغ الصعوبة إلا أن التحاليل على المدى الطويل تبين بأن الانعكاسات على معدل النمو و على الثروة الاقتصادية غير ثابتة و تتغير من أزمة إلى أخرى، ليس فقط حسب الفترات و إنما حسب نوع الأزمة أيضا و هو ما يوضحه الجدول رقم (10).

الجدول رقم (10): تطور طول و عمق الأزمات على المدى الطويل

النوع	السنوات	1880- 1913	1919- 1939	1945- 1971	1973- 1997	1973- 1997
	الطول المتوسط للأزمات (بالسنوات)					
-أزمة صرف	2.6	1.9	1.8	1.9	2.1	1.9
-أزمة بنكية	2.3	2.4	-	2.6	2.6	3.1
-أزمة مزدوجة	2.2	2.7	1.0	3.8	3.8	3.7
-كل الأزمات	2.4	2.4	1.8	2.5	2.5	2.6
	العمق المتوسط للأزمات (نسبة الخسارة في الـ PIB)					
-أزمة صرف	8.3	14.2	5.2	5.9	5.9	3.8
-أزمة بنكية	8.4	10.5	-	6.2	6.2	7.0
-أزمة مزدوجة	14.5	15.8	1.7	18.6	18.6	15.7
-كل الأزمات	9.8	13.4	5.2	8.3	8.3	7.8

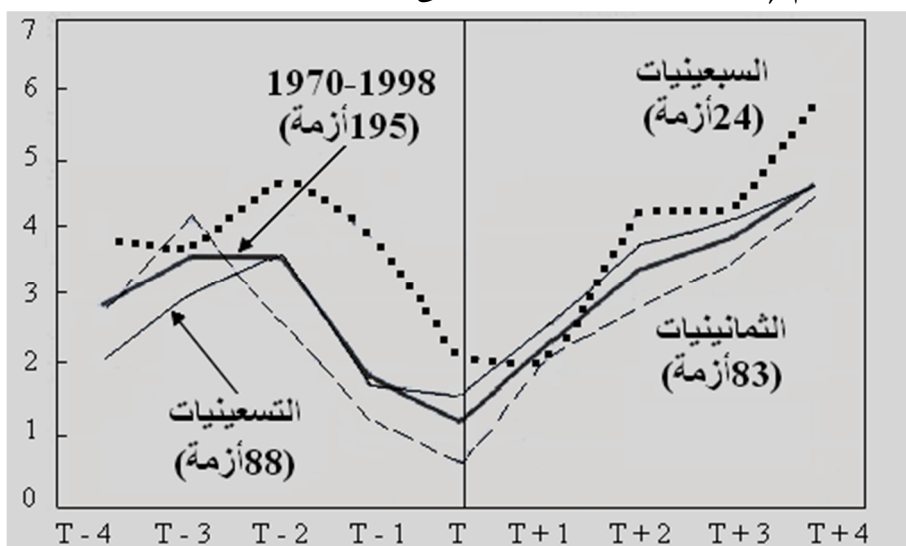
Source: www.econweb.rutgers.edu/bordo/Crisis_Problem_text.pdf

¹ Robert Boyer et autres, Op. Cit, p.p.27-29

تعتبر الأزمات المزدوجة الأكبر خطورة بين الأزمات حيث تؤدي إلى خسارة حوالي 16% من الناتج الداخلي الخام (PIB)، كما أن تأثيرها على معدل النمو ثابت نسبياً على المدى الطويل (تمثل فترة ما بين الحربين الفترة التي كان فيها أكبر أثر للأزمات بكل أنواعها: بنكية، صرف، مزدوجة).¹ تتميز أزمة الصرف عن باقي الأزمات بالآثار المحدودة التي تتجر عنها، فانطلاقاً من النظرية المعيارية لسعر الصرف في ظل انعدام حركة رؤوس الأموال أسفرت القليل فقط من أزمات الصرف عن آثار انكماشية، و نستنتج من ذلك بأن آثار أزمات الصرف على المدى الطويل جد محدودة إلا بطبيعة الحال في فترة ما بين الحربين.

إن تحليل طول الأزمات انطلاقاً من الجدول رقم (10) وبالرغم من وجود بعض التناقضات يسمح لنا بتقديم ملاحظتين، نلاحظ أولاً تمدد مستمر في طول الأزمات البنكية (ثلاث سنوات خلال الفترة الأخيرة)، و الملاحظة الثانية هي تقلص طفيف في طول أزمات الصرف. أكدت الدراسة التي قام بها "غيبتا" و أتباعه (Gupta et al (2000) و التي خصّ بها الدول النامية من عام 1970 إلى 2000 تحليل "بورديو" و أتباعه حول أزمات الصرف الذي أنجز على أربع فترات ممتدة على طول قرن من الزمن، و كان الأثر المتوسط لأزمات الصرف خلال الفترة الأخيرة كما يلي: 1.5% إيجابية، 57% انكماشية، 43% توسعية، فمن بين الـ 195 أزمة² المدروسة نجد منها 11 أزمة جد انكماشية (انخفاض معدل النمو بأكثر من 10%).

الشكل رقم (15): أثر أزمات الصرف على معدل النمو بالنسبة للدول النامية



ملاحظة: T هي نسبة وقوع الأزمة.

Source: www.sccie.ucsc.edu/papers/epapers/gshay.pdf

¹ M Bordo, B Eichengreen, D Klingebiel et M.S Martinez-Peria, op.cit, p.p.53-82

² P Gupta, D Mishra et R Sahay, **Output Response During Currency Crises**, Miméo, FMI, 2000

تبين هذه الدراسة بالإضافة إلى دراسة صندوق النقد الدولي عام 1998 بأن أثر الأزمات المالية في الدول النامية يكون أكبر مقارنة بالدول المتقدمة، كما سمحت أيضا هذه الدراسات التاريخية بتأكيد التعقيد الكبير الذي يميز الأزمات المالية، و أبرزت الاختلافات الكبيرة فيما بينها، و هو ما يدفع إلى القول بأننا دخلنا في مرحلة عودة الأزمات المالية الكبرى (و لعل الأزمة المالية العالمية 2007-2008 خير دليل على ذلك).

1-3-4-4- آثار اتساع ظاهرة عدوى الأزمات

أكدت الأزمة المكسيكية لعام 1994 و من خلال أثر التكيلا Effet Tequila الأهمية البالغة لظاهرة العدوى في الأزمات الحديثة¹، إذ يبين تحليل علاوة المخاطر (le spread) * على الأوراق المالية "برادي" Brady التي جاء بها البرنامج الأخير لامتناسص أزمة عام 1982 عن وجود تلازم قوي بين اختلال عملة المكسيك و الأرجنتين و البرازيل و حتى الفيليبين.

تبين بعض المؤشرات الأخرى حول علاوات المخاطر بأنه توجد عملات دول أخرى مستها الأزمة: البيرو و فنزويلا في أمريكا اللاتينية، تايلندا و هونغ كونغ في آسيا، المجر في أوروبا، و يعتبر هذا التلازم شديد الغموض حيث لا يوجد سبب مشترك و لا ترابط قوي بين هذه الدول.

كانت ظاهرة العدوى خلال الأزمة الآسيوية لعام 1997 أكثر حدة حيث مست الأزمة كل من الفيليبين، تايلندا، اندونيسيا، و حتى كوريا الجنوبية التي تختلف ظروفها الاقتصادية عن الدول السابقة، كما سمحت الأزمة الروسية لعام 1998 برفع كل الشكوك عن ظاهرة العدوى إذ تبع الانخفاض الشديد في قيمة الروبل بانخفاض قوي بـ 50% في مؤشر بورصة البرازيل و هذا من دون أن تكون هناك علاقات قوية بين روسيا و البرازيل (الهيكل الاقتصادي و المالي لكلا الدولتين جد مختلف).

لقد بينت انهيارات البورصة المتتالية ابتداءً من عام 1987 في الدول المتقدمة، ثم دول أمريكا اللاتينية ابتداءً من 1994، ثم في الدول الآسيوية عام 1997-1998، بأن ظاهرة العدوى تمس كل من سوق الأسهم و سوق السندات.²

اهتمت الأبحاث الاقتصادية الحديثة كثيرا بظاهرة العدوى و هذا بغية إبراز أشكالها و قياس آثارها، و قد اصطلحت هذه الأبحاث بمجموعة من العوائق على مستوى المفاهيم و التجربة و التي من الضروري أن يتم التطرق لها.

¹ Javier Santiso, *Wall Street face à la crise mexicaine*, Les Etudes du CERI, N°34, Décembre 1997, p.8
Disponible sur: <http://www.ceri-sciencespo.com/publica/etude/etude34.pdf> (Consulté le 20/12/2013)

* للمزيد من التفاصيل راجع

Laure Coutin et al, *Spread de crédit et prime de risque: approche structurelle*, Institut-europlace, p.p.2.3
Disponible sur: http://www.institut-europlace.com/files/bourse_0703_01.pdf (Consulté le 20/12/2013)

² C Boucher, *Identification des crises boursières*, Document de travail Université Paris XIII, 27 mars 2003

- **عوائق على مستوى المفاهيم:** يتم الخلط خلف هذا الواقع البسيط للعدوى و الذي أخذ من دون أي احتياط من علم الطب بين أشكال مختلفة لانتقال الأزمات من اقتصاد لآخر أو من سوق لآخر. إن تحديد مفهوم دقيق لانتقال الأزمات المالية أمر في غاية التعقيد، و قد اقترح "ماسون" (1998) ثلاثة أشكال رئيسية في عدوى الأزمات:

- قد تتطور نفس السلسلة من الإختلالات في دول مختلفة لأنها قد تنتج عن نفس سلسلة الأسباب المشتركة بين هذه الدول مثل: الارتفاع الكبير في أسعار الفائدة الأمريكية خلال الفترة التي سبقت أزمة الديون في الدول النامية في بداية الثمانينات و التي بدأت بإعلان المكسيك عن عدم قدرته على التسديد في أوت 1982، انخفاض قيمة الدولار بالنسبة للين قبل الأزمة الآسيوية عام 1997 بفترة قليلة، و قد أطلق "ماسون" اسم الموسمية Monsoonal على هذا النوع من العدوى.¹
- إصابة اقتصاد عدة دول بسلسلة من الإختلالات سواء كانت متشابهة أو لا بسبب وجود علاقات تبادل قوية بينها (تجارية أو مالية) مثل: ترجع أزمة الصرف في أوروبا عام 1992-1993 إلى طابع الدول الأوربية أي اندماجها الكبير، و قد أطلق على هذا النوع من العدوى باسم المتتابعة -Spill over.

- قد يقع انتقال دولي للهزات المالية التي قد لا تكون من أثر النوع الأول و لا من أثر النوع الثاني، إذ يبقى هذا النوع من العدوى غير قابل للتفسير عن طريق النظريات المعاصرة و يتطلب الرجوع إلى الأسباب الذاتية (شعور المتعاملين، جو التعاملات...الخ) أو إلى الأسباب الموضوعية (ثمن المعلومة، المنافسة بين الوسطاء الماليين...الخ)، و يرى "ماسون" بأن هذا النوع من العدوى هو ما يسمى بالعدوى الصافية Pure.

- يضاف هذا الاختلاف النظري المبني على اختلاف قنوات انتقال الأزمات إلى اختلاف نظري آخر قائم على شدة الأزمات، إذ ينظر إلى العدوى على أنها ارتفاع مفاجئ للاعتماد المالي المتبادل بين الدول، و تقاس العدوى عبر الارتفاع الاستثنائي في درجة الترابط بين عوائد الأصول المالية، التدفقات المالية، سرعة انتقال الصدمة، احتمال هجوم المضاربة و تقلبات الأسواق، و يطلق على هذا النوع من العدوى اسم عدوى الذعر المالي Shift Contagion.²

- **عوائق على مستوى التجربة:** بالرغم من تعدد التقنيات التشخيصية المستعملة في الدراسات المتعلقة بالتعريف الأول إلا أنها خلصت في النهاية إلى وجود أثر كبير للعدوى التي أصبحت تميز الأزمات المالية المعاصرة، لقد واجهت الدراسة المتعلقة بعدوى الذعر المالي Shift Contagion انتقادات أكبر مقارنة مع دراسات التعريف الأول.

¹ M Landau, **Theorie et réalité des crises financiers**, Conférence et réalité des crises financières, Ecole sciences PO, 21Octobre2009, p.3 Disponible sur: http://www.supportscoursenligne.sciences-po.fr/200910/CECO1065/pdf/CECO1065_seance5bis.pdf (Consulté le 24/12/2013)

² M Landau, Op. Cit, p.p.3.4

تقدم لنا الدراسات التجريبية نتائج متشابهة إلى حد بعيد مع الدراسات التي قام بها "ماسون" و التي أهمل فيها العدوى عن طريق الهلع أو الذعر المالي. لقد بين كل من "إيشنغرين" و "روز" و "بييلوز" (1996) بأن أي مضاربة على عملة أجنبية ستؤدي إلى ارتفاع احتمال وقوع أزمة صرف بـ 8%، و بين أيضا كل من "جليك" و "روز" (1999) بأن العدوى تختلف باختلاف نوع الأزمة، و في الأخير بين كل من "كامينسكي" و "رينهات" (2000) بأن العدوى عبارة عن ظاهرة جهوية تنتقل أساسا عبر القناة البنكية أكثر من الأسواق المالية و أسواق السلع (لا يظهر خطر العدوى إلا في حالة ما إذا مست الأزمة عدد معين من اقتصاديات منطقة معينة).¹

أدى قياس معدل ترابط تطور أسعار الأصول المالية داخل الأسواق المالية إلى إظهار وجود اعتماد متبادل قوي، و هو ما يؤكد قوة ميكانيزمات العدوى المالية السائدة على المستوى الدولي.

لقد بين "ريغوبون" (2002) من خلال اعتماده على إحصائيات يومية لفترة 1994-2001 وجود معاملات ترابط بـ 56,6% بالنسبة لدول أمريكا اللاتينية، و بـ 60,8% بالنسبة لدول شرق جنوب آسيا، و بـ 41,8% بالنسبة لدول الـ OCDE.

بين أيضا كل من "فوربس" و "ريغوبون" (2000) بأن درجة العدوى تكون أكبر بالنسبة لأسواق الأصول العمومية في أمريكا اللاتينية و بصفة عامة تكون أكبر بالنسبة للدول التي تحررت ماليا حديثا، كما بين الباحثان أيضا بأن أسواق الأسهم لهذه الدول شديدة التقلب و تتأثر بشدة بالصدمات الخارجية (خاصة الحاصلة خارج منطقتها) و تتميز بترابط كبير فيما بينها.²

بات من الواضح بأن الأزمات المالية أصبحت أكثر ترددا خلال العقود الأخيرة خاصة بعد انهيار نظام بروتن وودز و تبني غالبية الدول لسياسة التحرير المالي، كما اكتسبت الأزمات المالية أيضا خلال هذه الفترة خاصية العدوى حيث لاحظنا ذلك جليا خلال الأزمة الآسيوية لعام 1997 التي اندلعت في دولة تايلندا ثم انتقلت إلى عدد كبير من دول آسيا و حتى دول أمريكا الجنوبية.

نفس الشيء تمت ملاحظته خلال الأزمة المالية لعام 2008 حيث بعد أن اندلعت الأزمة في الو.م.أ سرعان ما انتقلت إلى عدد كبير من الدول في العالم لا سيما المتقدمة منها على غرار الدول الأوروبية و اليابان.

¹ Mohamed Ayadi, Riadh Boudhina, Wajih Khallouli et René Sandretto, **La contagion de la crise asiatique: dynamiques de court terme et de long terme**, Revue: Économie internationale, N°105, 2006, p.p.114.115

² K Forbes et R Rigobon, **Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications**, National Bureau of Economic Research, document de travail, N°7885, 2000

أسفرت أبحاث العديد من الاقتصاديين عن وجود أربع نماذج لتفسير ظاهرة العدوى ألا وهي:

- نموذج الروابط الاقتصادية؛
- نموذج تعديل المحفظة الاستثمارية؛
- نموذج زيادة الوعي؛
- نموذج سلوك القطيع.

تم التوصل أيضا إلى أن الأزمات المالية في انتقالها من دولة إلى دولة أخرى تسلك نوعين من القنوات، قنوات طبيعية و قنوات غير طبيعية، و تتشكل القنوات الطبيعية من أربعة قنوات ألا وهي: التجارة الدولية، الأسواق المالية، تناسق السياسات الاقتصادية، و الصدمات الكلية و العشوائية، فيما تتشكل القنوات غير الطبيعية من أربعة قنوات رئيسية هي: التوازنات المتعددة، صدمات السيولة، العدوى السياسية، و سلوك المستثمرين.

خاتمة الفصل الأول

تبين لنا من خلال هذا الفصل بأن ظاهرة الأزمات المالية ليست بالظاهرة الحديثة حيث أظهرت العديد من الدراسات الإحصائية على غرار دراسة "شارل كندلبرغر" و دراسة "فلاديمير دومرس" بأن تاريخ ظهور أولى الأزمات المالية يعود إلى القرن الـ 17، كما بينت لنا هذه الدراسات بأن الأزمات المالية تتشابه و عاملها المشترك هو المضاربة إلا أنه محل نسيان في كل مرة نظرا لأن ما يطلق الأزمة في كل مرة مختلف باختلاف موضوع المضاربة.

حتى و إن كانت الأزمات المالية تتمتع بدرجة عالية من التقاطع و التشابك فقد صنفتها الدراسات الحديثة إلى أربعة أنواع: الأزمة البنكية أزمة، أزمة سعر الصرف، أزمة المديونية، أزمة سوق أوراق المال. لكل نوع من الأزمات المالية السابقة الذكر أسبابا خاصة به إلا أنه بالتمعن جيدا في هذه الأسباب سنجد بأنها ليست متباعدة إلى درجة كبيرة، إذ يمكن تصنيفها جميعا ضمن ثلاثة أسباب رئيسية. السبب الأول هو التحرير المالي، السبب الثاني هو الاندماج المالي، و السبب الثالث هو تعدد الابتكارات المالية.

اشتهرت الأزمات النقدية منذ القرن 17 بقدرتها على الانتقال من دولة إلى دولة أخرى و هي الظاهرة التي أطلق عليها "عدوى الأزمات المالية"، و قد ميز الباحثون الاقتصاديون بين نوعين من العدوى المالية الأولى سميت بالعدوى المحاكية "mimétique contagion" و هي العدوى التي تؤثر على المتدخلين في نفس السوق أو نفس القسم من النظام المالي و يطلق عليها أيضا تسمية "سلوك القطيع"، و النوع الثاني من العدوى المالية هو "العدوى النظامية" و يتميز هذا النوع بانتشار و انتقال الأزمة من قطاع معين إلى باقي النظام المالي.

لم يتوقف الباحثون الاقتصاديون عند أنواع العدوى المالية بل راحوا يحاولون فهم و تفسير ظاهرة العدوى، و توصلوا عبر أبحاثهم إلى عدة نتائج فسروا من خلالها الظاهرة ألا و هي:

- نموذج الروابط الاقتصادية؛
- نموذج زيادة الوعي؛
- نموذج تعديل المحفظة الاستثمارية؛
- نموذج سلوك القطيع.

يجب الإشارة في الأخير إلى أن ظاهرة الأزمات المالية في تزايد مستمر وان انتقالها بين الدول أصبح أسرع وأكبر منذ انهيار نظام "بروتن وودز"، حيث يحتم هذا الوضع السائد على كل دولة إيجاد السبل التي تحول دون وقوع هذه الأزمات أو على الأقل تسمح بمعالجتها في حال وقوعها، و تلعب البنوك المركزية بصفتها المسؤول عن السياسة النقدية دورا رئيسيا في معالجة الأزمات المالية، و هو ما سنحاول تسليط الضوء عليه في الفصل الموالي من الرسالة.

الفصل الثاني

**دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار
المالي**

مقدمة الفصل الثاني

تلجأ حكومات الدول في سعيها إلى المحافظة على استقرار نظامها المالي إلى استعمال عدة أدوات تعد أدوات السياسة النقدية أبرزها، و يعرف الاستقرار المالي بأنه تلك الحالة من الاستقرار التي تتمتع بها مختلف المؤسسات المالية و كذا مختلف العلاقات القائمة فيما بينها، و لعل ما زاد من أهميته موضوع الاستقرار المالي هي الصعوبات الكبيرة التي تلاقيها حكومات الدول عموما و بنوكها المركزية خصوصا في المحافظة على وضع الاستقرار.

عرفت مهام البنوك المركزية عدة تحولات عبر الزمن حيث سعت في كل مرة إلى التأقلم مع الظروف الاقتصادية الجديدة، و يعتبر هدف الحفاظ على استقرار الأسعار أي هدف محاربة التضخم أبرز الأهداف التي اشتهرت بها البنوك المركزية.

أدى تنامي تردد الأزمات المالية و امتدادها إلى عدد كبير من دول العالم إلى استحداث البنوك المركزية هدفا جديدا لسياستها النقدية ألا و هو هدف المحافظة على الاستقرار المالي و ما يقتضيه من معالجة الأزمات المالية في حالة نشوبها.

بالرغم من نجاح البنوك المركزية خلال العقود الأخيرة في مواجهة جل الأزمات المالية باستعمال أدوات سياستها النقدية و بالأخص أداة معدل الفائدة، إلا أن الأزمة المالية العالمية لعام 2007-2008 التي اندلعت في قطاع الرهن العقاري الأمريكي ثم انتقلت عدواها إلى دول عديدة أبانت عن محدودية و نقص فاعلية أدوات السياسة النقدية، الأمر الذي دفع البنوك المركزية إلى اللجوء لاستعمال أدوات جديدة أطلق عليها تسمية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

لقد وجهت انتقادات كثيرة للبنوك المركزية بسبب لجوئها إلى استعمال أدوات غير تقليدية بالرغم من أنها تمكنت من مواجهة (إلى حد ما) الأزمة المالية لسنة 2007-2008، و يرى عدد كبير من الاقتصاديين بأن الأدوات الجديدة للسياسة النقدية قد أسفرت عن ظهور تحديات جديدة ستضطر السياسة النقدية تجاؤها في المستقبل.

ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالتالي:

- المبحث الأول نتعرض فيه بالتحليل للسياسة النقدية حيث سنركز في هذا المبحث على تحديد أدوات السياسة النقدية المستعملة من طرف البنوك المركزية، و كذا سنسعى إلى تسليط الضوء على مختلف القنوات التي تسمح بانتقال أثر السياسة النقدية.

- المبحث الثاني نحاول فيه تحديد مفهوم الاستقرار المالي استنادا إلى واقع مصطلح الاستقرار في مجالات علمية أخرى كالفيزياء و السياسة، و سنسعى أيضا إلى الإحاطة بكل العوامل الواجب أخذها بعين الاعتبار في تعريف الاستقرار المالي كونه من المفاهيم الأكثر تعقيدا في مجال الاقتصاد. نتطرق في هذا المبحث أيضا إلى الأساليب الكمية التي تقيس الاستقرار المالي على غرار أنظمة الإنذار المبكر (EWS) بما فيها من نماذج الـ logit و الـ Probit، و كذلك اختبارات التوتر.

- المبحث الثالث نحاول من خلاله إبراز دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي من خلال إظهار الطريقة التي تطورت بها أهداف البنك المركزي بدءاً بهدف استقرار الأسعار وصولاً إلى هدف محاربة الأزمات المالية، و نقوم أيضاً في هذا المبحث بتشخيص أسباب فشل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية لاسيما أداة معدل الفائدة التي عجزت عن معالجة الأزمة المالية 2007-2008، كما نسلط الضوء على الأدوات الجديدة للسياسة النقدية التي يمكن القول عنها بأنها سمحت إلى حد ما بالوقوف في وجه هذه الأزمة المالية و نذكر هنا كل من أدوات التسيير الكمي، التسيير النوعي، و توجيه استباقات المتعاملين.

نتطرق في العنصر الأخير من المبحث إلى ما تواجهه البنوك المركزية من تحديات سواء تعلق الأمر بضعف فعالية أدواتها سياستها النقدية أو بالوضع الاقتصادي الكلي السائد.

2-1-1 - مدخل نظري للسياسة النقدية

بدأ الاهتمام بالسياسة النقدية بشكل واضح خلال القرن التاسع عشر و خاصة في فترات عدم الاستقرار الاقتصادي، فالسياسة النقدية إلى جانب السياسة المالية تمثلان طرفي السياسة الاقتصادية للدولة التي تسعى من خلالها إلى تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية.

بالرغم من حداثة مصطلح السياسة النقدية الذي ظهر في أدبيات الاقتصاد في القرن التاسع عشر فقط إلا أنه توجد العديد من الكتابات في السياسة النقدية، برزت هذه الكتابات بالأخص إبان الأزمات و فترات عدم الاستقرار الاقتصادي.

كان للتضخم الذي شهدته إسبانيا و فرنسا خاصة بسبب تدفق المعادن الثمينة عليهما و غيرها من الدول الأوروبية في القرن السادس عشر سببا لدراسة الموضوع من طرف المدارس الفكرية الاقتصادية التي كانت سائدة آنذاك، و قد كانت أيضا المشاكل المالية التي واجهت بريطانيا و الولايات المتحدة الأمريكية أسبابا أخرى لبحث السياسة النقدية.

ساهمت ابتداء من القرن التاسع عشر المشاكل المتعلقة بالأوراق النقدية و التضخم الذي شهدته عدة دول في خلق بيئة مناسبة لدراسة السياسة النقدية و في إعداد دراسات منتظمة عن مسائل السياسة النقدية.¹

سنحاول التطرق فيما يلي من عناصر إلى جوانب عدة للسياسة النقدية، بدءاً بتعريفها ثم أهدافها، أدواتها، قنوات انتشارها، وصولاً إلى علاقتها بالسياسة المالية.

2-1-1-2 - تعريف السياسة النقدية و أهدافها

قدم الاقتصاديون عدة تعاريف للسياسة النقدية جاءت في غالبيتها متشابهة و متقاربة، نفس الشيء فيما يخص أهداف السياسة النقدية حيث كان هناك إجماع بين عدد كبير من الاقتصاديين على تقسيمها إلى أهداف أولية و أهداف وسيطة و أهداف نهائية، و هو ما سنحاول إظهاره فيما يلي:

2-1-1-1-2 - تعريف السياسة النقدية

عرفها الاقتصادي "Bash G.L" بأنها ما تقوم به الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم و تركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات تجارية.²

عرفها أيضا "Kent" بأنها مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد بهدف بلوغ هدف اقتصادي معين كهدف الاستخدام الكامل.

عرفها "Prather" بأنها تشمل تنظيم عرض النقد (العملة و الائتمان المصرفي) عن طريق تدابير ملائمة تتخذها السلطات النقدية ممثلة في البنك المركزي أو الخزانة.³

¹ زكرياء الدوري و يسرى السامرائي، البنوك المركزية و السياسات النقدية، دار اليازوري، 2006، ص.185

² صالح مفتاح، النقود و السياسة النقدية، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، 2005، ص.98

³ زكرياء الدوري، مرجع سابق، ص.186

عرفها "Eduard Shapira" بأنها المهمة الرئيسية للسلطة النقدية التي تؤثر من خلالها على عرض النقد و أسعار الفائدة.¹

عرفها "عبد المنعم السيد علي" بأنها إدارة التوسع و الانكماش في حجم النقد لغرض الحصول على أهداف معينة.²

يرى "بكري أنس البكري" بأن للسياسة النقدية مفهومين أحدهما واسع و آخر ضيق، فحسب المفهوم الواسع تشمل السياسة النقدية على مختلف الأنظمة المتعلقة بالنقود و البنوك لأنها قد تؤثر في حجم النقود المتداولة، أما حسب المفهوم الضيق فهي تقتصر على الوسائل أو الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقد و بلوغ هدف معين من أهداف السياسة النقدية.³

نلاحظ مما سبق بأن هذه التعاريف قد جاءت متقاربة فيما بينها و متشابهة من حيث المضمون، حيث ركز جل الاقتصاديين على نقطة أساسية ألا و هي تحكم السياسة النقدية في العرض النقدي، و بناءً على ما سبق يمكننا أن ندرج تعريف شامل للسياسة النقدية كالآتي: السياسة النقدية هي جملة الإجراءات النقدية ذات الأهداف النقدية أو غير النقدية الهادفة إلى التأثير في العرض النقدي بصفة خاصة أو النظام النقدي بصفة عامة.

2-1-1-2 أهداف السياسة النقدية

تسعى السياسة النقدية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف و ذلك عبر التأثير على جملة من المتغيرات الاقتصادية كالنمو الاقتصادي و ميزان المدفوعات و مستوى الأسعار و أسعار الصرف.

قسم العديد من الاقتصاديين أهداف السياسة النقدية إلى ثلاث مجموعات، أولية، ثانوية، و نهائية، و سنحاول إبراز أهداف السياسة النقدية فيما يلي من نقاط:

أ - أهداف أولية: هي عبارة عن مجموعة من المتغيرات التي يحاول البنك المركزي التحكم فيها قصد التأثير على الأهداف الوسيطة، و تتكون الأهداف الأولية من مجموعتين من المتغيرات، مجموعة الإحتياطيات النقدية و مجموعة ظروف سوق النقد.

• **مجموعة الإحتياطيات النقدية:** تشمل القاعدة النقدية كل من النقود المتداولة لدى الجمهور و الإحتياطيات المصرفية، تتكون النقود المتداولة من الأوراق النقدية و النقود المساعدة و نقود الودائع، كما تتكون الإحتياطيات المصرفية من ودائع البنوك لدى البنك المركزي و الإحتياطيات الإجبارية و الإحتياطيات الإضافية و النقود الموجودة في خزائن البنوك.

¹ Edward sgapiro, **Macroeconomics analysis**, Filth Edition, Harcourt Academic Press, INC, 1982, p.589

² عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، **النقود و المصارف و الأسواق المالية**، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2003، ص.215

³ أنس البكري، وليد صافي، **النقود و البنوك**، دار المستقبل، عمان، 2009، ص.178

• **ظروف سوق النقد:** تتكون من مجموعة من المتغيرات و هي الإحتياطات الحرة و معدل الأرصدة البنكية و أسعار الفائدة في سوق النقد، و يمكن القول عموما بأن ظروف سوق النقد تشمل قدرة المقترضين و مدى تأثيرهم على نمو الائتمان.

ب- أهداف وسيطة: هي مجموعة المتغيرات النقدية القابلة للمراقبة بواسطة السلطات و التي لها علاقة بالأهداف النهائية.

لأهداف الوسيطة مجموعة من الفوائد يمكن إبرازها فيما يلي:¹

تسمح الأهداف الوسيطة بتوضيح إستراتيجية السياسة النقدية حيث يهدف البنك المركزي عبر إعلانها عن الأهداف الوسيطة إلى:

- توجيه توقعات الأعوان الاقتصاديين؛

- يلتزم البنك المركزي بالتحرك في حالة عدم تحقيق الأهداف الوسيطة؛

- تؤثر الأهداف الوسيطة على المعدلات الأساسية للفائدة سعر الصرف و المجمعات النقدية.

كان هناك تباين بين التقديين و الكينزيين في تحديد الأهداف الوسيطة، فالكينزيون ركزوا على سيولة البنوك و معدل الفائدة كهدف وسيط بينما ركز النقديون على كمية النقود و القاعدة النقدية كهدف وسيط، و عموما هناك ثلاثة أهداف وسيطة هي:

• **معدل فائدة:** تولى السلطات النقدية اهتماما كبيرا لتقلبات أسعار الفائدة نظرا لما لها من أهمية بالنسبة للمستثمرين و العائلات، فهي تمثل لهم تكلفة قروضهم و تعويضات توظيف مدخراتهم. تسعى السلطات النقدية إلى المحافظة على تغيرات معدلات الفائدة ضمن هوامش و مجالات مقبولة حول مستوى وسطي يحقق الاستقرار الاقتصادي.

تؤدي معدلات الفائدة دورا رئيسيا في تحديد مستوى استثمارات المؤسسات على الصعيد الداخلي كما تؤثر بشدة على تحركات رؤوس الأموال في الأجل القصير على المستوى الخارجي، و معدلات الفائدة أنواع أبرزها:²

- **المعدلات الرئيسية:** هي تلك المعدلات التي يقرض بها البنك المركزي البنوك التجارية كما يستند إليها في تحديد معدلات الإقراض بين البنوك، و هي تؤثر على باقي معدلات الفائدة.

- **معدلات السوق النقدية:** هي تلك المعدلات التي يتم على أساسها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل.

- **معدلات السوق المالية:** هي تلك المعدلات التي يتم على أساسها إصدار السندات.

- **معدلات التوظيف في الأجل القصير:** تستعمل في حسابات على الدفاتر، ادخار سكني... الخ.

- **المعدلات الحديثة:** هي تلك المعدلات التي تطبق على القروض الممنوحة.

¹ Disponible sur : www.9alam.com/up/do.php?down=3944 (Consulté le 02/04/2013)

² Disponible sur: www.pr.laib-walif.sitew.com/fs/_/brf8c-_03.docx (Consulté le 05/04/2013)

• **معدل صرف النقد مقابل العملات الأخرى:** تساهم السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي برفع معدل صرف النقد اتجاه العملات الأخرى، كما يلعب معدل الصرف دورا هاما في معرفة الإستراتيجية الاقتصادية و المالية لحكومة ما، و لذلك فإن الاختبار الجيد لسعر صرف ملائم له عدة نتائج أهمها:

- يشجع المحافظة على مستوى منخفض للعملة على ظهور ضغوط تضخمية و بالتالي تسجيل انخفاض نسبي لمستوى معيشة الأفراد؛

- يؤدي الحفاظ على مستوى مرتفع للعملة إلى فرض ضغوط انكماشية على الأعوان الاقتصاديين ما يؤدي إلى اختفاء بعض المؤسسات و إبطاء النمو .

• **المجمعات النقدية:** يرى النقديون بأن تثبيت معدل نمو الكتلة النقدية عند مستوى قريب من معدل نمو الاقتصاد الحقيقي هو الهدف الرئيسي للبنك المركزي أي السلطة النقدية، و يرى النقديون و على رأسهم "ملتون فريدمان" بأن كمية النقد هي الوسيط المفضل للتوازن الاقتصادي و يرجع ذلك حسبه إلى:

- يسمح تثبيت معدل نمو الكتلة النقدية بإستثناء عرض النقود من مصادر عدم الاستقرار؛
- يسمح تثبيت معدل نمو الكتلة النقدية بجعل مستويات الأسعار ثابتة في الأجل الطويل أو قريبة إلى ذلك؛

- يساعد تثبيت معدل نمو الكتلة النقدية للبنك المركزي على جعل تأثيرات مصادر الاضطرابات الأخرى عند حدها الأدنى.

تعد المجمعات النقدية من الاهتمامات الأساسية للبنك المركزي حيث يقوم بتحديداتها و حسابها و نشرها ما يجعلها في متناول الجمهور، لكن و مع ظهور الابتكارات المالية الحديثة برز مشكل رئيسي يتمثل في تحديد المجمع النقدي أو كمية النقود، و هو هل يتم اللجوء إلى المجمع النقدي الضيق M_1 أو M_2 أو هل يتم اللجوء إلى المجمع النقدي الأوسع M_3 عند وجود الابتكارات المالية.

الملاحظ هنا هو أن المجمع النقدي الأوسع M_3 هو الذي يحضى بإهتمام البنوك المركزية في الدول المتقدمة و الدول النامية أيضا.

تختلف الأهداف الوسيطة من دولة إلى أخرى حيث أن كل سلطة نقدية تستعمل معطيات و مجاميع معينة كأهداف وسيطة لسياستها النقدية، و مثال ذلك استعمال القاعدة النقدية لوحدها في ألمانيا بينما نجد الولايات المتحدة الأمريكية تستعمل كل من القاعدة النقدية و معدل الفائدة.

ج- أهداف نهائية: تأتي الأهداف النهائية للسياسة النقدية كمحصلة أو كنتيجة لتحقيق كل من الأهداف الأولية و الأهداف الوسيطة، فالسلطات النقدية تقوم أولا بتحديد الأدوات النقدية التي تستخدم في التأثير على الأهداف الأولية و من ثم التأثير على الأهداف الوسيطة قصد الوصول إلى الأهداف النهائية، و التي سنحاول إبرازها فيما يلي:¹

¹ بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص.ص.112، 113.

• **استقرار سعر صرف العملة المحلية:** يعتبر من بين الأهداف التقليدية للسياسة النقدية حيث تسعى السلطات النقدية إلى الحد من التوسع المفرط في عرض النقود و بالتالي من آثاره السلبية على قيمة العملة الوطنية، و بالمقابل سيلتزم أيضا البنك المركزي بالاحتفاظ بحجم مناسب من الإحتياطات بالعملات الأجنبية من جهة و عدم التوسع في إقراض الحكومة من جهة أخرى.

• **استقرار الأسعار:** تسعى السلطات النقدية إلى محاربة التغيرات المستمرة و العنيفة في مستوى الأسعار لما لهذه الأخيرة من تأثيرات سلبية على قيمة النقود و بالتالي آثار سلبية على مستوى الدخل و الثروات و تخصيص الموارد الاقتصادية بين الفروع الإنتاجية و بالتالي على الأداء الاقتصادي.

• **تشجيع النمو الاقتصادي:** تسعى جميع الحكومات إلى تحقيق هذا الهدف سواء كانت في دول نامية أو دول متقدمة و يقصد به زيادة مستمرة و ملائمة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي و بالتالي متوسط دخل الفرد الحقيقي.

تحدث السياسة النقدية تغيرات في الإحتياطات النقدية للبنوك التجارية و بالتالي في عرض النقود بواسطة التحكم في سعر الفائدة الذي يحدد بدوره حجم الاستثمار حيث أن السياسة النقدية التوسعية تستطيع المحافظة على سعر فائدة منخفض مما يشجع على زيادة الطلب على الائتمان و الاستثمار و النمو الاقتصادي.¹

إن تحقيق السياسة النقدية لمستوى عال من النمو الاقتصادي و المحافظة عليه مرتبط بتوفر عوامل أخرى غير نقدية كالموارد الطبيعية و القوى العاملة المؤهلة و الظروف السياسية و الاجتماعية الملائمة، و بالتالي فإنه على السياسة النقدية التنسيق مع كل هذه العوامل بالإضافة إلى السياسة المالية التي يجب أن لا تناقض السياسة النقدية.

• **تحقيق توازن ميزان المدفوعات:** يعرف ميزان المدفوعات بأنه سجل تدون فيه كل المعاملات الاقتصادية التي تتم بين مقيمين في بلد معين و بلاد أخرى خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة.²

يكون ميزان المدفوعات إيجابيا بالنسبة للدولة لما يكون ما يستلمه من العالم الخارجي بالعملة الصعبة أكبر من مدفوعاته للخارج و العكس صحيح، و تسعى كل دول العالم إلى جعل ميزان مدفوعاتها إيجابيا بغية المحافظة على ما لديها من مخزون ذهبي و من احتياطات من العملة الصعبة.

يبرز دور السياسة النقدية في تقليل عجز ميزان المدفوعات من خلال قيام البنك المركزي باستخدام أداة رفع سعر الخصم، حيث سيؤدي ذلك إلى قيام البنوك التجارية برفع أسعار الفائدة ما سيؤدي إلى انخفاض الإقبال على الائتمان الأمر الذي سينجر عنه انخفاض الأسعار لأن الطلب على السلع المعروضة قد انخفض، و بالتالي تكون النتيجة النهائية لاستخدام أداة رفع سعر الخصم هي تشجيع الصادرات و انخفاض الطلب على السلع الخارجية طالما أن الأسعار المحلية منخفضة، كما سيؤدي

¹ هيل عجمي جميل العناني، النقود و المصارف و النظرية النقدية، دار وائل للنشر و التوزيع، 2009، ص.260

² إسماعيل شلبي، التجارة الدولية، جامعة الزقازيق، مصر، 1982، ص.95

ارتفاع أسعار الفائدة أيضا إلى إغراء الأجانب و دفعهم لتوظيف أموالهم بالبنوك الوطنية أي تحقيق تدفقات من العملة الصعبة إلى الداخل و بالتالي تخفيض عجز ميزان المدفوعات.

تلعب السياسة النقدية دورا مهما في تصحيح الإختلالات التي تطرأ على ميزان المدفوعات خاصة في الحالات التي يعاني فيها الاقتصاد من معدل مرتفع للتضخم.

• **تحقيق مستوى عال من الاستخدام (العمالة):** يرى الاقتصاديون بأن مستوى العمالة الكاملة هو ذلك المستوى الذي يجد فيه كل راغب و قادر على العمل فرصة عمل، كما يعرف أيضا بأنه مستوى العمالة الذي يتحقق بفعل الاستخدام الكفء لقوى العمل مع السماح لمعدل عادي من البطالة ينتج أساسا عن التغيرات الديناميكية و الظروف الهيكلية للبنيان الاقتصادي.

تسعى الدول إلى الوصول إلى مستوى العمالة الكاملة و تجعل منها هدفا طويل الأجل و هذا نظرا لما للبطالة من آثار انكماشية في الإنتاج و الدخل و اضطرابات في العلاقات الاجتماعية، و تقوم السياسة النقدية بدور مهم في تحقيق مستوى التوظيف الكامل و بالتالي تخفيض البطالة عن طريق تقوية الطلب الكلي الفعال و زيادة الاستثمار، و لعل أبرز الأدوات التي تستعمل لبلوغ هذا الغرض هي قيام السلطات النقدية بزيادة العرض النقدي، فتتخفف أسعار الفائدة ما يؤدي إلى إقبال رجال الأعمال على الاستثمار فتتخفف البطالة (و بالتالي يزداد الاستهلاك ثم يزداد الدخل).

• **تلبية الاحتياجات المالية للنشاط الاقتصادي:** يسعى البنك المركزي إلى تلبية المتطلبات المالية لمختلف القطاعات الاقتصادية عبر توفير الائتمان اللازم لتحريك العجلة الاقتصادية و يبرز هذا الدور خصوصا في فترات الرواج حيث تحتاج فيه القطاعات الاقتصادية إلى مزيد من الائتمان.¹

• **المساهمة في تطوير المؤسسات المالية و المصرفية:** تعمل السياسة النقدية على تطوير المؤسسات البنكية و المالية و الأسواق التي تتعامل فيها هذه المؤسسات أي السوق المالي و السوق النقدي و هذا بما يكفل النهوض و تطوير الاقتصاد الوطني.

تسعى السياسة النقدية إلى بلوغ هذا الهدف عبر التأثير في عاملين أساسيين لحياة و نشاط المؤسسات المالية و البنكية ألا و هما الادخار و الاستثمار، إذ تحاول السياسة النقدية رفع معدلات الادخار بالنسبة إلى إجمالي الدخل القومي من خلال جميع الادخارات المحلية بواسطة المؤسسات المالية و البنكية القائمة في البلد، كما تحاول السياسة النقدية أيضا توجيه الاستثمارات إلى تلك القطاعات التي هي في حاجة إلى رفع معدلات نموها و بالتالي زيادة نسبة الاستثمارات إلى الدخل القومي.

• **التحكم في دائرة التقلبات الاقتصادية:** يمر اقتصاد الدول في العالم خاصة الرأسمالية منها بمراحل مختلفة مثل مرحلة الركود و مرحلة الانتعاش، و تسعى السياسة النقدية إلى إخراج الاقتصاد من مرحلة الركود عبر إتباع سياسة ائتمانية توسعية تسمح بزيادة الاستثمار و تفعل الطلب و تخلق مناصب شغل، أما في مرحلة الرواج فالسياسة النقدية تنتهج سياسة ائتمانية تقييدية للحد من الضغوطات التضخمية.

¹ نفس المرجع، ص. 96

يعد تحقيق الأهداف النهائية السابقة الذكر في نفس الوقت أمر في بالغ الصعوبة، حيث أن مختلف تلك الأهداف تكون في بعض الأحيان متعارضة و متناقضة فيما بينها. قد تلجأ الدول إلى تحقيق أهداف سياستها النقدية باستعمال أداة واحدة أو مجموعة من الأدوات، لكن لا يمكن في أي حال من الأحوال تحقيق هذه الأهداف إلا إذا كانت أدوات السياسة النقدية فعالة.¹

2-1-2- أدوات السياسة النقدية (الأدوات التقليدية)

تعتمد السياسة النقدية في تحقيق أهدافها على مجموعة من الأدوات التي تمكن البنك المركزي من التأثير و السيطرة على عرض النقود، و تسمح له بإدارة حجم الائتمان الممنوح و تحديد شروطه. يمكن تعريف أدوات السياسة النقدية بأنها تلك الوسائل و الطرق التي تستخدمها السلطات النقدية لتحقيق أهداف المجتمع الاقتصادية و النقدية، أي تلك الإجراءات النقدية و الاقتصادية و القيود الإدارية و القانونية التي تستخدمها السلطات النقدية بغية التأثير و التحكم في أهداف السياسة النقدية و التمويلية المرغوب فيها.²

اختلفت و تعددت تقسيمات و تصنيفات أدوات السياسة النقدية، فمن الباحثين من قسمها إلى كمية و نوعية، و منهم من قسمها إلى تقليدية و حديثة، كما من الباحثين أيضا من قسمها إلى مباشرة و غير مباشرة، و إلى عامة و اختيارية، و قسمت أيضا إلى انكماشية و اختيارية. بالرغم من أن كل التقسيمات منطقية و شاملة و لا تهمل أي أداة من أدوات السياسة النقدية، إلا أننا ارتأينا الاعتماد على التقسيم الأول أي الذي يقسم أدوات السياسة النقدية إلى أدوات كمية و أدوات كيفية، حيث أن هذا التقسيم هو الأكثر استعمالا من طرف الباحثين و الأكثر تداولاً في كتب الاقتصاد.

سنحاول عرض أدوات السياسة النقدية فيما يلي:

2-1-2-1-2- الأدوات الكمية للسياسة النقدية (الأدوات التقليدية)

تهدف هذه الأدوات إلى التأثير في حجم الائتمان الذي تمنحه البنوك و هذا بغض النظر عن كيفية استعمال هذا الائتمان، فأداة السياسة النقدية هنا تسعى إلى التأثير على حجم الائتمان المصرفي المقدم من قبل البنوك التجارية دون الاهتمام بنوعية الائتمان المقدم للوحدات الاقتصادية، و أبرز الأدوات الكمية المستخدمة لأداء هذا الغرض هي:

أ- **سعر إعادة الخصم:** يقصد بسعر إعادة الخصم الفائدة التي يحصل عليها البنك المركزي نظير إعادة خصمه الأوراق التجارية التي تقدمها البنوك التجارية، و كذلك نظير تقديم القروض للبنوك التجارية باعتباره الملجأ الأخير للإقراض.³

¹ نفس المرجع. ص.96

² توثيق تجربة السودان في مجال المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية، بنك السودان المركزي، ط1، الخرطوم، 2006، ص.22

³ زكرياء الدوري، مرجع سابق، ص.193

تعتبر سياسة إعادة الخصم من أقدم الأدوات التي استعملتها البنوك المركزية لرقابة الائتمان، حيث استخدم بنك إنجلترا هذه الأداة لأول مرة عام 1839¹، و تلاه في ذلك بنك فرنسا عام 1857، ثم الاحتياطي الفدرالي الأمريكي FED عام 1913، لتستعمل لأول مرة في الجزائر عام 1972.² بالرغم من إمكانية وجود بعض الاختلافات في قائمة الأوراق المالية التي يقبلها البنك المركزي في عملية إعادة الخصم إلا أنها عموماً تتكون مما يلي:³

- السندات التجارية و سندات الخزينة ؛

- سندات ممثلة لقروض متوسطة الأجل؛

- سندات محرقة لسلف على الخارج ذات أجل متوسط و طويل.

- **أثر أداة سعر إعادة الخصم:** يظهر تأثير هذه الأداة من خلال العلاقة الوثيقة الموجودة بين سعر الخصم و أسعار الفائدة في الأسواق حيث أن هذه العلاقة موجبة، أي أن زيادة سعر الخصم يؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة في الأسواق و العكس صحيح، و تعد العلاقة بين سعر الخصم و أسعار الفائدة في الأسواق محور التأثير في أسواق الائتمان إذ تعطي للبنك المركزي القدرة على التأثير.

سعر الخصم هو المتغير المستقل حيث يحدده البنك المركزي في ضوء الظروف الاقتصادية و أهداف السياسة النقدية، و أسعار الفائدة في الأسواق هي المتغير التابع في خلق البنوك التجارية للائتمان.⁴ يلجأ البنك المركزي إلى تخفيض معدل الخصم إذا أرادت السلطات النقدية التوسع في منح القروض أو الائتمان المقدم من طرف البنوك التجارية لعملائها، أما إذا أرادت السلطات النقدية تقييد حجم الائتمان فإنها تلجأ إلى رفع معدل الخصم و من ثم فإن هذه الأداة تؤدي إلى التأثير في المقدرة الإقراضية للبنوك إما بالزيادة أو بالنقصان.

إذا أراد البنك المركزي خفض مستوى عرض النقود نتيجة وصول هذا الأخير إلى مستوى غير مرغوب فيه بسبب التوسع المفرط في منح الائتمان، فإنه سيتبع سياسة نقدية انكماشية تهدف إلى تقليص الكمية الإجمالية للنقود المتداولة، و سيسعى البنك المركزي إلى تنفيذ هذه السياسة عبر رفع سعر إعادة الخصم و بالتالي رفع تكلفة القروض و السيولة التي تمنحها البنوك التجارية، مما يدفعها إلى خفض اقتراضها من البنك المركزي و بالتالي تقليص الائتمان أو القروض الممنوحة.

إن قيام البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم سيقابله في نفس الوقت قيام البنوك التجارية برفع سعر الخصم أي سعر الفائدة المقررة في السوق النقدية على القروض التي تقدمها عن طريق خصم الأوراق التجارية و المالية، أي أن البنوك التجارية تقوم بتحويل تكلفة اقتراضها من البنك المركزي إلى الأفراد و المؤسسات.

¹ هيل عجمي، مرجع سابق، ص.261

² صالح مقتاح، مرجع سابق ص.147

³ نفس المرجع. ص.147

⁴ زكرياء الدوري، مرجع سابق، ص.193

يؤدي قيام المصارف التجارية برفع تكلفة القروض الممنوحة لعملائها إلى انخفاض طلب الائتمان لأن العائد المتوقع من استثمار الأموال المقترضة سيكون أقل مما كان عليه في السابق، وبالتالي سيضع هذا الإجراء حداً للتوسع في منح الائتمان، ما من شأنه تخفيض الإنفاق النقدي و الحد من شدة الضغوط التضخمية، و هو ما يمكن توضيحه في الشكل الموالي.

الشكل رقم (16): العلاقة بين سعر إعادة الخصم و طلب العملاء على الائتمان¹



المصدر: زكرياء الدوري، مرجع سابق، ص.195

أما إذا رأت السلطات النقدية بأن هناك شح في كمية النقد المتداول فإن البنك المركزي سيتبع سياسة نقدية توسعية، حيث يلجأ إلى تخفيض سعر إعادة الخصم الأمر الذي سيشجع البنوك التجارية على التوجه نحو البنك المركزي للحصول على المزيد من السيولة، و هذا عبر تحويل جزء من أصولها المالية إلى نقود قانونية و بالتالي ستزداد إحتياطياتها النقدية و قدرتها على خلق الائتمان.

- **فعالية أداء سعر إعادة الخصم:** تمتعت هذه الأداة بأهمية خاصة منذ ظهورها في القرن 19 و إلى غاية الحرب العالمية الأولى أي الفترة التي استخدمت فيها قاعدة الذهب، و لكن بدأت هذه الأداة تفقد من أهميتها بعد هذه الفترة بسبب عدة عوامل أهمها:

¹ زكرياء الدوري، مرجع سابق، ص.195

1- أثبتت العديد من الدراسات بأن تكلفة الاقتراض تمثل نسبة ضئيلة من مجموع تكاليف الإنتاج و هذا ما يحد من أهمية مستويات أسعار الفائدة بالنسبة لرجال الأعمال و يقلل من فعالية هذه الأداة في السيطرة على الاقتراض و من ثم العرض النقدي.

2- أدى تطور المعاملات البنكية في الأسواق النقدية منذ بداية القرن العشرين إلى تراجع استعمال الكمبيالات في تسوية التعاملات التجارية و الخارجية، و هو ما أفقد أداة سعر إعادة الخصم الكثير من فعاليتها.

3- قد يتواصل إقبال رجال الأعمال على خصم أوراقهم التجارية لدى البنوك التجارية بالرغم من قيام هذه الأخيرة برفع أسعار فائدتها و بالتالي ستواصل البنوك التجارية هي الأخرى خصم الأوراق التجارية لدى البنك المركزي، و قد فسرت هذه الحالة بالتفاؤل السائد لدى رجال الأعمال و توقعهم بتحقيق أرباح كبيرة.

مما سبق يمكن القول بأنه لم يعد لأداة إعادة الخصم نفس المكانة التي حظيت بها في السابق، يعود ذلك إلى فقدانها الكثير من فعاليتها بسبب الأسباب المذكورة أعلاه من جهة و بسبب ظهور وسائل و أدوات جديدة تستطيع البنوك التأثير بها على حجم الائتمان من جهة أخرى.

ب- أداة السوق المفتوحة: تعد هذه الأداة من أهم أدوات السياسة النقدية بالنسبة لعدد كبير من الدول في العالم خاصة المتقدمة منها، و قد تم استخدام هذه الأداة لأول مرة عام 1930 بعد فشل أداة سعر إعادة الخصم من طرف إنجلترا و الولايات المتحدة الأمريكية.¹

تتجلى هذه الأداة في تدخل البنك المركزي في السوق المالي بائعاً أو مشترياً للسندات الحكومية و الأوراق المالية، و هناك إجماع بين الاقتصاديين على أن عمليات السوق المفتوحة هي الأداة الرئيسية التي تسمح للسلطة النقدية بحقن أو امتصاص النقود خلال فترة زمنية و هذا خاصة في الدول التي تملك سوق مالية متطورة.²

- **أثر أداة السوق المفتوحة:** يسعى البنك المركزي من خلال استخدامه لأداة السوق المفتوحة إلى التأثير في حجم النقد المتداول و على قدرة البنوك التجارية في خلق الائتمان.

إن قيام البنك المركزي ببيع السندات الحكومية و أدونات الخزينة في السوق المالي سيؤدي إلى خفض كمية النقد المتداول، بينما يؤدي قيام البنك المركزي بشراء السندات الحكومية و أدونات الخزينة إلى زيادة كمية النقد المتداول، ففي حالة البيع تنخفض قدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان و في حالة الشراء تزداد قدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان.

يسمح استخدام أداة السوق المفتوحة بعلاج المشاكل التي قد يواجهها الاقتصاد كحالات الركود الاقتصادي و حالات التضخم، إذ يقوم البنك المركزي في حالة الركود الاقتصادي بشراء السندات الحكومية و أدونات الخزينة بغية زيادة كمية النقد المتداول و من ثم رفع قدرة البنوك التجارية على منح

¹ نفس المرجع، ص. 204.

² جمال خريس، مرجع سابق، ص. 112.

الائتمان، ما يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمارات و خلق مناصب شغل و زيادة الدخل القومي، و في مقابل ذلك يقوم البنك المركزي في فترات التضخم ببيع السندات الحكومية و أدوات الخزينة للبنوك التجارية و للجمهور بغية خفض كمية النقد المتداولة و بالتالي انخفاض الطلب الكمي و مستويات الأسعار.¹

- **فعالية أداة السوق المفتوحة:** بات من الواضح أن أداة السوق المفتوحة تتفوق على غيرها من الأدوات المتواجدة في حوزة السلطات النقدية، و هذا لتمييزها بخاصية أساسية ألا و هي خاصية المرونة حيث يستطيع البنك المركزي بيع كميات كبيرة من الأوراق المالية خلال فترات قصيرة، كما أن البنك المركزي يملك قرار الدخول في السوق بائعاً أو مشترياً ما يسمح له بالسيطرة على الائتمان.² بالرغم من فعالية هذه الأداة في التأثير على كمية النقد المتداول إلا أنه هناك مجموعة من العوامل التي قد تحد من فعالية هذه الأداة، و يمكن ذكر هذه العوامل في النقاط التالية:

- قد لا تتبع زيادة الإحتياطيات النقدية لدى البنوك التجارية أي زيادة قدرتها على منح القروض بتسجيل ارتفاع في الطلب على الائتمان و هذا بسبب حالة التشاؤم التي تسود رجال الأعمال؛
- يجب توفر عدد كبير من الأوراق المالية في السوق حتى تكون هذه الأداة فعالة.

ج- **أداة نسبة الإحتياطي الإجباري:** تحتفظ البنوك التجارية بأرصدة نقدية في صناديقها لمواجهة السحوبات اليومية للعملاء على ودائعهم، كذلك تلتزم البنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة معينة من ودائعها كإحتياطي لدى البنك المركزي حيث كان الهدف في البداية حماية المودعين ضد أخطاء تصرفات البنوك التجارية، ثم أصبحت وسيلة فنية من شأنها التأثير في قدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان.³

يعتبر استعمال أداة نسبة الإحتياطي القانوني كأداة للرقابة على الائتمان حديث نسبياً، حيث ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال تعديلات في قانون الإحتياط الاتحادي عامي 1933 و 1935.

- **أثر أداة نسبة الإحتياطي الإجباري:** تلجأ البنوك المركزية إلى أداة الإحتياطي الإجباري من أجل بلوغ أهداف السياسة النقدية و من أجل حماية البنوك التجارية حتى لا تتوسع بدرجة كبيرة في منح الائتمان.

إذا رأى البنك المركزي بأن الإقتصاد يعيش مرحلة كساد و كان يهدف إلى توفير حجم أكبر من الائتمان لتشجيع الاستثمار فإنه سيسعى إلى إتباع سياسة نقدية توسعية من خلال القيام بتخفيض نسبة الإحتياطي الإجباري، ما سيسمح بزيادة الإحتياطيات النقدية لدى البنوك التجارية و بالتالي تزداد قدرة هذه الأخيرة على منح الائتمان.

¹ زكرياء الدوري، مرجع سابق، ص.ص. 205، 206.

² صالح مفتاح، مرجع سابق، ص.ص. 153، 152.

³ أنس البكري، مرجع سابق، ص. 189.

أما إذا رأى البنك المركزي بأن هناك ضغوطات تضخمية فإنه سيسعى إلى إتباع سياسة نقدية انكماشية و هذا باللجوء إلى رفع نسبة الإحتياطي الإجباري ما سيؤدي إلى انخفاض قدرتها على منح الائتمان و بالتالي انخفاض الاستثمار و الطلب و في الأخير الأسعار.¹

تسمح أداة نسبة الإحتياطي الإجباري للبنك المركزي التحكم في إحتياطات البنوك التجارية الناتجة عن دخول رؤوس أموال أجنبية إلى البلد، حيث أن رفع النسبة يؤدي إلى تجميد مبلغ أكبر من إحتياطات البنوك و بالتالي الحد من قدرتها على منح الائتمان، أما في حالة خروج رؤوس الأموال إلى خارج الوطن فإن البنك المركزي سيقوم بخفض نسبة الإحتياطي، ما سيدفع البنوك التجارية إلى جلب أموالها الموظفة في الخارج و من ثم المساهمة في معالجة اختلال ميزان المدفوعات.²

- **فعالية أداة نسبة الإحتياطي الإجباري:** تعتبر هذه الأداة الأكثر فعالية إذا ما قورنت بأداة سعر إعادة الخصم و أداة السوق المفتوحة خاصة في البلدان النامية التي تفتقر إلى أسواق نقدية و مالية متطورة، بالرغم من ذلك فقد تعرضت هذه الأداة إلى عدة انتقادات نذكر أهمها فيما يلي:

- 1- قد يكون تأثير هذه الأداة على حجم الائتمان محدودا خاصة إذا كان للبنوك التجارية إحتياطات فائضة تسمح لها بتغطية الارتفاع في نسبة الإحتياطي الإجباري؛
- 2- معاملة هذه الأداة لكل البنوك التجارية على حد سواء بغض النظر عن حجم البنك و درجة العسر المالي و هو ما أكسبها صفة قلة المرونة؛
- 3- لا تؤثر هذه الأداة على المؤسسات المالية غير المصرفية مثل شركات التأمين و البنوك المتخصصة و شركات التأمين؛
- 4- يؤدي اللجوء المتكرر في فترات قصيرة لاستعمال هذه الأداة إلى اضطراب عمل البنوك التجارية.

2-1-2- الأداة الكيفية للسياسة النقدية (الأدوات التقليدية)

تلجأ السلطات النقدية إلى استخدام الأدوات الكيفية أو غير المباشرة للسياسة النقدية بهدف التأثير على نوعية الائتمان و كلفته و حجم القروض الممنوحة إلى قطاعات معينة في الاقتصاد. إن استعمال الأدوات الكمية للسياسة النقدية يسمح للبنك المركزي بالتحكم في توزيع الائتمان بين مختلف الأنشطة المكونة للاقتصاد الوطني بما يتماشى و الأهداف المسطرة حيث قد يقدم البنك المركزي على تسهيل شروط حصول المشروعات الزراعية و الصناعية للقروض و يعسر من هذه الشروط بالنسبة للمشروعات الاستهلاكية، و بالتالي يتم تشجيع أنواع معينة من المشاريع على حساب أنواع أخرى.

يمكن توضيح أبرز الأدوات الكمية التي قد يلجأ إليها البنك المركزي فيما يلي:

أ- **هامش القروض المضمونة بسندات:** قد تتحكم السلطات النقدية في التمويل البنكي من خلال تنظيم منح التمويل البنكي بضمان السندات عن طريق تحديد الهامش المطلوب لمنح القرض، حيث

¹ زكرياء الدوري، مرجع سابق، ص. 211

² هيل العجمي، مرجع سابق، ص. 268

عادة ما يقوم المتعاملين في الأسواق المالية و البنكية بتقديم السندات المملوكة لديهم كضمان للبنوك التجارية من أجل الحصول على التمويل البنكي.

إن البنوك التجارية في تعاملها مع هذا النوع من التمويل بضمان السندات لا تمنح المقرضين تمويلاً يعادل القيمة الاسمية للسندات و إنما تحتفظ بهامش يمثل نسبة من قيمة كل سند يستعمل كاحتياط في حالة انخفاض سعر السند، فإذا أراد البنك المركزي تخفيض حجم التمويل البنكي الممنوح بضمان السندات فإنه سيقوم برفع نسبة الهامش المطلوب، و يقوم بالعكس إذا كان الهدف هو رفع نسبة التمويل البنكي.¹

ب - تنظيم الائتمان الاستهلاكي: تحصل الأسر أحياناً على قروض بنكية تمكنها من تمويل مشترياتها من السلع و الخدمات على أن يتم تسديد هذه القروض على أقساط متفق عليها. يقوم البنك المركزي بتنظيم التمويل البنكي المقدم للمستهلكين عن طريق تغيير نسبة القسط الأول أو فترة السداد، فرفع مبلغ القسط الأول يؤدي إلى انخفاض الائتمان المقدم لشراء السلع الاستهلاكية، و كذلك تقصير مدة السداد و زيادة قيمة الأقساط سيقصص حجم الائتمان الممنوح. يمكن عموماً تحديد أبرز الإجراءات التي يستخدمها البنك المركزي لتنظيم بيع السلع الاستهلاكية عن طريق التقسيط فيما يلي:

- سيؤدي قيام البنك المركزي برفع الدفعة الأولى إلى هبوط الطلب على الائتمان لشراء السلع، و يحدث العكس في حالة تخفيض قيمة الدفعة الأولى؛
- سيؤدي قيام البنك المركزي بتحديد مدة قصيرة لسداد القرض إلى ارتفاع قيمة القسط مما يؤدي إلى هبوط الطلب على الائتمان، و يحدث العكس في حالة زيادة مدة السداد حيث تنخفض قيمة القسط ما يؤدي إلى زيادة الطلب على الائتمان.²

ج - تغيير شروط الإحتياطي القانوني: تقتصر هذه الأداة على قيام السلطة النقدية بتغيير شروط الإحتياطي القانوني و ليس نسبة الإحتياطي القانوني كما هو عليه الحال في الأدوات الكمية للسياسة النقدية، فالبنك المركزي قد يستعمل ما يسمى بالقروض الخاصة من أجل تشجيع صناعة معينة ما يسمح لمؤسسات تلك الصناعة بإقراض مبالغ تفوق قدرتها الإقراضية عكس المؤسسات الأخرى التي تلتزم بإقراض مبالغ مساوية لما تبقى لها بعد دفع الإحتياطي القانوني.

د - الودائع المشروطة من أجل الاستيراد: يلجأ البنك المركزي إلى هذه الأداة عادة من أجل الحد من الواردات و امتصاص جزء من السيولة المتداولة، فيقوم المستوردين بإيداع المبالغ اللازمة لتسديد الواردات على شكل ودائع لدى البنك المركزي و عادة ما يكون مصدر هذه الودائع هو قروض تقدمها البنوك التجارية للمستوردين، لكن و من أجل تخفيض حجم الواردات و امتصاص جزء من السيولة

¹ توثيق تجربة السودان في مجال المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية، بنك السودان المركزي، ط1، الخرطوم، 2006، ص.27

² هيل عجمي، مرجع سابق، ص.271

يقوم البنك المركزي بتخفيض قيمة القروض البنكية التي يمكن للبنوك التجارية أن تقرضها للمستوردين ما يجبرهم على استعمال أموالهم الخاصة بدلا من القروض البنكية.¹

هـ- النسبة الدنيا من السيولة: قد يلجأ البنك المركزي في بعض الحالات من أجل تخفيض الكتلة النقدية المتداولة إلى استعمال هذه الأداة التي تتمثل في إجبار البنوك التجارية على الاحتفاظ بنسبة معينة (دنيا) من سيولة (أصول معينة) تجنباً لإفراط البنوك في الإقراض.

و- فرض أسعار تفضيلية لإعادة الخصم: يلجأ البنك المركزي إلى استعمال هذه الأداة قصد التأثير على بعض الأنشطة الاقتصادية حيث يشجع بعضها دون البعض الآخر عن طريق خفض أو رفع سعر إعادة الخصم على القروض، وهذا حسب الأوضاع الاقتصادية انكماشية كانت أو تضخمية.

ي- اشتراط البنك المركزي الحصول على موافقته: عندما يتعلق الأمر بمنح قروض تتجاوز قيمتها حداً معيناً.

ف- التمييز في معدلات الفائدة: يقوم البنك المركزي بواسطة هذه الأداة بتخفيض أسعار الفائدة على القروض المقدمة لقطاعات تريد الدولة تشجيعها، و نلاحظ بأن هذه الأداة عادة ما تستعمل لتشجيع القطاع الفلاحي و الصناعات الصغيرة و الحرفيين.

قد يلجأ البنك المركزي إلى استعمال أدوات أخرى إلى جانب كل من الأدوات الكمية و الأدوات الكيفية تسمى بالتعليمات المباشرة.

2-1-3- التعليمات المباشرة

يلجأ البنك المركزي إلى استعمال هذه الأدوات في حالة عدم التمكن من تحقيق أهداف السياسة النقدية باستخدام كل من الأدوات الكمية و الكيفية، أو في حالة رغبة البنك المركزي في زيادة فعاليتها. يسعى البنك المركزي للتأثير على أداء البنوك التجارية التي تعد جزءاً أساسياً في سياسة توجيه الائتمان من خلال تقديم النصائح و الإرشاد و المشورة، و عادة ما تكون هذه النصائح و الإرشادات بأسلوب الإقناع المعنوي (الأدبي) أو عبر تعليمات مباشرة ملزمة للبنوك التجارية.

أ- الإقناع المعنوي (الأدبي): يستعمل البنك المركزي هذه الأداة عندما يلاحظ بأن البنوك التجارية تسير عكس الاتجاه الذي يرغب فيه، و هذا عن طريق قيام البنك بترجي و مناشدة البنوك التجارية من أجل التعاون لتنفيذ سياسة نقدية معينة.

يتجلى استعمال البنك المركزي لهذه الأداة من خلال استدعائه لمدراء البنوك التجارية بغية التحدث معهم و حثهم على تغليب المصلحة العامة على المصلحة الخاصة، فإذا لاحظ البنك المركزي بأن توسع البنوك التجارية في منح الائتمان لا يخدم المصلحة العامة فإنه سيطلب منها تخفيض حجم الائتمان من دون اللجوء إلى تطبيق الأدوات الكمية للسياسة النقدية المذكورة سابقاً، و نظراً للعلاقة

¹ سعيد سامي الحلاق، سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العلجوني، النقود و البنوك و المصارف المركزية، دار اليازوري، عمان، 2010، ص.162

المتينة التي تربط البنك المركزي و البنوك التجارية كونه بنك البنوك و الملجأ الأخير للإقراض فإن البنوك التجارية تكون ملزمة بقبول تعليمات و إرشادات البنك المركزي.¹

ب- الإعلام: تقتضي هذه الأداة قيام البنك المركزي بتقديم حالة الاقتصاد الوطني للرأي العام من خلال عرض الحقائق و الأرقام و الإحصائيات سعياً لتبوير تبني سياسة ائتمان معينة دون أخرى، و تستطيع أيضاً التأثير في عرض النقود بواسطة قرارات استئصال الودائع و التسهيلات التي تمنحها من جهة أخرى.

إن إطلاع البنوك التجارية على مختلف الحقائق الخاصة بالاقتصاد الوطني يجعلهم يتبعون موقفاً لا يتجاهل هذه الوقائع و بالتالي يتماشى مع توجهات البنك المركزي.²

1-3-3-1- السياسة النقدية في إطار الاقتصاد الكلي

سنحاول إظهار واقع السياسة النقدية في الاقتصاد الكلي من خلال التعرض إلى علاقة السياسة النقدية مع عدة متغيرات على مستوى الاقتصاد الكلي ألا و هي: مضاعف عرض النقود، التوازن العام، سوق السندات، ميزان المدفوعات.

1-3-1-2- السياسة النقدية و مضاعف عرض النقود

عرف مضاعف عرض النقود في الكثير من الكتابات و الأعمال بأنه عدد مرات تضاعف العرض النقدي إثر قيام البنك المركزي بتغيير القاعدة النقدية بواسطة عمليات السوق المفتوحة، و هو بذلك يعبر عن النسبة بين الودائع الجديدة و الزيادة في الإحتياطي حيث أنه بإمكان النظام البنكي تحويل كل زيادة في الإحتياطي إلى مبالغ مضاعفة من الودائع و النقود المصرفية.³

يتأثر عرض النقود بممارسات كل من الجمهور و البنوك التجارية و البنك المركزي، فالبنوك التجارية تخضع لأوامر و تعليمات البنك المركزي فيما يتعلق بإدارة أصولها و إلتزاماتها، كما أن المودعين بدورهم و المقترضون يخضعون للسياسة النقدية التي ينتهجها البنك المركزي، ضف إلى ذلك أن المودعون يؤثرون على قدرات البنوك التجارية فيما يتعلق بسياسات الائتمان.

يمكن حساب مضاعف عرض النقود باستعمال ثلاثة صيغ رياضية كالآتي:

أ- مضاعف عرض النقود بالمعنى الضيق:

$$M = C + D \dots\dots\dots(1)$$

C: المبالغ التي يحتفظ بها الجمهور على شكل نقد وهي جزء من إجمالي الودائع الجارية K؛

D: الودائع الجارية بالعملة المحلية.

تتكون القاعدة النقدية مما يلي:

$$B = C + E + rd + rt \dots\dots\dots(3)$$

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص.82

² ضياء مجيد الموسوي، الإصلاح النقدي، دار الفكر، الجزائر، ط1، 1993، ص.39

³ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص.217

حيث:

B: القاعدة النقدية؛

E: الإحتياطيات الفائضة التي يحتفظ بها البنوك التجارية على شكل نقدي لديها أو لدى البنك المركزي؛

rd: المبلغ الذي تقتطعه البنوك من إحتياطياتها النقدية للإيفاء بالإحتياطي الإلزامي على الودائع الجارية بالعملة المحلية؛

rt: المبلغ الذي تقتطعه البنوك من إحتياطياتها النقدية للإيفاء بالإحتياطي الإلزامي على ودائع التوفير و لأجل بالعملة المحلية.

$$B = KD + eD + rdD + rtTD \dots\dots\dots(3)$$

حيث C=KD : المبالغ التي يحتفظ بها الجمهور على شكل نقد و هي جزء من إجمالي ودائعه الجارية؛

E=eD: المبالغ من الإحتياطيات الفائضة التي تحتفظ بها البنوك و هي جزء من (e) من إجمالي ودائع الجمهور لديها؛

T: ودائع التوفير و لأجل بالعملة المحلية.

من المعادلة (3) نحصل على:

$$D = B \left(\frac{1}{K+e+rd=rtT} \right) \dots\dots\dots(4)$$

نعوض عن قيمة (D) في المعادلة (4) في المعادلة (1).

$$M_1 = C + B \left(\frac{1}{K+e+rd=rtT} \right) \dots\dots\dots(5)$$

نعوض عن قيمة (C) في المعادلة (5).

$$M_1 = K \left(\frac{1}{K+e+rd=rtT} \right) B + B \left(\frac{1}{K+e+rd=rtT} \right) \dots\dots\dots(6)$$

إذن مضاعف عرض النقود بالمعنى الضيق:

$$M_1 = B \left(\frac{1+K}{K+e+rd=rtT} \right) \dots\dots\dots(7)$$

ب- مضاعف عرض النقود بالمعنى الواسع:

$$M_2 = M_1 + T \dots\dots\dots(1)$$

$$M_2 = C + D + T \dots\dots\dots(2)$$

حيث T: ودائع التوفير و لأجل بالعملة المحلية

نعوض قيم C، D، T في المعادلة (2) فنحصل على:

$$M_2 = K \left(\frac{1}{K+e+rd=rtT} \right) B + B \left(\frac{1}{K+e+rd=rtT} \right) + T \left(\frac{1}{K+e+rd=rtT} \right) \dots\dots(3)$$

و بالتالي مضاعف عرض النقود بالمعنى الواسع هو:

$$M_2 = B \left(\frac{1+K+t}{K+e+rd=rtT} \right) \dots\dots\dots(4)$$

ج- مضاعف عرض النقود بالمعنى الأوسع:

$$M_3 = M_2 + H \dots\dots\dots (1)$$

$$M_3 = C + D + T + H \dots\dots\dots(2)$$

حيث: $hD=H$ و هي المبالغ التي يحتفظ بها الجمهور على شكل أوراق مالية (الشكل الآخر للنقود) و هي جزء من إجمالي ودائعه من الموجودات الأخرى.

بتعويض قيم H ، T ، C ، D نحصل على:

$$M_3 = K \left(\frac{1}{K+e+rd=rtT} \right) B + B \left(\frac{1}{K+e+rd=rtT} \right) + T \left(\frac{1}{K+e+rd=rtT} \right) + h \left(\frac{1}{K+e+rd=rtT} \right) \dots\dots\dots(3)$$

و بالتالي مضاعف عرض النقود بالمعنى الأوسع هو:

$$M_3 = B \left(\frac{1+K+t+h}{K+e+rd=rtT} \right) \dots\dots\dots(4)$$

نستنتج مما سبق بأن العرض النقدي يتأثر بعاملين أساسيين هما القاعدة النقدية و مضاعف عرض النقود اللذان يتأثران بدورهما بعدة عوامل أخرى.

تتأثر القاعدة النقدية بسياسات البنك المركزي التي يمكنها التأثير على إحتياطات البنوك التجارية و الجمهور، في حين يتأثر مضاعف عرض النقود بنسبة الإحتياطي الإلزامي على ودائع التوفير و لأجل و كذا نسبة الإحتياطي الفائض إلى إجمالي الودائع¹.

2-3-1-2- السياسة النقدية و التوازن العام

ظل الفكر الاقتصادي الكلاسيكي سائدا و مقبولا إلى غاية بداية الثلاثينات من القرن الماضي حيث فصل بين المتغيرات النقدية للاقتصاد و بين المتغيرات الحقيقية للاقتصاد كالدخل و التشغيل و سعر الفائدة و أقر بعدم فعالية السياسة النقدية.

أدت الأزمة الاقتصادية العالمية لعام 1929 إلى ظهور فكر اقتصادي جديد حاول الربط بين المتغيرات النقدية و المتغيرات الحقيقية، و يعتبر الاقتصادي البريطاني "جون ماينار كينز" أول من ربط بين القطاع النقدي و القطاع الحقيقي و جمع بينهما في نظرية واحدة.

يعتبر الاقتصادي الانجليزي "هيكس" أول من اعتمد على النموذج الكينزي القائم على استخدام سعر الفائدة و الدخل من أجل الوصول إلى نموذج التوازن العام الذي يتحقق عندما يكون هناك توازن بين منحنى التوازن النقدي (LM) و منحنى التوازن السلعي (IS).

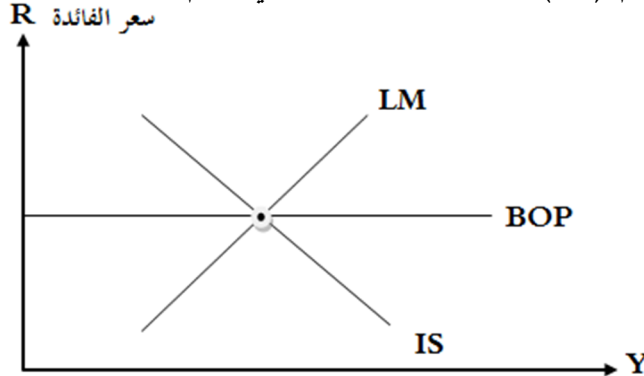
قبل التطرق إلى كيفية تحقيق التوازن الكلي نبين أولا مختلف القطاعات التي تكون الاقتصاد الكلي:

¹ سيف سعيد السويدي، النقود و البنوك، ط3، جامعة قطر، 2002، ص.207

- 1- قطاع السلع و الخدمات: و هو ما يسمى بالقطاع الحقيقي و يتمثل في سوق المنتجات، و هو عبارة عن مجموع أسواق السلع و الخدمات المنتجة في البلد.
 - 2- القطاع النقدي: يتمثل في سوق النقود أو سوق الائتمان.
 - 3- القطاع الخارجي: يشمل جميع المعاملات الحقيقية من صادرات و واردات سلعية و خدمية و معاملات نقدية مع الدول الأخرى.
- لا يتحقق التوازن الكلي العام إلا إذا تحقق التوازن في جميع الأسواق المذكورة أعلاه و هذا يتطلب ما يلي:¹

- يتطلب التوازن في القطاع الحقيقي تساوي الطلب الكلي مع عرض السلع و الخدمات أو تحقق الشرط البديل الذي يقتضي تساوي الاستثمار المخطط مع الادخار المخطط، و يمثل حالة التوازن في هذا السوق المنحني IS و أي نقطة على هذا المنحني تمثل توليفة من الدخل (Y) و سعر الفائدة (R) و تجعل السوق في توازن.
 - يتطلب التوازن في القطاع النقدي تساوي عرض النقود مع الطلب عليها أو تساوي عرض الأموال القابلة للاقتراض مع الطلب عليها، و تمثل حالة التوازن في هذا السوق بالمنحني LM و أي نقطة على هذا المنحني تمثل توليفة من الدخل (Y) و سعر الفائدة (R) تجعل السوق في توازن.
 - يتطلب التوازن في القطاع الخارجي تساوي صافي قيمة الصادرات الحقيقية مع صافي التدفقات المالية، و يتحقق هذا في حالة توازن ميزان المدفوعات الخارجية و توازن سوق العملات الأجنبية، و تمثل حالة التوازن في هذا القطاع بالمنحني Bop.
- يتحقق التوازن في القطاع الحقيقي أي سوق المنتجات بتساوي العرض الكلي و الطلب الكلي حيث أعطى "كينز" أهمية خاصة لجانب الطلب الكلي في تقرير المستوى التوازني للإنتاج.
- إن وضع المنحنيات الثلاثة Bop-IS-LM في شكل واحد يسمح لنا بإظهار توليفة مثلى من الدخل و سعر الفائدة يتحقق فيها التوازن الكلي العام، و يمكن توضيح ما سبق ذكره في الشكل الآتي:

الشكل رقم (17): منحنيات التوازن الكلي العام IS و LM و Bop

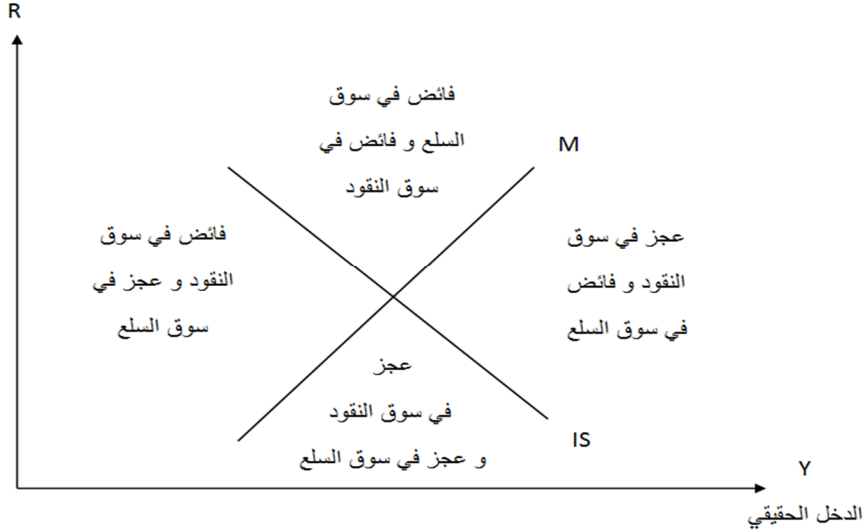


المصدر: عبد المنعم السيد علي، مرجع سابق، ص. 335.

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص. 71.

تلعب السياسة النقدية دور بالغ الأهمية في التأثير على وضع التوازن العام حيث أن تغيرات عرض النقود تؤدي إلى إحداث تغيرات في الدخل و سعر الفائدة و هما العاملين اللذان يشكلان منحنيات الأسواق الثلاثة. نعني بالتوازن العام تلك النقطة التي يتجه إليها كل من سوق النقد أو السلع في حالة تعرضها إلى هزات أو صدمات، حيث أنه هناك قوى ذاتية في السوقين تدفعها باتجاه نقطة التوازن، و عموماً يمكن توضيح حالات عدم التوازن في الشكل الموالي:

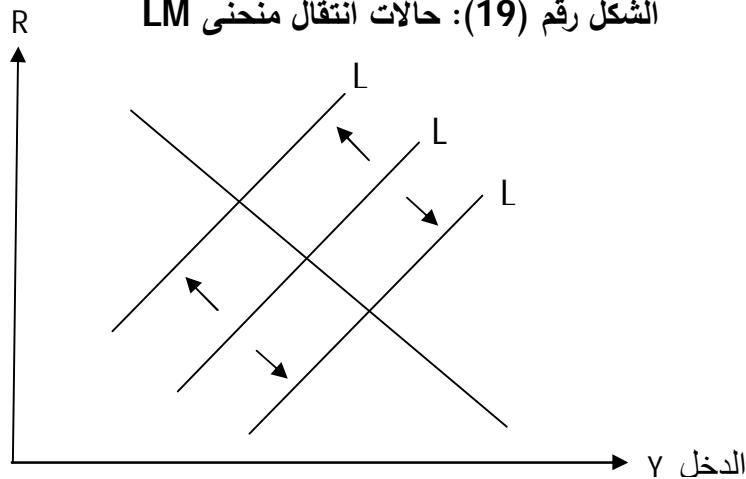
الشكل رقم (18): حالات عدم التوازن في سوق النقد و في سوق السلع



المصدر: سيف سعيد السويدي، النقود و البنوك، جامعة قطر، الطبعة الثالثة، قطر، 2002، ص.290

تؤدي السياسة النقدية من خلال ما تحدثه من تغيرات في عرض النقود إلى التأثير على أسعار الفائدة، حيث أن إتباع سياسة نقدية توسعية سيؤدي إلى تخفيض الاحتياطي الإلزامي و سيشجع البنوك التجارية على منح تسهيلات ائتمانية، و هو ما يمثل بيانياً بانتقال المنحنى (LM) نحو اليمين، و يحدث العكس في حالة إتباع البنك المركزي لسياسة نقدية انكماشية¹، و هو ما يمكن ملاحظته في الشكل رقم (19).

الشكل رقم (19): حالات انتقال منحنى LM



المصدر: عباس كاظم الدعي، سياسات النقدية والمالية (واداء سوق الأوراق المالية)، الطبعة رقم 1، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، العراق، 2010، ص.73

¹ عباس كاظم الدعي، مرجع سابق، ص.73

هناك عدة عوامل تؤدي إلى انتقال منحنى (LM) سواء يميناً أو يساراً يمكن حصرها في النقاط التالية:
1- قرارات البنك المركزي فيما يتعلق بعرض النقود حيث أن زيادة عرض النقود تؤدي إلى انتقال (LM) إلى اليمين فيرتفع الدخل الحقيقي و ينخفض سعر الفائدة التوازني، أما انخفاض عرض النقود فيؤدي إلى انتقال منحنى (LM) إلى اليسار؛

2- قرارات الجهاز البنكي التجاري بالنسبة لإدارة احتياطاته البنكية خاصة بالنسبة لاستخدام الاحتياطيات الفائضة في منح القروض، فتوجه سياسة الجهاز البنكي التجاري نحو زيادة الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية الفائضة ستؤثر على عرض النقود نظراً لعدم استخدام هذه الاحتياطيات في منح القروض ما يجعل منحنى (LM) ينتقل نحو اليسار، و يحدث عكس ذلك في حالة تخفيض الجهاز البنكي التجاري لحجم الاحتياطيات الفائضة المحتفظ بها.

3- قرارات الجمهور بالنسبة لتوزيع المحفظة حيث أن أي قرار ذاتي في هذا المجال سيؤثر على طلب الجمهور على النقود و بالتالي سيؤدي إلى انتقال (LM).

يميل الجمهور إلى الاحتفاظ بالثروة بأشكال أخرى غير نقدية إذا ازدادت مخاطر التضخم و تدهورت قيمة النقود، هذا ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود بدافع المحافظة على قيمة الثروة و يؤدي إلى انتقال منحنى (LM) نحو اليمين، كما يحدث العكس في حالات أخرى كحالة الحروب التي تزعزع الثقة في الأسواق المالية، حيث يتجه الجمهور نحو الاحتفاظ بأرصدة نقدية أكبر بدلاً عن الاستثمار في الأوراق المالية ما يجعل منحنى (LM) يميل نحو اليسار.

2-3-3-1-3- السياسة النقدية و سوق السندات

عادة ما يتم الحكم على السياسة النقدية بأنها توسعية أو انكماشية من خلال التغيرات التي يشهدها سعر الفائدة، فانخفاض سعر الفائدة يدل على أن السياسة النقدية توسعية، في حين أن ارتفاع سعر الفائدة يدل على أن السياسة النقدية انكماشية، و قد لا يعكس بالضرورة اتجاه سعر الفائدة توجهات السياسة النقدية حيث قد تتغير أسعار الفائدة نتيجة عوامل أخرى غير نقدية.¹

تخضع أسعار السندات بدرجة كبيرة للتقلبات التي تعرفها أسعار الفائدة حيث هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة الجاري أو السوقي و بين سعر السندات، إذ يؤدي انخفاض سعر الفائدة على السندات إلى انخفاض تكلفة الاقتراض للجهة المصدرة للسندات ما يدفع الجهات المصدرة إلى زيادة إصدار السندات أي أن عدد السندات المعروضة سيزداد، بينما سيحدث العكس في حالة ما إذا كانت أسعار الفائدة على السندات مرتفعة حيث تقلل المؤسسات من الاقتراض عبر إصدار السندات و تتوجه إلى مصادر أخرى أقل تكلفة.

لا يتوقف تأثير السياسة النقدية على أسعار الفائدة فقط بل يتعدى إلى عدة متغيرات اقتصادية أخرى كالاستثمار و الدخل و الاستهلاك و أسعار الفائدة، كما أن السياسة النقدية في علاقة أيضاً مع

¹ أحمد أبريهي، ميزان المدفوعات و التغير النقدي و الإنفاق العام، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة بغداد، 1991، ص.120

العجز الحكومي الذي عادة ما تموله الحكومة من خلال الاقتراض من الأفراد أو البنوك التجارية أو البنك المركزي أو عن طريق إصدار سندات حكومية.

إن لجوء الحكومة إلى بيع سندات للأفراد و البنوك التجارية من أجل تمويل عجزها سيؤدي إلى انخفاض عرض النقود لكنه سرعان ما يعود إلى مستواه الأول عندما تباشر الحكومة إنفاق إيراداتها و بالتالي لا يتغير صافي عرض النقود، أما إذا لجأت الحكومة إلى بيع سندات للبنك المركزي فهنا تحصل زيادة عرض النقود بمقدار يعادل تغير القاعدة النقدية أي يساوي حجم مبيعات السندات مضروباً في مضاعف النقود.

2-1-3-4- السياسة النقدية و ميزان المدفوعات

للسياسة النقدية دور بالغ الأهمية في تصحيح اختلال ميزان المدفوعات من جهة و في معالجة تقلبات أسعار الصرف من جهة أخرى، حيث سبق و أن أشرنا لهذا الدور في أهداف السياسة النقدية. تتميز السياسة النقدية بين النقود من مصدر خارجي (إحتياجات دولية) و بين النقود من مصدر داخلي (السيولة المحلية)، كما أنه يمكن أن يكون لعرض النقود شكلين مختلفين و هذا حسب الظروف السائدة، حيث قد يكون عرض النقود متغير داخلي لا يتأثر بفائض أو عجز ميزان المدفوعات إذا كان الصرف ثابت و الاقتصاد مفتوح، كما قد يكون عرض النقود متغير خارجي في ظل اقتصاد مغلق إذ يستطيع في هذه الحالة التأثير على ميزان المدفوعات.

يمكن صياغة العلاقة التالية بين الائتمان المصرفي المحلي و التغير في الإحتياجات الدولية.¹

$$\Delta M_3 = \Delta NFA + \Delta DC \dots\dots\dots(1)$$

ΔM_3 : التغير في عرض النقود (السيولة المحلية)؛

ΔNFA : التغير في صافي الأصول الأجنبية لدى الجهاز المصرفي؛

ΔDC : التغير في مجموع الائتمان المحلي بالإضافة إلى صافي البنوك.

من المعادلة (1) يمكننا القول بأن للتغير في السيولة المحلية مصدرين هما التغير في صافي الأصول المحلية و الائتمان المحلي.

يمكن التعبير عن دالة الطلب على النقود كالتالي:

$$Md = f(Y.R.P.\dots\dots) \dots\dots\dots(2)$$

هناك علاقة طردية بين الطلب على النقود و الدخل الحقيقي (Y) بينما تجمع الطلب على النقود علاقة عكسية مع كل من معدل الفائدة (B) و المستوى العام للأسعار (P).

تعد التغيرات في سعر الفائدة عنصراً مهماً من السياسة النقدية المحلية، حيث تؤدي إلى التأثير على الوضع التنافسي للاقتصاد المحلي، و تؤدي الزيادة في الائتمان المحلي بمقدار أكبر من الزيادة في الطلب على النقود إلى انخفاض صافي الأصول الأجنبية أي أن إتباع سياسة نقدية توسعية من خلال التوسع في الائتمان المحلي سيؤدي حتماً إلى تدهور صافي الأصول الأجنبية و بالتالي تدهور ميزان

¹ نفس المرجع، ص.ص.120.121

المدفوعات، و من هنا يبرز دور السلطة النقدية في مواجهة تدهور ميزان المدفوعات من خلال الحد من التوسع في منح الائتمان بغية تقليص الاستيراد.

تقوم أسعار الصرف بدور بالغ الأهمية في تحديد أسعار الواردات و الصادرات كما يمكن اعتبارها من أدوات السياسة النقدية التي تسمح بربط اقتصاد الدول بعضها ببعض الآخر من خلال توحيد قيم رؤوس الأموال، و بذلك فإن سعر الصرف ينعكس على استقرار توازن ميزان المدفوعات عبر علاقته بالموجودات الأجنبية من جهة و عبر تحديد سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية أي القدرة التنافسية للاقتصاد من جهة أخرى.¹

يمكن للسلطة النقدية أن تتحكم في سعر صرف عملتها اعتمادا على ما لديها من احتياطات بالعملية الأجنبية أو ما يمكن أن تقترضه من هذه الأخيرة.

يؤدي انخفاض سعر صرف العملة المحلية إلى تشجيع الصادرات لكنه في نفس الوقت يؤدي إلى زيادة تكلفة الواردات، كما أن عدم استقرار سعر الصرف يدفع المستثمرين الأجانب إلى سحب رؤوس أموالهم و توجيهها إلى دول أكثر استقرارا في سعر صرفها.²

2-1-4- قنوات انتقال السياسة النقدية

لا يمكن لنموذج الأساس "أدوات ← أهداف وسيطة ← أهداف نهائية" أن يتحقق إلا بوجود قنوات انتقال و التي مثلت في النموذج بالأسهم، حيث تشكل هذه القنوات روابط خاصة تمر عبرها السياسة النقدية و تنعكس على النشاط الاقتصادي (في حالة معالجة الأزمة المالية أو التأثير على مستوى الأسعار).

تسعى البنوك المركزية كما سبق الإشارة إليه في العناصر السابقة إلى أخذ نظرة جيدة عن المحيط أي عن كل مؤشرات التوترات المستقبلية، لكن و مع كل ذلك فهي على دراية تامة بأن كل الإجراءات النقدية المتخذة لن تجدي نفعا في الحال، الأمر الذي يدفعها إلى التساؤل عن آجال رد الفعل و كذلك آجال ظهور الآثار حيث أن تصحيح الوضع الاقتصادي لا يتم بصورة تلقائية.

يرى النقديون بأن تدخل السلطات النقدية سيغير أولا كل من الأسعار الاسمية (أصول نقدية، أصول مالية، أصول حقيقية) ثم بعد ذلك سيغير الاستهلاك و الاستثمار، و يعبر النقديون على ما سبق بـ "العلاقة الحقيقية على المدى القصير المنقلة بالأسعار"، و يرى النقديون بأنه لن يكون للسياسة النقدية على المدى الطويل أي تأثير على النشاط الحقيقي.

يبين النموذج الأساسي IS/LM بأن التأثير أو انتقال الأثر يتم من خلال سعر الفائدة، فالمنحنى المتناقص IS يبين التوازن في السوق السلعي انطلاقا من إحداثيات الإنتاج و سعر الفائدة، بينما يبين المنحنى المتزايد LM التوازن في السوق النقدي.

¹ عماد محمد العاني، اندماج الأسواق المالية و الدولية (أسبابه و انعكاساته على الاقتصاد العالمي)، ط1، بيت الحكمة للطباعة و النشر و التوزيع، بغداد، 2002، ص.258

² توفيق عبد الرحمن يوسف، الأداة المالية الدولية و التعامل بالعملات الأجنبية، ط1، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2004، ص.34.33

يحدد التوازن في الاقتصاد الكلي بإحداثية من الإنتاج و سعر الفائدة حيث تضمنان توازن السوقين في نفس الوقت، فتنتقل إذن السياسة النقدية من خلال معدل الفائدة و هو ما جعلنا نستعمل مصطلح قناة النقود أو القناة النقدية.

يترجم ذلك بالتصحّيات المنجزة في محفظة العملاء أي تصحيحات بين النقود و الأصول المالية (تعد القروض البنكية أحسن بديل للأصول)، ستؤدي هذه التصحيحات إلى تغيير كامل في أسعار الفائدة، حيث سيسجل تغيير في سعر مردودية رأس المال المادي (تكلفة رأس المال) ما يدفع المؤسسات إلى تجديد رأسمالها المادي، و هو الوضع الذي سيخلق انتعاش في قطاع السلع الإنتاجية (سينتقل هذا الانتعاش بعد ذلك إلى كامل الاقتصاد).

ينخفض سعر الفائدة في حالة إتباع سياسة نقدية توسعية أي هناك انخفاض لتكلفة رأس المال يقابلها ارتفاع في نفقات الاستثمار، و بفضل آلية مضاعفة الاستثمار سيكون هناك ارتفاع في الطلب الكلي و الإنتاج.

نلاحظ في النموذج السابق بأن منحنى LM هو الوحيد الذي يتحرك، حيث أن أسعار الفائدة تؤثر على الطلب على النقود من أجل المضاربة، كما أن ارتفاع الطلب على النقود سيخلف انخفاض في أسعار الفائدة و في نمو الإنتاج.

بينت الدراسات النظرية وجود ثلاث قنوات أساسية تنتقل عبرها السياسة النقدية و هي قناة سعر الفائدة، قناة الائتمان، قناة سعر الصرف.

2-1-4-1 - قناة سعر الفائدة

عادة ما يتم دراسة أثر تغيير أسعار الفائدة الرئيسية في إطار تحليلي للتصرفات الاستهلاكية للعملاء (عائلات، مؤسسات، دولة)، إذ يمكن على المدى القصير و بافتراض انخفاض غير متوقع لأسعار الفائدة أن نتوقع حصول ثلاث تغييرات في التصرفات الاستهلاكية للعائلات و هي:

أ- **أثر الاستبدال Effet de substitution**: تدفع تغييرات سعر الفائدة بالعائلات إلى إعادة النظر في مفاضلتهم بين الاستهلاك الحالي أو الادخار، فانخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض قيمة الاستهلاك المستقبلي و هو ما يدفع إلى ارتفاع الاستهلاك الحالي بما أن الادخار أصبح أكبر جاذبية و الائتمان أقل تكلفه.¹

ب- **أثر الدخل Effet de revenu**: يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى ارتفاع قيمة النفقات الاستهلاكية الموجهة لفترات مستقبلية، إذ تدفع الزيادة في قيمة النفقات المستقبلية للعائلات إلى تفضيل الادخار على الاستهلاك الحالي لمواجهة الحالة سابقة الذكر.²

¹ Frederic Mishkin, les canaux de transmission monétaire: leçon pour la politique monétaire, bulletin de la banque de France, Mars 1996, p.273

² Ibid , p.275

ج- أثر الثروة **Effet de richesse**: يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى ارتفاع قيم الدخل المستقبلية للعائلات، و يخص هذا الارتفاع كل من رأس المال البشري، رأس المال المادي و رأس المال المالي.

يفضل العملاء في هذه الحالة بيع جزء من محفظتهم المالية من أجل الحصول على كمية أكبر من السلع و الخدمات و استهلاكها، أما فيما يتعلق بالأثر على الاستثمارات فإن انخفاض أسعار الفائدة سيؤدي إلى انخفاض تكلفه رأس المال ما سيزيد من الإنتاج و بالتالي من السلع المعروضة.

2-4-1-2 - قناة الائتمان

يمكن للسياسة النقدية في حالة اعتمادها على قناة الائتمان المصرفي أن تؤثر على المتغيرات الاقتصادية الكلية و من ثم على الناتج المحلي الإجمالي، و يستند اللجوء إلى هذه القناة إلى فرضية نقص أو عدم كمال السوق المالي أي عدم تكافؤ الائتمان المصرفي و السندات أو الأوراق المالية الأخرى كمصدر تمويل بالنسبة لبعض المقترضين، بالإضافة إلى عدم النظر إليها كبديل كاملة في محافظ البنوك التجارية.¹

قد يجد بعض المقترضين صعوبة في الحصول على قروض في ظل سوق مالي متقدم بسبب عدم تماثل المعلومات لدى المقرضين و المقترضين، ما من شأنه أن يرفع من تكلفة التمويل المقدم بسبب لجوء المقرضين إلى التحري و الاستقصاء على هؤلاء المقترضين.

قد يتجه هؤلاء المقترضون الذين يواجهون مشاكل في التمويل إلى البنوك التجارية، إذ تتوفر لدى هذه الأخيرة المعلومات الكافية حول المقترضين نتيجة لعلاقتها مع أوساط العمل المحلية. تتضح مما سبق أهمية الائتمان المصرفي في توفير التمويل للمقترضين سواء كان البديل الوحيد أو وجدت بدائل أخرى.

لا يمكن للسياسة النقدية أن تعتمد على قناة الائتمان المصرفي للتأثير على النشاط الاقتصادي إلا في ظل توفر شروط معينة هي:

- يجب أن تعتمد المؤسسات على الائتمان البنكي بدرجة أولى من أجل تمويل مشاريعهم أي أن لا يكون للائتمان البنكي بدائل ممكنة في الاقتصاد؛

- يجب أن تتحكم السياسة النقدية في قدرة البنوك على منح الائتمان، و يمكن القول عموماً بأن هذه القناة تنقل أثر السياسة النقدية عبر قناتان أساسيتان هما: الأثر على توفر الائتمان المصرفي Bank Lending Channel، و الأثر على المراكز المالية للوحدات الاقتصادية المختلفة Balance-sheet Channel.

¹ Fernando Barran et Virginie Coudret et Benoit Mojon, transmission de la politique monétaire et crédit bancaire, une application a cinq pays de l'OCDE, CEPII, N°3, juin 1994 ? p.p.4.5

أ- أثر توفر الائتمان المصرفي: يؤدي إتباع سياسة نقدية توسعية إلى زيادة حجم الودائع و الاحتياطات لدى البنوك التجارية و بالتالي زيادة الائتمان البنكي أي هناك علاقة طردية بين زيادة الائتمان البنكي و زيادة الاستثمارات و في النهاية زيادة الناتج الإجمالي.

تؤثر هذه القناة بدرجة أولى على المؤسسات الصغيرة أو الحديثة التي تكون مجبرة على التوجه نحو البنوك من أجل الحصول على الائتمان نظرا لعدم توفرها على مصادر تمويل أخرى.

ب- أثر المراكز المالية للوحدات الاقتصادية المختلفة: يؤدي إتباع سياسة نقدية توسعية إلى تحسين المركز المالي أي صافي ثروات كل من شركات قطاع الأعمال و القطاع العائلي، و هذا بسبب انخفاض أسعار الفائدة التي يقابلها ازدياد التدفقات النقدية للشركات و العائلات.

2-1-4-3- قناة سعر الصرف¹

نظرا لعدم مرونة أسعار الفائدة في الدول النامية بسبب تخلف أسواقها المالية فإن قناة سعر الصرف تكتسي أهمية بالغة في هذه الدول. ينتقل أثر السياسة النقدية عبر قناة سعر الصرف من خلال قناتين فرعيتين هما قناة العرض و الطلب و قناة التضخم.

تسعي السياسة النقدية من خلال سعر الصرف إلى التأثير في الأسعار النسبية للسلع المحلية و الأجنبية و بالتالي التأثير على الطلب المحلي و الأجنبي على السلع المحلية.

تسمى هذه القناة بقناة العرض الكلي و الطلب الكلي و هي تخلق ما يسمى بأثر الانتشار غير المباشر حيث لا يؤثر سعر الصرف على التضخم بصورة مباشرة و إنما يؤثر أولا على الطلب و العرض الكليين.

تخلق أيضا قناة العرض و الطلب الكليين ما يسمى بأثر الأسعار إذ يؤدي انخفاض قيمة العملة بالنسبة لجانب الطلب إلى انخفاض أسعار الصادرات و زيادة أسعار الواردات، الهدف من ذلك هو زيادة الصادرات بغية زيادة الناتج، أما بالنسبة لجانب العرض فيؤدي انخفاض سعر الصرف إلى ارتفاع أسعار الواردات ما يدفع المؤسسات المحلية إلى زيادة أسعارها و هو ما يؤدي حتما في حالة عدم تغير مستوى الطلب الكلي إلى ارتفاع معدل التضخم.

قد يكون لقناة سعر الصرف تأثيرات أخرى لاسيما على صافي ثروة الأفراد و الشركات، حيث قد يؤدي انخفاض سعر صرف العملة الوطنية في ظل عدم توفر مقابل من الأصول بالعملات الأجنبية لديون العملاء إلى تدهور المراكز المالية لهذه الوحدات، و تؤدي هذه الوضعية إلى انكماش الطلب الكلي و هي تعرف بالأثر على المراكز المالية للوحدات الاقتصادية.

هناك قناة أخرى لسعر الصرف يمكن أن ينتقل من خلالها أثر السياسة النقدية خاصة إذا كنا في ظل نظام صرف مرن و هي قناة التضخم، حيث يكون لتقلبات أسعار الصرف انعكاسا مباشرا على

¹ Disponible sur: www.forum.scpo.com/economie/cannaux-transmission-politique-monetaire.htm
(Consulté le 11/04/2013)

مستويات التضخم، و يؤدي انخفاض سعر الصرف إلى ارتفاع أسعار الواردات و بالتالي زيادة التضخم.

عادة ما ينتج انخفاض سعر الصرف نتيجة إتباع سياسة نقدية توسعية، حيث تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة التي تؤدي بدورها إلى ارتفاع أسعار الواردات و بالتالي ارتفاع مستوى التضخم.

2-1-4-4- قناة الإعلام، المعلومة Canal de l'information¹

بدأت البنوك المركزية تعتمد على هذه القناة مع بداية تسعينات القرن الماضي، فهي تقوم بغية إيصال أثر سياستها النقدية بطرح معلومات معينة لفائدة العملاء كالاستهلاك المستقبلي، إمكانيات الإنتاج المستقبلية، المداخيل المستقبلية... الخ.

تستعمل البنوك المركزية هذه الإعلانات لإيصال نواياها إلى العملاء الماليين و خاصة غير الماليين، فهي تهدف من وراء ذلك إلى التأثير في تصرفاتهم، و يسمح هذا الإجراء للبنوك المركزية بجعل تدخلاتها أكثر مصداقية و قوة.

2-2- الاستقرار المالي

بالرغم من كون قضية الاستقرار من القضايا القديمة التي تعرض لها الاقتصاديون إلا أن هذا الاهتمام قد زاد بشكل ملحوظ بعد التسعينات و ما شهدته هذه الفترة من أزمات مالية متعاقبة لاسيما الأزمة الآسيوية و أزمة دول أمريكا الجنوبية.

لقد ساهمت عدة عوامل في تزايد الاهتمام بتحليل الاستقرار المالي على غرار تنامي التداخل بين الأسواق و المؤسسات (مالية و غير المالية)، و ظهور تقنيات و أدوات مالية جديدة، و تنامي التدفقات الرأسمالية.

2-2-1- مفهوم الاستقرار المالي

يعبر استقرار النظام المالي عن الحالة التي يكون فيها هذا النظام قوي بما يكفي لمواجهة التقلبات الاقتصادية، و يرتبط هذا بمدى قدرة هذا النظام على القيام بدور الوسيط في عمليات التمويل و إدارة عمليات الدفع و توزيع المخاطر بشكل مقبول.

سنحاول فيما يلي من عناصر تحديد العوامل الواجب أخذها بعين الاعتبار في تحديد مفهوم الاستقرار المالي و كذلك تحديد أساليب القياس الواجب على السلطات تطبيقها لضمان الاستقرار المالي.

¹ Inna Mufteeva et Thomas Julien, QE: effectivité des canaux de transmission de la politique monétaire, FLASH ECONOMIE, NATIXIS, N°114, 11 février 2011, p.6

Disponible sur: cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=56599 (Consulté le 11/04/2013)

2-2-1-1- واقع مصطلح الاستقرار في مجالات عملية أخرى

لا يمكن ربط مصطلح الاستقرار بالمالية أو بالاقتصاد فقط حيث يستعمل هذا المصطلح في العديد من المجالات العملية الأخرى، و قد أنجز كل من "Wood" et "Allen" (2006) دراسة حاولا من خلالها مقارنة مجال المالية مع مجال الفيزياء و هذا من أجل تحديد معالم استقرار النظام في كلا المجالين، و توصل كلا الباحثين إلى نتيجة مفادها أنه في الفيزياء يتم تحديد الاستقرار على أنه خاصية كاملة للنظام و ليس مجرد حالة مؤقتة، حيث يستقر النظام في الفيزياء في نقطة معينة يعود إليها بعد مرور الاضطرابات، أما إذا لم يعد إلى هذه النقطة فهو نظام غير مستقر.

قد يكون النظام غير مستقر أمام اضطرابات حقيقية و لكن ما أن تبلغ هذه الاضطرابات مستوى أعلى ستتدخل قوى معينة لامتناس الصدمة و يعود بذلك النظام إلى الاستقرار، و قد نواجه أيضا حالة أخرى يكون فيها النظام عديم التأثير بالاضطرابات الحقيقية و لكن ما أن تتزايد هذه الاضطرابات سيفقد النظام استقراره. يمكننا من خلال هذا العرض ملاحظة العلاقة القائمة بين كل من مصطلح الاستقرار و مصطلح التوازن (Stabilité et équilibre).

عادة ما يستعمل أيضا مصطلح الاستقرار في مجال السياسة حيث قدم الكاتب "Lemco" عام 1991 في كتابه "Political Stability in Fédéral Governments" تعريفا للاستقرار السياسي و أقر بأنه حتى في هذا المجال لا يوجد تعريف واحد مقبول من طرف الجميع.

و يرى نفس الباحث بأن مفهوم الاستقرار السياسي سيتحقق بعد القيام بتحليل كل المخاطر التي يمكن أن تجعل الاستقرار في حالة خطر، فمفهوم الاستقرار السياسي على المدى الطويل يعرف بأنه تلك الحالة التي تظل فيها حالات الاحتجاج الجماعي محدودة، كما يربط أيضا بين حالة الاستقرار السياسي على المدى القصير باستمرار الأجهزة الحكومية في تأدية وظائفها.¹

يدل الاستقرار الاقتصادي (أو الاقتصادي الكلي) عن وضع اقتصادي يتميز بعدة خصائص أهمها انخفاض معدل التضخم و معدل البطالة، و تذبذب طفيف في أسعار الأصول و في سعر الصرف، و نلاحظ مما سبق بأن الاستقرار الاقتصادي يجمع بين كل من الاستقرار النقدي و الاستقرار المالي.

عادة ما يتم ربط الاستقرار النقدي باستقرار الأسعار أي بذلك الوضع الذي لا يسجل فيه حالات حادة من التضخم أو الركود التي من شأنها أن تخلق اضطرابات، و قد عرف الاقتصادي "Foot" (2003) الاستقرار النقدي بأنه استقرار قيمة النقود.²

يربط الاستقرار المالي النظامي باستقرار كامل النظام حيث يختلف عن الاستقرار المالي لبعض المؤسسات أو استقرار الأصول، و يرى البنك المركزي النمساوي بأن الاستقرار المالي يشكل أداة

¹ Lemco J, **Political Stability in Federal Governments**, Edition Praeger Publishers, New York, 1991, P.

² Foot M, **What is financial stability and how do we get it**, Financial Services Authority, The Roy Bridge Memorial Lecture, Avril2003, p.

رئيسية لتحقيق نمو اقتصادي، كما يرى بأن أحد الخصائص الرئيسية لنظام مالي مستقر هي قدرة هذا النظام على امتصاص و تدليل الصدمات بدلا من تضخيمها. حتى و إن لم يكن هناك توافق بين المحللين و المختصين على تحديد مفهوم الاستقرار المالي فإن غالبيتهم يقومون بربط هذا المصطلح بغياب عدم الاستقرار أو الاضطراب المالي. للتمكن من تقديم تعريف دقيق و صحيح للاستقرار المالي و يجب علينا عرض العوامل المحددة لهذه الظاهرة.

2-2-1-2-2- العوامل الواجب أخذها بعين الاعتبار في تعريف الاستقرار المالي

يجب الإشارة في بداية الأمر إلى أنه هناك فرق بين الاستقرار المالي النظامي و بين توازن النظام المالي، فالاستقرار المالي يعبر عن ظاهرة متحركة و مستمرة بينما لا يعبر التوازن المالي عن ظاهرة مستمرة (عادة ما يتم الوصول إلى وضع التوازن لمدة زمنية قصيرة).

يعتبر عدم الاستقرار الحالة التي تميز الاقتصاد بما فيه النظام المالي حيث أن الانتقال من وضع توازن إلى آخر يحتم المرور عبر حالة عدم توازن، كما لا يجب الربط بين هذه الاختلالات (حالة عدم الاستقرار) و بين مفهوم عدم الاستقرار المالي إلا في حالة ما إذا كان النظام لا يسير إلى وضع توازني جديد، الأمر الذي قد يؤدي إلى ظهور أزمات مالية.

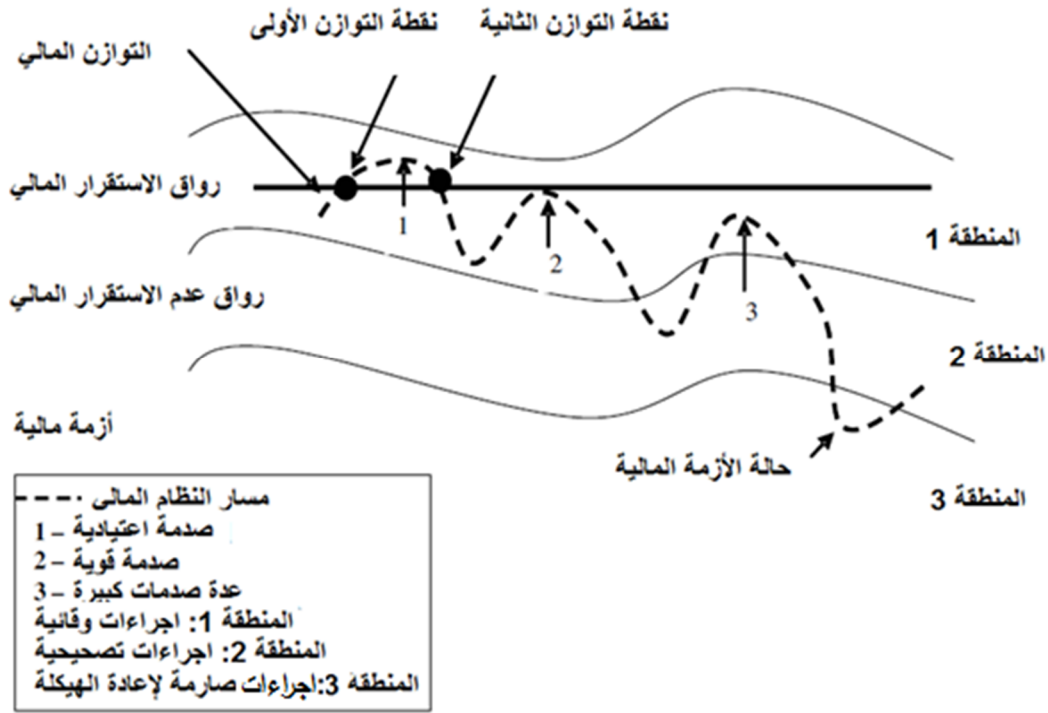
يعتبر تسيير الاضطرابات (حالات عدم الاستقرار) بشكل سريع و بأقل تكلفة ممكنة الحل من أجل الوصول إلى نقطة توازن للنظام المالي، و تعتبر الفترة التي يتم فيها تسيير الاضطرابات بشكل صحيح و فعال حالة من الاستقرار المالي، حيث أن تسيير الاضطرابات بشكل غير فعال سيجعلنا أمام وضع يسوده غياب الاستقرار، وهو ما يجعلنا نقول في الأخير بأن الاستقرار المالي شرط من الشروط الأساسية لتحقيق التوازن المالي.

يمكن الفصل بين حالات الاستقرار و عدم الاستقرار و الأزمة انطلاقا من تقديرات دورية و بالأخص بالرجوع إلى ما تقوم به السلطات و مؤسساتها لإعادة النظام إلى حالة التوازن، و تعتبر الإجراءات المتخذة داخل رواق التوازن المالي من طرف السلطات بغية إعادة التوازن و إزالة الآثار السلبية لمختلف الأزمات إجراءات احتياطية.

تنشأ حالة عدم الاستقرار إذن نتيجة حدوث صدمات كبرى من شأنها أن تؤثر على الاستقرار المالي، كما تعتبر الإجراءات المتخذة من طرف السلطات في مثل هذا الوضع إجراءات تصحيحية.

تعتبر الأزمة حالة قصوى من عدم الاستقرار حيث تنتج عن تجدد الصدمات و عن تعطل عمل النظام، و يحدث هذا في حالة ما إذا لم تنجح الإجراءات الوقائية و التصحيحية المتخذة من طرف السلطات في تحقيق الأهداف المرجوة، و نشير أيضا إلى أنه بإمكان النظام المالي التحول في ظرف و جيز من حالة الاستقرار إلى حالة الأزمة خاصة إذا كانت هناك صدمات خارجية كبرى.

الشكل رقم (20): رواق استقرار النظام المالي



Source: Claudiu Tiberiu ALBULESCU, **La stabilité du secteur financier en Roumanie dans la perspective de son adhésion à l'UEM**, thèse de doctorat, Faculté De Sciences Economiques, Université de POITIERS, 2009, p.85

عادة ما يتم ربط عدم الاستقرار المالي بمفهوم الهشاشة أو الضعف حيث أن كل نظام (مستقر، غير مستقر، أو في حالة أزمة) يتميز بقدر معين من الضعف و الهشاشة، كما أن حدة الضعف و الهشاشة المرتبطة بالنظام تنخفض في فترات الاستقرار المالي.

بالرغم من عدم وجود فرق واضح بين الضعف و الهشاشة إلا أن العديد من الدراسات تربط الضعف بالأخطار الداخلية للنظام بينما تربط الهشاشة بالعوامل الخارجية و تنظر إليها على أنها أخطار خارجية.

بغض النظر عن الاختلافات السابق ذكرها فإنه ينبغي تحليل مختلف العوامل المحددة للاستقرار المالي النظامي للتمكن من إعطاء تعريف صحيح لهذا الأخير، و من أبرز هذه العوامل يمكن ذكر: الطابع العمومي، طابعها الاقتصادي الجزئي و الاقتصادي الكلي، أهميته القطاع البنكي و كذلك باقي مكونات النظام البنكي، الحاجة إلى الشفافية.¹

تقوم المؤسسات العمومية بالاقتراض من الأسواق و تقوم بالحد من المخاطر و تتدخل أيضا كوسيط في السوق لتنفيذ سياستها النقدية الهادفة أساسا إلى الحفاظ على الاستقرار النقدي، ففي ذات السياق يرى الاقتصادي "Cerna" (2008) بأنه على المؤسسات العمومية (التي كلفت بتحقيق الاستقرار

¹ Claudiu Tiberiu ALBULESCU, p.p.85.86

المالي) أن تساهم في ضمان الاستقرار المالي حيث أن الاستقرار المالي في هذه الحالة هو بمثابة سلعة (خير) عمومي.¹

يرى كل من "Allen" و "Wood" (2006) بأن كون الاستقرار المالي حق عمومي يحتم على السلطات أن تزاعي مبدأ الشفافية في اتخاذ قراراتها، و هو ما يبين بأن الشفافية هي أحد محددات الاستقرار المالي.²

يعكس أيضا الاستقرار المالي حالة الاستقرار التي تتمتع بها مختلف المؤسسات المالية و كذا مختلف العلاقات القائمة فيما بينها، و قد يكون النظام المالي في حالة استقرار حتى و إن كانت هناك مؤسسة أو مجموعة من المؤسسات في وضع سيء، كما قد يكون النظام المالي في حالة عدم استقرار حتى و إن كانت مؤسساته لا تعاني من صعوبات كبيرة.

بالرغم من ذلك فإن احتمال أن يتعرض النظام الذي تواجه فيه أكبر مؤسساته اضطرابات مالية إلى حالة من عدم الاستقرار يكون أكبر، و يرى الاقتصادي "Schinasi" (2005) بأنه يمكن للنظام المالي أن ينهار في حالة تعرض إحدى مكوناته إلى مشاكل مالية إلا أنه قد يحافظ هذا النظام المالي على استقراره في حالة ما إذا حافظ النظام ككل على عمله و لم يشكل تعرض أحد أجزائه لاضطرابات مشكلا له. و بناءً على ما سبق يجب أن يأخذ تحديد مفهوم الاستقرار المالي بعين الاعتبار أنه ليس من الضروري أن يشكل أي تغيير في المحيط سببا لعدم استقرار النظام المالي.

تعد البنوك التجارية طرفا بالغ الأهمية داخل النظام المالي لا سيما في البلدان النامية حيث أنها تعتبر أبرز الوسطاء الماليين الناشطين داخل النظام، وعليه فإن ضعف هذه البنوك التجارية سيؤدي لا محالة إلى اضطراب النظام المالي بالكامل.

يرى كل من "Feldman" و "Wastson" (2002) بأن المساعدات الممنوحة إلى البنوك التجارية التي تعاني ستسمح بتجنيب وقوع الأزمة البنكية و من ثم الوقاية من الاضطرابات الاقتصادية الكلية.³ يتطلب استقرار النظام المالي أن تكون كل مكوناته في وضع مقبول، فإلى جانب البنوك التجارية التي تعد القناة الرئيسية لتجميع الادخار الداخلي و تمويل الاستثمارات هناك قطاعات مالية أخرى لا تقل أهمية عن البنوك التجارية على غرار مؤسسات التأمين التي تلعب دورا بالغ الأهمية في الحفاظ على استقرار النظام المالي، حيث بات لقطاع التأمينات دورا بارزا في مواجهة الأزمات المالية حيث استفاد هذا القطاع من عديد التطورات الظرفية و الهيكلية.

يرى الاقتصادي "Trainar" (2004) بأن قطاع التأمينات يؤدي دورا مهما في الاستقرار المالي نظرا للتعقيدات و التداخلات الكبيرة الموجودة بين مكونات النظام المالي، حيث أنه عادة ما يتم نقل

¹ Cerna S, Donath L, Seulean V, Herbei M, Barglazan D, Albuлесcu C et Boldea B, **La stabilité financière**, Edition de l'Université de l'Ouest, Timisoara, 2008

² Allen W et Wood G, **Defining and Achieving Financial Stability**, Journal of Financial Stability, Vol. 2, Issue 2, 2006, pp.152-172

³ Feldman R.A et Watson C.M, **Into the EU: Policy Frameworks in Central Europe**, Edition IMF, 2002

المخاطر من القطاع البنكي إلى قطاع التأمين و إعادة التأمين، و يضيف أيضا أنه حتى و إن لم يسبق و أن أدى انهيار مؤسسات تأمين إلى وقوع أزمة اقتصادية كلية فإنه يجب تنظيم هذا القطاع بسبب قابليته على امتصاص الصدمات.¹

من جانب آخر، يرى الاقتصادي "Mishkin" (1997) بأن التفاعلات بين سوق رأس المال و القطاع البنكي في تزايد مستمر، و بالتالي بات من الضروري تنسيق الرقابة بين الطرفين حيث يمكن للبنوك التجارية أن تتأثر بالأزمات الناشئة في سوق الأصول و العكس صحيح. خلص "Mishkin" إلى أن كون أسعار الأصول المالية يتقلب بإستمرار سيجعل من تدهور الأسواق المالية سببا رئيسيا في عدم استقرار النظام المالي، و عليه فإنه من الضروري تنظيم و مراقبة هذه الأسواق.

يرى أيضا الاقتصادي "Mishkin" (1997) بأنه يجب إدراج عامل عدم تماثل المعلومة في أسواق رأس المال ضمن العوامل المحددة لمفهوم الاستقرار المالي.²

أشار الاقتصادي "Tuma" (2006) إلى عامل آخر يندرج في أسباب عدم استقرار النظام المالي ألا و هو الضغوط التنافسية حيث أدت ظاهرة العولمة المالية إلى تزايد هذه الضغوط ما أدى إلى ظهور تصرفات خطيرة في صناعة الخدمات المالية.

يرى الاقتصادي "Goodhart" (2004) بأن النظام المالي بات يتميز بغياب التنظيم و التوجه المستمر نحو المزيد من التحرير و بالتالي يجب أخذ بعين الاعتبار هذين العاملين في تحديد مفهوم الاستقرار.³

قام كل من "Allen" و "Wood" (2006) بتشخيص العوامل المحدد الاستقرار المالي أو عدم الاستقرار المالي و توصلا إلى ما يلي:⁴

- الخوف من أن تصبح وسائل الدفع غير موجودة؛
- التوجيه الصحيح للادخار نحو الفرص الاستثمارية؛
- مدى مشاركة المؤسسات المالية و باقي المؤسسات؛
- استقرار أسعار الأصول.

أنجز أيضا الاقتصادي "Shinasi" (2004) دراسة حاول من خلالها إبراز العوامل الواجب أخذها بعين الاعتبار في تحديد مفهوم الاستقرار المالي، و قد جاءت كالاتي:⁵

¹ Trainar P, Assurance et stabilité financière, dans « Revue de la stabilité financière », Banque de France, No.5, 2004

² Mishkin F.S, The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers, FED of Kansas, 1997

³ Goodhart C.A.E, Some New Directions for Financial Stability?, BIS Per Jacobsson Foundation, 2004 Disponible: <http://www.perjacobsson.org/lectures/062704.pdf> (Consulté le 28/12/2013)

⁴ Allen W et Wood G, Op. Cit, p.p.152-172.

⁵ Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op. Cit, p.88

- يشكل الاستقرار المالي مصطلحا واسعا يضم مختلف أوجه النظام المالي (الهيكل، المؤسسات، الأسواق)؛
 - لا يقتصر الاستقرار المالي على توجيه الموارد المالية و تجنيد الادخار و تحسين الظروف المعيشية و التطور و النمو، و إنما يرتبط أيضا بحسن عمل نظام المدفوعات؛
 - لا يمكن ربط مفهوم الاستقرار المالي بحالة عدم وجود الأزمات المالية و إنما يجب أن يربط أيضا بمدى قدرة النظام المالي على تجاوز الإختلالات قبل أن تشكل خطرا فعليا على سيرورة الاقتصاد؛
 - يجب أن يتم تحليل الاستقرار المالي بناءً على مدى تأثيره في الاقتصاد الحقيقي حيث أن الاضطرابات التي تحدث في الأسواق المالية أو التي تمس بعض المؤسسات المالية لا تعتبر خطرا على الاستقرار المالي إلا في حالة ما إذا أثرت في الاقتصاد الحقيقي؛
 - لا يمكن تحليل ظاهرة الاستقرار المالي إلا إذا امتدت لفترة طويلة، كما أنه لا يتطلب استمرار الاستقرار المالي أن تعمل كل مكونات النظام المالي بشكل جيد و تام.
- نلاحظ من خلال العوامل السابقة بأن تحديد مفهوم الاستقرار المالي أمر صعب و معقد نظرا لتعدد العوامل الواجب أخذها بعين الاعتبار، فتحقيق نظام مالي مستقر و قوي يتطلب على الأقل وجود استقرار على مستوى الاقتصاد الكلي، توفر إستراتيجية مناسبة للتنظيم و الرقابة المالية، و أن يسود مناخ سياسي ملائم للاستقرار.

2-2-1-3- القواعد السامحة بتحديد مفهوم الاستقرار المالي

هناك طرق عديدة لتحديد مفهوم الاستقرار المالي، فمنها ما يعتمد على مؤشرات الاستقرار المالي و منها ما يتطرق بشكل مباشر للمفهوم، و عادة ما يتم تحديد مفهوم الاستقرار المالي بغياب عدم الاستقرار، حيث يرى بعض الكتاب بأنه و بغية تعريف الاستقرار المالي سيكون من الأسهل تحديد عوامل عدم الاستقرار المالي (يطلق على هذا التعريف بالتعريف السلبي).

من بين العوامل التي أدت إلى تعدد التعاريف نجد أيضا غياب فصل واضح و دقيق بين مفهوم الاستقرار، عدم الاستقرار، الأزمة.

تركز المجموعة الأولى من التعاريف بشكل مباشر على مؤشرات الظاهرة، حيث يرى الاقتصادي "Foot" (2003) بأن هناك علاقة بين الاستقرار المالي و استقرار بعض جوانب الاقتصاد الكلي، فهو يرى أن الاستقرار المالي سيتحقق إذا كان هناك استقرار نقدي، معدل بطالة مقارب للمعدل الطبيعي، ثقة في الأسواق و المؤسسات المالية الرئيسية، استقرار في أسعار الأصول المالية و الحقيقية.

تجنب البنك المركزي النرويجي إعطاء تعريف واضح للاستقرار المالي لكنه ركز على الشروط اللازمة لتحقيق ذلك، و لعل من أبرز الشروط التي ذكرها نجد ضرورة استقرار النظام البنكي و استقرار نظام المدفوعات، كما ترى أيضا هذه المؤسسة بأن استقرار الاقتصاد العالمي شرط من شروط تحقيق الاستقرار المالي.

تركز مجموعة ثانية من التعاريف على تقديم تعريف مباشر للاستقرار المالي، فمن بين هذه التعاريف ما هو بسيط كتعريف البنك المركزي السويدي و البنك المركزي النمساوي، و منها ما هو معقد كتعريف الاقتصاديين "Patat" (2000) و "Shinasi" (2005).¹

يرى البنك المركزي السويدي بأن الاستقرار المالي يتحقق لما تكون هناك وقاية ضد المخاطر من طرف البنوك التجارية.

يرى البنك المركزي النمساوي بأن الاستقرار المالي هو الحالة التي تتمكن فيها الأسواق المالية من أداء دورها في توفير الموارد حتى و إن كانت هناك صدمات داخل النظام.

يرى الاقتصادي "Patat" (2000) بأن الاستقرار المالي لا يتوقف فقط على المخاطر البنكية كما أنه حتى و لو كان هناك توزيع جيد للموارد فإن هذا غير كاف للوصول إلى حالة الاستقرار المالي. يتحقق الاستقرار المالي حسب "Patat" لما يكون هناك عمل مستمر للقطاع المالي يمكن من توزيع أمثل للموارد و يكون قادر في نفس الوقت على مواجهة الصدمات المحتملة و بشكل دائم.²

يقدم الاقتصادي "Shinasi" (2004) تعريفا لمفهوم الاستقرار المالي مشابهها للتعريف السابق حيث يرى بأن النظام المالي يكون مستقرا إذا كان قادرا على تحسين الأداء الاقتصادي من جهة و على إزالة الاضطرابات المالية المسجلة داخل النظام.

في نفس هذا السياق يعرف محافظ البنك المركزي السويدي الاستقرار المالي بأنه الحالة التي يكون فيها النظام المالي قادرا على جمع الموارد المالية و توزيعها بطريقة فعالة، كما يكون هذا النظام قادرا على مقاومة الصدمات دون أن يؤدي إلى إلحاق الضرر بالاقتصاد الحقيقي.

يكنم الاختلاف بين مجموعة التعاريف الأولى و مجموعة التعاريف الثانية في كون أن هذه الأخيرة تركز بالإضافة إلى الاستقرار المالي على مدى مقدرة النظام المالي على مواجهة الصدمات.

هناك أيضا فريق من الاقتصاديين من يفضل تعريف الاستقرار المالي على أنه غياب عدم الاستقرار المالي، حيث قام كل من "Allen" و "Wood" (2006) في بادئ الأمر بإعطاء تعريف لحالة عدم الاستقرار المالي و عرفها على أنها كل خروج من المخطط الأمثل "ادخار - استثمار" لأي اقتصاد بسبب تشوه النظام المالي.

قام بعد ذلك كلا الباحثين بتعريف الاستقرار المالي على أنه تلك الحالة التي يستبعد أن تسجل فيها ظاهرة من ظواهر عدم الاستقرار المالي. يفقد هذا التعريف إلى الواقعية حيث يرى بأن كل انحراف و لو بسيط عن مخطط "الادخار - الاستثمار" المحدد سلفا يشكل حالة عدم استقرار مالي، كما أن تحديد المخطط الأمثل يعتبر أمرا مستحيلا.

¹ Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op. Cit, p.90

² Patat J. P, **La stabilité financière, nouvelle urgence pour les banques centrales**, dans « Bulletin de la Banque de France », Banque de France, No. 84, 2000

في نفس السياق، يعرف الاقتصادي "Andrew Crockett" (2000) الاستقرار المالي من زاوية غياب عدم الاستقرار و يقول بأنه الحالة التي تشهد فيها المؤشرات الاقتصادية تدهورا بسبب تأثرها من تقلب أسعار الأصول أو عدم تمكن المؤسسات المالية من الوفاء بالتزاماتها، و أشار الباحث هنا إلى أربع جوانب في هذا التعريف هي:¹

- وجود تكاليف اقتصادية حقيقية؛
- أهمية الخسائر المتوقعة (المحتملة) و ليس الخسائر الحالية؛
- الأخذ بعين الاعتبار المؤسسات المالية غير البنكية؛
- اعتبار البنوك التجارية كقسم خاص من المؤسسات المالية.

ميز أيضا الاقتصادي "Crockett" بين نوعين من عدم الاستقرار، الأول يخص المؤسسات و الثاني يخص الأسواق.

يرى الاقتصادي "Mishkin" (1997) بأن حالة عدم الاستقرار المالي تظهر لما تحول صدمات النظام المالي دون توزيع الموارد على الفرص الاستثمارية المتاحة المناسبة، و يضيف الباحث بأنه عادة ما يتم تعويض مصطلح عدم الاستقرار المالي بمصطلحات الضعف المالي أو الهشاشة المالية. تدل المصطلحات الثلاثة على وضع يكون فيه النظام المالي في حالة لا تسمح له بأداء مهامه بشكل عادي.²

إن محاولة الفصل بين مصطلحات عدم الاستقرار، الهشاشة، و الضعف تقودنا إلى القول بأن الهشاشة مصطلح يقترن بتعرض النظام المالي لصدمات خارجية، فالنظام المالي الهش هو ذلك النظام الذي تسجل فيه المؤشرات الاقتصادية الكلية تدهورا مستمرا مع تزايد اندماج النظام المالي داخل النظام المالي العالمي، و أما فيما يخص مصطلح الضعف فهو عادة ما يقترن بمستوى تطور النظام المالي و وقوع صدمات داخلية.

يوصف النظام المالي بالثابت لما يتجه دوما نحو حالة التوازن مهما كانت قوة و نوع الصدمات التي يتعرض لها، داخلية أو خارجية، و يوصف أيضا بالثابت إذا كان قادرا على أداء مهامه بالشكل الذي يسمح له بتوزيع أمثل للموارد (ادخارات) و وضع أسعار صحيحة و ضمان نظام مدفوعات مناسب، و هو ما سيسمح له بالمساهمة في النمو الاقتصادي و يضمن الازدهار. يترجم الاستقرار المالي إذن بمدى فعالية و صلابة النظام المالي.³

تكمن الصعوبة في تحديد مفهوم الاستقرار المالي في كونه لا يقتصر على هدف رقمي معين و هذا بالرغم من وجود دراسات حديثة تقول بأنه يمكن تقييم (إعطاء قيمة) الاستقرار المالي.

¹ Crockett A, **Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability**, « BIS Speeches », 21 Septembre 2000

² Mishkin F.S, **The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers**, FED of Kansas, 1997

³ Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op. Cit, p.92

2-2-1-3- الإجراءات التي تساهم في الحفاظ على الاستقرار المالي

إلى جانب الأدوات المستعملة في ضمان الاستقرار المالي هناك إجراءات أخرى لا تشير ضمناً إلى الاستقرار المالي لكنها تساهم في الحفاظ عليه، و تساهم كل الإجراءات المتبناة لضمان استقرار الاقتصاد الكلي في ضمان السير الحسن للنظام المالي و العكس.

يتميز الاقتصاديين "Allen" و "Wood" (2006) بين مجموعتين من الإجراءات: الإجراءات الوقائية التي تستعمل في تصحيح إختلالات النظام قبل أن تتحول إلى ظاهرة عدم استقرار مالي، و الإجراءات التصحيحية التي يجب أن تستعمل في حالة فشل الإجراءات الوقائية و دخول النظام المالي في مرحلة عدم استقرار.¹

أ- الإجراءات الوقائية²: ينظر إلى هذه الإجراءات على أنها جزء من الهيكل المالي تقوم بتدليل خطر عدم الاستقرار المالي و هذا بغض النظر عما إذا كانت هذه الإجراءات تشير إلى مشاكل المؤسسات المالية أو لا تشير إليها.

- القوانين: تبين القوانين على سبيل المثال الإجراءات الواجب إتباعها في حالات معينة، كما تشجع القوانين على إتباع تصرف حذر قد يؤدي في بعض الأحيان إلى كبح الاستثمارات، و عليه يجب أن يؤخذ الاستقرار المالي بعين الاعتبار في مرحلة وضع القوانين.

- الوكالات الرسمية و تشريعاتها: أنشئت في عدة دول وكالات عديدة كلفت برقابة الاستقرار المالي، و تتمتع هذه الوكالات باستقلالها عن البنك المركزي و يكمن دورها الرئيسي في تنظيم نشاط المؤسسات المالية (مثل: صندوق النقد الدولي الذي يؤدي دوراً رقابياً على القطاع المالي العالمي).

- نشر المعلومات العمومية: تكمن هذه الوسيلة في إصدار مجلات و تقارير شهرية تظهر الأوضاع الاقتصادية الكلية و كذلك الإحتياطات المتخذة من طرف الحكومة و البنك المركزي، و تهدف هذه المعلومات المقدمة إلى تبرير التوجه المتبع في مجال السياسة الضريبية و السياسة النقدية، كما تهدف أيضاً إلى تقديم مختلف التقديرات المتعلقة بالمخاطر الرئيسية المحيطة بالاستقرار المالي و من ثم محاولة التأثير على تصرفات القطاع الخاص و تسليط الضوء على بعض الأخطار.

- اتفاقيات السوق: تهدف هذه الاتفاقيات إلى تجنب حالات سوء التفاهم، كما يمكن تغييرها حسب الأوضاع و التشريعات السائدة، و تفترض هذه الاتفاقيات احترام القواعد و التصرفات الصحيحة المطورة من طرف كل الفاعلين في السوق.

ب- الإجراءات التصحيحية³: عادة ما تظهر حالة عدم الاستقرار المالي أو تهدد بالظهور إذا فشلت الإجراءات الوقائية في أداء دورها، و تخص إجراءات التدخل المتعلقة بالمؤسسات المالية دور المقرض الأخير و هنا يجب أن نميز بين دعم السيولة و دعم الملاءة.

¹ Allen W et Wood, Op. Cit, p.p.152-172

² Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op. Cit, p.p.93.94

³ Ibid, p.p.94.95

- **دعم السيولة:** يتم اللجوء إلى هذا الإجراء في حالة عدم عمل نظام الـ IT* (إعلام آلي و تكنولوجيا) لبنك ما بشكل صحيح، حيث تقود العمليات الكلاسيكية للمقرض الأخير إلى ضخ السيولة في البنوك التجارية، و لكن ما نلاحظه هو أن الدول التي تتبع نظام Currency board** تسجل صعوبات في القيام بدور المقرض الأخير.

- **دعم الملاءة:** يكون المشكل أكثر خطورة و تهديدا إذا فقدت إحدى المؤسسات مالية كانت أو غير مالية ملاءتها، و يجب على الحكومة في هذه الحالة أن تقرر إذا ما كان من الضروري أن تمنح هذه المؤسسة مساعدة فورية، و تقوم الحكومة بمساعدة هذه المؤسسات من أجل تجنب تشوه النشاط الاقتصادي و حماية الدائنين و القضاء على خطر العدوى، كما تخلف هذه المساعدات تراكم الديون لدى المؤسسات المستفيدة منها كما تحمل أيضا المال العمومي مخاطر كبيرة.

بالإضافة إلى الإجراءين السابق ذكرهما أي مجموعة الإجراءات الوقائية و مجموعة الإجراءات التصحيحية هناك مجموعة ثالثة تضم الإجراءات التالية:

• **إجراءات إدارة الأزمات:** يتم اتخاذها في حالة ما إذا فشلت الإجراءات المتخذة عند اندلاع الأزمة المالية، و تتوقف إجراءات إدارة الأزمات على تحليل متوازن للوضع و على تحديد الموارد المالية المتاحة اللازمة للخروج من الأزمة، كما عادة ما تخص الإجراءات المتخذة عدة مؤسسات سواء من نفس الدولة أو من دول مختلفة.

• **تشخيص التكلفة الاقتصادية و الاجتماعية للأزمة:** يجب القيام بتحليل أثر الأزمة و تشخيص فئات الأعوان الاقتصاديين المعنيين بالاستفادة من المساعدة حتى يتم الخروج من الأزمة.

• **تشخيص العوامل المؤدية إلى ظهور الأزمات و تقليل أثرها في المستقبل:** كما سبق الإشارة إليه في السابق فإن عوامل ظهور الأزمة عديدة و تتطور باستمرار، ما يحتم ضرورة إعادة النظر في الإجراءات الوقائية لا سيما في التشريعات و عمل بعض المؤسسات.

تعد إجراءات المجموعة الأولى أي الإجراءات الوقائية أهم الإجراءات و أكثرها فعالية، فهي تركز بشكل أساسي على نشاط تنظيم و مراقبة النظام المالي و على الإطار المؤسسي للرقابة (دور البنوك المركزية و باقي سلطات التنظيم و الرقابة).

في محاولتهما لتشخيص العوامل التي تضمن الاستقرار المالي أشار كل من "Donath" و "Cismas" (2008) إلى الشروط التي يجب أن تتفد لبلوغ نظام مالي مستقر و ليس إلى الإجراءات التي يجب اتخاذها، و قد جاءت كالاتي¹:

- أوضاع اقتصادية كلية محفزة للسياسات الهادفة إلى تحقيق النمو الاقتصادي و استقرار الأسعار؛

* أنظمة رقابة قائمة على تقنيات الإعلام الآلي و التكنولوجيا الحديثة.

** نظام خاص لإصدار السيولة الوطنية يتم فيه الاعتماد على صندوق إصدار caisse d'émission لما يكون الهدف هو إصدار عملة وطنية تكون قيمتها مربوطة بقيمة عملة أجنبية تستعمل في المدفوعات الخارجية.

¹ Donath L.E et Cismas L.M, **Determinants of financial stability**, dans « Romanian Economic Journal », ASE, Bucarest, No. 29, 2008, p.p. 27-44

- أوضاع هيكلية مناسبة مدعومة بنظام ضريبي يشجع المبادرة و بأسواق مالية تنافسية و فعالة؛
- بنية تحتية من الأسواق المالية تسمح بإظهار حقوق و واجبات كل أطراف الصفقات المالية.

2-2-2- الأساليب الكمية لقياس الاستقرار المالي

تعتمد المؤسسات المالية و النقدية على مجموعة واسعة من الأساليب الكمية لقياس الاستقرار المالي، و قد حاولنا في ما يلي التطرق إلى أبرز و أكثر هذه الأساليب استعمالاً.

2-2-2-1- دور و تطور المؤشرات

تزامن تحليل مؤشرات القوة المالية (FSI) مع بناء النماذج النظرية المفسرة للأزمات، كما تزايدت أهمية هذه المؤشرات مع تطور التقنيات الكمية المقدره للاستقرار، حيث تستعمل في نظام الإنذار المبكر (Early Warning Systems - EWS) و في اختبار التوتر (Stress-tests).

قد تسمح هذه المؤشرات الفردية بإعطاء معلومات كافية حول الصحة المالية للنظام لكنها لا تعطي معلومات كافية حول قدرة هذا الأخير على مقاومة الصدمات.

عادة ما يتم استعمال المؤشرات التالية في نماذج الـ EWS: معدل ارتفاع الائتمان الحقيقي، تطور الـ PIB، العلاقة بين الإقراض الخاص و الـ PIB، السيولة و الإحتياطات البنكية/مجموع أصول البنوك، العلاقة بين الـ M₂/الإحتياطات بالعملة الصعبة، معدلات الفائدة الحقيقية، تدهور قيمة العملة... الخ.

قام الباحثين الإقتصاديين "Davis" و "Karim" (2008) بتقسيم المؤشرات التي استعملها الباحثين "Kunt-Demirgnc" و "Detragiache" في تحليلاتهم السابقة إلى ثلاثة مجموعات حسب ما يوضحه الجدول رقم (11).¹

¹ Davis P et Karim D, **Comparing early warning systems for banking crises**, dans « Journal of Financial Stability », Vol. 4, Issue 2, 2007, p.p.89-120

الجدول رقم (11): المؤشرات المستعملة من طرف الـ EWS

1- النمو الحقيقي لـ PIB % 2- انخفاض قيمة العملة % 3- معدل الفائدة الحقيقي % 4- التضخم % 5- PIB% /رصيد الميزانية (Les solde budjtaire)	متغيرات اقتصادية كلية
6- $\frac{\text{الكتلة النقدية } M_2}{\text{الإحتياطيات من العملة الصعبة}} \%$ 7- $\frac{\text{الإقراض الخاص}}{\text{الـ PIB}} \%$ 8- $\frac{\text{السيولة البنكية}}{\Sigma \text{ الأصول}} \%$ 9- نمو القرض المنزلي %	متغيرات مالية
10- $\frac{\text{الـ PIB الحقيقي}}{\text{عدد السكان}}$ 11- تأمين الودائع المصرفية (L'assurance-dépôt)	متغيرات مؤسسانية

Source: Davis et Karim, Op. Cit, p.p.89-120

تهدف مؤشرات تقدير الاستقرار المالي إلى إجراء مقارنة مع باقي الدول و إلى متابعة العوامل المحددة للاستقرار المالي على المستوى المحلي، و قد عرف الاهتمام بهذه المؤشرات تزايداً كبيراً خلال الفترة الأخيرة حيث أن تجميعها سيسمح بتقديم مؤشر كلي للاستقرار المالي. باتت مؤشرات تقدير الاستقرار المالي مستعملة في غالبيتها التقنيات الكمية المستعملة في تقدير الاستقرار ما دفع المؤسسات المالية الدولية إلى اقتراح مجموعة من المؤشرات.

2-2-2-2- مؤشرات تقدير الاستقرار المالي في دليل بعض المؤسسات المالية الدولية

اقترحت عدة مؤسسات مالية دولية على غرار صندوق النقد الدولي و البنك العالمي في دليلها الخاص بغية تقييم الاستقرار المالي مجموعة من المؤشرات التي يمكن أن تستعمل في التحليل الفردية و بالأخص في النظامية. و يتم استعمال هذه المؤشرات لكل مجالات نشاط الدائرة المالية: البنوك، شركات التأمين، أسواق رأسمال...الخ، كما تشجع المؤسسات المالية الدولية تحليل المؤشرات الرئيسية للاستقرار و كذلك مختلف المتغيرات الأخرى. (يبين لنا الملحق رقم (02) جملة المؤشرات التي وصفتها كل من الـ FMI، BM (2005) لتتبع المؤسسات البنكية)

إن تحليل مؤشرات تقدير الاستقرار المالي يدفعنا إلى القول بأن هناك مؤشرات خاصة بكل قطاع مالي، كأسواق التأمينات، أسواق رأس المال، المؤسسات المالية غير البنكية...الخ، كما هناك أيضا

مؤشرات للنمو المالي خاصة بكامل القطاع المالي قد تعطي معلومات جيدة عن درجة الاستقرار كعدد البنوك، الودائع البنكية، ال PIB... الخ.

تسعى الأنظمة المالية إلى بناء مؤشر عام للاستقرار المالي من خلال تجميع مختلف المؤشرات المذكورة سابقا في مؤشر واحد، كما أن القيام بتجميع هذه المؤشرات ليس بالأمر السهل حيث هناك مجموعة من العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار كتعدد الأنظمة المالية أو غياب البيانات.

أ - أنظمة الإنذار المبكر (EWS): ظهرت هذه الأنظمة بعدما عرفت الدول النامية في العقود الأخيرة عدد كبيرا من الأزمات المالية التي سمحت بإظهار آثار الاضطرابات على النظام المالي، و بينت هذه الأزمات كم هو ضروري تحديد مؤشرات الإنذار التي تسمح بتقدير مدى قوة النظام و اتخاذ الإجراءات اللازمة للتخفيف من الخطر النظامي.

- هدف أنظمة الإنذار المبكر (EWS): تهدف أنظمة الإنذار المبكر إلى القيام بتشخيص سريع للضعوبات التي يواجهها الاقتصاد، و يكون ذلك بواسطة مجموعة من المؤشرات التي تصدر إشارات معينة، ما يسمح باتخاذ إجراءات بشكل سريع و يسهل من عملية التنبؤ بالأزمات.¹ يمكن تعريف أنظمة الإنذار المبكر على أنها مجموعة من الإجراءات، الأنظمة، المؤشرات... الخ، التي تقوم بتحليل المعلومات و البيانات اللازمة لتشخيص المؤسسات المالية المعرضة للخطر، الأخطار التي تتعرض لها هذه المؤسسات أو عملائها أو بقية مؤسسات النظام المالي، و تسمح كذلك باستباق ظهور الأزمات.

تهدف مختلف الإجراءات الكمية المستعملة في قياس الاستقرار المالي إلى تقديم صورة متناسقة تسمح بتحليل مشاكل الاستقرار و بتشخيص البنوك المعرضة للخطر، و يتم استعمال نوعين من أساليب التقدير في حالة البنوك حيث هناك إجراءات تقدير داخلية للنماذج الداخلية للبنوك "on-site" كما هناك إجراءات خارجية "off-site".

إن الهدف من الإجراءات السابقين هو تجميع المعلومات و البيانات و تحليلها، حيث تجمع المقاربة السابقة بين خصائص التحليل التمييزي (القيام بتشخيص البنوك الضعيفة اعتمادا على مجموعة من المؤشرات) و بين معطيات اختبار التوتر (اختبار النموذج الداخلي و مدى تأثره بالصدمات) الذي سنتطرق له في العناصر اللاحقة.

بينت غالبية الدراسات بأنه يتم استعمال نماذج الإنذار المبكر (EWS) لتحليل مواقع الهشاشة المالية و التأكد من إمكانية ظهور أزمة ما، كما أن هناك مجموعتين رئيسيتين من نماذج الإنذار المبكر: طريقة الإشارات La méthode de signaux و طريقة المتغير التابع المحدود (نموذج الانحدار اللوجستي logit و نموذج ال Probit).

¹ Lutton T, **Early Warning Systems**, IMF-NBR Regional Seminar on Financial Stability Issues, Sinaia, 7-9 November ,2006

تقوم غالبية الدراسات باستعمال الطريقتين ثم مقارنة نتائجهما، كما أن استعمال نتائج الطريقة الأولى في إنجاز الطريقة الثانية قد يسمح بزيادة دقة نتائج هذه الأخيرة.

- **طريقة الإشارات La méthode de signaux**: تعتبر هذه الطريقة من بين أول الطرق التي استعملت في تطوير أنظمة الإنذار المبكر، و أول من وضع هذه الطريقة هو الاقتصادي "Echengreen" عام 1995 و عرفت بعد ذلك رواجاً كبيراً خاصة في أعمال كل من "Kaminsky" و "Reinhart" عام 1999 التي خلصت إلى نموذج KLR¹.

أصبحت منذ هذا الوقت غالبية الدراسات التي تعتمد على طرق أخرى في إطار نماذج الإنذار المبكر (EWS) تقارن النتائج المتحصل عليها مع تلك النتائج المتوصل إليها بواسطة نموذج KLR. تقوم طريقة الإشارات للإنذار المبكر بتحليل المؤشرات المالية قبل و أثناء فترات الأزمة و مقارنتها بالفترة العادية.

يمكن أن نقول بأن أحد المتغيرات يبعث إشارة عن وقوع أزمة في المستقبل إذا كان هناك اختلاف في أداء هذا المتغير بين الفترة العادية و بين فترة ما قبل و عند اندلاع الأزمة، و تقوم هذه الطريقة بتحويل كل مؤشر إلى إشارة ثنائية (Signal binaire): إذا تجاوز أحد المؤشرات قيمة معينة سيأخذ قيمة "1" و يبعث إنذار عن ظهور أزمة، و يأخذ المؤشر في الحالة العكسية قيمة "0".

تتميز الطريقة السابقة بكونها تتمتع بدرجة دقة ضعيفة، و قد ارتبط تطور هذه الطريقة باستعمال مؤشرات جديدة، حيث قام على سبيل المثال الاقتصادي "Krkoska" عام 2000 أثناء تقديره للهشاشة الاقتصادية الكلية لبعض دول أوروبا الوسطى بإختبار مؤشر جديد هو: الفرق بين عجز الحساب الجاري و الاستثمار الأجنبي المباشر، كما تقوم الدراسات الحديثة على استعمال مؤشرات مركبة في أنظمة الإنذار المبكر (EWS)².

عادة ما يتم استعمال طريقة الإشارات من أجل معرفة محددات الأزمة، كما أنه و من أجل تحديد العتبة التي يمكن ابتداءً منها أن نقول عن ظاهرة ما بأنها أزمة يتم استعمال طريقة الاحتمال الشرطي .Probabilités conditionnelles

تظهر النتائج المتوصل إليها العلاقات التالية بين الاحتمالات الشرطية و المؤشر المركب الدال على الأزمة.³

¹ Kaminsky G et Reinhart C.M, **The twin crises: The cause of banking and balance of payments problems**, dans «American Economic Review», Vol 3, 1999, p.p.473-500

² Krkoska L, **Assessing Macroeconomic Vulnerability in Central Europe**, EBRD, WP/52, 2000

³ Krznar I, **Currency crisis: theory and practice with application to Croatia**, Banque Nationale de Croatie, WP/12, 2004

الجدول رقم (12): الاحتمال الشرطي المقابل لفئة من المؤشر المركب

قيمة المؤشر	الاحتمال الشرطي
0 – 0,10	0,02
0,10 – 0,20	0,09
0,20 – 0,30	0,14
0,30 – 0,40	0,50
0,40 – 0,50	0,78
0,50 – 0,60	1,00
0,60 – 0,70	1,00
0,70 – 0,80	1,00

Source: Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op.Cit, P.312

نلاحظ من الجدول السابق بأن الاحتمال 0.50 (قيمة المؤشر المركب تقع بين 0,30-0,40) قد تم اختياره كاحتمال العتبة، فإذا تجاوزت قيمة المؤشر المركب 0.35 فإن احتمال وقوع الأزمة يصبح فعلي.

تبين كل الدراسات بأن طريقة الإشارات عادة ما تستعمل لتحديد المؤشرات المحددة للأزمة، و تكمن الميزة الأساسية لطريقة الإشارات في كون أن كل مؤشر يحلل على حدى لتحديد قدرته التنبؤية، أما سلبيات هذه الطريقة فتكمن في أنها لا تأخذ بعين الاعتبار تفاعل المؤشرات إذ تنظر إليها على أنها علاقة وظيفية بين المتغيرات المفسرة و المتغيرات المستقلة، كما أنها تتوصل بصعوبة كبيرة إلى تقديم تقدير على أساس الطرق الإحصائية المعيارية.¹

- نماذج الـ **logit** و الـ **probit** *، الثنائية و المتعددة: للتوصل إلى بناء أنظمة إنذار مبكر يمكن اللجوء إلى نموذج إنذار سواء من نوع لوجستي أو **probit** (غير خطي) يسمح بإقامة علاقة بين مختلف المؤشرات المختارة و احتمال ظهور الأزمة. لا تختلف المؤشرات المستخدمة في هذه النماذج عن تلك المستخدمة في مقارنة الإشارات إلا أنه في هذه الحالة يتم القضاء على الإيجابية الثنائية حيث أن هذه الطريقة تأخذ بعين الاعتبار قسم المتغيرات.

كما سبق ذكره فإن غالبية الدراسات المتعلقة ببناء أنظمة الإنذار المبكر (**EWS**) تبدأ بطريقة الإشارات و تستمر بطريقة الـ **logit** و الـ **probit** الثنائي و المتعدد.

• نموذج الـ **logit**: استعمل كل من الاقتصاديين "Krkoska" عام 2000 و "fratzscher" عام 2006 نموذج الـ **logit** الثنائي لتقدير احتمال ظهور الأزمة، و هناك أيضا وسيلة أخرى يمكن اللجوء

¹ Schardax F, An Early Warning Model for Currency Crises in Central and Eastern Europe, dans «Focus on transition», Banque Nationale d'Autriche, No 1, 2002

* للمزيد من التوضيحات راجع: عادل بن أحمد بن حسين بن بابطين، الانحدار اللوجستي و كيفية استخدامه في بناء نماذج التنبؤ للبيانات ذات المتغيرات التابعة ثنائية القيمة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، قسم علم النفس، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1430هـ.

إليها و هي نموذج الـ logit المتعدد الذي يسمح بتقدير أثر عدد (n) من ظهور أو عدم ظهور أزمة. تم استعمال نموذج الـ logit المتعدد من طرف الباحثين "Davis" و "Karim" عام 2008 في تقدير احتمال ظهور أزمة بنكية.

قام الباحثين "Bussièrès" و "fratzscher" عام 2006 بمقارنة نتائج نموذج الـ logit الثنائي و نتائج نموذج الـ logit المتعدد و توصلوا إلى أفضلية النموذج الثنائي عن الأول.¹ تتمثل مختلف مراحل نموذج الـ logit المتعدد فيما يلي:²

- حساب مؤشر توتر سوق الصرف لتحديد المجال الزمني للأزمة (التي تدفع البنك المركزي إلى التخلي عن نظام الصرف الثابت) و لمعرفة فترات الهشاشة التي تم تجنبها؛
- حساب مؤشر أزمة الصرف الذي يميز نموذج الـ logit المتعدد؛
- التقدير الاقتصادي للنموذج؛
- تقدير الحد الأمثل للعتبة التي تدل عن الأزمة.

• **نموذج الـ probit:** يرى الكثير من الباحثين بأن نموذج الـ probit هو أحسن بديل لنموذج الـ logit، و قد اعتمد كل من "Berg" و "Patillo" عام 1999 في بحثهم على الدراسة المنجزة من طرف "Kaminsky" و "Reinhart" عام 1999 التي خصت عينة من 20 دولة و خلال نفس الفترة، حيث قاما في بداية الأمر باختبار نموذج KLR و توصلا تقريبا إلى نفس النتائج. لقد قاما في المرحلة الثانية من بحثهم بتغيير عينة الدراسة و في مرحلة ثالثة بإستعمال نموذج الـ probit كبديل لنموذج الإشارات، و يرى الباحثين الثلاثة بأن لاستعمال نموذج الـ probit عدة مزايا أساسية مقارنة بنموذج KLR، حيث تسمح باختبار جدوى مفهوم العتبة، تجميع المتغيرات التنبؤية في مؤشر مركب، الأخذ بعين الاعتبار العلاقات الموجودة بين مختلف المتغيرات، و اختبار ما إذا كانت المتغيرات معبرة إحصائيا أو لا.³

لجأ الاقتصادي "krznar" عام 2004 إلى استعمال نموذج الـ probit لتحديد احتمال وقوع أزمة صرف في كرواتيا، و يرى "krznar" بأن استعمال نموذج الـ probit بالنسبة لدولة واحدة بدلا من عدة دول أمرا ممكنا بسبب إجراءات التوقع و تطور النماذج الاقتصادية القياسية.

يرى نفس الباحث بأن النتائج المتعلقة بدولة واحدة تسمح بمقارنة أفضل مع النماذج النظرية و قد تساهم في تطويرها، و من جهة أخرى يرى الباحث بأن تطبيق نموذج الـ probit على مجموعة من الدول سيجعلنا نواجه مشكل تعدد المتغيرات و قراءة النتائج.⁴

¹ Bussièrè M et Fratzscher M, **Towards a New Early Warning System of Financial Crises**, dans «Journal of International Money and Finance», Vol. 25, 2006,p.p. 953-973

² Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op.Cit, P.314

³ Berg A et Pattillo C, **Predicting Currency Crises: The Indicators Approach and an Alternative**, dans « Journal of International Money and Finance », Vol 18, 1999, p.p. 561-586

⁴ Krznar I, **Currency crisis: theory and practice with application to Croatia**, Banque Nationale de Croatie, WP/12, 2004

تم استعمال نموذج الـ probit من طرف عدة باحثين لتشخيص أزمات الصرف داخل دول أوروبا الوسطى و الشرقية*، حيث قاموا بتحديد المتغيرات بمساعدة مقاربة الإشارات ثم قاموا بإجراء انحدار الـ probit لكل متغير. لنماذج انحدار الـ logit و الـ probit مزايا عديدة مقارنة بطريقة الإشارات فهي تسهل من عملية التوقع باحتمال وقوع أزمة كما تسمح بالتعرف بشكل سريع على المعلومات المتأتية من متغيرات جديدة، و من بين السلبيات الرئيسية لطريقة الإشارات نجد تدهور جودة المعلومات بسبب تحويل المتغيرات الخارجية إلى متغيرات ثنائية.

يمكن أن نقول في النهاية بأن هناك عدة تقنيات لبناء الـ EWS التي تعتمد على بيانات مجموعة من الدول أو التي تعتمد على بيانات خاصة بكل دولة، و تركز غالبية الدراسات على النوع الأول من التحليل (أي أن الـ EWS خاص بمجموعة من الدول) بسبب عدم توفر سلاسل طويلة للبيانات الخاصة بدولة ما، كذلك و كما سبق الإشارة له فإن الـ EWS تستعمل أيضا لتشخيص البنوك الأكثر تعرضا للمخاطر حيث نتكلم في هذه الحالة عن نظام الإنذار المبكر للكشف عن الهشاشة المالية للبنوك.

- **محدودية أنظمة الإنذار المبكر EWS في تحديد مواقع الهشاشة:** الملاحظ على الـ EWS هو إهمالها لإمكانية أن تكون الأزمات منتجة لنفسها (auto-réalisatrices) حيث أن المؤشر الأكثر استعمالا للتعبير عن الأزمات البنكية هو القروض المشكوك فيها التي يتم ربطها بخطر الإقراض. الملاحظ هنا هو أنه يمكن أن يكون هناك ارتباط بين مؤسسات النظام فيما يخص خطر الإقراض إلا أن هذا الأخير لا يتم تحليله من طرف الـ EWS.

من جانب آخر، ينبغي أن يؤخذ بعين الاعتبار خطرا الإقراض و السوق معا و ليس كل على حدى، و نقطة الضعف الأخرى التي تميز الـ EWS هي مدى صحة البيانات.

قام الباحثين "Gunter" و "Moore" عام 2003 باستعمال نموذج الـ EWS بناءً على بيانات محدثة و توصلوا إلى نتائج مختلفة (بشكل كبير) عن تلك المتحصل عليها بناءً على البيانات غير المحدثة، و عليه يرى الباحثين بأن البيانات عنصر بالغ الأهمية في مثل هذه النماذج (EWS).¹ نلاحظ عمليا بأن استعمال الـ EWS يبقى محدود بسبب قدرتها التوقعية الضعيفة حيث أن عدد كبير من الإشارات المنبعثة من هذه النماذج خاطئ، و بناءً على ما سبق فإنه من الضروري إتباع إلى جانب الـ EWS طرق أو تقنيات كمية أخرى لقياس الاستقرار المالي.

* على غرار الباحث: "Schardax" عام 2002 الذي يمكن الإطلاع على أعماله في:

Schardax F, **An Early Warning Model for Currency Crises in Central and Eastern Europe**, dans «Focus on transition », Banque Nationale d'Autriche, No 1, 2002

¹ Gunther J.W et Moore R. R, **Early warning models in real time**, dans « Journal of Banking & Finance», Vol 27, 2003, p.p.1979-2001

ب- اختبارات التوتر **Les stress-test**: يعرف الاقتصادي "Evjen" (2004) اختبار التوتر بأنه الإجابة على التساؤل التالي "ماذا يحدث لو؟"، الهدف منه هو قياس أثر بعض الصدمات على الاقتصاد عموماً و على النظام المالي خصوصاً.¹

يعرفه أيضاً الاقتصادي "Chivakul" (2006) بأنه مجموعة التقنيات المستعملة من طرف المؤسسات المالية لقياس هشاشتها المحتملة أمام الأزمات.² يسمح التعريفين السابقين بإظهار البعد الاقتصادي الكلي لاختبارات التوتر و كذلك بعدها الاقتصادي الجزئي، هذا من خلال التمييز بين اختبارات المقاومة المالية الكلية و اختبارات المقاومة المنجزة من طرف المؤسسات (بشكل فردي).

تهدف اختبارات المقاومة النظامية (المتعلقة بالاقتصاد الكلي) إلى تقدير الاستقرار المالي للنظام ككل، فهي تقدم مجموعة من التطبيقات التي تأخذ بعين الاعتبار خطر العدوى و تستعمل أيضاً تقنيات متعددة نظراً لصعوبة الحسابات، و تقدم هذه الاختبارات نتائج تقريبية تسمح بتبسيط الواقع الذي يتميز بدرجة عالية من التعقيد.

تهدف المجموعة الثانية من اختبارات التوتر إلى تحديد مواقع الهشاشة التي تواجه المؤسسات، و تعتبر البنوك التجارية الكبيرة أول من بنى اختبارات التوتر لتقدير رد الفعل المحتمل لمحافظها اتجاه الصدمات الخارجية، و قد تم تشجيع البنوك على استعمال اختبارات التوتر في اتفاقية بازل II التي طالبت كل البنوك التي تستخدم طرق حديثة في حساب خطر القروض باستعمال اختبارات التوتر. من بين نقاط الضعف المسجلة على اختبارات التوتر الخاصة بالمؤسسات نجد سوء تقديرها للسيولة من جهة، و صعوبة تحليل و مقارنة نتائج الاختبار في المؤسسات كون كل مؤسسة قد تستعمل تقنيات مختلفة من جهة أخرى.

بالرغم من أنه قد تم بذل جهودات كبيرة لتحسين مستوى اختبارات التوتر الخاصة بالمؤسسات إلا أن اختبارات التوتر النظامية تبقى الأنسب لتقدير متانة النظام المالي.³

- دور اختبارات التوتر في التحليل الإحترازي الكلي: يرى الاقتصادي "Blaschke" بأن اختبار التوتر المساعد هو طريقة تستعمل لقياس مدى تعرض مجموعة من المؤسسات للخطر، إذ تقدم نماذج التوتر النظامية معلومات حول تصرف أو رد فعل النظام أمام صدمات استثنائية لكن محتملة، و هو ما يساعد أصحاب القرار على تقدير مدى هشاشة النظام.⁴

¹ Evjen S, Lund A.J, Morka K.H, Nordal K.B. et Svendsen I, **Monetary and financial stability in Norway: what can we learn from macroeconomic stress tests?**, BIS, 2004 Disponible à : www.bis.org/publ/bppdf/bispap22u.pdf (Consulté le 28/03/2014)

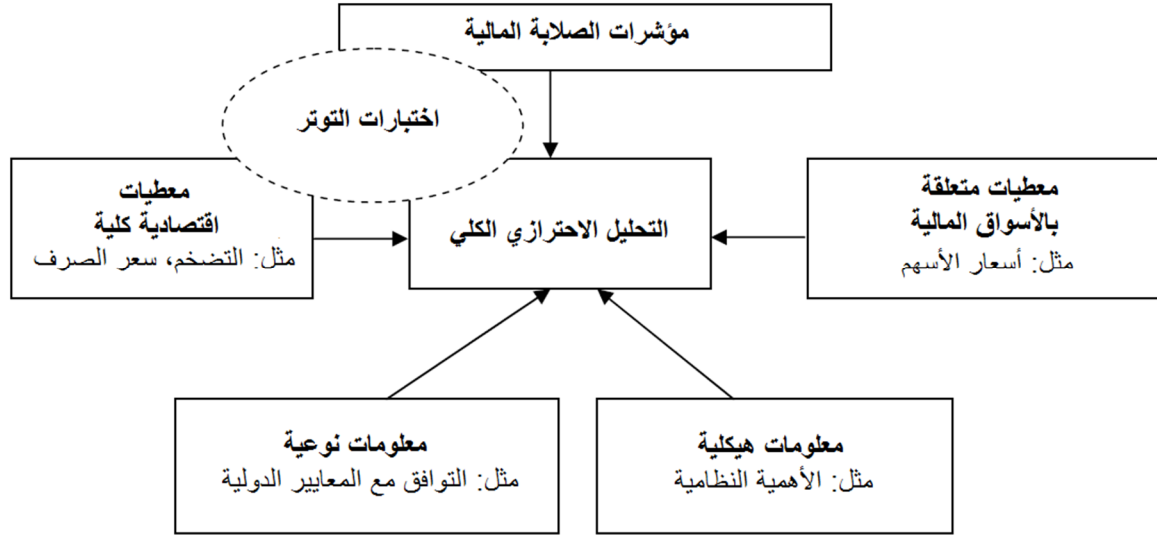
² Chivakul M, **Stress Testing the Financial System**, IMF Seminar, Georgia, 2006

³ Bunn P, **Stress-testing as a Tool for Assessing Systemic Risks**, dans « **Financial Stability Review** », Banque d'Angleterre, 2005

⁴ Blaschke W, Jones M.T, Majnoni, J. et Martinez Peria, S, **Stress Testing of Financial Systems: An Overview of Issues, Methodologies and FSAP Experiences**, WP/88, IMF, 2001

يسمح لنا الشكل رقم (21) بإظهار مكانة اختبارات التوتر في التحليل الاحترازي الكلي إذ يبين لنا وجود تكامل في الوظائف بين مؤشرات القوة المالية و اختبارات التوتر، كما تسمح اختبارات التوتر بتقدير أثر بعض الأحداث الاقتصادية الكلية المحتملة أي غير أكيدة الوقوع على النظام المالي. يسمح التحليل المنجز بناءً على الـ FSI بتحديد مواقع الهشاشة في النظام من خلال تحديد نوع الاختبار المناسب، و في المقابل تسمح اختبارات التوتر بإظهار حساسية الـ FSI أمام التغيرات الهيكلية أو التشريعية.¹

الشكل رقم (21): إطار التحليل الاحترازي الكلي



Source: Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op.Cit, P.329

حتى و إن كان هناك نوع من التكامل بين مؤشرات القوة المالية FSI و اختبارات التوتر فإن كل واحد منها له دور معين في التحليل الاحترازي الكلي، إذ بينت التجربة بأن اختبارات التوتر لا تملك مكانة كبيرة في النقاشات القائمة حول صحة النظام المالي، بينما لها أهمية بالغة في الوصول إلى توافق حول الصعوبات التي تهدد النظام و حول المقاييس الواجب إتباعها لخفض التكاليف المحتملة للصدمات.

تم تطوير اختبارات التوتر بشكل أساسي في إطار مهام الـ FSAP التابع إلى الـ FMI، و كانت اختبارات التوتر المنجزة في إطار مهام الـ FSAP في بداية الأمر عبارة عن تحاليل حساسية بالنسبة لمؤشر خطر واحد أو مقارنة بقيم قياسية قصوى لمؤشرات توتر مختلفة. تركز اليوم التحاليل على بناء السيناريوهات و على مدى اهتمام السلطات (استعمال النماذج الماكرو اقتصادية)، و على العدوى البنكية، و على امتداد اختبارات التوتر إلى مؤسسات مالية غير بنكية. عادة ما لا يتم أخذ بعين الاعتبار خطر العدوى و الأخطار الثانوية في اختبارات التوتر إلا أنه هناك بعض الـ FSAP التي تأخذ بعين الاعتبار بعض عناصر العدوى البنكية.²

¹ Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op. Cit, p.p.328.329

² Ibid, p.330

- تصنيف اختبارات التوتر النظامية: يمكن إجراء هذا التصنيف بناءً على عدة معايير أهمها:
- **التصنيف حسب التقنيات المستعملة:** يرى كل من الاقتصاديين "Sorge" و "Virolainen" (2006) بأن هناك مجموعتين كبيرتين من الاختبارات، الأولى مستلهمة من مهام الـ FMI و الثانية تخضع لتأثير المؤسسات الفردية.¹
- ✓ **ترتكز المجموعة الأولى من الاختبارات على "مقاربة الميزانية"** حيث تسعى إلى تقدير حساسية ميزانية البنوك اتجاه التغيرات الماكرو اقتصادية، و تعبر مقارنة الميزانية عن بعض الدراسات التي استعملت نماذج الاقتصاد القياسي بناءً على إحصائيات سابقة و قامت بتقدير علاقة مباشرة بين المؤشرات الأساسية و بين بعض مؤشرات الخطر، و تنقسم هذه النماذج بدورها إلى مجموعتين:
- نماذج تقدر معادلة باستعمال سلاسل زمنية أو لوحات البيانات؛
 - نماذج تقوم بتحليل هشاشة النظام البنكي أمام التقلبات المسجلة في المؤشرات الأساسية الماكرو اقتصادية في إطار تغيرات هيكلية قطاعية أو كامل الاقتصاد.
- عادة ما يتم استعمال النماذج السابقة أي النماذج الهيكلية من طرف البنوك المركزية لاتخاذ سياساتها النقدية، إذ تقوم هذه النماذج الماكرو اقتصادية على سبيل المثال بتحليل أثر الصدمات على ربحية البنوك، و للتمكن من تحقيق الأهداف السابقة يتم وضع عدة سيناريوهات كالقيام مثلاً بافتراض صدمات طلب أو صدمات عرض و هذا من أجل قياس أثرها على استقرار النظام البنكي.²
- تختلف النماذج السابقة عن بعضها البعض باختلاف درجة تعقدها و باختلاف برامج الاقتصاد القياسي المستعملة و باختلاف الطريقة التي تظهر بها خصائص كل اقتصاد.*
- ✓ **النهج أو المقاربة المتكاملة (approche intégrée) بالاشتراك مع طريقة الـ VAR (Value at Risk):** عادة ما يتم استعمال طريقة الـ VAR على مستوى المؤسسات الفردية لتقدير حساسية المحفظة اتجاه مختلف مصادر الخطر.
- طورت العديد من الدراسات هذه الطريقة لاختبارات التوتر النظامية للانتقال من البعد الجزئي إلى البعد الكلي و قامت بإدخال الأساسيات الماكرو اقتصادية في الـ VAR.
- تبين عند استعمال طرق الـ VAR على مستوى المؤسسات الفردية بأنه يستحيل تجميع النتائج المتوصل لها، كما تبين أيضاً بأن عدد كبير من الدراسات تتم على المحافظ المجمع للقطاع البنكي. تركز هذه النماذج على العناصر التالية:
- ضم خطر القرض و خطر السوق في التحليل؛

¹ Sorge M et Virolainen K, A comparative analysis of macro stress-testing methodologies with application to Finland, dans « Journal of Financial Stability », Vol 2, Issue 2, 2006, pp. 113-151

² Evjen S, Lund A.J, Morka K.H, Nordal K.B et Svendsen I, Monetary and financial stability in Norway: what can we learn from macroeconomic stress tests?, BIS, 2004 Disponible sur: www.bis.org/publ/bppdf/bispap22u.pdf (Consulté le 28/03/2014)

* يستعمل البنك المركزي الفرنسي نموذج MASCOTE لتقدير أثر الصدمات على التغيرات الماكرو اقتصادية.

- نمذجة احتمال عدم الدفع على شكل دالة غير خطية.

ظهرت أولى الأعمال المنجزة في إطار المقاربة المتكاملة على يد الاقتصاديين "Merton" (1974) و "Wilson" (1998)، و تضم هذه النماذج أربعة مراحل أساسية: يتم في المرحلة الأولى ربط معدل عدم الدفع مع مختلف المتغيرات الماكرو اقتصادية، و يتم في المرحلة الثانية وصف تطور المتغيرات الماكرو اقتصادية بمساعدة نماذج زمنية، و تفترض المرحلة الثالثة بناء نموذج ارتباط، كما يتم في المرحلة الأخيرة تجريب قيم جديدة للمتغيرات الماكرو اقتصادية و لمتوسط معدلات التوقف عن الدفع، ليتم بعد ذلك تحديد خسائر المحفظة.

• **التصنيف حسب نوع الصدمات و الطريقة المستعملة:** يمكن تصنيف اختبارات التوتر حسب نوع الصدمات إلى ثلاث مجموعات رئيسية:¹

✓ **تحليل الحساسية:** يقوم عدد كبير من تحاليل الحساسية بتحديد التغيرات المسجلة في آخر الميزانيات و في حسابات نتائج المؤسسات المالية الفردية، و تهدف تحاليل الحساسية أو كما تسمى أيضا الاختبارات بمساعدة مؤشرات الخطر (risk factor test) إلى تحديد رد فعل المحفظة اتجاه تغير المتغيرات الاقتصادية الهامة، و تتوقع الفرضيات بأن عدد من المتغيرات يعاني من تغيرات كبيرة (كتسجيل انخفاض مفاجئ في معدل سعر الصرف مثلا) بينما تبقى متغيرات أخرى دور تغير.

✓ **التحاليل التي تعتمد على السيناريوهات:** تحاول التحاليل التي تأخذ بعين الاعتبار السيناريوهات إلى تحديد مدى قدرة النظام في الرد على الصدمات الاستثنائية و الممكنة، و تفترض الاختبارات التي تعتمد على سيناريوهات ماكرو اقتصادية بأن تغير بعض المتغيرات الخارجية سيكون له تأثير في مرحلة ثانية على القيمة المستقبلية لمتغيرات ماكرو اقتصادية أخرى.

سيكون لهذا الميكانيزم أثر على أداء القطاع المالي فمثلا سيؤدي تغير أسعار البترول على المستوى الدولي إلى تأثير مستويات الاستهلاك و الاستثمار في بعض الدول.

✓ **تحليل العدوى:** يهدف هذا النوع من النماذج إلى تحليل عملية انتقال الصدمات المسجلة على مستوى المؤسسات الفردية إلى كامل النظام المالي، و يمكن أن تتأثر المؤسسات بواسطة عدة ميكانيزمات من العدوى نتيجة تعرضها للمخاطر، و من أمثلة هذه الاختبارات نجد اختبارات حول أثر الإشاعة على المتعاملين في الأسواق و الاختبارات التي تحلل انخفاض فترة حياة مؤسسة ما.

يصنف الاقتصادي "Blaschke" (2001) اختبارات التوتر حسب طبيعة الصدمات إلى: الاختبارات التي تقيس الحساسية، الاختبارات المبنية على السيناريوهات الماكرو اقتصادية، و الاختبارات التي تقيس الخسارة القصوى أو القيمة القصوى.²

¹ De Bandt O et Oung V, **Bilan des « stress tests » menés sur le système bancaire français**, dans « Revue de la stabilité financière », Banque de France, No 5, 2004

² Blaschke W, Jones M.T, Majnoni J et Martinez Peria S, **Stress Testing of Financial Systems: An Overview of Issues, Methodologies and FSAP Experiences**, IMF, WP/88, 2001

- **التصنيف حسب الخطر المغطى¹**: تسعى اختبارات التوتر إلى تحليل المخاطر التي تهدد القطاع المالي عموماً و القطاع البنكي خصوصاً، و لعل أبرز هذه المخاطر:
 1. **خطر القرض**: نشأ خطر القرض عن احتمال وجود مدين في حالة عدم القدرة على تسديد قرضه في الآجال المحددة، و يرى الاقتصادي "Thoraval" 2006 بأن اختبارات التوتر النظامية المستعملة في تحليل خطر القروض تشكل عنصراً محورياً في السياسة الاحترازية الكلية.²
 2. **خطر السوق**: عادة ما يتم ربط خطر السوق بخطر معدل الفائدة و بخطر الصرف، فمعدل الفائدة يحضى بأهمية بالغة لدى البنوك حيث له تأثير مباشر على أرباحهم و على سوق السندات. تقيس غالبية المقاربات المتعلقة بمعدل الفائدة مدى التعرض للخطر بمقارنة الأصول و الخصوم، و تقتض هذه الطريقة فصل الأصول و الخصوم حسب درجة حساسيتها، و تبرز هنا طريقتين أساسيتين هما:
 - النموذج الذي يقيس الفروقات في النضج و يقدر الفروقات بين تدفقات الفوائد التي تستهلك و تلك التي ستدفع، و يسمح لنا هذا النموذج بحساب التغيرات الصافية في المداخل المتعلقة بالفائدة بالنسبة لكل شريحة من الأصول و كامل المحفظة مقابل كل تغير في معدل الفائدة.
 - النموذج المبني على مفهوم الاستمرارية التي تعرف بأنها تقيس حساسية سعر أصل ما اتجاه أي معدل فائدة.
 - يوجد إلى جانب الخطر المباشر لمعدل الفائدة خطر آخر غير مباشر يكمن في مواجهة العملاء صعوبات في تسديد ديونهم أو في الحصول على قروض جديدة (لما يؤدي مثلاً ارتفاع القيمة الاسمية لمعدل الفائدة إلى ارتفاع المعدل الحقيقي).
 - يعتبر خطر الصرف (المكونة الأبرز الأخرى لخطر السوق) ذلك الخطر الناتج عن تغير قيمة أصل أو خصم داخل الميزانية أو خارج الميزانية.
 3. **خطر السيولة**: يكمن خطر السيولة في عدم مقدرة الأصول السائلة على الاستجابة للطلب، كما يتم قياس مؤشر السيولة بالعلاقة القائمة بين الأصول السائلة الموجودة لدى البنوك و إجمالي الودائع قصيرة الأجل.
 - لقياس خطر السيولة بواسطة اختبارات التوتر نتائج محدودة حيث يبرز المشكل الرئيسي في العلاقة بين خطر السيولة و توزيع رأس المال، فعادة ما يصعب تغيير وضع البنك في حالة ما إذا سجل خسائر بسبب مواجهته لمشاكل في السيولة، كما أنه عادة ما تكون هناك علاقة بين خطر السيولة و خطر العدوى.

¹ Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op. Cit, p.p.343-348

² Thoraval P.Y, **Stress-Testing on Credit Risk**, IMF-FSC/FSS « International Conference on Macroprudential Supervision », Séoul, 2006 Disponible sur:

<http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2006/macrop/eng/Thoraval.pdf> (Consulté le 28/03/2014)

4. **خطر العدوى:** يكمن دور العلاقات ما بين البنوك في إطار اختبارات التوتر في السماح بتقدير مدى أهمية الصدمات الفردية و أثرها على المؤسسات الفردية من خلال أثر "الدومينو". يختلف أثر العدوى من دولة لأخرى باختلاف عدد البنوك و مدى مخاطرة البنوك.

عادة ما تسعى البنوك بعد وقوع صدمة ما إلى إعادة النظر في مدى مخاطرتها أو تعرضها للمخاطر لكن هذا الإجراء لا يؤخذ بعين الاعتبار في اختبارات التوتر، و يمكن تصنيف الاختبارات الزمنية الساعية المستعملة في تقدير العدوى ما بين البنوك في مجموعتين: تسلط الأولى الضوء على احتمال عدم الدفع في المدى الطويل، بينما تقدر الثانية مصفوفة المخاطر البنكية.

بينت نتائج الاختبارات القائمة على مصفوفة العدوى بأن أثر "الدومينو" ينتقل كنتيجة لأثر خطر إفلاس مؤسسة ما على نشاط المؤسسات الأخرى للنظام.

يرى كل من "Nguyen" و "Degryse" (2004) بأن خطر العدوى يتحقق لما تكون السيولة الكلية غير كافية أو لما تؤدي استباقات الأسواق إلى خلق أثر العدوى أو لما يعلن أحد البنوك الكبار عن إفلاسه.¹

5. **الخطر المرتبط بتطور أسعار الأصول:** يمكن أن يعرف الخطر المرتبط بتطور أسعار الأصول على أنه الخطر الذي يخص قيمة الأصول و الخصوم و عناصر خارج الميزانية لمؤسسة ما بسبب التغير في سعر الأسهم.

تكمن الطريقة المثلى لإدراج الخطر المرتبط بتطور أسعار الأصول ضمن اختبارات التوتر في إعادة تقييم محفظة الأسهم التي تملكها كل مؤسسة بقيمة أكبر من قيمتها الفعلية.

في الأخير يمكن القول بأن تحليل الاستقرار المالي بات يتميز بدرجة عالية من التعقيد بسبب ضرورة التركيز على أحداث استثنائية ممكنة الوقوع، كما يجب أن يأخذ هذا التحليل بعين الاعتبار توزيع المتغيرات و الظهور المفاجئ للأخطار، حيث تسمح اختبارات مقاومة الصدمات في ظل الظروف سابقة الذكر بقياس مدى مرونة جزء من الاقتصاد.

حتى و إن كانت اختبارات التوتر تستخدم من طرف كل المؤسسات الفردية أو حتى من طرف كامل القطاع البنكي فإن استعمالها على مستوى كامل النظام المالي يبقى محدود.

¹ Degryse H et Nguyen G, **Interbank Exposures: An Empirical Examination of Systemic Risk in the Belgian Banking System**, Banque de Belgique, WP/43, 2004

2-3- دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي

كانت في بادئ الأمر المؤسسات التي نعرفها اليوم كبنوك مركزية عبارة عن بنوك تجارية أو بنوك حكومية، و تحولت هذه المؤسسات إلى بنوك مركزية كنتيجة لاحتكارها عملية الإصدار النقدي و كذلك دورها في تسيير استقرار القطاع البنكي.

برزت الحاجة منذ البداية إلى إيجاد ضامن للسير الحسن داخل النظام البنكي و لعل ما زاد من شدة هذه الحاجة هو الأهمية الكبيرة التي يتمتع بها النظام البنكي داخل النظام الاقتصادي، إذ يسمح وجود سلطة عمومية بتجنب حالة الهلع البنكي حيث تملك هذه السلطة القدرة على تحويل الأصول البنكية إلى سيولة في أي وقت، كما يقدم البنك المركزي وسائل الدفع الضرورية للحفاظ على الاستقرار المالي.

2-3-1- تطور أهداف البنك المركزي

يرى الاقتصادي "Paul Volcher" بأن استقرار الأسعار لم يكن الهدف الرئيسي للبنوك المركزية عند نشأتها و يقدم الاحتياطي الفدرالي الأمريكي FED كمثال على ذلك، حيث كان يهدف هذا الأخير في البداية إلى ضمان الاستقرار المالي قبل أن يتحول إلى ضمان الاستقرار النقدي.

يقدم الاقتصادي "Trichet" (1994) رأياً مخالفاً نوعاً ما عن الرأي السابق فهو يقبل بدور البنوك المركزية في الحفاظ على الاستقرار المالي و لكنه يرى في نفس الوقت بأن الدور الأساسي للبنوك المركزية قد كان منذ نشأتها الحفاظ على استقرار الأسعار، و يرى "Trichet" بأنه من بين الثلاث وظائف الرئيسية التي تؤديها البنوك المركزية: الحفاظ على استقرار الاقتصاد الكلي، بنك البنوك، بنك الحكومة، تعتبر الوظيفة الأولى أهم هذه الوظائف.

يرى نفس الاقتصادي بأن وظيفة بنك البنوك تدرج في مفهوم واسع يسعى إلى ضمان استقرار القطاع البنكي، بينما تهدف وظيفة استقرار الاقتصاد الكلي إلى ضمان استقرار الأسعار.¹

ذهب الاقتصادي "Goodhart" (2000) في نفس الاتجاه السابق حيث يرى بأن للبنوك المركزية ثلاث وظائف أساسية ألا و هي: تحقيق الاستقرار النقدي، تحقيق الاستقرار المالي، تقديم الدعم المالي للحكومة (في حالة الحروب).²

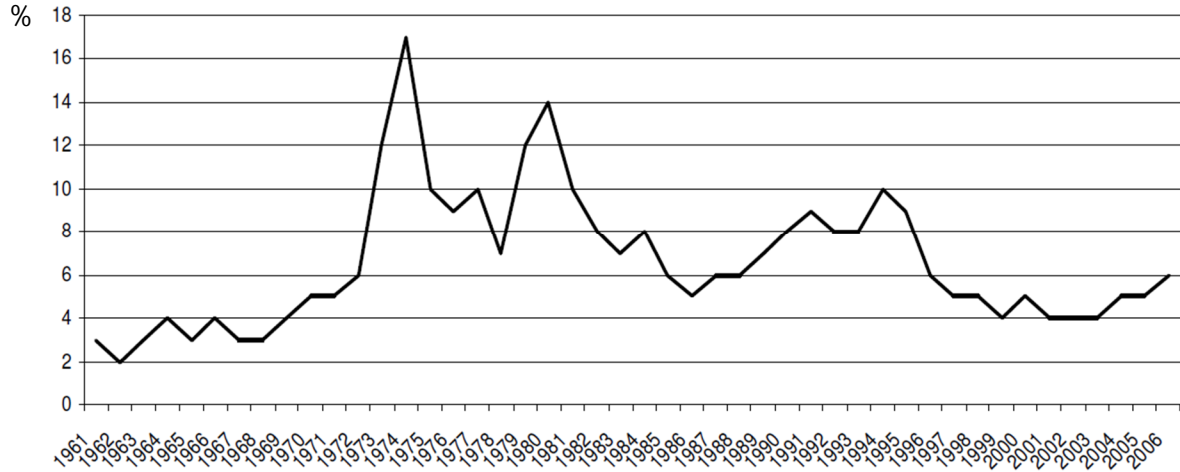
شهد النظام المالي الدولي خلال السنوات 1972 - 1973 تزايداً كبيراً في الضغوط التضخمية حيث بلغ معدل التضخم مستويات مقلقة، ما جعل البنوك المركزية تركز جل جهودها في محاربة التضخم و تجعل من هذا التوجه هدفها الأساسي.

يسمح لنا الشكل رقم (22) بإظهار تطور معدل التضخم على المستوى الدولي خلال الفترة 1961 - 2006.

¹ Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op.Cit, p.154

² Goodhart C.A.E, **Which Lender of Last Resort for Europe?**, Edition Central Banking Publications, Londres, 2000

الشكل رقم (22): تطور معدل التضخم على المستوى الدولي خلال الفترة 1961 - 2006



Source: Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op. Cit, P.155

جاء تحديد استقرار الأسعار كهدف أساسي للبنوك المركزية نتيجة المواجهة التي دارت بين مدرستين للفكر الاقتصادي، و ترجع المدرسة النقدية ظهور حالة التضخم إلى عوامل نقدية بينما ترجعه المدرسة الكينزية إلى وقوع صدمات في جانب العرض، و قد لاقت آراء المدرسة الأولى قبول أغلبية الاقتصاديين ما أدى إلى تركيز الاهتمام حول المجاميع النقدية قصد التحكم في الكتلة النقدية و تجنب التضخم.

يرى الاقتصاديين "Seitz" و "Schich" (1999) بأن مهام البنك المركزي تأثرت في القرن الـ 20 بحدثين بارزين، الأول هو ظهور الكساد الاقتصادي في بداية السبعينات حيث دفع عدد كبير من الاقتصاديين للتخلي عن فكرة وجود علاقة بين التضخم و البطالة، و أصبح ينظر لهدف تحقيق استقرار الأسعار من طرف البنوك المركزية على أنه أحسن وسيلة تلجأ إليها السياسة النقدية لتحسين الأداء الاقتصادي، أما ثاني أبرز حدث فيتمثل في تحولات القطاع المالي نتيجة للتحرير و الابتكارات المالية و تزايد حركة رؤوس الأموال.¹

أدت كل العوامل السابقة إلى تغيير أو تطور مهام البنك المركزي حيث قل الاهتمام بمراقبة سعر الصرف و تم توجيه سياسة البنك نحو التضخم، و يعد الحفاظ على استقرار الأسعار أمراً ضرورياً للسير الحسن للنشاط الاقتصادي الذي يتطلب توفر ثقة المستثمرين.

لوحظ خلال السنوات الأخيرة بأن الاختلالات المالية قد تسجل حتى في اقتصاد الدول التي تعرف معدلات تضخم منخفضة أي أنها لم تعد تقتصر على اقتصاد الدول التي تعرف معدلات تضخم مرتفعة، و هو ما أصبح يؤثر بشكل كبير على ثقة المستثمرين و على النمو الاقتصادي.

ساهمت العوامل السابقة إضافة إلى تطور أسواق رأس المال و اندماج اقتصاد الدول على المستوى الدولي في دفع السلطات النقدية لتركيز اهتمامها على الاستقرار المالي و معالجة الأزمات المالية حيث أصبح هدفها الثاني إلى جانب هدف تحقيق استقرار الأسعار.

¹ Schich S et Seitz F, **Changing the institutional design of Central Banks, 1999** Disponible sur: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173192 (Consulté le 04/04/2014)

أثير جدل كبير حول دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي حيث أن هناك من الاقتصاديين من ينادي بنظرية الحرية البنكية (free banking) التي تقول بأن النظام المالي يمكن أن يعمل دون وجود بنوك مركزية و أن ما يضمن الاستقرار المالي هو قواعد السوق.

و يرى نفس الفريق بأن البنوك المركزية تؤدي إلى ظهور الخطر المعنوي/Paléa Moral التي قد تدفع المتعاملين إلى المخاطرة أكثر فأكثر.

يرى كل من "Schoenmaker" و "Goodhart" (1993) بأن القطاع الخاص يمكن أن يسير نظام المدفوعات بدون تدخل البنك المركزي لكن شرط أن يحصل على المعلومات الكافية و أن تكون هناك رقابة مستمرة (أنية) لكل المؤسسات المالية (بين الواقع بأن هذا لا يتحقق).

تمثل نظرية الحرية البنكية (free banking) الوجه الشاذ للبيرالية المالية، و هي تشهد تراجع مستمر في مؤيديها خاصة بعد أن بينت الأزمات المالية الأخيرة الحاجة الماسة لتنظيم الأسواق المالية، ما يجعل من هذه النظرية حسب الاقتصادي "Capie" مجرد عمل أو تصور أكاديمي.

يرى الاقتصادي "Capie" بأن اعتبار الاستقرار المالي و معالجة الأزمات المالية كهدف ثاني للبنوك المركزية يحتم على هذه الأخيرة إعادة النظر في نشاطها، و تختلف آراء الاقتصاديين المطالبين بإعادة النظر في مهام البنوك المركزية باختلاف طبيعة أنشطتهم إلا أن أكبر تيار من الاقتصاديين يشير إلى العلاقة القائمة بين التضخم و البطالة.

عادة ما نقول بأن البنك المركزي يساهم في ضمان الاستقرار المالي من خلال ضمان نظام مدفوعات فعال، و يرى في هذا الخصوص الاقتصادي "Jacobson" (2001) بأنه يجب مرافقة السير الحسن لنظام المدفوعات بمراقبة القطاع البنكي.¹

تصنف كل من رقابة النظام البنكي و رقابة نظام المدفوعات و أداء دور المقرض الأخير ضمن وظائف البنك المركزي على مستوى الاقتصاد الجزئي، بينما تصنف مهمة الحفاظ على استقرار الأسعار كوظيفة على مستوى الاقتصاد الكلي.

لم تعد البنوك المركزية مسؤولة فقط على أداء مهامها التقليدية المتمثلة أساسا في ضمان استقرار القطاع و إنما امتدت مهامها إلى ضمان استقرار كامل النظام المالي، و تعتبر الثقة في قيمة النقود عامل أساسي لتحقيق هدف الاستقرار المالي، و في المقابل يؤدي وجود نظام مالي مستقر إلى تحقيق هدف ثبات الأسعار.

عادة ما تسعى البنوك المركزية إلى تحقيق الاستقرار المالي و معالجة الأزمات المالية بالرجوع إلى سياسة السوق المفتوحة، المساهمة في نظام ضمان الودائع المصرفية (Assurance dépôts)، أداء دور المقرض الأخير، ضمان السير الحسن لنظام المدفوعات و رقابة القطاع البنكي.

¹ Jacobson T, Molin J et Vredin A, **How can central banks promote financial stability?**, dans « Economic Review », No 2, Sveriges Riksbank, 2001, p.p.5-13

يحتم البعد الاحترازي الكلي للاستقرار المالي ضرورة مراقبة الاستقرار داخل كامل النظام المالي من طرف البنوك المركزية، إذ تلجأ هذه الأخيرة إلى وسيلتين: تقدير الأخطار المحتملة التي تؤثر على استقرار النظام و تقدير مدى مكانة النظام المالي و مدى قدرته على مواجهة الصدمات، و نلاحظ في هذه الحالة وجود التقاء بين هدف السياسة النقدية التقليدي (استقرار الأسعار) و هدفها الحديث (الاستقرار المالي و معالجة الأزمات المالية).¹

يرى بعض الاقتصاديين بأنه يستحيل على البنك المركزي ضمان الاستقرار المالي بسبب عدم التوافق بين كل من الاستقرار النقدي من جهة و الاستقرار المالي من جهة أخرى، يمكن القول بأن وجهة نظر هذا الفريق غير صحيحة و هو ما سنحاول إظهاره فيما يلي من نقاط.

يعد هدف تحقيق الاستقرار المالي هدفا معقدا مقارنة بهدف تحقيق الاستقرار النقدي الذي يتم تحديده بشكل دقيق و يمكن تحقيقه خلال فترة زمنية معينة، و يتميز هدف الاستقرار المالي بكونه هدف غير دقيق حيث يرجع ذلك إلى غياب تعريف محدد له من جهة و إلى تعدد السياسات الهادفة إلى تحقيقه. قام الاقتصادي "Isarescu" (2006) بإنجاز دراسة حاول من خلالها دراسة العلاقة التي تربط بين استقرار الأسعار و الاستقرار المالي، و قد ميز هذا الأخير بين مقاربتين أساسيتين: تعتبر المقاربة الأولى تقليدية و هي ترى بأن كلا الاستقرارين يتعاونان و يتغذيان من بعضهما على المدى الطويل، في المقابل توجد مقاربة حديثة ترى بأن تثبيت الأسعار في مستويات متدنية سيخلق وضع اقتصادي جديد يتميز بعدم ضمان الاستقرار المالي.²

يرى العديد من الاقتصاديين بأن المقاربة الحديثة تمثل مدرسة جديدة في الفكر فهي ترى أن وجود نسبة تضخم ضعيفة ثابتة قد تجعل النظام المالي أكثر هشاشة أمام خطر ارتفاع أسعار الأصول. عادة ما ينظر إلى التوافق الموجود بين كلا الهدفين أي التخلي عن أحد الهدفين مع الإبقاء على الآخر على أنه توافق المدى القصير، و يرى أصحاب هذا الرأي بأن أهداف استقرار الأسعار لا تتطابق دوما مع أهداف الاستقرار المالي حيث أن بعض أهداف استقرار الأسعار يمكن أن تؤدي إلى عدم استقرار النظام المالي و بالتالي وقوع أزمات مالية.

قد يؤدي إتباع سياسة نقدية توسعية في حالة ما إذا كان للقيود المفروضة على رأس المال تأثيرا على النشاط إلى زيادة الهشاشة المالية، حيث يمكن أن يتم استعمال السيولات الإضافية المحقونة من طرف البنك المركزي بطريقة خاطئة من طرف البنوك التجارية، ما يمكن أن يؤدي إلى تدهور وضعية رأس مالها، و بالتالي يضع استقرار كامل القطاع المالي في خطر.

من أمثلة الحالات التي تبين عدم التوافق بين هدف استقرار الأسعار و هدف الاستقرار المالي لدينا حالة اقتصاد يعاني من التضخم و يعاني أيضا من ضعف بنوكه.

¹ Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op. Cit, p.p.157.158

² Ibid, p.159

يفترض أن يقوم البنك المركزي في حالة التضخم برفع معدلات الفائدة إلا أن هذا لن يحدث بسبب تراجع البنك المركزي عن هذا الإجراء بعد حصوله على معلومات تفيد بهشاشة النظام، حيث أن أي إجراء يقتضي برفع معدل الفائدة سيزيد حتما من الهشاشة، و بالتالي سيفشل البنك المركزي في مواجهة التضخم.

من جانب آخر تحاول مجموعة من الاقتصاديين إظهار إمكانية التوافق بين هدف استقرار الأسعار و هدف الاستقرار المالي، ففي هذا السياق يرى الاقتصادي "Mishkin" (1997) بأن كل ارتفاع في المستوى العام للأسعار و كذلك كل انخفاض في هذا الأخير قد يكون مصدرا لعدم الاستقرار.¹ إن تبني إجراءات لمحاربة التضخم في ظرف وجيز يمر حتما برفع معدل الفائدة الذي قد يؤدي إلى انخفاض التدفقات النقدية و ارتفاع احتمال وقوع أزمة مالية، و يحتم الوضع السابق على السلطات ضرورة الاهتمام بصلابة النظام المالي و بوظيفة التنظيم إذا كانت تهدف إلى تحقيق انخفاض سريع في التضخم.

يرى الاقتصادي "Jacobson" (2001) أيضا بأن أهداف كل من استقرار الأسعار و الاستقرار المالي قد لا تتوافق في كافة الحالات، إلا أنه يضيف بأن هناك بعض العوامل التي تجعل وقوع التوافق من دون مشاكل، فالحجة الأولى التي يشير إليها في هذه الحالة هي كون الأزمات البنكية تنتج في الغالب عن الوضع الاقتصادي الكلي السائد و عن إتباع سياسة اقتصادية كلية غير مناسبة، صف إلى ذلك يؤدي إتباع سياسة نقدية هادفة إلى تحقيق استقرار الأسعار إلى تقليص المخاطر، أما الحجة الثانية التي يشير إليها هي كون البنوك المركزية تحوز في الواقع على أدوات قد تسمح لها بتحقيق هدف استقرار الأسعار و كذلك هدف استقرار القطاع البنكي.²

توصل الاقتصادي "Albulescu" إلى نتيجة مفادها أن الصراع بين استقرار الأسعار و الاستقرار المالي لا يمكن أن يكون إلا على المدى القصير أي في حالة التضحية بهدف التضخم مقابل الحفاظ على الاستقرار المالي، و إلى أن هذين الهدفين يلتقيان على المدى المتوسط و الطويل. تم ملاحظة هذا الوضع خلال الأزمة المالية العالمية 2008 حيث قام عدد كبير من البنوك المركزية بضخ السيوليات في السوق أي أنها قامت في المدى القصير بتضحية هدف التضخم لصالح هدف الاستقرار المالي.

أما فيما يخص وجهة النظر القائلة بأنه بإمكان السياسة النقدية التوسعية أن تزيد من الهشاشة المالية فإن "Albulescu" يرى بأنه سيكون لهذه السياسة في بداية الأمر أثر سلبي على استقرار الأسعار، أما فيما يتعلق بتخلي البنوك المركزية على قرار رفع معدلات الفائدة إذا رأت بأن ذلك يؤدي إلى

¹ Mishkin F. S, **The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers**, FED of Kansas, 1997

² Jacobson T, Molin J et Vredin A, **How can central banks promote financial stability?**, dans « Economic Review », No. 2, Sveriges Riksbank, 2001, p.p.5-13

إضعاف القطاع البنكي فإن هذا القرار يمكن تبريره بأن وقوع أزمة بنكية سيسفر بالإضافة إلى الضغوط التضخمية عن تكلفة اقتصادية واجتماعية هامة.¹ بناءً على كل ما سبق يمكن القول بأننا في حاجة إلى سياسة تمزج بين الجانب النقدي و بين جانب التنظيم و الرقابة، و هذا حتى يتسنى تحقيق كلا الهدفين (هدف استقرار الأسعار من جهة و هدف الاستقرار المالي و معالجة الأزمات المالية من جهة أخرى). سيكون لغياب الاستقرار المالي تأثيراً واضحاً على استقرار الأسعار و على النمو الاقتصادي حيث أن النظام المالي المستقر يؤثر إيجابياً على مردود الاقتصاد بينما يحد النظام المالي غير المستقر من مردود الاقتصاد.

2-3-2- الأدوات المستخدمة من طرف البنك المركزي لمعالجة الأزمات المالية

عادة ما كانت البنوك المركزية تلجأ إلى الأدوات التقليدية لسياستها النقدية (تم التطرق بالتفصيل إلى هذه الأدوات في الفصل الأول) في أداء دورها سواء تعلق الأمر بالحفاظ على استقرار الأسعار أو معالجة الأزمات المالية، كما تكون الأدوات السابقة الذكر مجدية إذا لم تتوقف قنوات انتقال السياسة النقدية عن العمل، أما في حالة ما إذا توقفت هذه القنوات عن العمل أو كانت لا تعمل بشكل جيد فإن الأدوات التقليدية للسياسة النقدية تصبح محدودة أو عديمة الفعالية الأمر الذي يدفع البنوك المركزية إلى استعمال أدوات أخرى لسياستها النقدية ابتكرتها حديثاً تسمى بالأدوات غير التقليدية. قبل التطرق إلى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية نتطرق أولاً لدور كل من الدول المتقدمة و الدول الناشئة و الدول المصدرة للمحروقات في زيادة حجم السيولة الدولية، و إلى أسباب فشل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية.

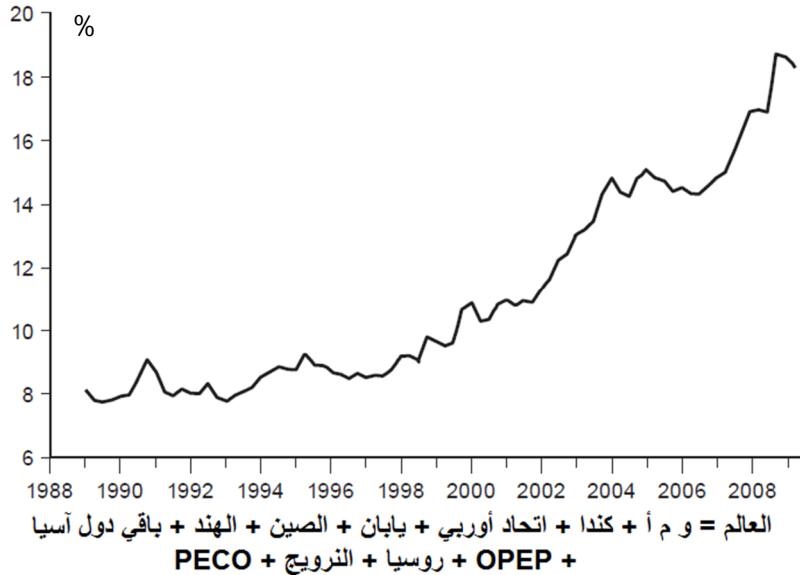
2-3-2-1- دور الدول المتقدمة في زيادة السيولة النقدية الدولية

يشهد حجم السيولة العالمي أي السيولة التي صدرت عن مختلف البنوك المركزية العالمية تزايداً مستمراً منذ أكثر من عشر سنوات حيث ارتفعت سنوياً بمعدل متوسط من 13 إلى 15%، كما عرفت السيولة العالمية تزايداً غير مسبوق خلال عام 2008 حيث ارتفعت بحوالي 30%. تلجأ البنوك المركزية في سعيها لمعالجة الأزمات المالية إلى زيادة حجم السيولة إلا أنه و بالنظر إلى التزايد المسجل منذ أكثر من 10 سنوات فإن مستوى السيولة الحالي قد بلغ مستوى غير مسبوق (انتقلت من 8% من الـ PIB العالمي عام 2007 إلى 17% من الـ PIB العالمي في بداية عام 2008 (أكثر من 10000 مليار دولار) لتسجل انخفاض طفيفاً في بداية عام 2009 حيث بلغت 18% من الـ PIB العالمي.² يسمح لنا الشكل رقم (23) بإظهار تطور الكتلة النقدية العالمية بالنسبة إلى الـ BIP العالمي للفترة الممتدة من 1988 إلى بداية 2009.

¹ Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op. Cit, p.p.160.161

² Patrick Artus, Marie-Paule Virard, **La liquidité incontrôlable**, Pearson Education, France, 2010, p.p.5.7

الشكل رقم (23): تطور الكتلة النقدية العالمية بالنسبة إلى الـ PIB العالمي (1998 – 2009)



Source: Patrick Artus, Marie-Paule Virard, *La liquidité incontrôlable*, Pearson Education, France, 2010, p.7

هناك عاملين أساسيين لتفسير سبب التزايد المستمر في الكتلة النقدية العالمية: الأول متعلق بالسياسات النقدية التوسعية التي اتبعتها أكبر دول الـ OCDE و هذا حتى في فترات الإستقرار المالي، و الثاني متعلق بتراكم احتياطات كبيرة لدى الدول الناشئة و المنتجة للمواد الأولية منذ نهاية التسعينات.

يرى الاقتصاديين "patrick Artus" و "Paul Virard" بأنه يمكن إجراء الربط بين إجراءات البنوك المركزية و بين هدفها الرئيسي المتمثل في محاربة التضخم، حيث سعت البنوك المركزية إلى التحكم في معدلات التضخم من خلال تطبيق ما يسمى *politique d'inflation targeting*، إلا أنه و بعد أن تم التحكم في معدلات التضخم منذ عدة سنوات رأى مسؤولو العديد من البنوك المركزية أمثال "Alain Greenspan" رئيس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي السابق بأنه أصبح من الممكن الاستقادة من إتباع سياسة نقدية توسعية، تكون قائمة أساسا على تسهيل عملية الإقراض بواسطة خفض معدلات الفائدة، و تسمح بتحقيق معدلات عالية من النمو الاقتصادي.¹

طور محافظو مختلف البنوك المركزية التي اتبعت الإجراءات السابقة الذكر ما يسمى بنظرية المصادقية حيث يرون بأنها هي التي تفسر تسجيل تحولات ضعيفة منذ التسعينات في كل من التضخم، معدلات النمو الاقتصادي، و معدلات الفائدة (باستثناء فترة أزمة 2001).

دافع محافظو البنوك المركزية للدول الكبرى بشدة عن فرضية التوافق بين التحكم في التضخم و الاستقرار المالي (و معالجة الأزمات المالية) حيث يرون بأنه في حالة غياب التضخم لا يمكن أن يكون هناك اختلالات مالية، و كانت الحقيقة مخالفة لهذا التصور حيث ساهم في الواقع محافظو البنوك المركزية بشكل تدريجي في تأسيس وضع سام للاقتصاد.

¹ Patrick Artus, Marie-Paule Virard, *La liquidité incontrôlable*, Pearson Education, France, 2010, p.8

يفترض أن يكون معدل الفائدة على القروض دوماً أكبر من معدل النمو الاقتصادي إلا أنه و في الطرف السابق حدث العكس، ما جعل المقترضين لا يرون وجود ضرورة للحد من اقتراضهم. أدى تزايد عملية الاقتراض إلى ارتفاع معدل المديونية ما زاد من خطر تكون الفقاعات، حيث شهدت أسعار الأصول (الأسهم، العقارات، المواد الأولية) و معدلات المديونية ارتفاعاً غير عادي منذ نهاية التسعينات ثم في الفترة بين 2003 و 2007 مكونة بذلك عدة فقاعات أدى انفجارها إلى وقوع أزمات.¹

2-2-3-2- دور الدول الناشئة و المنتجة للمواد الأولية في زيادة السيولة النقدية الدولية

حتى و إن كانت البنوك المركزية للدول الكبرى التابعة للـ OCDE تحمل مسؤولية كبيرة في نمو السيولة الدولية إلا أنه لا يمكن تجاهل دور الدول الناشئة و الدول المصدرة للمواد الأولية في الوصول إلى هذا الوضع.

أصبح توجه السياسات النقدية العالمية منذ قرابة العشر سنوات يتأثر بشكل كبير بتوجهات السياسة النقدية للدول الناشئة و الدول المصدرة للمواد الأولية و هو ما يمكن اعتباره تغيراً هيكلياً رئيسياً. سجلت معظم الدول الناشئة و الدول المصدرة للمواد الأولية تراكمات كبيرة في احتياطياتها من العملة الصعبة إذ بلغ مجموع احتياطياتها عام 2008 حوالي 4500 مليار دولار من مجموع الاحتياطيات العالمية المقدر بـ 6000 مليار دولار (2000 مليار دولار للصين، 500 مليار دولار لدول الـ OPEP، 420 مليار دولار لدول أمريكا اللاتينية بما فيها المكسيك، 360 مليار دولار لروسيا)، أي أن الدول الناشئة تنتج حوالي ثلاثة أرباع السيولة الدولية بفضل احتياطياتها المتراكمة و التي تعتبر خلاقة للنقد.²

دفعت أحداث الـ 11 سبتمبر 2001 و كذلك فضيحة ENRON السلطات النقدية الأمريكية و كذلك الأوروبية و اليابان إلى تخفيض معدلات الفائدة، و قد أسفر هذا التخفيض الذي كان مصحوباً بإعلان حكومة الرئيس الأمريكي السابق Bush عن القيام بزيادة الميزانية عن عودة النمو في الدول المتقدمة خلال عام 2003. كان لهذا النمو أثراً بارزاً: الأول هو تسجيل فائض كبير في الميزان التجاري للصين، و الثاني هو تسجيل ارتفاع كبير في أسعار المواد الأولية عامة و البترول خاصة. وجدت إذن الدول الناشئة و الدول المصدرة للمواد الأولية نفسها في الصدارة من حيث فوائض الميزان التجاري حيث على سبيل المثال بلغ في تاريخ جوان 2008 الفائض التجاري للصين + روسيا + الـ OPEP حوالي 500 مليار دولار، و قد كان مصدر جزء كبير منه العجز الخارجي الأمريكي الذي سجل خلال نفس الفترة 750 مليار دولار.

كان يفترض أن يسفر الوضع السابق عن ارتفاع قيمة عملات الدول صاحبة الفوائض بالنسبة للدولار و أن يحدث توازن في الموازين التجارية لمختلف هذه الدول من خلال حرية انتقال التدفقات النقدية

¹ Ibid, p.8

² Ibid, p.p.10.11

و رؤوس الأموال، إلا أن ذلك لم يحدث و يمكن تفسيره في كون العديد من الدول على غرار الصين لا تتبع نظام صرف مرن و بالتالي لا تسمح بارتفاع قيمة عملاتها.

يتم خلق نقود جديدة و بالتالي زيادة الكتلة النقدية العالمية من خلال عدة إجراءات أهمها قيام بعض الدول صاحبة الفوائض في الميزان التجاري على غرار الصين بتوجيه جل احتياطياتها نحو شراء سندات الخزينة الأمريكية، كما تساهم دول أخرى كالدول العربية و روسيا و فنزويلا في زيادة الكتلة النقدية العالمية من خلال قيامها باستثمار احتياطياتها في الأسواق المالية، و هي العملية التي يطلق عليها ¹le recyclage des pétro-dollars.

مما سبق يمكننا القول بأن الكتلة النقدية (السيولة) العالمية قد بلغت مستوى كبير جدا ساهم في بلوغه كل من الدول المتقدمة و الدول الناشئة و الدول المصدرة للمواد الأولية على حد سواء، و كان لهذا المستوى من السيولة العالمية أثر مباشر على قرارات السياسة النقدية المتبعة لمعالجة الأزمات و هو ما سنوضحه في العناصر اللاحقة.

2-3-2-3- أسباب فشل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية

عادة ما تستعمل البنوك المركزية في سعيها لمعالجة الأزمات المالية أداة أساسية هي تحديد معدلات الفائدة الرئيسية و معدل الفائدة الذي تقرض به للبنوك التجارية، و يكون ذلك عادة على المدى القصير جدا (أي يوم أو بضعة أيام)، و تؤثر التغيرات التي يحدثها البنك المركزي في معدل الفائدة الرئيسي على الاقتصاد عبر قناتين رئيسيتين ألا و هما قناة معدل الفائدة و قناة الائتمان.²

أ- **قناة معدل الفائدة و أسباب تعثرها:** يوجد على مستوى الأسواق المالية عدد كبير من أسعار الفائدة، يتعلق كل واحد منهما بمدة معينة و بفترة معينة من المقترضين، و يمكن التعبير عن جميع معدلات الفائدة في ما يسمى بمنحنى المعدلات حيث يحدد بالنسبة لفترة معينة من المقترضين معدل الاقتراض لمختلف الفترات (ثلاثة أشهر، ستة أشهر، سنة، سنتين، عشر سنوات...الخ). تنتقل التغيرات المسجلة في معدلات الفائدة الرئيسية إلى الاقتصاد عبر منحنى المعدلات الذي يتأثر بثلاثة عوامل رئيسية هي:

- التطورات المستقبلية المتوقعة لأسعار الفائدة؛
 - حالة عدم اليقين التي تؤثر على الإستباقات الخاصة بالمعدلات؛
 - تتأثر المعدلات طويلة الأجل بالعرض و الطلب على السندات باختلاف تواريخ استحقاقها.
- يمكن أن تتوقف قناة معدل الفائدة عن العمل بشكل طبيعي في حالتين هما:

الحالة الأولى: هي عندما يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر حيث لا يمكن عند هذا المستوى إجراء تخفيضات لأن معدل الفائدة لا يكون سالب، و يكون لهذا الوضع أثر سلبي خاصة إذا كان معدل

¹ Patrick Artus, Marie-Paule Virard, *La liquidité incontrôlable*, Pearson Education, France, 2010, p.15

² Laurent Clerc, *les mesures non conventionnelles de politique monétaire*, banque de France, Revue: FOCUS, n°4, 23 Avril 2009, p.1

التضخم المسبق سالب، حيث تفقد في هذه الحالة البنوك المركزية قدرتها على التأثير في المعدلات الحقيقية بواسطة المعدل الرئيسي، و يمكن أن يؤدي ذلك إلى ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية، ما قد يساهم في اندلاع دوامة انعكاسية.

الحالة الثانية: حتى وإن لم يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر فقد لا يستطيع البنك المركزي تخفيض المعدل، و يحدث هذا الوضع عندما يسقط الاقتصاد حسب صيغة الاقتصادي "كينز" في مصيدة السيولة. يفترض في الأوضاع العادية أن يؤدي وجود فائض من السيولة داخل الاقتصاد إلى شراء سندات، ما يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة، إلا أن هذا الميكانيزم يتعطل عن العمل إذا انخفض عائد السندات أو إذا زادت خطورة ما بحوزتهم من أصول.

يفضل المتعاملون الاقتصاديون في هذه الحالة الاحتفاظ بالنقود و كنتيجة لهذا الوضع لن يكون هناك ارتفاع في أسعار السندات و لا انخفاض في معدلات الفائدة.

ب- قناة الائتمان و أسباب تعثرها¹: نظرا لعدم قدرة كل المتعاملين الاقتصاديين (عائلات و مؤسسات) الوصول بشكل مباشر إلى الأسواق المالية فإن جزء كبير منهم يعتمد بشكل رئيسي على القروض البنكية، و هو ما يجعل من قناة القروض البنكية أو الائتمان مهمة جدا لانتقال السياسة النقدية، كما تعتبر هذه القناة مكملة لقناة معدل الفائدة حيث أن معدلات الفائدة هي التي تحدد تكلفة الموارد التي تحصل عليها البنوك بالقرب من الأسواق النقدية (على المدى القصير) أو بالقرب من الأسواق المالية (على المدى الطويل)، فكلما ارتفعت تكلفة موارد البنوك كلما قل ميلها للإقراض و كلما اقتضت بمعدلات فائدة مرتفعة، و هو ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض. للسياسة النقدية إذن تأثير على شروط الاقتراض و على حجم القروض الممنوحة في الاقتصاد، و نلاحظ بأن لقناة القروض البنكية (الائتمان) تأثيرا أكبر داخل منطقة اليورو مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية إذ تمثل القروض البنكية في منطقة اليورو 75% من التمويل الاقتصادي، بينما لا تمثل سوى 10% في الولايات المتحدة الأمريكية.

تتوقف قناة القروض البنكية (الائتمان) عن العمل بشكل طبيعي لما يتوقف النظام البنكي عن العمل بشكل طبيعي، و لما يكون هناك تباطؤ أو توقف في تدفقات القروض نحو الاقتصاد، و عموما يحدث ذلك في الحالات التالية:

- لما تسجل البنوك خسائر (مثل الخسائر المتعلقة بالرهن العقاري) تخفض من قاعدة رأس مالها و من قدرتها على الإقراض؛
- لما تتدهور الأوضاع الاقتصادية بشكل كبير ما يجعل عملية الإقراض أكثر مخاطرة و يزيد من تردد المقترضين؛
- لما تزداد حالة عدم اليقين الاقتصادي التي تؤدي إلى ارتفاع منح المخاطر و تزيد من تكلفة موارد البنوك؛

¹ Ibid, p.2

- لما يتوقف سوق ما بين البنوك الذي يعتبر مصدر تمويل البنوك التجارية عن العمل بسبب فقدان الثقة بين الأطراف المتعاملة.¹

2-3-2-4- الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية

تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق أربعة أهداف رئيسية: استقرار الأسعار، استقرار سعر الصرف، الحفاظ على الإنتاج عند مستوى معين، الاستقرار المالي (معالجة الأزمات المالية عند وقوعها)، و لبلوغ الأهداف السابقة تملك البنوك المركزية مجموعة من الأدوات التقليدية على غرار معدل الخصم، الاحتياطي الإجباري، عمليات السوق المفتوحة... الخ.

أدى تطور الوضع الاقتصادي على المستوى الدولي بفضل كل من التحرير المالي المتزايد، و تحرير حركة السلع و الخدمات، و تطور الابتكارات المالية، و ظهور ممارسات مالية جديدة، إلى ظهور أزمات مالية أكثر حدة عن تلك التي سادت قبل تسعينات القرن الماضي، كما أن تزامن ظهور أزمات مالية أكثر حدة مع تبني عدد كبير من البنوك المركزية لسياسة نقدية توسعية قائمة على نظرية المصادقية منذ أكثر من عشر سنوات قد أدى إلى عجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية عن معالجة الأزمات المالية، و ظهر ذلك بشكل واضح خلال الأزمة المالية 2007-2008.

تعد أداة معدل الفائدة أبرز الأدوات التقليدية التي تستعملها البنوك المركزية في فترات الأزمات المالية، إلا أنها واجهت فشلا ذريعا خلال الأزمة المالية العالمية 2007-2008 حيث لم تستطع غالبية البنوك المركزية استعمالها بشكل فعال كونها كانت عند حدها الأدنى.

أسفر الوضع السابق عن عجز البنوك المركزية على إجراء تخفيضات أخرى في معدلات الفائدة، و حتم عليها استعمال أدوات حديثة يطلق عليها تسمية الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية قائمة على مبادئ اقتصادية جديدة تهدف إلى تنشيط الاقتصاد و كبت التضخم.

أ- التيسير الكمي² (Quantitative easing/QE): يدل مصطلح التيسير الكمي الذي هو عبارة عن ترجمة للمصطلح الانجليزي quantitative easing أو الفرنسي assouplissement quantitativ على أحد أدوات السياسة النقدية التي يطلق عليها تسمية غير التقليدية، و التي يمكن للبنوك المركزية أن تستعملها في بعض الأوضاع الاقتصادية الاستثنائية كالأزمات المالية الكبرى. ينبع الطابع غير التقليدي لهذه الأدوات عن عدم تمكن البنوك المركزية من استعمال الأدوات التقليدية للسياسة النقدية المتمثلة أساسا في أداة معدل الفائدة التي بدورها تؤثر على معدل الخصم أو معدلات ما بين البنوك، و أداة الاحتياطي الإجباري، و أداة السوق المفتوحة التي تهدف إلى التحكم في الكتلة النقدية.

يتم استعمال أداة التيسير الكمي إذن لما يكون معدل الفائدة قصير الأجل قريب من الصفر و لما تطول حالة الانكماش، و الهدف من استعمال هذه الأداة هو خفض معدلات الفائدة الطويلة الأجل

¹ Ibid, p.2.3

² Disponible sur: www.fr.wikipedia.org/assouplissement_quantitatif (Consulté le 08/09/2014)

لإعادة تنشيط الاقتصاد مباشرة. و يقوم ميكانيزم التيسير الكمي على زيادة خصوم ميزانية البنك المركزي حيث يقتني هذا الأخير أصول مختلفة قد تشمل أصول قليلة المخاطر كسندات الخزينة أو أصول أخرى أكثر خطرا كديون الوكالات (dettes d'agences) و السندات المدعومة بأصول (ABS) مثل سندات الرهن العقاري (MBS).

ظهرت أولى الدراسات التي اهتمت بمدى جدوى الأدوات التقليدية للسياسة النقدية في فترة الانكماش التي سادت في ثلاثينات القرن الماضي على يد الاقتصادي "كينز"، بينما لم تظهر أولى الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية و لم يتم تنظير ميكانيزمات انتقالها إلى الاقتصاد إلا في الآونة الأخيرة. سمح الوضع الاقتصادي الصعب الذي شهده اليابان خلال التسعينات للعديد من الاقتصاديين أمثال الاقتصادي "Paul krugman" و الاقتصادي "Athanasios Orphanides" بتحليل أثر السياسة النقدية في ظل معدلات فائدة منخفضة، و هو ما أعاد بعث الجدل حول وجود مصيدة السيولة. شكلت الإجراءات غير التقليدية التي اتخذها بنك اليابان بين عامي 2001 و 2006 أول حالة تستعمل فيها أداة التيسير الكمي، و تم بعد ذلك و تحديدا خلال الأزمة المالية 2008 استعمال أشكال مختلفة من أداة التيسير الكمي من طرف عدة بنوك مركزية على غرار الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED)، البنك المركزي الأوروبي (BCE)، بنك إنجلترا (BOE)، بنك اليابان (BOJ) مرة أخرى. يعتبر التيسير الكمي أداة مشابهة لأداة إصدار النقود (Planche à billet)، إلا أنها أكثر تطورا منها في إجراءات تنفيذها، و هي تركز على عاملين أساسيين:

- توفير السيولة ليتم تداولها في الاقتصاد؛

- زيادة احتياطات القطاع البنكي.

يعتبر العامل الأول في حالة الأزمات المالية عاملا جوهريا حيث تستطيع البنوك المركزية بتحقيقه تجنب الكساد (la déflation)، في حين يسمح العامل الثاني بتحفيز البنوك التجارية على الإقراض مجددا. (لاحظنا خلال أزمة الرهن العقاري توقف شبه كلي للبنوك عن الإقراض بسبب افتقارها للاحتياطات من جهة و بسبب حالة التخوف العام اتجاه كل المقترضين من جهة أخرى).¹

ب- التيسير النوعي (credit easing/CE): يدل مصطلح التيسير النوعي الذي هو عبارة عن ترجمة للمصطلح الإنجليزي **credit easing** أو للمصطلح الفرنسي **assouplissement qualitatif** على شكل آخر من أشكال التيسير، فمن الاقتصاديين من يصنف أداة التيسير النوعي على أنها حالة خاصة لأداة التيسير الكمي.

يقوم البنك المركزي بواسطة هذه الأداة بالتركيز على الأوراق الموجودة في أصول ميزانيته بدلا عن التركيز على زيادة قاعدته النقدية، إذ يقوم بشراء سندات أو أسهم غير معقمة (Non stérilisés) خاصة أو عمومية على المؤسسات المالية أو مباشرة على المؤسسات غير المالية (ANF)، الأمر

¹ Disponible sur: www.fr.wikipedia.org/assouplissement_quantitatif

الذي يؤدي تلقائياً إلى زيادة خصوم البنك المركزي من خلال إصدار السيوليات¹، و تهدف عمليات الشراء السابقة إلى رفع أسعار الأصول قصد خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل و تنشيط الاقتصاد، كما تهدف أيضاً أداة التيسير النوعي إلى تخفيض علاوات المخاطر ما من شأنه أن يحفز الاستثمارات.²

لأداة التيسير النوعي نقطة إيجابية أساسية تتمثل في التحكم المباشر للبنوك المركزية في عمليات صنع السيولة، حيث يتم توجيه التمويل بطريقة تسمح بإعادة تنشيط الاقتصاد من جهة، و تحد من احتمال ظهور فقاعات مضاربة من جهة أخرى، و بالرغم من تأدية أداة التيسير النوعي لدور فعال في تنشيط الاقتصاد إلا أنها تبقى صعبة التطبيق و خطيرة في نفس الوقت.

حتى و إن اشترطت البنوك المركزية ضمانات كافية فإنها في غالب الأحيان تجد بحوزتها أوراق أكثر خطورة عن تلك التي كانت بحوزتها في حالة استخدام التيسير الكمي (QE)، كما تدفع أداة التيسير النوعي البنك المركزي إلى القيام بتيسير التمويل حيث ييسر من موقفه اتجاه علاوات المخاطر المطلوبة و اتجاه التقدير الخاطئ للخسائر المتعلقة بالأوراق الممولة.

بالرغم من أن أداة التيسير النوعي ستسمح ببعث الطلب على السيولة من خلال تخفيض العلاوات المفروضة، إلا أن تطبيقها يشترط أن يكون عرض القروض غير كافياً كما هو الحال بالنسبة لأداة التيسير الكمي (QE)، إذ تكون هذه الأداة غير فعالة إذا كانت احتياجات التمويل منعقدة.

تعتبر أداة التيسير الكمي فعالة فيما يتعلق بإعادة الثقة إلى البنوك التي عادة ما تكون أكبر المتضررين من الأزمات المالية، في حين تبدو فعالية أداة التيسير النوعي محدودة لما يكون هناك طلب مباشر للسيولة من طرف الشركات و المؤسسات المالية عبر إصدار أسهم أو سندات في الأسواق المالية.³

ج- أداة إستراتيجية توجيه استباقات المتعاملين (Forward guidance): أمام تأزم الوضع عام 2008 في السوق المالي و في سوق ما بين البنوك قامت غالبية البنوك المركزية بخفض معدلات فائدتها الرئيسية، إلا أن هذه الأخيرة سرعان ما اقتربت من حدها الأدنى أي الصفر و منها حتى من بلغه، حيث كان يفترض أن تصبح معدلات الفائدة سلبية في ظل الأوضاع الكارثية التي كانت سائدة لو تم تطبيق قاعدة "تايلور" التقليدية.

تجد البنوك المركزية نفسها مجبرة على اتخاذ إجراءات غير تقليدية لتجاوز مصيدة السيولة التي وقعت فيها، حيث قام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) تحت قيادة رئيسه آنذاك "Ben Bernanke"

¹ LOISEL Olivier et MESONNIER Jean-Stéphane. "Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise", Publication Banque de France, n°1, Avril 2009

² BOWDLER Christopher et RADIA Arma, **Unconventional monetary policy: the assessment**, In: Oxford Review of Economic Policy, Volume 28, issue 4, 2012, p.p.603-621

³ Disponible sur: www.blog-illudio.com/article-l-assouplissement-qualitatif-111250716.html (Consulté le 12/09/2014)

بشراء أوراق طويلة الأجل تزامنا مع بيعه لأوراق قصيرة الأجل بغية خفض معدل الفائدة طويل الأجل، و قد أطلق على هذا الإجراء عملية TWIST.

بالتوازي مع الإجراء السابق قام الـ FED بتبني إجراء الـ **Forward guidance** الذي سعى من خلاله إلى التأثير في الإستباقات داخل الأسواق.

ترى النظريات الماكرو اقتصادية المعاصرة التي ساهم في وضعها الاقتصادي "Ben Bernanke" بأن لإستباقات المتعاملين (خاصة تلك التي تتعلق بالوجهة المستقبلية للسياسة النقدية) دور رئيسي في تحديد أثر قرارات السلطة النقدية على الاقتصاد، و يرى الاقتصادي "Woodford Michael" بأن الطلب الكلي لا يعتمد فقط على معدلات الفائدة السائدة قصيرة الأجل و إنما يعتمد على معدلات الفائدة المستقبلية طويلة الأجل التي تعتمد بدورها على معدلات الفائدة المستقبلية قصيرة الأجل.

حتى و إن تواجدت معدلات الفائدة عند حدها الأدنى و كانت ستضل في هذا المستوى لعدة ثلاثيات أخرى فإن رد فعل المتعاملين لن يكون متماثلا أمام الإعلان عن تثبيت معدلات الفائدة عند مستوى معين، و يعود ذلك إلى الإستباقات التي قام بها العملاء بناءً على القياسات المستقبلية للسلطات النقدية، كما يكون لهذه الإستباقات أهمية أكبر في حالة مصيدة السيولة، فإذا استبق العملاء بقاء معدلات الفائدة الاسمية ثابتة خلال عدة ثلاثيات لاحقة فإنه سيكون للإستباقات الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية بعد هذه المرحلة أثرا هاما على المرحلة الجارية.

يمكن للسياسة النقدية أن ترفع من درجة فعاليتها إذا أعلمت البنوك المركزية الأسواق بإجراءاتها المستقبلية (حتى تلك التي تعتزم اتخاذها خلال الفترة التي تلي الاجتماع القادم لمحافظي البنوك المركزية).

ترتكز أداة الـ **Forward guidance** على إرسال إشارات إلى الأسواق لإعلامهم بالوجهة المحتملة التي ستسلكها معدلات الفائدة في المستقبل.

سمح التحليل الذي قدمه الاقتصادي "Paul Krugman" (1999)¹ إضافة إلى الدراسة المنجزة من طرف الاقتصاديين "Eggertsson" و "Michael Woodford" (2003)² لما يسمى بالعشرية الضائعة (décennie perdue) لليابان بالوصول إلى نتيجة مفادها أنه يمكن للبنوك المركزية أن تنشط الطلب الكلي للفترة الجارية من خلال التزامها (بمصادقية) الحفاظ على معدلات الفائدة عند مستوى الصفر طالما حتمت الظروف الاقتصادية ذلك.

و ترى نماذج الاقتصاد الكينزي الجديد "Nouvelle économie Keynésienne" (NEK) بأن استباق المتعاملين لارتفاع الدخل الحقيقي و لارتفاع المستوى العام للأسعار في الفترة المستقبلية سيؤدي إلى تحفيزهم على رفع (في الحال) إنفاقهم الحقيقي، ما من شأنه أن يترجم أنيا إلى ضغوط

¹ Paul Krugman, **it's back: Japan's slump and the return of the liquidity trap**, in Brooking papers on Economic Activity, N°2, 1999

² Eggerston Gauti et Michael Woodford, **The zero bound on interest rates and optimal monetary policy**, in Brooking papers on Economic Activity, N°63, 2003

تضخمية، فإذا كان البنك المركزي يسعى إلى تحقيق معدل معين للتضخم فإن معدلات الفائدة قصيرة الأجل سترتفع، مما سيؤدي إلى احتواء ارتفاع الإنفاق و يكبح ارتفاع الأسعار، أما إذا ضلت أسعار الفائدة الاسمية ثابتة فإن ارتفاع الإنفاق سيكون أكبر، الأمر الذي من شأنه لا سيما في حالة الانكماش أن يسمح للسلطات النقدية بتحفيز النشاط الاقتصادي.

يرى الاقتصادي "Woodford" (2012) بأن أهمية أداة الـ **Forward guidance** تبرز من خلال العاملين التاليين:¹

العامل الأول متعلق بإمكانية عدم تشخيص العملاء لنوايا البنك المركزي، حيث يشكل الوضع السابق مشكلا حقيقيا إذا أجبر مستوى الصفر البنوك المركزية الحفاظ على سياسة نقدية أكثر تشددا من تلك التي كانت ترغب في تطبيقها، و إذا حاولت البنوك المركزية إقناع المتعاملين بأن السياسة النقدية ستكون أكثر مرونة عما تفرضه الظروف الاقتصادية، و هذا عندما لا يصبح مستوى الحد الأدنى (الصفر) عائقا.

إذا قامت البنوك المركزية بتوضيح قراراتها و وعدت بتبني سياسة أكثر مرونة في المستقبل فإن المستوى الجد مرتفع للمعدلات الحقيقية خلال الفترة الحالية سيكون أقل ضررا على النشاط الاقتصادي في المدى القصير.

العامل الثاني هو أن أداة الـ **Forward guidance** تجبر السلطات النقدية على الالتزام بتنفيذ قراراتها الأمر الذي من شأنه أن يحسن من مصداقيته و من صحة الإستباقيات.

حاولت العديد من البنوك المركزية في الدول المتقدمة منذ ثمانينات القرن الماضي تحسين مستوى شفافتها، و قد كان بنك نيوزلندا المركزي أول من انتهج طريقة تحديد هدف معين للتضخم و أول من استعمل أداة الـ **Forward guidance** (كان ذلك عام 1997 حيث تم الإعلان عن مستقبل معدلات الفائدة بين البنوك لثلاثة أشهر اللاحقة).

تبنت بعد ذلك عدة بنوك مركزية أخرى أداة الـ **Forward guidance** على غرار البنك المركزي النرويجي عام 2009، البنك المركزي السويدي عام 2007، البنك المركزي التشيكي 2008، و هذا بعد أن اقتنعت هذه الأخيرة بمختلف الدراسات التي تناولت هذه الأداة، أما فيما يخص الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) فقد تبني ضمنا هذه الأداة بين شهر أوت 2003 و شهر ديسمبر 2005، ليعاود استعمالها ضمنا عام 2008 ثم يستعملها صراحة ابتداءً من شهر أوت 2011.

يدخل التصريح الذي أدلى به "Ben Bernanke" بتاريخ 13 سبتمبر 2012 الذي قال فيه بأن الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) لن يرفع معدلات فائدته قبل عام 2015 ضمن هذه الإستراتيجية الهادفة إلى ترسيخ الإستباقيات.²

¹ Michael Woodford, **Methods of policy accomandation at the rate lower bound, in The Charming Policy Land space**, symposium organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, 2012

² Disponible sur: www.blog-illusio.com/article-la-strategie-de-forward-guidance-1141277772.html (Consulté le 20/09/2014)

يرى الاقتصادي "Woodford" (2012) بأن التزامات البنك المركزي ستكون فعالة لأنها في ظل ظروف معينة يمكن أن تؤثر على الأسواق (السوق المالي خاصة) بالشكل الذي يعكس التغيرات الواقعة في الاعتقادات السائدة حول الوجهة المستقبلية لمعدلات الفائدة نحو تلك المعلن عليها. ستؤدي التزامات البنك المركزي لا سيما إذا كانت تتمتع بدرجة عالية من المصدقية إلى تراجع معدلات الفائدة طويلة الأجل ما سيؤدي إلى خفض تكلفة القروض و بالتالي سيتم إعادة بعث النشاط الاقتصادي بواسطة الاستثمار.

يمكن للبنك المركزي أن لا يحترم التزاماته و لا يطبقها إذا عاد معدل التضخم إلى مستواه العادي، حيث يمكن لتصريحات البنك المركزي أن تفقد قوة تأثيرها إذا تعرضت مصداقية البنك لعدة هزات نتيجة قيامه بتصرفات مخالفة لتلك التي أعلن عنها.

2-3-2-5- أمثلة عن استعمال بعض البنوك المركزية لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية

قامت العديد من البنوك المركزية خلال الأزمة المالية 2008 مثل: الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، البنك المركزي الأوروبي، بنك إنجلترا، و بنك اليابان، باستعمال أدوات جديدة في سياستها النقدية عوضت بها الأدوات التقليدية خاصة أداة معدل الفائدة التي بينت محدوديتها في معالجة الأزمة. تمكنت البنوك المركزية عبر استخدامها أدوات غير تقليدية من التحكم في تطور معدل الفائدة طويل الأجل الذي له تأثيرا حاسما على تمويل مديونية الدول و القطاع الإنتاجي، كما سمحت الأدوات غير التقليدية بمخالفة كل التوقعات السلبية حول مستقبل الوضع الاقتصادي إلا أنها و بالرغم من ذلك تبقى غير قادرة على فعل كل شيء.

سنحاول فيما يلي من نقاط توضيح مختلف التقنيات و الإجراءات غير التقليدية التي اتبعتها عدة بنوك مركزية لتجاوز الأزمة المالية 2008.

أ- الأدوات و الإجراءات غير التقليدية المتبعة من طرف الـ (FED): يعتبر دور المقرض الأخير من المهام أو الوظائف التقليدية التي تؤديها البنوك المركزية اتجاه المؤسسات المالية التي تعاني من صعوبات مالية، و قد تم تصميم هذه الأداة ليتم مساعدة بشكل فردي البنوك التي تعاني من نقص في السيولة أو البنوك التي فقدت ملاءتها المالية.

عرفت نهاية عام 2008 خروج الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) عن وضعه التقليدي حيث قام بتوفير السيولة لكامل النظام المالي و جدد هذا الإجراء ثلاث مرات بإتباعه مجموعة من الإجراءات الهادفة لتسهيل عملية الحصول على السيولة، و هي الإجراءات التي تتدرج تحت مظلة أداة التيسير الكمي (Quantitative easing).

قام الـ (FED) في نفس السياق بتقديم السيولة على المستوى الدولي أيضا من خلال خطوط الـ SWAPS التي قدم من خلالها العملة الصعبة لأكبر البنوك المركزية العالمية.¹

¹ Françoise Renversez, **les politiques non-conventionnelles des grandes banques centrales: procédures et instruments**, séminaire franco-russe, 46^{ème} session, 2014, p.2

واجه الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) في نهاية عام 2008 انكماش في الـ PIB بحوالي 9% كان يفترض أن يتم معالجته بإتباع أداة السياسة النقدية التقليدية المتمثلة في خفض معدلات الفائدة، إلا أن ذلك لم يكن ممكناً حيث كانت معدلات الفائدة السائدة على الأرصدة الفدرالية (FED funds) تتراوح بين 0 و 0,25%.

حتم الوضع السابق على الـ (FED) استعمال أداة التيسير الكمي (QE) حيث قام بعملية شراء واسعة للأصول التي ينتظر منها عادة انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل في كامل السوق، و قد سميت هذه العملية بـ "Large scale Assets Purchase" أي شراء الأصول بكميات كبيرة.

هدفت العملية السابقة الذكر إلى تزويد البنوك بالسيولة من خلال قبول السندات العمومية في البداية ثم السندات الممثلة للقروض العقارية، و نشير هنا إلى أن الخزينة الفدرالية قد قامت خلال عام 2008 بضخ السيولة في مؤسستي تسيير الرهن العقاري Fannie Mae و Freddy Mac، و اندرجت هذه العملية في إطار برنامج "بولسن" "Paulson" الذي صرفت فيه حوالي 500 مليار دولار لتجنب الانهيار الكامل للنظام المالي الأمريكي.

أدى تواجد معدلات الفائدة عند مستويات جد منخفضة إلى بحث الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) عن أدوات أخرى و لعل أبرز هذه الأدوات التي ركز عليها الـ (FED) هي أداة الـ **Forward guidance** التي استعملت من خلال الإعلان المسبق عن توجه السياسة الكمية و عن مستقبل معدلات فائدة الأرصدة الفدرالية.

تعد أهم أوجه استعمال هذه الأداة إعلانات الـ (FED) المتكررة حول بقاء معدلات الفائدة عند مستويات منخفضة تتراوح بين 0 و 0,25% إلى غاية منتصف عام 2015، حيث أدى تطبيق مختلف الإعلانات المتكررة إلى الرفع من مصداقية كل من الرئيس و البنك المركزي.

يمكن أيضاً القول عن السياسة النقدية التي يمارسها الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) بأنها غير تقليدية بالعودة إلى علاقة هذا الأخير بالدين الفدرالي، حيث بلغت مشتريات الـ (FED) من سندات الخزينة الأمريكية Bon de Trésor منذ عام 2008 قيمة 85 مليار دولار شهرياً، لتتخفف ابتداءً من تاريخ 01 جانفي 2014 إلى 75 مليار دولار شهرياً، و يجب الإشارة هنا إلى أن الإحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) يدفع للخزينة الفدرالية فوائد ضخمة يحصل عليها من محفظته الخاصة بسندات الخزينة Bon de Trésor.¹

كان لمختلف إجراءات التيسير النقدي Q_1 ، Q_2 ، Q_3 انعكاساً مباشراً على ميزانية الـ (FED) التي سجلت ارتفاعاً مستمراً، حيث تجاوزت قيمة ميزانية الـ (FED) في الثلاثي الأخير من عام 2013 قيمة 3700 مليار دولار ما يمثل 19% من الناتج الداخلي الخام (PIB) للو.م.أ، في حين تمثل ميزانية البنك المركزي الأوروبي (BCE) 32% من الناتج الداخلي الخام (PIB) لمنطقة اليورو.

¹ O Blanchard, **rethinking macro policy 2: getting granular**, note discussion, FMI, Avril 2013

لتفسير سبب الاختلاف السابق يجب الرجوع إلى الفرق بين كلا النظامين الماليين حيث يعتمد التمويل في منطقة اليورو على البنوك بينما يعتمد في الـ.م.أ على السوق.

تشكل سندات الخزينة حوالي 2/3 من أصول ميزانية الـ (FED) و الـ 1/3 المتبقية عبارة عن ديون الرهن العقاري MBS (Backed Securities Mortgage)، و قد انتقلت قيمة سندات الخزينة و ديون الرهن العقاري من 1000 مليار دولار خلال عام 2008 إلى 4000 مليار دولار نهاية Q₃ في نهاية عام 2012.

تتشكل خصوم ميزانية الـ (FED) من ديون المؤسسات بنسبة 2/3 و الـ 1/3 المتبقية عبارة عن الأوراق المتداولة، و قد رأى العديد من المحللين الاقتصاديين في زيادة ميزانية الـ (FED) عاملاً محفزاً لظهور الفقاعات المالية و خطراً محتملاً بسبب الإفراط في السيولة داخل الاقتصاد، كما يدل توجه الـ (FED) منذ 2013 نحو تخفيض مشترياته من سندات الخزينة إلى عدم إهماله لهذه النقطة.

يمكننا تلخيص أهم الأدوات و الإجراءات المتبعة من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) منذ عام 2008 في النقاط التالية:¹

- شراء كميات كبيرة من سندات الخزينة بوتيرة 85 مليار دولار شهريا حتى نهاية 2013 و بوتيرة 75 مليار دولار شهريا منذ عام 2014؛

- شراء أوراق الرهن العقاري (MBS)؛

- مستوى مرتفع لمعدل الاحتياطي الإجباري الذي بلغ 10% من الودائع؛

- إعادة شراء أصول الخزينة و الأصول الرهنية؛

- استعمال أداة الـ **Forward guidance** بصفة مستمرة.

ب- الأدوات و الإجراءات غير التقليدية المتبعة من طرف بنك إنجلترا (المركزي)²: يعطي عدم انتماء المملكة البريطانية لمنطقة اليورو حرية أكبر لبنك إنجلترا تسمح له بتنظيم سياسته النقدية بما يتماشى و أهدافه و متطلبات الحكومة و السوق المالي.

استخدم بنك إنجلترا كغيره من كبار البنوك المركزية العالمية خلال الأزمة المالية 2008 أدوات غير تقليدية لا تزال قيد الاستعمال حتى الآن، و قد شكل برنامج شراء الأصول Asset Purchase Facility الذي دخل حيز التنفيذ منذ مارس 2009 و بلغت قيمته حتى نوفمبر 2012 حوالي 375 مليار جنية إسترليني أكبر إجراء غير تقليدي يتبناه بنك إنجلترا. لقد خصت عمليات شراء الأصول بدرجة أولى سندات الخزينة البريطانية "gilts" المتوسطة و الطويلة الأجل، حيث بلغت قيمتها الحالية حوالي ربع الناتج الداخلي الخام السنوي، و تهدف هذه العملية إلى خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل بغرض تحسين شروط الإقراض داخل الأسواق الحالية و إلى تعويض الأصول العمومية المشتراة على مؤسسات التأمين و صناديق التقاعد بأصول خاصة يفترض أن يرتفع سعرها في المستقبل.

¹ Françoise Renversez, Op. Cit, p.4

² Ibid, p.p.6.7

بينت إحدى نشریات بنك إنجلترا بأن نتائج برنامج شراء الأصول (APF) قد حقق نتائج جد مقبولة، حيث سجل الـ PIB الحقيقي ارتفاعا تراوح بين 1,5% و 2%، في حين سجل معدل التضخم ارتفاعا تراوح بين 0,75% و 1,5%.

لم تنحصر الإجراءات غير التقليدية التي اتبعتها بنك إنجلترا على برنامج شراء الأصول (APF) الذي يعتبر أحد أدوات التيسير الكمي Quantitative easing، و إنما استحدثت أداة جديدة ألا وهي الـ "Extended Collateral Term Repo Facility"، و هي عبارة عن احتياطي من السيولة موجه للاستجابة إلى الضغوطات ذات الطابع المتزايد يتم تقديمها في شكل خطوط سيولة تفتح بشكل شهري.

اتخذ بنك إنجلترا منذ شهر جويلية 2012 إجراء آخر غير تقليدي "Funding For Lending Scheme" و هذا كرد على زيادة حدة أزمة منطقة اليورو، كما سمح هذا الإجراء للبنوك بالحصول على التمويل على المدى الطويل بمعدلات فائدة أقل عن معدلات الفائدة السائدة في السوق. يختلف هذا الإجراء عن إجراء "إعادة التمويل على المدى الطويل" الذي تبناه البنك المركزي الأوروبي في كونه مرتبط بالقروض التي تمنحها البنوك للمؤسسات، كما سمح أيضا بخفض معدلات التمويل على المدى الطويل و كذلك معدلات القروض العقارية.

لم يكن لبنك إنجلترا نفس الصرامة التي كان يتعامل بها البنك المركزي الأوروبي قبل الأزمة مع محاربة التضخم، حيث انعكس ذلك بشكل مباشر على معدلات التضخم المسجلة التي ظلت منذ السداسي الثاني من عام 2009 أكبر من الهدف المحدد (2%) إذ بلغت 5,2% في شهر سبتمبر 2011. على خلاف البنك المركزي الأوروبي فإن بنك إنجلترا يبنّي سياسته النقدية بالتنسيق مع السياسة الاقتصادية للحكومة، ما يجعله في ظل هذا الطرف يكون مطالب بتبرير قراراته.

تقوم الخزانة البريطانية على خلاف البنك المركزي الأوروبي (BCE) بتمويل بنك إنجلترا بشكل مباشر و قد وضعت في الآونة الأخيرة تسهيل موجه للبنوك التجارية يسمح لها بالحصول على السيولة في حالة وجود ضغوطات في السوق.

كانت النتائج المتوصل إليها في صالح السياسات غير التقليدية المتبناة من طرف بنك إنجلترا و هي السياسات التي تندرج ضمن تقاليده في مجال التحديث و التطوير.

ج- الأدوات و الإجراءات غير التقليدية المتبعة من طرف بنك اليابان (المركزي)¹: يرى العديد من المحللين الاقتصاديين العارفين بالاقتصاد الياباني بأن بنك اليابان قد تمكن من تدليل تداعيات الأزمة المالية لعام 2008 عبر إتباعه لتيسير نقدي هام و تبني عمليات شراء الأصول.

قرر المسؤولون الجدد في اليابان إتباع إجراءات جديدة على غرار شراء سندات الخزانة اليابانية بمستويات يمكن حتى أن تتجاوز حجم الكتلة النقدية المتداولة، حيث قرروا التخلي عن كل القيود المفروضة على عملية شراء سندات الخزانة.

¹ Ibid, p.7

قرر بنك اليابان الرد على الأزمة المالية 2008 بإتباع إجراء كمي "Action Quantitative" تمثل في مضاعفة القيمة الشهرية لمشترياته من سندات الخزينة و في رفع قيمة مشترياته من الأصول الخطيرة، كما قرر بنك اليابان أيضا العمل على بلوغ هذا الهدف من خلال زيادة ميزانيته بنفس الوتيرة المطبقة من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED).

2-3-3- التحديات التي تواجهها السياسة النقدية بعد الأزمة المالية 2008

وجدت البنوك المركزية نفسها خلال الأزمة المالية 2008 في الصف الأول لمعالجة الصدمة المالية و دعم عملية إعادة بعث الانتعاش الاقتصادي، و قد لجأت البنوك المركزية بغية تحقيق الهدف السابق إلى مختلف أدوات سياستها النقدية التقليدية المتمثلة أساسا في خفض معدل الفائدة و كذا أدوات سياستها النقدية غير التقليدية التي ركزت فيها على تسيير حجم و مكونات ميزانياتها.

إن إتباع البنوك المركزية لجملة من الإجراءات و الأدوات بشكل استعجالي للرد على الأزمة المالية استثنائية يدفعنا للتساؤل حول الآثار الثانوية المحتملة لمثل هذه الإجراءات لاسيما عن كيفية تطهير البنوك المركزية لميزانياتها في ظل افتقاد جل الدول للإمكانيات الضرورية لكبح الأزمة.

واجهت البنوك المركزية خلال الأزمة المالية 2008 و لا تزال تواجه إلى حد الساعة مجموعة من التحديات، و يكمن التحدي الرئيسي بالنسبة لاقتصاد الدول المتقدمة المتواجدة في مرحلة انتعاش بعد تسجيل ركود على مستوى ميزانياتها العمومية (سبب الأزمة المالية و تراكم مفرط للديون) في توجيه سياستها النقدية خاصة بعد فقدان هذه الأخيرة لجزء كبير من قدرة تأثيرها على الاقتصاد، و في مقابل ذلك يكمن التحدي الرئيسي بالنسبة للدول الناشئة و بعض الدول المتقدمة الصغيرة في نشوء الاختلالات المالية و تنامي خطر تقلب تدفقات رأس المال التي يضاف إليها تداعيات السياسة النقدية المطبقة على المستوى الدولي.

يواجه حاليا عدد كبير من البنوك المركزية في العالم ضغوطا انكماشية (عاودت الظهور مؤخرا) تدفعنا للتساؤل عن توقيت و سرعة العودة إلى السياسات النقدية العادية (التقليدية)¹. سنحاول عرض أهم التحديات التي تواجه السياسة النقدية فيما يلي:

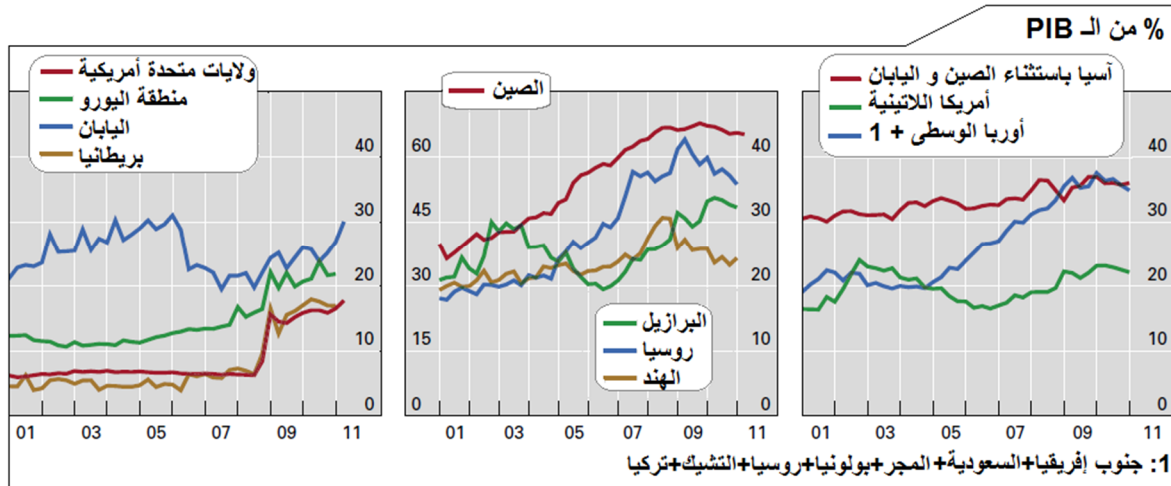
¹ Isabelle JOB, **politique monétaire: nouvelles frontières nouveaux défis**, ECO FOCUS, N°12/13, CREDIT AGRICOLE, 27 mars 2012, P.1

2-3-3-1- تنامي حجم ميزانية البنوك المركزية

سجلت البنوك المركزية منذ بداية القرن الحالي ارتفاع حجم ميزانياتها لتبلغ مستويات غير مسبوقة، إذ يبين لنا الشكل رقم (24) بأن قيمة إجمالي أصول كل من الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) و بنك انجلترا قد ارتفعت بشكل كبير بين عامي 2000 و 2010 (من 8% من الناتج الداخلي الخام PIB إلى 20%)، في حين أن قيمة إجمالي أصول النظام الأوروبي قد انتقلت من 13% إلى 20% من الناتج الداخلي الخام PIB لمنطقة اليورو.

بلغت قيمة ميزانية بنك اليابان حوالي 30% من الناتج الداخلي الخام خلال عام 2011، و قد نتج ذلك أساسا عن إتباع أداة التيسير الكمي منذ بداية الألفية الجديدة بالإضافة إلى عملية ضخ السيولة التي نفذت في شهر مارس 2011 كرد فعل على الزلزال الذي ضرب اليابان.¹

الشكل رقم (24): تطور أصول البنوك المركزية



Source: 81e Rapport annuel BRI, p.56

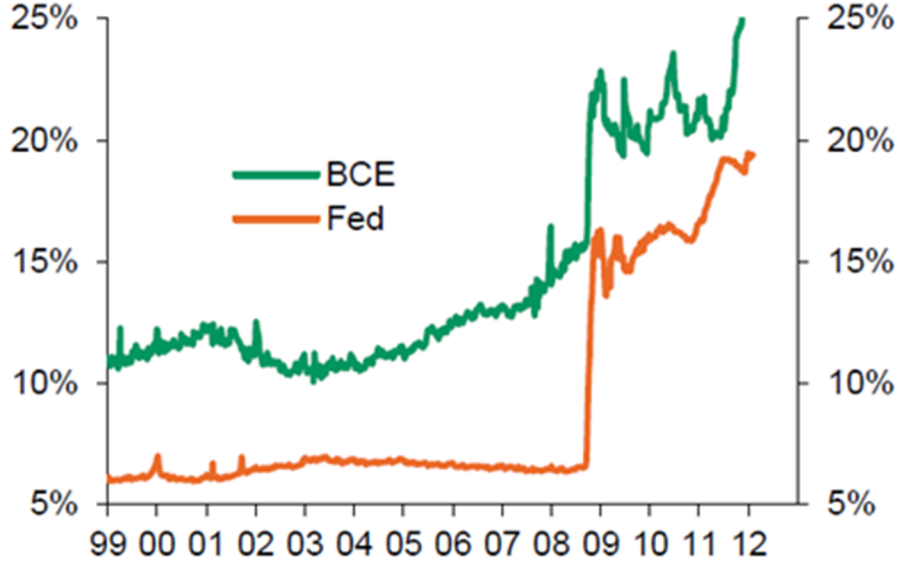
قامت البنوك المركزية في الدول المتقدمة لاسيما الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) و بنك انجلترا بتيسير كبير في شروطها النقدية خلال الأزمة، و قد قامت هذه البنوك المركزية في بادئ الأمر بخفض معدلات الفائدة ثم بعد ذلك بتضخيم حجم ميزانياتها (يظهر ذلك في الملحق رقم (03)) من خلال قيامها بعمليات شراء كبرى لأوراق دين خاصة و عمومية، و كذلك من خلال تبني تسهيلات جديدة للإقراض و قيامها بتقديم قروض لمؤسسات مالية و العمل على إنفاذها، ضف إلى ذلك قامت أيضا البنوك المركزية في عدة حالات بتوسيع قائمة الأصول المقبولة في عمليات سياستها النقدية.²

¹ 81e Rapport annuel BRI, p.56

² Isabelle JOB, Op. Cit, p.3

يسمح لنا الشكل رقم (25) بإظهار تطورات حجم ميزانية كل من الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) و البنك المركزي الأوروبي (BCE) خلال الفترة 1999 إلى 2012.

الشكل رقم (25): % حجم ميزانية الـ FED و الـ BCE من الـ PIB (1999 - 2012)



Source: Isabelle JOB, *politique monétaire: nouvelles frontières nouveaux défis*, ECO FOCUS, N°12/13, CREDIT AGRICOLE, 27 mars 2012, P.4

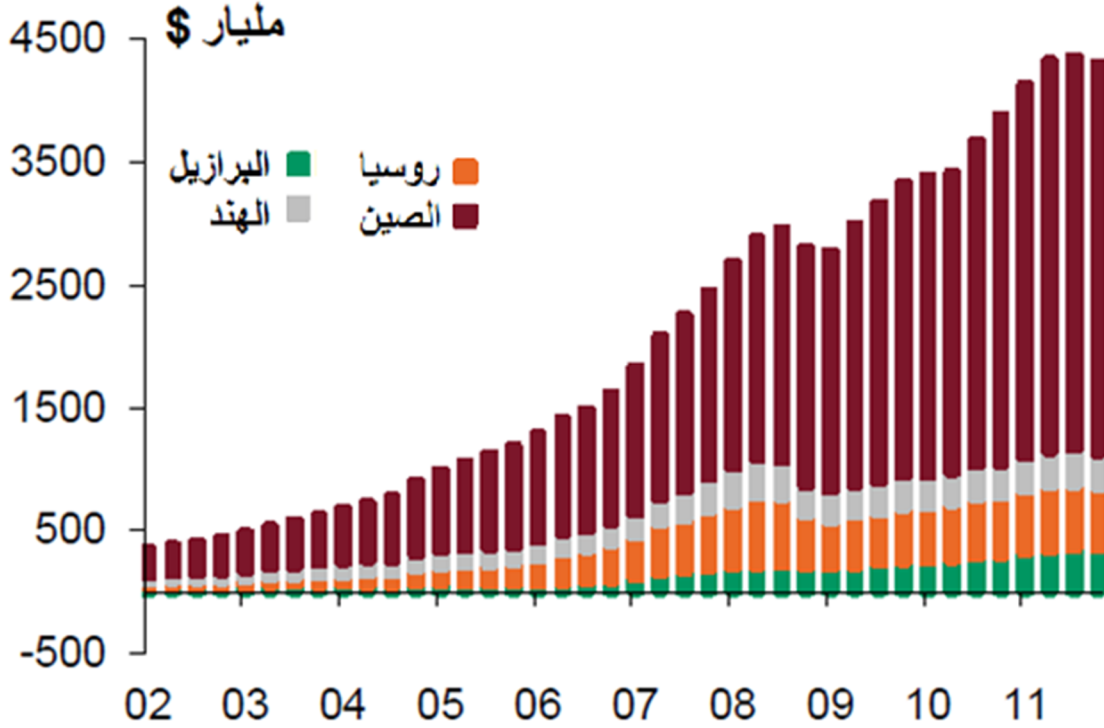
قامت أيضا البنوك المركزية في الدول المتقدمة الأقل تضررا من الأزمة المالية كأستراليا و كندا مثلا بزيادة ميزانيتهما العمومية لكن بدرجة أقل عما سجل في الدول المتقدمة الأكثر تضررا.

كانت الزيادة في ميزانية البنوك المركزية بالنسبة للدول الناشئة خلال العشر سنوات الأخيرة تدريجية، حيث قامت هذه الدول منذ الأزمة الآسيوية لنهاية التسعينات ببناء احتياطي صرف لمواجهة كل أزمة محتملة، إذ أن هذه الاحتياطات تستعمل خاصة لمواجهة تقلبات سعر الصرف لاسيما في الدول التي لا تستطيع أسواقها المالية توفير تغطية كافية من العملة الصعبة، و يمكن لاحتياطات الصرف أيضا أن تساعد الدول التي تحوزها على اكتساب تنقيط أحسن بالنسبة لديونها السيادية و على تطوير أسواق الدين بالعملة الصعبة.¹

يسمح لنا الشكل رقم (26) بإظهار تطور احتياطات دول الـ BRIC أي البرازيل و الهند و روسيا و الصين خلال الفترة (2002 - 2011).

¹ Ibid, p.4

الشكل رقم (26): تطور احتياطات دول الـ BRIC (2002 - 2011)



Source: Isabelle JOB, **politique monétaire: nouvelles frontières nouveaux défis**, ECO FOCUS, N°12/13, CREDIT AGRICOLE, 27 mars 2012, P.4

ساعدت سياسة تضخيم ميزانية البنوك المركزية الاقتصاد العالمي على تجاوز الأزمة، إلا أن هذه السياسة جعلت ميزانية هذه البنوك معرضة بشكل كبير لعدة أخطار، لا سيما خطر معدل الفائدة، و خطر الصرف، و خطر القرض.

يمكن لارتفاع معدلات الفائدة طويلة الأجل أن تؤدي إلى تسجيل خسائر مالية في حالة التخلي عن سندات أو في حالة اعتماد المحاسبة على قيمة السوق، إذ تجد البنوك المركزية التي تملك حجم كبير من الأصول المقيمة بالعملة الصعبة نفسها عرضة لخطر الصرف، حيث ستسجل خسائر كبيرة في حالة ارتفاع قيمة العملة المحلية.

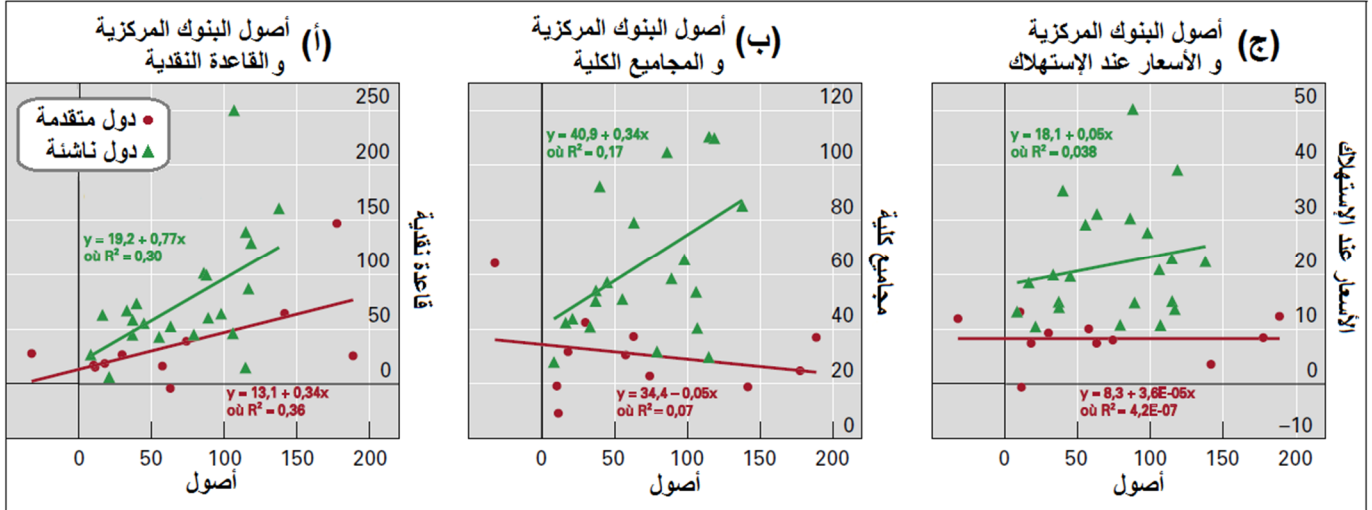
سجل خطر القرض بالنسبة للبنوك المركزية ارتفاعا كبيرا خلال الأزمة نتيجة حيازة هذه البنوك على أصول ذات نوعية رديئة على غرار الـ ABS، و هذا إما بسبب عمليات شراء الأصول أو بسبب توسيع قائمة الأصول المقبولة كضمانات.

يمكن للبنوك المركزية أن تسجل خسائر أيضا بسبب عدم التماثل بين تكلفة التمويل وعائد الأصول، إذ يمكن أن تكون الفوائد التي تدفعها هذه البنوك مقابل احتياطات البنوك التجارية أو مقابل السندات قصيرة الأجل التي تصدرها في إطار عملية توفير السيولة أكبر من العائد الذي تحصل عليه مقابل هذه الأصول.

عادة ما يكون عائد الأصول الأجنبية في الدول الناشئة أقل من تكلفة السندات قصيرة الأجل التي تصدرها هذه الدول حيث تزداد هذه التكلفة في اقتصاد الدول التي تملك نوعية رديئة من الديون. إذا افترضنا أن الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية المتبعة خلال الأزمة قد أسفرت عن خسائر فإن البنوك المركزية ستكون عرضة لضغوط ذات طابع مزدوج أي سياسي و اقتصادي في نفس الوقت، و قد تتهم البنوك المركزية في حالة حيازتها على أصول خاصة (سندات المؤسسات) بأنها تشجع بعض القطاعات الاقتصادية على حساب أخرى، كما قد ينظر إلى عمليات إنقاذ المؤسسات المالية التي تنفذها البنوك المركزية على أنها معاملة تفضيلية، و يمكن أيضا أن تؤدي برامج شراء الأصول إلى تعقيد عملية تسيير الدين العام، حيث قد يؤدي غياب التنسيق إلى مخالفة سياسات تسيير الدين. هناك إجماع بين الاقتصاديين على أن المخاطر السابقة تدفع البنوك المركزية نحو خفض حجم ميزانياتها، و يتم التركيز هنا على ضرورة أن لا تكون عملية الخفض سريعة أو دون تشاور. تشكل حالة الهشاشة السائدة في اقتصاد الدول المتقدمة و أنظمتها المالية حاجزا أمام كل إجراء لخفض ميزانية البنوك المركزية على المدى القصير، كما يؤدي خفض ميزانية البنوك المركزية في الدول الناشئة من خلال التخلي عن أصول مقابل العملة الصعبة إلى ظهور ضغوطات (ارتفاع) على سعر الصرف من شأنها أن تنتج حركات غير عادية لرؤوس الأموال. بالرغم من كل المخاطر المحتملة لخفض البنوك المركزية لميزانياتها فإن هذه البنوك ستحاول تجنب تكلفة الحفاظ (على المدى الطويل) على مستوى ميزانياتها عند مستويات مرتفعة.¹ تشير في الأخير إلى أن القاعدة النقدية التقليدية التقليدية القائلة بأن زيادة ميزانية البنك المركزي تؤدي إلى تغذية التضخم لم تتحقق في الواقع، حيث ضلت العلاقة ضعيفة بين ارتفاع الميزانية و ارتفاع القاعدة النقدية "حسب ما يوضحه الشكل رقم (27)أ". ضلت العلاقة بين حجم أصول البنوك المركزية و نمو المجاميع الكلية للنقود بمعناها الواسع (agrégat large) ضعيفة و كانت حتى سلبية بالنسبة للدول الناشئة "حسب ما يوضحه الشكل رقم (27)ب"، و هو الوضع الذي يعبر عن عدم استقرار المضاعف النقدي (agrégat large/base) (monétaire) طوال كامل الفترة من عام 2007 حتى عام 2010، نفس الملاحظة فيما يخص العلاقة بين تقلبات أصول البنك المركزي و الأسعار عند الاستهلاك، حيث ضلت العلاقة شبه منعدمة "حسب ما يوضحه الشكل رقم (27)ج".

¹ 81e Rapport annuel BRI, P.60

الشكل رقم (27): علاقة أصول البنوك المركزية ببعض المتغيرات (2010-2007)



Source: 81e Rapport annuel BRI, P.60

2-3-3-2 - ضعف فعالية السياسة النقدية

حتى و إن اتخذت البنوك المركزية عدة إجراءات للحد من تأثير الأزمة المالية و حتى إن نجحت في تحقيق ذلك فإن سياسات التيسير الكمي المتبعة في جل الدول المتقدمة لم تسفر إلا عن حالة انتعاش اقتصادي بطيء، ما يجعلنا نطرح عدة تساؤلات حول فعالية السياسات النقدية و التوسعية المطبقة بعد الأزمة.

يعود ضعف فعالية أدوات السياسة النقدية المتبعة إلى عاملين أساسيين، الأول هو اعتماد البنوك المركزية على سياسة معدل الفائدة الاسمي المقارب أو المساوي للصفر، و الثاني هو تداعيات انكماش ميزانية البنوك المركزية، و قد أدى إتباع سياسة معدل الفائدة المقارب للصفر إلى الحد من قدرة البنوك المركزية على خفض معدلات فائدتها و بالتالي ضيقت فرصة تنشيط الطلب، و هو ما يفسر لماذا اتجهت البنوك المركزية إلى تبني تحفيزات نقدية إضافية عبر تسيير الاستباقات المتعلقة بمعدل الفائدة الرئيسي، و عبر عمليات الشراء الواسعة للأصول.

أبانت الإجراءات السابقة عن محدوديتها في العديد من الحالات، حيث أدى مثلا وجود منح الأقساط و علاوات المخاطر عند مستويات منخفضة إلى استحالة خفضها مجددا¹، ضف إلى ذلك فإن انخفاض منح الأقساط التي قد تكون حتى سالبة في بعض الأوقات يقلل من ايجابيات تحويل الأقساط و يحد من رغبة البنوك في منح القروض، كما أن تواجد معدلات الفائدة عند مستوى الصفر يقلل من إمكانية تنفيذ تحفيزات إضافية.

يساهم أيضا تراجع قيمة ميزانية البنوك المركزية في الحد من فعالية الأدوات المستعملة، و يرجع هذا أساسا إلى مجموعة من العوامل المالية، و يؤدي أيضا ضعف القطاع المالي إلى انخفاض درجة تأثير

¹ Ibid, p.100

طلب القروض بانخفاض معدلات الفائدة، حيث يسعى المتعاملون خارج القطاع المالي إلى تخفيض مديونيتهم التي نتجت أساساً عن استباقات متفائلة بشأن عائداتهم المستقبلية.

لسوء توظيف رأس المال و اليد العاملة خلال فترات الرواج المالي تأثير سلبي على فعالية سياسات التيسير الكمي حيث أن هذه الأخيرة تصوب خصيصاً نحو معالجة الأعراض و لا تصوب نحو معالجة الأسباب.

حتى و إن لم تحقق أداة التيسير الكمي كل النتائج المرجوة منها فإنه لا ينبغي الجزم بأن هذه الأداة لا تؤدي أي دور خاصة خلال مرحلة الانتعاش التي تتبع انكماش الميزانية، حيث بينت أحداث الأزمة المالية 2008 بأن إتباع قدر معين من التيسير الكمي منذ بداية الأزمة قد كان ضرورياً للحد من تداعيات الأزمة.

تترجم محدودية فعالية أدوات السياسة النقدية المتبعة بعدم جدوى إتباع الإجراءات المتخذة بإصرار أكبر أو لمدة أطول، إن نتيجة وضع كهذا هي تنامي الآثار الثانوية غير المرغوب فيها (السلبية)، و لعل ما حصل خلال الفترة التي تلت الأزمة المالية 2008 خير دليل على ذلك.

بينت الفترة التي تلت الأزمة بأن التراخي النقدي المسجل قد أدى إلى التراجع عن تطهير الميزانيات و عن إتباع إصلاحات هيكلية ضرورية، و قد يدفع أيضاً هذا الوضع بالمتعاملين الاقتصاديين إلى المخاطرة أكثر في الأسواق المالية، ما قد يؤدي إلى ظهور انعكاسات سلبية في اقتصاد دول أخرى لا تتواجد عند نفس المستوى من الدورة المالية.¹

بينت العديد من الدراسات الإحصائية بأن السياسة النقدية تساهم بشكل فعال في بعث انتعاش الاقتصاد إذا كان هذا الأخير يمر بحالة عادية لتراجع الدورة الاقتصادية، و في مقابل ذلك بينت الإحصائيات بأن العلاقة القائمة بين السياسة النقدية و الانتعاش الاقتصادي تكون جد محدودة في حالة ما إذا تزامن التراجع الاقتصادي مع وقوع أزمة مالية، حيث نلاحظ بأن العلاقة بين معدل الفائدة الحقيقي المتوسط قصير الأجل و معدلات النمو خلال فترة الانكماش الاقتصادي تختلف عن العلاقة التي تظهر في حالة ما إذا كان الانكماش الاقتصادي مقروناً بأزمة مالية.

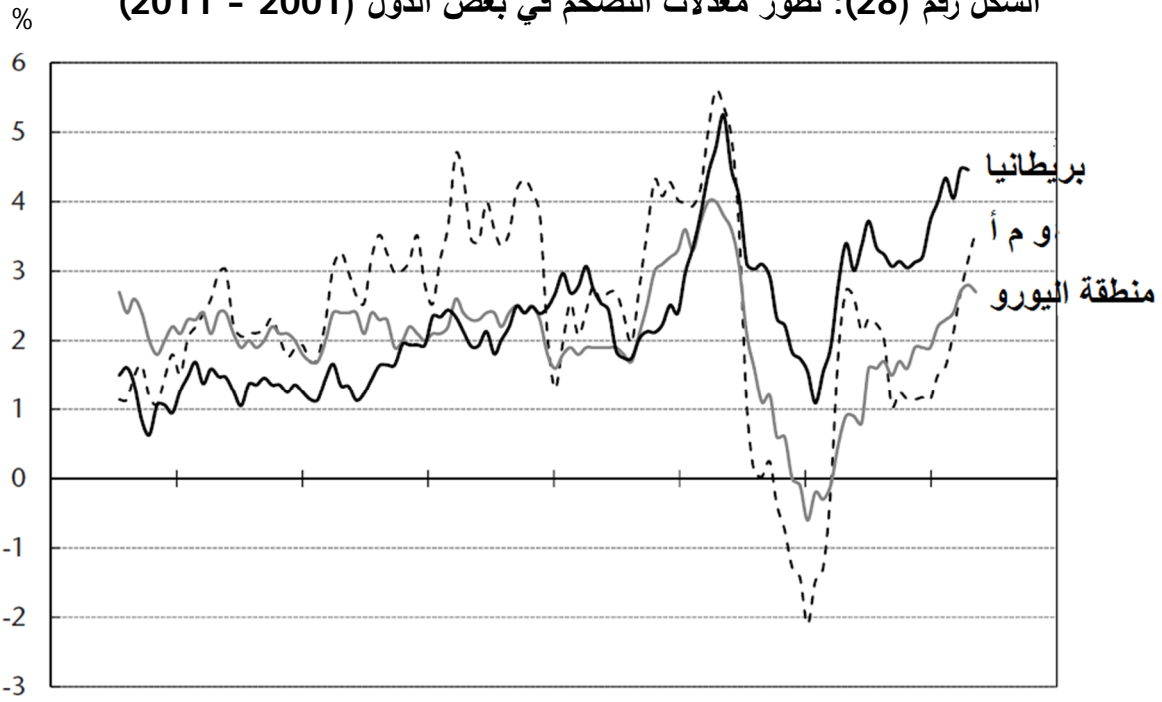
قام بعض الاقتصاديين بتفسير الحالة السابقة على أساس أن الضغوطات التي تدفع إلى التخلص من الديون تجعل الاقتصاد أكثر تأثراً بتغير معدلات الفائدة.

2-3-3-3- التراجع المفاجئ للتضخم و تنامي خطر الانكماش المالي

تواجه العديد من البنوك المركزية منذ بضعة سنوات تراجع مفاجئ و غير منتظر للتضخم حيث أن معدلات التضخم ضلت دون المستوى المحدد في أهداف هذه البنوك، كما كانت المفاجأة أكبر في الدول المتقدمة التي ما كاد اقتصادها يتعافى من الأزمة المالية 2008، و هو الأمر الذي وضع البنوك المركزية أمام تحدى جديد تمثل في إيجاد السياسة النقدية المناسبة لمواجهة الوضع السائد "حسب ما يوضحه الشكل رقم (28)".

¹ Ibid, p.p.101.102

الشكل رقم (28): تطور معدلات التضخم في بعض الدول (2001 - 2011)



12-أفريل 10-نوفمبر 09-جويلية 08-فيفري 06-أكتوبر 05-ماي 04-جانفي 02-سبتمبر 01-أفريل
Source: Jézabel Coupey-Soubeyran, **LES BANQUES CENTRALES AU DÉFI DE L'APRÈS-CRISE**, P.57 Disponible sur: www.cepii.fr/PDF_PUB/em/2012/em2012-04.pdf

عادة ما يؤدي حصول انخفاض مفاجئ في التضخم مقارنة بالهدف المسطر إلى إتباع البنوك المركزية لسياسات نقدية أخف، حيث سيخضع أي إجراء يقوم به البنك المركزي في هذه الحالة لعدة عوامل أهمها الإيجابيات و السلبيات المنتظرة من تراجع التضخم.¹

حتى و إن تم تسجيل انخفاض مفاجئ للتضخم بعد الأزمة المالية 2008 فإن استباقات التضخم على المدى المتوسط و الطويل (من 6 إلى 10 سنوات) تشير إلى أن الفروقات بين معدلات التضخم المسجلة و معدلات التضخم المحددة كهدف من طرف البنوك المركزية ستكون مؤقتة فقط و ستزول تدريجيا، و تكون في ظل هذا الوضع العلاقة بين تضخم الأسعار و تضخم الأجور شبه معدومة، حيث لا يغذي أحدها الآخر.

ساهم الارتفاع غير المسبوق لأسعار المواد الأساسية خلال الفترة الأخيرة في تنامي الضغوط التي أدت إلى انخفاض معدل التضخم في السنوات القليلة الماضية، و تشير التوقعات بأنه حتى لو ظلت الأسعار عند هذا المستوى فإن انخفاض معدل التضخم سيتوقف تدريجيا.

دفع التحليل السابق العديد من البنوك المركزية خلال السنوات الأخيرة إلى قبول فكرة بقاء معدلات التضخم عند مستوى أكبر من الأهداف المحددة، و تشير عدة تحاليل إلى أن بقاء معدلات التضخم دون المستويات المتوقعة سيخلف تكاليف ضئيلة، فعكس الاعتقاد السائد تساهم معرفة مصدر

¹ Jézabel Coupey-Soubeyran, **LES BANQUES CENTRALES AU DÉFI DE L'APRÈS-CRISE**, P.57 Disponible sur: www.cepii.fr/PDF_PUB/em/2012/em2012-04.pdf (Consulté le 29/09/2014)

الضغوط التي تدفع بمعدلات التضخم نحو الانخفاض في التنبؤ بالتكاليف، حيث تكون التكاليف منخفضة إذا كانت الضغوط ناتجة عن زيادة العرض و ليس عن طلب غير كاف.

نتج مؤخرا جزء كبير من الضغوط الدافعة بالتضخم نحو الانخفاض عن الارتفاع في العرض الناتج أساسا عن المنافسة الدولية التي ازدادت حدة بسبب العولمة.

تبين الدراسات الإحصائية بأن الموجات الانكماشية نادرة الوقوع و أن حالات الانكماش الخفيف تتماشى مع حالات النمو الاقتصادي المستمر، و قد شهدت بعض الدول خلال العقود الأخيرة حالة نمو اقتصادي مرفوقة بتراجع معدلات التضخم و يعود ذلك بدون شك إلى العوامل الإيجابية المرتبطة بالعرض.

دفع المستوى المرتفع للمديونية البنوك المركزية إلى التساؤل حول الآثار المحتملة لانخفاض الأسعار، حيث يوجد إجماع على أن أي انخفاض عام للأسعار في ظل مديونية مرتفعة سيكون أكثر كلفة، إذ سترتفع قيمة المديونية ما لم تصحح معدلات فائدة العقود الموجودة.

بينت التجارب السابقة بأن انخفاض أسعار الأصول قد خلف خسائر أكبر من مجرد انخفاض قيمة السلع و الخدمات، حيث خلفت التقلبات الكبيرة للأسعار أثر سلبي على القيمة الصافية للأصول و حتى على الاقتصاد الحقيقي.¹

نتجت المشاكل في اليابان أساسا عن انهيار أسعار الأصول و بالأخص الأصول العقارية، حيث تم خلافة التوسع المالي بحالة من الانكماش المالي الشديد و ليس بانخفاض تدريجي في معدلات التضخم.

يمكننا في الأخير القول بأن القلق المتعلق بالاستقرار المالي يؤدي إلى التشكيك في الإجراءات الهادفة إلى تقريب التضخم من المستوى المسطر (الهدف)، و يرى العديد من الاقتصاديين بأنه قد يكون من الأجدر تقبل مستوى تضخم أقل عن المستوى المسطر خاصة بالنسبة للدول التي تشهد تراكم في الاختلافات المالية، كما يرى نفس الاقتصاديين أن عدم تقبل الوضع السابق سيساهم في تنامي الضغوط الدافعة إلى انخفاض معدل التضخم، و هو الأمر الذي سيكون له أثار سلبية في مرحلة الانكماش.

يجعلنا هذا الخطر إضافة إلى المعطيات الدالة على محدودية فعالية السياسة النقدية إلى القول بأنه حتى لو كانت الضغوطات الدافعة بالتضخم نحو الانخفاض تحتاج إلى المتابعة، فإنه يجب حسن تقدير العوامل التي قد تحد من الضغوطات السابقة الذكر، و كذلك تكلفة إجراءات التيسير النقدي.²

¹ Ibid, p.57

² Ibid, p.58

خاتمة الفصل الثاني

عرفت أهداف البنوك المركزية عدة تطورات حيث كانت تتأقلم في كل مرة مع الأوضاع الاقتصادية السائدة، و قد كان تحديد أهداف البنوك المركزية محل دراسة و خلاف بين الاقتصاديين إذ لم يكن هناك توافق في تحديد هذه الأهداف، فمن الاقتصاديين أمثال "Paul Volcher" من يرى بأن الهدف الرئيسي للبنوك المركزية قد كان منذ البداية تحقيق الاستقرار المالي (معالجة الأزمات) و أن هدف الاستقرار النقدي (محرارية التضخم) أتى في مرحلة لاحقة، و من الاقتصاديين من كان له رأي مغاير تماما حيث يرى الاقتصادي "Trichet" بأنه حتى و لو كان للبنوك المركزية دور في الحفاظ على الاستقرار المالي فإن دورها الأساسي سيظل الحفاظ على استقرار الأسعار.

هناك من الاقتصاديين من يرى بأنه لا يوجد توافق بين الهدفين السابقين حيث يرون أن تحقيق هدف استقرار الأسعار لن يتطابق دوما مع هدف الاستقرار المالي نظرا لأن بعض أهداف استقرار الأسعار قد تؤدي انعدام استقرار النظام المالي و بالتالي وقوع أزمات مالية.

هناك أيضا في الاقتصاديين من يحاول إظهار إمكانية التوافق بين الهدفين حيث يرون بأن كل ارتفاع أو انخفاض في المستوى العام للأسعار قد يكون مصدرا لعدم الاستقرار المالي، حيث تؤدي حسبهم كل سياسة نقدية هادفة إلى تحقيق استقرار الأسعار إلى تقليص المخاطر و بالتالي احتمال وقوع أزمة مالية، كما يشير هؤلاء إلى أن البنك المركزي يملك من الأدوات ما تسمح له بتحقيق هدف استقرار الأسعار و كذلك هدف الاستقرار المالي في نفس الوقت.

عادة ما تعتمد البنوك المركزية في سعيها لتحقيق هدف الاستقرار المالي و معالجة الأزمات المالية على عدة أدوات رئيسية تتدرج فيما يسمى بالأدوات التقليدية للسياسة النقدية و أبرزها: أداة السوق المفتوحة، أداة الاحتياطي الإلزامي، ضمان السير الحسن لنظام المدفوعات و مراقبة القطاع البنكي، أداة معدل الفائدة.

بينت الأزمة العالمية 2007-2008 بأن البنوك المركزية قد عجزت عن تحقيق الاستقرار المالي بواسطة استعمال الأدوات التقليدية لسياستها النقدية إذ أن هذه الأخيرة تفقد فعاليتها بشكل كبير في حال توقف قنوات انتقال أثر السياسة النقدية (قناة سعر الفائدة، قناة الائتمان، قناة سعر الصرف، قناة الإعلام) عن العمل بشكل كلي أو حتى بشكل جزئي.

لاحظنا أثناء الأزمة المالية 2007-2008 بأن أداة معدل الفائدة التي عادة ما تعتمد عليها البنوك المركزية لتجاوز الأزمات المالية قد فقدت فعاليتها بشكل كامل، حيث يرجع هذا إلى تعثر القنوات التي ينتقل عبرها أثر هذه الأداة ألا و هما قناة معدل الفائدة و قناة الائتمان.

ساهمت العديد من العوامل في فقدان أداة معدل الفائدة لفعاليتها و لعل أهمها هو تبني البنوك المركزية لسياسة نقدية توسعية منذ بداية الألفية، و كذا تطور الوضع الاقتصادي على المستوى الدولي نتيجة كل من التحرير المالي المتزايد و تطور الابتكارات المالية و ظهور أزمات مالية أكثر حدة.

أمام عدم إمكانية تخفيض معدلات الفائدة من طرف البنوك المركزية (كونها كانت عند أدنى مستوياتها حتى قبل اندلاع الأزمة المالية 2008) لم تقف هذه الأخيرة مكتوفة الأيدي و استعملت أدوات جديدة قائمة على مبادئ اقتصادية حديثة تهدف إلى تنشيط الاقتصاد و كبت التضخم، أطلق عليها تسمية الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية.

سمح لنا هذا الفصل بإظهار كيف أن هدف الاستقرار المالي و ما يقتضيه من معالجة الأزمات المالية قد بات هدفا رئيسيا للبنوك المركزية بسبب التحرير المالي المتزايد و تطور الابتكارات المالية و ظهور أزمات مالية أكثر حدة، كما سمح لنا أيضا هذا الفصل بإظهار أدوات السياسة النقدية التقليدية و غير التقليدية في تحقيق هدف الاستقرار المالي و معالجة الأزمات المالية.

بالرغم من نجاح البنوك المركزية في تجاوز العديد من الأزمات المالية في الماضي و بالرغم من أنها نجحت إلى حد ما في تجاوز الأزمة المالية 2007-2008 لا سيما باستعمالها أدوات حديثة (أدوات غير تقليدية)، فإن هذا لا يجب أن يحجب عن نظرنا التحديات الكبيرة و العديدة التي تواجهها السياسة النقدية بعد الأزمة المالية 2007-2008، على غرار تنامي حجم ميزانية البنوك المركزية و التراجع المفاجئ للتضخم و تنامي خطر الانكماش المالي و ضعف فعالية السياسة النقدية.

الفصل الثالث

معرض تحليلي للأزمة المالية 2007-2008

مقدمة الفصل الثالث

شهد عام 2007 انفجار أزمة القروض العقارية عالية المخاطر Subprimes في القطاع المالي الأمريكي، و تعتبر هذه الأزمة أحد العوامل الرئيسية التي كانت سببا في ظهور الأزمة المالية العالمية خلال 2008، فحتى إن شكلت أزمة القروض العقارية عالية المخاطر التي ظهرت بوادرها في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 2004 و انفجرت عام 2007 أحد العوامل الرئيسية التي كانت وراء ظهور الأزمة المالية العالمية عام 2008 فإنه لا يمكن حصر أسباب هذه الأخيرة في عامل وحيد، حيث جاءت نتيجة تفاعل مجموعة من الاختلالات سواء على مستوى الاقتصاد الجزئي أو الاقتصاد الكلي.

إن ما يعزز الطرح السابق و يدفعنا للتساؤل عن الأسباب الحقيقية التي كانت وراء اندلاع الأزمة المالية العالمية 2007-2008 هو أن سوق القروض العقارية عالية المخاطر لم يكن يمثل في عام 2007 سوى 1000 مليار \$ إذا ما قورنت بالقيمة الإجمالية لرؤوس الأموال المتداولة في البورصة (2000 مليار \$) أو بالثروة الإجمالية للعائلات الأمريكية (60000 مليار \$).

شهد تاريخ الـ 15 سبتمبر 2008 تحولا جديدا في مجريات الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث سجل هذا اليوم انهيار ثالث بنك تجاري أمريكي ألا و هو بنك ليمان برادرز، كما عرفت الأزمة المالية خلال عام 2008 تسارعا كبيرا في الأحداث جعلها تكتسب صفة النظامية و تنتقل إلى عدد كبير من دول العالم نتيجة الروابط المتينة القائمة بين دول العالم عموما و أسواقها المالية خصوصا.

أدى الطابع المدمر الذي ميز الأزمة المالية العالمية عام 2008 إلى تصنيف هذه الأخيرة من طرف عدد كبير من الاقتصاديين في خانة أكبر الأزمات المالية التي شهدتها العالم في التاريخ أي مع أزمة الكساد لعام 1929 و أزمة دول جنوب شرق آسيا لعام 1997، و هناك من الاقتصاديين من ذهب حتى إلى حد القول بأن الأزمة المالية العالمية 2008 هي بمثابة أكبر أزمة مالية على مر التاريخ، و لعل ما شجعهم على الإدلاء بهذه التصريحات هو شمولية هذه الأزمة التي لم تفرق في انتشارها بين دولة متقدمة و دولة نامية و كذا كلفتها الباهظة جدا من الناحية الاقتصادية و الاجتماعية.

لم تبق حكومات الدول المتضررة من الأزمة و مختلف المؤسسات النقدية و المالية الدولية مكتوفة الأيدي أمام زحف هذه الأزمة، حيث بدلت مجهودات كبيرة في سبيل تجاوز آثار هذه الأزمة و إعادة بعث النشاط الاقتصادي، و قد تجسدت على أرض الواقع في تبني الدول المتضررة لخطط إنقاذ كلفتها ملايين الدولارات من جهة، و في عقد دول مجموعة الـ 20 لعدة مؤتمرات نوقش فيها سبل تخطي الأزمة حيث خلصت بجملة من القرارات.

تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث جاءت كالاتي:

- المبحث الأول نتناول فيه ظروف ما قبل الأزمة المالية و أسباب اندلاعها حيث أنه و كما سبق ذكره لم تتدلع الأزمة من عدم عام 2008 و إنما جاءت كنتيجة لوضع معين ساد الاقتصاد الأمريكي و قطاعها المالي لسنوات عدة قبل الأزمة.

- المبحث الثاني نستعرض فيه عنصرين أساسيين، الأول يتعلق بالتسلسل الزمني لأهم أحداث الأزمة المالية خلال أعوام 2007 و 2008 و 2009، و نتناول في العنصر الثاني من هذا المبحث القنوات التي سلكتها الأزمة المالية في انتقالها من القطاع المالي الأمريكي إلى جل دول العالم، حيث يسمح لنا تحليل عدوى هذه الأزمة بتسليط الضوء على ثلاث قنوات رئيسية هي قناة أسواق المال، قناة سعر الصرف، قناة التجارة الخارجية.

- المبحث الثالث و الأخير من هذا الفصل نستعرض فيه هو الآخر عنصرين نتطرق في العنصر الأول إلى انعكاسات الأزمة المالية 2007-2008 على الدول النامية التي لم تكن في منأى عن وصول عدوى الأزمة إليها لاسيما في ظل ما تعانیه من تبعية اقتصادية و تشابك أسواقها المالية مع أسواق الدول المتقدمة، و نستعرض بعد ذلك انعكاسات الأزمة المالية على الدول المتقدمة التي كانت أول المتضررين من الأزمة حيث خلف انتقالها من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي تكبد هذه الدول لخسائر فادحة، كما نتطرق في العنصر الثاني من هذا المبحث لمختلف الجهود المبذولة على مستوى كل دولة و التي تجسدت فيما يسمى بخطط الإنقاذ، و كذلك لتلك الجهود الجماعية المبذولة على المستوى الدولي و التي تجسدت في عقد دول مجموعة الـ 20 عدة مؤتمرات لمناقشة تطورات الأزمة و إيجاد الحلول المناسبة لها.

3-1-1- ظروف ما قبل الأزمة المالية و أسباب اندلاعها

كانت كل المؤشرات و التوقعات قبيل اندلاع الأزمة المالية تشير إلى أن السوق المالي الأمريكي سيشهد تباطؤ خلال عامي 2007 و 2008، لكن قليل فقط من الاقتصاديين من تتبأ بوقوع أزمة مالية شاملة ستمس عديد دول العالم و تدخل اقتصادها في حالة ركود. انطلقت شرارة الأزمة من داخل سوق الرهن العقاري الأمريكي الذي شهد خلال السنوات الأخيرة تطورا كبيرا خلال السنوات الأخيرة لاسيما قطاع القروض العقارية من نوع subprime التي تمنحها البنوك لأفراد يفتقدون إلى الضمانات الكافية، فبالرغم من اندلاع الأزمة في سوق الرهن العقاري الأمريكي إلا أنه يمكن اعتبارها مجرد القطرة التي أفاضت الكأس، حيث لو لا وجود اختلافات عديدة على مستوى كل من الاقتصاد الكلي و الجزئي لما تطورت هذه الأزمة لتصبح بالشكل المعروف منذ 2008. سنحاول التطرق في المطلبين الآتيين إلى ظروف ما قبل الأزمة التي كانت سائدة في سوق الرهن العقاري الأمريكي، ثم سنسعى إلى إبراز العوامل الرئيسية التي أدت إلى ظهور الأزمة المالية 2007-2008.

3-1-1-1- ظروف ما قبل الأزمة في سوق الرهن العقاري

حاولنا التطرق إلى ظروف ما قبل الأزمة في سوق الرهن العقاري الأمريكي من خلال التطرق في بداية الأمر إلى نشأة هذا السوق ثم في مرحلة ثانية إلى مختلف الاستثمارات العقارية و في الأخير إلى آلية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي.

3-1-1-1-1- نشأة السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أول دولة بدأت مزاوله نشاط التمويل العقاري و قد كانت البنوك الأمريكية تمويل هذا النشاط اعتمادا على حصيلة الإيداعات التي تقدم لها من طرف عملائها أي أن حجم التمويل العقاري كان محدودا بحجم السيولة المودعة من طرف العملاء، و قد استعانت الحكومة الأمريكية في سعيها إلى تنشيط السوق الثانوي لقروض الرهن العقاري بمؤسستين مالييتين هما: إدارة الإسكان الفدرالي* (Housing administration fédéral) التي كلفت بتقديم تأمين ضد توقف المقترض عن السداد، و إدارة المحاربين القدامى** (Vétérans administration) التي كلفت بضمان القروض الممنوحة من طرف المؤسسات المالية بغرض الإسكان. لقد أدى دخول هاتين المؤسستين في سوق الرهن العقاري إلى تنشيط هذا الأخير إذ أصبح من السهل تحويل القروض العقارية إلى سيولة خاصة بعد أن اتخذت هذه القروض صفة السندات من جهة و بعد أن أصبحت مضمونة و مؤمنة أمام وقف السداد من جهة أخرى، كما قامت الحكومة الأمريكية بعد ذلك و في عام

* هي وكالة حكومية أمريكية أنشئت عام 1934 في عهد الرئيس "روزفلت" لها أهداف متنوعة من بينها تحسين شروط الإسكان، و تقديم نظام تمويل يتناسب مع السكن الممنوح، و العمل على استقرار السوق الرهن.

** هي وكالة حكومية أمريكية تهتم بكل ما يخص المحاربين القدامى كالمعاشات و التأمين الصحي و تقديم برامج تعليمية و منح القروض و ترميم المقابر.

1938 بإنشاء مؤسسة الرهن القومية (FNMA) من أجل توفير مزيد من السيولة و رؤوس الأموال داخل السوق الثانوي للقروض العقارية، و لعل من ساعد هذه المؤسسة على تنشيط السوق الثانوي للقروض العقارية هو إقرار الكونغرس تثبيت سعر الفائدة المطبقة على القروض العقارية ما من شأنه أن يجعلها عند مستوى منخفض يمكن فئات واسعة من المجتمع الأمريكي من الاستفادة من قروض عقارية و بالتالي اقتناء سكنات جديدة.

لعبت مؤسسة الرهن القومية (FNMA) دورا رئيسيا في تنشيط السوق الثانوي للرهن العقاري، حيث أتاحت لها قدرتها على الحصول على قروض طويلة الأجل من شراء القروض الرهنية العقارية و الاحتفاظ بها في محفظة متنوعة على المستوى الوطني مع تحمل كل من مخاطر الائتمان و السوق و السيولة.

قررت الحكومة الأمريكية سنة 1968 إعادة تنظيم سوق الرهن العقاري و هذا بعد أن بلغت قيمة القرض التي تحصلت عليها مؤسسة الرهن القومية (FNMA) لتمويل مشترياتها من القروض الرهنية العقارية نسبة كبيرة من إجمالي الديون الحكومية، و تضمنت إجراءات إعادة تنظيم هذا السوق إنشاء كل من الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري "جيني ماي" (Ginnie Mae) و الهيئة الفدرالية القومية للرهنات "فاني ماي" (Fannie Mae)، و تبع هذا الإجراء بإنشاء الحكومة الأمريكية عام 1970 للشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المسماة بـ "فريدي ماك" (Freddie Mac). ساهمت هذه المؤسسات الثلاثة في تنشيط السوق الثانوي للرهن العقاري، حيث كلفت Ginnie Mae بالتعامل مع الرهنات العقارية المضمونة من الحكومة، بينما كلفت Fannie Mae بالتزامات المصلحة العامة و التكفل بذوي الدخل المنخفض، في حين كلفت Freddie Mac بتوريق الرهنات العقارية و منافسة Fannie Mac.¹

تمكنت مع مرور الوقت كل من Fannie Mae و Freddie Mac من تمويل قدر كبير من الرهنات العقارية الأمريكية من خلال عملية شراء هذه الرهنات العقارية و الاحتفاظ بها، كما استطاعت هاتين الهيئتين تحويل مبالغ ضخمة من القروض العقارية إلى سندات مالية مضمونة برهنات عقارية. شهد عام 2003 حدوث تطور جديد داخل السوق الثانوي للرهن العقاري الأمريكي، حيث اتهمت الحكومة الأمريكية كل من Fannie Mae و Freddie Mac بعدم الالتزام بالمعايير المحاسبية الجديدة المتعلقة بضبط التعامل بالمشنقات المالية، و سمحت هذه الوضعية بتنشيط السوق الثانوية للرهن العقاري من خلال دخول مؤسسات مالية كبرى على غرار ليمان برادرز (Lehman Brothers) و جي بي مورغان (JP Morgan) سوق الرهن العقاري خالقة بذلك جو منافسة غير عادي ما أدى إلى تلبين بعض القيود المتعلقة بمنح القروض العقارية، و قد تجسد ذلك أساسا في

¹ عمار بوطوك، دور التوريق في نشاط البنك حالة بنك التنمية المحلية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008، ص.ص.11.12.

انخفاض المبلغ الضروري الذي ينبغي أن يكون في حوزة طالب القرض العقاري من 20% إلى 10% ثم إلى 0%.

3-1-1-2- الاستثمارات العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية

يوجد العديد من أنظمة التمويل العقاري أبرزها:¹

• **نظام التمويل العقاري بسعر فائدة قابل للتعديل (ARM) Adjustable Rate Mortgage:** يسمح للمقترضين باختيار القيمة التي يرغب في اقتطاعها من القسط الشهري لسداد أصل القرض، و يطبق هذا النظام في الولايات المتحدة الأمريكية حيث مثل حوالي 20% من الإقراض العقاري خلال عامي 2004، 2005.

• **نظام التمويل العقاري المرن Flexible Mortgage:** هو نظام تمويل تعويضي أو مكافئ (Office Mortgage) بمعنى ربط قرض التمويل العقاري بالحساب الجاري أو القروض الأخرى بحيث تحصل الجهة الممولة على حصة أو نصيب من العائد الرأسمالي بدلا من الفائدة.

• **نظام التمويل العقاري العكسي Reverse Mortgage:** هو نظام يتيح لملاك العقارات حصولهم على سيولة نقدية من الجهة الممولة طوال الفترة المتبقية من حياتهم مقابل تحويل ملكية العقار بعد الوفاة للجهة الممولة دون الحاجة إلى بيع العقار، و هو نظام منتشر في دول العالم التي يرتفع فيها متوسط الأعمار.

• **تمويل قيمة العقار بالكامل Loan to Value:** هو نظام يتيح تمويل 100% من قيمة العقار و يطبق هذا النظام في بولندا.

3-1-1-3- آلية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي

ظهر التوريق لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية و قد ارتبط منذ البداية بوضعية النظام البنكي و بالتحديد بضعف سوق الرهن العقاري حيث كان الهدف الأساسي من آلية التوريق هو إخراج نظام تمويل الإسكان من الأزمة التي كان يتخبط فيها.

قبل الخوض في آلية التوريق داخل سوق الرهن العقاري الأمريكي نتطرق أولا إلى بعض المفاهيم المتعلقة بآلية التوريق.

أ- **تعريف التوريق:** هناك تعاريف عديدة لعملية التوريق أو كما تسمى أيضا بالتسنيذ أو الأوراق المالية المخلفة، و سنحاول التطرق إلى أبرزها فيما يلي:

- هو عملية تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض و الأصول الأخرى غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، و هي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة و لا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين.²

¹ Disponible sur: www.idbe-egypt.com/doc/mortgage%20finance.doc (Consulté 15/11/2014)

² مدحت صادق، أدوات و تقنيات مصرفية، دار غريب، القاهرة، 2001، ص. 237

- هو أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها لإحدى المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية (غير القابلة للتداول و المضمونة بأصول) إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص (تسمى شركة التوريق) بهدف إصدار أوراق مالية جديدة في مقابل أن تكون هذه الحقوق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.¹

من خلال عرضنا للتعريفين السابقين يمكننا القول بأن التوريق هو نشاط مالي يهدف إلى تحويل أصول مالية غير سائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، حيث تشرف على عملية التحويل مؤسسات متخصصة تسمى بشركات التوريق.

ب- تعريف التوريق العقاري: يعتبر التوريق العقاري وسيلة أساسية في توفير السيولة اللازمة لمؤسسات التمويل العقاري، و يتم ذلك من خلال تحويل القروض العقارية إلى سندات يتم إصدارها من طرف شبكات متخصصة في التوريق، أي أن عملية التوريق تقتضي تحويل القروض العقارية غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول أي سائلة.

تقوم شركات التوريق بشراء أصل القرض العقاري من الجهة الممولة ثم تقوم بإصدار سندات طويلة الأجل تتراوح مدتها من 15 سنة إلى 30 سنة، و تصنف من طرف مؤسسات مستقلة تبعا لمخاطر الائتمان الخاصة بالمستثمرين أو تصنيف محفظة الرهون العقارية مع العلم أن قيمة هذه السندات هي نسبة معينة من أصل قيمة العقارات.

تطرح بعد ذلك هذه السندات في سوق رأس المال للبيع كما تكون هذه السندات مضمونة بصفة أساسية بواسطة محفظة الحقوق المالية المحولة لشركة التوريق و ما يلحق بها من ضمانات، و هكذا يتم خلق ما يسمى بالسوق الثانوي للرهن العقاري.²

ج- الأطراف الفاعلة في عملية التوريق: هناك عدة أطراف فاعلة في عملية التوريق يمكن تقسيمها إلى داخلية و خارجية.

- **الأطراف الفاعلة الداخلية³:** هم أولئك المتدخلين الذين لهم تأثير مباشر على عملية التوريق، و هم:

- **المتنازل (Le Cédant):** تضع سلطة الرقابة في معظم الدول قائمة لأنواع المؤسسات التي يسمح لها ممارسة هذه العمليات و ليس بالضرورة أن تكون بنكا تجاريا. يقوم المتنازل الذي يكون في شكل مؤسسة قرض بتحويل الديون الناتجة عن إقراض العملاء إلى مجموعات متجانسة تكون مضمونة بأصول ملموسة إلى إحدى المنشآت الخاصة بعملية التوريق. قد يكون هذا التنازل بدافع مواجهة التعثر المالي، إعادة الهيكلة أو الوفاء بديون حل تاريخ استحقاقها.

¹ محهد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص.315

² إدارة البحوث الاقتصادية ببنك الإسكندرية، التوريق العقاري كأحد آليات تفعيل قانون التمويل العقاري، النشرة الاقتصادية، 2003، ص.ص.90-91

³ محهد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، مرجع سابق، ص.ص.315-317

- **المنظم (L'arrangeur):** هو هيكل أو جهاز متكون من أخصائيين في الهندسة المالية يلعبون دور الوسيط بين المؤسسة المتنازلة و شركة التوريد، أي أنه عبارة عن بنك أعمال (بنك استثمار) يقوم بإجراء المتنازلين و تحقيق أهدافهم.
- **شركة التسيير (la société de gestion):** عبارة عن مؤسسة تجارية تتفرع عن شركة التوريد، تمثل مصالح ملاك الحصص و تقوم بمراقبة و تنفيذ عمليات التنازل عن القروض، تسيير ممتلكات الخزينة لشركة التوريد، التأكد من حسن إتباع الإجراءات المتعلقة بالحصول على التصنيف الملائم، و تقديم المعلومات اللازمة لسلطات الرقابة.
- **شركة التوريد (المصدر) "SVP special purpose vehicul":** تقوم بتوريد القروض التي تحصل عليها و التي تكون مضمونة بأصول، أي أنها تقوم بإصدار أوراق مالية مضمونة بحصيلة الحقوق المالية و الأصول الضامنة لها، و قد تكون شركة التوريد تابعة للشركة المصدرة لهذه القروض خاصة إن لم تكن هناك شركات متخصصة متاحة، ففي هذه الحالة تنشئ البنوك شركات تابعة لها تكون مهمتها توريد القروض المصدرة، و تكون لها ميزانية مستقلة و ذمة مالية مستقلة.
- **المودع (Le dépositaire):** هو عبارة عن مؤسسة قرض تراقب العمليات التي تقوم بها شركة التسيير.
- **مؤسسة تعزيز الائتمان (La société des rehaussement de crédit):** تعتبر من بين وسائل الدعم التي يمكن اللجوء إليها لدعم الجدارة الائتمانية لنشاط التوريد و بالتالي الحصول على تصنيف مناسب، و قد تأخذ صورة خطاب ضمان مصرفي أو بوليصة تأمين من شركة تأمين.
- **شركة خدمة الدين (l'agent payeur):** لها دور تنفيذي حيث تقوم بالاهتمام بالتسديدات المقررة لملاك الحصص إذ تقوم باستلام المتحصلات من المدينين و تسليمها لشركة التوريد التي تقوم بدورها بتسديد حقوق المستثمرين في آجالها، و عادة ما تكون المؤسسة المتنازلة هي نفسها الجهة المسؤولة عن خدمة الدين.
- **الأطراف الفاعلة الخارجية¹:** تقوم أساسا بتقييم نوعية الحصص المصدرة و مراقبة عملية التوريد، و هي:
- **وكالات التصنيف الائتماني:** تحدد ثقة المستثمرين انطلاقا من القيمة المالية التي تمنحها وكالات التصنيف لعملية التوريد، حيث تقوم بتصنيف نوعية الحصص المعروضة للتداول لصالح المستثمرين. تعتمد عملية التصنيف الائتماني على تقدير الخطر المرتبط بالقروض و مدى تمتع هذه الأخيرة بالضمانات، كما أن عملية التصنيف لا تعتبر ضمانا بل هي أحد المؤشرات الإرشادية العديدة التي يتخذها المستثمرون لتحديد المخاطر النسبية لمختلف الإصدارات من السندات و من ثم العائد الذي يطلبونه.

¹ نفس المرجع، ص.ص. 315-317

لا تقتصر عملية التصنيف على فحص السندات المصدرة فقط و إنما قد تمتد لتشمل تقييم الجدارة الائتمانية لكل من البنك المتنازل و شركة التوريق.

هناك نوعان من التصنيف الائتماني، الأول محلي و الثاني دولي، حيث أن أي إصدار من السندات يحصل على تصنيف محلي يتم مقارنته مع التصنيف المماثل في نفس البلد، أما السندات المتداولة في الأسواق العالمية فتحصل على تصنيف دولي يمكن مقارنته بمثيله من الإصدارات في العالم. من بين أشهر وكالات التقييم في العالم عموماً و في السوق المالي الأمريكي خصوصاً نذكر كل من Moody's و Standard & poor's و IBCA و كل واحدة منها تملك سلم خاص تستعمل فيه رموز معينة.¹

• **سلطات الرقابة أو الوصاية:** تقوم هذه السلطات بمراقبة و متابعة مختلف أطوار عملية التوريق و يختلف هذا الدور من دولة إلى أخرى.

يلخص الملحق رقم (04) أدوار مختلف أطراف عملية التوريق.

عادة ما تقوم صناديق التأمينات و المعاشات و شركات التأمين و صناديق الاستثمار و البنوك و المؤسسات المالية الاستثمارية باستثمار أموالها في السوق الثانوي للرهن العقاري، و قد يستقطب أيضاً هذا السوق الأفراد المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد ثابتة.

د- أركان آلية التوريق: لا يمكن لعملية التوريق أن تتم إلا بتوفر مجموعة من الأركان هي:²

- يجب أن تتوفر علاقة مديونية بين البنوك المقرضة و المدينين المقترضين؛
- رغبة الجهة المقرضة في التخلص من القروض التي بحوزتها و تحويلها إلى طرف آخر؛
- استلام شركة التوريق للقروض و إصدار في المقابل سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية؛

• توفر الأوراق المالية الجديدة (السندات) على ضمانات سواء عينيه كالعقارات أو مالية يمكن تحويلها إلى سيولة؛

• توفر مستثمرين داخل سوق الأوراق المالية يستثمرون أموالهم في شراء السندات التي تصدرها شركات التوريق.

هـ- تطور سوق التوريق العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية:³

تعتمد عملية توريق القروض العقارية على نفس مبدأ توريق باقي القروض الأخرى حيث أن القروض العقارية أصل مالي تؤدي عملية توريقه إلى خلق أوراق الرهون العقارية أي أصول مشتقة. ساهم ارتفاع سعر العقارات في السنوات التي سبقت انفجار الأزمة إلى زيادة الطلب على هذه

¹ Disponible sur: www.obliginvest.com/guides/histoire-les-agences-notation-2497 (Consulté 17/11/2014)

² مدحت صادق، مرجع سابق، ص.ص.244.245

³ نادية العقون، مرجع سابق، ص.ص.153.154

المشتقات المالية و إلى تطور الهندسة المالية التي سمحت بإمكانية تحويل قروض الرهن العقاري إلى أوراق مالية تتمتع بدرجة عالية من السيولة.

تسمح عملية توريق القروض العقارية بتحقيق كل أطراف العملية لعوائد مالية مقبولة، فالمستثمرون يحصلون على أصول أكثر سيولة و تنوعاً، و مؤسسات التوريق تحصل على إيراد مقابل أتعاب ضمان التغطية، كما تحصل سوق الرهن العقاري على قدر أكبر من رؤوس الأموال، و في الأخير تحصل المؤسسات المنشئة للقروض على أصول أكثر سيولة و تنوع.

بغية جلب المزيد من المستثمرين إلى السوق الثانوي للرهن العقاري كان لا بد من جعل مشتقات القروض العقارية تتمتع بدرجة عالية من الأمان و السيولة، و قد طورت مؤسسات التوريق بواسطة الهندسة المالية سندات يفوق عائدها العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ما يحقق رضا المستثمر، و في نفس الوقت يكون عائدها أقل من سعر الفائدة على القروض المورقة ما يحقق رضا الجهة المصدرة.

عادة ما كانت هذه السندات الناتجة عن عملية التوريق مرهونة لدى طرف ثالث يسمى الحارس إلى غاية سداد قيمتها، فهو يتابع رصيد القروض للتأكد من المحافظة على نسبة السندات المورقة إلى ذلك الرصيد.

كان هناك سعي دائم نحو تنشيط السوق الثانوي للرهن العقاري و من بين الطرق التي استخدمت لهذا الغرض نجد تقسيم المخاطر في السوق بواسطة خلق شرائح من الفئة الاستثمارية منخفضة المخاطر من جهة و شرائح مرتفعة المخاطر للرهنات العقارية من جهة أخرى.

كانت أولى عمليات التوريق عام 1970 من طرف Ginnie Mae و بعدها مباشرة من طرف Freddie Mac عام 1971 ثم التحقت بهما ابتداءً من عام 1981 مؤسسة Fannie Mae.¹ يسمح لنا الجدول رقم (13) بإظهار قيمة القروض العقارية المورقة من طرف الوكالات الفدرالية الثلاثة السابقة ذكرها و هذا منذ بدأ عملية التوريق أي 1970 إلى غاية عام 1990.

¹ Disponible sur: www.neumann.hec.ca/pages/francois.leroux/Note%20pedagogique%20MIC16.pdf
(Consulté 18/11/2014)

الجدول رقم (13): العمليات الأولى للتوريق في الولايات المتحدة الأمريكية حسب الوكالات

الفيدرالية الثلاثة خلال الفترة 1970 - 1990 (الوحدة مليار دولار)

السنوات	فاني ماي	جيني ماي	فريدي ماك
1970	0.45	-	-
1971	2.70	-	0.06
1972	2.66	-	0.49
1973	2.95	-	0.32
1974	4.55	-	-
1975	7.45	-	0.95
1976	13.76	-	1.36
1977	17.43	-	4.66
1978	15.35	-	6.41
1979	24.94	-	4.55
1980	20.65	-	2.53
1981	14.26	0.72	3.53
1982	16.01	13.97	24.17
1983	50.50	13.34	16.69
1984	27.86	13.55	18.68
1985	45.88	23.63	37.95
1986	101.43	60.57	100.20
1987	94.93	63.23	75.02
1988	55.25	54.88	39.78
1989	57.19	69.76	73.52
1990	64.65	96.69	73.81

Source: A Frachot, Ch Gourieroux, *Titrisation et remboursements anticipés*, Economica, Paris, 1995, P.16

ساهمت الحماية التي قدمتها كل من F.Mac و G.M و F.Mae في ظهور نشاط التوريق حيث أصبحت تشكل عنصراً رئيسياً داخل النظام المالي الأمريكي، كما لم ينتقل نشاط التوريق إلى بقية دول العالم إلا بعد مرور عدة سنوات حيث طبقت تقنية التوريق لأول مرة في المملكة المتحدة و كندا و استراليا في نهاية الثمانينات، بينما لم تصل إلى باقي الدول الأوروبية إلا في التسعينات (فرنسا و بلجيكا عام 1991، إسبانيا عام 1993، إيطاليا عام 1999، البرتغال عام 1999).

3-1-2- أسباب الأزمة المالية 2007-2008

كانت كل الأسواق المالية العالمية قبل اندلاع الأزمة بأشهر قليلة تتوقع حدوث تباطؤ في السوق الأمريكية لكنها لم تكن تتوقع بأن هذا التباطؤ سينتقل إلى باقي دول العالم، و يرجع تاريخ اندلاع الأزمة المالية إلى أوت 2007 حيث شهد السوق المالي الأمريكي انفجار أزمة القروض العقارية عالية المخاطر (Subprimes).

يسمح لنا تحليل أسباب نشوء الأزمة المالية العالمية (2008) بالتمييز بين مقاربتين أساسيتين: تركز المقاربة الأولى على الإختلالات التي تفاقمت خلال عام 2007، بينما تركز المقاربة الثانية على فكرة أن هذه الإختلالات ناتجة عن قاعدة هشّة، و قد تم الاعتماد على المقاربة الثانية و التي ترى بأن أزمة القروض العقارية عالية المخاطر قد ظهرت في ظل إختلالات مالية دولية و ما هي إلا نتيجة لتفاعل عدة عوامل.

يمكن تحديد العوامل الأساسية التي ساهمت في اندلاع و تطور الأزمة المالية العالمية في ما يلي:

3-1-2-1- أوضاع غير مستقرة على مستوى الاقتصاد الكلي

ترجع نسبة معينة من أسباب ظهور الأزمة المالية إلى تغطية بعض النجاحات التي حققها الاقتصاد العالمي خلال السنوات الأخيرة (كالتحرير الكلي للأسواق المالية، اندماج الاقتصاديات، انتصار البنوك المركزية في حربها على التضخم) على النقائص و الإختلالات العديدة السائدة داخل الاقتصاد العالمي، و قد سميت هذه الحالة بمفارقة الهدوء/Paradoxe de la tranquillité.

لقد أخذت عبارة مفارقة الهدوء عن الاقتصادي الأمريكي "هيمن منسكي" Minsky Hayman¹ حيث طور هذا الأخير في السبعينات فكرة تقول بأن أزمات المديونية تتحضر لما تكون الأوضاع على ما يرام و لما يستفيد المتعاملون الاقتصاديون (مؤسسات، عائلات... الخ) من معدلات النمو المرتفعة و من معدلات الفائدة المنخفضة قصد الاقتراض و بمستويات أعلى من المعقول في بعض الأحيان، لكن مع انقلاب أسعار الفائدة و اتجاهها نحو الارتفاع بسبب التضيق النقدي تنتقل المديونية من مستويات مقبولة إلى مستوى غير مقبول.

لقد تبعت "مفارقة الهدوء" بمفارقة أخرى ألا و هي مفارقة المصدقية/Paradoxe de crédibilité خلال الأزمة المالية التي بدأت عام 2007²، إذ يرى أصحاب هذه المفارقة "باريو" و "شيم" Bario et Shim بأن نجاح البنوك المركزية في محاربة التضخم زاد من مصداقية هذه الأخيرة، حيث يؤدي وجود إفراط في السيولة إلى انخفاض عائد السندات و إلى انخفاض عام في علاوات المخاطرة، و تتبع هذه الحالة بسعي الأسواق المالية إلى تحقيق عوائد في ظل المصدقية الكبيرة لمؤسسات التنظيم و الأساليب المحاسبية السائدة، و يتم هذا في ظل تزايد الابتكارات.³

¹ Patrick Artus et autres, **La crise des subprimes**, Rapport du Conseil d'Analyse Economique Français, la documentation française, Paris, 2008, p.12

² Disponible sur: www.cae-eco.fr/IMG/pdf/07.chap_1.pdf (Consulté 20/11/2014)

³ Michel Voisin, **Monnaie et politiques monétaires**, Bréal Edition, Paris, 2006, p.p.104.105

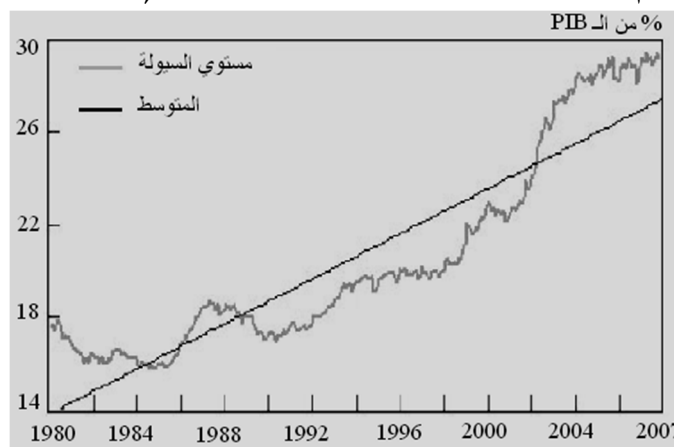
لم تتسلسل الإختلالات التي أدت إلى أزمة القروض العقارية عالية المخاطر بطريقة خطية و أحادية الاتجاه، بل العكس من ذلك تماما، حيث شهدنا تفاعل العديد من الأحداث التي قوّت بعضها بعض، و هو ما جعلنا نميز بين ستة عوامل رئيسية:

أ - **الوفرة الكبيرة في السيولة الدولية:** يبدو لنا بأن نقطة البداية كانت الوفرة الكبيرة في السيولة على المستوى الدولي (تبدو المفارقة في تميز أزمة 2008 بنذرة حادة في السيولة)، فإذا أخذنا على سبيل المثال علاقة الكتلة النقدية بالمعنى الدقيق للناتج الداخلي الخام (PIB) لستة دول كبرى أو مجالات نقدية (الولايات المتحدة، الاتحاد النقدي الأوربي، المملكة المتحدة، اليابان، كندا، الصين) سنلاحظ بأنها انتقلت في المتوسط من 18% إلى 20% خلال 1980-2000 و إلى أزيد من 26% ابتداءً من 2002 لتصل إلى قرابة الـ 30% في 2006-2007.

ساهمت عدة عوامل داخلية و أخرى خارجية في زيادة السيولة النقدية و من بين العوامل الخارجية نستطيع أن نذكر على الأقل بالنسبة للفترة الحديثة، الارتفاع السريع في احتياطات صرف الدول الناشئة (الصين بالخصوص) و الدول المصدرة للمواد الأولية، و قد نتج الارتفاع في احتياطات الدول الناشئة عن الفوائض التجارية الكبيرة المحققة و عن معدل الادخار المرتفع في هذه الدول.

يسمح لنا الشكل رقم (29) بتأكيد التحليل السابق، إذ يسمح لنا بتوضيح تطور الكتلة النقدية المتداولة في ستة دول أو مجالات اقتصادية بارزة (الولايات المتحدة، المملكة المتحدة، اليابان، كندا، الاتحاد النقدي الأوربي، الصين) من عام 2002 إلى غاية 2007، و كذلك يسمح لنا نفس الشكل بإظهار الكيفية التي تطورت بها السيولة و تراكم الاحتياطات المالية، و هذا من خلال دراسة امتدت من 2002 إلى 2008 و شملت عدد كبير من الدول (دول الاتحاد النقدي، المملكة المتحدة، اليابان، الصين، الهند، دول آسيا الأخرى، الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، دول أمريكا اللاتينية، روسيا، النرويج، دول الـ OPEP).¹

الشكل رقم (29): تطورات الكتلة النقدية المتداولة (2002-2007)



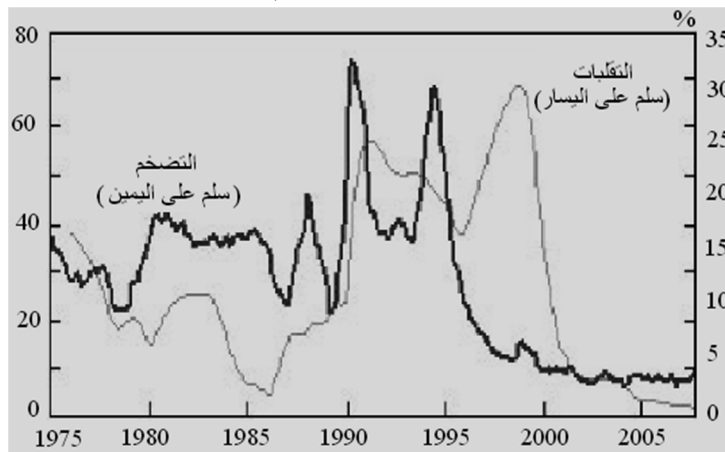
قراءة: تمت عملية الحساب اعتمادا على ستة دول أو مجالات اقتصادية (اليابان، الولايات المتحدة، الاتحاد النقدي الأوربي، المملكة المتحدة، كندا، الصين).

Source: www.la-revanche-des-ses.fr/CoursCAEsubprime.doc

¹ Patrick Artus et autres , Op. Cit, p.15

ب- انخفاض كبير في نسبة التضخم و تقلباتها: لم تنعكس السيولة النقدية الدولية الكبيرة على أسعار السلع و الخدمات حيث حصل عكس ذلك تماما، كما شهدت نسبة التضخم على المستوى العالمي انخفاضا متواصلا خلال العشر سنوات الأخيرة (انتقلت من حوالي 12% إلى أقل من 5%). عرفت تقلبات نسبة التضخم على مستوى الاقتصاد الأمريكي انخفاضا كبيرا هي الأخرى و هي نفس الحالة التي عرفتها دول الـ OCDE أيضا، مع تسجيل هذه الأخيرة لانخفاض أكثر انتظاما في نسبة التضخم و تقلباته خلال السنوات الأخيرة¹. و يبين لنا الشكل رقم (30) التراجع الكبير في نسبة التضخم العالمي منذ عام 1998، كما يسمح لنا بإظهار الانخفاض المستمر في تقلبات نسبة التضخم خلال السنوات الأخيرة على المستوى العالمي بشكل عام.

الشكل رقم (30): تطور نسبة التضخم العالمي و تقلباته (1998-2007)



المصدر: صندوق النقد الدولي (FMI) و منظمة التنمية و التعاون الاقتصادي (OCDE).

بالإضافة إلى ارتفاع مصداقية السياسات المحاربة للتضخم (بالخصوص استقلالية البنوك المركزية) إلا أن هذا الانخفاض العام يرجع بدرجة أولى إلى استتدراك الدول النامية، حيث أن تقدم هذه الدول دفع بأسعار المواد المصنعة إلى الانخفاض و هذا بالرغم من أن نمو هذه الدول كان يؤثر على أسعار المواد الأولية في نفس الوقت.

تبع ثبات نسبة التضخم بتقلبات أقل في الناتج الداخلي الخام و مكوناته و لقد وُصفت هذه الظاهرة بـ "الاعتدال الكبير"، فبالإضافة إلى ذلك تَبعت هذه الحالة بتحسّن في الأوضاع على مستوى الاقتصاد الكلي و بتطور في الهياكل المالية للدول النامية و هو ما أدى إلى توفر كل الظروف المشجعة للثقة².

ج- انخفاض عام في علاوات المخاطر: يعتبر انخفاض علاوات المخاطر من بين مصادر الاختلال المسجل على مستوى الاقتصاد الكلي، و نشير هنا إلى أن نسبة هذا الانخفاض قد عرفت ارتفاعا كبيرا

¹ Michala Marcussen, **Retournement de tendance durable de l'inflation mondiale?**, Revue: Asset Management, Aout2006

Disponible sur: <http://www.financefactory.fr/article/detail/id/2172> (Consulté 22/11/2014)

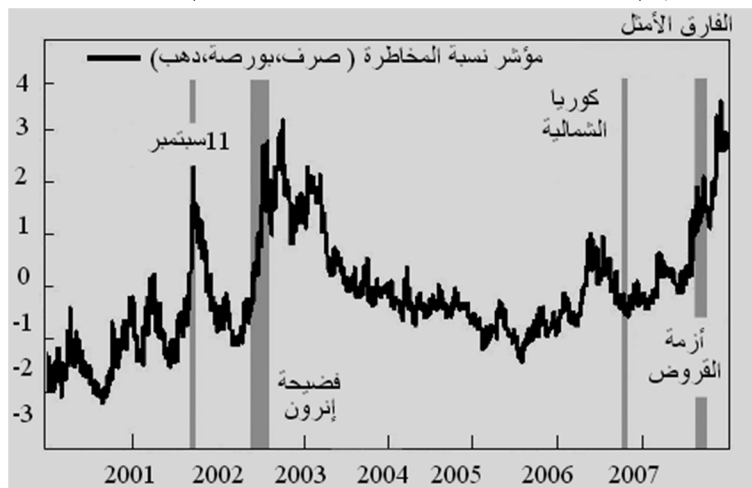
² FMI, **Perspective de l'économie mondiale**, FMI publication services, Washington, Octobre2007, p.183

Disponible sur: <https://www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2007/02/pdf/c1f.pdf> (Consulté 22/11/2014)

منذ أوت 2007 لتصل إلى مستوى أعلى من المستوى المسجل في سبتمبر 2001 أو أثناء فضيحة إنرون ENRON.

يسمح لنا الشكل رقم (31) بأن نوضح كيف أن نسبة المخاطرة أو عدم الاحتياط قد عرفت ارتفاعا ملحوظا خلال الفترة التي سبقت اندلاع أزمة القروض في الولايات المتحدة الأمريكية في 2007.

الشكل رقم (31): تطور نسبة التعرض للمخاطر (2003-2006)



المصدر: المجمع المالي بلومبرغ (Bloomberg)

إذا أردنا التدقيق أكثر و إذا اعتمدنا على أسواق السندات فإننا سنلاحظ بأن العوائد كانت مساوية لـ 300 نقطة قاعدية على النقاط BAA خلال سنوات 2000، و مساوية لـ 800 نقطة قاعدية بالنسبة للدول الناشئة (Emerging Markets Bond index) و هو ما يمثل فارق (spread) بـ 500 نقطة قاعدية، و قد بدأ هذا الأخير في الانخفاض ليصل في عام 2005 إلى 300 نقطة قاعدية ثم لينعدم تماما في بداية 2007.¹

لقد اتضحت بذلك العلاقة السببية التالية: تدفع الوفرة في السيولة بالمتعاملين الاقتصاديين للبحث عن أصول أكثر خطورة قصد تحقيق عائد أكبر، كما يؤدي ضعف الورقة المالية إلى ضعف العائد أي ضعف ثمن المخاطرة، فهكذا و مع مرور الوقت تزداد المخاطرة دون وجود عائد متناسب، و في نفس الوقت تنخفض نسبة التضخم و تزداد السيولة الكلية و بالتالي تصبح كل الشروط اللازمة لوقوع انقلاب حاد متوفرة، و مع ذلك نجد بأن المتعاملين الاقتصاديين لا يأخذون ذلك بعين الاعتبار نظرا لتمسكهم بفكرة استمرار البنوك المركزية في حماية الاستقرار.

د - انخفاض أسعار الفائدة على المدى الطويل: أدى كل من انخفاض نسبة التضخم و تقلباتها و انخفاض علاوات المخاطر إلى تولد خلل آخر على مستوى الاقتصاد الكلي ألا و هو انخفاض أسعار الفائدة على المدى الطويل.

¹ Disponible sur: http://www.memoireonline.com/07/09/2270/m_Crises-financieres-Cas-de-la-crise-des-subprimes-200710.html (Consulté 22/11/2014)

لقد روفق انخفاض أسعار الفائدة بانخفاض حجم القروض الممنوحة في عديد من الدول و بإتباع مجموعة من الدول لسياسات التحكم في العجز العام (خاصة دول أوروبا)، و قد حاولت الولايات المتحدة الأمريكية الحد من هذا الانخفاض عبر تشديد سياستها النقدية إلا أنها لم تفلح في ذلك.

تميزت هذه الفترة بما يعرف بـ "لغز ألان غريسبان" Conundrum d'Alain Greenspan حيث بالرغم من تبني هذا الأخير لسلسلة من الزيادات في معدل فائدة الخزينة الأمريكية بقيت معدلات الفائدة الأمريكية على المدى الطويل في مستويات منخفضة. لقد أدى هذا الجمود على المدى الطويل في أسعار الفائدة الأمريكية إلى ظهور حالة القلق لدى العديد من المحللين، حيث أن انقلاب منحنى أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية يعتبر أحد المؤشرات الدالة على وجود تباطؤ اقتصادي.

توجد العديد من التفسيرات لشرح هذه الظاهرة التي يمكن أن نرجعها لعدة عوامل: العولمة و المنافسة (كعوامل مفسرة لانخفاض معدل التضخم على المستوى العالمي)، شراء البنوك المركزية الآسيوية لأوراق مالية عمومية، المصدقية، و بدرجة أقل انخفاض الطلب الاستثماري على المستوى العالمي.¹

هـ - توسع القروض في سياق غير تضخمي: من بين العوامل الأخرى التي ساهمت في تنامي حالة عدم الاستقرار على مستوى الاقتصاد الكلي نجد توسع عملية الإقراض في سياق غير تضخمي، و نقصد بذلك عدم انعكاس الوفرة الكبيرة في السيولة على أسعار الفائدة، و يرجع ذلك إلى عدة عوامل:

- عدم استغلال وسائل الإنتاج بطريقة كاملة؛
 - تأثير الدول الناشئة صاحبة الأجرور المنخفضة على الأسعار و هذا بالرغم من ارتفاع أسعار المواد الأولية (بترو، معادن، مواد أولية أساسية)؛
 - معانات الدول المتقدمة من آثار تباطؤ النمو المسجل عام 2003.
- أدى انخفاض أسعار الفائدة و علاوات المخاطر منذ عام 2002 إلى تشجيع العمليات ذات الأثر الإقراضي الكبير، و لم تكن البنوك التجارية وحدها المسؤولة عن هذه الزيادة في عملية الإقراض حيث تساهم كل من صناديق الاحتياط (Hedge funds) و أموال الأسهم الخاصة (Private Equity) في ذلك.

سجلت كل من المؤسسات الأوروبية و المؤسسات الأمريكية ارتفاعا في عملية الاقتراض إلا أن ما يميز بينهما هو نوعية الاقتراض، فالأولى تعتمد على المديونية بينما الثانية تعتمد على شراء الأسهم.

و - ارتفاع في أسعار الأصول المالية: يعتبر ارتفاع أسعار الأصول المالية أحد الإختلالات التي سجلت على مستوى الاقتصاد الكلي و التي لعبت دورا أساسيا في ظهور الأزمة المالية العالمية، حيث أنه و بالرغم من عدم تأثير الوفرة الكبيرة في السيولة على أسعار السلع و الخدمات إلا أنها أثرت على أسعار الأصول المالية.

¹ John Mauldin, *The Greenspan Conundrum*, Millennium Wave Advisors, 29May2005

Disponible sur: <http://www.news.goldseek.com/MillenniumWaveAdvisors/1117375200.php>
(Consulté 21/11/2014)

تقوم المؤسسات المالية على غرار الدول في ظل تيقنها بوجود فرص استثمار مربحة في الدول الناشئة بإدارة إصداراتها من الأوراق المالية و بشراء أوراق مالية أخرى بهدف الرفع من عائدات رؤوس أموالها الخاصة، و تراقب عملية إصدار السندات من طرف وكالات التقييم التي تتفحص عن قرب درجة مخاطرة المؤسسات و من طرف أيضا المساهمين الذين لا يتخوفون عادة من اتساع عملية الإقراض، و بالتالي فإنه ليس بغريب أن تنتج مؤشرات البورصة في العالم نحو الارتفاع، لاسيما في الدول الناشئة.

لقد تخوف العديد من الاقتصاديين منذ عام 2003 أمثال "كيس" و "شيلر" Case et Shiller من نشوء فقاعة مضاربة¹، إلا أن هذا الموقف (سوند من طرف الاقتصادي "بول كروغمان" Paul Krugman) لم يحظ بمساندة الجميع.

لقد بينت غالبية الدراسات الصادرة عام 2004 من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) بأن ارتفاع أسعار العقارات مبرر بتطور الأساسيات (بالخصوص النمو الديموغرافي). يؤدي ارتفاع أسعار العقارات إلى الضغط على السياسة النقدية حيث أن إتباع أسعار فائدة منخفضة سيبقي على إمكانية الحصول على السكنات، كما انعكس ارتفاع أسعار الأصول المالية على الاستهلاك و ترجم بارتفاع التفاؤل المبشر للنمو: يسمى هذا التأثير بأثر الثروة (Effet de richesse)².

3-1-2-2- إختلالات على مستوى الاقتصاد الجزئي

بالإضافة إلى الأوضاع غير المستقرة على مستوى الاقتصاد الكلي التي ذكرناها فيما سبق، ساهمت عدة إختلالات على مستوى الاقتصاد الجزئي في ظهور الأزمة المالية و يمكن أن نرجع هذه الإختلالات إلى العوامل التالية:

أ- **ضرورة تحقيق العائد:** اضطر الوسطاء الماليون بعد انهيار مؤشرات البورصة الأمريكية ابتداءً من عام 2000 إلى البحث عن استثمارات جديدة سعياً إلى تحقيق عوائد مرتفعة و إرضاء الزبائن. عادة ما يتجه المستثمرون إلى أسواق السندات عندما تكون أسواق الأسهم غير مربحة (نشير إلى أن الإختلالات على مستوى الاقتصاد الكلي التي تعرضنا لها مسبقاً قد أبقت على المعدلات الحقيقية في مستويات منخفضة جداً).

اضطرت البنوك التجارية قصد مواجهة مشروطة العائد التي قويت عبر منافسة وسطاء ماليين جدد إلى إتباع إستراتيجيتين رئيسيتين، تقضي الأولى برفع حجم معاملاتها من خلال تلبين القيود المفروضة على منح القروض، بينما تقضي الثانية بتركيز البنوك على جانب الابتكار.

¹ K.E Case et R.J Shiller, **Is There a Bubble in the Housing Market? An Analysis**, Brookings Papers on Economic Activity, vol.2, 2003, p.p.299-304

² Thierry Pouch, **La politique économique: mondialisation et mutations**, Edition l'Harmattan, Paris, 2006, p.p.294.295

ب- تليين شروط الإقراض: يتميز نشاط البنوك في مجال منح القروض بالدورية حيث تقل القيود لما تكون الأوضاع السائدة جيدة و تتشدد في حالة انقلاب هذه الأوضاع، و قد لاحظنا هذه الظاهرة بصفة واضحة في أزمة القروض العقارية عالية المخاطر و تؤكد ذلك العديد من الدراسات الحديثة. يطلق اسم الـ subprimes على القروض العقارية الممنوحة إلى مقترضين يتميزون بخطورة عالية، على عكس ذلك فإن اسم قروض الـ Primes يطلق على المقترضين أصحاب الضمانات الممتازة.

لقد تضاعف سوق القروض العقارية عالية المخاطر بحوالي 07 مرات ما بين 2001-2006 حيث انتقل من 94 مليار دولار إلى 685 مليار دولار، كما شهدت خصائص هذه القروض عدة تطورات هي الأخرى حيث نلاحظ تزايد كبير في عدد قروض المعدل المتغير و انخفاض في عدد قروض المعدل الثابت: الأولى انتقلت من 1% إلى 13% و الثانية انتقلت من 41% إلى 26% (الباقى مكون من قروض مختلطة: تكون المعدلات ثابتة خلال السنوات الأولى ثم تصبح متغيرة خلال المرحلة الأخيرة، و من قروض بالونية (Ballons): يتوقع أن يتم تسديد شطر كبير من رأس المال بعد ذلك)¹، و شهد مجموع القروض التي تخضع إلى تاريخ الدفع و قيمة القروض و مدة القرض... ارتفاعا ملحوظا، و لعل ذلك على علاقة مباشرة مع انخفاض أسعار الفائدة على السندات البنكية الحكومية (على المدى القصير و المدى الطويل)، حيث انخفضت أسعار الفائدة المعروضة على العائلات الأمريكية بين 2001 و 2004 من 9.4% إلى 6.7%، و الشيء الذي يبعث على الحيرة هو الثبات النسبي لأسعار الفائدة على القروض العقارية خلال الفترة 2005-2006 بالرغم من ارتفاع سعر الفائدة على السندات الحكومية.

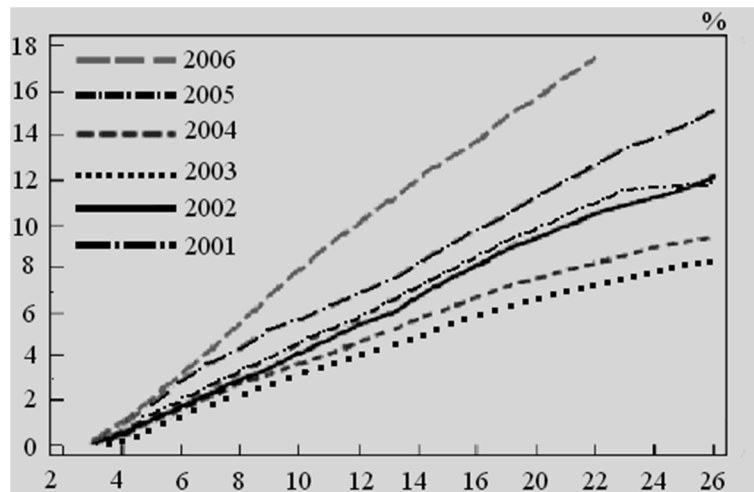
تمكن كل من "ديميانوسك" و "فنهمرت" Demyansk et Vanhemert انطلاقا من قاعدة بيانات (Loan performance) التي تغطي أكثر من نصف القروض العقارية عالية المخاطر الممنوحة في الولايات المتحدة أن يبيننا بأن نوعية القروض أخذت في التدهور بشكل منتظم بين 2001 و 2006.² يمثل الشكل رقم (32) نسبة القروض غير المسددة مرتبة تبعا لسنة الإصدار: نجد على اليسار نسب عدم التسديد الحقيقية و نجد على اليمين نسب عدم التسديد المصححة بعد الأخذ في عين الاعتبار الأوضاع على مستوى الاقتصاد الكلي (تغير سعر العقار و معدلات الفائدة... الخ)، و خصائص القروض (النسبة بين قيمة القرض و الدخل... الخ).

تسمح لنا المقارنة بينهما بالقول بأن عام 2001 كان الأسوأ بعد عام 2006 من حيث عدم تسديد القروض العقارية عالية المخاطر، و تبرر هذه النسبة المرتفعة بالوضع الاقتصادي السائد، حيث كانت عدة ظروف مجتمعة: ارتفاع أسعار الفائدة، تقييم ضعيف لأسعار العقارات... الخ.

¹ Patrick Artus et autres, Op.Cit, p.p.27.28

² Y.Demyanyk et O.Van Hemert, Understanding the Subprime Mortgage Crisis, Working Paper, 2008

الشكل رقم (32): تطور نسبة القروض غير المسددة (2001-2006)



Source: First American Loan Performance Database et Demyanyk et van Hemert (2008)

بأخذ بعين الاعتبار العوامل السابقة نجد بأن نسبة عدم التسديد المصححة موجودة في مستوى ضعيف نسبيا، كما يتضح لنا أيضا بأن كل الأجزاء قد عرفت ارتفاعا في نسبة عدم التسديد، حيث مست كل من قروض المعدلات الثابتة و قروض المعدلات المتغيرة. نلاحظ في النهاية انخفاضا كبيرا في الفارق الموجود بين أسعار الفائدة سواء بالنسبة للقروض العقارية عالية المخاطر أو القروض العقارية الجيدة خصوصا خلال الفترة 2004-2001 و التي تتوافق مع الفترة التي عرفت أكبر تزايد في القروض العقارية عالية المخاطر، و بما أن هذا الانخفاض أكبر من الذي عرفتته سندات المؤسسات فإنه لا يمكن أن نرجعه إلى عامل انخفاض تجنب المخاطر لوحده.¹

3-2-1-3 - القيام بممارسات مالية عالية الخطورة

إلى جانب مختلف الإختلالات المسجلة على مستوى كل من الاقتصاد الكلي و الجزئي، ساهمت الممارسات المالية العالية الخطورة هي الأخرى في ظهور هذه الأزمة المالية، و قد نتج ذلك أساسا بسبب التحرير المالي و الابتكارات المالية. لقد تم التمييز بين ثلاثة عوامل أساسية ساهمت في تنامي الممارسات المالية عالية الخطورة و قد جاءت كالآتي:

أ- تسويق كبير للقروض الخطيرة: عادة ما تقوم البنوك برفع رؤوس أموالها الخاصة عند قيامها بزيادة حجم القروض، إذ يعتبر هذا الإجراء أحد الركائز الرئيسية لرقابة النظام البنكي، إلا أن ما لوحظ خلال السنوات الأخيرة هو توقف هذا الميكانيزم عن العمل ما جعل المؤسسات المالية تتأقلم مع هذا الوضع من خلال ابتكارها لأساليب توريق جديدة.

يعتبر التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها لأحد المؤسسات المالية البنكية و غير البنكية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية (غير القابلة للتداول و المضمونة بأصول) إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص: تسمى في هذه الحالة بشركة التوريق (Special purpose)

¹ Patrick Artus et autres, Op.Cit, p.33

(véhicule ou SVP) بهدف إصدار أوراق مالية جديدة في مقابل أن تكون هذه الأوراق قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

تسمح عملية التوريق للبنوك بنقل مخاطر القروض حيث أن المتعامل البنكي أو المالي الذي يتخلى عن القروض التي هو منتج لها يستطيع أن يواصل عملياته مع المحافظة على سلامة أرصده الخاصة.

بعد اندلاع الأزمة بحوالي سنة وجدت كل من Freddie Mac و Fannie Mae نفسها وسط أزمة ثقة كبيرة مما دفع بالخرينة الأمريكية إلى عرض برنامج إنقاذ بقيمة 25 مليار دولار لمساعدتهما. تتعلق عملية التوريق خصوصا بالقروض العقارية (نتكلم هنا عن السندات المدعومة بالرهن العقاري Mortgage Backed Securities: MBS)، إلا أنه سرعان ما ظهرت أنواع جديدة من القروض استعملت للتدعيم كقروض السيارات، قروض الطلبة... الخ (نتكلم هنا عن الأوراق المالية المدعومة بالأصول Asset Backed Securities: ABS). لقد قام المهندسون الماليون و كما كان الحال في السابق بالنسبة إلى المشتقات بصفة عامة بتقديم منتجات جديدة و أكثر تطورا من مشتقات القروض السابقة.¹

تهدف القروض العقارية عالية المخاطر إلى تمكين فئة معينة من الزبائن من الوصول إلى التملك، و تتميز هذه الفئة بأنها عاجزة عن الحصول على قروض تقليدية نظرا لعدم قدرتها على التسديد أو بسبب ماضيها السيئ في مجال التسديد. و عادة ما يواجه طلب الحصول على قروض من أفراد يتمتعون بدخل منخفض أو خطر قرض مرتفع أو غير معروف (خاصة لما ينتمي هؤلاء الأفراد إلى أقليات عرقية) بالرفض، و لقد تم إقصاء هذه الفئة من سوق القروض بسبب الخطر الذي تمثله. قرر الكونغرس الأمريكي عام 1977 وضع حد لهذا الإقصاء و صوت على تشريع الـ Community Act Reinvestment الذي يندرج ضمن مجموعة الإجراءات الهادفة إلى إلغاء الفوارق الموجودة في عملية الاقتراض، و قد شدد هذا التشريع عام 1995 ثم مرة أخرى في عام 2000.

يشترط التشريع السابق على بعض البنوك و مؤسسات الإيداع الأخرى بأن توافق على طلبات الاقتراض لكامل الأفراد، و يتم تقييم مدى تنفيذ هذا الشرط بعد ذلك من فترة إلى أخرى.²

ب- تطور و تعقيد الابتكارات المالية: ساهمت الابتكارات المالية و خاصة الحديثة منها في تنامي الممارسات المالية عالية الخطورة و هذا بالرغم من تواجد توافق بين الاقتصاديين على الاعتراف بإيجابيات الابتكارات المالية (مثلا: "شيلر"³ و "ستيلز"⁴ Shiller, Stulz)، و يرى أصحاب هذا الاعتقاد بأن الابتكارات المالية تسمح بتخفيض تكلفة الصفقات و بمرونة أكبر للمعاملات المالية، إذ

¹ Abdelkader Beltas, **la titrisation**, Edition Légende, Alger, 2007, p.p.45-49

² OCDE, **L'entreprenariat et le développement économique local: quels programmes et quelles politiques**, Publication de l'OCDE, Paris, 2003, p186

³ R.J Shiller, **The New Financial Order: Risk In The 21st Century**, Princeton University Press, 2004

⁴ RStulz, **Should We Fear Derivatives?**, NBER Working Paper, N°10574, 2004

يرى هؤلاء بأن الابتكارات تساهم في كفاءة الأسواق عن طريق تحسين عملية التعرف على الأسعار و السماح بتوزيع أحسن للمخاطر.

تعد تقنية التوريق أحد أوجه الابتكارات المالية التي لعبت دورا كبيرا في أزمة القروض العقارية عالية المخاطر، إلا أن إعادة النظر في هذه التقنية أمر غير مطروح.

يمكن الإشارة إلى أهم الجوانب السلبية للتعقيد الكبير على مستوى الابتكارات المالية فيما يلي:

- **الأثر السلبي على حماية المقرضين و المقترضين:** لقد كان أثر تعقيد المنتجات المالية الجديدة أثناء اندلاع أزمة القروض العقارية عالية المخاطر واضحا على مستوى المستعملين النهائيين، أي الجهة المصدرة للقروض العقارية و المدخرين من جهة أخرى، و قد نتج رفع حجم القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية أساسا عن رفع حجم القروض الممنوحة إلى العائلات الهشة اقتصاديا، كما عرفت عقود هذه القروض خلال نفس المرحلة زيادة واضحة في تعقيدها هي الأخرى خاصة القروض ذات معدل الفائدة المتغير و القروض ذات معدل الفائدة المختلط.

لقد وجد العديد من المدخرين أنفسهم في وضعية صعبة بسبب تعقد المنتجات المالية الجديدة و هو ما دفع بالبنوك إلى الاقتراح على زبائنها (أفراد و مؤسسات) مجموعة من الأصول المالية (OPCVM) التي توصف بالديناميكية و الديناميكية (+).

- **ظهور أنواع جديدة من المخاطر:** لا يعد تعقيد المنتجات المالية الجديدة مجرد مشكل كفاءة فهو لا يمس سوى المستعملين النهائيين، و لقد أدخل هذا التعقيد نوعين جديدين من المخاطر ألا و هما خطر التشغيل وخطر النموذج. تُعرف لجنة بازل خطر التشغيل بأنه "خطر الخسارة المتأتي من النظام الداخلي غير المناسب أو الفاشل، أو من أفراد، أو أنظمة، أو أحداث خارجية"، و يغطي التعريف السابق كل من أخطاء الإنسان، نشاطات الغش، أخطاء الأنظمة التجارية، المشاكل المتعلقة بتسيير العمال، المنازعات التجارية، الكوارث، الحرائق، الفيضانات... الخ (تستبعد كل الأخطار الإستراتيجية و أخطاء السمعة)، و هذا ما يجعل مجال تطبيقه جد واسع.¹

ترفع المنتجات المالية الجديدة من خطر التشغيل من خلال تأثيرها على سياسة الاقتراض التي تسمح بها هذه المنتجات، حيث تسمح هذه الأخيرة بالقيام بمخاطرة كبيرة مع وجود أرصدة خاصة جد محدودة، و تؤدي الممارسات المالية السابقة الذكر إلى مضاعفة آثار حدوث خلل في النظام أو وقوع عملية غش و أحسن مثال على ذلك إفلاس بنك "بارينغس" La Barings عام 1994، أو خسارة سويسيتي جنيرال لـ 5 مليارات دولار عام 2008.²

¹ Patrick Artus et autres, Op.Cit, p.48, p.49

² Timesonline, Jerome Kerviel named in €5bn bank trading fraud, 24January2008

Disponible sur:

http://www.business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article3242996.ece

قد يؤدي ارتفاع درجة تعقيد المنتجات المالية إلى رفع مستوى خطر التشغيل من خلال ارتفاع حالات الغش أو الخطأ التي ترافق زيادة درجة التعقيد، و عادة ما يتبع خطر التشغيل بظهور خطر النموذج الذي يتمثل في استعمال نموذج غير ملائم أو غير متخصص، و يحدث ذلك عادة بسبب استخدام هذا النموذج في تقييم أسعار المنتجات المشتقة لاحتمالات تسديد المقترضين أو لمعايير إستراتيجية معينة.

يرى بعض المختصين في الأسواق المالية بأن خطر النموذج يكمن في مشكلة الكفاءة لا غير، إذ يرجع هؤلاء أزمة صيف 2007 إلى وقوع إختلالات في الاقتصاد الحقيقي و بالخصوص الإفراط في منح قروض عقارية إلى فئات معروفة بضعف ملاءتها المالية. لقد تبع هذا الاختلال بتصرفات غير مسؤولة من طرف بعض المتعاملين و بجهل كبير لعملية التوريق و ما قد تسفر عنه. يرى هؤلاء المختصين بأنه لا يجب الربط بين الابتكارات المالية و بين الأزمات المالية.

يمكن أن ترجع بعض الخسائر الناتجة عن استعمال منتجات مالية معقدة إلى غياب الخبرة و إلى الغش حيث يمكن أن نذكر بعض الحالات الشهيرة التي يتحمل فيها فرد انتهازي المسؤولية الكاملة للأزمة:

- "روبرت سيترون" في قضية الـ كومتي أرنج (Comté d'orange)؛
- "جيروم كرفيال" في قضية الـ سوسيتي جينيرال (Société générale)؛
- و مؤخرا "برنارد مادوف" في بورصة وال ستريت.¹

بالرغم من أن السنوات الأخيرة قد عرفت تحسنا في إجراءات الرقابة الداخلية و الإشراف إلا أنه لا يجب التفاؤل كثيرا، فكما هو الحال في ميادين أخرى فإن خطأ الصفر غير موجود حيث أن التخلص من عمليات الغش أمر صعب جدا.

يعتبر عامل نقص الكفاءة أو الخبرة مبرر غير كاف وهو ما يبينه الإفلاس شبه الكلي لصندوق الـ LTCM عام 1998 و هذا بالرغم من أن هذا الصندوق كان يضم فريق أحلام متكون من حائزين على جائزة نوبل للاقتصاد أولهما: "روبرت مرتون" و "ميرون سكولز"، و من نائب رئيس الخزينة الأمريكية السابق "دافيد ميلينس" و من مجموعة من الاقتصاديين البارزين.*

- **مشكل التحفيظات و التعويضات:** ستؤدي أزمة القروض العقارية عالية المخاطر لا محالة إلى العودة إلى منتجات و هياكل مالية بسيطة و أكثر شفافية خاصة و أن هذه الأزمة قد رفعت الستار على العديد من الخسائر الناتجة عن الابتكارات المالية، كما أصبحت الشعارات داخل العديد من

¹ Le Point.fr, **Bernard Madoff, ancien patron du Nasdaq, accusé d'une gigantesque fraude**, 12/12/2008
Disponible sur:
<http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2008-12-12/bernard-madoff-ancien-patron-du-nasdaq-accuse-d-une-gigantesque/916/0/299530> (Consulté 25/11/2014)

* للمزيد من التفاصيل راجع:

http://www.lexinter.net/JF/faillite_de_Itcm.htm

المؤسسات المالية و بعد سنوات عديدة من التطورات و الابتكارات تطالب بالانتقال نحو البساطة أو العودة إلى القواعد، إلا أنه متوقع بأن تكون هذه التوجهات مؤقتة فقط.

تعد إعادة النظر في تنظيم المؤسسات المالية أحد الطرق الممكنة التي قد تسمح بتقليص الآثار السلبية الناتجة عن تطور المنتجات المالية، و هذا بالرغم من أن هذه العملية خارجة عن صلاحية السلطات العمومية و تعد من شأن التنظيم الذاتي. طرح العديد من الباحثين عدة اقتراحات في هذا الميدان، إذ يرى البعض منهم بأن الحماية من الإفراط و من الأزمات المالية تتوقف على تحسيس كل المتعاملين المعنيين بنفسية الخطر و اتخاذ القرار، و هذا من خلال إعادة النظر في طرق التعويض من أجل الحد من المكافآت الفردية (عن طريق الحد من ثقافة البطل و تشجيع العمل الجماعي).

بلغت حصيلة المنح الموزعة في نهاية 2006 رقما قياسيا حيث تم توزيع 24 مليار دولار من طرف الخمس بنوك الرئيسية في وال ستريت، نال منها "ليود بلانكفين" 53.4 مليون دولار في بنك "غولدمان ساش"، و "جون ماك" 40 مليون دولار في بنك "مورغان ستانلي"، و "ريتشارد فولد" 11 مليون دولار في "بنك ليمان برادرز". بالرغم من تسجيل ثلاثي أخير كارثي في عام 2007 لغالبية البنوك (باستثناء غولدمان ساش) إلا أن منح نهاية السنة ارتفعت لتصل إلى مستوى 65 مليار دولار، حيث حطم "ليود بلانكفين" رقمه القياسي حين حصل على 68 مليون دولار، بينما نال "ريسارد فولد" 35 مليون دولار.¹ يرى "جوزيف ستيغليتز" بأن نظام المنح ساهم بطريقة فعالة في أزمة 2008، و هذا نظرا لأنه يشجع المخاطرة: "يحصل المتعاملون الماليون على منح ضخمة عندما تكون الأمور على ما يرام، لكن عندما لا تكون الأمور على ما يرام كما هو الحال الآن فإنهم لا يتحملون أي خسارة".

يقترح "ستيغليتز" من أجل معالجة هذا الخلل و الناتج عن المخاطر المعنوية ضرورة تجميد توزيع المنح خلال مدة عشر سنوات و التي ستعوض فيها الأرباح المحققة الخسائر المحتملة.²

ج- الابتكارات المالية و التوزيع التام للمخاطر

يعتبر هذا العامل من بين العوامل الأساسية التي ساهمت في تنامي الممارسات المالية عالية الخطورة خلال الفترة الأخيرة، إذ تؤدي عملية تسويق القروض نظريا إلى الرفع من كفاءة النظام المالي بأجمله عن طريق توزيع أحسن للمخاطر إلا أنه عمليا نلاحظ بأن الطلب على الأصول الخطيرة يزداد كلما مر الوقت عن تاريخ إصدارها، و بالتالي فإن حيازة أصول من طرف المتنازل/ l'Originateur بات أمر غير ضروري.

¹ Sébastien Vannerot, **La culture des bonus dans les banques américaines: «face je gagne, pile tu perds»**, Cercle Alexis de Tocqueville, 24Aout2009 (Consulté 25/11/2014)

Disponible sur: http://www.gouverner.net/go/articles/culture_bonus_banques_americaines.shtml

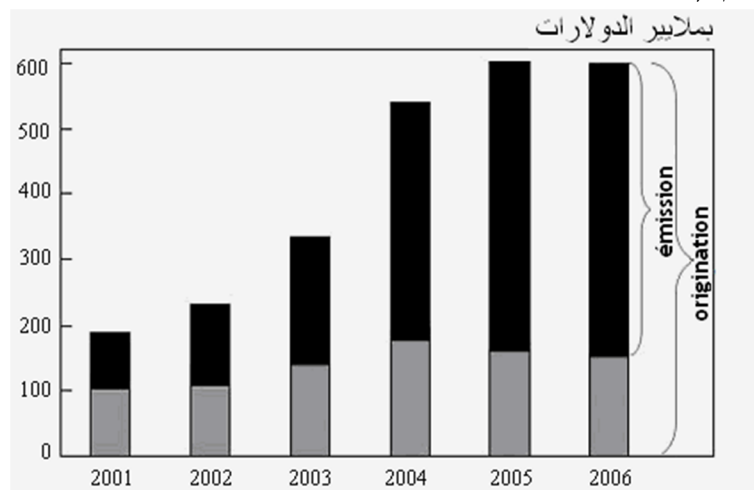
² Joseph Stiglitz, **The financial crisis is due to the system of rewards bankers**, Newspaper: The Independent, 24Mars2008 Disponible sur: <http://www.cnedlbank.be/sectbanc.html> (Consulté 26/11/2014)

إن التخلي عن هذه المخاطر و لو جزئياً سيسفر عن تركيز أقل في عملية تحليل المخاطر و كذلك في متابعتها، و هو ما سيؤدي في الأخير إلى ارتفاع في حجم القروض داخل النظام المالي. يتبع ارتفاع حجم القروض بتقهقر في نوعية هذه القروض ثم بانخفاض في الأرصدة الخاصة للبنوك الضامنة لها و في النهاية بارتفاع مستوى الخطر الذي يواجهه الزبون عند شرائه للأوراق. تجمع عملية التوريق بين العديد من المتعاملين و تؤدي إلى عمليات شديدة التعقيد و تسفر عن تضارب كبير في المصالح بين المقترضين، المتنازل/L'originateur، مؤسسة التسيير/ L'arrangeur، المتعامل الدافع، وكالات التنقيط، السلطات التنظيمية، المستثمرين... الخ. قام كل من "أشكرا فت" و "شورمان" (2007) بوضع قائمة لمختلف أسباب التضارب في المصالح حيث كانت سبعة منها على الأقل ناتجة عن مشاكل متعلقة بمخاطر معنوية أو عن اختيارات خاطئة (moral ou sélection adverse Aléa).

عادة ما تدعم القروض الجيدة (ذات خطر عدم تسديد ضعيف) عملية التوريق من أجل الحد من المشاكل المتعلقة بعدم تماثل المعلومة إلا أنه و مؤخراً لاحظنا مساس عملية التوريق لنسبة كبيرة من القروض العقارية عالية المخاطر.¹

يوضح الشكل رقم (33) الارتفاع الكبير في حجم القروض العقارية عالية المخاطر و بالخصوص ارتفاع حجم القروض المورقة منها حيث قاربت الـ 50% عام 2001، فبعد أن قاربت الـ 50% عام 2001 اتجهت بعد ذلك نحو الارتفاع بفعل المنافسة الشديدة الناتجة عن انخفاض أسعار الفائدة لتصل إلى 75% عام 2006.

الشكل رقم (33): تطور توريق قروض الـ Subprimes (2006-2001)



Source: www.la-revanche-des-ses.fr/CoursCAEsubprime.doc

¹ A Ashcraft et T Schuermann, **Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit**, Working Paper, Federal Reserve Bank of New York, 2007

أسفرت عملية التوريق الواسعة و تعقيد بعض المنتجات عن تضخيم المشاكل المترتبة عن عدم تماثل المعلومة و تظهر هذه المشاكل خاصة بين المتنازل/L'originateur و المستثمر، حيث أن الأول يملك معلومات أكبر على نوعية القرض من الثاني (نشير إلى أن هذه المشاكل كانت مطروحة قبل أن تنفجر الأزمة لكن الجميع كان يظن بأنه يملك الإجابة عليها).

يرى كل من "غنتر فرانك" و "جان كراهنن" (2006)¹ بأن عملية التوريق و من خلال تمكين البنوك من نقل جزء من مخاطرها ستسمح بتشجيع هذه الأخيرة على المزيد من المخاطرة، و بالتالي تقوم عملية التوريق بمضاعفة المخاطر.

يمكن القول في الأخير بأن الوضع على مستوى الاقتصاد الكلي مقارب إلى حد بعيد للعرض المقدم من طرف "كلوديو بوريو" الخاص بمفارقة المصادقية (Paradoxe de crédibilité)، و قد تكون مصادقية التزام البنوك المركزية بمحاربة التضخم سلاح ذو حدين، فمن جهة قد تقوي هذه المصادقية من العوامل الهيكلية التي من شأنها أن تحد من التضخم، و من جهة أخرى أصبحت توقعات التضخم مرتبطة أكثر بأهداف البنك المركزي ما يؤدي إلى تسارع في التضخم بسبب تتابع فترات التوسع.²

تعني هذه المفارقة المتعلقة بالمصادقية بأن البنك المركزي يكون ضحية لنجاحاته حيث يؤدي التحكم في التضخم إلى تغيرات في ديناميكية النظام ما يؤدي إلى إخفاء الأخطار التي تواجه الاقتصاد.

من جهة أخرى و على مستوى الاقتصاد الجزئي فإن كل عوامل الأزمة متوفرة حيث لدينا أمواج من القروض الممنوحة إلى أفراد يتمتعون بهشاشة مالية عالية، و كذلك هياكل جد معقدة لهذه القروض (عبر ثلاثي : التنظيم - الهيكلية - التوزيع) تسمح بتمويل فقاعة الأصول و إخفاء المخاطر.

ساهمت جملة من العوامل في ظهور الأزمة المالية 2007-2008 التي أدخلت اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية و عدة دول أخرى في حالة ركود اقتصادي، تم تقسيم هذه العوامل إلى مجموعتين رئيسيتين، ضمت المجموعة الأولى مختلف الاختلالات المسجلة على مستوى الاقتصاد الكلي كالوفرة الكبيرة في السيولة، انخفاض عام في علاوات المخاطر، انخفاض أسعار الفائدة على المدى الطويل، ارتفاع أسعار الأصول المالية... الخ، و قد ضمت المجموعة الثانية الاختلالات المسجلة على مستوى الاقتصاد الجزئي كضرورة تحقيق العائد، تلبين شروط الإقراض، إلى جانب الاختلالات السابق ذكرها، كما ساهمت الممارسات المالية عالية المخاطر التي نتجت عن تفاعل عدة عوامل كالمضاربة و التوريق في تأجيج هذه الأزمة.

مرت الأزمة المالية 2007-2008 بعدة محطات رئيسية بدءاً من اندلاعها في سوق الرهن العقاري الأمريكي و وصولاً إلى انتقال عدوى هذه الأزمة إلى عدد كبير من دول العالم.

¹ G Franke et J.P Krahenen, **Default Risk Sharing between Banks and Markets: The Contribution of Collateralized Debt Obligations in The Risks of Financial Institutions**, University of Chicago Press, 2006, p.p.603-631

² Marie-Eve Joël et Jérôme Wittwer, **Economie du vieillissement: âge et emploi**, Edition l'Harmattan, Tome1, Paris, 2005, p.192

3-2- التسلسل الزمني و عدوى الأزمة المالية 2007-2008

اندلعت الأزمة المالية العالمية في سوق القروض العقارية الأمريكي لكنها سرعان ما انتقلت إلى أسواق قروض العائلات الأمريكية الأخرى، حيث استغلت العائلات ضمانات ممتلكاتها العقارية للحصول على المزيد من القروض (قروض استهلاكية، قروض خاصة، قروض للطلبة... الخ)، و قد عرفت الأزمة تحولا جديدا في سبتمبر 2008 حيث تحولت إلى أزمة نظامية بعد أن اتضح بأن عدد كبير من البنوك الأمريكية و الأوروبية لا يملك الموارد اللازمة لمواجهة الخسائر المرتبطة بالديون غير المسددة. عرفت السوق التي تتداول فيها الأصول على المدى القصير (أوراق تجارية تصدرها البنوك لتمويل ديونها الخاصة) توقف عن العمل. أدى توقف حركة النقود المقرضة على المدى القصير التي كانت في قلب العولمة المالية إلى تسجيل جمود كبير داخل الأسواق المالية و معاناة غالبية البنوك من أزمة انكماش السيولة و تعميم الأزمة إلى كل الشبكات البنكية العالمية.

4-2-1- التسلسل الزمني للأزمة المالية 2007-2008

بعد أن ظهرت بشكل واضح بوادر الأزمة عام 2007 في قطاع الرهن العقاري الأمريكي، عرفت هذه الأخير تحولا جديدا في سبتمبر 2008 أين تحولت إلى أزمة نظامية و هذا لما اتضح بأن عدد كبير من البنوك الأمريكية و الأوروبية لا يملك رأس المال الكافي لمواجهة الخسائر المرتبطة بالديون غير المسددة حيث أكد الإفلاس الفعلي للبنك الأمريكي Lehman Brothers يوم 15 سبتمبر 2008 هذه المخاوف، إذ سجل ابتداءً من هذا التاريخ تغير في طبيعة الأزمة نتيجة توقف عمل السوق الذي تتبادل فيه الأصول على المدى القصير (أوراق تجارية تصدرها البنوك لتمويل ديونها الخاصة). لقد توقفت حركة النقود المقرضة على المدى القصير و التي كانت في قلب العولمة المالية، و هو ما أدى إلى جمود كبير داخل الأسواق المالية و معاناة كل البنوك العالمية من أزمة انكماش في السيولة و في نفس الوقت إلى تعميم الأزمة على كل الشبكات البنكية العالمية.

أدى تفاعل كل من انكماش السيولة و توتر السوق العقاري الأمريكي إلى انتقال الأزمة المالية إلى معظم الدول الأمريكية و الأوروبية و هو الأمر الذي جرهم نحو الانكماش، و في نفس الوقت أدى امتناع البنوك عن الإقراض على المدى القصير إلى حرمان البنوك في الدول الناشئة من مصدر تمويلها الرئيسي.¹

تمثل الأحداث التالية أهم المحطات التي شهدتها الأزمة المالية بداية بعام 2007 وصولا إلى عام 2009:

3-2-1-1- بوادر الأزمة (عام 2007)

أ- التسلسل الزمني لتطورات الأزمة خلال عام 2007: تم تلخيص الأحداث البارزة التي شهدتها الأزمة المالية خلال هذه السنة في النقاط التالية:

¹ Michel Aglietta, *la crise*, Edition Michalon, Paris, 2008, p.p.45-47

● 8 فيفري 2007:

- عجز عدد كبير من المقترضين في الولايات المتحدة عن تسديد أقساط قروضهم العقارية (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد)؛
- قيام بنك HSBC بزيادة احتياطياته الموجهة إلى الحقوق العقارية المشكوك فيها إلى 10 مليارات دولار.

● 2 أبريل 2007:

- إفلاس المؤسسة المالية New Century والتي تعتبر الرقم اثنين في قروض الـ Subprimes الأمريكية¹.

● 20 جوان 2007:

- محاولة البنك التجاري الأمريكي Bear Stearns إنقاذ اثنين من صناديقه الاحتياطية و المرتبطة بصفة غير مباشرة بقروض الـ Subprimes (لم تنجح هذه العملية حيث بعد مرور شهر من محاولة الإنقاذ أصبحت قيمة الصندوقين معدومة).

● إلى غاية نهاية جويلية:

- شهدت هذه الفترة تطور الأزمة حيث شهدت مؤشرات البورصات العالمية تذبذبا كبيرا. (يمكن على سبيل المثال أن نذكر تسجيل مؤشر داو جونز في 19 جويلية رقما قياسيا حيث بلغ 14000 نقطة ثم تسجيله أسبوع بعد ذلك لانخفاض بـ 2,26% أحد أكبر الانخفاضات خلال السنة، مواجهة البنك الألماني IKB لعدة صعوبات)².

● 1 أوت 2007:

- عجز مؤسسة American Home Mortgage التمويلية و المتخصصة في القروض العقارية عن إكمال إجراءات التصفية و هذا بعد تسريحها لأكثر من نصف عدد العمال (لقد كانت المؤسسة ضحية لانهيال السوق العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية و هو ما باغث عدد كبير من المتعاملين في قطاع الـ Subprimes).

¹ Chronologie de la crise financière, e24.fr, 13Octobre2008

Disponible sur: http://www.e24.fr/focus/crise_financiere/article1516.ece/chronologie-de-la-crise-financiere.html (Consulté 29/11/2014)

² La crise économique a la loupe, lavoixeco.com, 30Mars2009

Disponible sur:

http://www.lavoixeco.com/actualite/dossiers/A_La_Loupe/La_crise_economique/divers/2009/03/30/article_chronologie-de-la-crise.shtml (Consulté 29/11/2014)

6 أوت 2007:

- إعلان مؤسسة American Home Mortgage التمويلية و المتخصصة في القروض العقارية عن إتباعها لإجراءات التصفية و هذا بعد تسريحها لأكثر من نصف العمال. كانت المؤسسة ضحية لانهايار السوق العقاري في الولايات المتحدة.¹

9 أوت 2007:

- انهيار مؤشرات البورصة العالمية أمام التخوف من اتساع الأزمة؛
- تدخل البنك المركزي الأوربي (BCE) و بنك انجلترا و البنك الوطني السويسري من أجل كبح انهيار مؤشرات البورصة؛

- قيام البنك المركزي الأوربي (BCE) بضخ 95 مليار يورو في القطاع البنكي.²

10 أوت 2007:

- ضخ البنك المركزي الأوربي (BCE) لـ 61 مليار يورو إضافية.

13 أوت 2007:

- قيام البنك المركزي الأوربي (BCE) بضخ 47,7 مليار يورو في القطاع البنكي؛
- قيام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) و بنك اليابان بإجراءات مماثلة؛
- إعلان بنك Goldman Sachs عن نيته بضخ 3 مليارات دولار في أحد صناديقه الاحتياطية المتأثرة بأزمة الـ Subprime.

16 أوت 2007:

- إعلان المؤسسة المالية الأسترالية RAMS عن مواجهتها لمشاكل متعلقة بانكماش السيولة.

17 أوت 2007:

- قيام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) بتخفيض معدل الفائدة الذي يقرض به إلى البنوك بنصف نقطة (5,75%) من أجل مساعدة المؤسسات التي تعاني من أزمة سيولة.³

14 سبتمبر 2007:

- منح بنك انجلترا قرض استعجالي إلى بنك Northern Rock خامس أكبر بنوك بريطانيا من أجل إنقاذه من الإفلاس (ما أدى إلى توجه آلاف المدخرين إلى البنك في وسط حالة كبيرة من الهلع، تم سحب حوالي مليار جنيه إسترليني خلال 24 ساعة).¹

¹ George Soros, *La vérité sur la crise financière*, Edition Denoel Impacts, 2008, p.12

² *La crise économique a la loupe*, lavoixeco.com, 30Mars2009

Disponible sur:

http://www.lavoixeco.com/actualite/dossiers/A_La_Loupe/La_crise_economique/divers/2009/03/30/article_chronologie-de-la-crise.shtml (Consulté 30/11/2014)

³ *Chronologie de la crise (2007-2008)*, La Documentation Française, 30Decembre2008 Disponible sur:

http://www.curiosphere.tv/ressource/21596-la-crise-financiere-2007-2008/page_url=/html/02_chronologie.cfm (Consulté 30/11/2014)

• 18 سبتمبر 2007:

- إعلان الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) عن تخفيض جديد في معدل الفائدة بنصف نقطة ليصل بذلك إلى 5.25%.

• 12 ديسمبر 2007:

- اتفاق خمس بنوك مركزية (الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED)، البنك المركزي الأوروبي (BCE)، بنك إنجلترا، بنك اليابان، البنك الوطني السويسري) على التشاور فيما بينها من أجل مواجهة أزمة السيولة.

ب- عرض تحليلي لتطورات الأزمة خلال عام 2007: من خلال متابعتنا لأهم الأحداث التي وقعت عام 2007 يمكننا القول بأن هذه السنة قد كانت بمثابة سنة اندلاع الأزمة المالية. لقد اكتشفت عامة الناس مصطلح subprimes في هذه السنة بعد أن كان هذا المصطلح مجهولاً لدى الغالبية وكتأكيد على أن سنة 2007 قد كانت تاريخ الانفجار الفعلي للأزمة، يمكننا الرجوع إلى الصحافة العالمية حيث أن مصطلح subprimes لم يذكر عام 2006 سوى في 6000 مقال بينما ذكر عام 2007 في 162000 مقال.

تميزت سنة 2007 بتراكم كبير للديون العقارية غير المسددة خاصة العالية المخاطر و هو الأمر الذي جعل البنوك التجارية و المؤسسات المالية الأخرى التي نشطت بشكل كبير في هذا القطاع تواجه صعوبات كبيرة، و جعل البعض منها يقبل على زيادة الاحتياطات الموجهة إلى تغطية الحقوق العقارية المشكوك فيها.

لم تكن البنوك التجارية الأمريكية التي استثمرت أموال كبيرة في القروض العقارية عالية المخاطر هي الوحيدة التي بدأت تعاني من مشاكل و إنما عرفت عدة بنوك و مؤسسات مالية غير أمريكية عدة مشاكل هي الأخرى، و يرجع هذا أساساً إلى كونها قد استثمرت في أصول مالية ناتجة عن عملية توريق القروض العقارية عالية المخاطر. إن ما دفع عدد كبير من البنوك التجارية و المؤسسات المالية سواء داخل الولايات المتحدة أو خارجها إلى استثمار أموال ضخمة في هذه الأصول المالية هو المردود العالي الذي تقدمه الأصول و كذلك خطورتها المحدودة نظرياً حيث منحت وكالات التقييم أعلى نقطة ممكنة لهذه الأصول و هذا بالرغم من دريتها الكاملة بخطورة هذه القروض.

إن تطلعنا لأهم الأحداث التي عرفتتها الأزمة خلال عام 2007 يجعلنا نقول بأن الستة أشهر الأولى لم تحمل أحداث كثيرة و قد اقتصر أهم المشاكل و الصعوبات على البنوك التجارية و المؤسسات المالية التي نشطت بقوة في قطاع القروض العقارية، و قد لاحظنا ذلك من خلال إفلاس بعض المؤسسات المالية في الولايات المتحدة على غرار مؤسسة New Century التي تعتبر الرقم 02 في

¹ Chronologie de la crise financière, e24.fr, 13Octobre2008

Disponible sur: http://www.e24.fr/focus/crise_financiere/article1516.ece/chronologie-de-la-crise-financiere.html (Consulté 30/11/2014)

القروض العقارية عالية المخاطر¹، كما تم تسجيل أيضا قيام بعض البنوك الأمريكية بعدة محاولات لإنقاذ بعض فروعها المرتبطة بالقروض العقارية عالية المخاطر. تقودنا العوامل السابقة إلى القول بأن النصف الأول من عام 2007 قد تميز خاصة بانتشار المخاوف و الشكوك خاصة لدى البنوك التجارية و المؤسسات المالية الأخرى التي منحت عدد كبير من القروض العقارية عالية الخطورة أو استثمرت في أصول مالية ناتجة عن توريق هذه القروض.

شهد السداسي الثاني من عام 2007 عدة تطورات و أحداث هامة حيث بدأت الأزمة تتطور مع تسجيل تذبذب كبير في مؤشرات البورصات الأمريكية و انتقال هذا التذبذب مباشرة إلى باقي الأسواق المالية العالمية الأخرى، و كمثل على ذلك تسجيل مؤشر داو جونز في تاريخ 19 جويلية لـ 14000 نقطة² ثم تسجيله أسبوع بعد ذلك لانخفاض بـ 2.26% احد أكبر الانخفاضات خلال سنة 2007. لقد روفق هذا التذبذب الكبير الذي عرفته مؤشرات الأسواق المالية العالمية بأزمة سيولة كبيرة حيث شهد شهر أوت ارتفاع معدل الفائدة الذي تقرض به البنوك فيما بينها إلى 6% في الولايات المتحدة الأمريكية و إلى 4.7% في أوربا، كما حاول كل من الاحتياطي الفدرالي الأمريكي و البنك المركزي الأوربي مواجهة هذا الشح في السيولة و إعادة بعث الثقة بين المتعاملين الاقتصاديين من خلال ضخ السيولة في القطاع المالي لكن الشيء الذي لوحظ هو أن هذه العملية قد أسفرت عن نتائج محدودة خاصة بسبب استمرار مواجهة عدة بنوك تجارية و مؤسسات مالية لصعوبات كبرى على غرار BNP Paribas و RAMS و Northern Rock و American Home Mortgage... الخ.

انتهت سنة 2007 على وقع تسجيل العديد من البنوك التجارية و المؤسسات المالية لنتائج جد سلبية و كذلك على وقع محاولات عديدة من طرف السلطات النقدية من أجل بعث الثقة في القطاع المالي و مواجهة السيولة، و لعل النقطة الايجابية الوحيدة التي شهدتها نهاية عام 2007 هي إعلان مؤسسة التأمين الأمريكية العملاقة AIG بأن أزمة القروض العقارية عالية المخاطر تحت السيطرة.

3-2-1-2-3 - تطورات الأزمة خلال عام 2008

أ - التسلسل الزمني لتطورات الأزمة خلال عام 2008:

تم تلخيص الأحداث البارزة التي شهدتها الأزمة المالية خلال هذه السنة في النقاط التالية:

● 21 جانفي 2008:

- انهيار مؤشرات البورصات العالمية حيث حكمت على البرنامج المقدم من طرف الرئيس الأمريكي جورج بوش بأنه غير كاف.

¹ Ibid

² L'IT dope le Dow Jones avec Cisco, itrmanager.com, 2Juin2009

Disponible sur: <http://www.itrmanager.com/articles/91786/it-dope-dow-jones-cisco.html> (Consulté 30/11/2014)

- 22 جانفي 2008:
 - قيام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) بتخفيض معدل الفائدة بثلاثة أرباع من النقطة ليصل إلى 3,5% (سيتم تخفيض هذا المعدل إلى 2% ما بين جانفي و أبريل).
- 17 فيفري 2008:
 - قيام الحكومة البريطانية بتأميم بنك Northern Rock.¹
- 16 مارس 2008:
 - إعلان بنك JP Morgan Chase عن استحواذ بنك Bear Stearns بسعر 226 مليون دولار و بمساعدة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED).²
- 13 جويلية 2008:
 - ارتفاع الضغط على Freddie Mac و Fannie Mae حيث عرفت أسهمها انخفاض حاد في البورصة ما أدى إلى تدخل السلطات الأمريكية لمساعدة Fannie Mae.
- 7 سبتمبر 2008:
 - إعلان الخزينة الأمريكية عبر لسان مستشارها "هنري بولس" Henry Paulson عن وضع كل من Freddie Mac و Fannie Mae تحت وصاية الحكومة من أجل تمكينها من هيكلة ماليتها (إعلان الخزينة الأمريكية عن ضمان ديون هاتين المؤسستين إلى حد 100 مليار دولار لكل واحدة).
- 10 سبتمبر 2008:
 - إعلان ثالث أكبر بنك تجاري في الولايات المتحدة الأمريكية Lehman Brothers عن تكبد خسارة بـ 309 مليار دولار خلال الثلاثي الثالث.
- 15 سبتمبر 2008:
 - بنك Lehman Brothers يوضع تحت حماية قانون الإفلاس (الفقرة 11) بعد فشل محاولات إنقاذه من طرف الاحتياطي الفدرالي لنيويورك.
- 16 سبتمبر 2008:
 - إعلان الإدارة الأمريكية والاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) عن تأميم أكبر مؤسسة تأمين عالمية ألا و هي AIG التي كانت معرضة للإفلاس.³

¹ De la crise des subprimes à la crise financière, Nouvelobs.com, 26Octobre2008
Disponible sur: <http://www.la-gauche-autrement.org/pdf/crise1.pdf> (Consulté 03/12/2014)

² Jean-Pierre Moussy, Chronologie de la crise financière 2009, 20juin2009
Disponible sur: <http://www.clesdusocial.com/telechargement/crisefinance-chrono2-2009.pdf> (Consulté 03/12/2014)

³ Chronologie de la crise financière, e24.fr, 13Octobre2008
Disponible sur: http://www.e24.fr/focus/crise_financiere/article1516.ece/chronologie-de-la-crise-financiere.html (Consulté 03/12/2014)

● 17 سبتمبر 2008:

- استمرار انخفاض مؤشرات البورصات العالمية مع استمرار محاولات البنوك المركزية الرامية إلى توفير السيولة للمؤسسات المالية.¹

● 25 سبتمبر 2008:

- إفلاس Washington Mutual أكبر صندوق ادخار في الولايات المتحدة، وشراء الأصول من طرف بنك JP Morgan.²

● 29 سبتمبر 2008:

- انهيار مؤشر بورصة وال ستريت و خسارته لـ 780 نقطة (انهيار تاريخي).

● 1 أكتوبر 2008:

- موافقة مجلس الشيوخ الأمريكي على وثيقة معدلة لبرنامج الإنعاش الاقتصادي "بولسن"، إذ تم إضافة 150 مليار كإعفاءات الضريبية. كما ينص أيضا على رفع مستوى ضمان الودائع البنكية من 100000 إلى 250000 دولار.

● 6 أكتوبر 2008:

- بورصة الكاك/40 تعيش الاثتين الأسود حيث سجلت انخفاض بـ 9.04% لتصل إلى 3711.98 نقطة.

- انخفاض بورصة لندن بـ 7.85%، ألمانيا بـ 7.07%، زوريخ بـ 6.12%، موسكو بـ 19%، داو جونز بـ 3.58%، و هو ما يدل على أن المصادقة على برنامج الإنقاذ الأمريكي لم تقنع الأسواق المالية العالمية.³

● 9 أكتوبر 2008:

- حصة كارثية أخرى في بورصة وال ستريت، الأسوأ منذ انهيار عام 1987. تسجيل مؤشر الداو جونز لخسارة بـ 7.33% ليصل إلى 8579.19 نقطة؛

- الأسواق المالية الأوروبية تسجل انخفاض هي الأخرى.⁴

¹ De la crise des subprimes à la crise financière, Nouvelobs.com, 26 Octobre 2008

Disponible sur: <http://www.la-gauche-autrement.org/pdf/crise1.pdf> (Consulté 03/12/2014)

² Jean-Pierre Moussy, Chronologie de la crise financière 2009, 20 Juin 2009

Disponible sur: <http://www.clesdusocial.com/telechargement/crisefinance-chrono2-2009.pdf> (Consulté 03/12/2014)

³ Chronologie de la crise (2007-2008), La Documentation Française, 30 Decembre 2008 Disponible sur:

http://www.curiosphere.tv/ressource/21596-la-crise-financiere-2007-2008/page_url=/html/02_chronologie.cfm (Consulté 04/12/2014)

⁴ Jean-Pierre Moussy, Chronologie de la crise financière 2009, 20 Juin 2009

Disponible sur: <http://www.clesdusocial.com/telechargement/crisefinance-chrono2-2009.pdf> (Consulté 04/12/2014)

- 10 أكتوبر 2008:
 - انهيار البورصات الآسيوية بعد الهلع الذي أصابها نتيجة لانهيار بورصة وال ستريت: إغلاق بورصة طوكيو مسجلة انخفاض بـ 9.62% (أكبر انخفاض منذ 1987).
- 12 أكتوبر 2008:
 - اجتماع رؤساء الدول الخمسة عشر الأعضاء في منطقة اليورو في باريس و الاتفاق على برنامج أوروبي شامل بقيمة 1700 مليار يورو لصالح النظام البنكي.
- 13 أكتوبر 2008:
 - ارتفاع محسوس لمؤشرات البورصة أمام المبادرة الأوروبية؛
 - إعلان الرئيس الفرنسي عن برنامج بقيمة 360 مليار يورو موجه إلى بعث الثقة داخل النظام البنكي؛
 - إعلان ألمانيا عن برنامج بقيمة 500 مليار يورو (400 مليار يورو موجهة لصندوق ضمان الديون إلى غاية نهاية 2009 في سوق التعاملات البنكية) و مساعدة مباشرة بقيمة 100 مليار.
- 16 أكتوبر 2008:
 - تسجيل أكبر انخفاض في الإنتاج الصناعي بالولايات المتحدة الأمريكية منذ شهر ديسمبر 1974.
- 9 نوفمبر 2008:
 - إعلان السلطات الصينية عن برنامج دعم بقيمة مليار يوان أي 470 مليار يورو.
- 15 نوفمبر 2008:
 - انعقاد مؤتمر العشرين في واشنطن و إقراره بضرورة التحرك السريع للوقوف في وجه التباطؤ الاقتصادي و المطالبة بأخذ بعين الاعتبار الدروس الناتجة عن الأزمة المالية.
- 2 ديسمبر 2008:
 - اتفاق الدول الأوروبية على برنامج إنعاش أوروبي بـ 200 مليار يورو.
- 4 ديسمبر 2008:
 - البنك المركزي الأوروبي يخفض معدل فائدته بـ 0.75% ليصبح مساوي لـ 2.5%؛
 - بنك إنجلترا يخفض معدل فائدته بـ 1% ليصبح مساوي لـ 2%¹.
- 16 ديسمبر 2008:
 - إعلان الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) عن تخفيض معدل فائدته بـ 0.75% ليصبح مساوي لـ 1%.

¹ Chronologie de la crise (2007-2008), La Documentation Française, 30Décembre2008 Disponible sur: http://www.curiosphere.tv/ressource/21596-la-crise-financiere-2007-2008/page_url=/html/02_chronologie.cfm (Consulté 05/12/2014)

ب- عرض تحليلي لتطورات الأزمة خلال عام 2008: من خلال متابعتنا لأهم الأحداث التي وقعت سنة 2008 يمكننا القول بأن هذه السنة قد شهدت تطور كبير للأزمة المالية، حيث انتقلت الأزمة إلى غالبية الدول العالمية و هذا بعد أن اندلعت سنة 2007 في السوق المالي الأمريكي أين كانت متعلقة بقطاع معين فقط. لقد شهدت سنة 2008 استمرار انخفاض مؤشرات البورصات العالمية مع تسجيل انهيار عدد كبير من البنوك التجارية و المؤسسات المالية الكبرى و هو الأمر الذي جعل الأزمة تأخذ الطابع النظامي و تدخل مرحلة جديدة. من جانب آخر و أمام تأزم الوضع لجأت حكومات العديد من الدول في عام 2008 إلى تأميم بعض البنوك و المؤسسات المالية و هو ما يتعارض كلياً مع مبادئ النظام الرأسمالي المتبع من طرف هذه الدول.

إن مراجعة أهم الأحداث التي وقعت عام 2008 يجعلنا نقول بأن الفترة الممتدة من شهر جانفي إلى غاية شهر أوت قد كانت مشابهة إلى حد كبير لما شهدته الفترة الأخيرة من سنة 2007، و بالتالي نستطيع أن نقسم عام 2008 إلى قسمين: من شهر جانفي إلى شهر أوت و من شهر سبتمبر إلى شهر ديسمبر.

- **الفترة الأولى (جانفي- أوت 2008):** كما ذكرنا من قبل فإن الأحداث التي عرفتها بداية 2008 لم تكن مختلفة عن تلك التي انتهى بها عام 2007 و هو ما دفع الرئيس الأمريكي السابق "جورج بوش" يعلن في تاريخ 18 فيفري عن تبني برنامج إنعاش اقتصادي ضخم بقيمة 750 مليار دولار، و قد كان يأمل عبر هذا البرنامج إلى إعادة الثقة داخل القطاع المالي و كبح أزمة السيولة، إلا أن رد فعل الأسواق المالية جاء معاكساً لذلك بدليل انهيار مؤشرات البورصات العالمية بعد الإعلان عن هذا البرنامج و الذي اعتبر غير كاف، و يدل هذا على هبوط الثقة إلى أدنى المستويات.

من بين الأحداث المهمة الأخرى التي عرفتها هذه المرحلة هي بروز ظاهرة استحواذ المؤسسات المالية على بعضها البعض حيث راحت المؤسسات المالية التي لم تتأثر من أزمة الـ subprimes تسعى بكل قوة إلى الاستحواذ على نظيرتها التي عانت من آثار هذه الأزمة، و قد لاحظنا تنامي هذه الظاهرة خاصة في القطاع المالي الأمريكي حيث شهدنا على سبيل المثال استحواذ بنك Bank of America على المؤسسة المالية Country Wide Financial التي تعتبر الرقم واحد في مجال القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية¹، و كذلك استحواذ بنك JPMorgan Chase على بنك Bear Stearns بعد تسجيل هذا الأخير لخسائر كبيرة.

كذلك تميزت هذه المرحلة بظهور ممارسات حكومية جديدة، و نقصد هنا قيام عدة حكومات بتأميم عدة مؤسسات مالية سواء كلياً أو جزئياً و تعتبر هذه الواقعة نادرة خاصة في ظل إتباع هذه الدول للنظام الرأسمالي الذي يتعارض مع مثل هذه الممارسات. إن خوف الحكومات الكبير من تكبدها لخسائر كبيرة جعلها تلجأ إلى سياسة التأميم، و على سبيل المثال قيام الحكومة البريطانية بتأميم بنك

¹ Vincent Nief, **Bank of America au chevet de Countrywide Financial**, leblogfinance.com, 11 Janvier 2008
Disponible sur: <http://www.leblogfinance.com/2008/01/bank-of-america.html> (Consulté 05/12/2014)

Northern Rock في تاريخ 17 فيفري¹. لقد استمرت مساعي الاحتياطي الفدرالي الأمريكي و البنك المركزي الأوروبي و بعض البنوك المركزية في الدول الأوروبية و حتى الآسيوية من أجل كبح أزمة السيولة، و هذا عبر ضخ كميات معتبرة من السيولة في القطاع المالي و كذلك عبر تخفيض معدلات الفائدة في عدة مرات.

- الفترة الثانية (سبتمبر - ديسمبر 2008): إن مراجعة أهم أحداث الأزمة خلال هذه المرحلة تجعلنا نقول بأن الأزمة قد دخلت النفق الأسود ابتداءً من شهر سبتمبر، و قد كان الحدث الأبرز الأول الذي عرفه شهر سبتمبر هو تزايد الضغوط على كل من مؤسستي Freddie Mac و Fannie Mae حيث سجلت قيمة أسهمهما انخفاض حاد ما جعل الخزينة الأمريكية تقرر وضعهما تحت الوصاية من أجل تمكينهما من هيكله ماليتهما، و قد تجاوزت الأسواق المالية ايجابيا مع هذا القرار.

بالرغم مما سبق أخذت الأزمة المالية مسارا أكثر خطورة بعد إعلان بنك Brothers Lehman عن تكبد خسائر كبيرة وصلت إلى 309 مليار دولار خلال الثلاثي الثالث من نفس السنة، ثم بعد ذلك و بعد محاولات عديدة لإنقاذه من طرف الاحتياطي الفدرالي لنيويورك تقرر في تاريخ 15 سبتمبر وضع البنك تحت قانون الإفلاس (الفقرة 11) ما زرع هلع كبير في أوساط الأسواق المالية العالمية.

يعتبر العديد من الاقتصاديين تاريخ الـ 15 سبتمبر بمثابة تاريخ تحول الأزمة المالية إلى أزمة نظامية حيث تبع انهيار بنك Lehman Brothers بانهايار عدد كبير من المؤسسات المالية الكبرى في عديد من الدول، بالإضافة إلى حصول عمليات استحواذ بين عدد كبير من المؤسسات المالية.

من بين المؤسسات المالية التي تعرضت إلى الإفلاس في هذه المرحلة نجد اكبر مؤسسة تأمين في العالم ألا و هي AIG الأمر الذي دفع بالإدارة الأمريكية و الاحتياطي الفدرالي الأمريكي إلى الإعلان عن تأمين هذه المؤسسة بنسبة 80%، كذلك من بين المؤسسات الكبرى التي تعرضت للإفلاس نجد أكبر صندوق ادخار في الولايات المتحدة الأمريكية أي مؤسسة: Washington Mutual، كما قامت بريطانيا أيضا و في نفس الفترة بتأمين بنك Bradford and Bingley²، نفس الشيء قامت به كل من الحكومة البلجيكية و الحكومة الفرنسية عندما قامت بتأمين شبه كلي لمؤسسة الخدمات المالية DEXIA.

لقد ساهمت كل حالات الإفلاس السابقة و عمليات الاستحواذ المختلفة و عدم نجاح سياسات السلطات المالية النقدية في زيادة تأزم الوضع، حيث عرفت مختلف البورصات العالمية انهيار كبير

¹ Muriel Delcroix, **Londres nationalise temporairement Northern Rock**, rfi.fr, 18/02/2008

Disponible sur: http://www.rfi.fr/actu/fr/articles/098/article_62892.asp (Consulté 07/12/2014)

² Steve Slater et Adrian Croft, **Londres va nationaliser la banque B&B selon la BBC**, lepoint.fr,

28/09/2008 Disponible sur: <http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2008-09-28/londres-va-nationaliser-la-banque-b-b-selon-la-bbc/916/0/277772> (Consulté 07/12/2014)

خلال هذه الفترة مسجلة لنسب انخفاض قياسية على غرار بورصة الكاك/40 التي سجلت انخفاض يوم 6 أكتوبر 9.04% و هو أكبر انخفاض في تاريخها.¹

لم تجد حكومات الدول و أمام تزايد تأزم الوضع إلا خيارا وحيدا و هو القيام بضخ المزيد من السيولة في القطاع المالي أملا منها في استرجاع الثقة و وقف انهيار مؤشرات البورصة، كما قامت أيضا العديد من الدول بتبني برامج إنعاش فردية على غرار برنامج الإنعاش الأمريكي الذي سمي ببرنامج بولسن و قدرت قيمته بـ 700 مليار دولار، البرنامج الصيني بقيمة 470 مليار يورو، البرنامج الألماني بقيمة 500 مليار يورو، البرنامج الفرنسي بقيمة 360 مليار يورو.

تزامنت هذه المرحلة من الأزمة ببداية تسجيل أولى انعكاسات الأزمة على القطاع الحقيقي حيث تم تسجيل في 16 أكتوبر أكبر انخفاض في الإنتاج الصناعي بالولايات المتحدة منذ ديسمبر 1974، كما حذر المكتب الدولي للعمل من إمكانية أن تخلف هذه الأزمة أكثر من 20 مليون بطل جديد خلال الفترة المقبلة.

و في سياق الجهود المبذولة على الساحة الدولية بغية إيجاد الحلول المناسبة لمعالجة الأزمة المالية اجتمعت دول مجموعة العشرين يومي 15 و 16 نوفمبر في واشنطن لمناقشة تطورات الأزمة و إيجاد الحلول الممكنة إذ خلصت الدول المشاركة في الاجتماع إلى مجموعة من التوصيات.

3-1-2-3- تطورات الأزمة خلال عام 2009

أ- التسلسل الزمني لتطورات الأزمة خلال عام 2009

• 5 جانفي 2009:

- إعلان الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) عن برنامج لدعم القطاع العقاري يقضي بشراء الحقوق العقارية و بالتالي تنشيط سوق القروض العقارية.

• 8 جانفي 2009:

- تسجيل إسبانيا لـ 1 مليون بطل إضافي خلال عام 2008؛

- تسجيل الولايات المتحدة الأمريكية لإلغاء 58300 منصب شغل خلال شهر ديسمبر 2008.

• 15 جانفي 2009:

- البنك المركزي الأوروبي يخفض سعر فائدته إلى 2%؛

- توصل فريق الرئيس الأمريكي "باراك أوباما" و الأغلبية الديمقراطية في الكونغرس إلى الاتفاق حول اقتراح برنامج إنعاش اقتصادي بـ 825 مليار دولار.²

¹ Chloé Durand-Parenti, **Le CAC 40 enregistre la plus forte baisse de son histoire: -9,04 %**, Le Point.fr, 06/10/2008 Disponible sur: <http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2008-10-06/le-cac-40-enregistre-la-plus-forte-baisse-de-son-histoire-9-04/916/0/279840> (Consulté 07/12/2014)

² Christian Chavagneux, **La relance Obama suffira-t-elle?**, Revue: Alternatives Economiques, N°277, Février 2009 Disponible sur: http://www.alternatives-economiques.fr/obama-plan-de-relance_fr_art_815_41824.html (Consulté 07/12/2014)

- 16 جانفي 2009:
 - إعلان الحكومة الإسبانية و لأول مرة منذ عام 1993 عن انخفاض في الناتج الداخلي الخام بـ 1,6%.
- 26 جانفي 2009:
 - إعلان عشرات المؤسسات الأمريكية عن تسريح 75000 عامل.
- 9 فيفري 2009:
 - إعلان الحكومة الأسترالية عن تبني برنامج إنعاش بقيمة 59,1 مليار يورو.
- 13 فيفري 2009:
 - صندوق النقد الدولي يوقع اتفاق اقتراض مع اليابان بقيمة 100 مليار دولار.
- 25 فيفري 2009:
 - تسجيل فرنسا لارتفاع في عدد البطالين خلال شهر جانفي بـ 90200 بطل جديد.
- 3 مارس 2009:
 - إعلان شركة التأمين الأمريكية AIG عن تسجيل خسارة تاريخية بقيمة 99,3 مليار دولار خلال 2008 و الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) يقرر ضخ 30 مليار دولار و تنظيم إعادة هيكلة المؤسسة.
- 8 مارس 2009:
 - إعلان بريطانيا عن تأميم بنك Lloyds banking¹.
- 24 مارس 2009:
 - صندوق النقد الدولي يعلن عن إنشاء أداة اقرضية جديدة سميت بـ "خط الائتمان مرن"².
- 2 أبريل 2009:
 - انعقاد مؤتمر مجموعة العشرين و وصوله إلى عدة نتائج خاصة في مجال الرقابة و زيادة موارد المؤسسات المالية الدولية.
- 14 أبريل 2009:
 - بولونيا تطلب خط ائتمان بقيمة 20,5 مليار دولار من صندوق النقد الدولي.

¹ Jean-Pierre Moussy, **Chronologie de la crise financière 2009**, 20Juin2009

Disponible sur: <http://www.clesdusocial.com/telechargement/crisefinance-chrono2-2009.pdf>
(Consulté 07/12/2014)

² FMI, **Pour aider les pays à faire face à la crise**, le FMI remanie ses facilités de prêt, Bulletin en ligne, 24Mars2009 Disponible sur:
<http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/survey/so/2009/new032409af.pdf> (Consulté 07/12/2014)

- 20 أبريل 2009:
 - بعد ستة أسابيع من ارتفاع مؤشرات البورصة العالمية هاهي تنخفض مرة أخرى: -3,56% في الداو جونز و -4,28% في ستاند أند بور و -3,96% في كاك/40.
- 14 ماي 2009:
 - إعلان بنك NATEXIS عن خسارة 1,8 مليار يورو خلال الثلاثي الأول من 2009.
- 1 جوان 2009:
 - شركة General Motors تعلن عن إفلاسها و تطالب بإدراجها تحت حماية قانون الإفلاس (الفقرة 11).
- 11 جوان 2009:
 - إعلان فرنسا عن تسجيل 187000 بطال جديد خلال الثلاثي الأول من 2009.
- 17 جوان 2009:
 - إعلان 10 بنوك أمريكية عن تسديد مساعدات الدولة¹.
- 30 جويلية 2009:
 - إعلان شركة رونو لصناعة السيارات عن خسارة 20,6 مليار يورو في السداسي الأول من 2009.
- 15 سبتمبر 2009:
 - مجلس الاستقرار المالي يطالب بخفض قيمة المكافآت الممنوحة من طرف البنوك التي تعاني من مشاكل في رسملتها.
- 30 سبتمبر 2009:
 - صندوق النقد الدولي يراجع توقعاته المتعلقة بخسائر القطاع المالي العالمي خلال الفترة 2010/2007 و يخفضها إلى 3400 مليار دولار.
- 29 أكتوبر 2009:
 - ارتفاع الناتج الداخلي الخام في الولايات المتحدة الأمريكية بـ 3.5% خلال الثلاثي الثالث من عام 2009².
- 13 نوفمبر 2009:
 - إعلان فرنسا عن تسجيل معدل نمو بـ 0,3% خلال الثلاثي الثالث من 2009 (كان 0,3% في الثلاثي الثاني و -1,2% في الثلاثي الأول).

¹ Pascal Fleury, **Chronologie de la crise financière en 2009 (2)**, europ2mjo.over-blog.com, 22Décembre2009 Disponible sur: <http://europ2mjo.over-blog.com/article-chronologie-de-la-crise-financiere-en-2009-2-41632566.html> (Consulté 07/12/2014)

² Jean-Pierre Moussy, **Chronologie de la crise financière 2009 (2)**, Juillet2009 Disponible sur: <http://www.clesdusocial.com/telechargement/crisefinance-chrono2-2009.pdf> (Consulté 07/12/2014)

الإعلان عن إفلاس ثلاث بنوك أمريكية: Orion Bank ، Century Bank ، Pacific Coast National.

• 25 نوفمبر 2009:

إعلان دولة دبي لعجزها عن تسديد ديون شركتها العمومية "دبي العالمية".

• 7 ديسمبر 2009:

إعلان الحكومة اليابانية الجديدة عن برنامج إنعاش جديد بقيمة 184 مليار يورو.

• 17 ديسمبر 2009:

إعلان لجنة بازل عن توصيات جديدة لتنظيم عمل البنوك.

• 31 ديسمبر 2009:

إعلان الوكالة المالية Bloomberg عن تسجيل مؤشرات البورصات العالمية لأكبر ارتفاع منذ عام 2007.

ب- عرض تحليلي لتطورات الأزمة خلال عام 2009: من خلال متابعتنا لأهم الأحداث التي وقعت خلال هذه المرحلة يمكننا القول بأن هذه السنة قد شهدت ترسيخ انتقال الأزمة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي مع تواصل معانات القطاع المالي من نفس المظاهر التي شهدتها نهاية سنة 2008 في عدد كبير من الدول. بالرغم مما سبق يمكن القول بأن عام 2009 هو بمثابة عام بداية استرجاع الأمل بالنسبة للدول التي عانت خلال عامي 2007 و 2008 حيث بدأت حدة الأزمة تخف تدريجياً خاصة مع استمرار الجهود المبذولة للحد من تطورات و تداعيات الأزمة.

شهدت الأيام الأولى من عام 2009 إعلان المؤسسات المالية الأمريكية و الأوروبية عن النتائج المحققة خلال عام 2008، و كما كان متوقع فإن النتائج قد كانت سلبية و من أمثلة ذلك: إعلان بنك NATEXIS عن تسجيل خسارة بـ 2 مليار يورو خلال عام 2008، إعلان البنك البريطاني RBS عن خسارة 31 مليار دولار، و على العموم فإن نتائج الثلاثي الأخير من عام 2008 كانت دون التوقعات بالنسبة لجل المؤسسات المالية حيث ترافق الثلاثي الأخير من عام 2008 مع تسجيل البورصات العالمية لانهايار كبير هو ما أثر مباشرة على قيمة أسهم هذه المؤسسات.

شهدت سنة 2009 استمرار الجهود المبذولة من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي و كذلك البنك المركزي الأوروبي و البنوك المركزية لعدة دول أخرى، و تهدف هذه الجهود إلى إعادة تنشيط القطاع المالي من خلال الاستمرار في تخفيض معدلات الفائدة من أجل توفير السيولة اللازمة. من جانب آخر واصلت هذه الجهات بذل جهودها الرامية إلى التخلص من أصول البنوك الرديئة و هذا عبر قيامها في عديد من المرات بشراء هذه الأصول.

عرفت هذه المرحلة أيضاً استمرار تبني الحكومات لعدة برامج إنعاش اقتصادية و كذلك إنقاذ عدد كبير من المؤسسات المالية التي كانت على وشك الإفلاس، و من أهم البرامج المسجلة نجد برنامج الإنعاش الذي جاء به الرئيس الأمريكي الجديد "باراك اوباما" حيث قدرت قيمته الإجمالية بـ 825

مليار دولار، بالإضافة إلى البرنامج البريطاني لـ "قوردين براون" و الذي تم الإعلان عنه في الـ 26 فيفري بقيمة 500 مليار جنيه إسترليني و هو موجه إلى تنظيف حسابات كل من Royal Bank of Scotland و Llyods Banking.

من جانب آخر سجلت سنة 2009 تأكيد انتقال الأزمة إلى القطاع الحقيقي حيث سجلت العديد من الدول تراجع مستوى الإنتاج الصناعي و كذلك ارتفاع عدد البطالين بسبب عمليات التسريح المتتالية و من أمثلة ذلك: إعلان اسبانيا في الـ 3 مارس عن تسجيل أكبر نسبة تراجع في إنتاجها الصناعي منذ عام 1992 (22,2%)¹، تسجيل فرنسا لارتفاع عدد البطالين بـ 90200 خلال شهر جانفي، قيام عدة شركات أمريكية بتسريح قرابة الـ 75000 عامل خلال شهر جانفي.

من بين القطاعات التي عانت كثيرا من تداعيات الأزمة نجد قطاع صناعة السيارات حيث عانت الشركات الناشطة في هذا القطاع من تباطؤ النمو الاقتصادي و من أزمة السيولة و هو ما أثر على معدلات الطلب و أدى إلى انهيار رقم أعمالها و تكبدها لخسائر ضخمة، و قد لجأت هذه الشركات إلى طلب المساعدة من حكومات دولها و هو ما حدث فعلا لكن مقابل قيام هذه الشركات بتنفيذ برامج إصلاح صارمة أسفرت عن تسريع عدد كبير من العمال.

بعد عقد مجموعة العشرين لمؤتمر واشنطن في أواخر عام 2008 قرر رؤساء و قادة هذه الدول عقد مؤتمر آخر في لندن لتقييم مدى تقدم تنفيذ الإجراءات المتخذة في مؤتمر واشنطن و كذلك مناقشة الأوضاع السائدة و التطورات الأخيرة التي شهدتها الأزمة و محاولة اقتراح و إيجاد الحلول المناسبة، و قد خلص هذا المؤتمر بمجموعة من التوصيات التي ركزت خاصة على طرق إصلاح النظام المالي الدولي و تقوية الرقابة المالية و زيادة موارد المؤسسات المالية الدولية، كما دعت الدول المشاركة إلى ضرورة تشجيع التجارة الدولية و الاستثمار و التنسيق بين الدائرة المالية و الحقيقية.

لم يكن مؤتمر لندن آخر مؤتمر تعقده دول مجموعة العشرين خلال سنة 2009 بل تلاه بعد ذلك انعقاد مؤتمر آخر في مدينة بيتسبرغ الأمريكية أيام 24 و 25 سبتمبر، و قد اتفق قادة الدول المشاركة في هذا المؤتمر على تعزيز دور صندوق النقد الدولي مع إعطاء ثقل أكبر للدول الناشئة، كما تعهدوا بإقامة نموذج أكثر توازن للنمو العالمي.

من أبرز التحركات الرامية إلى مواجهة الأزمة نجد تحرك صندوق النقد الدولي حيث بعد أن كان شبه غائب خلال عامي 2007 و 2008 قام خلال عام 2009 بالعديد من التحركات خاصة بعد قيامه بإنشاء أداة اقراضية جديدة سميت بخط الائتمان المرن و الذي منح لعدة دول كالمكسيك و بولونيا. قام صندوق النقد الدولي خلال هذه الفترة بسلسلة من الإصلاحات الرامية إلى تعزيز دوره داخل النظام المالي العالمي و بالتالي تمكينه من أداء دوره على أكمل وجه.

¹ Nouveau recul pour la production industrielle, Le Point.fr, 03/07/2009

Disponible sur: <http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2009-07-03/nouveau-recul-pour-la-production-industrielle/916/0/358244> (Consulté 08/12/2014)

بالرغم من أن عام 2009 قد شهد بداية استقرار الأوضاع على مستوى الأسواق المالية إلا أن الوضع ظل يتميز بحساسية قصوى، كما أن انعكاسات هذه الأزمة و التي تعتبر الأكبر منذ أزمة الكساد الكبير لعام 1929 لن تزول نهائيا إلا بعد مرور عدة سنوات.

و في الأخير يمكن القول بأن انتقال الأزمة المالية قد أدى إلى القضاء على أمل انفصال أسواق الدول الناشئة عن أسواق الدول الغربية، حيث ظن العديد من القادة السياسيين و المؤسسات الاقتصادية العالمية و إلى غاية شهر جويلية 2008 بأنه يمكن الفصل بين وضعية الدول الناشئة و بالخصوص الدول الآسيوية و بين وضعية الولايات المتحدة الأمريكية و الدول الأوروبية¹، إذ اتضح مع تطور الأزمة بأنه لا يوجد أي فصل بين مختلف الأسواق العالمية حيث أسفرت العاصفة المالية التي ضربت أمريكا و الدول الأوروبية عن آثار سلبية في العديد من الدول الناشئة إن لم نقل كلها.

كانت الدول التي اقتضت بالعملة الأجنبية عبر بنوك الدول الغربية أول الدول المتأثرة بالأزمة وهو حال دول أمريكا اللاتينية التي يعاني نظامها البنكي من تبعية كبيرة للبنوك الغربية و خاصة الأمريكية و الإسبانية منها.

كان عام 2007 بمثابة تاريخ اندلاع الأزمة في السوق المالي الأمريكي حيث اكتشف عامة الناس مصطلح الـ subprime، أما عام 2008 فقد مثل تاريخ تطور الأزمة و تحولها إلى أزمة مالية دولية حيث لم تعد تقتصر على القطاع المالي الأمريكي و إنما انتشرت إلى غالبية الأسواق المالية العالمية، و لعل أبرز محطة للأزمة خلال هذا العام كانت إفلاس بنك ليمان برادرز الأمريكي بتاريخ 15 سبتمبر حيث تبعه انهيار جل مؤشرات أسواق المال العالمية. سجل عام 2009 تحول الأزمة من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية حيث تم تسجيل تراجع النشاط الاقتصادي و تزايد عدد العاطلين عن العمل في عدد كبير من الدول، و قد سلكت الأزمة المالية في انتشارها إلى بقية دول العالم ثلاث قنوات رئيسية هي: قناة أسواق المال، قناة سعر الصرف، قناة التجارة الخارجية.

خلقت هذه الأزمة خسائر كبيرة بالنسبة لاقتصاديات عدد كبير من الدول ما جعلها تصنف من طرف الاقتصاديين كأعنف أزمة سيشهدها الاقتصاد العالمي منذ أزمة الكساد الكبير لعام 1929.

3-2-2-3 - عدوى الأزمة المالية 2007-2008

انفجرت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 2007 و تحديدا في شهر أوت أين تم تسجيل عجز المؤسسة التمويلية المتخصصة في القروض العقارية American Home Mortgage عن إكمال إجراءات التصفية و إعلانها عن تسريح أكثر من نصف عمالها.²

¹ Michel Aglietta, *la crise*, Op. Cit, p.48

² Disponible sur : www.capital.fr/bourse/actualites/american-home-mortgage-veut-se-placer-sous-la-loi-de-faillites-317642 (Consulté 03/05/2014)

لم تبق هذه الأزمة داخل القطاع المالي الأمريكي فحسب بل انتقلت هزاتها خلال عام 2008 إلى عدد كبير من الدول في العالم، خاصة بعد إفلاس بنك ليمان برادرز يوم 15 سبتمبر 2008 و الذي زعزع استقرار الأسواق المالية العالمية.

ساهمت عدة عوامل في انتقال الأزمة من القطاع المالي الأمريكي إلى القطاعات المالية لعدد كبير من دول العالم، أبرزها المكانة الكبيرة التي يتمتع بها الاقتصاد الأمريكي داخل الاقتصاد العالمي، وكذلك التشابه الكبير بين بنية القطاع المالي الأمريكي و بنية القطاعات المالية لباقي الدول الرأسمالية، بالإضافة إلى معدل الارتباط الكبير بين الاقتصاد الأمريكي و بقية الدول لا سيما بفضل الصادرات و الواردات. سلكت أزمة الرهن العقاري في تحولها من أزمة محلية إلى أزمة عالمية عدة طرق أو قنوات هي تقريبا نفس القنوات التي مرت عبرها أزمات عالمية سابقة، و عموما فإنه يمكننا حصر القنوات التي سلكتها الأزمة الأمريكية في ثلاثة قنوات رئيسية هي: قناة أسواق المال، قناة سعر الصرف، و قناة التجارة الخارجية.

سنحاول التطرق بالتفصيل إلى القنوات السابقة ذكرها فيما يلي:

3-2-2-1 - قناة أسواق المال¹

لعبت قناة أسواق المال دورا كبيرا في انتقال عدد كبير من الأزمات المالية في الماضي حيث أدى التحرير المالي على المستوى الدولي إلى تحرير حركة رؤوس الأموال و بالتالي الاستثمارات الدولية. تعد الأسواق المالية وجهة مفضلة للمستثمرين على المستوى الدولي نظرا لما توفره من فرص لتحقيق الأرباح لا سيما بعد أن سادت هذه الأسواق ظاهرة المضاربة و التعامل بأحدث الأدوات المالية المتاحة.

كان لأزمة الرهن العقاري أثارا مباشرة على مؤشرات أبرز البورصات العالمية حيث تم تسجيل تراجع كبير في أبرز هذه المؤشرات ابتداءً من منتصف عام 2007 و الذي تزامن مع انفجار الأزمة في السوق العقاري الأمريكي، و لعل ما زاد الأمور تعقيدا هو فشل كل من البنك المركزي الأوربي BCE و الاحتياطي الفدرالي الأمريكي FED في احتواء هذه الأزمة بالرغم من الضخ المتواصل للسيولة داخل القطاع المالي.

تلعب أسواق المال الأمريكية دور الرائد بالنسبة لباقي أسواق المال العالمية إذ اكتسبت أسواق المال الأمريكية هذه المكانة نظرا لأنها تمثل من حيث القيمة حوالي ثلث أسواق المال العالمية، ضف إلى ذلك هناك ارتباطا كبيرا بينها و بين الأسواق المالية الأوروبية و الآسيوية و الأمريكية.

يتجسد الارتباط الكبير بين الأسواق المالية الدولية عبر المحافظ الاستثمارية للمستثمرين حيث يسعون لتوزيع محافظهم المالية من خلال الاستثمار في كافة البورصات العالمية و هذا سعيًا منهم إلى تخفيف المخاطر المترتبة عن تراجع أسعار الأوراق المالية في أي من بورصات العالمية.

¹ Eleni Liopulos et Thepthida Soprasseth, *l'intermédiation financière dans l'analyse macroéconomique : le défi de la crise*, Revue : Economie et statistique, N° 451, 2012, p.111

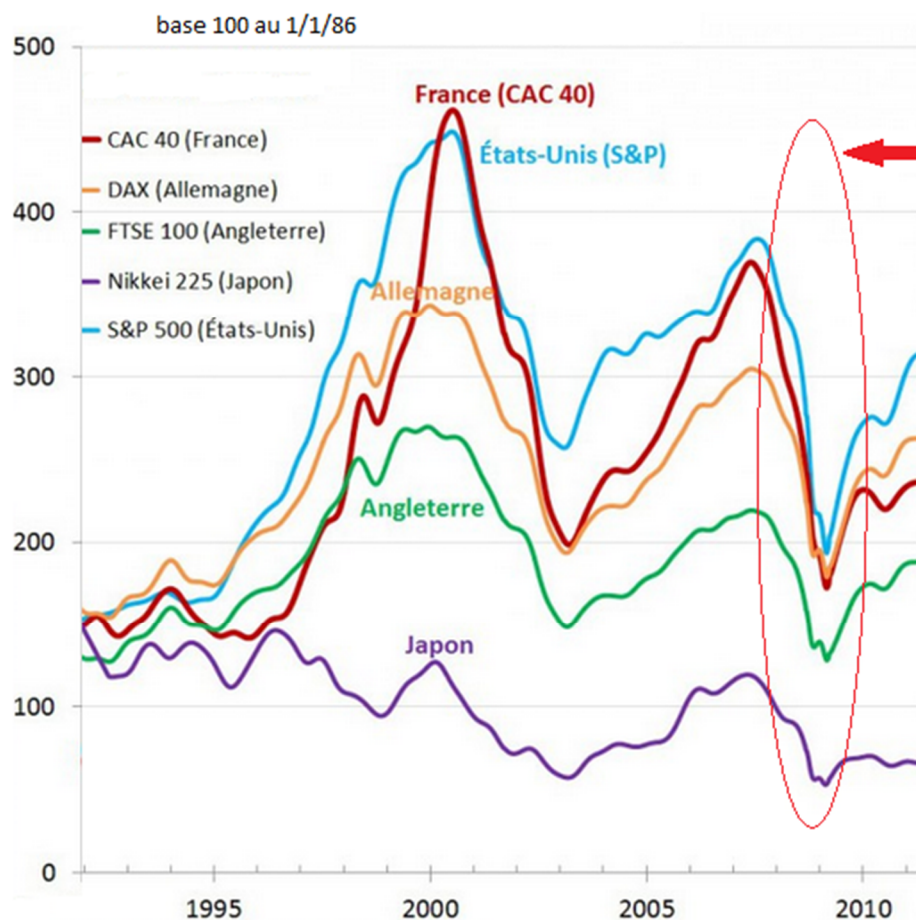
إن هذا الترابط الكبير بين الأسواق المالية الدولية بفضل حرية حركة رؤوس الأموال (الاستثمارات) يسهل من انتقال الهزات التي يمكن أن تقع في دولة ما إلى بقية الدول.

إن وقوع أي تراجع في نشاط الاقتصاد الأمريكي سينعكس حتما على مؤشرات البورصات الأمريكية، و بما أنه ينشط فيها الآلاف من المستثمرين الأجانب فإن هذا التراجع سينعكس على نشاطهم و على أرباحهم و بالتالي على باقي مؤشرات أسواق المال العالمية.

يسمح لنا الشكل رقم (34) بإظهار حركة مؤشرات البورصات العالمية كبرى هي: S&P 500 الأمريكية، نيكاي Nikkei 225 اليابانية و أوروبستوكس Eurostox 500، ما بين الفترة الممتدة من شهر جانفي 2007 إلى شكر أكتوبر 2008.

الشكل رقم (34): حركة مؤشرات البورصات العالمية الكبرى ما بين الفترة الممتدة من 1993 إلى

2011



Source: Regemag.fr/quantitative-easing-qui-se-cache-derriere-la-drogue-qui-fait-monter-la-bourse-52616/

يبين لنا الشكل رقم (34) بأنه من بين أهم الآثار الأولية لأزمة الرهن العقاري هو انخفاض و تراجع مؤشرات البورصات العالمية حيث سجل كل من مؤشر FTSE100 و مؤشر CAC40 و مؤشر DAX و مؤشر NIKKEI و مؤشر DOW JONES و مؤشر S&P500 تراجعا ملحوظا ابتداءً من جويلية 2007. لم تكن مؤشرات أسواق المال الآسيوية في منأى عن هذا التراجع حيث تراجعت أسواق المال في كل من تايلندا، ماليزيا، هونج كونج، اندونيسيا، كوريا، تايوان، كما كان التراجع في

السوق المالي الصيني محدودا مقارنة بباقي الأسواق نظرا لأنه لم يكن في حوزة الصين و المستثمرين الصينيين استثمارات في القطاع العقاري الأمريكي.¹ إن التأمل في وضعية أسواق المال الأمريكية و في الظروف المحيطة بها و الأطراف المتدخلة فيها خلال الفترة التي سبقت الأزمة، يجعلنا نستنتج بأنه لو لا توفر مجموعة من العوامل داخل و في محيط هذه الأسواق لما كان انتقال و انتشار عدوى الأزمة إلى باقي أسواق المال العالمية بنفس الحدة المسجلة، حيث أنه لا يمكن تحميل وجود مستثمرين أجانب داخل الأسواق الأمريكية و اعتمادهم على تنوع محافظهم المالية مسؤولية حدة هذا الانتقال.

إلى جانب تحرير حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي و وصول الاستثمارات الدولية إلى كامل أسواق المال العالمية أدت كل من آلية التوريق و وكالات التقييم و صناديق التحوط دورا بالغ الأهمية في انتقال الأزمة من الأسواق المالية الأمريكية إلى باقي الأسواق العالمية عبر قناة سوق المال، و سنحاول فيما يلي تحليل الدور الذي قام به كل طرف من العوامل السابق ذكرها في انتقال أزمة الرهن العقاري.

• **دور آلية التوريق:** كما سبق الإشارة له في العناصر السابقة فقد أقبل عدد كبير من البنوك التجارية الأمريكية التي كانت تنشط في القطاع العقاري إلى تحويل قروضها العقارية إلى سندات مغطاة بأصول و طرحها في البورصات الأمريكية للتداول بهدف الحصول على السيولة و التخلص من المخاطر، و نظرا لما كانت تقدمه هذه السندات من مميزات فقد قوبلت بتهافت المستثمرين الأمريكيين و غير الأمريكيين على اقتنائها حيث تم شراء هذه الأصول من طرف البنوك و صناديق الاستثمار و شركات التأمين من مختلف أنحاء العالم.

أدى اقتناء السندات الناتجة عن توريق القروض العقارية من طرف مستثمرين غير أمريكيين إلى تعرض هؤلاء المستثمرين إلى نفس الخطر الذي كان مرتبطا بهذه السندات، حيث أنه و بمجرد أن اهتزت الأسواق المالية الأمريكية اهتزت أيضا بقية الأسواق العالمية، و هذا نظرا إلى أن القروض المورقة أصبحت موجودة في غالبية الأسواق المالية العالمية، كما أن تطور عمليات التوريق و ظهور منتجات مالية حديثة متطورة جعل من الصعب تتبع هذه السندات التي تم دمجها بأصول أخرى مورقة.²

• **دور وكالات التقييم:** تقوم وكالات التقييم أو التصنيف الائتماني بتقييم المخاطر المتعلقة بإصدارات الدين سواء للشركات أو الحكومات، و تعد قدرة المصدر على الوفاء بتسديد فوائد الدين و الأقساط المترتبة عليه أهم مؤشر للجدارة الائتمانية التي تبني عليها التصنيفات من قبل هذه الوكالات. يمكننا القول بأن التصنيف الائتماني عبارة عن رأي محلل متخصص أو مؤسسة متخصصة

¹ Disponible sur: www.metronews.fr/x/metro/2008/10/15/b3iLi5j7JKmVK/index.xml (Consulté 05/05/2014)

² Disponible sur : www.finyear.com/crise-financiere-la-vontagion-par-la-titrisation_a7009.html (Consulté 05/05/2014)

في الملاعة الائتمانية العامة للمؤسسة، أي قدرتها و رغبتها في الوفاء بالتزاماتها المالية و درجة المخاطر المالية التي تواجهها، أو الملاعة الائتمانية لإصدار نوع معين من السندات أو أي التزامات مالية أخرى و ذلك اعتمادا على المخاطر ذات العلاقة.¹

بالرغم من وجود أكثر من 150 وكالة تنقيط تعمل في 32 دولة حول العالم إلا أن اثنين فقط من هذه الوكالات تحتكران 80% من سوق التصنيف العالمي و هما وكالة "موديز"، ووكالة "ستاندرد آند بورز"، تليهما وكالة "فيش" التي تهيمن على 14% من سوق التصنيف العالمي فيما تتنافس باقي الوكالات على حصة سوقية لا تزيد قيمتها 6% من حجم السوق.²

برجعنا إلى أزمة الرهن العقاري فإنه يبدو جليا بأن وكالات التنقيط كانت تؤدي دورا كبيرا في تقدير المخاطر المتعلقة بالمقترضين الخواص و العموميين داخل السوق العقاري عن طريق قياس مخاطر عدم سداد ديونهم، غير أنه اتضح خلال الأزمة عجز هذه الوكالات الضخمة عن التقييم الجيد لتلك السندات المورقة (خاصة: الـ ABS و CDO) حيث كان يعطى لها علامة (AAA) التي تعني أصول مضمونة و عالية السيولة.³

سلطت أزمة الرهن العقاري الضوء على العديد من الاختلالات و التناقضات المتعلقة بنشاط وكالات التنقيط، فبالإضافة إلى سوء تقدير هذه الأخيرة للأخطار المرتبطة بالسندات المورقة ذات العلاقة بالقروض العقارية تم تغليب ملايين المستثمرين حول جودة سندات الـ subprime، و نلاحظ أيضا بأن هذه الوكالات لم تستطع تقدير آثار تقلب السوق العقاري و أهملت أثر رفع الاحتياطي الفدرالي لأسعار الفائدة.

لاحظنا أيضا خلال أزمة الرهن العقاري بأنه و بالرغم من أن تزايد الإفلاسات المتعلقة بالقروض العقارية كان واضحا منذ فيفري 2007 إلا أن هذه الوكالات لم ترد على ذلك إلا في جويلية 2007 أين أقبلت على خفض تنقيط السندات المورقة المرتبطة بقروض الـ subprime، و قد حاولت وكالات التنقيط بعد ذلك تدارك هذا التأخر حيث قامت بـ 155 عملية خفض تنقيط عام 2008 (خاصة في صيف 2008) مقارنة بعام 2007 التي لم تسجل فيه سوى 56 عملية خفض.

كانت هذه التخفيضات حادة و متأخرة جدا و قد أسفرت عن آثار سلبية حيث ساهمت في زيادة الهلع داخل أسواق الأوراق المالية و انخفاض أسعار السندات المورقة و بالتالي زادت من حدة الأزمة.

من بين التناقضات و النقائص التي سلطتها أزمة الرهن العقاري على نشاط وكالات التنقيط هو كون هذه الوكالات إضافة إلى القيام بدور التنقيط تساهم أيضا في عملية التوريق من خلال تقديم الاستشارة

¹ بودخدخ كريم، كرشاش رحمة، دور وكالات التنقيط العالمية: بين الحد من الأزمات المالية و التسبب فيها، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة و تأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة تبسة، 19 و 20 جوان 2013، ص.3.

² Disponible sur: <http://Kibs.edu.Kw/Pdf-doc/publications/Edaat/CreditRatings-pdf> (Consulté 07/05/2014)

³ حاج موسى نسيم، علوي فاطمة الزهراء، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008، مجلة الباحث، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، عدد8، 2010، ص.121.

للجهة المصدرة للسندات المورقة، أي أن هذه الوكالات تدمج بين نشاط التتقيط والاستشارة، و هو ما جعل الاقتصادي الفرنسي "Michel Aglietta" يقول بأن "هذه الوكالات هي بمثابة النافذة التي تراقب نفسها تمر في الطريق".¹

بالرغم من محاولة وكالات التتقيط إرجاع قصورها خلال أزمة الرهن العقاري إلى التجزئة الكبيرة للقروض العقارية التي جعلت حسبها عملية تحليلها معقدة و طويلة، إلا أن هناك إجماع بين الاقتصاديين في الولايات المتحدة الأمريكية أو العالم عموماً على أنها أدت دوراً بالغ الأهمية في أزمة الرهن العقاري من خلال سوء تقديرها للمخاطر المتعلقة بالقروض العقارية المورقة، و كذلك من خلال تداخل المصالح بسبب الدور المزدوج الذي تؤديه خلال أطوار عملية التوريق، و أيضاً قيامها بتخفيضات حادة و متأخرة لتتقيط السندات المورقة ما أدى إلى تعمق حالة الهلع لدى المستثمرين داخل الأسواق المالية العالمية.

يرى الكثير من الملاحظين بأنه لولا سوء تقدير وكالات التتقيط للسندات الناتجة عن توريق القروض العقارية لما أقبل المستثمرون الأمريكيين و غير الأمريكيين على التهافت على هذه السندات التي انتقلت في ظرف وجيز إلى كامل الأسواق المالية العالمية و أصبحت تشكل أحد المكونات الأساسية للمحافظ المالية لكبار و صغار المستثمرين في الأسواق المالية العالمية.

• **دور صناديق التحوط (Hedge funds):** وضع "ألفريد جونز" في عام 1949 فكرة صندوق التحوط عن طريق إنشاء صندوق خاص به للاستثمار في الأوراق المالية، و قد اعتمد على إستراتيجية تقوم على المتاجرة في الأسهم بناءً على مركزين ماليين: الأول طويل الأجل يتم فيه شراء الأسهم التي يتوقع أن ترتفع أسعارها و يحتفظ بها إلى أن يتم بيعها بالسعر المتوقع، و الثاني قصير الأجل short selling يتم فيه بيع أسهم يتوقع انخفاض سعرها ليعاد شراؤها في وقت لاحق، و يتم في كلا الحالتين اللجوء إلى الاقتراض للاستثمار في أدوات مالية تدر عائداً أعلى من سعر فائدة الاقتراض و هو ما يسمى بالرفع المالي.²

لا تزال هذه الآليات من أهم خصائص صناديق التحوط في عصرنا الحالي مع محاولة التطوير و الابتكار في آليات الاستثمار من قبل مديري هذه الصناديق لإيجاد آليات استثمارية تحقق عائداً مرتفعاً مع مخاطر مقبولة، و قد بلغ عدد صناديق التحوط الموجودة في العالم في 2007 حوالي 10 آلاف صندوق تدير حوالي 1,250 ترليون دولار.³

¹ Stephane Breton, **le rôle des agences de notation dans la crise des subprime**, 28Avril2008 Disponible sur: cafelabourse.com/archive/article/le-role-des-agences-de-notation-dans-la-crise-des-subprime#, com (Consulté 08/05/2014)

² E Klein, **Stock Exchanges: IPO's and MutualFunds (Financial Institutions and Services)**, NOVA, New york, October, 2005, p.131

³ Disponible sur: Labourse.com/chriqui/role-hedge-funds-dans-la-crise.php (Consulté 08/05/2014)

و عموماً فإنه يمكن تعريف صندوق التحوط على أنه وعاء استثماري يضم عدد من المستثمرين لا يزيد غالباً عن نحو خمسمائة مستثمر حيث أن قيمة الاشتراك في الصندوق ضخمة، و تقوم فلسفة الصندوق على ضمان تحقيق ربح للمستثمر بغض النظر عما قد يحدث في أسواق المال العالمية من تقلبات، و سميت بهذا الاسم كونها تتبنى إستراتيجية استثمارية تهدف إلى التحوط أو الحيلة من مخاطر التعرض لأي خسائر، و لصناديق التحوط عدة خصائص نذكر أهمها فيما يلي:¹

- انعدام القيود على مدير الصندوق من حيث آليات الاستثمار و استخدام الرفع المالي أو البيع على المكشوف، هذا ما أعطى للمدير المالي السلطة المطلقة لاتخاذ القرارات الإستراتيجية و المحددة لسياسة صناديق التحوط في الاستثمار؛

- يتقاضى مدير الصندوق أجر عالي جداً حيث يتراوح ما بين 1-2% من قيمة الأصول إضافة إلى 20% من الأرباح؛

- يوازي دور المدير المالي في صناديق التحوط دور المدراء الاستراتيجيين في منظمات الأعمال الأخرى الذين يحركون هذه المنظمات و يحددون مسارها و بالتالي نجاحها أو فشلها.

يحظى دور صناديق التحوط في اندلاع و زيادة حدة أزمة الرهن العقاري التي تحولت إلى أزمة مالية عالمية بكثير من الغموض مقارنة بأدوار الوسطاء الماليين الآخرين، و يرى العديد من الاقتصاديين على غرار (Amenc 2007, Simon 2008, Jacquillat 2008) بأن مسؤولية صناديق التحوط خلال هذه الأزمة غير مؤكدة نظراً إلى العدد المحدود للصناديق التي أفلست بين عامي 2001-2008 أو نظراً أيضاً إلى الخسائر المحدودة التي تحملتها هذه الصناديق مقارنة بالبنوك التجارية. هناك رأي آخر بشأن مسؤولية صناديق التحوط مخالف تماماً للرأي السابق سواء في الجانب التحليلي أو الجانب السياسي، و من أبرز من ساند هذا الرأي (Aglietta 2008, Soros 2008, Rigot 2008) و كذلك كل من المستشارة الألمانية "أنجلينا ميركل" و الرئيس الفرنسي السابق "نيكولا ساركوزي" حيث ركزوا على نقص الشفافية حول نشاط هذه الصناديق.²

يرى عدد كبير من المحللين الاقتصاديين منذ إفلاس (Long term capital management) LTCM عام 1998 بأن صناديق التحوط خلقت أزمة سيولة كبرى داخل القطاع البنكي و بأن هذه الأخيرة على علاقة مباشرة بالمضاربة المالية و غياب الاستقرار داخل الأسواق.³

¹ عبد الرحمن سلوم، إدارة الصناديق السيادية و صناديق التحوط، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009-2010، ص.18
موجود على: www.tahasoft.com/books/120.docx (Consulté 12/05/2014)

² André Cartapanis et Gérome Teiletche, **HedgeFunds, risque systémique et procyclicité de finance : le cas de la crise des subprime**, juillet 2008, p.2

Disponible sur: www.sciencespo.aix.fr/media/ACTeiletche-hedge-funds-Avril_2008.pdf (Consulté 12/05/2014)

³ AGLIETTA Michel - RIGOT Sandra, **La réglementation des hedgefunds face à la crise financière**. Une contribution au débat, Document de recherche, Université de Paris X ,P,18

وجدت صناديق التحوط نفسها في قلب الأزمة و هذا منذ اندلاعها عام 2007 على شكل أزمة سيولة في أسواق مشتقات قروض الـ subprime حيث اتجهت الأنظار مباشرة نحو صناديق التحوط كونها متعامل رئيسي داخل هذه الأسواق، و تسمح لنا التقديرات التي قدمها صندوق التحوط المسمى (2007) A.Blundell-Wignall بتوضيح توزيع المستثمرين لمختلف شرائح (CDO) "Collateralized debt obligation" أثناء الأزمة كانت حوالي 46% من مجموع الـ CDO المصدرة بحوزة صناديق التحوط، لكن الأهم في ذلك أن أكثر من 80% من الشرائح الأكثر خطورة و المسماة (Equity) كانت بحوزتها.

تشكل الـ CDO التي كانت بحوزة صناديق التحوط ما قيمته 1400 مليار دولار من أصل 2000 مليار دولار من الأصول التي كانت بحوزتها، و هو الأمر الذي جعلها تكون منذ البداية في قلب الأزمة.¹

عرفت مرحلة بداية الأزمة أي من شهر ماي إلى شهر جويلية 2007 إفلاس العديد من صناديق التحوط المختصة في مشتقات القروض مثل:

- UBS Dillon Reed Capital Management
 - Bear stearns High-Grade structured Credit Enhanced leveraged fund
- كما عرفت الفترة الممتدة من السادس الثاني لعام 2007 إلى غاية بداية عام 2008 إفلاس صناديق تحوط أخرى كانت غالبيتها تستثمر في الـ ABS subprime من أمثالها:

- Bearstearms ABS
- Caliber, Galena Street
- Solent, Basis, Capital
- Ckeyne, Synapse, Thornburg
- CSO Partners et FlconsPartners (Citigroup :تابعين لـ)

لعل أبرز العوامل التي أدت إلى إفلاس هذه الصناديق هي لجوء هذه الأخيرة إلى الإفراط في الاقتراض، سوء تقدير المخاطر، و الصعوبات الكبيرة في إرجاع القروض.

بالرغم من تسجيل عام 2007 لإفلاس العشرات من صناديق التحوط إلا أن الخسائر التي سجلتها هذه الأخيرة تبقى محدودة مقارنة بالخسائر التي سجلتها البنوك التجارية خلال نفس الفترة، و يسمح لنا الجدول رقم (14) الصادر عن صندوق النقد الدولي بإظهار أن خسائر صناديق التحوط خلال عام 2006 الناتجة عن قروض الـ subprime لم تتجاوز الـ 22,8% بينما كانت لدى البنوك التجارية في حدود 53,3%، نفس الشيء يمكن ملاحظته خلال عام 2007 حيث لم تتعد نسبة خسائر الصناديق الناتجة عن قروض الـ subprime الـ 29,2% بينما بلغت الـ 41,3% لدى البنوك التجارية.

¹ André Cartapanis et GéromeTeiletche, Op. Cit, P.6

الجدول رقم (14): خسائر صناديق التحوط (2007-2005)

2007	2006	2005	السنوات	الخسائر
1900	2500	400		خسائر بملايين الدولارات
29,2	22,8	37		خسائر بالنسبة المئوية مقارنة بإجمالي خسائر مؤسسات القطاع المالي (بنوك+صناديق تحوط+مؤسسات التأمين+مؤسسات مالية+صناديق الاستثمار+صناديق التقاعد).

Source: Goldman Sachs

توجد وجهتي نظر لتفسير التباين في الخسائر المسجلة من طرف صناديق التحوط و البنوك التجارية. تفسر وجهة النظر الأولى الخسائر المحدودة التي سجلتها صناديق التحوط بقيام هذه الأخيرة بإخفاء جزء من خسائرها حيث أن الصناديق و على عكس البنوك التجارية تخضع لرقابة ضعيفة، و لعل ما يقوي من هذا الطرح هو ما حدث لصندوق التحوط "Peleton" الذي سجل خلال عام 2007 زيادة في الأرباح بنسبة 86% (كان متوسط نمو الأرباح للصناديق التحوط 10%) و إعلانه بعد مرور شهرين فقط عن إفلاسه.¹

وجهة النظر الثانية لا تنكر تدهور عدد كبير من صناديق التحوط التي استثمرت مبالغ ضخمة في CDO، ABS، MBS لكنها ترى بأن تعرض صناديق التحوط لمخاطر المنتجات المهيكلة (Produit Structurés) كان مبالغ فيه، حيث يرى أصحاب هذا الطرح بأنه على عكس الأسهم فإن مشتقات القروض لا تمثل نسبة كبيرة من الأصول الخطيرة التي تحوزها صناديق التحوط.

من جانب آخر لم تكن خسائر صناديق التحوط كبيرة لأن هذه الصناديق تعتمد على عدة استراتيجيات قد تمكنها حتى في فترات انهيار أسواق الأوراق المالية من تحقيق أرباح على غرار ما شهده صندوق التحوط "Andrew Lahde" الذي حقق زيادة بـ 87% في أرباحه خلال 2007، كذلك يرى العديد من الاقتصاديين بأن ثقافة صناديق التحوط تمنعهم من التعرض كلياً لتقلبات الأسواق، حيث أنه حتى و لو كان خام استثماراتهم ضخم في القروض المشتقة فإن صافي هذه الاستثمارات محدود.

تعتبر صناديق التحوط من أكبر مستهلكي القروض التي تمنحها البنوك التجارية حيث كما سبق الإشارة له فإن نشاط صناديق التحوط يعتمد أساساً على الاقتراض، و قد أدى اندلاع الأزمة المالية إلى تعرض البنوك التجارية إلى أزمة سيولة حادة نتيجة تسجيل خسائر كبيرة في أسواق رأس المال و هو ما جعلها تتجه نحو البنوك المركزية لطلب السيولة، و أدى كذلك إلى توتر العلاقة بينهما و بين صناديق التحوط حيث أدى قيام البنوك التجارية بمطالبة صناديق التحوط بإرجاع القروض إلى قيام الصناديق ببيع أصولها في وقت كانت فيه الأسعار جد منخفضة و بالتالي جعلها تحقق خسائر كبيرة. عادة ما يتبع تسجيل صناديق التحوط لخسائر بطلب المستثمرين لتعويض، و الذي في حال ما إذا

¹ Ibid, P.6

قوبل بالرفض سيخلق صعوبات جديدة، و تعكس هذه الديناميكية بصورة جيدة ما يعرف بأزمة السيولة النظامية.

في الأخير يمكننا القول بأنه حتى و لو لم تكن صناديق التحوط أحد الأسباب الرئيسية لأزمة الرهن العقاري و نتائجها النظامية إلا أن هذا لا يعني بأنها لم تقم بأي دور في سيناريو هذه الأزمة النظامية إلى جانب كل من البنوك التجارية، وكالات التتقيط...الخ.

يرى كل من "M.Aglietta" و "S.Rigot" 2008 بأن الأزمة النظامية ما هي إلا جواب عن مخاطر نظامية تغذيها أطراف عديدة داخل النظام المالي، و يرى الباحثين بأن صناديق التحوط لعبت دور الناقل لعدوى أزمة القروض المورقة حيث انعدمت السيولة في سوق الـ CDO منذ أن أقيمت الصناديق الأكثر استنادة على تصحيح وضعيتها و الاستجابة إلى طلبات الدائنين الذين كانوا هم أيضا عرضة لنفس الضغوط، و قد أدى هذا الوضع إلى توقف الصفقات و زوال السعر السوقي لبعض الـ CDO خاصة الشرائح الأكثر خطورة (Equity et Mezzanine).

إذن يمكن القول بأن صناديق التحوط قد ساهمت في انتقال الأزمة عبر قناة سوق الأوراق المالية من خلال استثمارها الكبير في القروض المورقة (خاصة الـ CDO) و التي اضطرت إلى التخلص منها بالخسارة أي بأسعار جد منخفضة عندما اندلعت الأزمة المالية ما أدى إلى زيادة حالة الهلع و ساهم بشكل كبير في انهيار الأسعار داخل الأسواق المالية.¹

3-2-2- قناة سعر الصرف

ينتقل أثر الأزمة المالية في ظل هذه القناة من خلال أسواق النقد التي تعتبر عنصر من عناصر أسواق المال، و يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل و بالأخص العملات، و لعب الدولار الأمريكي دورا بارزا في انتقال الأزمة و تحولها من أزمة محلية إلى أزمة دولية و لعل ما ساهم في ذلك هو موقع الدولار في أسواق النقد العالمية خاصة و في الاقتصاد العالمي عامة.

تعود هيمنة الدولار الأمريكي على باقي العملات الأخرى إلى ما بعد مؤتمر بروتون وودز حيث و منذ ذلك الوقت و الدولار الأمريكي يتمتع بصفة العملة الدولية الأولى، و هذا بالرغم من تعرضه لمنافسة الجنيه الإسترليني مباشرة بعد الحرب العالمية الثانية أو للمارك الألماني و الين الياباني خلال الثمانينات، و قد استمرت هذه الهيمنة المطلقة للدولار على الساحة الدولية إلى غاية عام 1999 الذي شهد ميلاد العملة الأوروبية الموحدة "اليورو" التي قللت من هيمنة الدولار، لكن و بالرغم من ذلك فإن استمرار الاعتماد على الدولار كعملة للمبادلات الدولية و وحدة للاحتياطات الدولية جعله يحافظ على مكانة جيدة بين مختلف العملات الدولية.

¹ André Cartapanis et Gérome Teiletche, **Les hedge funds et la crise financière internationale**, Juin 2008
Disponible sur: www.sciencespo.aix.fr/media/ACTeiletche-hedge-funds-Avril_2008.pdf (Consulté 22/05/2014)

سجلت أسواق النقد العالمية انخفاض تدريجي لقيمة الدولار منذ عام 2001 أي بعد أحداث 11 سبتمبر و انفجار فقاعة الانترنت، و قد كان لهذا الانخفاض في قيمة الدولار أثر إيجابي على أكثر من صعيد، حيث ارتفعت الصادرات الأمريكية بسبب زيادة تنافسيتها على المستوى الدولي، و كذلك تم تسجيل انخفاض في عجز الحساب الجاري حيث بلغ أقل من 5% من إجمالي الناتج في نهاية عام 2007.

يسمح لنا الشكل رقم (35) بإظهار تطور سعر صرف الدولار خلال الفترة الممتدة من 1973 إلى غاية 2013.

الشكل رقم (35): تطور سعر صرف الدولار (1973 - 2013)



Source: Quand la FED va-t-elle relever ses taux d'intérêt ?, Annotations, 23 Janvier 2015

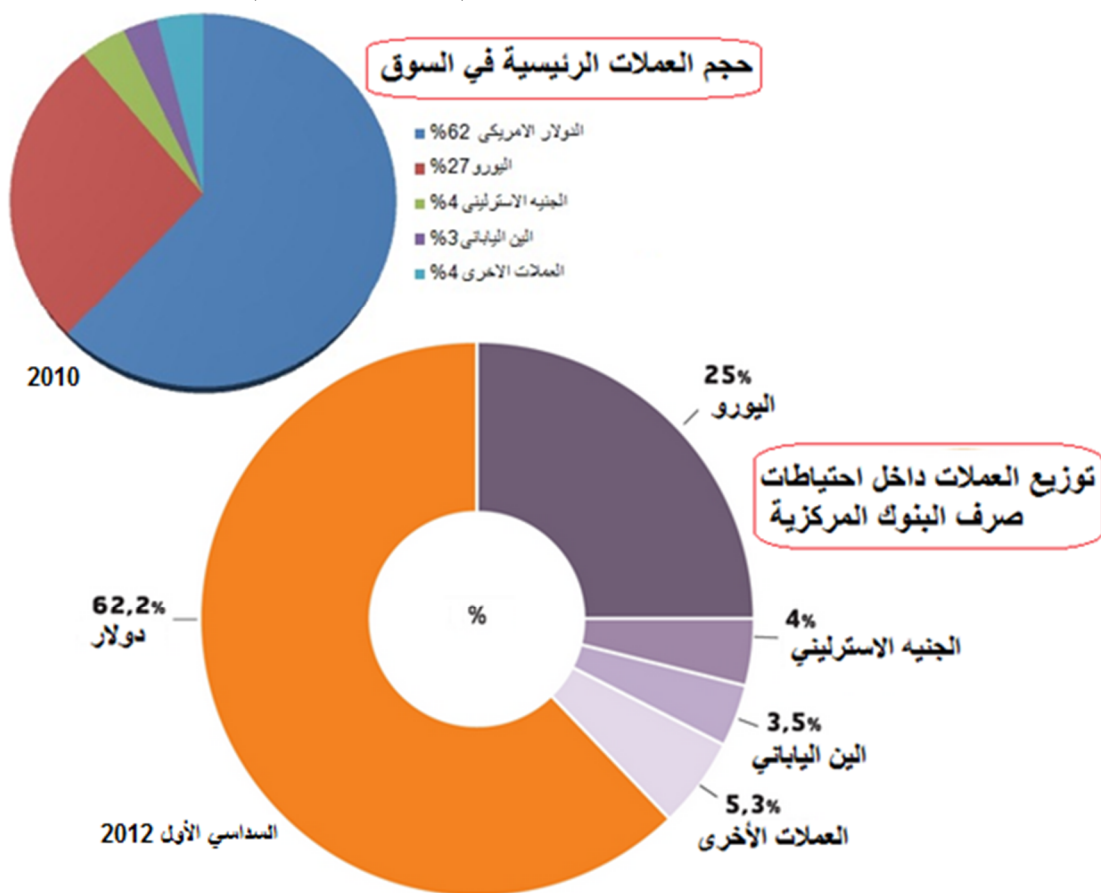
Disponible sur: www.annotationd.blog.free.fr/index.php?tag/Timothy%20Taylor

أجج انفجار أزمة الرهن العقاري في أسواق الأوراق المالية الأمريكية و تسجيل حالات إفلاس عدد كبير من المؤسسات المالية كالبنوك التجارية و صناديق التحوط و شركات التأمين من شدة التوترات التي كانت سائدة في أسواق النقد الأجنبي، و التي ترجمت بانخفاض سعر الصرف الفعلي الدولار مقارنة باليورو دوما خلال عام 2007، كما تواصل هذا الانخفاض خلال عام 2008.

تبع انخفاض قيمة سعر صرف الدولار في أسواق النقد الدولية بتراجع الاحتياطات العالمية من الدولار حيث بلغت في عام 2008 الـ 62,4% فقط مقارنة بعام 2000 الذي بلغت فيه الـ 71,2%. بالرغم من هذا التراجع في قيمة صرف الدولار مقارنة بالعملات الأخرى إلا أن حصة الدولار مقارنة بباقي العملات في حجم السندات المصدرة، أو في فوترة التجارة العالمية، أو في احتياطات البنوك المركزية لا تزال جد معبرة، و هو ما لعب دور كبير في انتقال الأزمة عبر قناة العملة أو قناة سعر الصرف.

يسمح لنا الشكل رقم (36) بتوضيح ذلك.

الشكل رقم (36): مكانة الدولار في الاقتصاد العالمي



Source: L'euro maintient a 25% sa part dans les réserves de change mondiales, LES ECHOS, le 03/07/2012 Disponible sur: www.lesechos.fr/03/07/2012/LesEchos/21218-153-ECH_I-euro-maintien-a-25---sa-part-dans-les-reserves-de-change-mondiales.htm

يؤدي انخفاض سعر صرف الدولار مقارنة بالعملات الأخرى إلى تسجيل الاستثمارات المالية المفوترة بالدولار إلى خسائر و هذا بغض النظر عن مكان هذه الاستثمارات، كما أن اعتماد أكبر أسواق السلع العالمية على عملة الدولار كعملة للفوترة سيكون له تأثير مباشر على أسعار هذه السلع أي أن انخفاض سعر صرف الدولار سيؤدي حتماً إلى ارتفاع أسعار السلع في الأسواق التي تعتمد على الدولار كعملة للفوترة. هناك عموماً عدة قنوات يمكن أن يسلكها انخفاض القيمة الفعلية للدولار لنقل الأزمة إلى دول أخرى، أهمها:¹

- قناة القوة الشرائية و التكلفة: يؤدي انخفاض سعر صرف الدولار إلى جعل السلع أقل قيمة من منظور المستهلكين خارج منطقة الدولار ما يؤدي إلى زيادة الطلب، أما من جانب العرض فإن انخفاض قيمة الدولار يؤدي إلى انخفاض الأرباح المقومة بالعملة المحلية، و هو ما يخلق ضغوطات كبيرة على الأسعار.

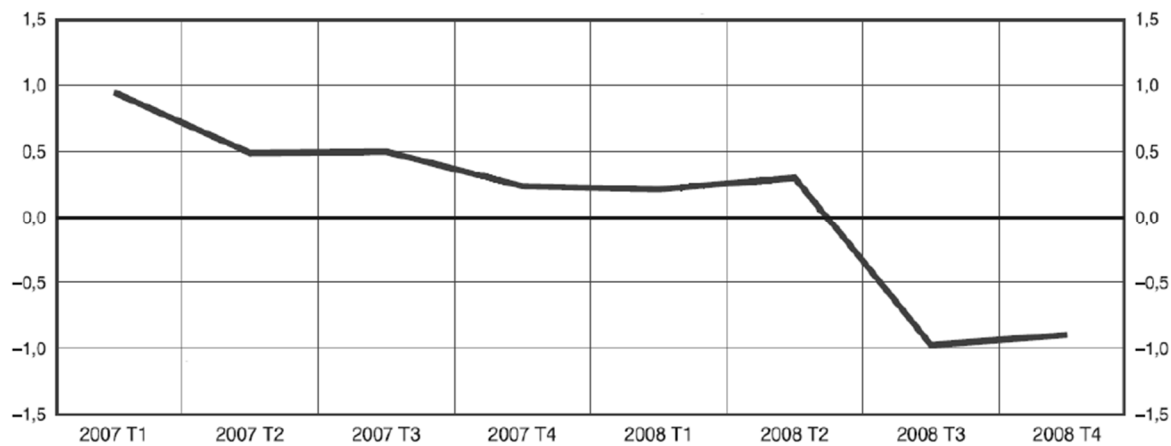
¹ عبد الغاني بن علي، مرجع سابق، ص.ص. 138، 139.

- **قناة الأصول:** يؤدي انخفاض سعر صرف الدولار إلى انخفاض عائدات الأصول المالية المقومة بالدولار، و هو ما يؤدي إلى تسجيل المستثمرين الأجانب لخسائر كبيرة.
- **قناة السياسة النقدية:** يؤدي انخفاض سعر صرف الدولار إلى تراخي السياسات النقدية في اقتصاد الدول التي ترتبط عملتها بالدولار، حيث تلجأ إلى خفض سعر الفائدة و زيادة السيولة ما يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع الأساسية و مختلف الأصول.

3-2-2-3- قناة التجارة الخارجية

تسمح قناة التجارة الخارجية بنقل أثر الأزمة إلى دول أخرى خاصة إذا كانت دولة منشأ الأزمة تحتل مركزا رائدا ما بين الدول الأكثر تصديرا و الأكثر استيرادا في العالم، و هو الحال بالنسبة للوم. أ التي كانت تحتل في عام 2007 المرتبة الأولى عالميا بالنسبة لتجارة الخدمات و المرتبة الثانية بالنسبة لتجارة السلع، كما احتلت أيضا المرتبة الأولى عالميا من حيث الاستيراد. من مظاهر الأزمة داخل أي دولة هو تأثر الاستهلاك الداخلي للأسر و كذلك ارتفاع معدلات البطالة¹، و قد سجل استهلاك الأسر في الولايات المتحدة تراجعا ابتداء من الثلاثي الأول لعام 2007 الذي تزامن مع بداية أزمة الرهن العقاري و تشديد معايير الإقراض، حيث يسمح لنا الشكل (37) بإظهار هذا التراجع الذي أدخل الاقتصاد الأمريكي في حالة ركود ألفت بضلالها على العديد من الدول في العالم.

الشكل رقم (37): استهلاك الأسر في الوم أ (%)



Source: Institut national de la statistique et des études économiques, **Note de conjoncture**, mars 2009, P36

سجلت واردات الولايات المتحدة الأمريكية انخفاضا محسوسا بعد اندلاع أزمة الرهن العقاري حيث دخل الاقتصاد الأمريكي في حالة ركود، فبعد أن كانت الواردات العالمية في عام 2006 تمثل 15,5% من الواردات العالمية، تراجعت خلال عام 2008 لتمثل حوالي 14% من الواردات العالمية. بين لنا الشكل رقم (38) تطور الصادرات و الواردات على المستوى العالمي 2004-2010.

¹ عبد الغاني بن علي، مرجع سابق، ص.125

الشكل رقم (38): تطور الصادرات و الواردات على المستوى العالمي 2004-2010



Source: Ricardo Ffrench-Davis, *l'économie chilienne depuis la crise globale*, Revue: Cahiers des Amériques latines, N°68, 2012, p.64

Disponible sur: www.cal.revue.org/168?lang=en

شكل الدور الكبير للدولار في فوترة التجارة العالمية عاملا مهما في تفعيل انتقال الأزمة عبر قناة التجارة الخارجية، حيث تبع الركود المسجل في الولايات المتحدة الأمريكية بتسجيل تراجع في النشاط الاقتصادي لعدد كبير من الدول، كما خضعت الدول الأكثر اعتمادا على التصدير إلى انكماش كبير في ناتجها المحلي الإجمالي و هو الحال بالنسبة لألمانيا، اليابان...الخ.

كان التأثير واضحا أيضا على اقتصاد الدول النامية التي تربطها بالولايات المتحدة الأمريكية علاقات تجارية قوية خاصة من جانب التصدير، حيث سجلت تراجع كبير في إيراداتها و هو ما كان له أثر سلبي على صحة اقتصادها.¹

3-3- تداعيات الأزمة المالية 2007-2008 و مساعي الخروج منها

شكلت أزمة الرهن العقاري التي اندلعت في الـ 30 من أيلول 2007 أكبر أزمة مالية يشهدها العالم منذ أزمة الكساد الكبير لعام 1929 خاصة و أنها لم تبق منحصرة داخل الحدود الجغرافية للولايات المتحدة و إنما طالت اقتصاد عدد كبير من الدول في العالم متقدمة كانت أو نامية، و قد كانت خسائر هذه الأزمة كبيرة و غير مسبوقة، و لعل ما زاد من ضخامتها هو انتقالها من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي فهي لم تضرب البنوك و مؤسسات التأمين و صناديق التحوط و الاستثمار فحسب، بل امتدت إلى القطاع الإنتاجي مخلفة بذلك الملايين من البطالين عبر العالم، و قد أدخلت هذه الأزمة الاقتصاد العالمي في حالة ركود لم يشهدها منذ الحرب العالمية الثانية إذ انخفض إجمالي الناتج المحلي العالمي خلال الربع الأخير من عام 2008 بـ 6,25% مقارنة بالربع الأخير من عام 2007. بالرغم من الآثار الكارثية للأزمة على المستوى المحلي أو الدولي إلا أن رد الفعل على هذه الأزمة

¹ نادية العقون، مرجع سابق، ص.190

جاء متأخرا نوعا ما، و عموما فإنه يمكننا التمييز بين مستويين من ردود الفعل، المستوى الأول و يضم ردود فعل الأحادية للحكومات و السلطات المحلية، أما المستوى الثاني فيضم ردود الفعل الجماعية التي اتخذتها الدول مجتمعة في إطار اجتماعات مجموعة الـ 20 أو مجموعة الـ 8 أو داخل مؤسسات مالية و نقدية دولية كصندوق النقد الدولي و البنك المركزي الأوروبي (BCE).

سنتناول في المطلب الأول من هذا المبحث الذي قسم إلى مطلبين انعكاسات الأزمة المالية 2007-2008 على الدول النامية ثم انعكاساتها على الدول المتقدمة، و بغية الإلمام بمختلف جوانب هذه الانعكاسات سلطنا الضوء على بعض الدول دون غيرها نظرا لمكانتها الكبيرة في الاقتصاد العالمي، كما سنتناول في المطلب الثاني من هذا المبحث رد الفعل الدولي الأحادي و الجماعي على هذه الأزمة التي حاولنا أن نركز فيها على رد فعل بعض الدول الفاعلة على مستوى الاقتصاد العالمي و كذلك على ما جاء في قمم مجموعة العشرين التي تلت الأزمة.

3-3-1- تداعيات الأزمة المالية

انتقلت عدوى الأزمة المالية التي اندلعت في الو.م.أ في النصف الثاني من عام 2007 بسبب قروض الرهن العقاري إلى باقي دول العالم عبر عدة قنوات رئيسية منها قناة الأوراق المالية و قناة سعر الصرف و قناة التجارة الخارجية، كما كانت انعكاسات هذه الأزمة جد سلبية على اقتصاد عدد كبير من الدول وهذا بغض النظر عن درجة تقدمها الاقتصادي.

3-3-1-1- انعكاسات الأزمة على الدول النامية

بعد أن اندلعت الأزمة المالية في القطاع المالي الأمريكي و من ثم في القطاع المالي للدول المتقدمة، انتقلت آثار الأزمة بشكل سريع إلى الدول النامية التي كانت مرتبطة بالأسواق المالية العالمية و تجلى ذلك بانسحاب رؤوس الأموال من أسواق هذه الدول إلى الدول المتقدمة و بالخصوص إلى الولايات المتحدة الأمريكية.

كان أثر انسحاب رؤوس الأموال من أسواق الدول النامية محدودا نوعا ما نظرا لعدم اندماجها الكبير داخل أسواق المال الدولية.

أدى تفاقم الأزمة المالية بسبب تجميد عملية الاقتراض و انهيار قيمة الثروات الخاصة إلى انتقال الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي، حيث أنه ابتداءً من نهاية عام 2008 تنامت آثار الأزمة داخل الدول النامية.

أسفرت الأزمة الاقتصادية العالمية عن انهيار المبادلات التجارية في العالم و عن انخفاض أسعار السلع الأساسية التي تعد أحد الميكانيزمات الرئيسية التي مست من خلالها الأزمة الدول النامية.¹

¹ Rapport rédigé par Massoud Karshenas pour le Bureau du Haut-Représentant pour les pays les moins avancés, les pays en développement sans littoral et les petits États insulaires en développement (UN-OHRLLS), **Impact de la crise financière et économique mondiale sur les pays les moins avancés**, 2009, p.7

يعد انخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي (IDE) بعد عام 2007 ثاني ميكانيزم تأثرت من خلاله الدول النامية، فالى جانب الميكانيزمين السابقين يعتبر ميكانيزم التحويلات الخارجية للعمال المغتربين ثالث الميكانيزمات التي تأثرت من خلالها الدول النامية، حيث أن ارتفاع معدل البطالة في الدول المتقدمة و انخفاض الطلب على اليد العاملة الأجنبية الناتج عن انخفاض صادرات السلع الأساسية في بعض الدول المتقدمة التي عادة ما تستورد اليد العاملة عرض الدول النامية إلى انخفاض التحويلات الخارجية.

أدت الأزمة الاقتصادية إلى تدهور سريع لحالة ميزانية جل الدول المتقدمة حيث كان لهذا الوضع أثر على ميزانية المساعدات العمومية للتنمية (ADP) التي تخصصها سنويا دول الـ OCDE ما كان له آثار سلبية على الدول النامية.

أخذت تأثيرات الأزمة الاقتصادية العالمية على الدول النامية عدة أشكال ما جعل هذه الأزمة تؤثر على عدة دول بدرجات مختلفة أي حسب درجة اندماج كل دولة نامية داخل الاقتصاد العالمي و كذلك حسب الهيكل الاقتصادي الوطني لكل منها.

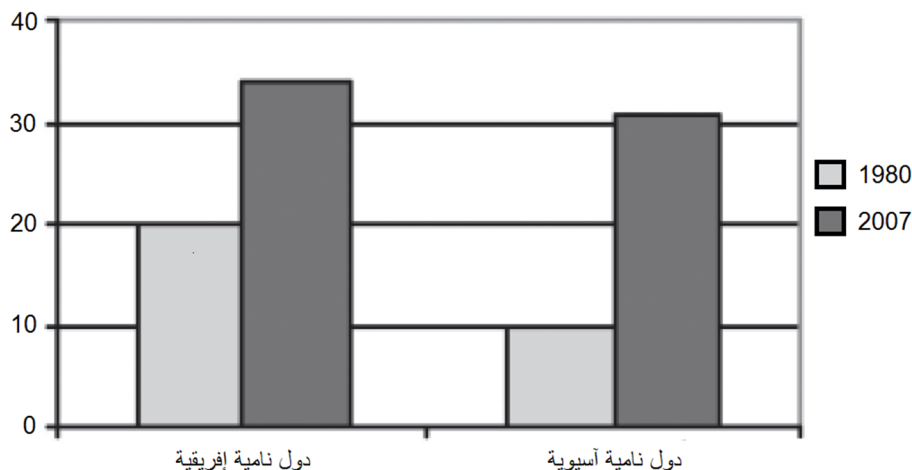
أ- **أثر الأزمة على تجارة السلع والخدمات:** تشبه الأوضاع التي واجهتها الدول النامية منذ اندلاع الأزمة تلك الأوضاع التي سادت بعد الارتفاع الكبير لأسعار السلع الأساسية في السبعينات، حيث تبعت بمرحلة طويلة من التصحيحات و الانكماش استمرت إلى غاية منتصف التسعينات من القرن الماضي، و بناءً على ما سبق يمكننا توقع بأن انهيار الأسعار الناتج عن الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية يمكن أن تؤدي إلى نفس الحالة من الانكماش داخل الدول النامية.

تتوقف خطورة و مدة التباطؤ الاقتصادي داخل الدول النامية على خطورة و مدة الأزمة الاقتصادية، و من جانب آخر فإنه يجب الإشارة إلى أن البنية الاقتصادية الحالية للدول النامية و طريقة اندماجها داخل الاقتصاد العالمي تختلف عما كانت عليه في نهاية السبعينات.

توصلت الدول النامية خلال الفترة التي سبقت الأزمة إلى مستوى متقدم من تحرير المبادلات التجارية و أصبحت أكثر اندماجا داخل الاقتصاد العالمي وهو ما يبينه الارتفاع الكبير للنسبة صادرات/PIB داخل الدول النامية الآسيوية و كذلك الإفريقية منذ عام 1980.

يسمح لنا الشكل رقم (39) بمقارنة النسبة صادرات/PIB لكل من الدول النامية الآسيوية و الدول النامية الإفريقية خلال سنتي 1980 و 2007.

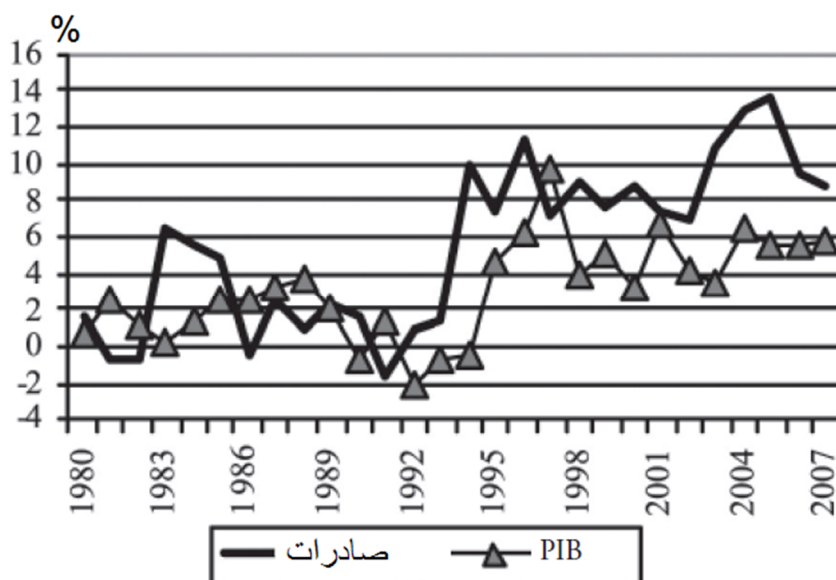
الشكل رقم (39): النسبة صادرات/PIB في الدول النامية الآسيوية و الدول النامية الإفريقية خلال
(2007-1980) (%)



Source: Massoud Karshenas, Op. Cit, p.7

أصبحت الدول النامية بسبب تخليها عن السياسات الصناعية القديمة الحمائية و توجيهها نحو التحرير الاقتصادي معرضة أكثر من أي وقت مضى إلى انهيار مستويات تجارتها الخارجية. يسمح لنا الشكل رقم (40) بإظهار العلاقة القوية بين مستوى الصادرات داخل الدول النامية و بين ناتجها المحلي الإجمالي (PIB)، كما نلاحظ أيضا من خلال هذا الشكل بأن الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول كان في كل مرة يتأثر بالصدمات الخارجية. سمحت مستويات النمو المحققة في الدول النامية قبل اندلاع الأزمة المالية بتقليل أثر الأزمة على معدلات النمو حيث ظلت عند مستويات أقل عن تلك التي سجلت خلال سنوات الثمانينات و التسعينات.

شكل رقم (40): متوسط النمو السنوي للصادرات و الـ PIB للدول النامية الإفريقية



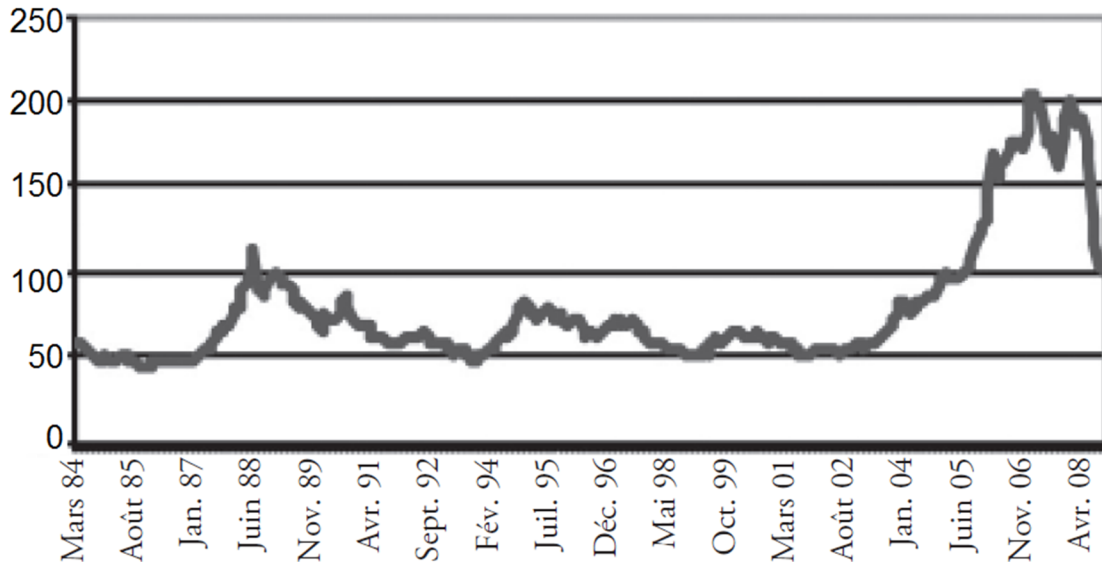
Source: Massoud Karshenas, Op. Cit, p.7

يتوقف مدى تأثر الدول النامية بانهيار التجارة العالمية بمدى طبيعة التخصص التجاري لهذه الدول، و تخصص الدول النامية الإفريقية عموما في تصدير السلع الأولية حيث تمثل حوالي 90% من إجمالي صادرات هذه الدول، بينما يمكن ملاحظة بأن بعض الدول النامية الآسيوية تخصص في الصناعات المصنعة، حيث أن حوالي 70% من صادراتها متعلقة بسلع تحتاج إلى وفرة اليد العاملة كصناعة الملابس، الأحذية...الخ.

تعاني الدول النامية المصدرة للسلع المصنعة من آثار الأزمة العالمية جراء انخفاض الطلب على صادراتها، حيث تؤدي إلى انكماش إنتاج المؤسسات الموجه للتصدير و ارتفاع نسبة البطالة. تدخل هذه الأزمة الدول النامية في دورات من الانكماش في باقي أقسام اقتصادها ما من شأنه أن يعمق من الفقر بهذه الدول، أما فيما يخص الدول النامية المصدرة للمواد الأولية فإنها ستتأثر من الأزمة العالمية من خلال انهيار أسعار المواد الأولية، حيث أن الميكانيزم الأساسي لإعادة التوازن على المدى القصير داخل هذه الأسواق هو تصحيح الأسعار و ليس تصحيح الكميات.¹

عانت العديد من الدول النامية من انخفاض أسعار البترول و المعادن حيث سجلت أسعار هذه السلع انخفاضا كبيرا منذ بداية الانكماش العالمي، فكما يبينه كل من الشكلين (41) و (42) فإن أسعار البترول و المعادن قد سجلت ارتفاع خلال مرحلة طويلة امتدت من عام 2002 إلى عام 2008، لكن و مع بداية الأزمة العالمية تحول هذا الارتفاع في ظرف وجيز إلى انخفاض، حيث انخفضت ما بين شهر جويلية 2008 و مارس 2009 بـ 70% بالنسبة للبترول و 59% بالنسبة للمعادن.

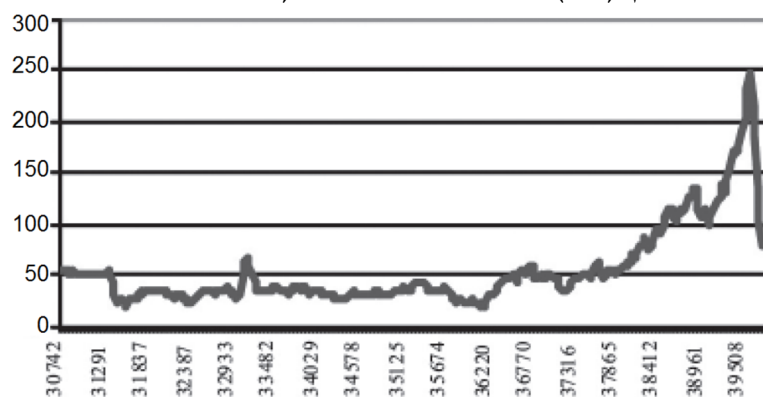
الشكل رقم (41): تطور سعر المعادن (1984-2008)



Source: Massoud Karshenas, Op. Cit, p. 10

¹ Disponible sur : www.polder.revues.org/131

الشكل رقم (42): تطور سعر البترول (2002-2008)



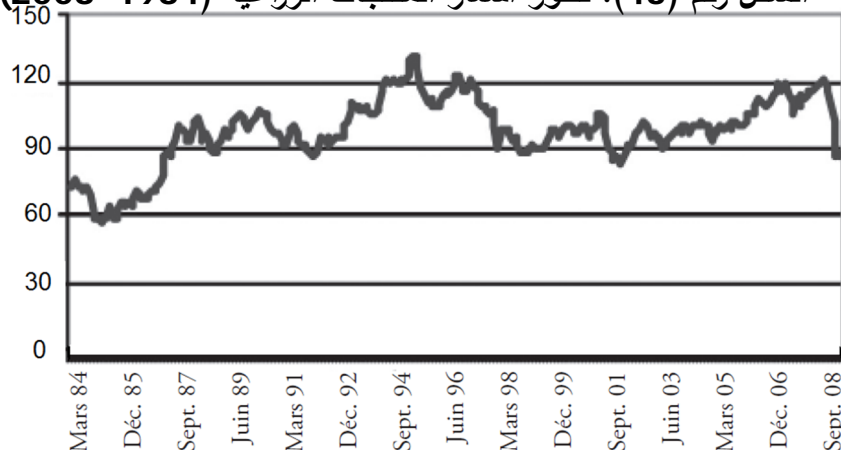
Source: Massoud Karshenas, Op.Cit, p.10

انعكس الانكماش العالمي بسرعة على الدول النامية المصدرة للمنتجات الزراعية حيث أن تقلبات أسعار هذه المنتجات تظهر بشكل مباشر على المستوى المعيشي لعدد كبير من المزارعين و التجار الذين يعملون داخل هذا القطاع.

يختلف منحى أسعار الصادرات من المنتجات الزراعية الخاص بالدول النامية الشكل رقم (43) عن منحى أسعار صادرات نفس هذه الدول من البترول و المعادن، كما يسمح لنا الشكل رقم (43) بملاحظة عدة خصوصيات أهمها:

- التقلبات الكبيرة التي عرفت أسعار المنتجات الزراعية في السابق حيث تفوق شدتها تلك التقلبات التي شهدتها الأسعار مع بداية الأزمة المالية العالمية؛
- حتى و إن شهدت بعض المنتجات الزراعية ارتفاعا كبيرا في الأسعار خلال الفترة الممتدة من عام 2002 إلى عام 2008 فإن ارتفاع أسعار العديد من المنتجات الزراعية كان جد معقول خلال نفس الفترة ما جعلها عموما تظل تحت المستويات التاريخية المسجلة (الحقيقية).

الشكل رقم (43): تطور أسعار المنتجات الزراعية (1984-2008)



Source: Massoud Karshenas, Op. Cit, p.11

انعكس ارتفاع أسعار البترول منذ عام 2008 بشكل سلبي على الدول النامية المصدرة للمنتجات الزراعية حيث تعد غالبيتها دول مستوردة للبترول، و قد كان أيضا لارتفاع أسعار البترول أثر سلبي

على ميزان المدفوعات حيث خلق ضغوطات تضخمية متزايدة و دفع هذه الدول إلى إتباع سياسة تقشفية.

أدى انخفاض أسعار البترول منذ بداية الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية إلى التخفيض من الضغوطات السابقة و إلى التقليل من الانعكاسات السلبية للأزمة (بالنسبة لغالبية الدول النامية باستثناء تلك المصدرة للبترول).

يمكن القول في الأخير بأن انكماش الاقتصاد العالمي قد أدى إلى وقوع انخفاض كبير في أسعار و حجم الصادرات مخلفا بذلك انعكاسات سلبية على الدول النامية تجلت في تأثر ميزان مدفوعاتها و ميزانياتها العمومية، و انخفاض الاستثمارات و النشاط الاقتصادي داخل قطاع التصدير و غيره من القطاعات الأخرى.

ب- أثر الأزمة على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر و رؤوس الأموال الخاصة: تسيطر البنوك الأجنبية على القطاع المالي لعدد كبير من الدول النامية حيث تسمح لنا الإحصائيات الخاصة بـ 16 دولة نامية بملاحظة أن المتعاملين الأجانب يسيطرون على حوالي 50% من إجمالي الأصول البنكية، كما نلاحظ أيضا بأنه في أكثر من 10 دول من الـ 16 محل الدراسة يحوز المساهم الأجنبي على أكثر من 2/3 من الأصول البنكية.

كانت الانعكاسات المباشرة للأزمة المالية العالمية على الدول النامية محدودة مقارنة بالدول الصاعدة كالبرازيل، الهند، روسيا... الخ، فنشاط البنوك التجارية داخل الدول النامية محصور أساسا في تقديم الخدمات التجارية محليا، القروض الخاصة، المساهمة في استثمارات المحفظة، و هو ما يشكل جزء صغير من تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل باتجاه الدول النامية.¹

يسمح لنا الجدول رقم (15) بإظهار توزيع التدفقات الأجنبية رؤوس الأموال بين الاستثمار الأجنبي المباشر، استثمارات المحفظة، القروض الخاصة، و هذا خلال 2004، 2005، 2006.

الجدول رقم (15): تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى الدول النامية (2004-2006)

النوع	ملايير الدولارات			النسبة
	2006	2005	2004	
مساهمة عمومية	17,6	17,6	16,3	61,8
تدفقات خاصة صافية	11,2	9,8	10,8	38,2
استثمار أجنبي مباشر	12,3	7,8	9,3	35,3
استثمارات المحفظة	0,0	0,1	0,0	0,1
قروض خاصة	-1,6	2,0	1,4	2,2
المجموع (دون خفض الديون)	28,8	27,4	27,1	100

Source: Massoud Karshenas, Op. Cit, p.15

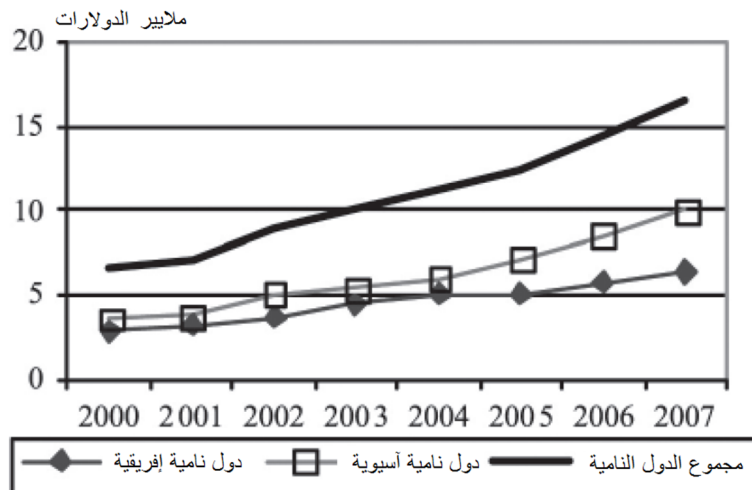
¹ Ernest Harsch, **Répercussions de la crise financière mondiale**, REVUE on ligne: Afrique Renouveau, janvier 2009, p.4

تعرضت الدول النامية التي تهيمن فيها فروع البنوك الأجنبية على قطاعها المالي إلى اضطراب مالي كبير و هذا حسب درجة تعرض البنوك التجارية الأم للأزمة المالية العالمية و إمكانية سحب هذه الأخيرة لرؤوس أموالها من الدول النامية.

يشكل الاستثمار الأجنبي المباشر المصدر الرئيسي للتمويل الخاص طويل الأجل في الدول النامية، حيث ارتفع تدفقها إلى هذه الدول منذ التسعينات من القرن الماضي ليبلغ حوالي 40% من إجمالي التدفقات الخارجية، و قد أثرت الأزمة المالية العالمية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر نحو الدول النامية بسبب افتقاد المؤسسات المتعددة الجنسيات للقروض و انخفاض عائد استثماراتها.

ج- أثر الأزمة على تحويلات العمال في الخارج: تشكل الأرصدة النقدية التي يبعثها العمال المغتربين حلقة هامة في اقتصاد العديد من الدول النامية، و شهدت هذه الأرصدة نمو كبيرا و سريعا خلال الفترة (2000-2007)، و هو ما يمكن ملاحظته بالرجوع إلى الشكل رقم (44) والجدول رقم (16).

الشكل رقم (44): الأرصدة النقدية المحولة من طرف العمال المغتربين "2007-2000"



Source: Massoud Karshenas, Op. Cit, p.17

الجدول رقم (16): الأرصدة النقدية المحولة إلى الدول النامية "2007-2000" (ملايير الدولارات)

الدول السنوات	دول نامية إفريقية	دول نامية آسيوية	دول نامية أخرى	إجمالي الدول النامية
2000	2,9	3,6	0,2	6,7
2001	3,2	3,8	0,2	7,2
2002	3,5	5,1	0,1	8,9
2003	4,5	5,5	0,1	10,1
2004	5,1	6,0	0,2	11,2
2005	5,1	7,1	0,2	12,4
2006	5,8	8,6	0,2	14,6
2007	6,4	10,1	0,2	16,7

Source: Massoud Karshenas, Op. Cit, p.17

نلاحظ بالنسبة للدول النامية التي نملك إحصائياتها بأن التحويلات ارتفعت من 6,7 مليار دولار عام 2000 إلى 16,6 مليار دولار عام 2007، و نلاحظ بالنسبة للدول النامية الإفريقية بأن التحويلات قد ارتفعت من 2,9 مليار دولار عام 2000 إلى 6,4 مليار دولار عام 2007، أما فيما يخص الدول النامية الآسيوية فقد انتقلت من 3,6 مليار دولار عام 2000 إلى 10 مليار دولار عام 2007. نستنتج مما سبق بأن إجمالي تحويلات العمال المغتربين قد تجاوز في عام 2007 إجمالي الاستثمارات الأجنبية المباشرة الداخلة إلى الدول النامية.

تأتي تحويلات العمال المغتربين اتجاه الدول النامية أساسا من الدول المجاورة المتقدمة التي استفادت من ارتفاع أسعار السلع الأساسية خلال السنوات الأخيرة، و قد أدت الأزمة المالية العالمية إلى انخفاض تحويلات العمال المغتربين نحو الدول النامية حيث قدرها البنك العالمي بحوالي 5% خلال عام 2009، ما شكل صدمة سلبية إضافية أخرى للدول النامية إضافة إلى الصدمات الناتجة عن انهيار التبادل التجاري و الأسواق المالية، و لعل ما زاد من خطورة انخفاض هذه التحويلات بالنسبة للدول النامية هو أن هذه التحويلات تمثل مداخيل عدد كبير من العائلات الفقيرة، كما أن مدخرات المغتربين تعتبر مصدر رئيسي للاستثمار داخل المؤسسات الصغيرة و بالتالي خلق مناصب الشغل.

د- أثر الأزمة على المساعدات العمومية للتنمية: تفاعلت الدول الصناعية المتقدمة مع الأزمة العالمية بإتباع سياسة إنعاش اقتصادي ضخمة تميزت بانخفاض كبير في أسعار الفائدة المعتمدة من طرف البنوك المركزية لأصول مالية طويلة الأجل.

روفقت هذه الإجراءات بضح كبير للسيولة داخل المؤسسات المالية و داخل المساعدات المالية الموجهة للصناعات الإستراتيجية المتضررة.

إلى جانب ما سبق ذكره فإن الدول المتقدمة مزودة بميكانيزمات للحفاظ على استقرارها الهيكلي مثل التأمين على البطالة الذي خفف من آثار الركود، و من جانب آخر تفتقد الدول النامية إلى ميكانيزمات الاستقرار الهيكلي الموجودة داخل الدول المتقدمة، ففي ظل هذا الوضع يبدو جليا بأن هذه الدول تكون في حاجة للجوء إلى السياسة النقدية و سياسة الميزانية إلا أنها و خلاف الدول المتقدمة فإن البنوك المركزية و الحكومة داخل الدول النامية تواجه عراقيل كبيرة تمنعها من تبني سياسة نقدية و سياسة ميزانية كفيلتين بالخروج من الأزمة الاقتصادية، و يبرز هذا الوضع الأهمية البالغة التي تتمتع بها المساعدات العمومية للتنمية (APD) داخل الدول النامية لتقديم الإجابات اللازمة للأزمة.¹

أدت الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية إلى تخلي العديد من الدول المتقدمة عن الالتزامات التي اتخذتها بشأن تقديم مساعدات مالية للدول النامية، حيث لجأت جل الدول المتقدمة إلى إتباع سياسة تقشف لإعادة التوازن في ميزان المدفوعات، و لعل من بين المصاريف التي لجأت الدول المتقدمة

¹ Ernest Harsch, Op. Cit, p.4

لتقليصها هي تلك المساعدات الممنوحة للدول النامية، إذ بينت دراسة أعدها صندوق النقد الدولي في 2009 بأن هذه المساعدات قد انخفضت بنسبة 30% خلال عام 2009.

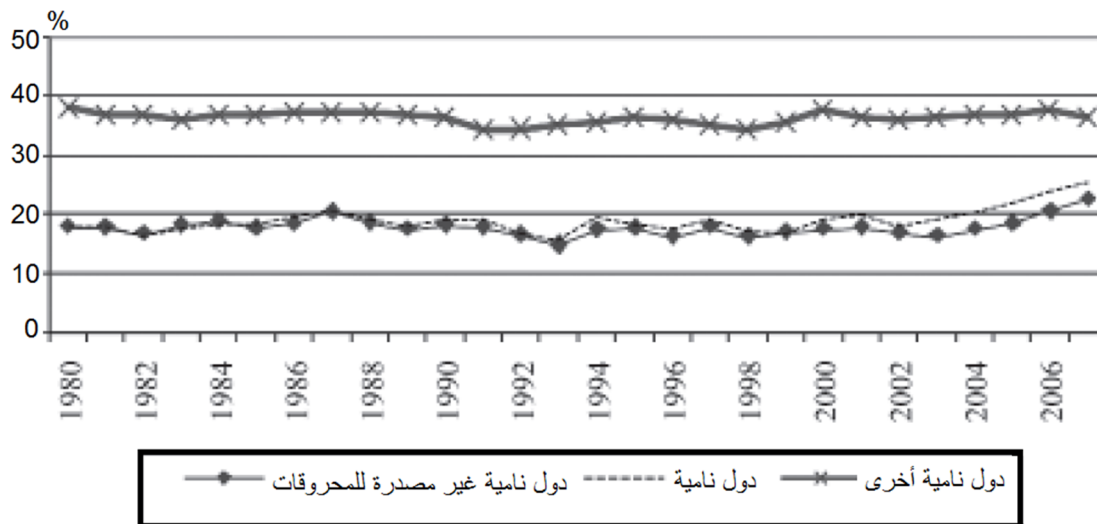
هـ- **أثر الأزمة على معدلات النمو و الفقر:** يختلف أثر الأزمة العالمية على معدلات نمو اقتصاد الدول النامية حسب طبيعة اقتصاد كل دولة و مدى اندماجها داخل الاقتصاد العالمي، و كذلك حسب الأجوبة المقدمة من طرف حكومات هذه الدول.

تتميز الدول النامية بنقص فادح في الموارد المالية ما يحد من إمكانياتها لتصحيح وضعية اقتصادها في حالة تعرضها لصدمات خارجية متأتية من الاقتصاد العالمي، و لعل خير دليل على ما سبق هو المستوى المنخفض للمصادر الداخلية المتاحة للتمويل (Ressources intérieures disponibles) الخام (PIB)، كما أنه يمكن اعتبارها تلك الموارد الداخلية المتاحة للاستثمار و مصاريف القطاع العمومي.¹

يسمح لنا الشكل رقم (45) بإظهار تطور الـ RIDF في كل من الدول النامية و الدول المتقدمة خلال الفترة الممتدة من 1980 إلى غاية عام 2007.

الشكل رقم (45): الموارد الداخلية المتاحة للتمويل RIDF في الدول النامية و الدول المتقدمة

2007-1980



Source: Massoud Karshenas, Op. Cit, p.25

نلاحظ من خلال الشكل رقم (45) بأن متوسط الـ RIDF هو في حدود 18% من الناتج الداخلي الخام (PIB) أي أقل من نصف متوسط الدول المتقدمة، كما يصبح مستوى الـ RIDF في الدول النامية أكثر دلالة خاصة إذا ما نظرنا إلى مستويات الاستهلاك الخاص الضعيفة جدا بهذه الدول و غير البعيدة عن مستوى الفقر.

¹ Massoud Karshenas, Op. Cit, p.25

يؤدي الوضع السابق إلى تقليص مجال اتخاذ القرار داخل الدول النامية حتى في الفترات العادية، إذ يؤدي اعتماد العديد من الدول النامية على المساعدات إلى تضيق مجال اتخاذ القرار بسبب غياب التنسيق و عدم التيقن من وصول المساعدات الخارجية المربوطة بشروط من الخارج.

سجلت الدول النامية نموا كبيرا في الـ RIDF الذي انتقل من حوالي 17% من الـ PIB عام 2002 إلى 25% حوالي 2007، و قد تزامن هذا الوضع مع الاستقرار النسبي للاستهلاك الحقيقي للفرد داخل هذه الدول ما يدل على المجهودات الكبيرة التي بذلتها هذه الدول و الرامية إلى تسخير الموارد الداخلية في سبيل التنمية.

لم يعمر الوضع السابق طويلا حيث جاءت الأزمة الاقتصادية العالمية لتزعزع السيرورة السابقة بل لتشمل حتى معدلات النمو، ما أدى إلى تعميق حالة الفقر داخل الدول النامية بسبب افتقار مساعدات خارجية إضافية.

انتقل أثر الأزمة العالمية بأشكال مختلفة داخل الدول النامية، منها ما هو مباشر و منها ما هو غير مباشر، و يعتبر تأثير الأزمة على النمو الاقتصادي و مستويات التشغيل و الأجور إحدى الطرق المباشرة التي سلكتها الأزمة و التي أثرت من خلالها على فئات كبيرة من أصحاب الدخل المنخفضة، كما ساهم أيضا انخفاض تحويلات العمال المغتربين في الخارج جراء الأزمة العالمية في زيادة حدة الفقر، حيث تساهم هذه التحويلات في توفير دخل للعائلات الفقيرة أو في تنويع مصادر دخلها.

3-3-1-2- انعكاسات الأزمة على الدول المتقدمة

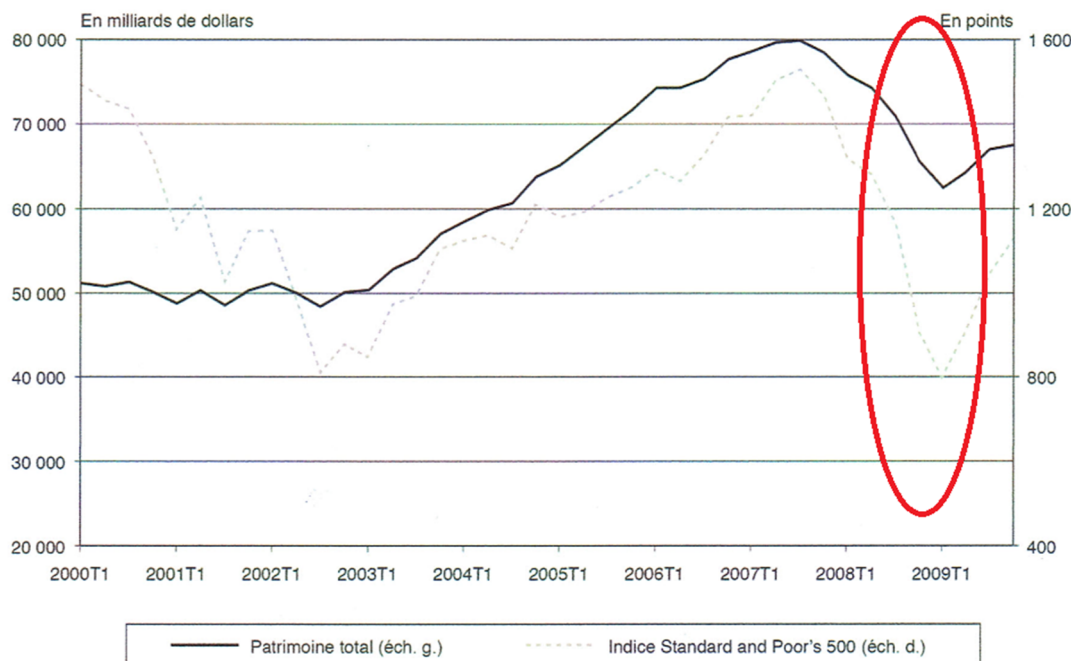
كما سبق الإشارة إليه في العناصر السابقة فإن الدول المتقدمة كانت أول الدول المتضررة من الأزمة المالية التي اندلعت في الولايات المتحدة الأمريكية، و هذا نتيجة الترابط الكبير القائم بين اقتصاد الدول المتقدمة عموما و أسواقها المالية خصوصا.

يرى العديد من الاقتصاديين بأن الأزمة المالية انتقلت إلى بقية الدول المتقدمة من خلال تأثير (انخفاض) الطلب الداخلي في هذه الدول، كما يرجع نفس الاقتصاديون ذلك إلى سلوك الأزمة لقناتين رئيسيتين هما قناة أثر الثروة (Patrimoine des ménages) الذي يؤثر بصفة مباشرة على الاستهلاك، و قناة التمويل الذي يؤثر بصفة مباشرة على الاستثمار (يؤدي ارتفاع تكلفة التمويل بالنسبة للمؤسسات و العائلات إلى تراجع النشاط الاقتصادي و بالتالي الاستهلاك و هو ما يساهم في استمرار انخفاض الاستثمار).¹

¹ Jean charles Bricogne, Jean Arc Fournier, Vincent Lapegue, Olivier Monso, **De la crise financière a la crise économique : l'impact des perturbations financières de 2007 et 2008 sur la croissance de sept pays industrialisés**, Revue: ECONOMIE ET STATISTIQUE, N°438-440, 2012, p.56

يبين لنا الشكل رقم (46) تطورات قيمة ثروة العائلات الأمريكية خلال الفترة الممتدة ما بين الثلاثي الأول من عام 2000 و الثلاثي الأول من عام 2009.

الشكل رقم (46): تطورات قيمة ثروة العائلات الأمريكية



Source: Jean charles Bricogne, Jean Arc Fournier, Vincent Lapegue, Olivier Monso, **De la crise financière a la crise économique : l'impact des perturbations financières de 2007 et 2008 sur la croissance de sept pays industrialisés**, Revue: ECONOMIE ET STATISTIQUE, N°438-440, 2012, p.56

سجلت قيمة ثروة العائلات الأمريكية سواء المالية أو العقارية تراجعاً كبيراً حيث انخفضت بين الثلاثي الثالث من عام 2007 و الثلاثي الأول من عام 2009 بحوالي 22%، و يرى كل من Bolt و Timbean (2009) بأن تقلبات قيمة ثروة العائلات الأمريكية خلال هذه الأزمة مشابهة لحد كبير تلك التقلبات المسجلة خلال أزمة التكنولوجيات الحديثة التي انفجرت في بداية الألفية (2000). أدى انكماش ثروة العائلات الأمريكية إلى انخفاض قدرتها الاقتراضية و من ثم تراجع نفقاتها الاستهلاكية، و قد كان انخفاض ثروة العائلات الفرنسية محدوداً مقارنة بنظيرتها من العائلات الأمريكية، و يفسر كل من Aviat (2008) و Lablard (2005) هذا الوضع على أن استهلاك العائلات الفرنسية لا يتأثر بشكل كبير جراء تغير قيمة الثروة (عدم مرونة الإنفاق الاستهلاكي للعائلات الفرنسية اتجاه الثروة الحقيقية).¹

¹ Ibid, P.56

بينت مختلف الإحصائيات المتعلقة بأسعار الأسهم و السندات المسجلة في مختلف الدول المتقدمة بأن أثر الثروة ساهم بشكل كبير في تراجع معدل النمو الاقتصادي لمختلف هذه الدول خلال عام 2009 و خصوصا كل من الولايات المتحدة الأمريكية و بريطانيا.

وضعت الأزمة المالية كل من العائلات و المؤسسات في مواجهة تحديين رئيسيين، الأول هو ارتفاع تكلفة التمويل (الإقراض) اللازم لتمويل الاستثمارات، و الثاني هو تشديد شروط الإقراض. أصبحت شروط الإقراض في فرنسا خلال الثلاث الثلاثيات الأولى من عام 2008 أكثر تشددا لا سيما فيما تعلق بقروض السكن، و قد تبع هذا التشدد في الشروط بارتفاع معدل الفائدة.

لقد ساهم بعد ذلك تدخل البنوك المركزية في الأسواق المالية في تثبيت شروط الإقراض من جهة و في انخفاض معدلات الفائدة من جهة أخرى، و قد كان ذلك ابتداءً من الثلاثي الرابع من عام 2008 و إلى غاية الثلاثي الثالث من عام 2009، و يعود تشديد شروط الإقراض بالنسبة للمؤسسات في الدول المتقدمة إلى ارتفاع علاوة الخطر التي يطالب بها المقرضون من جهة و إلى تضيق عملية الإقراض من جهة أخرى.

تأثرت أيضا العديد من الدول المتقدمة بالأزمة المالية جراء انكماش مستوى التجارة العالمية حيث عرفت هذه الأخيرة تراجعا كبيرا خلال الأزمة المالية بسبب نقص الطلب العالمي، و قد كانت ألمانيا من أكبر الدول المتضررة في هذا الجانب كونها من أوائل الدول المصدرة في العالم.

بينت العديد من الإحصائيات بأن الولايات المتحدة الأمريكية كانت الدولة الأكثر تأثرا بالأزمة خلال عام 2008 و لعل هذا منطقي إذا ما رجعنا إلى أحداث الأزمة، كما بينت الإحصائيات أيضا بأن آثار الأزمة لم تظهر بشكل واضح على معدل النمو الاقتصادي إلا خلال عام 2009 و هذا بسبب التراجع الكبير في مستوى النشاط الاقتصادي المسجل خلال الثلاثي الرابع من عام 2008 و الثلاثي الأول من عام 2009.

تعتبر اليابان و بريطانيا و ألمانيا و إيطاليا إلى جانب الولايات المتحدة الأمريكية الدول المتقدمة الأكثر تضررا من الأزمة و يدل هذا على سرعة انتقال الأزمة من الولايات المتحدة الأمريكية إلى بقية دول العالم.¹

يسمح لنا الجدول رقم (17) بتوضيح مدى تأثر عدة دول متقدمة من الأزمة خلال عامي 2008 و 2009.

¹ Ibid, p.65

الجدول رقم (17): أثر الأزمة المالية على الناتج الداخلي الخام (PIB) في الدول المتقدمة

أثر على النمو (نقطة من الـ PIB)								2008 أ -
منطقة اليورو	فرنسا	ألمانيا	إيطاليا	اسبانيا	وم أ	بريطانيا	اليابان	2008
-1,2	-1,2	-1,4	-1,1	-0,5	-2,6	-1,0	-1,3	الأثر الكلي للأزمة:
-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,9	-0,4	0,4	- أثر الثروة
-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	- تكلفة التمويل
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	- سعر البترول
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	- سعر الصرف
-0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,4	- التفريغ
-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-1,7	-0,3	-0,5	- بقايا الطلب المحلي
-0,3	-0,2	-0,5	-0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,6	- بقايا الطلب الخارجي
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	تدخل الميزانية العامة

ب - 2009

أثر على النمو (نقطة من الـ PIB)								2008
منطقة اليورو	فرنسا	ألمانيا	إيطاليا	اسبانيا	وم أ	بريطانيا	اليابان	2008
-6,2	-4,2	-7,0	-6,3	-4,7	-5,0	-7,0	-8,2	الأثر الكلي للأزمة:
-0,7	-0,6	-0,6	-0,7	-0,1	-1,9	-1,4	-0,9	- أثر الثروة
-1,7	-1,6	-1,5	-1,8	-0,2	-1,0	-1,0	-0,9	- تكلفة التمويل
0,1	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,4	0,0	0,2	- سعر البترول
0,3	0,3	0,3	0,2	0,0	0,1	1,1	-1,4	- سعر الصرف
-1,1	-1,7	-0,9	-0,6	0,0	-1,1	-1,3	-0,6	- التفريغ
-1,7	-1,0	-1,7	-1,2	-0,1	-3,8	-3,3	-4,0	- بقايا الطلب المحلي
-2,2	-0,9	-4,1	-2,4	-0,1	1,2	-2,1	-2,2	- بقايا الطلب الخارجي
0,8	1,0	1,1	0,3	0,0	1,1	1,0	1,5	تدخل الميزانية العامة

Source: Jean charles Bricogne, Jean Arc Fournier, Vincent Lapegue, Olivier Monso, *De la crise financière a la crise économique : l'impact des perturbations financières de 2007 et 2008 sur la croissance de sept pays industrialisés*, Revue: ECONOMIE ET STATISTIQUE, N°438-440, 2012, p.66

يقدر الأثر الكلي للأزمة المالية على اقتصاد دول منطقة اليورو بـ 6,5 نقطة من الـ PIB بالنسبة لمعدل النمو خلال عام 2009.

تم في الجدول السابق قياس أثر الأزمة المالية على معدل النمو الاقتصادي (انطلاقاً من الـ PIB) بناءً على سبعة معايير ألا وهي:

- أثر الثروة (effet de richesse)؛
- تكلفة التمويل (cout du financement)؛
- سعر البترول (prix du pétrole)؛
- سعر الصرف (taux de change)؛
- الطلب الداخلي (demande intérieure)؛

- التجارة الخارجية (commerce extérieur)؛

- التفريغ (déstockage)؛

نلاحظ من الجدول أعلاه بأن اثر الأزمة على الدول المتقدمة خلال عام 2008 قد كان محدودا نوعا ما حيث سجل PIB منطقة اليورو انخفاضا بـ 1,2 نقطة فقط في حين انخفض عام 2009 بـ 6,2 نقطة، نفس الشيء بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية التي تراجع فيها الـ PIB عام 2008 بـ 2,6 نقطة في حين انخفض عام 2009 بـ 5 نقاط كاملة.

3-3-2- مساعي الخروج من الأزمة المالية 2007-2008

للإحاطة بمختلف المساعي الرامية إلى تدليل تداعيات الأزمة المالية و تجاوز آثارها السلبية قمنا بتقسيم هذه الجهود المبذولة من طرف الدول إلى مستويين، و ضم المستوى الأول أهم خطط الإنقاذ التي اتخذتها كل دولة على حدى لإعادة بعث نشاطها الاقتصادي، في حين ضم المستوى الثاني تلك الجهود و الإجراءات الجماعية التي اتخذت على المستوى الدولي (دول مجموعة الـ 20) بغية إيجاد حلول جماعية للأزمة و الخروج نهائيا منها.

3-3-2-1- خطط الإنقاذ أحادية الأطراف

بعد اندلاع الأزمة في الـ 2007 و انتقالها إلى العديد من دول العالم حاولت بعض الدول تبني خطط معينة لمواجهة هذه الأزمة، و عموما فإن الدول التي تبنت خططا لتجاوز الأزمة و إعادة أوضاع اقتصادها إلى وضعها الطبيعي هي الدول المتقدمة و الدول الناشئة (الصاعدة) إضافة إلى بعض الدول النامية التي كانت تملك احتياطي صرف حصلت عليه من عائدات صادراتها من المواد الأولية. بناءً على ما سبق سنتعرف فيما يلي على خطة الإنقاذ لكل من الـ 2007. أما باعتبارها دولة منشأ الأزمة و أول اقتصاد عالمي، ثم إلى الخطة الفرنسية كونها إحدى القوى الأوربية، و في الأخير إلى خطط إنقاذ دولتين ناشئتين هما كل من روسيا و الهند.

أ- **خطة الإنقاذ الأمريكية:** جاءت أول رد فعل قوي و فعلي للولايات المتحدة الأمريكية على الأزمة المالية التي عصفت بقطاعها المالي في تاريخ 01 أكتوبر 2008 أين وافق مجلس الشيوخ الأمريكي على خطة الإنقاذ لـ "بولسن" وزير الخزانة الأمريكية و التي عرفت بخطة الـ 700 مليار دولار.¹ تهدف هذه الخطة إلى إنقاذ القطاع المالي الأمريكي من خلال توفير حماية أفضل للمدخرات و الأملاك العقارية و حماية الملكية و تشجيع النمو الاقتصادي و تعظيم عائدات الاستثمارات و مساعدة المقترضين الذين يواجهون صعوبات في تسديد أقساطهم و رفع سقف الضمانات للمودعين من مائة ألف دولار إلى 250 ألف دولار.

تم إنشاء مجلس مراقبة للإشراف على تطبيق خطة "بولسن" للإنقاذ، كما تم تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة، و يقوم جوهر هذا البرنامج على ضخ 700 مليار دولار في القطاع

¹ Disponible sur: www.djazairess.com/fr/lemaghreb/14660 (Consulté 13/12/2014)

المالي تسخر لشراء الأصول المالكة و المساهمة في رؤوس أموال الشركات و البنوك التجارية التي تعاني من نقص السيولة.

رأى "سايمون جونسون" أحد خبراء صندوق النقد دولي بأن خطة "بولسن" لن تحول دون دخول الاقتصاد الأمريكي في حالة ركود اقتصادي حاد، و رأى بأن الخطة ما هي إلا إجراء طارئ. شبه الاقتصاد الأمريكي "جوزيف ستيغلنز" الحائز على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2001 خطة الإنقاذ بعملية حقن دم لشخص يعاني من نزيف داخلي، فهو يرى بأنها خطة ستسمح بالحد من الانهيار لكن لن تقوم بإصلاح النظام المالي.¹

جاءت ثاني أقوى رد فعل بتاريخ 15 جانفي 2009 بعد تولي الرئيس "باراك أوباما" الحكم و هذا بعدما وافق الكونغرس الأمريكي على خطة إنقاذ بقيمة 819 مليار دولار تهدف إلى إحداث إنعاش اقتصادي سريع و توفير ما بين 3 إلى 4 ملايين منصب عمل و إعادة الاستقرار إلى الأسواق المالية و وقف التأثيرات السلبية لأزمة الرهن العقاري، و عموما فقد جاءت أهم الأهداف التي حددت في هذه الخطة كالآتي:²

- زيادة الإنفاق الحكومي في البنية التحتية لتحفيز الاقتصاد الأمريكي؛
- إعادة الاستقرار إلى النظام المالي و السوق العقاري من خلال تشديد الرقابة المالية و إصلاح النظام المالي الأمريكي مع وضع قواعد أكثر صرامة لصناديق التحوط و وكالات التصنيف الائتماني و الأدوات المالية؛

- تخفيض مستوى الضرائب المفروضة على المواطنين الأمريكيين و كذا الشركات الكبيرة.
قسمت الـ 819 مليار دولار أي القيمة المالية لخطة الإنقاذ كالتالي: 544 مليار دولار في صورة إنفاق حكومي (مساعدات للحكومات المحلية للبنية التحتية والإنفاق الاجتماعي ودعم قطاع صناعة السيارات)، 275 مليار دولار في صورة اقتطاعات ضريبية.

ب- خطة الإنقاذ الروسية³: خصصت الحكومة الروسية ابتداءً من خريف عام 2008 ما لا يقل عن 225 مليار دولار لاستعادة الثقة و سيولة الاقتصاد، و لعل ما سمح لها بتبني مثل هذه الخطة الضخمة هو حيازتها على إحتياطات صرف ضخمة قاربت في عام 2008 الـ 600 مليار دولار.

هدفت خطة الإنقاذ أساساً إلى توفير السيولة للبنوك و المؤسسات التي تعاني من عدم القدرة على الدفع و حماية العملة المحلية "الروبل"، و إضافة إلى ما سبق جاء في الخطة تبني تدابير أخرى كان هدفها حماية و طمأنة الأعوان الاقتصاديين، كخفض الرسوم المفروضة على تصدير البترول، تمديد

¹ Joseph Stiglitz, **le plan paulson est une transfusion sanguine a un malade souffrant d'une hémorragie interne**, journal : LE MONDE, 11/10/2008

Disponible sur: www.lemonde.fr/la-crise-financiere/article/2008/10/11 (Consulté 14/12/2014)

² أسامة عبد الله، تفاصيل خطة أوباما لدعم النمو الاقتصادي، جريدة العرب الأسبوعي، 14 فيفري 2009، ص. 14.

³ Disponible sur: www.diploweb.com/la-crise-en-Russie.html (Consulté 14/12/2014)

فترة سماح سداد الرسم على القيمة المضافة، إمكانية تقويم "الروبل" ضمن هوامش متزايدة نحو الصعود و الهبوط، تبني تخفيضات بـ 20 مليار دولار لصالح الفئات الاجتماعية الضعيفة، دعم المؤسسات الناشطة في قطاعات حساسة كمؤسسات البناء، الطيران، السيارات،...الخ.

ج- خطة الإنقاذ اليابانية¹: ردا على الأزمة المالية 2007-2008 اتخذت مختلف الحكومات المتعاقبة عدة برامج هادفة لتحقيق الإنعاش الاقتصادي.

- تمت في 28 أوت 2008 الموافقة من طرف الحكومة اليابانية برئاسة: "آسو" ASO على أول برنامج إنقاذ بقيمة 79 مليار يورو، و قد كان هذا البرنامج موجه أساسا إلى مساعدة المستهلكين، المزارعين، و المؤسسات على مواجهة ارتفاع أسعار البترول و ارتفاع أسعار المواد الأولية (منتجات زراعية، معادن)؛

- و في 30 أكتوبر 2008 وافقت الحكومة اليابانية على ثاني برنامج إنقاذ بقيمة 207 مليار يورو، و قد كان الهدف الرئيسي لهذا البرنامج هو تشجيع الاستهلاك من خلال التخفيضات الجبائية، تقديم مساعدات مباشرة للعائلات، دعم المنح العائلية و منح الشيخوخة، دعم القروض العقارية؛

- في 12 ديسمبر 2008 تمت الموافقة على ثالث خطة إنقاذ بقيمة 192 مليار يورو، و يهدف هذا البرنامج أساسا إلى خفض الضرائب و تقديم مساعدات للعمال المؤقتين الذين تم تسريحهم مؤخرا؛

- إضافة إلى الخطط السابقة قررت الحكومة اليابانية إعادة النظر في ميزانية عام 2009 حيث تم في 27 جانفي 2009 إدخال مصاريف إضافية إلى المصاريف الأصلية، أي إضافة 40 مليار يورو إلى المبلغ الأصلي 720 مليار يورو، و تهدف هذه المصاريف الإضافية إلى تمويل المساعدات النقدية المقدمة إلى العائلات و كذلك إلى ضخ رؤوس أموال عمومية في مؤسسات مختلف القطاعات الاقتصادية المعرضة للأزمة الاقتصادية.

د- خطة الإنقاذ الفرنسية²: كان رد فعل الحكومة الفرنسية على الأزمة العالمية متقطعا و على عدة مراحل، و قد جاء على لسان وزير الإنعاش الفرنسي السابق "باتريك دو فادجيان" "Patrick Devedjian" بأن قيمة إجمالي برامج الإنقاذ المتتابة قد بلغت الـ 428 مليار يورو. يضم المبلغ السابق 22 مليار يورو كمساعدات للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، 360 مليار يورو لإنقاذ البنوك، 20 مليار يورو لتمويل صندوق الاستثمار، 26 مليار يورو لتمويل برنامج الإنعاش المعلن عنه في 04 ديسمبر 2008.

• **برنامج إنقاذ البنوك 360 مليار يورو:** وضعت الدولة الفرنسية هذا المبلغ الهائل في متناول البنوك التجارية و قد تم تقسيمه إلى جزئين: 320 مليار يورو في شكل سيولة لتسهيل عملية الإقراض ما بين البنوك، و 40 مليار يورو موجهة لإعادة رسملة البنوك التجارية و تحسين ملائمتها المالية.

¹ Disponible sur: www.fr.wikipedia.org/wiki/plan_de_relance_économique_du_japon_2008_2009
(Consulté 14/12/2014)

² Ibid

• برنامج دعم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة 22 مليار يورو: تم تقسيم هذا المبلغ إلى جزئين: 17 مليار يورو لصالح البنوك التجارية كي تستعملها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و الـ 5 مليارات يورو المتبقية لتدعيم قدرات "البنك العمومي لمساعدة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة "OSEO" Banque Publique d'aide aux petites et moyennes entreprises.

هـ - خطة الإنقاذ الصينية¹: أعلنت الحكومة الصينية في تاريخ 09 نوفمبر 2008 عن تبني خطة إنعاش اقتصادي بقيمة 586 مليار دولار تمتد إلى غاية نهاية عام 2010 تهدف أساسا إلى تشجيع الطلب الداخلي لمواجهة تراجع نمو الناتج الداخلي الخام و استقرار مستوى الصادرات. قررت الصين إتباع سياسة موازنة نشيطة مع تليين جزئي لسياستها النقدية بغية تحقيق نمو اقتصادي سريع و مستمر، و قد جاء هذا البرنامج في وقت سجل فيه الطلب العالمي على المنتجات المصنعة الصينية انخفاضا محسوسا بسبب الأزمة المالية العالمية.

بالرغم من كون القطاع المالي الصيني محميا نسبيا مقارنة بباقي الدول إلا أن الصين تضررت من الأزمة بسبب انخفاض صادراتها حيث تم غلق عشرات المصانع في الجنوب و تسريح آلاف العمال. جاء هذا البرنامج بعد تبني السلطات الصينية جملة من الإجراءات الأخرى الهادفة إلى احتواء آثار الأزمة المالية العالمية، ففي 29 أكتوبر 2008 قرر البنك المركزي الصيني خفض أسعار فائده و هذا للمرة الثالثة في ظرف ستة أسابيع، كما قامت أيضا الحكومة الصينية بالموافقة على برنامج يمتد حتى 2020 بقيمة 2000 مليار يوان من أجل إنشاء طرق جديدة للسكك الحديدية.

و - خطة الإنقاذ الكندية²: أعلنت الحكومة الكندية بعد حوالي عام من انفجار الأزمة المالية عن برنامج لدعم الاقتصاد الكندي بقيمة 62 مليار دولار، و يهدف هذا البرنامج إلى حماية مناصب الشغل و دخل الأفراد، و يقوم أساسا على خفض الضرائب، تمديد منح البطالة، انجاز الآلاف من مشاريع البنية التحتية، تشجيع البحث العلمي و التكنولوجي، تسهيل عملية الحصول على التمويل. يمكن عرض النقاط الرئيسية لخطة الإنقاذ الكندية فيما يلي:

• تخفيض الضرائب: ينص هذا البرنامج على إجراء تخفيضات معتبرة و دائمة على ضريبة الدخل و على إخضاع المؤسسات الكندية إلى نفس المعدلات الضريبية المنخفضة السائدة في باقي الدول الصناعية؛

• مساعدة البطالين: ينص هذا البرنامج على توفير الموارد اللازمة لتقديم منحة البطالة للأشخاص الذين فقدوا منصب عملهم، كما ينص أيضا على توفير عروض تكوين مناسبة للبطالين يسمح لهم باكتساب المهارات اللازمة للحصول على منصب عمل؛

¹ Disponible sur: www.20minutes.fr/economie/55387-20081109-economie-la-cgine-annonce-son-plan-de-relance

² Disponible sur: www.fin.gc/pub/report-rapport/2011-7/ceap-paec-&-fra.asp (Consulté 15/12/2014)

- تطوير البنية التحتية: يمنح البرنامج مصادر تمويل جديدة لتمويل بناء المنشآت و السكنات بغية خلق مناصب شغل جديدة و ضمان خروج كندا من الأزمة ببنية تحتية أكثر تطورا عما كانت عليه قبل الأزمة المالية؛
 - دعم الصناعات المحلية: يهدف البرنامج إلى الحفاظ على مناصب الشغل في المناطق العمرانية الصغيرة من خلال دعم المؤسسات الصناعية بهذه المناطق؛
 - تسهيل عملية التمويل و تقوية القطاع المالي الكندي: يهدف إلى ضمان استقرار دائم للنظام المالي الكندي و تسهيل عملية التمويل بالنسبة للعائلات و المؤسسات الكندية.
- يبين الجدول رقم (18) الكيفية التي قسمت بها الـ 47 مليار دولار بين مختلف المجالات: (ملايين الدولارات).

الجدول رقم (18): خطة الإنقاذ الكندية (مليون دولار)

المجموع	السنوات		المجال
	2010 - 2011	2009 - 2010	
6200	3180	3020	تخفيض العبئ الضريبي
7019	4167	2852	مساعدة البطالين
16007	7696	8312	تطوير البنية التحتية
4018	1880	2139	خلق اقتصاد الغد
13998	2231	11768	دعم الصناعات و الإدارات
47242	19152	28090	القيمة الإجمالية للإجراءات

Source: www.fin.gc.ca/pub/report-rapport/2009-4/pdf/CAPDEC2009_fra.pdf

ي - خطة الإنقاذ الألمانية: تضررت ألمانيا الدولة الأولى في العام من حيث الصادرات السلعية بشكل واضح من تداعيات الأزمة المالية العالمية التي أدت إلى توقف شبه كلي للتجارة العالمية و بالخصوص للطلب الأوربي على الصادرات الألمانية، و دفع هذا الوضع الحكومة الألمانية إلى تبني في شهر نوفمبر 2008 أول خطة إنقاذ بقيمة 32 مليار يورو منها 12 مليار يورو في شكل إجراءات جديدة مثل: الإلغاء المؤقت للرسم السنوي على السيارات و كذلك تقديم منحة بقيمة 2500 يورو مقابل التخلي عن كل سيارة، و أمام تسجيل أول ارتفاع في نسبة البطالة منذ ثلاث سنوات قررت المستشارة الألمانية في جانفي 2009 تبني خطة إنعاش إضافية بقيمة 50 مليار يورو ضمت أساسا: 1 - 18 مليار يورو في شكل استثمارات على مدار سنتين، وجه نصفها إلى تطوير البنية التحتية المدرسية؛

- 09 مليار يورو في شكل تخفيضات جبائية دخلت حيز التنفيذ ابتداءً من 01 جويلية 2009؛

¹ Disponible sur: www.rtf.be/info/monde/detail_plan-de-relevance-allemand-50-milliard-en-2-ans?id=5097233 (Consulté 15/12/2014)

- 09 مليار يورو في شكل تخفيض.

يمثل كل من البرنامجين السابقين حوالي 1,6% من الناتج الداخلي الخام السنوي خلال عامين، أي أكبر برنامج إنعاش اقتصادي في أوروبا.

ر - **خطة الإنقاذ الإسبانية¹**: تبنت الحكومة الإسبانية خطة إنقاذ بقيمة 11 مليار يورو أي حوالي 1,1% من الناتج الداخلي الخام، و خصص منها 08 مليار يورو لتمويل الممتلكات العمومية، ترميم البنايات، و بناء معدات عمومية (تكنات، مكتبات، دوائر الأمن).

سعت الحكومة الإسبانية عبر هذه الخطة إلى خلق حوالي 300000 منصب شغل خلال عام 2009 في قطاع البناء الذي خلف أكبر عدد من البطالين خلال الثلاثي الأخير من عام 2008. تم تخصيص 800 مليون يورو من القيمة الإجمالية للبرنامج لمساندة قطاع السيارات الذي يمثل أكثر من 9% من الناتج الداخلي الخام في اسبانيا (ثالث دولة منتجة للسيارات في أوروبا).

ز - **خطة الإنقاذ الإيطالية²**: كانت إيطاليا في عام 2008 مصنفة كأول دولة مدينة في أوروبا بحوالي 105% من ناتجها الداخلي الخام، و بالتالي لم يكن لها مجال كبير لاتخاذ رد فعل قوي على الأزمة المالية العالمية.

بالرغم من الوضع الاقتصادي السائد أعلن رئيس الحكومة السابق "سيلفيو برلسكوني" عن خطة إنقاذ بقيمة 80 مليار يورو لم تكن سوى 5 مليارات يورو فيها عبارة عن إجراءات جديدة (أي حوالي 0,5% من الناتج الداخلي الخام).

شكلت البطاقة الاجتماعية أبرز إجراء في برنامج الإنقاذ المعلن عليه فهي عبارة عن بطاقة إلكترونية تحتوي على 40 يورو تتجدد كل شهر موجهة للأشخاص المسنين و العائلات المعوزة لشراء المواد الغذائية.

يضم أيضا البرنامج الإيطالي تخفيضات جبائية على المؤسسات و كذلك العديد من مشاريع البنية التحتية لاسيما في جزيرة صقلية.

3-3-2-2-3 - خطط الإنقاذ متعددة الأطراف

ضم المستوى الثاني من ردود الفعل الدولية كل التحركات التي اكتسبت الطابع الدولي أو الجماعي و التي سعت إلى إيجاد الحلول اللازمة لمعالجة الأزمة و مراجعة النظام المالي الدولي السائد ككل، و لعل أبرز هذه التحركات اجتماع دول مجموعة العشرين (يضم أهم اقتصاد الدول العالمية و تمثل حوالي 60% من سكان العالم) و مناقشتها لسبل تجاوز الأزمة و طرق إصلاح النظام المالي السائد.

¹ Disponible sur: www.touteleurope.eu/actualite/chronologie-l-espagne-et-la-crise-.html (Consulté 17/12/2014)

² Disponible sur: www.lemonde.fr/la-crise-financiere/article/2008/10/29 (Consulté 17/12/2014)

تم التطرق فيما يلي إلى المؤتمرات التي عقدتها دول مجموعة العشرين بعد اندلاع الأزمة المالية (مؤتمر واشنطن، مؤتمر لندن، مؤتمر بيتسبرغ)، و قد تم التركيز على كل من مؤتمري واشنطن و لندن نظرا لانعقادهما في مرحلة حساسة في تطور الأزمة المالية العالمية.

أ- مؤتمر واشنطن لمجموعة العشرين 15-16 نوفمبر 2008: قرر قادة مجموعة العشرين عقب الأوضاع السيئة التي شهدتها الأسواق المالية و الاقتصاد العالمي الاجتماع بتاريخ 15 نوفمبر 2008 بمدينة واشنطن (أي شهرين بعد انهيار بنك ليمان برادرز) حيث جددوا عزمهم على تقوية تعاونهم و العمل معا على استرجاع النمو العالمي و تحقيق الإصلاحات اللازمة داخل النظام المالي الدولي.¹ ذكرت الدول المشاركة في المؤتمر في البيان الختامي بأنها قد اتخذت مجموعة من الإجراءات الهادفة إلى تحفيز الاقتصاد، و تنشيط أسواق القروض، و توفير السيوليات، و تقوية رأس مال المؤسسات المالية، و حماية المدخرات و الودائع، و تجاوز النقائص المتعلقة بالرقابة، و السماح للمؤسسات المالية الدولية بتقديم الدعم إلى الاقتصاد العالمي.

من جهة أخرى أكدت الدول المشاركة في المؤتمر على ضرورة القيام ببذل جهد أكبر من أجل بعث الاستقرار داخل الأسواق المالية و مساندة النمو العالمي نظرا لتباطؤ الديناميكية الاقتصادية في الدول الكبرى و نظرا أيضا للتوقعات المتشائمة على المستوى العالمي.

اتفقت الدول المشاركة في المؤتمر على ضرورة اتخاذ جواب سياسي شامل يكون مبني على تعاون أكبر على مستوى الاقتصاد الكلي مما سيسمح باسترجاع النمو و مساندة اقتصاد الدول النامية و تجاوز الوضع الذي تمر به غالبية الأسواق المالية العالمية.

- مبادئ الإصلاح المتفق عليها: لقد حددت الدول المشاركة في المؤتمر مجموعة من الإجراءات العاجلة من أجل تحقيق الأهداف و كذلك من أجل معالجة التحديات على المدى الطويل:

1- مواصلة الجهود و اتخاذ كل إجراء إضافي من شأنه أن يساهم في استقرار النظام المالي؛
2- الاعتراف بالدور الايجابي الذي بإمكان السياسة النقدية القيام به في ظل الشروط المتعلقة بكل دولة؛

3- استعمال عند الحاجة إجراءات الميزانية من أجل تحقيق نتائج سريعة مع المحافظة على إطار من السياسات التي تسمح بالتحكم في الميزانية؛

4- مساعدة اقتصاد الدول الناشئة و النامية على الوصول إلى التمويل اللازم في ظل الظروف الصعبة التي تمر بها، و يتم ذلك عن طريق تسهيلات للسيولة أو برامج الدعم، و لقد أشارت الدول المشاركة في المؤتمر إلى الدور الايجابي لصندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة، كما أعلنت بأنها

¹ Nouvelobs.com, **Le 1er sommet sur la crise aura lieu le 15 Novembre**, 22/10/2008

Disponible sur:

http://tempsreel.nouvelobs.com/actualites/20081022.OBS7257/?xtmc=dana_perino&xter=35 (Consulté 17/12/2014)

قد استقبلت بإيجابية التسهيل التمويلي الجديد على المدى القصير، و تدعوه أيضا إلى مراجعة وسائله الإقراضية لضمان مرونة أكبر؛

5- تشجيع البنك الدولي و بنوك التنمية الدولية الأخرى على استعمال كامل إمكانياتها؛

6- العمل على توفر كل من صندوق النقد الدولي و البنك الدولي و بنوك التنمية الدولية الأخرى على الموارد الكافية التي تسمح لها بلعب دور فعال في مواجهة الأزمة.

إضافة إلى النقاط التي سبق ذكرها فلقد أجمعت الدول المشاركة في المؤتمر على مجموعة من المبادئ الرامية إلى إصلاح الأسواق المالية، حيث تم الاتفاق على ضرورة اتخاذ إصلاحات من أجل تقوية الأسواق المالية و أنظمة الرقابة من أجل تفادي وقوع أزمات جديدة¹.

ترجع الرقابة قبل كل شيء إلى مسؤولية المراقبين الوطنيين الذين يكونون خط الدفاع الأول أمام عدم استقرار الأسواق، و لكن و نظرا لأن هذه الأسواق تحظى ببعد دولي فقد أصبح من الضروري تكثيف التعاون الدولي بين المراقبين و تقوية المعايير الدولية أين و جب ذلك و السهر على تطبيق عادل لهذه المعايير من أجل توفير حماية كافية أمام التأثيرات السلبية سواء كانت حدودية أو جهوية أو عالمية و التي من شأنها التأثير على الاستقرار المالي العالمي.

ترى الدول المشاركة في المؤتمر بأن على المراقبين أن يحرصوا على أن يكون عملهم مشجع لانضباط الأسواق و خال من الآثار السلبية على الدول الأخرى و بالأخص كل ما تعلق بالتحكيم في مجال الرقابة، و العمل على تشجيع المنافسة و النشاط و الابتكار داخل الأسواق.

يجب على المؤسسات المالية هي الأخرى أن تتحمل حصتها من المسؤولية في الأزمة و أن تقوم بدورها من أجل تجاوزها، و يتم ذلك عبر الاعتراف بالخسائر المسجلة و تحسين الشفافية و تقوية الرقابة و سياسات إدارة المخاطر.

أجمعت الدول المشاركة في هذا المؤتمر على تبني سياسات جماعية تتماشى مع مبادئ الإصلاح المشتركة التالية²:

- تقوية الشفافية و المسؤولية عن طريق رفع مستوى شفافية الأسواق المالية و بالأخص عبر زيادة شروط الشفافية المتعلقة بالمنتجات المالية المعقدة، و بضمان تقديم المؤسسات لمعلومة شفافة و تامة حول حالتها المالية، كما يستحسن تماثل الحوافز لتجنب الإفراط في المخاطرة؛

- تشجيع رقابة سليمة حيث اتفقت الدول المشاركة على تقوية أنظمة مراقبتها و نظم إدارة المخاطر بالإضافة إلى ضمان خضوع كل من الأسواق و المنتجات و المتعاملين الماليين لتنظيم أو رقابة حسب الحالة. تم الاتفاق أيضا على إتباع رقابة صارمة على وكالات التقييم طبقا للقوانين الدولية

¹ France.attac.org, **Déclaration du sommet sur les marches financiers et l'economie mondiale washington – samedi 15Nnovembre2008**, 8/02/2009

Disponible sur: <http://www.france.attac.org/spip.php?article9539> (Consulté 23/12/2014)

² Voltairnet.org, **Déclaration du G20 sur les marchés financiers et l'économie mondiale**, 18/11/2008

Disponible sur: <http://www.voltairnet.org/article158758.html> (Consulté 23/12/2014)

- المتفق عليها و المعززة، و كذلك على تحسين أنظمة الرقابة على طول الدورة الاقتصادية مع ضمان فعالية هذه الرقابة و عدم تأثيرها على الابتكار و أن تشجع مبادلات المنتجات و الخدمات المالية؛
- تعزيز تكامل الأسواق المالية حيث اتفقت الدول المشاركة على المحافظة على تكامل الأسواق المالية العالمية و تقوية حماية المستثمرين عن طريق المساهمة في تجنب وقوع تداخل في المصالح و الوقاية من مخاطر التلاعب غير الشرعي بالسوق و المعاملات المغشوشة و التجاوزات؛
 - تقوية التعاون الدولي حيث طالبت الدول المشاركة من المراقبين الوطنيين و الجهويين القيام بتطوير قوانين و تدابير تتمتع بأكبر قدر ممكن من الانسجام. ينبغي على المراقبين تقوية عملية التنسيق فيما بينهم فيما يخص كافة قطاعات الأسواق المالية و بالأخص تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود؛
 - إصلاح المؤسسات المالية الدولية إذ اتفقت الدول المشاركة على استكمال إصلاح مؤسسات بروتن وودز على الشكل الذي يسمح بإظهار تطور الأوزان الاقتصادية داخل الاقتصاد العالمي و هذا من أجل رفع مصداقيتها و فعاليتها، و هو ما سيسمح باكتساب كل من الدول الناشئة و الدول النامية و حتى الدول الأكبر فقرا لتمثيل أكبر؛
 - أقرت الدول المشاركة في المؤتمر و في نفس السياق فتح منتدى الاستقرار المالي على مزيد من الدول الناشئة بصفة مستعجلة و كذلك إعادة النظر في عضوية العديد من المؤسسات الدولية الكبرى. سيتمكن صندوق النقد الدولي بالتعاون مع منتدى الاستقرار المالي الموسع و مع هيئات أخرى من القيام بتشخيص أدق لنقاط الضعف و التنبؤ بالتوترات المحتملة و التدخل بسرعة من أجل القيام بدور رئيسي في معالجة الأزمات.
- أعلنت الدول المشاركة في المؤتمر عن عزمها على اتخاذ إجراءات سريعة لتنفيذ التوصيات السابقة الذكر حيث قاموا بتكليف وزراء مالية دولهم بتقديم توصيات إضافية في المجالات التالية¹:
- التقليل من الدورية في السياسات التنظيمية؛
 - توحيد المعايير المحاسبية و بالأخص تلك المتعلقة بالأصول المعقدة؛
 - تقوية أسواق مشتقات القروض و التخفيض من خطرها النظامي؛
 - مراجعة الأساليب المطبقة في مجال منح الأجور المقابلة للمخاطر و الابتكار؛
 - الالتزام باقتصاد عالمي مفتوح حيث اتفقت الدول المشاركة في المؤتمر على أن هذه الإصلاحات لن تجد نفعاً إلا في حالة توفر اقتصاد الدول القائمة على حرية السوق و دولة القانون و احترام الممتلكات الخاصة و انفتاح الاستثمارات و المبادلات و توفر منافسة حرة بين الأسواق في ظل أنظمة مالية فعالة و مراقبة بطريقة مناسبة؛

¹France.attac.org, Déclaration du sommet sur les marches financiers et l'économie mondiale

Washington – samedi 15 novembre 2008, 8/02/2009

Disponible sur: <http://www.france.attac.org/spip.php?article9539> (Consulté 23/12/2014)

• مراجعة نظام الحوكمة و الموارد لدى المؤسسات المالية الدولية و تحديد مجال عمل المؤسسات ذات الأهمية النظامية و تنظيم رقابتها، كما أقرت أيضا الدول المشاركة إعادة عقد مؤتمر لدول مجموعة العشرين في شهر أبريل 2009 للتأكد من بدأ تنفيذ المبادئ و التوصيات التي تم الاتفاق عليها في هذا المؤتمر.

من جانب آخر أعلنت الدول المشاركة في المؤتمر عن رفضها لكل أشكال الحماية و الانغلاق في ظل هذه الفترة المتميزة بعدم الاستقرار المالي، و في هذا السياق اتفقت الدول المشاركة على عدم اتخاذ و على طول الـ 12 شهر القادمة أي إجراء من شأنه أن يحد من الاستثمار أو تجارة السلع و الخدمات أو تبني سياسات لتحفيز التصدير تكون مخالفة لقوانين المنظمة العالمية للتجارة (OMC)، كما أعلنت الدول المشاركة عن سعيها للوصول إلى اتفاق نهائي حول مناقشات أجندة الدوحة. من جهة أخرى تطرقت الدول المشاركة في المؤتمر لانعكاسات الأزمة المالية العالمية على الدول النامية و بالأخص الأكثر فقرا حيث أكدت عن تمسكها بكل من أهداف الألفية المتعلقة بالدول النامية و التدابير التي اتخذتها الدول المتقدمة لمساندة التنمية في هذه الدول، كما طلب من الدول النامية و الناشئة باتخاذ إجراءات في مستوى إمكانياتها و دورها الاقتصادي، ففي هذا الموضوع أكدت الدول المشاركة عن تمسكها بمبادئ التنمية التي أصدرتها هيئة الأمم المتحدة عام 2002.

- برنامج العمل الهادف إلى تنفيذ مبادئ الإصلاح

كلف وزراء مالية الدول المشاركة بتنفيذ مبادئ الإصلاح المتفق عليها بطريقة سريعة و كاملة، حيث وكلت لهم المهام لتطبيق التوصيات استنادا إلى الأعمال الجارية لمختلف الهيئات بما فيها صندوق النقد الدولي و منتدى الاستقرار المالي الموسع و الهيئات المحددة للمعايير.

تم تقسيم برنامج العمل الهادف إلى تنفيذ مبادئ الإصلاح إلى إجراءات فورية و أخرى على المدى المتوسط و قد جاءت كالاتي:

✓ تقوية الشفافية و المسؤولية¹

- إجراءات فورية قبل 31 مارس 2009

- على الهيئات الدولية المختصة في المعايير المحاسبية أن تعمل على تحسين تقييمها للأصول مع الأخذ بعين الاعتبار تقييم المنتجات المعقدة عديمة السيولة خاصة في فترات تقلب الأسواق المالية؛
- على الجهات المتكلفة بوضع المعايير المحاسبية أن تطور من أعمالها الهادفة إلى معالجة نقاط الضعف المرتبطة بالمعايير المحاسبية و الشفافية على الأدوات المستعملة خارج الميزانية (Hors bilan)؛
- على الجهات المتكلفة بمراقبة و وضع المعايير المحاسبية أن تزيد من مستوى إلزام إشهار المؤسسات المتعلقة بالمنتجات المالية المعقدة؛

¹ Philippe Le Roux, **Sommet du G20: le contenu du plan d'action**, Le site de l'UMP Guingamp
Disponible sur: <http://www.umpguingamp.org/categorie-10395623.html> (Consulté 23/12/2014)

- يجب تقوية حوكمة الهيئة الدولية المكلفة بإصدار المعايير المحاسبية و هذا حتى باللجوء إلى إعادة النظر في من يكونها بغية الزيادة من الشفافية؛
- على هيئات القطاع الخاص التي اتبعت أساليب جيدة في مجال الهياكل المتبعة (Placement alternatif/ou fond spéculatif) أن تقوم باقتراح مجموعة من الأساليب الحسنة الموحدة، و ترجع عملية تقييم هذه الاقتراحات إلى وزراء المالية انطلاقا من تحاليل منتدى الاستقرار المالي الموسع و المنظمات الفاعلة الأخرى.

- إجراءات على المدى المتوسط

- على الهيئات الدولية للمعايير المحاسبية أن تعمل بجدية من أجل إنشاء معايير محاسبية دولية عالية الجودة؛
- على المراقبين و المشرفين و المنتجين لمعايير المحاسبة مواصلة العمل جنبا إلى جنب مع القطاع الخاص من أجل التمكن من وضع معايير محاسبية عالية الجودة؛
- على المؤسسات المالية الالتزام بدرجة عالية من الشفافية فيما يخص الأخطار و العمل على مواصلة الإشهار بالخسائر تبعا للإجراءات الدولية الجيدة.
- إلزام المؤسسات بتقديم جدول كامل عن حالتها المالية بما فيها نشاطاتها خارج الميزانية (Hors bilan).

✓ تشجيع الرقابة السليمة¹

- إجراءات فورية قبل 31 مارس 2009

- على صندوق النقد الدولي و منتدى الاستقرار المالي الموسع تقديم توصيات من أجل الحد من ظاهرة الدورية و هذا عبر مراجعة دور كل من: أثر عملية الإقراض، رأس المال البنكي و تعويضات المسؤولين على الظواهر الدورية.

- إجراءات على المدى المتوسط

- تلتزم كل دولة أو منطقة بمراجعة هيكل و مبادئ نظام مراقبتها و جعل نتائج هذه المراجعة علنية، و في سعيها إلى تحقيق ذلك قررت كل الدول المشاركة في المؤتمر تبني برنامج لتقييم القطاع المالي و تشجيع مبدأ الشفافية في الدول الأخرى.
- من اللائق أيضا القيام باختصار مجال تطبيق الرقابة المالية عبر التركيز على المؤسسات و الوسائل و الأسواق المالية غير المراقبة بعد، و التأكد من أن كل المؤسسات المالية ذات الأهمية النظامية مراقبة بطريقة مناسبة.

¹ Nouvelobs.com, G20: les principaux points du plan d'action, 16/11/2008

Disponible sur:

http://tempsreel.nouvelobs.com/speciales/economie/la_crise_financiere/20081115.OBS1056/g20_les_principales_pistes_de_reflexions.html (Consulté 24/12/2014)

- على السلطات الوطنية مراجعة التشريع فيما يتعلق بالإفلاس و إجراءات التوقف عن العمل و هذا على ضوء التجارب الحديثة قصد ضمان توقف تدريجي و منظم لنشاطات المؤسسات المالية الكبرى.
- ✓ الرقابة الوقائية¹

- إجراءات فورية قبل 31 مارس 2009

- على المراقبين اتخاذ الإجراءات المناسبة لتمكين وكالات التنقيط من التماشي مع المعايير الصارمة التي تضعها المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية (OICV) و تمكينها أيضا من اكتساب قدر عالي من الشفافية اتجاه المستثمرين، و القيام بمعاملة مختلفة اتجاه المنتجات المعقدة. سيسمح هذا بتوفر وكالات التنقيط على الحوافز و الرقابة المناسبة التي ستمكنها من القيام بدور هام في توفير معلومات دقيقة للأسواق؛
- يجب على المجلس الدولي لمعايير المحاسبة أن يتابع تطبيق وكالات التنقيط لمعايير و ميكانيزمات المماثلة؛
- يجب أن تسهر السلطات على استمرارية امتلاك المؤسسات المالية لرأس مال مناسب يسمح بالمحافظة على الثقة؛
- على المراقبين مضاعفة جهودهم للتقليل من الخطر النظامي الناتج عن عمليات التبادل المرتبطة بالمنتجات المشتقة.

- إجراءات على المدى المتوسط

- يجب القيام بتسجيل وكالات التنقيط التي تقدم تنقيط للعامه؛
- يجب أن يطور المراقبون مقاربات قوية و متجانسة على المستوى الدولي من أجل تتبع السيولة و معاملات البنوك المركزية.
- ✓ إدارة المخاطر²

- إجراءات فورية قبل 31 مارس 2009

- على المراقبين تقديم توصيات أكثر صرامة لتحسين ممارسات البنوك المتعلقة بإدارة المخاطر تماشيا مع التدابير المثالية الدولية، و كذلك القيام بتشجيع المؤسسات المالية على مراجعة رقابتها الداخلية و تبني إجراءات قوية للوصول إلى إدارة سليمة للخطر؛
- على المراقبين تحديد و تطبيق إجراءات من شأنها ضمان تطبيق المؤسسات المالية لسياسات تحسين إدارة خطر السيولة عبر إنشاء احتياطات كبيرة من السيولة؛

¹ Gabriel Banon, *Le G20 cherche solution désespérément*, Revue: Maroc Hebdo International, N°815, Novembre 2008, p.41

Disponible sur: http://www.maroc-hebdo.press.ma/MHinternet/Archives_815/PDF_815/page40et41.pdf (Consulté 25/12/2014)

² Philippe Le Roux, *Sommet du G20: le contenu du plan d'action*, Le site de l'UMP Guingamp

Disponible sur: <http://www.umpguingamp.org/categorie-10395623.html> (Consulté 25/12/2014)

- على المراقبين السهر على اتخاذ المؤسسات المالية لتدابير تمكنها من قياس سريع للمخاطر المتعلقة بكافة المنتجات داخل الدولة؛
- على المؤسسات مراجعة نماذج إدارة المخاطر بغية الوقاية من فترات التوتر و عرض المجهودات المبذولة أمام المراقبين؛
- على لجنة بازل دراسة الحاجة إلى سيناريوهات جديدة للأزمات المتعلقة بالمؤسسات، و كذلك المشاركة في وضعها عند الحاجة؛
- يجب أن تتوفر المؤسسات المالية على تحفيزات داخلية واضحة تهدف إلى تشجيع الاستقرار، و لعل من الأنسب التحرك تبعاً لمجهودات تطوعية أو حسب القوانين الموضوعة لتجنب الهياكل التعويضية التي تربط بين الدخل العالي و المخاطر العالية على المدى القصير؛
- على البنوك أن تخضع المنتجات المهيكلية و عملية التوريق إلى إدارة مخاطر و رقابة فعليتين.

- إجراءات على المدى المتوسط

- على الهيئات المعيارية الدولية العاملة مع عدد هام من الاقتصاديين و الهيئات الفاعلة الأخرى أن تتأكد من وعي المراقبين بالتطورات و الابتكارات التي أصبحت تميز الأسواق و المنتجات المالية؛
- على السلطات متابعة التغيرات الحاصلة في سعر الأصول المالية و أثر ذلك على الاقتصاد الكلي و القطاع المالي.

✓ العمل على سلامة الأسواق المالية¹

- إجراءات فورية قبل 31 مارس 2009

- اتفقت الدول المشاركة في المؤتمر على أن تعمل سلطاتها الوطنية و الجهوية جنبا إلى جنب من أجل تحسين مستوى التعاون في مجال الرقابة.
- على السلطات الوطنية و الجهوية تشجيع تقاسم المعلومة المرتبطة بالمخاطر الوطنية و الدولية من أجل المحافظة على استقرار الأسواق؛
- على السلطات الوطنية و الجهوية مراجعة القواعد التجارية الموجهة إلى حماية الأسواق و المستثمرين (خاصة ضد الغش) و تقوية التعاون الجوّاري لحماية النظام المالي الدولي من بعض تصرفات العملاء غير المسؤولة (يجب أن تكون هناك عقوبات مناسبة في حالة وقوع أي حالة غش).

- إجراءات على المدى المتوسط

- على السلطات الوطنية و الجهوية تبني إجراءات وطنية و دولية من أجل حماية النظام المالي الدولي من التشريعات غير المتعاونة و غير الشفافة و التي قد تؤدي إلى ظهور أنشطة غير قانونية؛
- على مجموعة العمل المالية الدولية (GAFI) مواصلة عملها في مجال محاربة تبييض الأموال؛

¹ Gabriel Banon, *Le G20 cherche solution désespérément*, Revue: Maroc Hebdo International, N°815, Novembre 2008, p.p.40.41
 Disponible sur: http://www.maroc-ebdo.press.ma/MHinternet/Archives_815/PDF_815/page40et41.pdf
 (Consulté 25/12/2014)

- على السلطات الجبائية و بالاستناد إلى أعمال الهيئات المناسبة كمنظمة التنمية و التعاون الاقتصادي (OCDE) مواصلة مجهوداتها الرامية إلى تشجيع تبادل المعلومات في المجال الجبائي.

✓ تقوية التعاون الدولي¹

- إجراءات فورية قبل 31 مارس 2009

- على المراقبين الماليين التعاون من أجل إنشاء مراكز للمراقبة لكل المؤسسات المالية الدولية الكبيرة بغية تقوية الرقابة، كما يتوجب على البنوك العالمية الكبرى الاجتماع سنويا مع شركائهم المراقبين من أجل التكلم بطريقة دقيقة عن النشاطات و عن تقييم الأخطار التي تتعرض لها هذه المؤسسات؛
- على المراقبين اتخاذ كل الإجراءات اللازمة لتقوية تدابير إدارة الأزمات الجوارية (الحدودية) بما في ذلك ما يتعلق بالتعاون و المواصلات فيما بينهم و بين السلطات المعنية، و القيام بعرض قائمة للجهات التي يمكن الاتصال بها.

- إجراءات على المدى المتوسط

- على السلطات العمومية و بعد الرجوع إلى أعمال المراقبين أخذ معلومات عن ميادين الرقابة التي تحتاج إلى مزيد من التحسين؛
- على السلطات التأكد من أن الإجراءات المؤقتة المتخذة من أجل استرجاع الاستقرار المالي تتيح أقل قدر ممكن من التشوهات، كما يجب أن تكون هذه الإجراءات سهلة الرفع (بطريقة منظمة).

✓ إصلاح المؤسسات المالية الدولية²

- إجراءات فورية قبل 31 مارس 2009

- يجب رفع مستوى التعاون بين صندوق النقد الدولي المكلف بالرقابة و بين منتدى الاستقرار المالي المكلف بإنتاج المعايير من خلال الاعتماد أكثر على النماذج التنظيمية و الرقابة؛
- نظرا لشمولية صندوق النقد الدولي و طابعه المالي الكلي فإنه مطالب بأن يتشاور مع منتدى الاستقرار المالي و الجهات الأخرى من أجل استخلاص كل النتائج المتعلقة بالأزمة المالية العالمية و هذا حسب ما يمليه دوره المكلف به؛
- يجب مراجعة الموارد المتاحة لدى كل من صندوق النقد الدولي و مجموعة البنك الدولي و باقي بنوك التنمية الدولية، و الوقوف في حالة استعداد لزيادة هذه الموارد؛
- يجب دراسة الوسائل الكفيلة بإعادة استفادة الدول النامية و الناشئة من القروض و كذلك بتتسيط تدفق رؤوس الأموال الخاصة و التي تعتبر ضرورية لاسترجاع النمو و التنمية؛

¹ France.attac.org, Déclaration du sommet sur les marches financiers et l'économie mondiale washington – samedi 15Novembre2008, 8/02/2009

Disponible sur: <http://www.france.attac.org/spip.php?article9539> (Consulté 25/12/2014)

² Nouvelobs.com, Le 1er sommet sur la crise aura lieu le 15Novembre, 22/10/2008

Disponible sur:

http://tempsreel.nouvelobs.com/actualites/20081022.OBS7257/?xtmc=dana_perino&xter=35 (Consulté 25/12/2014)

• على بنوك التنمية الدولية التأكد من نجاح ميكانيزمات مساعدة الدول (التي تشهد أسواقها إختلالات كبيرة) في تحقيق مهمتها.

- إجراءات على المدى المتوسط

أكدت الدول المشاركة في المؤتمر على ضرورة إصلاح مؤسسات بروتن وودز بالكيفية التي تسمح لها بإظهار تطور الأوزان الاقتصادية داخل الاقتصاد العالمي و الإجابة بصفة فعالة على تحديات المستقبل، كما يجب رفع نسبة مشاركة الدول الناشئة و النامية داخل هذه المؤسسات.

• على صندوق النقد الدولي القيام برقابة فعالة على كل الدول و منح عناية أكبر إلى قطاعها المالي. سيسمح هذا الإجراء بتقوية دور صندوق النقد الدولي في مجال السياسة المالية الكلية؛

• على صندوق النقد الدولي و الدول المتقدمة و المنظمات الدولية الأخرى تقديم برامج لتقوية إمكانيات الدول التي تمكنها من اعتماد مبادئ تنظيمية جديدة تتماشى مع المعايير الدولية.

ب- مؤتمر لندن لمجموعة العشرين 1-2 أبريل 2009: انعقد مؤتمر مجموعة العشرين لثاني مرة بعد اندلاع الأزمة المالية العالمية في لندن يومي 1 و 2 أبريل 2009، و هو التاريخ الذي حددته الدول المشاركة في مؤتمر مجموعة العشرين المنعقد في 15-16 نوفمبر 2008 بواشنطن للاجتماع مرة ثانية.

لقد اجتمعت هذه المجموعة للرد على وضع اقتصادي و اجتماعي جد صعب حيث و حسب رأي الجميع فإن أزمة عام 2008 هي الأعنف منذ أزمة عام 1929، إذ قدر صندوق النقد الدولي الخسارة في رأس المال العالمي في نهاية فيفري 2009 بحوالي 52000 مليار دولار، بينما لم تتعد في نهاية نوفمبر 2008 الـ 30000 مليار دولار.

تم تسجيل ستة توصيات رئيسية خلال مؤتمر لندن و قد جاءت كالآتي:

• العمل على استرجاع الثقة و دفع النمو¹: تمثل اليوم نتائج المؤسسات المالية في الدول المتقدمة حوالي 07 أضعاف حجم التدفقات التجارية و هذا بعد أن كانت عام 1980 لا تمثل سوى الضعف و هي لا تزال تساوي الضعف في الدول الناشئة و النامية.

قدرت الدول المشاركة في المؤتمر بـ 5000 مليار دولار قيمة مساهمة كل الدول لمحاربة الآثار الانكماشية للأزمة، كما يأمل قادة الدول المشاركة في المؤتمر بأن تقلص الملايير التي ضختها الدول في اقتصادها (تخفيض للضرائب و مشاريع إنشاء و استثمارات إيكولوجية) من طول فترة الانكماش، و بأن تسمح بإنشاء ما يقارب الـ 20 مليون منصب شغل.

تبين دراسة قام بها صندوق النقد الدولي معتمدا على الـ 120 أزمة بنكية التي شهدتها بأنه لن تكون هناك قفزة اقتصادية ما لم يتم تبني نظام بنكي سليم، و هو ما سمح بحدوث اتفاق بين دعاة التنظيم

¹ Aimé Fay, La vérité sur le G20 de Londres!, agoravox.fr, 4Avril2009

Disponible sur: <http://www.agoravox.fr/actualites/economie/article/la-verite-sur-le-g20-de-londres-54103> (Consulté 25/12/2014)

(régulation) و دعاة الإنعاش (relance)، إذ أعلن كل من "باراك أوباما" و "قوردن براون" عشية انعقاد المؤتمر بأنه لن يتم مطالبة كل دولة بالقيام بمجهود إضافي في ميزانياتها طالما أن النمو هو الهدف الرئيسي. من جهة أخرى أكد كل من "نيكولا ساركوزي" و "أنجيلا ميركل" بأنه و بعد أن قام بلديهما بدورهما في مجال الإنعاش (relance) فإنهما مستعدان لمساعدة الدول الأخرى غير القادرة على القيام بتنشيط اقتصادي على المستوى الوطني.

بالرغم من ذلك تبقى عملية التنظيم مرهونة بالهياكل السائدة في كل دولة، فعلى سبيل المثال نلاحظ وجود استهلاك كبير في الولايات المتحدة مع معدل ادخار ضعيف و هو ما يفسر اللجوء إلى الاقتراض، بينما نلاحظ وجود معدل ادخار كبير في كل من أوروبا و الصين.

هناك موضوع شائك لم يتم التعرض له أثناء المؤتمر ألا و هو دور الدولار حيث ترى كل من روسيا و الصين ضرورة إنشاء عملة دولية، كذلك لم يتم التطرق إلى العجز الأمريكي الكبير و الذي يعتبر أحد أسباب الإختلالات العالمية.

• **إصلاح النظام المالي بهدف بعث عملية الإقراض¹:** اتفقت الدول المشاركة في المؤتمر على تبني قواعد جديدة في مجال الأجور و الجوائز على المستوى الدولي و كذلك على محاربة التهرب الضريبي و تبييض الأموال، و قد خلص المؤتمر إلى تكليف منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية (OCDE) بإعداد قائمة تظم أسماء الدول غير المتعاونة، أي الدول التي تعارض إصدار قوائم الأفراد و المؤسسات التي تمارس التهرب الضريبي على أراضيها. و على نفس الصعيد صرح الرئيس الفرنسي "نيكولا ساركوزي" بأن عصر السر البنكي قد ولى حيث كلف مجلس الاستقرار المالي (كان يسمى بمنتدى الاستقرار المالي/FSF) بعملية الرقابة، كما كلف أيضا بإعداد ميكانيزم للتعاون بين الدول الأعضاء قبل نهاية عام 2009 بهدف الرفع من مستوى تبادل المعلومات.

• **تقوية الرقابة المالية²:** يشمل هذا الإجراء جميع المجالات و بالأخص الصناديق الاستثمارية عالية المخاطر و المعايير المحاسبية التي سيتم اعتمادها، إذ يتعين على الهيئة المكلفة بإعداد المعايير المحاسبية الدولية أي لجنة معايير المحاسبة الدولية (IASF) القيام بتحسين تقييم الأصول المالية. من بين النقاط المهمة الأخرى نجد اتفاق دول مجموعة العشرين على تطبيق معيار إضافي يكون سهل الاستعمال و متشابه على المستوى الدولي من شأنه السماح باتباع أعمال البنوك المسجلة خارج الميزانية التي تخفى فيها هياكل الترويق، كما تم من جانب آخر مطالبة وكالات التتقيط بتسجيل نفسها بالقرب من المنظمين و هذا تبعا لقانون المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية التي تجمع سلطات

¹ Gregory Schwartz, **Le G20 s'engage sur 1.100 milliards de dollars de mesures**, REUTERS, 4/04/2009
Disponible sur: <http://www.nouvelordremondial.cc/2009/04/02/le-g20-sengage-sur-1100-milliards-de-dollars-de-mesures/> (Consulté 2/(12/2014)

² Marc Angrand, **Le G20 doit renforcer la régulation financière**, dit Barack Obama, REUTERS, 23/09/2009
Disponible sur: http://tempsreel.nouvelobs.com/depeches/economie/20090923.REU3637/le_g20_doit_renforcer_la_regulation_financiere_dit_bara.html (Consulté 2/(12/2014)

الرقابة في الأسواق، حيث يجب أن تعتمد وكالات التتقيط تنقيطاً مختلفاً للمنتجات المهيكلة عن ذلك الذي يخص الديون البسيطة.

قررت الدول المشاركة في المؤتمر تعويض منتدى الاستقرار المالي بمجلس الاستقرار المالي و مشاركة الدول العشرين فيه و إعطائه صلاحيات أكبر في مراقبة الأخطار النظامية المتنامية داخل الأسواق، كما قررت أيضا اتخاذ إجراءات أخرى من شأنها التنسيق بين المراقبين على المستوى الوطني و المراقبين على المستوى الدولي.

• **تمويل و إصلاح المؤسسات المالية الدولية¹**: رأت الدول المشاركة في المؤتمر بأن إنشاء مجلس الاستقرار المالي و إعطائه صلاحيات واسعة سيسمح بتنسيق الجهود مع صندوق النقد الدولي من أجل إنذار الدول بالأخطار الاقتصادية و المالية التي قد تتعرض لها و اقتراح الحلول المناسبة لمواجهتها. من جانب آخر، أمر صندوق النقد الدولي بالقيام برقابة اقتصاد كل الدول حيث تم الإعلان عن مساندة مطلقة لمبدأ الرقابة المستقلة التي سيقوم بها الصندوق على اقتصاد الدول و قطاعها المالي و على آثار السياسات الوطنية على الدول الأخرى. لقد تم الاتفاق على زيادة موارد صندوق النقد بثلاثة أضعاف و هو الأمر الذي سيجعل موارد الصندوق تساوي 750 مليار دولار، إذ سيقوم الصندوق برفع رأس ماله بـ 250 مليار دولار على شكل وحدات حقوق سحب خاصة (DTS)، كما تم الاتفاق على السماح للصندوق ببيع جزء من احتياطاته من الذهب (6 مليار دولار) لمساعدة الدول الأكثر فقرا، كما يلتزم الصندوق بمساندة السياسات الرامية إلى تشجيع العمل و الاستثمار و التعليم، و من جانب آخر منحت الدول العشرون 100 مليار دولار للبنوك الدولية للتنمية.

التزمت الدول المشاركة و في سعيها إلى استرجاع شرعية المؤسسات المالية بإعادة النظر في أهداف و مجال نشاط و حوكمة هذه المؤسسات، حيث تم التأكيد على ضرورة استكمال إصلاح نظام التصويت داخل صندوق النقد الدولي قبل جانفي 2011. تم الاتفاق أيضا على إعادة النظر في طريقة تعيين رؤساء هاته المؤسسات المالية الدولية، حيث من الآن فصاعدا سيتم اختيارهم حسب ميكانيزم شفاف مبني على القدرات، و يعني هذا نهاية العادة السائدة و التي يتم من خلالها تعيين أمريكي على رأس البنك الدولي و أوربي على رأس صندوق الدولي.

• **تشجيع التجارة الدولية و الاستثمار و محاربة التقييد²**: أكدت الدول المشاركة بأنها لن تعاود ارتكاب أخطاء الماضي في إشارة واضحة إلى السياسات الحمائية لسنوات الثلاثينات، و قد التزمت

¹ Martin Albrow et Colin Bradford, **Le G20 et l'invention d'une responsabilité publique mondiale**, laviedesidees.fr, 01/04/2009

Disponible sur: <http://www.laviedesidees.fr/Le-G20-et-l-invention-d-une.html> (Consulté 25/12/2014)

² Mark Trevelyan, **Le G20 s'engage sur 1100 milliards de dollars de mesures**, REUTERS, 2/04/2009

Disponible sur: <http://jfjpm-economie.blogspot.com/2009/04/le-g20-sengage-sur-1100-milliards-de.html> (Consulté 25/12/2014)

الدول بعدم وضع حواجز في وجه التدفقات المالية، كما كلفت منظمة التجارة العالمية (OMC) بالقيام بمراقبة دقيقة لتنفيذ هذا الالتزام.

• **التأكيد على ضرورة التوصل إلى اتفاق تجاري دولي في إطار أجندة الدوحة¹:** لقد أكدت الدول المشاركة في المؤتمر عن عزمها في التوصل إلى نتيجة طموحة و متوازنة لأعمال أجندة الدوحة إلا أن هذه الدول لم تقم بتحديد جدول زمني معين لذلك.

ترى دول مجموعة العشرين بأن التوصل إلى اتفاق في إطار أجندة الدوحة سيولد حوالي 150 مليار دولار إضافية للاقتصاد العالمي سنويا، كما ترى هذه الدول بأن الوضع السائد في الاقتصاد العالمي حاليا قد يكون محفزا للتوصل إلى اتفاق داخل المنظمة العالمية للتجارة (OMC).

ج- مؤتمر بيتسبرغ لمجموعة العشرين 24-25 سبتمبر 2009: انعقد مؤتمر مجموعة العشرين لثالث مرة بعد اندلاع الأزمة المالية العالمية في بيتسبرغ يومي 24 و 25 سبتمبر 2009، و قد تزامن انعقاد هذا المؤتمر مع بداية بروز ملامح عودة انتعاش النمو الاقتصادي العالمي.

صاغ زعماء المجموعة اتفاقا يقضي بمواصلة تنفيذ سياسات مشددة من أجل استعادة النمو الاقتصادي و إيجاد فرص عمل، كما اتفقوا أيضا على استحداث "إطار لنمو قوي و مستدام و متوازن" و مواصلة عملية الإصلاح و التنظيم و الإشراف المالي لتجنب العودة إلى الممارسات المحفوفة بالمخاطر.

تمثل العناصر التالية أهم التوصيات التي جاء بها مؤتمر بيتسبرغ:

• **تعزيز التعافي:** بعد أن تراخت بصورة ملحوظة مختلف الضغوط على الأسواق المالية و تسجيل توقف تراجع الإنتاج وافقت الدول المشاركة في هذا المؤتمر على مواصلة إجراءات التحفيز إلى أن يتعافى الاقتصاد، و على مباشرة تحديد السبل المثلى اللازمة لتنسيق جهود تقليص الدعم المالي و النقدي الهائل الذي اتخذ كرد على الأزمة (الذي لعبت فيه البنوك المركزية دورا محوريا) و ذلك حالما يتم التأكد من عودة حالة التعافي الاقتصادي.²

• **إطلاق إطار لنمو قوي و مستدام و متوازن:** تبنت الدول المشاركة مقترح الرئيس الأمريكي "أوباما" المعروف بـ "إطار لنمو قوي و مستدام و متوازن" و الذي يرسم معالم عملية للتعاون و التنسيق الاقتصاديين لغرض المساعدة في ضمان أن سياسات ما بعد الأزمة ستحاشي العودة إلى إختلالات خطيرة قد تؤثر على دعائم النمو الاقتصادي طويل الأجل.

¹ Abderrahmane Mebtoul, **Les six recommandations du G20 d'Avril 2009 face à la crise mondiale**, alterinfo.net, 4Avril2009 Disponible sur: http://www.alterinfo.net/les-six-recommandation-du-g20-d-avril-2009-face-a-la-crise-mondiale_a31294.html (Consulté 25/12/2014)

² Christophe Michelson, **Le Sommet de Pittsburgh: principaux résultats**, La Maison-Blanche, Bureau du secrétaire de presse, 30Septembre2009 Disponible sur: <http://www.america.gov/st/econfrench/2009/September/20090930110840eafas0.5993616.html> (Consulté 26/12/2014)

تعد هذه المرة الأولى التي يوافق فيها هذا العدد الكبير من البلدان على العمل سوية لتقييم الخطط الاقتصادية لبعضها البعض و التوصل إلى إجماع حول أفضل الممارسات الكفيلة و تبني سياسات تدعم إعادة التوازن المطلوب للطلب العالمي بما يكفل نموا قويا لجميع البلدان (يشار في هذا السياق إلى أن دول المجموعة تمثل نسبة 85% من الإنتاج العالمي).¹

• **طرح نظم و قيود جديدة خاصة بأسواق المال:** وافقت الدول المشاركة في المؤتمر على معايير دولية صارمة بخصوص رؤوس أموال المصارف و هذا بعد جهود أميركية قوية لتعزيز معايير الرساميل و قواعد التعويض المالي داخل المؤسسات المالية التي تتلقى دعما حكوميا، إذ طالبت الدول المشاركة باحتفاظ المصارف لرساميل أكبر و أمتن، كما وافقت على معايير دولية قوية للتعويض ترمي إلى إنهاء الممارسات المؤدية إلى الإفراط في المجازفة. و اكدت هذه الإصلاحات الحيوية خطوات أخرى تهدف إلى جعل المشتقات المالية ذات الطابع السري و المشروعة أكثر شفافية، و لقد حدد في كل من هذه المجالات جداول زمنية صارمة و دقيقة من أجل التوصل إلى اتفاقات دولية و من ثم تطبيق معايير جديدة على الصعيد القومي و ترويج التنظيم، و ستساهم هذه النظم في قيام نظام مالي مختلف في مظهره اختلافا كبيرا عن ذلك الذي تسبب في نشوب الأزمة المالية حيث لن يتم التساهل بعد الآن مع السلوكات الطائشة و انعدام المسؤولية التي أدت إلى الأزمة.²

• **الإلغاء التدريجي للإعانات الحكومية لوقود الأحافير و زيادة شفافية سوق الطاقة:** أعلنت الدول المشاركة بأن الإعانات الحكومية لوقود الأحافير غير ناجعة، و إنما تشجع الاستهلاك المبذر و تعرقل الاستثمارات في مصادر الطاقة النظيفة و تعرقل جهود التعامل مع تهديد التغير المناخي. تعهد قادة دول المجموعة (بما فيهم ممثلون كبار عن منتجي الطاقة) بتبني الإلغاء المرحلي لإعانات وقود الأحافير في المدى المتوسط و القيام في نفس الوقت بتوفير دعم أكبر لمساعدة أفقر الدول، و قد قطعت دول المجموعة هذا التعهد الأساسي بدعوتها لوزراء مالياتها و طاقتها برفع تقارير في الاجتماع القادم للمجموعة عن مدى تنفيذ الإستراتيجيات و الوفاء بالجدول الزمنية.

اتخذت المجموعة خطوات لتحسين الإشراف على أسواق المضاربات بالسلع النفطية و فرض قيود عليها و تحسين شفافية أسواق النفط من خلال زيادة التبليغ عن إنتاج النفط و استهلاكه و بيانات المخزونات.

• **تحديث البنى التحتية للتعاون الاقتصادي العالمي:** تعهد قادة المجموعة بتحديث هيكل التعاون الاقتصادي العالمي و إصلاح النظام المالي العالمي و تحقيق تعافي دائم، و كجزء من ذلك التحديث وافقوا على تحويل نسبة لا تقل عن 5% من حصص دول زائدة التمثيل بصندوق النقد العالمي إلى بلدان قليلة التمثيل و إعطاء الدول النامية ذات الأسواق الناشئة المتمسمة بالديناميكية نسبة من

¹ Vladimir Vodarevski, G20, le sommet de Pittsburgh, 27Septembre2009 Disponible sur: <http://economie-analyses-actualites-opinions.over-blog.com/article-36579958.html> (Consulté 26/12/2014)

² David Gordons, Le G20 de Pittsburgh, un bilan positif, 29Septembre2009 Disponible sur: <http://www.jeunesump.fr/2009/09/29/le-g20-de-pittsburgh-un-bilan-positif/> (Consulté 26/12/2014)

الأصوات في الصندوق تتناسب أكثر مع وزنها في الاقتصاد العالمي ، كما وافقت الدول المشاركة أيضا على زيادة نسبتها 3% في قوة أصوات الدول النامية داخل البنك الدولي و دعت إلى إصلاح البنك الدولي لتمكينه من ممارسة دور رائد في الاستجابة للتحديات التي تقتضي عملا منسقا على نطاق عالمي.¹

• **دعم مواطني العالم الأكثر فقرا و الأكثر عرضة للأخطار:** اتفقت الدول المشاركة في المؤتمر على الالتزام بوصول الغذاء و الوقود و التسهيلات المالية إلى فقراء العالم، و هذا من خلال استحداث صندوق ائتماني في البنك الدولي تكون مهمته تمويل استثمارات الأمن الغذائي و تمويل برامج توسيع الوصول إلى الطاقة المتجددة.

لقد اتفق المجتمعون على دراسة سبل جديدة لزيادة قدرات النظام المالي على توظيف موارد جديدة على وجه السرعة، إذ يعتبر هذا الإجراء مهم جدا بالنسبة للبلدان الأكثر عرضة لأزمات مستقبلية.²

• **الوفاء بالالتزامات السابقة:** استعرضت المجموعة مدى تنفيذ الالتزامات التي قررتها في قممها السابقة، و هذا بعد أن التزم القادة في قمة العشرين بلندن العمل بإقدام لوقف هبوط الاقتصاد العالمي. أسفرت مؤتمرات واشنطن و لندن و بيتسبرغ على تحفيز مالي و نقدي كبير و على درجة عالية من التنسيق، حيث نجحت دول المجموعة في الوفاء بالتزامها بتوفير أكثر من 1000 مليار دولار للمؤسسات و المنظمات المالية الدولية بما يمكنها من مكافحة اتساع رقعة الأزمة المالية، و من بين هذه الالتزامات مبلغ 500 مليار دولار لما يعرف بخطة "الترتيبات الجديدة للإقراض" لصندوق النقد الدولي.³

أما على المستوى الوطني و كما سبق الإشارة له في العناصر السابقة من هذا البحث فقد تبنت الدول عدة إجراءات تمثلت أساسا في برامج الإنعاش الاقتصادي و كذلك في مختلف الإجراءات المتخذة من طرف بنوكها المركزية الوطنية و حتى من طرف البنوك المركزية الإقليمية (نشير هنا إلى البنك المركزي (BCE).

¹ Christophe Michelson, **Le Sommet de Pittsburgh: principaux résultats**, La Maison-Blanche, Bureau du secrétaire de presse, 30Septembre2009

Disponible sur: <http://www.america.gov/st/econ-french/2009/September/20090930110840eafas0.5993616.html> (Consulté 26/12/2014)

² Vladimir Vodarevski, **G20, le sommet de Pittsburgh**, 27Septembre2009 Disponible sur: <http://economie-analyses-actualites-opinions.over-blog.com/article-36579958.html> (Consulté 26/12/2014)

³ David Gordons, **Le G20 de Pittsburgh, un bilan positif**, 29Septembre2009 Disponible sur: <http://www.jeunesump.fr/2009/09/29/le-g20-de-pittsburgh-un-bilan-positif/> (Consulté 26/12/2014)

خاتمة الفصل الثالث

تبين لنا من خلال هذا الفصل بأن الولايات المتحدة الأمريكية قد كانت أول من زاول نشاط التمويل العقاري و قد استعانت في تنشيط السوق الثانوي لقروض الرهن العقاري الذي شكل مكان انطلاق شرارة الأزمة المالية 2007-2008 عدة مؤسسات كإدارة الإسكان الفدرالي *Fédéral housing administration* و إدارة المحاربين القدامى *Vétérans administration* و مؤسسة الرهن القومية (FNMA)، حيث عرفت سوق الرهن العقاري عدة تحولات مع إنشاء الحكومة الأمريكية في بداية سنوات السبعينات لكل من الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري "جيني ماي" "Gennie mae" و الهيئة الفدرالية القومية للرهنات "فاني ماي" "Fannie mae" و الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري "فريدي ماك" "Freddie mac"، و قد تمكنت مع مرور الوقت المؤسسات السابقة من تمويل قدر كبير من الرهنات العقارية الأمريكية، كما استطاعت أيضا تحويل مبالغ ضخمة من القروض العقارية إلى سندات مالية مضمونة برهنات عقارية عبر آلية التوريق.

تعتمد عملية توريق القروض العقارية على نفس مبدأ توريق باقي القروض الأخرى حيث أن التوريق هو نشاط ما يهدف إلى تحويل أصول مالية غير سائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، و قد تم تسجيل أولى عمليات توريق القروض العقارية عام 1970 من طرف "Gennie mae" ثم تلتها عام 1971 مؤسسة "Freddie mac" ثم عام 1981 مؤسسة "Fannie mae"، و قد عرفت هذه العمليات نموا كبيرا منذ ذلك الوقت و إلى غاية تاريخ اندلاع شرارة أزمة الرهن العقاري في عام 2007.

إن محاولة فهم و تحليل الأزمة المالية 2007-2008 يجعلنا نميز بين مقاربتين، المقاربة الأولى ترى بأن الأزمة المالية 2007-2008 ما هي إلا نتيجة مباشرة للأزمة التي اندلعت في السوق الثانوي للقروض العقارية و هي ما أطلق عليها إعلاميا أزمة الـ "Subprime"، أما المقاربة الثانية و هي التي اعتمدها في تحديد أسباب الأزمة المالية فترى بأن الأزمة المالية قد ظهرت نتيجة مجموعة من الاختلالات التي كانت سائدة في القطاع المالي الأمريكي، و ما أزمة القروض العقارية إلا القطرة التي أفاضت الكأس.

توصلنا عبر هذا الفصل و بعد أن اعتمدنا في تحديد أسباب الأزمة المالية 2007-2008 على المقاربة الثانية التي سبق توضيحها إلى أنه يمكن تقسيم أسباب الأزمة إلى ثلاث مجموعات رئيسية جاءت كالاتي: أوضاع غير مستقرة على مستوى الاقتصاد الكلي، أوضاع غير مستقرة على مستوى الاقتصاد الجزئي، و القيام بممارسات مالية عالية الخطورة

انفجرت أزمة القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية و بالضبط في السوق الثانوي للقروض العقارية في شهر أوت 2007 أين تم تسجيل عجز المؤسسة التمويلية المتخصصة في القروض العقارية *American home mortgage* عن إكمال إجراءات التصفية و أعلنت تسريح أكثر من نصف عمالها، إلا أنه سرعان ما انتقلت هزات هذه الأزمة من القطاع المالي الأمريكي إلى عدد كبير

من دول العالم خاصة بعد تسجيل إفلاس بنك ليمان برادرز يوم 15 سبتمبر 2008، حيث زرع هذا الحدث استقرار أسواق المال العالمية، و قد ساهمت العديد من العوامل في انتقال عدوى الأزمة خارج الولايات المتحدة الأمريكية لعل أبرزها التشابه الكبير بين بنية القطاع المالي الأمريكي و بنية القطاعات المالية لباقي الدول الرأسمالية، بالإضافة إلى كل من معدل الارتباط الكبير بين اقتصاد دول الـ OCDE و المكانة الكبيرة التي يتمتع بها الاقتصاد الأمريكي على المستوى الدولي.

سلكت عدوى الأزمة المالية نفس القنوات التقليدية لانتقال الأزمات المالية و يمكن حصرها بالنسبة لهذه الأزمة في ثلاث قنوات رئيسية هي: قناة أسواق المال، قناة سعر الصرف، و قناة التجارة الخارجية، كما لعبت أيضا مجموعة من العوامل الأخرى دورا كبيرا في انتقال هذه الأزمة على غرار آلية التوريق، وكالات التقيط، صناديق التحوط.

لم تقتصر الأزمة المالية 2008 على الو.م.أ فقط أو على الدول المتقدمة فقط بل كانت آثار الأزمة واضحة على الدول النامية أيضا لا سيما تلك التي كانت مرتبطة بأسواق المال العالمية، حيث خلفت الأزمة المالية 2007-2008 خسائر كبيرة جدا جعلت كثير من الاقتصاديين يصنفونها كأكبر أزمة من حيث الكلفة منذ أزمة الكساد الكبير لعام 1929.

لم تقف الدول المتضررة من الأزمة مكتوفة الأيدي إذ كانت هناك محاولات عديدة لتجاوز هذه الأزمة، و قد تجسدت هذه المحاولات في تنفيذ العديد من الدول خاصة المتقدمة لخطط اقتصادية هادفة إلى إنعاش اقتصادها على غرار خطة الإنقاذ الألمانية، خطة الإنقاذ الصينية، خطة الإنقاذ الفرنسية... الخ. ركزت هذه الخطط أحادية الأطراف على عنصر أساسي ألا و هو ضخ السيولة داخل الاقتصاد قصد تحريك العجلة الاقتصادية من جديد (أشرفت البنوك المركزية على هذه العملية)، كما كانت هناك جهود جماعية أيضا من أجل تجاوز هذه الأزمة تجسدت في عقد دول مجموعة العشرين G20 لعدة مؤتمرات، كمؤتمر واشنطن، مؤتمر لندن، و مؤتمر بيتسبرغ، و قد اتخذت الدول المشاركة فيها مجموعة من الإجراءات الهامة كتنقية الشفافية و المسؤولية و تشجيع الرقابة السليمة و العمل على سلامة الأسواق المالية، و تقوية التعاون الدولي و إصلاح المؤسسات المالية و النقدية الدولية، و إصلاح النظام المالي.

وقفت البنوك المركزية خلال هذه الأزمة في الصف الأول لمواجهة هذه الأخيرة انطلاقا من كون الاستقرار المالي أحد أهدافها الرئيسية، و قد حاول البنك المركزي الأوربي BCE باعتباره المسؤول عن السياسة النقدية لدول الاتحاد النقدي الأوربي الرد على تداعيات الأزمة باتخاذ مجموعة من الإجراءات، و هو ما سنحاول التطرق له في الفصل الموالي من البحث.

الفصل الرابع

معالجة البنك المركزي الأوروبي

الأزمة المالية 2007-2008

مقدمة الفصل الرابع

منحت معاهدة "ماستريخت" مسؤولية تحديد السياسة النقدية لمجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي إذ يسعى هذا الأخير إلى التعامل و التأقلم مع المتغيرات المفاجئة و غير المتوقعة التي يمكن أن تشهدها الأسواق النقدية و المالية، إذ تعتبر الأزمات المالية إحدى أبرز الظواهر الاقتصادية التي يسعى الـ BCE جاهدا و بما يملك من أدوات لمواجهةها، فدول الاتحاد النقدي الأوروبي كغيرها من دول العالم ليست في معزل عن ظهور أزمات مالية سواء كان مصدرها من داخل حدود الاتحاد أو من خارج الاتحاد بفعل ظاهرة عدوى الأزمات.

لقد كان للأزمة المالية العالمية 2007-2008 انعكاسات جد سلبية على اقتصاد دول الاتحاد الأوروبي عامة و على استقرار قطاعها المالي خاصة، حيث سجلت جل دول الاتحاد تراجع في معدلات نموها و منها حتى من دخل في مرحلة انكماش على غرار إيرلندا، اسبانيا، اليونان، إيطاليا، كما شهدت كل مؤشرات البورصة لدول الاتحاد مثل الـ CAC40 و الـ FTSE100 و الـ DAX انهيارات بالجملة. شكلت تداعيات الأزمة المالية 2007-2008 اختبارا حقيقيا لمدى قدرة البنك المركزي الأوروبي على معالجة هذه الأزمة المالية و بالتالي لمدى قدرته على تحقيق هدف الاستقرار المالي داخل حدود الاتحاد النقدي.

و قد سعى البنك المركزي الأوروبي BCE منذ أن انتقلت عدوى الأزمة المالية إلى أوروبا إلى تقديم الحلول المناسبة التي تكفل استرجاع الثقة داخل الأنظمة المالية و النقدية و العودة مجددا إلى وضع الاستقرار المالي، و قد لجأ الـ BCE بغية تحقيق ذلك إلى أدوات سياسته النقدية و بالأخص إلى أداة معدل الفائدة. يؤدي من الناحية النظرية خفض معدل الفائدة إلى تشجيع المؤسسات المالية على الاقتراض من البنك المركزي و إلى إقبال الأفراد و المؤسسات على طلب التمويل من المؤسسات المالية، أي أن خفض معدل الفائدة سيؤدي إلى تجاوز أزمة "شح السيولة" التي تتفاقم في فترات الأزمات المالية، و هو الأمر الذي سيسمح باسترجاع المتعاملين الاقتصاديين للثقة و ينشط الاقتصاد مجددا، أما من الناحية العملية فإن الـ BCE لم يستطع الاستفادة بقدر كاف من أداة معدل الفائدة نظرا لأن معدل الفائدة السائد قبل الأزمة كان عند مستوى منخفض، و بالتالي افتقد الـ BCE لهذه الأداة عند الحاجة فهو بكل بساطة لا يستطيع جعل معدلات الفائدة سالبة.

بالرغم من ذلك حاول الـ BCE الرد على الأزمة المالية 2007-2008 عبر أدوات و تقنيات أخرى، حيث لجأ على سبيل المثال إلى استعمال عمليات إعادة التمويل الاستثنائية طويلة الأجل VLTRO، و إلى تفعيل اتفاقيات تبادل العملات SWAP المبرمة مع عدة بنوك مركزية أخرى، و إلى تنفيذ برنامج شراء السندات السيادية...إلخ.

4-1-1- الاتحاد النقدي الأوروبي

شهدت فكرة توحيد أوروبا تطورات عديدة على مر السنين و لعل أبرز هذه التطورات هو تأسيس الاتحاد النقدي اللاتيني عام 1865 الذي ضم كل من فرنسا، إيطاليا، بلجيكا، سويسرا و اليونان.

كانت هناك محاولات عديدة و بالأخص في القرون الأخيرة لتوحيد أوروبا سواء من الناحية الاقتصادية أو حتى السياسية، تجسدت أبرز هذه الجهود سنة 1865 بتأسيس "الاتحاد النقدي اللاتيني" الذي كان يهدف إلى دعم التعاون النقدي الأوروبي و إصلاح نظام المعدنيين، ثم في سنة 1872 بتأسيس اتحاد الدول الإسكندنافية.¹

أعيد طرح فكرة توحيد أوروبا بقوة في فترة ما بين الحربين من طرف عدة سياسيين أوروبيين أمثال الكونت "فود نوهف كالجاري" و "أستيد بريان".

شكلت نهاية الحرب العالمية الثانية البداية الفعلية للوحدة الأوروبية حيث أدرك مسؤولو الدول الأوروبية حتمية الاتحاد فيما بينهم للتمكن من مسايرة تنامي الولايات المتحدة الأمريكية من جهة و الاتحاد السوفياتي من جهة أخرى.

4-1-1-1- نشأة الاتحاد النقدي الأوروبي

تجسدت الجهود الرامية إلى تفعيل التعاون و التنسيق بين الدول الأوروبية في تاريخ 18 أبريل 1951 بإنشاء "جماعة الفحم و الصلب"²، لتتبع بعد ذلك في تاريخ 25 مارس 1957 بمصادقة عدة دول أوروبية على اتفاقية روما من أجل إنشاء السوق الأوروبية المشتركة التي شكلت حجر الأساس لما تم التوصل عليه حالياً من درجة عالية من الاندماج في مختلف المجالات لا سيما النقدية منها.

سنحاول فيما يلي التطرق إلى أبرز الخطوات التي مكنت الدول الأوروبية من بناء اتحادها عموماً و من إنشاء البنك المركزي الأوروبي خاصة.

4-1-1-1-1- نظرية المنطقة المثلى

حدد الاقتصادي "روبرت مندل"^{*} في عام 1961 الإطار النظري الذي ينظم عمل الاتحادات النقدية، و عرفه على أنه ذلك النظام الذي يمكن من تبادل العملات و إجراء التحويلات بين مجموعة من الدول بكل حرية و من دون خسارة.

¹ فاروق محمود الحمدة، الوحدة النقدية الأوروبية و اليورو: النشأة، و التطور، و الآثار، العدد 61 الكويت: سلسلة رسائل البنك الصناعي، 2000، ص.ص. 13، 12.

² وائل أحمد علام، البرلمان الأوروبي، دار النهضة العربية، القاهرة، 1998، ص. 7.

^{*} روبرت مندل Robert A. Mundell من مواليد 24 تشرين الأول 1932 كان أستاذاً للاقتصاد في جامعة كولومبيا في نيويورك منذ عام 1974 بعد الدراسة في M.I.T و مدرسة لندن للاقتصاد. حصل على الدكتوراه من M.I.T في عام 1956. درس في جامعة ستانفورد و جونز هوبكنز، و مركز بولونيا للدراسات الدولية قبل الانضمام إلى موظفي صندوق النقد الدولي في عام 1961. يشغل حالياً في الجامعة الصينية في هونغ كونغ.

حاول "مندل" في نظريته إظهار مزايا منطقة العملة المثلى بالتركيز على عنصر حرية انتقال عناصر الإنتاج بين الدول المتعاملة بنفس العملة، و يرى "مندل" بأن ما يجعل نظام سعر الصرف نظاما أمثالا هو مدى مقدرته على تحقيق التوازن الخارجي للدول من دون الإضرار بالتوازن الداخلي للدول (القائم أساسا على مدى استقرار المستوى العام للأسعار و على مدى تحقيق التشغيل الكامل).

لعل من أبرز ما قدمه "مندل" في نظرية المنطقة المثلى هو تمييزه بين منطقة مثلى تحتفظ فيها كل دولة من الدول الأعضاء في المنطقة بعمليتها الوطنية مع تطبيق نظام سعر صرف ثابت و منطقة مثلى قائمة على أساس وجود عملة واحدة فقط، و يرى "مندل" بأنه في ظل الحالة الأولى يتحدد معدل البطالة لدى دولة العجز بمدى استعداد دولة الفائض على تحمل معدل إضافي من التضخم، أما في ظل الحالة الثانية فإن معدلي البطالة و التضخم يحددان من طرف السلطة المركزية.¹ توصل "مندل" إلى أنه و من أجل نجاح منطقة العملة و جعلها مثلى يجب توفر مجموعة من الشروط أبرزها:

- قابلية انتقال عوامل الإنتاج بين دول المنطقة؛
 - درجة عالية من الانفتاح الاقتصادي و التبادل التجاري بين دول المنطقة؛
 - تشابه معدلات التضخم و مرونة الأجور؛
 - تنسيق كبير بين دول المنطقة في مجال سياستها الاقتصادية؛
 - تنوع في القواعد الإنتاجية لدول المنطقة.
- 4-1-1-2- معاهدة روما:** تعتبر معاهدة روما الخطوة الأكثر جدية في بناء الاتحاد الأوروبي، إلا أنه وبالرغم من ذلك لا يمكن إهمال مختلف الجهود و المحاولات التي بذلتها الدول الأوروبية قبل التوصل إلى هذه المعاهدة و التي يمكن ذكر أهمها فيما يلي:²
- إعلان رئيس الوزراء البريطاني " ونستون تشرشل" * عام 1946 على ضرورة نهوض أوروبا من خلال تقوية الترابط و التعاون مع كل من فرنسا و ألمانيا؛
 - تأسيس رئيس الوزراء البريطاني "تشرشل" عام 1947 لكل من حركة أوروبا المتحدة و الاتحاد البرلماني الأوروبي؛

¹ محمد محمود عبد الرحمان خليل، تحرير أسعار الصرف في مصر و أثر نظام النقد الأوروبي على الجنيه المصري، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2002، ص.ص.6.5

² مروان عطون، أسعار صرف العملات و أزمات العملات الدولية، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، ص.154

* السير ونستون ليونارد سبنسر تشرشل من مواليد 30 نوفمبر 24 - 1874 يناير 1965 في لندن، هو رئيس وزراء المملكة المتحدة من العام 1940 حتى العام 1945 (إبان الحرب العالمية الثانية)، وفي عام 1951 تولى تشرشل المنصب ذاته إلى غاية عام 1955. يُعد تشرشل أحد أبرز القادة السياسيين الذي نظهروا على الساحة السياسية خلال الحروب التي اندلعت في القرن العشرين.

- إنشاء المنظمة الأوروبية للتعاون الاقتصادي في عام 1948 التي كلفت بإدارة و توجيه المساعدات الأمريكية المقدمة للدول الأوروبية في إطار "مشروع مارشال"؛
 - إنشاء المجلس الأوروبي عام 1949 بهدف المحافظة على الخلق و التراث الأوروبي؛
 - إنشاء الاتحاد الأوروبي للمدفوعات عام 1950 بهدف إدارة الشؤون النقدية و المالية و التنسيق مع بنك التسويات الدولية؛
 - إنشاء "المجموعة الأوروبية للصلب و الفحم" بتاريخ 18 أفريل 1951، و تهدف هذه الاتفاقية إلى تحديد حركة الفحم و الحديد و الصلب بين الدول الموقعة، و قد تم وضع أربع مؤسسات لتنفيذ هذه الاتفاقية (السلطة العليا، البرلمان الأوروبي، مجلس الوزراء، محكمة العدل)؛
 - إنشاء المجموعة الأوروبية للدفاع في عام 1952 بهدف تحقيق اندماج مختلف جيوش الدول الأوروبية الأعضاء في إطار قيادة عليا.
- أبرمت معاهدة روما في تاريخ 25 مارس 1957 في مدينة روما من طرف الدول الستة الموقعة على اتفاقية المجموعة الأوروبية للصلب و الفحم، حيث أنه و أمام النجاحات الكبيرة التي حققتها هذه الدول في قطاع الفحم و الصلب كان لزوما عليها اتخاذ قرارات جديدة تمس جوانب أخرى من النشاط الاقتصادي و تحقق لها مستويات أعلى من التكامل و الاندماج، و هو ما تمكنت من تحقيقه عبر هذه الاتفاقية التي أسفرت عن إنشاء السوق الأوروبية المشتركة.¹
- تضمنت اتفاقية روما معاهدين، الأولى هي معاهدة تأسيس المجموعة الاقتصادية الأوروبية و الثانية هي معاهدة المجموعة الأوروبية للطاقة الذرية.
- أ- معاهدة المجموعة الاقتصادية الأوروبية: سعت هذه المعاهدة إلى تحقيق الأهداف التالية:²
- إنشاء السوق الأوروبية المشتركة؛
 - تقريب السياسات الاقتصادية للدول الأعضاء؛
 - تنمية النشاطات الاقتصادية؛
 - تحسين مستوى المعيشة؛
 - تنمية العلاقة بين الدول الأعضاء.

* مشروع مارشال هو المشروع الاقتصادي لإعادة تعمير أوروبا بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية الذي وضعه الجنرال جورج مارشال رئيس هيئة أركان الجيش الأميركي أثناء الحرب العالمية الثانية و وزير الخارجية الأميركي منذ يناير 1947 و الذي أعلن عنه بنفسه في 5 يونيو من ذلك عام 1947 في خطاب أمام جامعة هارفارد و كانت الهيئة التي أقامتها حكومات غرب أوروبا للإشراف على إنفاق 12.9925 مليار دولار أميركي قد سميت "منظمة التعاون الاقتصادي الأوروبي" و قد ساهمت هذه الأموال في إعادة اعمار و تشغيل الاقتصاد و المصانع الأوروبية.

¹ Disponible sur: www.constituant_la_communaute_europeenne.eu/cariboost_files/trait_c3_a9_20rome.pdf (Consulté 01/02/2015)

² Disponible sur: www.traitederome.fr/fr/histoire-du-traite-de-rome.html (Consulté 01/02/2015)

كان تحقيق الاتحاد الجمركي أحد الأهداف الرئيسية للسوق الأوروبية المشتركة، وقد تم الاتفاق بين الدول المنظمة إلى معاهدة روما على تحقيق هذا الاتحاد الجمركي على أربعة مراحل تستغرق كل منها أربعة سنوات:

تم الاتفاق على أن يتم خلال المرحلتين الأولى والثانية تخفيض الرسوم الجمركية بنسبة 30% في كل مرحلة، على أن يتم في المرحلة الثالثة إجراء تخفيض آخر بـ 40% ما سيؤدي في نهاية السنة الـ 12 إلى زوال الحواجز الجمركية.

يعد تسهيل عملية انتقال السلع والخدمات أحد الأهداف الرئيسية الأخرى لإنشاء السوق الأوروبية المشتركة، حيث قررت الدول الأعضاء إلغاء القيود الكمية المطبقة على حركة دخول وخروج السلع فيما بينها، وهذا من خلال وضع تعريف جمركية مشتركة وإتباع نفس السياسة التجارية.

امتدت أهداف الاتفاقية إلى عدة مجالات أخرى كتتنسيق السياسات الزراعية بين الدول الأعضاء وتحرير حركة اليد العاملة وحركة رؤوس الأموال، حيث حددت نهاية المرحلة الثالثة كحد أقصى لتحقيق هذه الأهداف، وقد أدى نجاح الدول الستة المكونة للسوق الأوروبية المشتركة وتحقيقها لمكاسب عديدة إلى تنامي الرغبة لدى الدول الأوروبية للانضمام إلى السوق المشتركة وهو ما حدث فعلاً بعد انضمام كل من بريطانيا، الدانمارك، أيرلندا عام 1970 ثم اليونان عام 1981، ثم بعد ذلك إسبانيا والبرتغال عام 1985 ثم النمسا والسويد و فنلندا عام 1995، ليصبح عدد هذه الدول منذ ماي 2004 خمسة وعشرون دولة.

ب- معاهدة المجموعة الأوروبية للطاقة الذرية: سعت الدول الأوروبية الستة المنظمة إلى هذه المعاهدة إلى تعزيز التعاون فيما بينها في مجال الطاقة الذرية، وكذلك إلى توحيد جهودها المبذولة في مجال البحث والأمن.

بعد إبرام معاهدة روما في عام 1957 من طرف الدول الستة التي كانت عضو في المجموعة الأوروبية للصلب والفحم لم تتوقف مجهودات هذه الأخيرة و باقي الدول الأخرى الأوروبية الرامية إلى تحقيق المزيد من التكامل والاتحاد في أوروبا، وهو ما يمكن إظهاره في المحطات التالية:¹

- إنشاء عام 1960 "الرابطة الأوروبية للمبادلات الحرة (ALELE)" التي ضمت كل من الدول الإسكندنافية والمملكة المتحدة والبرتغال؛
- تقديم فرنسا عام 1961 لمخطط فوشي "Plan Fouchet" الهادف إلى تأسيس الاتحاد الأوروبي؛
- إنشاء عام 1962 "الاتحاد الأوروبي للتوجيه والضمان الزراعي (AEOGA)" الذي انبثقت عنه "السياسة الزراعية المشتركة (PAC)";

¹ سمير صارم، اليورو، دار الفكر، دمشق، 1999، ص.77

• تم الاتفاق في عام 1965 على إنشاء مجلس وزاري مشتركاً و مفوضية مشتركة و جمعية برلمانية لكل من مجموعة الفحم و الصلب، المجموعة الاقتصادية الأوروبية، و المجموعة الأوروبية للطاقة الذرية (دخل هذا الاتفاق حيز التنفيذ بتاريخ 4 جويلية 1967)؛

• قررت الدول الأوروبية عام 1969 خلق وحدة اقتصادية و نقدية، حيث أعتبر التقرير الذي قدمه رئيس وزراء لكسمبورغ "Werner" * عام 1970 نقطة بداية هذا الاتحاد إذ تضمن ضرورة توفر الاتحاد على ما يلي:

✓ قابلية تحويل العملات؛

✓ تحديد سعر تعادل نهائي غير قابل للإلغاء بين عملات الدول الأعضاء؛

✓ تحرير كلي لحركة رؤوس الأموال؛

✓ ضرورة تقارب معدلات التضخم للدول الأعضاء.

أكد رؤساء الدول التسعة المنظمة للسوق الأوروبية المشتركة في عام 1972 خلال الاجتماع الذي عقد بباريس على عزمهم إنشاء الاتحاد الأوروبي.

4-1-1-3- نظام الثعبان النقدي

جاء هذا النظام لمواجهة الأوضاع النقدية المتدهورة التي عانت منها الدول الأوروبية في بداية التسعينات، و التي نتجت أساساً عن تعرض نظام بروتن وودز إلى هزات حادة بسبب اتفاق واشنطن عام 1971 و الذي جاء فيه بأن أسعار صرف عملات مختلف الدول يمكن أن تتغير ضمن حدود $(\pm 2,25\%)$ من حيث تكافؤها بالدولار (كان التغير في الواقع ضمن حدود $\pm 4,5\%$)، و كذلك بسبب إقبال السلطات الأمريكية في شهر فيفري 1973 على خفض قيمة الدولار بنسبة 10%¹.

أمام الوضع السائد قرر محافظوا البنوك المركزية لدول المجموعة الأوروبية عقد اجتماع لمناقشة الوضع السائد و بحث الحلول الممكنة، و هو ما تم فعلاً لما اجتمعوا في شهر أبريل 1972 بمدينة بازل السويسرية حيث قرروا الحد من المرونة الواسعة لأسعار الصرف عبر إبقاء حركة تقلب عملات دولهم ضمن حدين أعلى و أدنى مع التأكيد على ضرورة احترام الدول الأعضاء لهذين الحدين. أطلق على هذا القرار "التعويم المشترك للعملات" كما سمي أيضاً بنظام الثعبان النقدي أو الأفعى النقدية، و قد تم تحديد هامش تدبب بـ $\pm 1,25\%$ للعملات الأوروبية بالنسبة لبعضها البعض مع إبقاء هامش تدبب بـ $\pm 2,25\%$ للعملات الأوروبية مقابل الدولار.²

* بيير فيرنر «Pierre Werner» ولد في 29 ديسمبر 1913 في فرنسا - توفي 24 يونيو 2002 في لوكسمبورغ، رجل دولة و سياسي من لوكسمبورغ تخرج من جامعة باريس و اشتغل في مجال البنوك. عمل بالسياسة و انتسب للحزب الشعبي المسيحي الاجتماعي. شغل عدة مناصب وزارية في بلده منها رئيس الحكومة في الفترة ما بين 1953 و 1984 قبل أن يتنحى عن السياسة و استمر في المجال الإداري و الثقافي.

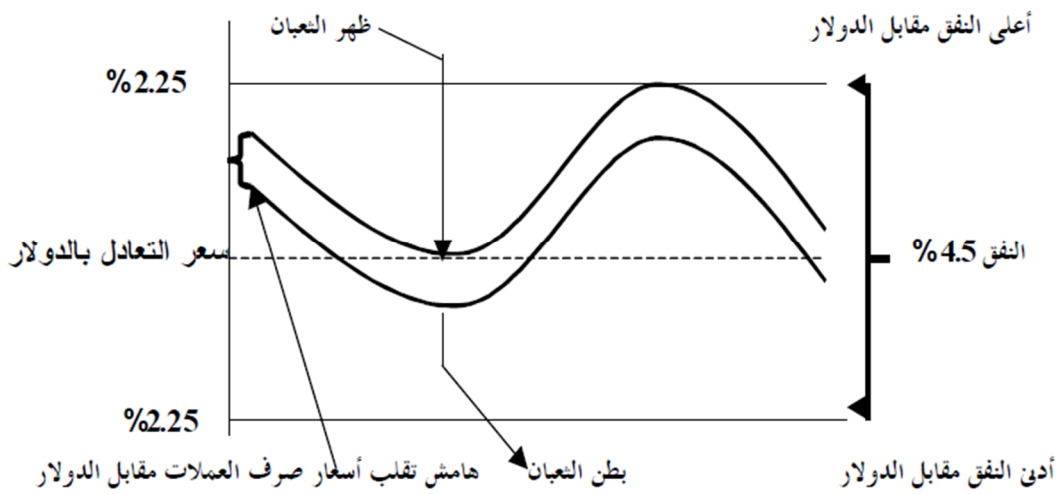
¹ أحمد فريد مصطفى، السياسات النقدية و البعد الدولي لليورو، ص. 157.

² صالح فلاح، نظام النقد الدولي و معضلة الدول الفقيرة، مجلة اتحاد الجامعات العربية للعلوم التطبيقية، المجلد الأول، العدد الثالث، سبتمبر 1999، ص. 73.72.

أطلقت على هذا النظام تسمية الثعبان النقدي لأن حركة أسعار صرف العملات الأوروبية ضمن الحدين المتفق عليها تكون مشابهة كثيرا لحركة الثعبان، فالعملات القوية تقع في حدود أعلى هامش و هي المنطقة التي تسمى بظهر الثعبان، في حين تقع العملات الضعيفة في حدود أدنى هامش و هي المنطقة المسماة ببطن الثعبان، و عموما فإنه كلما كان الفارق كبيرا بين أسعار صرف العملات الأوروبية و الدولار فإن سمك الثعبان سيكبر، بينما كلما كان الفارق ضئيلا فإن الثعبان سيكون هزيلا كما قد يقع أن يلتصق ظهر الثعبان ببطنه إذا كانت أسعار صرف العملات الأوروبية مقارنة بالدولار هي نفسها أسعار التعادل¹.

يمكننا توضيح ما سبق ذكره من خلال الشكل رقم (47).

الشكل رقم (47): كيفية عمل نظام الثعبان النقدي



المصدر: مدحت صادق، النقود الدولية و عمليات الصرف الأجنبي، الطبعة الأولى، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع، القاهرة، 1997، ص.75
 واجهت الدول الأوروبية التي تبنت نظام الثعبان النقدي صعوبات جمة في احترام تعهدها بالكامل الذي يقضي بالحفاظ على تقلبات أسعار صرف عملاتها ضمن الهامش المتفق عليه، و قد أدى ذلك إلى انسحاب كل من المملكة المتحدة و إيرلندا من النظام في تاريخ 27 جوان 1972 (عاودت هذه الدول تبني هذا النظام في تاريخ 10 أكتوبر 1972)، انسحاب إيطاليا في تاريخ 13 فيفري 1973، انسحاب فرنسا عام 1974.

أدى انسحاب عدد كبير من الدول الأوروبية من نظام الثعبان النقدي إلى انهيار هذا الأخير بصفة تامة، الأمر الذي جعل الدول الأوروبية تبحث عن نظام نقدي آخر أكثر استقرارا يسمح لها بتحقيق أهدافها (تبلور ذلك فعليا مع إنشاء النظام النقدي الأوروبي).²

¹ مدحت صادق، النقود الدولية و عمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، 1997، ص.74

² Diponible sur: www.fr/vikidia.org/wiki/Serpent_monétaire_européen (Consulté 02/02/2015)

4-1-1-4- النظام النقدي الأوربي (SME)

أدى انهيار نظام الثعبان النقدي إلى بحث الدول الأوروبية عن بديل له يكون أكثر فعالية و استقرار، و توصلت الدول الأوروبية إلى هذا البديل الذي أطلق عليه تسمية النظام النقدي الأوربي في ديسمبر 1978، و هذا بعد أن اجتمع محافظو البنوك المركزية لدول المجموعة الأوربية في مدينة بروكسل البلجيكية.

دخل هذا النظام الجديد حيز التنفيذ في تاريخ 13 مارس 1979 و هو يعتبر نظاما إقليميا لا يعمل بمعزل عن النظام النقدي الدولي و له كوظيفة أساسية المحافظة على استقرار صرف العملات الوطنية للدول الأوروبية المنظمة إليه، و قد بني نظام النقد الأوربي (SMG) على ثلاث ركائز أساسية هي: وحدة النقد الأوربية، آلية ضبط سعر صرف العملات الأوربية، آليات الائتمان.¹

أ- وحدة النقد الأوربية: اتفقت الدول الأوروبية في ظل النظام النقدي الأوربي على وضع وحدة نقدية أوربية أطلق عليها تسمية "الإيكو" "European currency unit "ECU"، تكون عبارة عن وحدة حسابية و وحدة للتبادل و الاحتياط بين البنوك المركزية، و تتكون من سلة من الأوزان النسبية لعملات دول الاتحاد باستثناء الجنيه الإسترليني و الليرة الإيطالية*.

تتمتع كل عملة وطنية داخل هذا النظام بسعرين أحدهما مركزي (ثابت) يحدد علاقة "الإيكو" بكل عملة وطنية يسمح له بالتذبذب $\pm 2,25\%$ ، و الثاني محوري (متغير) يحدد الفرق بين كل عملة و العملات الأخرى و هو يتحدد على أساس التغير اليومي في أسعار عملات الدول الأعضاء²، كما تم الاتفاق على مراجعة الأوزان النسبية لكل عملة مرة كل خمس سنوات قصد مواكبة التغيرات الاقتصادية التي تشهدها الدول الأعضاء و دخول عملات أخرى للنظام. يسمح لنا الجدول رقم (19) بتوضيح أوزان مختلف العملات الأوربية في سلة "الإيكو".

¹ مجدي محمود شهاب، المرجع السابق، ص.20

* يتم حساب "الإيكو" انطلاقا من سلة العملات هي: المارك الألماني، الفرنك الفرنسي، الفرنك البلجيكي، الجيلدر الهولندي، الكرون الدانماركي، فرنك لوكسمبورغ.

** الليرة الإيطالية تتذبذب في مجال $\pm 6\%$ حتى جانفي 1990.

² مغاوري شلبي علي، اليورو الأثار على اقتصاد الدول العربية و العالم، مكتبة زهراء الشرق، القاهرة، 2000، ص.25

الجدول رقم (19): أوزان العملات الأوروبية المكونة لـ "إيكو"

%الوزن النسبي للعملة في الإيكو					العملة	
1998	1995	1991	1998	1979	السنوات	
31.6	33.3	3.36	30.36	33	المارك الألماني	1
20.49	20.49	19.32	19.32	19.8	الفرنك الفرنسي	2
13	10.44	12.6	12.6	13.3	الجنيه الإسترليني	3
9.9	10.44	9.49	9.49	10.5	الغيلدر الهولندي	4
7.5	8.57	7.78	8.09	9.6	الفرنك البلجيكي	5
0.34	0.34	0.31	-	-	فرنك لكسمبورج	6
7.8	7.17	9.87	9.78	9.5	الليرة الإيطالية	7
4.1	4.24	5.15	5.15	-	البيزيتا الإسبانية	8
2.6	2.72	2.52	2.52	3.1	الكرون الدنماركي	9
1.1	1.04	1.11	1.12	1.2	الجنيه الإيرلندي	10
0.7	0.71	0.78	0.78	-	الأسكودا البرتغالية	11
0.4	0.47	0.7	0.7	-	الدراخمة اليونانية	12

المصدر: ماجدة مدوخ، مرجع سابق، ص.107

يبدو جلياً من الجدول أعلاه بأن أكبر نسبة في مكونات "الإيكو" هي من نصيب المارك الألماني بـ 31,6%، بعد ذلك نجد الفرنك الفرنسي و الجنيه الإسترليني و هذا ما يتناسب مع الوزن الاقتصادي لهذه الدول.

ب- آلية ضبط سعر صرف العملات الأوروبية: اتفقت الدول الأوروبية في ظل النظام النقدي الأوروبي على أن لا تتجاوز تقلبات سعر صرف أي عملة أوروبية مقابل عملة أوروبية أخرى الـ 2,25% إلا أنه تم السماح بوصول التقلبات إلى 6% بالنسبة للعملات الضعيفة أو الدول التي تعاني من ارتفاع معدل التضخم.¹

¹ مجيد محمود شهاب، مرجع سابق، ص.71

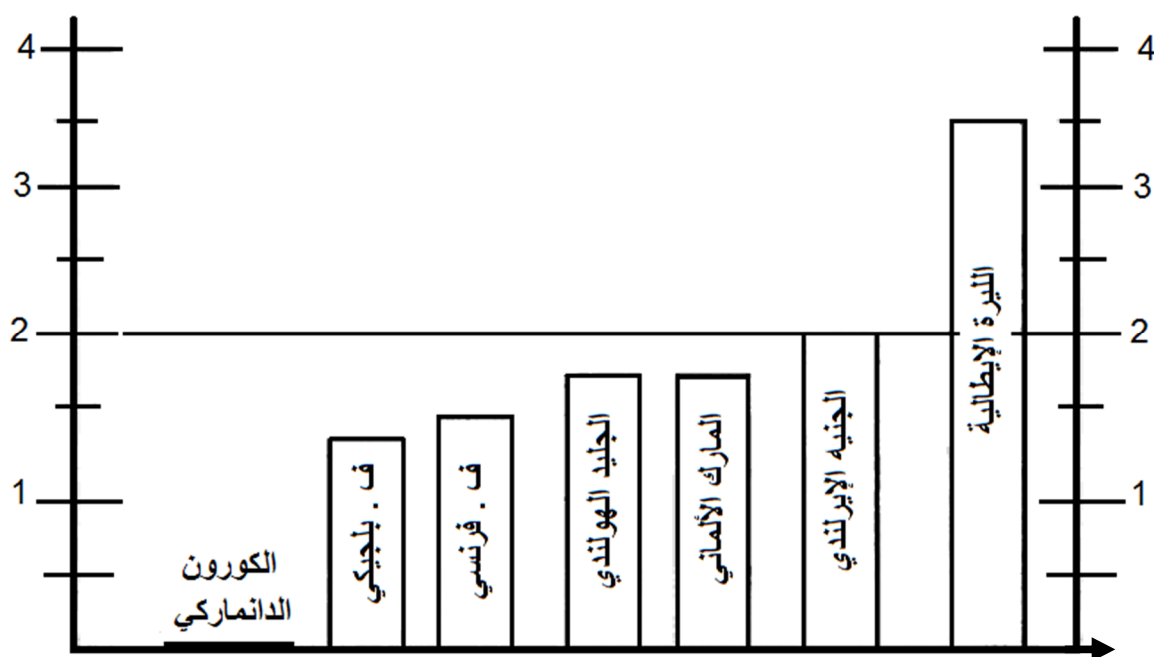
اتفقت الدول الأوروبية من جانب آخر على تدخل سلطاتها النقدية بغية الحفاظ على تقلبات أسعار الصرف مقابل العملة الأوروبية، و استحدثت الدول الأوروبية لهذا الغرض ما يسمى بمؤشر الانحراف للعملة مقابل وحدة النقد الأوروبية، و اتفقت على ضرورة الحفاظ على هذا المؤشر في حدود قصوى قدرها 7,5%¹.

تعتمد الدول الأوروبية في تنفيذ سياستها الرامية إلى ضبط سعر صرف عملاتها الأوروبية على مجموعة من الإجراءات أهمها:

- تعديل سعر الفائدة؛
- تعديل السعر المركزي للعملة المحلية مقابل وحدة النقد الأوروبية؛
- بيع و شراء العملات فيما بينها.

شهد سعر صرف العملات الأوروبية تقلبات عديدة في ظل النظام النقدي الأوروبي، و يسمح لنا الشكل رقم (48) بإظهارها على النحو الذي كانت عليه بتاريخ 22 سبتمبر 1986.

الشكل رقم (48): تقلبات أسعار صرف بعض عملات النظام النقدي الأوروبي في 1986/08/22 (%)



المصدر: مروان عطون، مرجع سابق، ص.189

يظهر لنا الشكل السابق بأن العملة الأقل تقلبا هي الكورون الدانماركي بينما سجل أكبر تقلب من طرف الليرة الإيطالية، كما يسمح لنا الشكل السابق بالوقوف على عدم تجاوز مختلف العملات للحد المقرر أي 2,25% باستثناء الليرة الإيطالية التي تجاوزت هذا الحد (كان هناك اتفاق على السماح الليرة الإيطالية بالتقلب في حد 6%) و سجلت 3,5%.

¹ Alleron Monique, Bon Philippe, Bonnaud Jean- Jacques, Op. Cit., p.17

ج- آليات الائتمان: قررت الدول الأوروبية صنع آليات متعددة للائتمان الهدف منها هو مساعدة الدول المنظمة إلى النظام النقدي الأوروبي على تجاوز المشاكل التي قد تعرفها موازين مدفوعاتها، و من أجل تحقيق هذا الغرض تم إنشاء صندوق النقد الأوروبي عام 1983، و يحصل هذا الأخير على تمويله من طرف الدول الأعضاء، و يقدم أنواع عديدة من التسهيلات الائتمانية هي:

- **تسهيلات ائتمانية قصيرة جدا:** تتميز هذه الآلية بقصر فترة استحقاقها التي حددت بـ 45 يوم قابلة للتمديد إلى 90 يوم (ثلاثة أشهر)¹، كما يمكن الحصول على هذا التسهيل بصورة تلقائية و غير مشروطة و هو موجه أساسا لمعالجة التقلبات التي يمكن أن تحدث في أسعار صرف العملة (عادة ما تنتج بسبب المضاربة في الأسواق المالية)².

- **تسهيلات ائتمانية قصيرة الأجل:** تهدف هذه الآلية التي أنشئت لأول مرة في تاريخ 1970/02/29 و خضعت بعد ذلك لعدة تعديلات إلى مساعدة الدول التي تسجل عجزا مؤقتا في ميزان مدفوعاتها من خلال توفير الدعم النقدي قصير الأجل، و تستفيد دول النظام النقدي الأوروبي من هذا التسهيل لمدة ثلاثة أشهر قابلة للتمديد مرتين لمدة ثلاثة أشهر أي أن حداها الأقصى هو 90 يوم (3 اشهر)³.

- **تسهيلات ائتمانية متوسطة الأجل:** تهدف هذه الآلية التي أنشئت لأول مرة في تاريخ 22 مارس 1971 و خضعت بعد ذلك لعدة تعديلات إلى توفير الدعم النقدي متوسط الأجل (من سنتين إلى خمسة سنوات) للدول التي تواجه صعوبات كبيرة في موازين مدفوعاتها.

سمح تأسيس النظام النقدي الأوروبي و ما جاء به من وحدة النقد الأوروبية "ECU" و آلية ضبط سعر صرف العملات الأوروبية و آليات ائتمان بتحقيق استقرار نسبي دام لفترة معينة لكنه لم يعمر بسبب تعرض عدة دول أعضاء في النظام النقدي الأوروبي لأزمات اقتصادية حادة انتهت بتراجع النمو الاقتصادي و ارتفاع معدلات البطالة و تدبب أسعار صرف العملات التي تجاوزت الهامش المتفق عليه و المقدر بـ 2,25% حيث بلغ 15%⁴.

4-1-1-5- معاهدة ماستريخت

تم التوقيع على هذه المعاهدة في تاريخ 04 ديسمبر 1991 كما أخذت هذه المعاهدة اسم المدينة التي وقعت فيها وهي "ماستريخت" الهولندية، و قد وقع على هذه الاتفاقية رؤساء دول و حكومات إحدى عشر دولة أوروبية (فرنسا- إيطاليا- إسبانيا- البرتغال- بريطانيا- هولندا- الدانمارك- اليونان-

¹ صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص.398-400

² نبيل حشاد، مرجع سابق، ص.33

³ فاروق محمود الحمد، مرجع سابق، ص.26

⁴Alleron Monique, Bon Philippe, Bonnaud Jean- Jacques, Op. Cit., p.17.

لوكسمبورغ- ايرلندا)، و هدفت هذه المعاهدة أساسا إلى تهيئة التعاون بين شعوب مختلف الدول الأوروبية في مختلف المجالات الاقتصادية و السياسية و الأمنية... الخ.

هدفت معاهدة "ماستريخت" إلى تحقيق جملة من الأهداف جاءت كالاتي:¹

- تحقيق الوحدة الاقتصادية و النقدية و إنشاء المؤسسات اللازمة لذلك على غرار البنك المركزي الأوروبي الموحد (BCE)؛

- إقامة أوروبا الموحدة على شكل اتحاد فدرالي؛

- التحرير الكامل لحركة السلع و الخدمات و إلغاء كافة الحواجز بين دول المنطقة (الاتحاد)؛

- التنسيق في مجالات السياسة الداخلية و القضاء و مكافحة الجريمة و الإرهاب؛

- تحقيق سياسة خارجية و أمنية و دفاعية مشتركة؛

- منح جنسية أوروبية موحدة إلى جانب الجنسية الوطنية؛

- تحقيق السوق الداخلية؛

- منح مواطني مختلف الدول حق المشاركة في الانتخابات الأوروبية.

جاءت أهداف اتفاقية "ماستريخت" طموحة و شملت مجالات عديدة على غرار القضاء، السياسة الخارجية، السياسة الدفاعية، السوق الداخلية، انتقال السلع و الخدمات... الخ، إلا أنه و نظرا لخصوصية مجال البحث سنحاول التركيز على أحد هذه الأهداف دون الأخرى ألا و هو الوحدة النقدية.

حددت معاهدة "ماستريخت" ثلاثة مراحل للوصول إلى الوحدة النقدية، و قد تبلورت هذه المراحل في نظر العديد من الباحثين في خطة العمل المعدة من طرف لجنة الخبراء التي ترأسها الفرنسي "جاك ديبلور" عام 1989، حيث حددت الطريق الذي يجب على دول الاتحاد الأوروبي سلوكه للوصول إلى الوحدة النقدية.

- المرحلة الأولى (تبدأ في 1990 و تنتهي في 1993): تم التركيز في هذه المرحلة على تحرير

حركة رؤوس الأموال و توسيع مجالات التنسيق بين السياسات الاقتصادية و النقدية.

تم خلال هذه المرحلة اتخاذ عدة إجراءات ساهمت في تحرير حركة انتقال رؤوس الأموال بين دول المجموعة، كما تم الاتفاق أيضا على إنشاء اللجنة الأوروبية بهدف متابعة التطورات التي يسجلها كلا

من مؤشر عجز الموازنة و مؤشر الدين الحكومي للدول الأعضاء.²

¹ حسين عمر، التكامل الاقتصادي أنشودة العالم المعاصر النظرية و التطبيق، دار الفكر العربي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1998، ص.145

² مجدي محمود شهاب، المرجع السابق، ص.76

• المرحلة الثانية (تبدأ في جانفي 1994 و تنتهي في 1998): تم التركيز في هذه المرحلة على تهيئة الأرضية لدخول الدول الأعضاء في الوحدة النقدية تجسدت على أرض الواقع بإنشاء معهد النقد الأوربي (EMI) الذي كان بمثابة مقدمة للبنك المركزي الأوربي (BCE) وكذلك بتهيئة مستلزمات الانتقال إلى المرحلة الثالثة.

و أطلق على المرحلة الثانية تسمية المرحلة الانتقالية حيث تم خلالها تبني حزمة من الإجراءات التنظيمية و المؤسساتية و القانونية الضرورية للمرور إلى المرحلة الثالثة، لا سيما تحقيق التقارب بين معدلات الأداء الاقتصادي في المجالات التالية: معدل التضخم، مؤشر العجز في الموازنة العامة، و مؤشر الدين الحكومي.¹

• المرحلة الثالثة (تبدأ في عام 1999 مع الانطلاقة الفعلية لليورو كعملة رسمية): تم التركيز خلال هذه المرحلة على تثبيت سعر صرف عملات الدول الأعضاء فيما بينها و سعر صرفها مقابل اليورو، و على إنشاء النظام الأوربي للبنوك المركزية للدول الأعضاء و يقوم بالإشراف على النظام السابق البنك المركزي الأوربي (BCE) الذي يتمتع بسلطة فوق قومية تسمح له و تمكنه من القيام بمهام عديدة.

تميزت هذه المرحلة إذن بتداول عملة اليورو في الدول المنظمة إلى منطقة اليورو و سحب العملات الوطنية من التداول.²

¹ منى قاسم، اليورو و أسواق المال الدولية و العربية، سلسلة قضايا مصرفية (01)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، عمان، 2000، ص.33

² محمد عبد الحلیم عمر، العملة الأوروبية الموحدة "اليورو"، سلسلة المنتدى الاقتصادي، اللقاء السادس، القاهرة، 22 مارس 1999، ص.

4-2- البنك المركزي الأوروبي (BCE)

أنشئ البنك المركزي الأوروبي من طرف المجلس الأوروبي بتاريخ 3 ماي 1998 إلا أنه لم ينطلق فعليا في العمل إلا في تاريخ 1 جانفي 1999، و يقع مقر البنك المركزي الأوروبي في مدينة فرانكفورت الألمانية و هي نفس المدينة التي يتواجد فيها البنك المركزي الألماني المسمى بـ "Bundes Bank".^{*} يتمتع البنك المركزي الأوروبي باستقلاله التامة عن الحكومات، فهو بمثابة السلطة النقدية الموحدة للاتحاد النقدي التي تحدد السياسة النقدية واجبة التطبيق في الدول الأعضاء.

يشكل البنك المركزي الأوروبي (BCE) إلى جانب البنوك المركزية الوطنية لدول الاتحاد الأوروبي جوهر الاتحاد النقدي أو ما يسمى بالنظام الأوروبي للبنوك المركزية (ESCB) فهو يملك كافة الأدوات و التقنيات التي تسمح له بتحقيق أهداف سياسته النقدية و دعم الاستقرار النقدي في دول الاتحاد، كما أنه يتمتع بدرجة عالية من التنسيق مع البنوك المركزية الوطنية التابعة للاتحاد الأوروبي.

حددت قيمة رأس المال المكتسب للبنك المركزي الأوروبي بـ 50 مليار يورو و تساهم فيه الدول الأعضاء بنسب متفاوتة تتبع نسبة كل دولة إلى إجمالي سكان الاتحاد الأوروبي، إضافة إلى نسبة مساهمة كل دولة في الناتج المحلي الإجمالي للاتحاد.

يحتفظ البنك المركزي الأوروبي باحتياطات النقد الأجنبي و يقوم بإدارتها و توظيفها، ثم يقوم بتوزيع الأرباح المحصل عليها و هذا بعد أن يحتفظ بـ 20% من حساباته و يوزع النسبة المتبقية أي 80% على مختلف البنوك المركزية الأوروبية الأعضاء و هذا حسب مساهمة كل منها في رأس المال.

يسمح لنا الجدول رقم (20) بإظهار نسبة مساهمة الدول الأعضاء في رأس المال للبنك المركزي الأوروبي و القيمة المقابلة لها باليورو.

^{*} قدرت احتياطاته من الذهب بحوالي 3396 طن بقيمة 132 مليار يورو ما يجعله بشكل ثاني احتياطي في العالم.

الجدول رقم (20): نسبة مساهمة الدول الأعضاء في رأس مال البنك المركزي الأوروبي

الدولة	نسبة المساهمة في رأس المال (%)	قيمة المساهمة باليورو (مليون)
النمسا	2.3	1150
بلجيكا	2.9	1450
دانمارك	1.55	775
فنلندا	1.35	675
فرنسا	16.2	8100
ألمانيا	24.95	11475
اليونان	2.3	1150
ايرلندا	0.95	475
إيطاليا	15.8	7900
لوكسمبورغ	0.15	75
هولندا	4.25	2125
البرتغال	2.25	1125
إسبانيا	9.3	4650
السويد	2.35	1150
انجلترا	15.6	7800
الإجمالي	% 100	50075

المصدر: مصطفى كامل، مرجع سابق، ص.14

4-2-1- الهيكل التنظيمي للبنك المركزي الأوروبي (BCE)

طبقاً للمادة (92) من مبادئ النظام الأوروبي للبنوك المركزية (SEBC) يسهر الـ BCE على تنفيذ مهام النظام الأوروبي وهذا بالرجوع إلى وسائلها الخاصة أو بالرجوع إلى البنوك المركزية الوطنية.

طبقاً لهذا الدور فإن البنك المركزي الأوروبي (BCE) يؤدي العديد من المهام أبرزها:¹

- يشكل الجهة الرئيسية لاتخاذ القرارات داخل النظام الأوروبي للبنوك المركزية (SEBC) و النظام الأوروبي؛
- ضمان تطبيق متجانس لسياسات الـ BCE؛
- القيام بإصدار القوانين مع إمكانية فرض العقوبات؛

¹ Hanspeter K Scheller, *La banque centrale européenne: Histoire, Rôle et fonction*, BCE, 2^{ème} édition révisée, Allemagne, 2006, P.51

- تملك حق المبادرة في مجال التشريعات الجماعية كما تقدم الإرشادات و التوجيهات لمختلف المؤسسات الأوروبية و الدول الأعضاء في مجال القوانين؛
- تسهر على تطبيق ما جاء في المادتين 101 و 102 من معاهدة "ماستريخت"؛
- تنفيذ مهام مجلس النقد الأوربي IME التي يجب استكمال تطبيقها في المرحلة الثالثة من الاتحاد النقدي الأوربي حيث أن بعض دول الاتحاد الأوربي لا تشارك في الاتحاد النقدي الأوربي.

يملك الـ BCE الذي يعتبر لب الـ SEBC و النظام الأوربي جهازين رئيسيين لاتخاذ القرار ألا و هما مجلس المحافظين و مجلس الإدارة (حسب المادة 93 من المبادئ)، و هناك جهاز ثالث لاتخاذ القرار ألا و هو المجلس العام الذي سيبقى قائما طالما لم تتبن كل دول الاتحاد الأوربي العملة الموحدة اليورو (حسب المادة 45 من المبادئ).

تقوم أجهزة اتخاذ القرار داخل البنك المركزي الأوربي (BCE) بدور مزدوج فهي تنظم عمل الـ BCE نفسه كما تنظم أيضا عمل كل من النظام الأوربي و النظام الأوربي للبنوك المركزية.

لأجهزة اتخاذ القرار داخل الـ BCE خصوصيات ملائمة لاتخاذ القرار في مجال السياسة النقدية داخل منطقة العملة الموحدة، حيث يتمتع كل من مجلس المحافظين و مجلس الإدارة بكامل الصلاحيات و السلطة لاتخاذ قراراتهما في مجال تخصصهما.

4-2-1-1- مجلس المحافظين

يعتبر الجهاز الرئيسي لاتخاذ القرار داخل الـ BCE فهو المخول باتخاذ أهم القرارات الاستراتيجية المتعلقة بالنظام الأوربي.

أ- أعضاؤه¹: يتكون مجلس المحافظين من ستة (06) أعضاء من مجلس الإدارة و من محافظي البنوك المركزية للدول التي تبنت اليورو.

تعتبر المشاركة أو الانتماء في مجلس المحافظين حق شخصي أي أنه لا يمكن لأي عضو أن يمثل بعضو آخر باستثناء الحالتين التاليتين:

- تنص المادة 103 من القانون الداخلي للـ BCE بأنه في حالة المسائل المالية يمكن للمحافظ إن كان لا يستطيع الحضور أن يعين من يخلفه ليصوت مكانه؛
- تنص المادة 33 من القانون الداخلي للـ BCE و تماشيا مع المادة 102 فإنه يمكن للمحافظ في حالة عدم قدرته على التصويت لفترة طويلة (مثلا: شهر) أن يعين شخص ينوبه في مجلس المحافظين.

¹ Ibid, P.52

يشترك أعضاء مجلس الإدارة في اتخاذ القرارات داخل مجلس المحافظين بنفس الحقوق والمسؤوليات التي يتمتع بها محافظي البنوك المركزية الوطنية، وهو ما يعكس الطابع فوق وطني للـ BCE، كما تضمن أيضا مشاركة أعضاء مجلس الإدارة خضوع قرارات مجلس المحافظين لخبرة ودراسة الجهة المسؤولة عن تطبيق سياسة الـ BCE.

جاء في المادة 113 (1) من الاتفاقية بأنه يمكن لكل من رئيس المجلس الاقتصادي المالي (Eco Fin) وعضو من La commission européenne (عادة ما يكون المفتش المكلف بالشؤون الاقتصادية والنقدية) وهذا من دون أن يكون لدهما صلاحية التصويت، وتنص اللوائح بأنه في حالة رئاسة الاتحاد من طرف دولة لا تنتمي إلى منطقة اليورو يجب أن يمثل المجلس الاقتصادي المالي (Eco Fin) في اجتماعات المجلس التنفيذي بواسطة وزير إحدى الدول المنتمية إلى منطقة اليورو.

ب- صلاحيته¹: جاء في المادة 12.1 من مبادئ النظام الأوروبي للبنوك المركزية بأن المجلس التنفيذي مسؤول عن كافة القرارات باستثناء تلك المخصصة ضمنا لمجلس الإدارة. مجلس المحافظين مسؤول على السياسة النقدية داخل منطقة اليورو فهو الذي يحدد إستراتيجية السياسة النقدية للـ BCE ويتخذ القرارات اللازمة (مثلا: التحكم في سعر الفائدة الرئيسي للـ BCE) ويحدد التوجهات الواجب إتباعها من طرف البنوك المركزية الوطنية في تنفيذ عمليات سياستها النقدية.

للمجلس التنفيذي صلاحيات أخرى تتمثل أساسا في:

- نشر توجهات مختلف البنوك المركزية الوطنية من خلال عرض عملياتها وكذلك عرض مختلف تعاملاتها المسجلة بالعملة الصعبة؛
- تطبيق مختلف القوانين التي هي من صلاحيات الـ BCE (نصت عليها معاهدة ماستريخت أو أعطاه إياها مجلس الإتحاد الأوروبي)؛
- الموافقة على إصدار الأوراق النقدية و القطع النقدية داخل منطقة اليورو؛
- تحديد القوانين اللازمة لتكثيف الإجراءات المحاسبية و المعلومات المتعلقة بمعاملات البنوك المركزية الوطنية؛
- تقديم اقتراحات في مجال التشريعات الموحدة و القيام بمهام الاستشارة؛
- اتخاذ إجراءات و قرارات متعلقة بتوزيع الموارد المالية للبنك المركزي الأوروبي (BCE)، وكذلك اتخاذ قوانين تنظم توزيع العوائد النقدية بين مختلف البنوك المركزية الوطنية لمنطقة اليورو؛
- المصادقة على التقرير السنوي و على الحسابات السنوية للـ BCE.

¹ Ibid, p.p.53.54

إضافة إلى ما سبق فإن المجلس التنفيذي يشكل جهاز اتخاذ القرار الأول فيما يتعلق بإدارة البنك المركزي الأوروبي في حد ذاته، فالمجلس التنفيذي للـ BCE يحدد كيفية و شروط عمل أعضاء مجلس الإدارة و موظفي الـ BCE و يحدد أيضا ميزانية الـ BCE.

ج- القواعد العامة للتصويت¹: يعمل المجلس التنفيذي بنظام صوت لكل عضو، و هذا يعني أنه و باستثناء بعض القرارات المتعلقة ببعض المسائل المالية لا يوجد نسبية في التصويت. بناءً على ما سبق فإن صوت محافظ أكبر البنوك المركزية في منطقة اليورو له نفس وزن صوت محافظ أصغر البنوك المركزية، فلكل منهما صوت واحد، و يقوم هذا النظام على أساس أن كل أعضاء المجلس التنفيذي بما فيهم محافظو البنوك المركزية يعينون في مناصبهم على أساس مهاراتهم الخاصة وليس على أساس تمثيلهم لدولهم أو لبنوكهم المركزية، فهم بذلك مجبرون على العمل لصالح منطقة اليورو ككل.

تؤخذ القرارات داخل مجلس المحافظين بالأغلبية العادية لأصوات الأعضاء الحاضرين في جلسة التصويت، ففي حالة ما إذا كان هناك انقسام في الأصوات فإنه يتم الرجوع إلى صوت رئيس مجلس المحافظين، و تهدف هذه الإجراءات إلى منع تعطل القرارات داخل المجلس بسبب أقلية من الأعضاء و للسماح للـ BCE باتخاذ القرارات في أي وقت.

هناك حالتين خاصتين يستوجب فيهما الحصول على أغلبية الثلثين لتبني القرار ألا و هما:

- حالة ما إذا اعتبر مجلس المحافظين بأن عمل أحد البنوك المركزية الوطنية غير المنتمية إلى النظام الأوروبي (أو منطقة اليورو) يتنافى مع أهداف و مهام النظام الأوروبي؛
- إذا كان مجلس المحافظين يرى بأنه يجب اللجوء إلى أدوات أخرى للتحكم في كمية النقود غير تلك المنصوص عليها في مبادئ الـ SEBC.

كان هناك تخوف كبير أمام إمكانية انضمام المزيد من دول الإتحاد الأوروبي إلى منطقة اليورو و ما يعنيه ذلك من انضمام محافظين جدد إلى مجلس المحافظين للـ BCE من إمكانية تعطل عملية اتخاذ القرار بسبب نظام التصويت الحالي الذي يمنح لكل عضو صوت. قصد تجاوز هذه المشكلة المحتملة تم طرح تصورين: التصور الأول ينص على إتباع نظام تصويت بالتناوب بين الأعضاء، بينما ينص التصور الثاني على تقسيم الدول (ممثلها) إلى ثلاث مجموعات يتم إتباع نظام التصويت بالتناوب داخل كل واحدة منها، و قد تم في الأخير تبني التصور الثاني حين تم تحديد عدد المحافظين الذين يحق لهم التصويت بـ 15 عضو و هو ما يعني أن لكل المحافظين حق التصويت لكن ليس في نفس الوقت فعدد المصوتين لا

¹ Ibid, p.p.53.54

يمكن أن يتعدى الـ 15، و لنجاح هذه الصيغة من التصويت داخل مجلس المحافظين تم تقسيم محافظي البنوك المركزية إلى ثلاثة مجموعات وفق المعايير التالية:

- مساهمة الدولة في الناتج الداخلي الخام (PIB)؛
- مساهمة الدولة في إجمالي أصول ميزانيات المؤسسات المالية و النقدية (FMI)؛

يؤخذ المعيار الأول بنسبة $\frac{5}{6}$ بينما يؤخذ المعيار الثاني بنسبة $\frac{1}{6}$.

سيشتغل النظام الجديد للتصويت في البداية بمجموعتين (لما يصبح عدد دول منطقة اليورو أكثر من 15 دولة)، و تتكون المجموعة الأولى من 5 محافظين يمثلون 5 دول منطقة اليورو التي احتلت صدارة الترتيب، بينما تتكون المجموعة الثانية من محافظي بقية الدول، و سيحصل في هذه الحالة محافظي المجموعة الأولى على خمسة أصوات بينما يحصل محافظو المجموعة الثانية على عشر أصوات و هذا طالما لم يتجاوز عدد دول منطقة اليورو الـ 18 دولة.

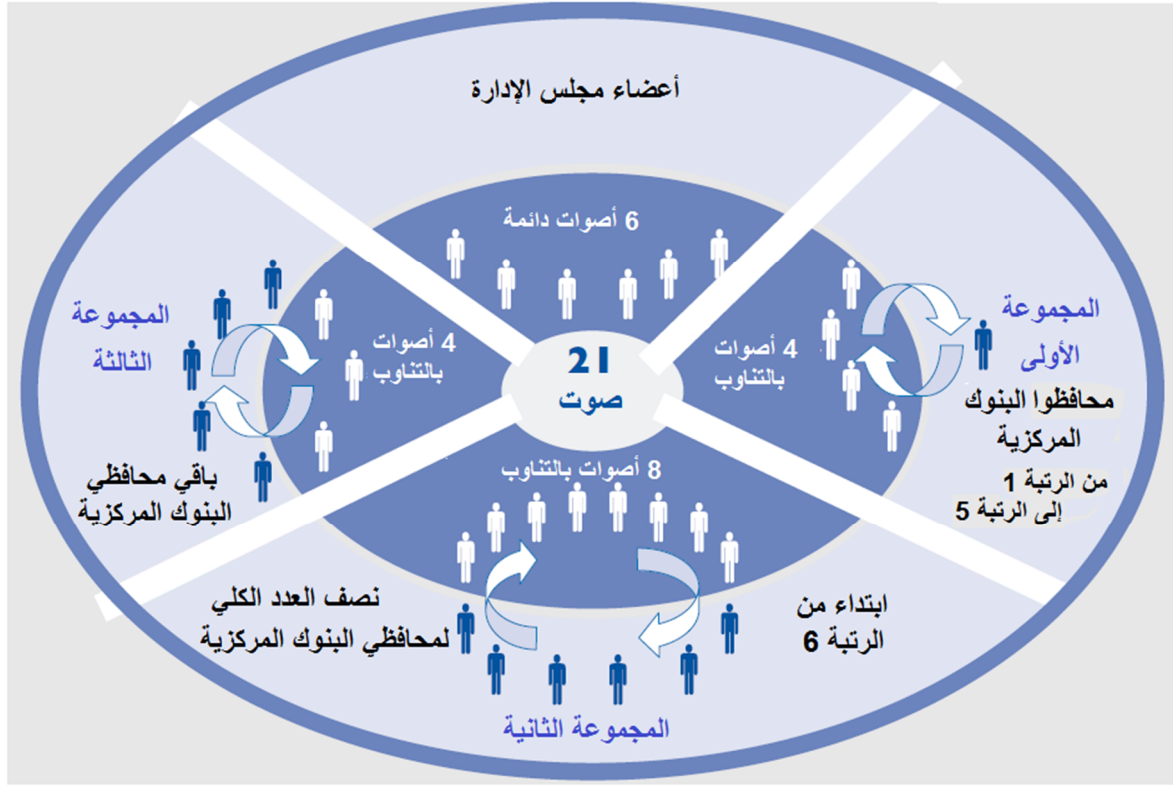
تم إنشاء مجموعة ثالثة داخل نظام التصويت مع انضمام الدولة الـ 19 إلى منطقة اليورو، و ستكون المجموعة الأولى من 5 محافظين يمثلون 5 دول التي احتلت صدارة الترتيب و كان لهذه المجموعة 4 أصوات.

تتكون المجموعة الثانية من نصف عدد محافظين البنوك المركزية و تملك 8 أصوات، في حين تتكون المجموعة الثالثة من بقية المحافظين و تملك 3 أصوات.

قام مجلس المحافظين في وقت لاحق بإصدار قرارات جديدة حول حجم كل مجموعة و عدد الأصوات الممنوحة لها (يتطلب كل قرار تعديل الحصول على موافقة ثلثي الأعضاء).

يمكن توضيح ما سبق ذكره في الشكل رقم (49).

الشكل رقم (49): إجراءات التصويت المستقبلية في البنك المركزي الأوروبي



Source: Hanspeter K. Sheller, **BCE: Histoire, Rôle et fonctions**, 2006, p.57

4-2-1-2-4- مجلس الإدارة أو المجلس التنفيذي

يعتبر بمثابة الجهاز التنفيذي للـ BCE فهو المسؤول على كل القرارات اليومية حيث أن الـ BCE ملزم بالرد و التأقلم مع التغيرات السريعة التي تشهدها الأسواق النقدية و المالية و مواجهة مختلف الحالات الطارئة التي قد تواجهه.

أ- أعضاؤه¹: يتكون مجلس الإدارة من 06 أعضاء و هم: الرئيس، نائب الرئيس، و أربعة أعضاء، كما يتمتع أعضاء مجلس الإدارة بالكفاءة و التجربة في المجالات النقدية و البنكية، و يتم تعيين أعضاء مجلس الإدارة باتفاق حكومات منطقة اليورو سواء على مستوى رؤساء الدول أو رؤساء الحكومات و هذا باقتراح من طرف مجلس الاتحاد الأوروبي و بعد مشاورات على مستوى البرلمان الأوروبي و المجلس التنفيذي للـ BCE.

يشتغل أعضاء مجلس الإدارة بشكل دائم، كما تخضع أجورهم و علاواتهم و مختلف الحوافز الاجتماعية التي يحصلون عليها إلى عقد تم إبرامه مع الـ BCE و تحديدا مع المجلس التنفيذي (لا يملك أعضاء مجلس الإدارة حق التصويت في هذا المجال).

¹ Ibid, p.59

ب- **صلاحياته¹**: تنحصر أبرز مهام مجلس الإدارة للـ BCE في النقاط التالية:

- تحضير اجتماعات المجلس التنفيذي؛
- وضع حيز لتنفيذ السياسة النقدية لمنطقة اليورو و هذا حسب التوجهات و القرارات المتخذة من طرف مجلس المحافظين؛
- إيصال التوجيهات اللازمة إلى البنوك المركزية الوطنية المتواجدة داخل منطقة اليورو؛
- تسيير الأعمال الجارية (اليومية) للـ BCE؛
- ممارسة بعض السلطات بما فيها القانونية (يتنازل عنها المجلس التنفيذي لصالح مجلس الإدارة).

يقتضي قيام مجلس الإدارة بتحضير اجتماعات المجلس التنفيذي القيام بإعداد جدول الأعمال و تحضير الوثائق اللازمة لمداولات المجلس التنفيذي و تقديم اقتراحات بالنسبة لقرارات مجلس المحافظين. نستنتج مما سبق بأنه حتى و إن لم يكن الأمر رسمي فإن مجلس الإدارة يملك حق المبادرة فيما يخص القرارات المأخوذة من طرف مجلس المحافظين.

جعلت معاهدة "ماستريخت" تحديد السياسة النقدية من صلاحيات مجلس الإدارة حيث أنه لا يمكن للمجلس التنفيذي القيام بهذا الدور، كما أن تمتع مجلس الإدارة بهذه الصلاحية يمكن الـ BCE من التفاعل و التأقلم مع التغييرات السريعة التي تحدث داخل الأسواق النقدية و المالية، و معالجة الحالات الطارئة.

يقوم مجلس الإدارة أيضا بالمصادقة و إصدار تقارير شهرية (حسب المادة 15.1 من مبادئ SEBC)، الوضعية المالية الأسبوعية (حسب المادة 15.2)، و الميزانية (حسب المادة 26.3)، و يتمتع أيضا مجلس الإدارة بسلطات منحها إياه مجلس المحافظين في مجال إدارة احتياطات صرف الـ BCE.

لمجلس الإدارة أيضا صلاحية إصدار عقوبات في حق البنوك المركزية الوطنية إذا لم تحترم قواعد الـ BCE، و يشرف مجلس الإدارة أيضا على البنية التنظيمية الداخلية للـ BCE كما يقوم بتحديد شروط التوظيف و الترقية.

4-2-1-3- المجلس العام²

يقوم المجلس العام بالربط بين النظام الأوروبي و البنوك المركزية الوطنية للدول الأعضاء التي لم تنضم بعد إلى منطقة اليورو، و من جهة أخرى فإن المجلس العام سيزول مع انضمام كل دول الاتحاد الأوروبي إلى منطقة اليورو، و تظهر مبادئ المجلس العام الأهمية البالغة

¹ Ibid, p.p.60-61

² Ibid, p.62

التي أولتها معاهدة "ماستريخت" لقضية الحفاظ على الروابط و التعاون مع البنوك المركزية الوطنية لدول الإتحاد الأوروبي التي لم تتبن بعد "اليورو".

أ- **أعضاؤه¹**: يضم المجلس العام كل من رئيس الـ BCE و نائبه و محافظي كل البنوك المركزية الوطنية التابعة للإتحاد الأوروبي، و يمكن لباقي الأعضاء الأربعة المنتمين إلى مجلس الإدارة المشاركة في اجتماعات المجلس العام و لكن دون التمتع بحق التصويت، كما يمكن أيضا لرئيس مجلس الإتحاد الأوروبي و لأحد أعضاء المفوضية الأوروبية المشاركة في اجتماعات المجلس العام و لكن دون حق التصويت.

ب- **صلاحياته²**: ورث المجلس العام المهام التي كان يؤديها المجلس النقدي الأوروبي (IME)، فهو مكلف أساسا بتقديم رأيه في مجال التحضيرات اللازمة للانضمام إلى منطقة اليورو.

يسهر أيضا المجلس العام للـ BCE على متابعة السير الحسن لميكانيزم الصرف (MCEII)* الهادف إلى ربط اليورو بعملات دول الإتحاد الأوروبي التي لم تنضم بعد لمنطقة اليورو، كما يراقب أسعار صرف عملات دول الإتحاد خارج منطقة اليورو فيما بينها، و يقوم أيضا بدور التنسيق بين السياسة النقدية و ميكانيزم الصرف (MCEII).

إضافة إلى ما سبق فإن المجلس العام يقوم أيضا بـ:

• يسهر على احترام كل من البنوك المركزية الوطنية للإتحاد الأوروبي و الـ BCE لإجراءات المادة 101 (السحب على المكشوف* و القروض) و المادة 102 (منع حدوث تسهيلات في الوصول إلى المؤسسات المالية) من المعاهدة؛

• المساهمة في عدة نشاطات على غرار الوظائف الاستشارية للـ BCE و جمع البيانات الإحصائية؛

• تتم استشارته في حالة تغيير قواعد الإجراءات المحاسبية و تقديم المعلومات المالية؛

• تتم استشارته في حالة تغيير نظام العمل داخل الـ BCE.

يكون رئيس الـ BCE مجبرا على إخبار المجلس العام بكل القرارات المتخذة على مستوى مجلس المحافظين لضمان حصول محافظي البنوك المركزية الوطنية غير المنتمين إلى منطقة اليورو على كل ما يصدر عن مجلس المحافظين.

¹ Ibid, p.61

² Ibid, p.62

MCEII*: ميكانيزم الصرف الأوروبي، Mekanisme de change intra-commanditaire بدأ العمل به مع بداية المرحلة III سنة 1999.

* نظام يستطيع من خلاله العميل أن يكتب صكوكا تفوق ما هو موجود في رصيده من نقود و يقوم المصرف بإعطاء العميل قرضا لسداد العجز لديه و بشكل مباشر. هو عبارة عن قرض قصير الأجل يمنحه البنك عادة للتجار لتسهيل عملية السداد.

4-2-2- أدوات السياسة النقدية للـ BCE

يقوم البنك المركزي الأوروبي وفقا لإستراتيجيته المتبناة في مجال السياسة النقدية بتوجيه سعر الفائدة قصير الأجل في الأسواق النقدية عبر إظهار توجهه سياسته النقدية و إدارة السيولة داخل الأسواق، أو من خلال تغيير الشروط التي يتعامل بها النظام الأوروبي مع الأسواق النقدية.

يسهر البنك المركزي الأوروبي على السير الحسن للأسواق النقدية و على مساعدة مؤسسات الإقراض في مواجهة حاجاتها من السيولة، ويقوم الـ BCE في هذا الصدد بتقديم فرص إعادة تمويل و تسهيلات للبنوك لتلبية احتياجاتها من السيولة.

يتوقف الإطار العملياتي للبنك المركزي على مجموعة من المواد التي جاء بها النظام الأوروبي للبنوك المركزية، و قد زودت هذه المواد البنك المركزي الأوروبي بمجموعة من الأدوات بغية تمكينه من تنفيذ سياسته النقدية، و يمكن حصر أبرز أدوات السياسة النقدية للـ BCE فيما يلي:

4-2-2-1- عمليات السوق المفتوحة

يمكن تقسيم عمليات السوق المفتوحة التي يؤديها البنك المركزي الأوروبي إلى 04 أنواع و هذا حسب هدفها و ترددها و الإجراءات المتبعة:

أ- **العمليات الرئيسية لإعادة التمويل:** تعتبر هذه الأداة أبرز عمليات السوق المفتوحة حيث تشكل الأداة الرئيسية للسياسة النقدية الأوروبية، و تسمح هذه الأداة بتوفير السيولة اللازمة التي يحتاجها النظام البنكي و تلعب دورا رئيسيا في توجيه سعر الفائدة و في إدارة السيولة النقدية داخل الأسواق.

تتم العمليات الرئيسية لإعادة التمويل بصفة أسبوعية تمتد على 7 أيام، و تنتج هذه العمليات عن مزاد عادي ينفذ حسب برنامج زمني محدد سلفا و تنفذ في أجل 24 ساعة. يمكن لكل المتعاملين الذين يوفون بالشروط المشاركة في هذه العملية (كل مؤسسات الإقراض المتواجدة بمنطقة اليورو مقبولة مبدئيا للمشاركة في المزاد).¹

ب- **عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل:** هي عبارة عن عمليات إعادة تمويل شهرية مرفوقة بأجل استحقاق مدته ثلاثة أشهر، و تهدف هذه الأداة إلى تزويد النظام بتجديد كامل السيولة المتواجدة في السوق النقدي بشكل أسبوعي، كما تخضع عمليات إعادة التمويل على

¹ Rapport: La politique monétaire de la BCE, 2004, p.p.84.85

المدى الطويل مثل العمليات الرئيسية لإعادة التمويل إلى مزاد عادي تشارك فيه كل مؤسسات الإقراض المستوفية للشروط.¹

ج- عمليات التعديل الطفيف: هي نوع من عمليات السوق المفتوحة التي يلجأ إليها الـ BCE في حالات معينة، وهي عبارة عن عمليات ضخ أو امتصاص للسيولة و لكن بكميات محدودة، و تهدف هذه الأداة إلى إدارة السيولة و توجيه معدل الفائدة في الأسواق النقدية و مواجهة التقلبات المفاجئة التي تقع في هذا الأخير.

نظرا لخصوصيات عمليات التعديل الطفيف فهي عادة ما تتم وفق مزاد سريع حيث لا يمر أكثر من ساعة بين الإعلان عن المزاد و الإعلان عن نتائج المزاد، كما أنه و لأسباب عملياتية يتم تحديد عدد محدود فقط من المتعاملين للمشاركة في عمليات التعديل الطفيف.

يمكن لعمليات التعديل الطفيف أن تتم دون الرجوع إلى إجراء المزاد حيث قد يكفي قيام الـ BCE بإجراءات ثنائية مع متعامل واحد أو مجموعة من المتعاملين.

تتم عمليات التمويل الطفيف بطريقة لا مركزية إذ تنفذ من طرف البنوك المركزية، إلا أنه هناك بعض الحالات التي قد يأمر المجلس التنفيذي للـ BCE بتنفيذ عمليات التمويل الطفيف بشكل مباشر من طرف الـ BCE.²

د- العمليات الهيكلية: يلجأ الـ BCE إلى استعمال هذه الأداة بغية تصحيح هيكل السيولة الخاص للنظام البنكي أي كمية السيولة المتوفرة في السوق على المدى الطويل، و يمكن أن تأخذ العمليات الهيكلية عدة أشكال أهمها عمليات تنازل مؤقتة و عمليات إصدار أوراق دين.³

4-2-2-2- التسهيلات الدائمة

يستعملها الـ BCE بغية تمكين البنوك المركزية من الحصول على قروض لمدة 24 ساعة مقابل تقديم ضمانات و بمعدل فائدة محدد مسبقا، و عادة ما يكون معدل الفائدة المطبق في التسهيلات الدائمة أكبر بكثير عن معدل الفائدة السائد في السوق، ما يجعل مؤسسات الإقراض تستعمل هذا التسهيل إذا اقتضت فقط الضرورة ذلك.

إن ارتباط الحصول على هذا التسهيل بالضمانات المتوفرة يجعل من معدل فائدها بمثابة الحد الأقصى لمعدلات الفائدة السائدة في السوق اليومي.

من جهة أخرى يمكن للبنوك المركزية توظيف أموالها لدى البنك المركزي الأوروبي لمدة 24 ساعة و بمعدل فائدة محدد مسبقا، و يكون معدل الفائدة (العائد) المطبق في هذه الحالة

¹ Ibid, p.87

² Ibid, p.p.89.90

³ سمير صارم، مرجع سابق، ص.110

منخفض مقارنة بمعدلات الفائدة المطبقة في الأسواق، الأمر الذي يجعل البنوك المركزية لا تستعمل هذا التسهيل إلا إذا لم يكن هناك بديل آخر لتوظيف أموالها، وكما هو الحال في حالة الاقتراض فإن معدل الفائدة في هذه الحالة يشكل الحد الأدنى لمعدلات الفائدة في السوق اليومي.¹

أدى معدل الفائدة المطبق في هذا التسهيل إلى جعل استعماله جد محدود، حيث بينت الإحصائيات بأن قيمته لا تتعدى الـ 1 مليار يورو و هو ما يدل على أن استعمال هذا التسهيل جد محدود و مخصص بدرجة أولى للحالات الاستثنائية.

4-2-2-3- الإحتياطي الإلزامي

يجبر الـ BCE بواسطة هذه الأداة البنوك المركزية الوطنية على الاحتفاظ بإحتياطات إجبارية لديه، و يتم تحديد قيمة الإحتياط لكل بنك انطلاقاً من وعائه من الإحتياطات مضروب في نسبة الإحتياطي.

يحدد وعاء احتياطات كل بنك مركزي وطني بناءً على المطلوبات قصيرة الأجل الواردة في ميزانيته مع الإشارة إلى أن مطلوباته اتجاه مؤسسات الإقراض الخاضعة إلى نظام الإحتياطي الإلزامي و مطلوباته اتجاه الـ BCE و باقي البنوك المركزية الأخرى لا تدخل في حساب وعاء الإحتياطات.²

إن الدور الأول الذي تؤديه أداة الإحتياطي الإلزامي هو المحافظة على استقرار أسعار الفائدة في السوق النقدي، و يتم تحقيق هذا الهدف عبر آلية التأسيس المتوسط و التي تعني ارتباط الإحتياطي الإجباري لمؤسسات الإقراض بمتوسط الأرصدة اليومية لحساباتها المتعلقة بالإحتياطات خلال مدة زمنية مقاربة لشهر (30 يوم)، و تمكن هذه الآلية مؤسسات الإقراض من تخفيف حدة التقلبات اليومية للسيولة و كذلك الإختلالات المؤقتة في الإحتياطات، و تسمح أيضاً آلية التأسيس المتوسط لمؤسسات الإقراض بالاستفادة من عوائد القروض الممنوحة في الأسواق المالية و بإظهار عجز في الإحتياطات كلما كان معدل الفائدة قصير الأجل في السوق النقدي أكبر من ذلك المتوقع خلال فترة التأسيس.

الدور الثاني الذي تؤديه أداة الإحتياطي الإلزامي هو زيادة عجز النظام البنكي من السيولة، حيث أن إلزامية تكوين مؤسسات الإقراض لإحتياطات لدى البنوك المركزية سيؤدي إلى ارتفاع طلب إعادة التمويل على مستوى البنوك المركزية، و هو ما يسهل عملية توجيه الـ BCE لمعدل الفائدة في السوق النقدي.

¹ Protocole sur les statuts du système européen de banque centrale européenne de banques centrales, p.7 Disponible sur:

² فاروق محمود الحمد، مرجع سابق، ص.65

تم إنشاء أداة الإحتياطي الإلزامي بطريقة لا تجعلها عبء على النظام البنكي لمنطقة اليورو من جهة و لا تعرقل التوزيع الجيد للموارد من جهة أخرى، حيث يمنح الـ BCE عوائد على الإحتياطات الإلزامية للمؤسسات الإقراض المودعة لديه و هذا وفق معدل فائدة قريب من معدل الفائدة قصير الأجر السائد في السوق النقدي.¹

4-2-2-4- نظام المدفوعات الأوربي الموحد (Target)

بدأ الـ BCE التعامل بنظام المدفوعات الأوربي الموحد (Target) في تاريخ 04 جانفي 1999 و هو عبارة عن نظام مدفوعات بين دول منطقة اليورو يخص المدفوعات كبيرة القيمة، و يسعى نظام الـ Target إلى خلق نظام دفع مستقر و آمن داخل منطقة اليورو، كما يهدف أيضا إلى تسريع العمليات المتعلقة بالسياسة النقدية التي تتم بين البنوك المركزية الوطنية لمنطقة اليورو و مؤسسات الإقراض، و يهدف أيضا الـ BCE من خلال تبنيه لنظام الـ Target إلى خلق نظام مدفوعات كفاء داخل منطقة اليورو يسمح بربط أنظمة المدفوعات في الدول الأعضاء داخل شبكة واحدة للمدفوعات. يسمح نظام الـ Target بالسير الحسن للسوق النقدي لليورو و يجعله يعمل و كأنه سوق واحد فاتحا بذلك المجال لتنفيذ سياسة نقدية موحدة.²

¹ Hanspeter K Scheller, Op. Cit, p.90

² Rapport: **La politique monétaire de la BCE**, 2004, p.p.124,125

3-4- التسلسل الزمني لقرارات الـ BCE خلال الأزمة المالية

سنحاول من خلال هذا المبحث إبراز المحطات الرئيسية لرد فعل البنك المركزي الأوروبي (BCE) على مجريات الأزمة المالية بدءاً بعام 2007 الذي ظهرت فيه بوادر هذه الأزمة و مروراً بعامي 2008 و 2009.

قمنا بتقسيم أهم أحداث هذه الأزمة إلى قسمين يفصل بينهما حدث بارز ألا وهو انهيار بنك ليمان برادرز، حيث أنه ابتداءً من هذا التاريخ سلكت الأزمة منعرجاً آخر أكثر خطورة جعلها تكسب صفة النظامية.

4-3-1- مرحلة ما قبل انهيار "ليمان برادرز" 15 سبتمبر 2008

11 جانفي 2007:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 3,5%، 4,5% و 2,5% على التوالي.¹

08 فيفري 2007:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 3,5%، 4,5% و 2,5% على التوالي.²

08 مارس 2007:

اتخذ مجلس إدارة البنك المركزي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم مجموعة من القرارات جاءت كالآتي:³

1- رفع الحد الأدنى للمعدل المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسية بمقدار 25 نقطة أساس إلى 3,75% على كل العمليات التي يتعين تسويتها ابتداءً من 14 مارس 2007؛

2- رفع معدل الفائدة المطبق على تسهيلات الإقراض الهامشي بمقدار 25 نقطة أساس إلى 4,75% و ذلك اعتباراً من 14 مارس 2007؛

3- رفع معدل الفائدة على تسهيلات الإيداع بمقدار 25 نقطة أساس إلى 2,75% اعتباراً من 14 مارس 2007.

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr070111.fr.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr070208.fr.html> (Consulté 24/02/2015)

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr070308.fr.html> (Consulté 24/02/2015)

10 ماي 2007:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بمدينة "دبلن" بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 3,75%، 4,75%، و 2,75% على التوالي.¹

05 جوان 2007:

اتخذ مجلس إدارة البنك المركزي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم مجموعة من القرارات جاءت كالآتي:²

- رفع الحد الأدنى للمعدل المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسية بمقدار 25 نقطة أساس إلى 4% على كل العمليات التي يتعين تسويتها ابتداءً من 23 جوان 2007؛
- رفع معدل الفائدة المطبق على تسهيلات الإقراض الهامشي بمقدار 25 نقطة أساس إلى 5% و ذلك اعتباراً من 13 جوان 2013؛
- رفع معدل الفائدة على تسهيلات الإيداع بمقدار 25 نقطة أساس إلى 3% و ذلك اعتباراً من 13 جوان 2013.

06 جوان 2007:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4,00%، 5,00%، و 3,00% على التوالي.³

22 أوت 2007:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم تبني برنامج تكميلي لإعادة التمويل على المدى الطويل بغية توفير السيولة اللازمة، و قدرت قيمة هذا البرنامج بـ 40 مليار يورو مع مدة استحقاق بثلاثة أشهر.⁴

يحتوي هذا البرنامج على إجراء تقني يهدف إلى تحسين أداء السوق النقدي داخل منطقة اليورو، كما أن هذا البرنامج يهدف إلى مساندة عمليات إعادة التمويل الشهرية على المدى الطويل التي ستظل على حالها.

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr070510.fr.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr070605.en.html> (Consulté 24/02/2015)

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr070606.en.html> (Consulté 24/02/2015)

⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr070722.en.html> (Consulté 24/02/2015)

06 سبتمبر 2007:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4%، 5%، 3% على التوالي.¹

04 أكتوبر 2007:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4%، 5%، 3% على التوالي.²

08 نوفمبر 2007:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4%، 5%، 3% على التوالي.³

30 نوفمبر 2007:

أكد البنك المركزي الأوروبي على خلفية التوترات السائدة في السوق النقدي لمنطقة اليورو و تماشياً مع هدف الحفاظ في المدى القصير على معدلات فائدة مقاربة للحد الأدنى لمعدلات الفائدة المطبقة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية بأنه سيعزز من سياسته القاضية بتخفيض مبالغ تفوق المبالغ الأصلية و هذا كلما دعت الحاجة إلى ذلك و على الأقل إلى غاية نهاية 2007، و علاوة على ذلك قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي في تاريخ 08 نوفمبر 2007 تجديد اثنين من العمليات التكميلية لإعادة التمويل الطويلة الأجل و ذلك حتى نهاية عام 2007.

و كإجراء إضافي قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي في تاريخ 29 نوفمبر 2007 تمديد أجل العملية الرئيسية لإعادة التمويل من تاريخ 19 ديسمبر 2007 إلى غاية تاريخ 04 جانفي 2008، و يهدف البنك المركزي الأوروبي عبر هذا الإجراء إلى تغطية آخر أسبوعين من السنة و ما يقع فيهما من احتفالات.

قرر مجلس الإدارة الاستمرار في مراقبة وضعية السيولة و الحفاظ على معدلات الفائدة في المدى القصير عند مستويات قريبة من الحد الأدنى، كما أقر بأنه سيقوم في حالة وقوع تقلبات في وضعية السيولة بتوجيه هذه الأخيرة إلى وضعية أكثر توازناً.¹

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr070906.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr071004.en.html> (Consulté 24/02/2015)

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr071108.en.html> (Consulté 24/02/2015)

06 ديسمبر 2007:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4%، 5%، 3% على التوالي.²

10 جانفي 2008:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4%، 5%، 3% على التوالي.

10 جانفي 2008:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي بالتنسيق مع الاحتياطي الفدرالي الأمريكي و في إطار La facilité d'enchères (TAF) تبني عمليتين لتقديم المزيد من السيولة بالدولار خلال شهر جانفي بغية تلبية الاحتياجات الاستثنائية للتمويل بالدولار، و تسهيل عودة السوق النقدي إلى الوضع العادي. أقر مجلس إدارة البنك المركزي بأن قيمة هاتين العمليتين ستصل إلى 10 مليارات دولار لكل واحدة منها، و بأنها ستتبع نفس الإجراءات التي نفذت في شهر ديسمبر 2007 على أن يتم تسويتها في 17 و 31 جانفي 2008 على التوالي.³

07 فيفري 2008:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4%، 5%، 3% على التوالي.⁴

06 مارس 2008:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4%، 5%، 3% على التوالي.⁵

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr071130.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr071206.en.html> (Consulté 24/02/2015)

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr071130.en.html> (Consulté 24/02/2015)

⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr080207.en.html> (Consulté 24/02/2015)

⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080306.en.html> (Consulté 24/02/2015)

11 مارس 2008:

واصلت البنوك المركزية لدول مجموعة العشر "G10"* التنسيق فيما بينها و ذلك منذ الإجراءات المتخذة في شهر ديسمبر 2007، يهدف هذا التنسيق إلى متابعة مستمرة للضغوطات التي تتعرض عليها السيولة داخل أسواق التمويل حيث شهد بعضها تنامي هذه الضغوطات من جديد.

اتفقت البنوك المركزية لدول مجموعة العشر "G10" على مواصلة العمل الجماعي و اتخاذ كل الإجراءات اللازمة لمواجهة الضغوطات الممارسة على السيولة.

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي في هذا اليوم بالتنسيق مع الاحتياطي الفدرالي الأمريكي و في إطار (TAF) La facilité d'enchère à terme منح تمويل بالدولار إلى المتعاملين في منطقة اليورو أي إتباع نفس الإجراء الذي تم اتخاذه من قبل في شهر ديسمبر 2007 و شهر جانفي 2008، و أقر المجلس بأنه سيتم الاستمرار في منح سيولة بالدولار طالما دعت الحاجة إلى ذلك.

تم تحديد أقصى قيمة لهذا الإجراء بـ 15 مليار دولار مع مدة استحقاق بـ 28 يوم بدءاً من 25 مارس 2008.¹

10 أبريل 2008:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4%، 5%، 3% على التوالي.²

02 ماي 2008:

واصلت البنوك المركزية التنسيق فيما بينها و القيام بمراقبة دورية لوضع السيولة داخل الأسواق المالية، ففي ظل نقص السيولة المسجل في بعض الأسواق المالية أعلن كل من البنك المركزي الأوروبي و الاحتياطي الفدرالي الأمريكي و البنك الوطني السويسري عن توسيع إجراءاتهم الخاصة بالسيولة.

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي في هذا اليوم بالتنسيق مع الاحتياطي الفدرالي الأمريكي و في إطار (TAF) La facilité d'enchère à terme رفع كمية السيولة بالدولار الأمريكي

* هي مجموعة الدول الصناعية السبع: فرنسا - ألمانيا - إيطاليا - اليابان - المملكة المتحدة - الولايات المتحدة - كندا بالإضافة إلى بلجيكا- هولندا - السويد، و تهتم هذه المجموعة بمناقشات صندوق النقد الدولي، و في بعض الأحيان تشترك سويسرا بشكل ثانوي.

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080311.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080410.en.html> (Consulté 24/02/2015)

المقدمة إلى المتعاملين في منطقة اليورو إلى 25 مليار دولار في كل مزاد نصف شهري إذ سيتم تنفيذ هذه العمليات كل 15 يوم و بأجل 28 يوم.¹

08 ماي 2008:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4%، 5%، 3% على التوالي.²

05 جوان 2008:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4%، 5%، 3% على التوالي.³

01 جويلية 2008:

أكمل البنك المركزي الأوروبي في تاريخ 30 جوان 2008 الإجراءات الخاصة ببيع 30 طن من الذهب، و يندرج هذا الإجراء في اتفاقية Gold Agreement الخاصة بالبنوك المركزية التي أصبح البنك المركزي الأوروبي عضوا فيها بعد أن أمضى عليها في تاريخ 27 سبتمبر 2004. بإضافة كمية الذهب التي بيعت في هذا اليوم إلى تلك التي بيعت يوم 30 نوفمبر 2007 و التي بلغ وزنها 42 طن يكون البنك المركزي الأوروبي قد باع خلال عام 2008 حوالي 72 طن.⁴

03 جويلية 2008:

اتخذ مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم مجموعة من الإجراءات جاءت كالآتي:⁵

• رفع الحد الأدنى للمعدل المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسية بمقدار 25 نقطة أساس إلى 4,25% على كل العمليات التي يتعين تسويتها ابتداءً من تاريخ 09 جويلية 2008؛

• رفع معدل الفائدة المطبق على تسهيلات الإقراض الهامشي بمقدار 25 نقطة أساس إلى 5,25% و ذلك اعتباراً من تاريخ 09 جويلية 2008؛

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080502.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080508.en.html> (Consulté 24/02/2015)

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080605.en.html> (Consulté 24/02/2015)

⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080701.en.html> (Consulté 24/02/2015)

⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080703.en.html> (Consulté 24/02/2015)

• رفع معدل الفائدة على تسهيلات الإيداع بمقدار 25 نقطة أساس إلى 3,25% و ذلك اعتباراً من تاريخ 09 جويلية 2008.

31 جويلية 2008:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم تجديد اثنين من عمليات إعادة التمويل الاستثنائية على المدى الطويل (LTRO) بثلاثة أشهر أخرى، و هذا بعد أن تم منحها بتاريخ 21 ماي 2008 (50 مليار يورو) و 11 جوان 2008 (50 مليار يورو) و التي يأتي أجلها في 14 أوت 2008 و 11 سبتمبر 2008 على التوالي. يهدف هذا التجديد إلى توطيد التحسن المسجل على مستوى السوق النقدي الأوروبي (منطقة اليورو)، كما أن هذا التجديد لن يؤثر على عمليات إعادة التمويل العادية حيث تتم العمليتين كالتالي:

يتم تنفيذ هاتين العمليتين بواسطة مناقصة بمعدل متغير، كما أن قيمة كل عملية محددة مسبقاً بـ 50 مليار يورو، و تدخل العملية الأولى حيز التنفيذ بتاريخ 14 أوت 2008 و تستحق في تاريخ 13 نوفمبر 2008، بينما تدخل العملية الثانية حيز التنفيذ بتاريخ 11 سبتمبر 2008 و تستحق في تاريخ 11 ديسمبر 2008.¹

07 أوت 2008:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4%، 5%، 3% على التوالي.²

04 سبتمبر 2008:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4%، 5%، 3% على التوالي.³

2-3-4- مرحلة ما بعد انهيار بنك "ليمان برادرز" 15 سبتمبر 2008

18 سبتمبر 2008:

توصلت في هذا اليوم عدة بنوك مركزية (بنك كندا، بنك إنجلترا، البنك المركزي الأوروبي، الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، بنك اليابان، البنك الوطني السويسري) بعد التنسيق فيما بينها إلى اتخاذ مجموعة من الإجراءات الهادفة إلى مواجهة الضغوطات المتزايدة على المدى

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080731.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080807.en.html> (Consulté 24/02/2015)

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080904.en.html> (Consulté 24/02/2015)

القصور في أسواق المال الأمريكية، وتهدف هذه الإجراءات إلى مساندة الإجراءات التي اتخذتها مختلف البنوك المركزية خلال الأيام الأخيرة و هذا من أجل تحسين ظروف السيولة في أسواق المال العالمية.

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي في هذا اليوم تعزيز شراكته مع الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، و تجسد ذلك بإقرار الـ FED مواصلة عملياته الرامية إلى توفير التمويل اللازم بالدولار لمنطقة اليورو ، و بزيادة الأرصدة المقدمة في إطار عمليات تسهيلات البيع أو المزاد بالأجل "Facilité de vente à terme d'enchères". سيقوم الاحتياطي الفدرالي بتمويل منطقة اليورو بالأرصدة اللازمة بالدولار مقابل ضمانات يقدمها البنك المركزي الأوروبي، و سيقوم أيضا بتقديم 40 مليار دولار للبنك المركزي الأوروبي في إطار ترتيب مؤقت لتبادل العملات (اتفاقية سواب SWAP)*.

أما فيما يتعلق بتسهيلات المزاد بالأجل Facilité d'enchères à terme فقد قرر البنك المركزي الأوروبي بالتنسيق مع الاحتياطي الفدرالي الأمريكي رفع كميات السيولة من الدولار المقدمة إلى المتعاملين في منطقة اليورو إلى 25 مليار دولار بالنسبة للعمليات ذات أجل 28 يوم و إلى 15 مليار دولار بالنسبة للعمليات ذات أجل 84 يوم. و عموما يمكن لعمليات التمويل بالدولار التي أجراها البنك المركزي الأوروبي أن تقارب الـ 110 مليار دولار.¹

26 سبتمبر 2008:

بفضل اتفاقيات الـ SWAP المبرمة في هذا اليوم بين الاحتياطي الفدرالي، بنك إنجلترا، البنك المركزي الأوروبي، و البنك الوطني السويسري، تم الاتفاق على تزويد الأسواق المالية بالدولار لمدة أسبوع، و تهدف الإجراءات السابقة إلى مواجهة الضغوطات الممارسة على التمويل إلى غاية نهاية الثلاثي الحالي.

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال هذا اليوم توفير تمويل بالدولار لمختلف المتعاملين داخل منطقة اليورو بقيمة 35 مليار دولار و هذا مقابل ضمانات مقدمة للاحتياطي الفدرالي.²

* عقد المقايضة المالية بالإنجليزية Swap هو أحد المشتقات المالية، يلزم الطرف المتعاقد بالتنازل عن سلسلة من التدفقات النقدية للطرف الآخر في مقابل سلسلة تدفقات نقدية أخرى منه، و تدعى السلسلتين بـ "سيفان المقايضة"، و عادة ما تكون سلاسل التدفقات النقدية هذه ناتجة عن سندات مالية مملوكة من قبل الأطراف المتعاقدة أو مشتقات مالية أخرى. و تستخدم المقايضات في الوقاية من مخاطر معينة مثل مخاطر سعر الفائدة و مخاطر سعر صرف العملات، و تستخدم أيضا للمضاربة على أسعار أدوات استثمارية أو سلع معينة.

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080918.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080926.en.html> (Consulté 24/02/2015)

29 سبتمبر 2008:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم القيام بعملية خاصة تهدف إلى إعادة التمويل على المدى الطويل، و قد هدف من وراء هذه العملية إلى تحسين الوضع الإجمالي لسيولة النظام البنكي داخل منطقة اليورو.

تتم تنفيذ هذه العملية وفق الخطوات التالية:¹

• تنفذ هذه العملية اليوم من خلال عملية مناقصة عادية بمعدل متغير و من دون تحديد مسبق للقيمة؛

• يتم دفع المبلغ يوم 30 سبتمبر 2008 و يستحق يوم 07 نوفمبر 2008.

قرر البنك المركزي الأوروبي في نهاية اجتماعه بأنه سيواصل توجيه السيولة للوصول إلى وضعية أكثر توازنا تتماشى و هدف الحفاظ على معدلات الفائدة قصيرة الأجل عند حدها الأدنى، و أقر أيضا بأن العملية الخاصة لإعادة التمويل ستكون قابلة للتجديد حتى بعد نهاية 2008.

29 سبتمبر 2008:

ردا على الاضطرابات الكبيرة التي سجلتها أسواق المال على المدى القصير قررت البنوك المركزية اتخاذ تدابير جديدة تهدف إلى توسيع قدرتها على توفير سيوليات بالدولار الأمريكي.

قرر كل من "Le fédéral open market committee" (FOMC) * التابع للاحتياطي الفدرالي الأمريكي و مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي مضاعفة قيمة الترتيبات المؤقتة لتبادل العملات (اتفاقية سواب SWAP) من 120 مليار دولار إلى 240 مليار دولار، و يهدف هذا الإجراء إلى زيادة كميات السيولة المعروضة من الدولار الأمريكي في منطقة اليورو (تم اعتماد هذا الترتيب المؤقت لتبادل العملات إلى غاية تاريخ 30 أبريل 2009).²

02 أكتوبر 2008:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن الحد الأدنى للمعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 4,25%، 5,25%، 3,25% على التوالي.³

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080929.en.html> (Consulté 24/02/2015)

* يسهر على مراقبة كل عمليات السوق المفتوحة

² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080929_1.en.html (Consulté 24/02/2015)

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081002.en.html> (Consulté 24/02/2015)

08 أكتوبر 2008:

سجلت الضغوط التضخمية خلال الفترة الأخيرة تراجعاً ملحوظاً في العديد من الدول عاكسة بذلك تراجع أسعار الطاقة و المواد الأولية، كما أدى أيضاً تفاقم الأزمة المالية إلى زيادة مخاطر هبوط النمو الأمر الذي قلل من مخاطر اضطراب الأسعار.

شكل الوضع السابق المتسم بانخفاض الضغوط التضخمية دافعاً للقيام بمراجعة الشروط النقدية على المستوى العالمي، وهو ما أُقبل على القيام به العديد من البنوك المركزية ألا وهي: الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، بنك السويد، البنك الوطني السويسري، بنك كندا، بنك اليابان، و البنك المركزي الأوروبي.

اتخذ مجلس إدارة البنك المركزي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم مجموعة من القرارات جاءت كالتالي:

• خفض الحد الأدنى للمعدل المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسية بمقدار 50 نقطة أساس إلى 3,75% على كل العمليات التي يتعين تسويتها ابتداءً من تاريخ 15 أكتوبر 2008؛

• خفض معدل الفائدة المطبق على تسهيلات الإقراض الهامشي بمقدار 50 نقطة أساس إلى 4,75% و دخوله فوراً حيز التنفيذ؛

• خفض معدل الفائدة على تسهيلات الإيداع بمقدار 50 نقطة أساس إلى 2,73% و دخوله فوراً حيز التنفيذ.

بالرغم من تسجيل معدلات التضخم بسبب تراجع ملموس داخل منطقة اليورو، إلا أنه يبقى من الضروري تجنب القرارات التي قد تؤدي إلى عودة التضخم، و بالتالي بات من الضروري الحفاظ على استقرار الأسعار و الأجور و الحفاظ على توقعات التضخم على المدى المتوسط عند ذلك المستوى الذي يدعم النمو المستدام و يساهم في خلق مناصب شغل و يسمح بتحقيق الاستقرار المالي.¹

08 أكتوبر 2008:

اتخذ مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي في هذا اليوم إجراءين جديدين فيما يخص إجراءات المناقصة و التسهيلات الدائمة و قد جاء ذلك كالتالي:

• سيتم ابتداءً من تاريخ 15 أكتوبر الاعتماد على معدل ثابت (حدد الآن بـ 3,75%) لعمليات إعادة التمويل الرئيسية الأسبوعية و التي تتم عبر مناقصة؛

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008.en.html> (Consulté 24/02/2015)

• سيقوم البنك المركزي الأوروبي ابتداءً من تاريخ 09 أكتوبر بخفض معدل التسهيلات الدائمة من 20 نقطة أساس إلى 100 نقطة أساس، و بناءً على هذا يتم خفض معدل الإقراض الهامشي من 100 نقطة أساس إلى 50 نقطة أساس أي إلى مستوى أقل من معدل عمليات إعادة التمويل الرئيسية (المقدر حالياً بـ 4,25%).

يتم كذلك خفض معدل تسهيلات الإيداع من 100 نقطة أساس إلى 50 نقطة أساس (أي إلى مستوى أقل من 3,25%).

سيظل هاذين الإجراءين ساريا المفعول طالما دعت الحاجة إلى ذلك و على الأقل إلى غاية نهاية المرحلة الأولى الخاصة بتكوين احتياطات عام 2009 و التي تنتهي بتاريخ 20 جانفي 2009.¹

13 أكتوبر 2008:

أعلنت العديد من البنوك المركزية على مجموعة من الإجراءات الرامية إلى تسهيل وصول المؤسسات المالية إلى السيولة لاسيما على المدى القصير.

قرر كل من بنك إنجلترا و البنك الوطني السويسري و البنك المركزي الأوروبي إجراء مناقصات للتمويل بالدولار الأمريكي لأجل 07 أيام، و هناك من بين هذه الإجراءات من له أجل 28 يوم و هناك من له أجل بـ 84 يوم، كما أن لكل هذه الإجراءات معدل فائدة ثابت. يستطيع كل الأطراف في إطار هذا الإجراء اقتراض أي مبلغ يرغبون فيه و هذا مقابل تقديم ضمانات مناسبة يتم تحديدها على مستوى كل بنك مركزي (يتم إذن رفع قيمة الترتيبات المؤقتة لتبادل العملات SWAP بين الاحتياطي الفدرالي الأمريكي و كل من بنك إنجلترا و البنك المركزي السويسري و البنك المركزي الأوروبي)، و هكذا يكون بوسعها استقبال كل طلبات التمويل بالدولار الأمريكي و هذا مهما كان حجمها.

اتخذ البنك المركزي الأوروبي في هذا اليوم قرارا يقضي بأنه سيقوم ابتداءً من تاريخ 15 أكتوبر 2008 و في كل يوم أربعاء بتنفيذ عمليات لتوفير السيولة بالدولار الأمريكي، و يختلف أجل هذه العمليات من 7 أيام، 28 يوم، 84 يوم، و يتم تنفيذها وفق معدل ثابت. يتم تنفيذ عمليات ذات أجل 28 يوم و العمليات ذات أجل 84 يوم حسب الجدول الزمني المعلن عنه في تاريخ 7 أكتوبر 2008.² (للمزيد من التوضيحات ارجع إلى الملحق رقم 05)

15 أكتوبر 2008:

أدى تزايد التوترات في أسواق المال الدولية إلى ظهور ضغوطات على المدى القصير على الفرنك السويسري، و روفقت هذه الضغوطات بتزايد احتياجات تمويل البنوك من الفرنك

¹ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008_2.en.html (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081013.en.html> (Consulté 24/02/2015)

السويسري لا سيما البنوك المتواجدة داخل منطقة اليورو التي لا تملك قناة مباشرة للتعامل مع البنك الوطني السويسري.

تم إقرار بأن يقوم كل اثنين ابتداءً من يوم 20 أكتوبر 2008 كل من البنك المركزي الأوروبي و البنك الوطني السويسري بتنفيذ ترتيبات مؤقتة لتبادل العملات (SWAP) أي اليورو مقابل الفرنك السويسري.

يهدف البنك المركزي الأوروبي من وراء عقده لاتفاقية الـ SWAP مع البنك الوطني السويسري إلى تمكين البنوك التابعة لمنطقة اليورو من الحصول على التمويل المطلوب بالفرنك السويسري.

قرر الطرفين بأن هذا الإجراء سيظل ساري المفعول طالما دعت الحاجة إلى ذلك و على الأقل إلى غاية شهر جانفي 2009.¹

17 أكتوبر 2008:

أعلن البنك المركزي الأوروبي في هذا اليوم عن المواصفات الفنية لجملة الإجراءات التي اتخذها يوم 15 أكتوبر 2008، حيث تم أساساً إقرار توسيع لائحة الأصول المؤهلة كضمانات في مختلف عمليات الائتمان داخل منطقة اليورو، و ستظل هذه القائمة الموسعة للضمانات سارية المفعول إلى غاية نهاية عام 2009.²

أضاف البنك المركزي الأوروبي إلى قائمة الضمانات المقبولة في عملية الائتمان العناصر التالية:

- سندات الدين الصادرة عن مؤسسات الائتمان، و كذلك شهادات الإيداع التي يتم تداولها في بعض الأسواق غير المنظمة و لكن تقي بجميع معايير الأهلية المحددة من طرف البنك المركزي الأوروبي؛
- سندات الدين المحمية بضمانات مقبولة و التي تقي بجميع معايير الأهلية الأخرى.

23 أكتوبر 2008:

أعلن مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي في هذا اليوم عن تبني توجهات جديدة في سياسته النقدية، حيث أدخل العديد من التعديلات على ما جاء به في الخط التوجيهي رقم BCE/2007/7 الصادر عن البنك المركزي الأوروبي، و قد خصت التعديلات النقاط التالية:

المعلق I من المبدأ التوجيهي بعنوان "تنفيذ السياسة النقدية في منطقة اليورو": وثائق عامة حول أدوات و إجراءات السياسة النقدية في نظام اليورو.³

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081015.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081017.en.html> (Consulté 24/02/2015)

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081023.en.html> (Consulté 24/02/2015)

الملحق II من المبدأ التوجيهي الذي يحدد "الحد الأدنى من المحددات المشتركة"، و قد مست التعديلات نقطتين أساسيتين هما:

- تدابير السيطرة على المخاطر؛
 - الإحتياطات الإجبارية: تهدف الإجراءات التي وافق عليها مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي توضيح المعايير الخاصة بمنح الإعفاءات المتعلقة بدفع الإحتياطات الإجبارية.
- يتم العمل وفق التعديلات الجديدة التي أدخلت على الملحق (I) و الملحق (II) للخط التوجيهي رقم BCE/2007/7 ابتداءً من تاريخ 01 فيفري 2007.

06 نوفمبر 2008:

اتخذ مجلس إدارة البنك المركزي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم مجموعة من القرارات جاءت كالآتي:¹

- خفض الحد الأدنى للمعدل المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسي بمقدار 50 نقطة أساس إلى 3,25% على كل العمليات التي يتعين تسويتها ابتداءً من تاريخ 12 نوفمبر 2008؛

- خفض معدل الفائدة المطبق على تسهيلات الإقراض الهامشي بمقدار 50 نقطة أساس إلى 3,75% مع دخول حيز التنفيذ ابتداءً من تاريخ 12 نوفمبر 2008؛

- خفض معدل الفائدة على تسهيلات الإيداع بمقدار 50 نقطة إلى 2,75% مع دخول حيز التنفيذ ابتداءً من تاريخ 12 نوفمبر 2008.

04 ديسمبر 2008:

اتخذ مجلس إدارة البنك المركزي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم مجموعة من القرارات جاءت كالآتي:²

- خفض الحد الأدنى للمعدل المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسي بمقدار 75 نقطة أساس إلى 2,50% على كل العمليات التي يتعين تسويتها ابتداءً من 10 ديسمبر 2008؛

- خفض معدل الفائدة المطبق على تسهيلات الإقراض الهامشي بمقدار 75 نقطة أساس 3% مع دخول حيز التنفيذ ابتداءً من تاريخ 10 ديسمبر 2008؛

- خفض معدل الفائدة على تسهيلات الإيداع بمقدار 75 نقطة أساس إلى 2% مع دخول حيز التنفيذ ابتداءً من تاريخ 10 ديسمبر 2008؛

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081106.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081204.en.html> (Consulté 24/02/2015)

• تقوية التعاون مع البنك الوطني البولوني "BNP" بغية تزويد هذا الأخير بالسيولة التي يحتاجها، حيث التزم البنك المركزي الأوروبي بتوفير دعم إضافي بقيمة 10 مليارات يورو.

19 ديسمبر 2008:

توصلت في هذا اليوم عدة بنوك مركزية (بنك إنجلترا، الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، بنك اليابان، البنك الوطني السويسري، البنك المركزي الأوروبي) و هذا بعد التنسيق فيما بينها إلى اتخاذ مجموعة من الإجراءات الهادفة إلى مواجهة النقص في السيولة و تحسين ظروف السيولة في أسواق المال العالمية.

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي في هذا اليوم بالتنسيق مع باقي البنوك المركزية (بما فيها الاحتياطي الفدرالي الأمريكي) مواصلة عملياته الرامية إلى توفير التمويل اللازم بالدولار الأمريكي مقابل ضمانات يقدمها البنك المركزي الأوروبي (تختلف آجال هذه العمليات من 7 أيام، 28 يوم، و 84 يوم).¹

15 جانفي 2009:

اتخذ مجلس إدارة البنك المركزي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم مجموعة من القرارات جاءت كالآتي:²

• خفض الحد الأدنى للمعدل المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسي بمقدار 50 نقطة أساس إلى 2% على كل العمليات التي يتعين تسويتها ابتداءً من 21 جانفي 2009؛

• تثبيت معدل الفائدة المطبق على تسهيلات الإقراض الهامشي عند 3% مع دخول حيز التنفيذ ابتداءً من تاريخ 21 جانفي 2009؛

• خفض معدل الفائدة على تسهيلات الإيداع إلى 1% مع دخول حيز التنفيذ ابتداءً من تاريخ 21 جانفي 2009.

16 جانفي 2009:

أعلن كل من البنك المركزي الأوروبي BCE و البنك الوطني السويسري BNS عن استمرار عمليات الـ SWAP القائمة بين الطرفين إلى غاية نهاية أفريل 2009 بغية دعم الفرنك السويسري على المدى القصير في أسواق النقد العالمية.³

05 مارس 2009:

اتخذ مجلس إدارة البنك المركزي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم مجموعة من القرارات جاءت كالآتي:

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081219.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081215.en.html> (Consulté 24/02/2015)

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr090116.en.html> (Consulté 24/02/2015)

• خفض الحد الأدنى للمعدل المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسي بمقدار 50 نقطة أساس إلى 1,50% على كل العمليات التي يتعين تسويتها ابتداءً من تاريخ 11 مارس 2009؛

• خفض معدل الفائدة المطبق على تسهيلات الإقراض الهامشي بمقدار 50 نقطة أساس إلى 2,50% مع دخول حيز التنفيذ ابتداءً من 11 مارس 2009؛

• خفض معدل الفائدة على تسهيلات الإيداع بمقدار 50 نقطة أساس إلى 0,50% مع دخول حيز التنفيذ ابتداءً من 11 مارس 2009.¹

05 مارس 2009:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي في هذا اليوم الحفاظ على وتيرة عمليات إعادة التمويل القائمة على المدى الطويل، و نفس الشيء بالنسبة لعمليات إعادة التمويل الخاصة و هذا على الأقل حتى نهاية عام 2009.²

19 مارس 2009:

قرر في هذا اليوم مجلس إدارة البنك المركزي مع مجموعة من البنوك المركزية بما فيها الاحتياطي الفدرالي الأمريكي الاستمرار في توفير سيولات بالدولار الأمريكي (آجال 7 أيام، 28 يوم، و 84 يوم)، و ستم العمليات السابقة مقابل ضمانات الـ BCE.³

02 أبريل 2009:

اتخذ مجلس إدارة البنك المركزي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم مجموعة من القرارات جاءت كالآتي:⁴

• خفض الحد الأدنى للمعدل المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسي بمقدار 25 نقطة أساس إلى 1,25% على كل العمليات التي يتعين تسويتها ابتداءً من 8 أبريل 2009؛

• خفض معدل الفائدة المطبق على تسهيلات الإقراض الهامشي بمقدار 25 نقطة أساس إلى 2,25% مع دخول حيز التنفيذ ابتداءً من تاريخ 08 أبريل 2009؛

• خفض معدل الفائدة على تسهيلات الإيداع بمقدار 25 نقطة أساس إلى 0,25% مع دخول حيز التنفيذ ابتداءً من تاريخ 08 أبريل 2009.

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr090305.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090305_3.fr.html (Consulté 24/02/2015)

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090319.en.html> (Consulté 24/02/2015)

⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090402.en.html> (Consulté 24/02/2015)

07 ماي 2009:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي القيام بعمليات إعادة تمويل على المدى الطويل بغية توفير سيوليات (LTRO) بأجل 12 شهر، و يتم تنفيذ هذه العمليات إلى جانب عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل العادية و الإضافية.

قرر أيضا مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي في هذا اليوم تمديد أجل استعمال قائمة الضمانات الموسعة التي تم الموافقة عليها في تاريخ 15 أكتوبر 2008 إلى غاية نهاية عام 2010.¹ (للمزيد من التوضيحات ارجع إلى الملحق رقم(06))

04 جوان 2009:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن المعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 1%، 1,75%، 0,25% على التوالي.²

10 جوان 2009:

قرر في هذا اليوم كل من البنك المركزي الأوروبي و بنك السويد "Sveriges Riksbank" تفعيل اتفاق تبادل العملات (SWAP) الذي بمقتضاه يمكن لبنك السويد الاقتراض باليورو مقابل "كروونات سويدية".

وقع البنك المركزي الأوروبي و بنك السويد في تاريخ 20 ديسمبر 2007 اتفاق تبادل العملات (SWAP)، و يسمح الاتفاق لبنك السويد بإقراض 10 مليار يورو كحد أقصى مع فترة استحقاق تصل إلى ثلاثة أشهر.³

25 جوان 2009:

قرر في هذا اليوم البنك المركزي الأوروبي و العديد من البنوك المركزية الأخرى تمديد مدة اتفاقيات تبادل العملات بينها و بين الاحتياطي الفدرالي الأمريكي إلى غاية 1 فيفري 2010. قرر أيضا في هذا اليوم مجلس إدارة البنك المركزي مواصلة عملياته الرامية إلى توفير التمويل اللازم بالدولار الأمريكي إلى غاية تاريخ 30 سبتمبر 2009 (تختلف آجال قرار مشابه من طرف بنك إنجلترا و البنك الوطني السويسري)، و ستتم العمليات السابقة مقابل ضمانات الـ BCE. قرر أيضا البنك المركزي الأوروبي في هذا اليوم التخلي عن عمليات ذات أجل 28 يوم بعد تنفيذ العمليات المبرمجة في 28 جويلية و هذا نظرا لضعف الطلب على هذه الأخيرة.⁴

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090507.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604.en.html> (Consulté 24/02/2015)

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090610.en.html> (Consulté 24/02/2015)

⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090625.en.html> (Consulté 24/02/2015)

02 جويلية 2009:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في "لوكسبورغ" بأن المعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي وكذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 1%، 1,75، 0,25% على التوالي.¹

06 أوت 2009:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في "لوكسبورغ" بأن المعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي وكذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 1%، 1,75، 0,25% على التوالي.²

03 سبتمبر 2009:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في "لوكسمبورغ" بأن المعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي وكذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 1%، 1,75، 0,25% على التوالي.³

24 سبتمبر 2009:

قرر في هذا اليوم مجلس إدارة البنك المركزي بالاتفاق مع البنك الوطني السويسري مواصلة عمليات التمويل بأجل أسبوع و هذا إلى غاية تاريخ 31 جانفي 2010 بغية دعم التطورات الايجابية التي سجلها الفرنك السويسري على المدى القصير في أسواق المال الدولية.⁴

24 سبتمبر 2009:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي في هذا اليوم بالاتفاق مع عدة بنوك مركزية أخرى بما فيها الاحتياطي الفدرالي الأمريكي مواصلة عمليات منح السيولة بالدولار الأمريكي خلال طول الفترة الممتدة من أكتوبر 2009 إلى غاية جانفي 2010، و ستتم العمليات السابقة مقابل مقابل ضمانات الـ BCE.

قرر أيضا البنك المركزي الأوروبي في هذا اليوم التخلي عن عمليات التمويل ذات أجل 84 يوم، و هذا نظرا لضعف الطلب على هذه الأخيرة و تحسن الأوضاع على مستوى أسواق المال العالمية.⁵

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090702.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090706.en.html> (Consulté 24/02/2015)

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090803.en.html> (Consulté 24/02/2015)

⁴ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090924_1.en.html (Consulté 24/02/2015)

⁵ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090924_2.en.html (Consulté 24/02/2015)

08 أكتوبر 2009:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن المعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 1%، 1,75، 0,25% على التوالي.¹

20 نوفمبر 2009:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي في هذا اليوم تعديل متطلبات تصنيف الأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABS) حتى تكون مؤهلة للاستخدام في عمليات الائتمان داخل منطقة اليورو.

تخضع جميع الـ ABS الصادرة اعتباراً من تاريخ 1 مارس 2010 في ظل هذا القرار إلى تنقيط مؤسستين خارجيتين للتصنيف الائتماني من أجل تحديد أهلية هذه الـ ABS.

اعتبر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي بأنه من الضروري إدخال التعديلات السابقة لضمان الوفاء بمتطلبات نظام اليورو من حيث استعمال معايير ائتمانية عالية لجميع الضمانات المؤهلة، و إضافة إلى ذلك فإن هذه التعديلات تعكس التطورات الأخيرة التي حدثت في الأسواق و تهدف إلى مساهمة إضافية لاستعادة السير الحسن في السوق الـ ABS.²

03 ديسمبر 2009:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي في هذا اليوم مواصلة العمليات الرئيسية لإعادة التمويل (MRO)، كما أقر أيضاً بأن المعدل الذي سيعتمد في عملية إعادة التمويل ذات أجل سنة و المقرر تنفيذها في تاريخ 12 ديسمبر 2009 سيحدد بناءً على الحد الأدنى المتوسط لمختلف عمليات إعادة التمويل التي ستجرى خلال عمر هذه العملية.³

03 ديسمبر 2009:

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي خلال الاجتماع الذي عقده في هذا اليوم بأن المعدلات المطبقة على كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات الإقراض الهامشي و كذلك تسهيلات الإيداع ستظل ثابتة عند 1%، 1,75، 0,25% على التوالي.⁴

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr091008.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr091120.en.html> (Consulté 24/02/2015)

³ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr091203_1.en.html (Consulté 24/02/2015)

⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr091203.en.html> (Consulté 24/02/2015)

4-4- أدوات السياسة النقدية المستعملة في مواجهة الأزمة المالية

نشط البنك المركزي الأوروبي منذ عام 2007 في بيئة صعبة للغاية خلفها اندلاع أزمة مالية نظامية كبرى، وقد سعى البنك المركزي خلال مختلف أطوار هذه الأزمة إلى الحفاظ على استقرار الأسعار و توفير السيولة اللازمة بواسطة اللجوء إلى حزمة من التدابير غير التقليدية للسياسة النقدية التي دعم بها تدابيرها التقليدية لا سيما "أداة السوق المفتوحة" و "أداة معدل الفائدة" و "أداة الاحتياطي الإلزامي".

4-4-1- المنطق العام لقرارات البنك المركزي الأوروبي

يخضع نشاط البنك المركزي لاقتصاد ما في ظل ظروف عادية إلى المنطق التالي: ضمان استقرار الأسعار على المدى المتوسط و الطويل (و هو ما يتناسب مع نسبة تضخم سنوية لا تتعدى 2%) مع الحفاظ على استقرار النشاط الاقتصادي، و يتم تحقيق هذا الهدف من خلال التحكم في أثار مختلف الصدمات (المالية و الحقيقية) التي يتعرض لها الاقتصاد.

يعتمد البنك المركزي في سعيه لتحقيق الهدف السابق على تغيير معدل الفائدة، حيث تهدف تغيرات معدل الفائدة الفعلية و/أو المتوقعة إلى التأثير على الاقتصاد وفق ميكانيزمات الانتقال التالية: يتم في بداية الأمر تغيير ظروف التمويل، ثم يتأثر النشاط الاقتصادي، و في الأخير يتم ضبط المستوى العام للأسعار.

تتميز تدخلات البنك المركزي بطابعها المنهجي ما يسهل تكون استباقات لدى مختلف المتعاملين الاقتصاديين ما الذي يزيد من فعالية إجراءات البنك المركزي، و يتم تغيير معدلات الفائدة كإجابة على تطورات النشاط الاقتصادي و التضخم، حيث تخضع تغيرات معدل الفائدة إلى مبدأ "تايلور" الذي ينص بأن البنك المركزي يتبع رد فعل هجومي يترجم على أرض الواقع برفع معدلات الفائدة الحقيقية. نلاحظ بأنه في ظل وقوع أزمة مالية نظامية عادة ما يكمل البنك المركزي إجراءاته التقليدية بإجراءات أخرى غير تقليدية و هذا من دون أن يؤثر ذلك على المنطق العام للبنك.

عادة ما تتأثر القنوات العادية لسياسات البنوك المركزية بشكل كبير في فترات الأزمات، فعلى سبيل المثال قد تفقد البنوك المركزية سيطرتها على معدلات الفائدة السائدة في أسواق النقد على المدى القصير، و تقع هذه الحالة نتيجة لحالة الخوف التي تنتاب البنوك التجارية و التي تدفعهم إلى وقف تبادل السيولة، و نلاحظ عموماً بأنه حتى و لو تم تسجيل انخفاض كبير في معدلات الفائدة فإن هذا الإجراء قد لا يكون كافياً لمنع تعسر شروط التمويل بسبب الأزمة.¹

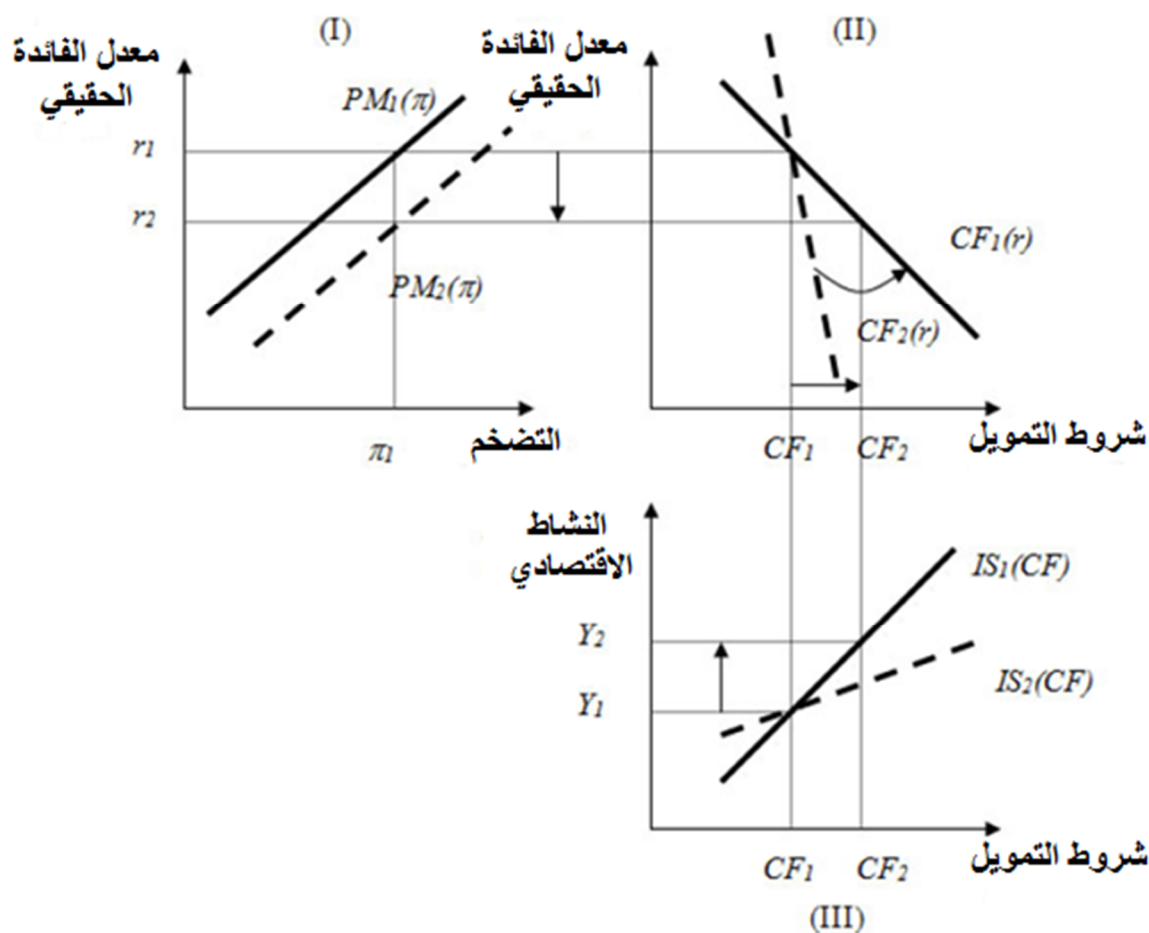
ستكون البنوك المركزية المواجهة للحالة السابقة مجبرة على اتخاذ إجراءات معينة بغية محاولة استرجاع ميكانيزم انتقال أثر السياسة النقدية *mécanisme de transmission*، و يكمن هدف

¹ Christian Bordes, *La banque centrale européenne en action au cours de la crise*, p.48
Disponible sur: www.cybel.fr/html/Communaute/rdf/197-4.pdf (Consulté 24/02/2015)

البنوك المركزية في هذه الحالة في استرجاع ظروف التمويل الطبيعية حتى لو اقتضى الأمر استعمال إجراءات غير مألوفة كتقديم سيوليات للبنوك وفق شروط تحفيزية أو القيام بعمليات شراء سندات في الأسواق الثانوية.

هناك نظريا فصل واضح بين الإجراءات غير التقليدية التي يتم اتخاذها (حسب حالة النظام المالي) وبين سياسة معدل الفائدة المبنية على حالة الاقتصاد الكلي، إذ يحتم وضع الأزمة الذي عادة ما يتميز بتدهور ظروف التمويل و تباطؤ النشاط الاقتصادي تليين الإجراءات التقليدية للسياسة النقدية و مرافقة هذه الأخيرة بإجراءات غير تقليدية حتى تترجم هذه الليونة بتحسن فعلي لظروف التمويل. قد يحدث و أن ترجع ظروف التمويل إلى حالتها الطبيعية قبل تحسن الأوضاع على مستوى الاقتصاد الكلي، و هو الأمر الذي يتطلب سحب الإجراءات غير التقليدية مع الحفاظ (تمديد) على سياسة معدلات الفائدة المنخفضة.¹

الشكل رقم (50): منطق رد فعل البنك المركزي في إجابته على أزمة مالية نظامية



Source: Christian Bordes, *La banque centrale européenne en action au cours de la crise*, p.49

¹ Christian Bordes, Op. Cit, p.49

يسمح لنا الشكل رقم (50) بإظهار المنطق العام لرد فعل البنك المركزي على وقوع أزمة مالية نظامية، و تتمثل أولى خطوات البنك المركزي التقليدية في خفض معدل الفائدة الرئيسي Directeur (من مستوى r_2 إلى مستوى r_1 : نتيجة الانزلاق النزولي للمستقيم PM الذي يمثل في الجزء I من الشكل السابق دالة رد فعل البنك المركزي).

تؤدي الأزمة المالية إلى تدهور قد يصل إلى حد شل قنوات انتقال أثر خفض معدلات الفائدة إلى مختلف الشروط المالية (نلاحظ في الجزء II من الشكل رقم (51) بأن المستقيم CF الذي يمثل أثر تغيرات معدلات فائدة البنك المركزي يقترب من الوضع العمودي) التي لا تتحسن بالرغم من خفض r .

تهدف الإجراءات غير التقليدية إلى استعادة آلية الانتقال أي إلى عودة المستقيم CF إلى موضعه الأصلي، و نلاحظ في حالة نجاح أداة خفض معدلات الفائدة عودة شروط التمويل إلى حالتها العادية مع تسجيل انعكاسات إيجابية على النشاط الاقتصادي (يتضح ذلك في الجزء III من الشكل حيث نلاحظ انزلاق المستقيم IS من IS_1 إلى IS_2).

يكون كل ما سبق ذكره صحيحا في حالة ما لم تتلف الأزمة المالية آليات الانتقال داخل المجال الحقيقي للاقتصاد، ففي حالة العكس أين يمكن أن نسجل تزايد حالة عدم اليقين فسيكون لتحسن شروط التمويل أثرا معدوما على استهلاك العائلات و الإنفاق الاستثماري للمؤسسات، أي لن يكون هناك انتعاش في النشاط الاقتصادي (يتضح ذلك في الجزء III من الشكل رقم (51) حيث سيدور IS في اتجاه عقارب الساعة).¹

4-4-2- الأداة التقليدية للسياسة النقدية

سنحاول فيما يلي التعرض لأبرز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية التي لجأ إليها البنك المركزي الأوروبي لاستعمالها في مواجهته لتداعيات الأزمة المالية 2007-2008:

4-4-2-1- أداة السوق المفتوحة

كما سبق الإشارة له في المبحث السابق فإن للبنك المركزي الأوروبي أربع أدوات تدخل في إطار أداة السوق المفتوحة وهي:

- عمليات إعادة التمويل الرئيسية (MRO): تتم بصفة أسبوعية تمتد لمدة 7 أيام و تنقذ في أجل 24 ساعة و هي تمثل أبرز عمليات السوق المفتوحة؛
- عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل (LTRO): هي عبارة عن عمليات إعادة تمويل شهرية مرفوعة بأجل استحقاق مدته ثلاثة أشهر؛

¹ Ibid, p.50

- عمليات التعديل الطفيف: تكون بكميات محدودة و عادة ما تتم وفق مزاد سريع قد لا تتجاوز مدته ساعة من الزمن و تهدف إلى مواجهة التقلبات المفاجئة التي قد تقع في السوق النقدية؛
- العمليات الهيكلية: يهدف من خلالها الـ BCE إلى تمكين البنوك المركزية من الحصول على قروض لمدة 24 ساعة مقاب تقديم ضمانات و بمعدل مرتفع.

سمح لنا تحليلنا للجدول رقم (21) و التي تبين مختلف عمليات السوق المفتوحة المبرمة و المنفذة من طرف البنك المركزي الأوروبي بين 2007 و 2010 بملاحظة أنه قد تم التركيز على أداتين فقط من بين الأربع أدوات المتاحة في إطار عمليات السوق المفتوحة، و هما عمليات إعادة التمويل الرئيسية (MRO) و عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل (LTRO)، مع الإشارة أنه تم اللجوء إلى أداة عمليات التعديل الطفيف في حالات نادرة فقط و أن قيمة هذه الأخيرة كانت صغيرة.

الجدول رقم (21): عمليات السوق المفتوحة المبرمة و المنفذة من طرف البنك المركزي الأوروبي

¹(2010 - 2007)

janvier-2007		février-2007		mars-2007		avril-2007		mai-2007		juin-2007	
01 lun		01 jeu	Règlement ORPLT	01 jeu	Règlement ORPLT	01 dim		01 mar		01 ven	
02 mar	Annonce OPR	02 ven		02 ven		02 lun	Annonce OPR	02 mer	Règlement OPR	02 sam	
03 mer	Adjudication OPR	03 sam		03 sam		03 mar	Adjudication OPR	03 jeu		03 dim	
04 jeu	Règlement OPR	04 dim		04 dim		04 mer	Règlement OPR	04 ven		04 lun	Annonce OPR
05 ven		05 lun	Annonce OPR	05 lun	Annonce OPR	05 jeu	Annonce OPR	05 sam		05 mar	Adjudication OPR
06 sam		06 mar	Adjudication OPR	06 mar	Adjudication OPR	06 ven		06 dim		06 mer	Règlement OPR
07 dim		07 mer	Règlement OPR	07 mer	Règlement OPR	07 sam		07 lun	Annonce OPR	07 jeu	
08 lun	Annonce OPR	08 jeu		08 jeu		08 mar	Adjudication OPR	08 mer	Adjudication OPR	08 sam	
09 mar	Adjudication OPR	09 ven		09 ven		09 jeu	Règlement OPR	09 mer		09 dim	
10 mer	Règlement OPR	10 sam		10 sam		10 mar	Adjudication OPR	10 jeu		10 dim	
11 jeu		11 dim		11 dim		11 mer	Règlement OPR	11 ven	Annonce OPR	11 lun	Annonce OPR
12 ven		12 lun	Annonce OPR	12 lun	Annonce OPR	12 jeu		12 sam		12 mar	Adjudication OPR
13 sam		13 mar	Adjudication OPR	13 mar	Adjudication OPR	13 ven		13 dim		13 mer	Règlement OPR
14 dim		14 mer	Règlement OPR	14 mer	Règlement OPR	14 sam		14 lun	Adjudication OPR	14 jeu	
15 lun	Annonce OPR	15 jeu		15 jeu		15 dim		15 mar	Règlement OPR	15 ven	
16 mar	Adjudication OPR	16 ven		16 ven		16 lun	Annonce OPR	16 mer		16 sam	
17 mer	Règlement OPR	17 sam		17 sam		17 mar	Adjudication OPR	17 jeu		17 dim	
18 jeu		18 dim		18 dim		18 mer	Règlement OPR	18 ven		18 lun	Annonce OPR
19 ven		19 lun		19 lun	Annonce OPR	19 jeu		19 sam		19 mar	Adjudication OPR
20 sam		20 mar	Annonce OPR	20 mar	Adjudication OPR	20 ven		20 dim		20 mer	Règlement OPR
21 dim		21 mer	Adjudication OPR	21 mer	Règlement OPR	21 sam		21 lun	Annonce OPR	21 jeu	
22 lun	Annonce OPR	22 jeu	Règlement OPR	22 jeu		22 dim		22 mar	Adjudication OPR	22 ven	
23 mar	Adjudication OPR	23 ven		23 ven		23 lun	Annonce OPR	23 mer	Règlement OPR	23 sam	
24 mer	Règlement OPR	24 sam		24 sam		24 mar	Adjudication OPR	24 jeu		24 dim	
25 jeu		25 dim		25 dim		25 mer	Règl. OPR/Ann. ORPLT	25 ven		25 lun	Annonce OPR
26 ven		26 lun	Annonce OPR	26 lun	Annonce OPR	26 jeu	Adj. ORPLT	26 sam		26 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT
27 sam		27 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	27 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	27 ven	Ann. OPR/Règl. ORPLT	27 dim		27 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT
28 dim		28 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	28 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	28 sam		28 lun	Annonce OPR	28 jeu	Règlement ORPLT
29 lun	Annonce OPR	29 jeu		29 jeu	Règlement ORPLT	29 dim		29 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	29 ven	
30 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	30 ven		30 ven		30 lun	Adjudication OPR	30 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	30 sam	
31 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	31 sam		31 sam		31 jeu		31 mar	Règlement ORPLT	31 dim	

juillet-2007		août-2007		septembre-2007		octobre-2007		novembre-2007		décembre-2007	
01 dim		01 mer	Règlement OPR	01 sam		01 lun	Annonce OPR	01 jeu	Règlement ORPLT	01 sam	
02 lun	Annonce OPR	02 jeu		02 dim		02 mar	Adjudication OPR	02 ven		02 dim	
03 mar	Adjudication OPR	03 ven		03 lun	Annonce OPR	03 mer	Règlement OPR	03 sam		03 lun	Annonce OPR
04 mer	Règlement OPR	04 sam		04 mar	Adjudication OPR	04 jeu		04 dim		04 mar	Adjudication OPR
05 jeu		05 dim		05 mer	Règlement OPR	05 ven		05 lun	Annonce OPR	05 mer	Règlement OPR
06 ven		06 lun	Annonce OPR	06 jeu		06 sam		06 mar	Adjudication OPR	06 jeu	
07 sam		07 mar	Adjudication OPR	07 ven		07 dim		07 mer	Règlement OPR	07 ven	
08 dim		08 mer	Règlement OPR	08 sam		08 lun	Annonce OPR	08 jeu		08 sam	
09 lun	Annonce OPR	09 jeu		09 dim		09 mar	Adjudication OPR	09 ven		09 dim	
10 mar	Adjudication OPR	10 ven		10 lun	Annonce OPR	10 mer	Règlement OPR	10 sam		10 jeu	Annonce OPR
11 jeu	Règlement OPR	11 sam		11 mar	Adjudication OPR	11 jeu		11 dim		11 mar	Adjudication OPR
12 ven		12 dim		12 mer	Règlement OPR	12 ven		12 lun	Annonce OPR	12 mer	Règlement OPR
13 ven		13 lun	Annonce OPR	13 jeu		13 sam		13 mar	Adjudication OPR	13 jeu	
14 sam		14 mar	Adjudication OPR	14 ven		14 dim		14 mer	Règlement OPR	14 ven	
15 dim		15 mer	Règlement OPR	15 sam		15 lun	Annonce OPR	15 jeu		15 sam	
16 lun	Annonce OPR	16 jeu		16 dim		16 mar	Adjudication OPR	16 ven		16 dim	
17 mar	Adjudication OPR	17 ven		17 lun	Annonce OPR	17 mer	Règlement OPR	17 sam		17 lun	Annonce OPR
18 mer	Règlement OPR	18 sam		18 mar	Adjudication OPR	18 jeu		18 dim		18 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT
19 jeu		19 dim		19 mer	Règlement OPR	19 ven		19 lun	Annonce OPR	19 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT
20 ven		20 lun	Annonce OPR	20 jeu		20 sam		20 mar	Adjudication OPR	20 jeu	Règlement ORPLT
21 sam		21 mar	Adjudication OPR	21 ven		21 dim		21 mer	Règlement OPR	21 ven	
22 dim		22 mer	Règlement OPR	22 sam		22 lun	Annonce OPR	22 jeu		22 sam	
23 lun	Annonce OPR	23 jeu		23 dim		23 mar	Adjudication OPR	23 ven		23 dim	
24 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	24 ven		24 lun	Annonce OPR	24 mer	Règlement OPR	24 sam		24 lun	
25 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	25 sam		25 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	25 jeu		25 dim		25 mar	
26 jeu	Règlement ORPLT	26 dim		26 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	26 ven		26 lun	Annonce OPR	26 mer	
27 ven		27 lun	Annonce OPR	27 jeu	Règlement ORPLT	27 sam		27 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	27 jeu	Annonce OPR
28 sam		28 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	28 ven		28 dim		28 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	28 ven	Adj. OPR/ Règl. OPR
29 dim		29 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	29 sam		29 lun	Annonce OPR	29 jeu	Règlement ORPLT	29 sam	
30 lun	Annonce OPR	30 jeu		30 dim		30 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	30 ven		30 dim	
31 mar	Adjudication OPR	31 ven		31 dim		31 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	31 jeu		31 lun	

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/calendars/caleu/html/index.en.html>

(Consulté 10/01/2016)

الفصل الرابع: معالجة البنك المركزي الأوربي للأزمة المالية 2008-2007

janvier-2008		février-2008		mars-2008		avril-2008		mai-2008		juin-2008	
01 mar		01 ven		01 sam		01 mar	Adjudication OPR	01 jeu		01 dim	
02 mer	Annonce OPR	02 sam		02 dim		02 mer	Règlement OPR	02 ven	Règlement ORPLT	02 lun	Annonce OPR
03 jeu	Adjudication OPR	03 dim		03 lun	Annonce OPR	03 jeu		03 sam		03 mar	Adjudication OPR
04 ven	Règlement OPR	04 lun	Annonce OPR	04 mar	Adjudication OPR	04 ven		04 dim		04 mer	Règlement OPR
05 sam		05 mar		05 mer	Règlement OPR	05 sam		05 lun	Annonce OPR	05 jeu	Adjudication OPR
06 dim		06 mer	Règlement OPR	06 jeu		06 dim		06 mar	Adjudication OPR	06 ven	Règlement OPR
07 lun	Annonce OPR	07 jeu		07 ven		07 lun	Annonce OPR	07 mer	Règlement OPR	07 sam	
08 mar	Adjudication OPR	08 ven		08 sam		08 mar	Adjudication OPR	08 jeu		08 dim	
09 mer	Règlement OPR	09 sam		09 dim		09 mer	Règlement OPR	09 ven		09 lun	Annonce OPR
10 jeu		10 dim		10 lun	Annonce OPR	10 jeu		10 sam		10 mar	Adjudication OPR
11 ven		11 lun	Annonce OPR	11 mar	Adjudication OPR	11 ven		11 dim		11 mer	Règlement OPR
12 sam		12 mar	Adjudication OPR	12 mer	Règlement OPR	12 sam		12 lun	Annonce OPR	12 jeu	
13 dim		13 mer	Règlement OPR	13 jeu		13 dim		13 mar	Adjudication OPR	13 ven	Annonce OPR
14 lun	Annonce OPR	14 jeu		14 ven		14 lun	Annonce OPR	14 mer	Règlement OPR	14 sam	
15 mar	Adjudication OPR	15 ven		15 sam		15 mar	Adjudication OPR	15 jeu		15 dim	
16 mer	Règlement OPR	16 sam		16 dim		16 mer	Règlement OPR	16 ven		16 lun	Annonce OPR
17 jeu		17 dim		17 lun	Annonce OPR	17 jeu		17 sam		17 mar	Adjudication OPR
18 ven		18 lun	Annonce OPR	18 mar	Adjudication OPR	18 ven		18 dim		18 mer	Adjudication OPR
19 sam		19 mar	Adjudication OPR	19 mer	Règlement OPR	19 sam		19 lun	Annonce OPR	19 jeu	Règlement OPR
20 dim		20 mer	Règlement OPR	20 jeu	Annonce OPR	20 dim		20 mar	Adjudication OPR	20 ven	
21 lun	Annonce OPR	21 jeu		21 ven		21 lun	Annonce OPR	21 mer	Règlement OPR	21 sam	
22 mar	Adjudication OPR	22 ven		22 sam		22 mar	Adjudication OPR	22 jeu		22 dim	
23 mer	Règlement OPR	23 sam		23 dim		23 mer	Règlement OPR	23 ven		23 lun	Annonce OPR
24 jeu		24 dim		24 lun		24 jeu		24 sam		24 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT
25 ven		25 lun	Annonce OPR	25 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	25 ven		25 dim		25 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT
26 sam		26 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	26 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	26 sam		26 lun	Annonce OPR	26 jeu	Règlement ORPLT
27 dim		27 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	27 jeu	Règlement OPR	27 dim		27 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	27 ven	
28 lun	Annonce OPR	28 ven	Règlement ORPLT	28 ven		28 lun	Annonce OPR	28 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	28 sam	
29 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	29 jeu		29 sam		29 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	29 jeu	Règlement ORPLT	29 dim	
30 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT			30 dim		30 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	30 ven		30 lun	Annonce OPR
31 jeu	Règlement ORPLT			31 lun	Annonce OPR			31 sam			

juillet-2008		août-2008		septembre-2008		octobre-2008		novembre-2008		décembre-2008	
01 mar	Adjudication OPR	01 ven		01 lun	Annonce OPR	01 mer		01 sam		01 lun	Annonce OPR
02 mer	Règlement OPR	02 sam		02 mar	Adjudication OPR	02 jeu		02 dim		02 mar	Adjudication OPR
03 jeu		03 dim		03 mer	Règlement OPR	03 ven		03 lun	Annonce OPR	03 mer	Règlement OPR
04 ven		04 lun	Annonce OPR	04 jeu		04 sam		04 mar	Adjudication OPR	04 jeu	Règlement OPR
05 sam		05 mar	Adjudication OPR	05 ven		05 dim		05 mer	Règlement OPR	05 ven	
06 dim		06 mer	Règlement OPR	06 sam		06 lun	Annonce OPR	06 jeu		06 sam	
07 lun	Annonce OPR	07 jeu		07 dim		07 mar	Adjudication OPR	07 ven		07 dim	
08 mar	Adjudication OPR	08 ven		08 lun	Annonce OPR	08 mer	Règlement OPR	08 sam		08 lun	Annonce OPR
09 mer	Règlement OPR	09 sam		09 mar	Adjudication OPR	09 jeu		09 dim		09 mar	Adjudication OPR
10 jeu		10 dim		10 mer	Règlement OPR	10 ven		10 lun	Annonce OPR	10 mer	Règlement OPR
11 ven		11 lun	Annonce OPR	11 jeu		11 sam		11 mar	Adjudication OPR	11 jeu	
12 sam		12 mar	Adjudication OPR	12 ven		12 dim		12 mer	Règlement OPR	12 ven	
13 dim		13 mer	Règlement OPR	13 sam		13 lun	Annonce OPR	13 jeu		13 sam	
14 lun	Annonce OPR	14 jeu		14 dim		14 mar	Adjudication OPR	14 ven		14 dim	
15 mar	Adjudication OPR	15 ven		15 lun	Annonce OPR	15 mer	Règlement OPR	15 sam		15 lun	Annonce OPR
16 mer	Règlement OPR	16 sam		16 mar	Adjudication OPR	16 jeu		16 dim		16 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT
17 jeu		17 dim		17 mer	Règlement OPR	17 ven		17 lun	Annonce OPR	17 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT
18 ven		18 lun	Annonce OPR	18 jeu		18 sam		18 mar	Adjudication OPR	18 jeu	Règlement ORPLT
19 sam		19 mar	Adjudication OPR	19 ven		19 dim		19 mer	Règlement OPR	19 ven	Annonce OPR
20 dim		20 mer	Règlement OPR	20 sam		20 lun	Annonce OPR	20 jeu		20 sam	
21 lun	Annonce OPR	21 jeu		21 dim		21 mar	Adjudication OPR	21 ven		21 dim	
22 mar	Adjudication OPR	22 ven		22 lun	Annonce OPR	22 mer	Règlement OPR	22 sam		22 lun	Adjudication OPR
23 mer	Règlement OPR	23 sam		23 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	23 jeu		23 dim		23 mar	Règlement OPR
24 jeu		24 dim		24 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	24 ven		24 lun	Annonce OPR	24 mar	
25 ven		25 lun	Annonce OPR	25 jeu	Règlement ORPLT	25 sam		25 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	25 jeu	
26 sam		26 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	26 ven		26 dim		26 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	26 ven	
27 dim		27 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	27 sam		27 lun	Annonce OPR	27 jeu	Règlement ORPLT	27 sam	
28 lun	Annonce OPR	28 jeu	Règlement ORPLT	28 dim		28 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	28 ven		28 dim	
29 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	29 ven		29 lun	Annonce OPR	29 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	29 sam		29 lun	Annonce OPR
30 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	30 sam		30 mar	Adjudication OPR	30 jeu	Règlement ORPLT	30 dim		30 mar	Adj. OPR/Règl. OPR
31 jeu	Règlement ORPLT	31 dim		31 mer		31 ven				31 mer	

Janvier 2009		Février 2009		Mars 2009		Avril 2009		Mai 2009		Juin 2009	
01 jeu		01 dim		01 dim		01 mer	Règlement OPR	01 ven		01 lun	Annonce OPR
02 ven	Annonce OPR	02 lun	Annonce OPR	02 lun	Annonce OPR	02 jeu		02 sam		02 mar	Adjudication OPR
03 sam		03 mar	Adjudication OPR	03 mar	Adjudication OPR	03 ven		03 dim		03 mer	Règlement OPR
04 dim		04 mer	Règlement OPR	04 mer	Règlement OPR	04 sam		04 lun	Annonce OPR	04 jeu	
05 lun	Adjudication OPR	05 jeu		05 jeu		05 dim		05 mar	Adjudication OPR	05 ven	
06 mar	Règlement OPR	06 ven		06 ven		06 lun	Annonce OPR	06 mer	Règlement OPR	06 sam	
07 mer		07 sam		07 sam		07 mar	Adjudication OPR	07 jeu		07 dim	
08 jeu		08 dim		08 dim		08 mer	Règlement OPR	08 ven		08 lun	Annonce OPR
09 ven		09 lun	Annonce OPR	09 lun	Annonce OPR	09 jeu	Annonce OPR	09 sam		09 mar	Adjudication OPR
10 sam		10 mar	Adjudication OPR	10 mar	Adjudication OPR	10 ven		10 dim		10 mer	Règlement OPR
11 dim		11 mer	Règlement OPR	11 mer	Règlement OPR	11 sam		11 lun	Annonce OPR	11 jeu	
12 lun	Annonce OPR	12 jeu		12 jeu		12 dim		12 mar	Adjudication OPR	12 ven	
13 mar	Adjudication OPR	13 ven		13 ven		13 lun		13 mer	Règlement OPR	13 sam	
14 mer	Règlement OPR	14 sam		14 sam		14 mar	Adjudication OPR	14 jeu		14 dim	
15 jeu		15 dim		15 dim		15 mer	Règlement OPR	15 ven		15 lun	Annonce OPR
16 ven		16 lun	Annonce OPR	16 lun	Annonce OPR	16 jeu		16 sam		16 mar	Adjudication OPR
17 sam		17 mar	Adjudication OPR	17 mar	Adjudication OPR	17 ven		17 dim		17 mer	Règlement OPR
18 dim		18 mer	Règlement OPR	18 mer	Règlement OPR	18 sam		18 lun	Annonce OPR	18 jeu	
19 lun	Annonce OPR	19 jeu		19 jeu		19 dim		19 mar	Adjudication OPR	19 ven	
20 mar	Adjudication OPR	20 ven		20 ven		20 lun	Annonce OPR	20 mer	Règlement OPR	20 sam	
21 mer	Règlement OPR	21 sam		21 sam		21 mar	Adjudication OPR	21 jeu		21 dim	
22 jeu		22 dim		22 dim		22 mer	Règlement OPR	22 ven		22 lun	Annonce OPR
23 ven		23 lun	Annonce OPR	23 lun	Annonce OPR	23 jeu		23 sam		23 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT
24 sam		24 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	24 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	24 ven		24 dim		24 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT
25 dim		25 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	25 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	25 sam		25 lun	Annonce OPR	25 jeu	Règlement ORPLT
26 lun	Annonce OPR	26 jeu	Règlement ORPLT	26 jeu	Règlement ORPLT	26 dim		26 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	26 ven	
27 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	27 ven		27 ven		27 lun	Annonce OPR	27 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	27 sam	
28 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	28 sam		28 sam		28 mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	28 jeu	Règlement ORPLT	28 dim	
29 jeu	Règlement ORPLT			29 dim		29 mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	29 ven		29 lun	Annonce OPR
30 ven				30 lun	Annonce OPR	30 jeu	Règlement ORPLT	30 sam		30 mar	Adjudication OPR
31 sam				31 mar	Adjudication OPR			31 dim			

	Juillet 2009		Août 2009		Septembre 2009		Octobre 2009		Novembre 2009		Décembre 2009						
01	mer	Règlement OPR	01	sam		01	mar	Adjudication OPR	01	jeu	Règlement ORPLT	01	dim		01	mar	Adjudication OPR
02	jeu		02	dim		02	mer	Règlement OPR	02	ven		02	lun	Annonce OPR	02	mer	Règlement OPR
03	ven		03	lun	Annonce OPR	03	jeu		03	sam		03	mar	Adjudication OPR	03	jeu	
04	sam		04	mar	Adjudication OPR	04	ven		04	dim		04	mer	Règlement OPR	04	ven	Annonce OPR
05	dim		05	mer	Règlement OPR	05	sam		05	lun	Annonce OPR	05	jeu		05	sam	
06	lun	Annonce OPR	06	jeu		06	dim		06	mar	Adjudication OPR	06	ven		06	dim	
07	mar	Adjudication OPR	07	ven		07	lun	Annonce OPR	07	mer	Règlement OPR	07	sam		07	lun	Adjudication OPR
08	mer	Règlement OPR	08	sam		08	mar	Adjudication OPR	08	jeu		08	dim		08	mar	Règlement OPR
09	jeu		09	dim		09	mer	Règlement OPR	09	ven		09	lun	Annonce OPR	09	mer	
10	ven		10	lun	Annonce OPR	10	jeu		10	sam		10	mar	Adjudication OPR	10	jeu	
11	sam		11	mar	Adjudication OPR	11	ven		11	dim		11	mer	Règlement OPR	11	ven	
12	dim		12	mer	Règlement OPR	12	sam		12	lun	Annonce OPR	12	jeu		12	sam	
13	lun	Annonce OPR	13	jeu		13	dim		13	mar	Adjudication OPR	13	ven		13	dim	
14	mar	Adjudication OPR	14	ven		14	lun	Annonce OPR	14	mer	Règlement OPR	14	sam		14	lun	Annonce OPR
15	mer	Règlement OPR	15	sam		15	mar	Adjudication OPR	15	jeu		15	dim		15	mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT
16	jeu		16	dim		16	mer	Règlement OPR	16	ven		16	lun	Annonce OPR	16	mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT
17	ven		17	lun	Annonce OPR	17	jeu		17	sam		17	mar	Adjudication OPR	17	jeu	Règlement ORPLT
18	sam		18	mar	Adjudication OPR	18	ven		18	dim		18	mer	Règlement OPR	18	ven	
19	dim		19	mer	Règlement OPR	19	sam		19	lun	Annonce OPR	19	jeu		19	sam	
20	lun	Annonce OPR	20	jeu		20	dim		20	mar	Adjudication OPR	20	ven		20	dim	
21	mar	Adjudication OPR	21	ven		21	lun	Annonce OPR	21	mer	Règlement OPR	21	sam		21	lun	Annonce OPR
22	mer	Règlement OPR	22	sam		22	mar	Adjudication OPR	22	jeu		22	dim		22	mar	Adjudication OPR
23	jeu		23	dim		23	mer	Règlement OPR	23	ven		23	lun	Annonce OPR	23	mer	Règlement OPR
24	ven		24	lun	Annonce OPR	24	jeu		24	sam		24	mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	24	jeu	
25	sam		25	mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	25	ven		25	dim		25	mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	25	ven	
26	dim		26	mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	26	sam		26	lun	Annonce OPR	26	jeu	Règlement ORPLT	26	sam	
27	lun	Annonce OPR	27	jeu	Règlement ORPLT	27	dim		27	mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	27	ven		27	dim	
28	mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	28	ven		28	lun	Annonce OPR	28	mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	28	sam		28	lun	Annonce OPR
29	mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	29	sam		29	mar	Adj. OPR/Ann. ORPLT	29	jeu	Règlement ORPLT	29	dim		29	mar	Adjudication OPR
30	jeu	Règlement ORPLT	30	dim		30	mer	Règl. OPR/Adj. ORPLT	30	ven		30	lun	Annonce OPR	30	mer	Règlement OPR
31	ven		31	lun	Annonce OPR				31	sam					31	jeu	

● عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل (LTRO)

● عمليات إعادة التمويل الرئيسية (MRO)

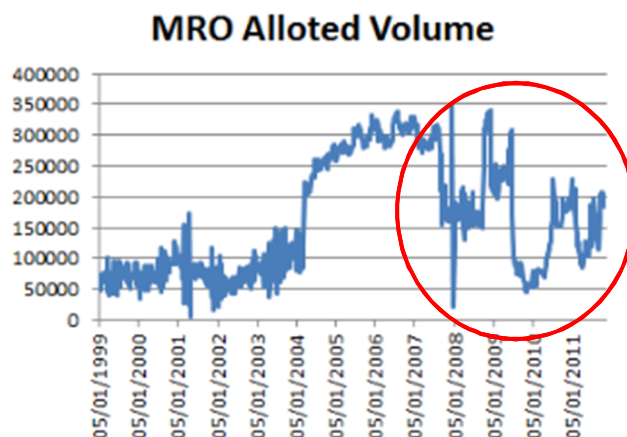
Source: <https://www.ecb.europa.eu/press/calendars/caleu/html/index.en.html>

من خلال اطلعنا على مكونات مختلف عمليات السوق المفتوحة المنفذة من قبل البنك المركزي الأوروبي قبل انفجار الأزمة المالية أي خلال عام 2007 لاحظنا بأن عمليات إعادة التمويل الرئيسية (MRO) احتلت المرتبة الأولى من حيث العدد و القيمة أيضاً، إذ شكلت أهم عمليات السوق المفتوحة التي كان يعتمد عليها نظام اليورو كونها تشكل القناة الرئيسية لإعادة تمويل النظام البنكي.

و قد اعتمد نظام اليورو أيضاً على عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل (LTRO) التي كانت تنفذ بصفة شهرية و بأجل ثلاثة أشهر إلا أنها لم تكن بنفس تردد الـ (MRO) و بنفس قيمتها.

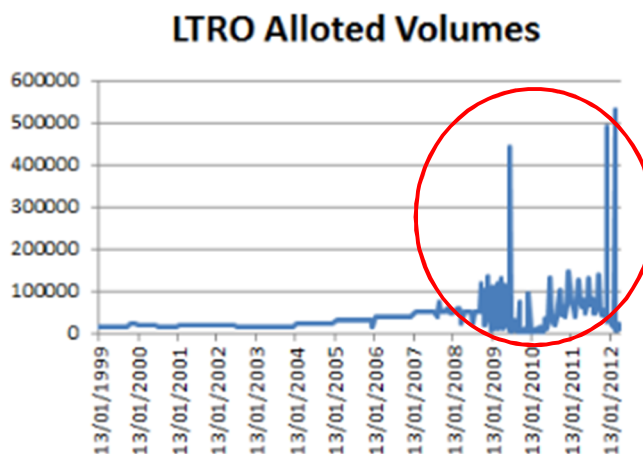
يسمح لنا الشكلين رقم (51) و (52) بتوضيح الكيفية التي تطورت بها قيمة كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية (MRO) و عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل (LTRO) خلال الفترة الممتدة من عام 1999 إلى غاية عام 2011.

الشكل رقم (51): قيمة عمليات إعادة التمويل الرئيسية (1999-2012) مليون يورو



Source: <https://gpema.wordpress.com/political-economy-monitors/eu/emu/ez-monitor/ecb-watch/ecb-balance-sheet/open-market-operations-mro-facilities-and-ltro>

الشكل رقم (52): قيمة عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل (1999-2012) مليون يورو



Source: <https://gpema.wordpress.com/political-economy-monitors/eu/emu/ez-monitor/ecb-watch/ecb-balance-sheet/open-market-operations-mro-facilities-and-ltro/>

سمح لنا تحليلنا لعمليات السوق المفتوحة المبرمة و المنفذة من طرف البنك المركزي الأوروبي خلال الفترة الممتدة من بداية عام 2007 و إلى غاية 8 أوت 2007 بالقول بأن الـ BCE قدم في إطار كل من عمليات الـ MRO و الـ LTRO حوالي 300 مليار يورو و 150 مليار يورو على التوالي، و قد تم ابتداءً من تاريخ 09 أوت 2007 تسجيل ارتفاع في قيمة الـ LTRO، حيث انتقلت من 150 مليار يورو إلى 200 مليار يورو.

لقد انتقل المبلغ الإجمالي لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل من 30% قبل بداية الاضطرابات المالية في جويلية 2007 إلى حوالي 60% خلال شهر جانفي 2008.¹

¹ Disponible sur: www.cairn.info/zen.php?ID_ARTICLE=REOF_110_0291 (Consulté 20/01/2016)

بلغت قيمة مختلف عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل (LTRO)، عمليات إعادة التمويل الإضافية على المدى الطويل، و عمليات إعادة التمويل الخاصة على المدى الطويل) في نهاية عام 2008 حوالي 617 مليار يورو أي أكبر مستوى إعادة تمويل يسجله البنك المركزي الأوروبي في تاريخه (حوالي 72% من إجمالي عمليات السوق المفتوحة).

شهد السداسي الأول من عام 2009 انخفاض القيمة الإجمالية للسيولة المقدمة في إطار كل من عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل، عمليات إعادة التمويل الإضافية و عمليات إعادة التمويل الخاصة، حيث بلغت في تاريخ 24 جوان 2009 قيمة 309 مليار يورو، كما عرفت القيمة الإجمالية لمختلف العمليات السابق ذكرها ارتفاعا كبيرا خلال عام 2009 و هذا بعد تسديد أول عملية إعادة تمويل بأجل سنة حيث بلغت 729 مليار يورو.

ظلت القيمة الإجمالية لمختلف هذه العمليات مرتفعة خلال السداسي الثاني من عام 2009، حيث بلغت في تاريخ 31 ديسمبر 2009 قيمة 670 مليار يورو، و بلغ متوسط السيولة الممنوحة يوميا في إطار الـ LTRO خلال السداسي الأول من عام 2010 الـ 671 مليار يورو، و بعد ذلك انخفض هذا المتوسط إلى 431 مليار يورو خلال السداسي الثاني من نفس السنة.

حاول البنك المركزي الأوروبي من خلال تكثيفه لعمليات السوق المفتوحة ابتداء من عام 2008 و بالأخص لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل LTRO توفير السيولة اللازمة لمختلف المؤسسات النقدية و المالية بغية تمكينها هي الأخرى من تزويد المؤسسات و العائلات بالسيولات اللازمة، أي أن البنك المركزي هدف إلى تفعيل سوق ما بين البنوك الذي شهد شللا كبيرا منذ انفجار الأزمة المالية في شهر سبتمبر 2008.¹

و في محاولة منا لتقييم مدى فعالية أداة السوق المفتوحة في تجاوز الأزمة المالية 2007-2008 يمكننا القول بأنها لم تحقق النتائج المرجوة منها لا سيما في مجال تنشيط الاقتصاد، و لعل ما يؤكد هذا القول هو أن نسبة كبيرة من السيولات المقدمة من طرف الـ BCE سواء في إطار الـ MRO أو في إطار الـ LTRO لم تصل إلى القطاع الحقيقي و قد قامت البنوك التجارية في أحسن الاحوال باستثمارها داخل الأسواق المالية في شراء أصول مالية، و في أسوأ الأحوال قد تم إيداعها في حسابها الجاري لدى البنك المركزي الأوروبي للاستفادة من تسهيل العائد على الودائع الذي يمنحها عائدا مقابل الإيداع (إن ما يعزز هذا الرأي هو تزامن ارتفاع قيمة ودائع البنوك التجارية لدى الـ BCE مع تزايد السيولات المقدمة من طرف هذا الأخير في إطار كل من عمليات الـ MRO و عمليات الـ LTRO).

¹ Disponible sur: <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/12-110.pdf> (Consulté 20/01/2016)

4-4-2-2- أداة التسهيلات الدائمة (معدل الفائدة)

تسمح هذه الاداة بتوفير و امتصاص السيولة من يوم ليوم آخر، و تسمح ايضا بتحديد الاتجاه العام للسياسة النقدية و الإحاطة بمعدل الفائدة السائد داخل الاسواق يوم بيوم. يأخذنا التطرق لأداة التسهيلات الدائمة إلى التطرق لسياسة الائتمان (تحديد معدلات الفائدة الرئيسية) التي تعتمد على ثلاث معدلات رئيسية ألا و هي:

- المعدل الرئيسي لإعادة التمويل (REFI) ¹ le taux de refinancement

يمثل هذا المعدل التكلفة التي تحصل مقابلها البنوك التجارية على قروض مقدمة من طرف البنك المركزي الاوربي، و قد يتغير هذا المعدل حسب قيمة القروض التي يرغب البنك المركزي تقديمها، و عادة ما يسمى هذا المعدل بـ *taux de refi* و يعتبر هذا المعدل من أهم أدوات السياسة النقدية التي يحوزها البنك المركزي الاوربي حيث يؤثر بها على حجم القروض و في تغيرات الاسعار داخل منطقة اليورو.

تصبح البنوك التجارية التي ترغب في زيادة حجم قروضها المقدمة للمؤسسات و العائلات مقترضة بمعدل إعادة التمويل *refi* و قصد احتفاظها بهامش ربح تقوم بجعل المعدل الذي تقرض به أكبر من معدل الـ *refi*.

إذا قام البنك المركزي الأوروبي بخفض معدل الـ *refi* فإن الطلب على الائتمان سيجفز حيث سينجذب الزبائن نحو أسعار الفائدة المنخفضة المعروضة من قبل البنوك التجارية، و في مقابل ذلك يقل الطلب على الائتمان في حالة ما ارتفع معدل الـ *refi*.

- المعدل الرئيسي لتسهيلات الإيداع ² le taux de facilité de dépôt

هو المعدل الذي يقدمه البنك المركزي الأوروبي للبنوك التجارية مقابل الاحتياطات الالزامية للبنوك التجارية، حيث يجب على كل مؤسسة اقراض أن تفتح حساب جاري لدى البنك المركزي تضع فيه نسبة معينة من خزينتها و هو ما يسمى بالاحتياطي الالزامي. يقوم البنك المركزي مقابل تجميد هذه السيولة بدفع فائدة كما يمكن للبنوك التجارية أن تودع في حسابها الجاري بالإضافة إلى الاحتياطي الالزامي الارصدة الفائضة لديها و يطبق على هذه الارصدة الفائضة نفس معدل الفائدة المطبق على الاحتياطي الالزامي.

- المعدل الرئيسي لتسهيلات الاقراض الهامشي ³ le taux de facilité de prêt

marginal³

يمكن للبنوك التجارية أن تطلب من البنك المركزي تزويدها بالسيولة مقابل أصول معينة لمدة 24 ساعة، و هي تدفع مقابل ذلك معدل فائدة يعرف بمعدل تسهيلات الاقراض الهامشي و عادة ما يكون

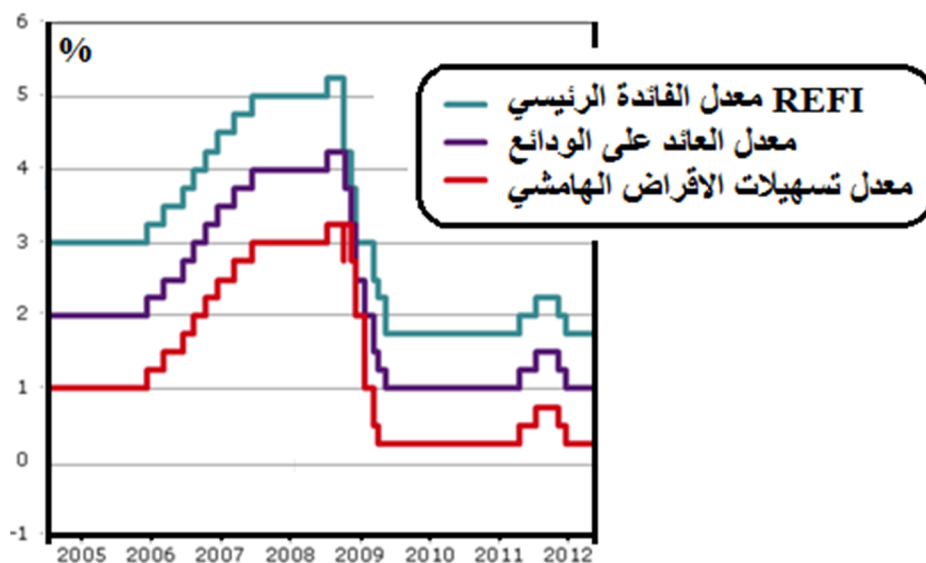
¹ Disponible sur: <https://banque.ooreka.fr/astuce/voir/493217/taux-de-refinancement>

² Disponible sur: <http://www.iotafinance.com/Definition-taux-de-la-facilite-de-depot.html>

³ Disponible sur: <http://www.ieom.fr/ieom/banques/refinancement-facilite-de-pret-marginal.html>

هذا المعدل مرتفع حيث يمثل الحد الأقصى لمعدلات الفائدة اليومية السائدة في السوق و هو نفسه المعدل الذي تخصص به البنوك التجارية أوراقها المالية لدى البنك المركزي (أي معدل إعادة الخصم). عادة ما تلجأ البنوك التجارية إلى استعمال هذا التسهيل في حالات نادرة فقط و بالأخص في حالة توقف سوق ما بين البنوك عن العمل و هي الحالة التي سادت عند انفجار أزمة الرهن العقاري يمكن الوقوف على تطورات معدل العائد على الودائع خلال الأزمة المالية 2007-2008 و السنوات التي تلتها من خلال الشكل رقم (53).

الشكل رقم (53): تطورات معدلات الفائدة الرئيسية للـ BCE (2005-2012)



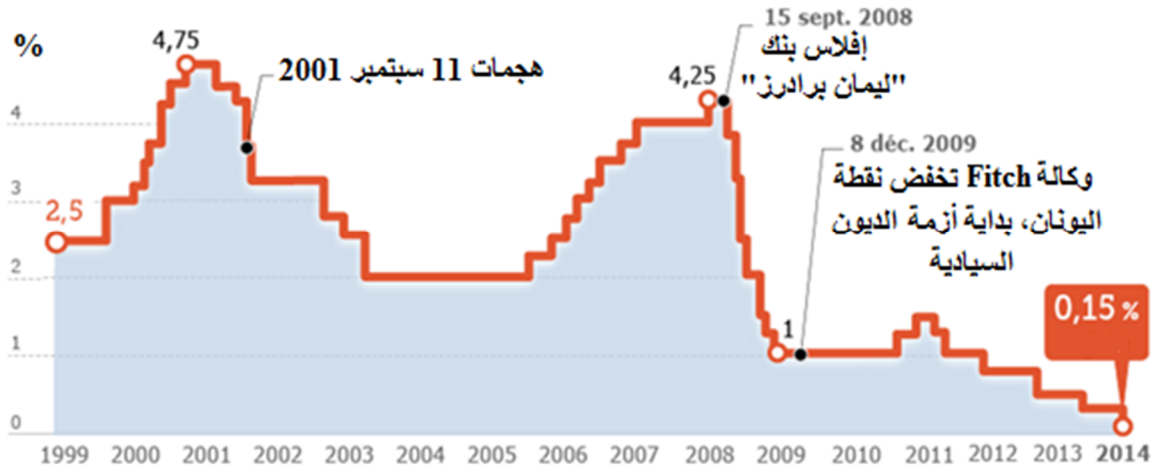
Source: Datastream, Natixis AM, philippeweachter.nam.natixis.com

تشكل المعدلات الثلاث سابقة الذكر معدل الفائدة الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي، و قد عرف هذا المعدل عدة تغيرات منذ نشأة البنك عام 1999 إذ يعتبر من أهم الوسائل التي يلجأ إليها لتحقيق هدفه الأول المتمثل في محاربة التضخم و حتي لتحقيق هدف الاستقرار المالي (مواجهة الازمات المالية).

لقد جرت العادة على استعمال الباحثين لمصطلح أداة معدل الفائدة عند التطرق لأدوات السياسة النقدية التقليدية للبنك المركزي الأوروبي إلا أنه لا يمكن التحدث عن معدل الفائدة كأداة إلا في إطار أداة التسهيلات الدائمة.

و بغية تحليل التطورات التي شهدتها معدل الفائدة الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي (تركز جل الدراسات على المعدل الرئيسي لإعادة التمويل) لاسيما في مرحلة الأزمة المالية 2007-2008 قمنا بإدراج الشكل رقم (54) الذي يبين لنا تطورات المعدل منذ تاريخ تأسيسه عام 1999 إلى غاية نهاية عام 2015.

الشكل رقم (54): تطورات المعدل الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي (%)



Source: Banque des règlements internationaux (BRI).

نلاحظ من خلال الشكل رقم (54) بأن معدل الفائدة الرئيسي للـ BCE قد شهد منذ تأسيسه عدة تقلبات سنحاول عرضها و تفسيرها فيما يلي من نقاط:

- عرف معدل الفائدة الرئيسي منذ بدأ البنك المركزي نشاطه في جانفي عام 1999 و إلى غاية شهر جوان 2000 تزايد مستمرا حيث انتقل من مستوى 2.5% إلى مستوى 4.75% و قد ظل عند هذا المستوى إلى غاية شهر أفريل 2001. (لقد فسر هذا الارتفاع باتباع البنك المركزي لسياسة نقدية انكماشية هدف من خلالها إلى محاربة التضخم حيث خلت هذه المرحلة من وجود اضطرابات مالية).
- عرف معدل الفائدة الرئيسي منذ شهر ماي 2001 و إلى غاية شهر جوان 2003 انخفاضا تدريجيا حيث بلغ مستوى 2% و قد ظل عند هذا المستوى إلى غاية شهر نوفمبر 2004. (لقد فسر هذا التراجع باتباع البنك المركزي لسياسة نقدية توسعية هدف من خلالها إلى مواجهة تداعيات ما أطلق عليه آنذاك بأزمة الانترنت التي انفجرت في الولايات المتحدة الامريكية عام 2000 و انتقلت تداعياتها إلى منطقة اليورو من جهة، و مواجهة تداعيات هجمات 11 سبتمبر 2001 التي كان لها اثر سلبي على اقتصاد الولايات المتحدة الامريكية و اقتصادات الدول الأوروبية من جهة اخرى).
- عرف معدل الفائدة منذ شهر ديسمبر 2005 و إلى غاية شهر جويلية 2008 ارتفاعا تدريجيا حيث بلغ مستوى 4.25% و قد ظل عند هذا المستوى إلى غاية شهر سبتمبر من نفس السنة. (فسر هذا الارتفاع بتبني البنك المركزي لسياسة نقدية انكماشية هدف من خلالها إلى محاربة التضخم الذي بلغ مستويات مرتفعة خلال 2007 و 2008، و يدل اتباع البنك المركزي لهذا التوجه عن شبه تجاهله للأزمة المالية التي اندلعت

منذ عام 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة و إلى رغبته في تجنب الآثار التضخمية التي قد تنتج عن ارتفاع أسعار المواد الأولية منذ شهر أوت 2007 من جهة أخرى و التي يمكن أن تنعكس على الأجور، و قد تم خلال هذه المرحلة الفصل بين معدل الفائدة السياسة النقدية لتأكيد انه لا يوجد تعارض بين سياسة تحقيق الاستقرار المالي و سياسة تحقيق استقرار الاسعار).

- عرف معدل الفائدة منذ شهر أكتوبر 2008 تراجعاً سريعاً حيث لينتقل من مستوى 4.25% في شهر سبتمبر 2008 إلى مستوى 1% في شهر مارس 2011. (فسر هذا الانخفاض باتباع البنك المركزي لسياسة نقدية توسعية بسبب انفجار الازمة المالية و ما تبعه من تشدد شروط التمويل و تسجيل شح كبير في السيولة و بسبب كذلك ظهور بوادر أزمة الديون السيادية في دولة اليونان منذ أن قامت وكالة التنقيط FITCH بخفض نقطة التصنيف الائتماني لليونان في تاريخ 8 ديسمبر 2009)¹.

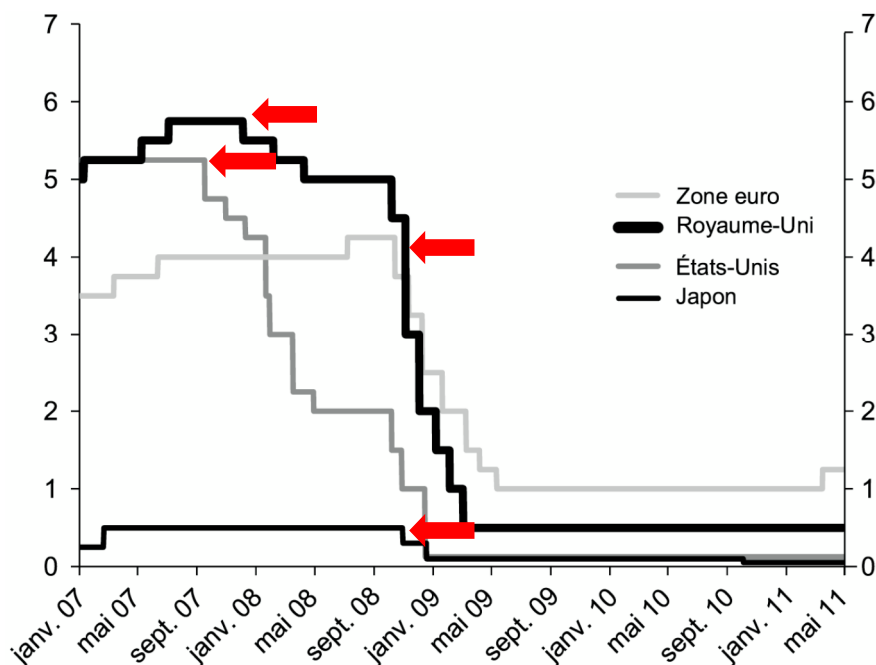
- عرف معدل الفائدة منذ شهر أبريل 2011 بعض التذبذب الطفيف حيث ارتفع معدل الفائدة من مستوى 1.25% في شهر أبريل 2011 إلا مستوى 1.5% في شهر جويلية 2011 ثم انخفض بعد ذلك في شهر نوفمبر إلى مستوى 1.25% ثم في شهر ديسمبر إلى مستوى 1% ثم ابتداء من شهر جويلية 2012 إلى مستوى 0.75%، ليستمر بعد ذلك هذا الانخفاض إلى أن بلغ مستوى 0.05% في شهر ديسمبر 2015. (فسر استمرار البنك المركزي في اتباع توجه معدل الفائدة المنخفض و حتى القريب من الصفر بعدم استقرار اقتصاد منطقة اليورو بسبب تفاقم أزمة الديون السيادية و انتقالها إلى عدة دول داخل المنطقة، و قد هدف البنك المركزي إلى تسهيل عمليات التمويل و توفير السيولة اللازمة التي تحتاجها المؤسسات النقدية و المالية داخل منطقة اليورو، و في نفس هذا السياق أقر المدير الجديد للبنك المركزي الأوروبي Mario Dragui خلال الاجتماع نوفمبر 2011 بأن خفض معدل الفائدة يعود أساساً إلى تدهور التوقعات المتعلقة بالنمو و إلى غياب المخاطر التضخمية).

لاحظنا مما سبق بأن البنك المركزي الأوروبي قد حاول في كل مرة التأقلم مع مستجدات الوضع الاقتصادي لا سيما مع الاضطرابات المالية (أزمة فقاعة الانترنت، أحداث 11 سبتمبر 2001، أزمة الديون السيادية) و هذا من خلال إعادة توجيه السياسة النقدية سواء من انكماشية إلى توسعية أو العكس، إلا أنه و بالرغم من ذلك فإننا نستطيع القول بأنه حتى و إن نجح البنك المركزي الأوروبي إلى حد بعيد في معالجة حالات التضخم التي كانت سائدة داخل منطقة اليورو فإنه لم ينجح بالقدر ذاته في معالجة الاضطرابات المالية خاصة تلك التي سادت منذ اندلاع الأزمة المالية 2007-2008 و يعود

¹ Disponible sur: <http://fr.reuters.com/article/idFRWEA470020091208> (Consulté 24/01/2016)

ذلك أساسا لبطء رد فعله و عدم استباقه للتقلبات الجارية من جهة¹ (حسب ما يوضحه الشكل رقم (55) الذي يسمح بمقارنة سرعة رد فعل كل من الـ BCE و بنك اليابان و بنك إنجلترا و الـ (FED)، و إلى توقف قنوات انتقال أثر السياسة النقدية عن العمل بسبب عجز الأدوات التقليدية لسياسته النقدية من جهة أخرى.

الشكل رقم (55): مقارنة بين رد فعل مجموعة من البنوك المركزية



Source: Banque des règlements internationaux (BRI)

لقد واجهت رد فعل البنك المركزي الأوروبي تحدي كبير تمثل في تباين اقتصاد دول منطقة اليورو، و قد كان هذا التحدي سائدا حتى قبل اندلاع الأزمة، حيث أن إتباع سياسة نقدية مشتركة و موحدة قد لا يتلاءم مع ما هو منتظر في كل دولة و هذا بسبب مستوى النشاط الاقتصادي و معدل التضخم السائد في كل واحدة منها، و تجلى ذلك بشكل واضح خلال أزمة الديون السيادية التي اندلعت في شهر ماي 2010 في اليونان ثم تآزمت خلال صيف 2011 بوصولها إلى دولتين كبيرتين داخل منطقة اليورو هما إيطاليا و اسبانيا.²

¹ Disponible sur : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Documents_Economiques/documents-et-debats-numero-4-chapitre-6.pdf (Consulté 21/01/2016)

² Disponible sur : <http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Banque-centrale-europeenne/L-evolution-du-role-de-la-banque-centrale-europeenne> (Consulté 22/01/2016)

4-4-2-3- أداة الاحتياطي الإلزامي

جاء لجوء البنك المركزي الأوروبي لاستعمال أداة الاحتياطي الإلزامي للرد على تداعيات الأزمة المالية 2007-2008 في مرحلة جد متأخرة مقارنة ببقية أدوات التقليدية للسياسة النقدية على غرار أداة السوق المفتوحة و أداة التسهيلات الدائمة (معدل الفائدة).

استعمل البنك المركزي الأوروبي أداة الاحتياطي الإلزامي لأول مرة بعد اندلاع الأزمة المالية في شهر ديسمبر 2011 حيث قرر خلال الاجتماع الذي عقده مجلس محافظي البنك المركزي بتاريخ 08 ديسمبر 2011 تخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي المطبقة على البنوك التجارية داخل منطقة اليورو من 2% إلى 1% مع دخول هذا القرار حيز التنفيذ بتاريخ 18 جانفي 2012.¹

أدى اتخاذ البنك المركزي الأوروبي لقرار التخفيض إلى انخفاض القيمة الكلية للاحتياطيات داخل منطقة اليورو من 207 مليار يورو إلى 103.3 مليار يورو و هو ما أدى إلى ضخ سيولة داخل النظام البكي بقيمة 103.7 مليار يورو، فعلى خلاف الاجراءات الاعتيادية المتخذة منذ 2007 فنحن هنا لسنا بصدد تقديم الـ BCE لقرض و إنما نحن بصدد تحرير رصيد مالي كان محتجزا لأسباب احترازية و هو ما اعطى للبنوك التجارية الحرية التامة في التصرف بهذه الاموال.

لقد سمح هذا الإجراء بتضخيم السيولة الصادرة عن البنك المركزي الأوروبي بأكثر من 100 مليار يورو ما يقودنا إلى القول بأنها تندرج في فكرة التيسير الكمي.²

و في محاولة منا لتقييم هذا الإجراء يمكننا القول بأن من إيجابياته أنه وفر سيولة معتبرة للبنوك التجارية ساعدتها على تجاوز مشاكل السيولة التي تعاني منها و بالتالي توفير السيولة اللازمة للمؤسسات و العائلات، إلا أنه يبدو جليا بأن من خلال تأخر هذا الإجراء بأنه أتخذ بالدرجة الأولى للرد على تداعيات أزمة الديون السيادية التي انفجرت في منطقة اليورو منذ عام 2010.

4-4-3- الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية

قام البنك المركزي الأوروبي ابتداء من عام 2009 باتخاذ مجموعة من الاجراءات الجديدة وغير المسبوقة التي أطلق عليها اسم الإجراءات غير التقليدية Non conventionnelle، و قد جاءت هذه الاجراءات تحت شعار ما يسمى بأدوات التيسير الكمي و أدوات التيسير النوعي و أداة توجيه استباقات المتعاملين. لقد ركز البنك المركزي الأوروبي في كل مرة كان يتخذ فيها اجراء جديد على الطابع المؤقت و الاستثنائي لإجراءاته غير التقليدية حيث أكد على أنه سيقوم برفعها تدريجيا بعد

¹ Disponible sur: http://www.gecodia.fr/BCE-Liquidite-la-baisse-du-taux-de-reserves-obligatoires-libere-encore-plus-de-cash_a3387.html (Consulté 24/01/2016)

² Disponible sur: http://www.lemonde.fr/crise-financiere/article/2011/12/08/la-bce-vient-en-aide-aux-banques_1615816_1581613.html (Consulté 25/01/2016)

تحقيق الأهداف المرجوة منها و التي تمثلت أساسا في تسهيل عملية حصول البنوك التجارية على السيولة (تحسين شروط التمويل داخل منطقة اليورو).
و قصد الالمام بهذه الاجراءات غير التقليدية المتخذة من طرف الـ في مواجهته للأزمة المالية 2008-2007 تطرقنا إلى كل إجراء على حدى فيما يلي:

4-4-3-1- برنامج شراء السندات المحمية "Programme d'achat ferme d'obligations"

CBPP1, CPBB2 "sécurisées

أ- البرنامج الأول لشراء السندات المحمية¹:CBPP1

تعتبر السندات المحمية* إلى جانب السندات الكلاسيكية أداة تمويل مهمة بحوزة البنوك في عديد من الدول داخل منطقة اليورو، إلا أن ما حصل هو أن عائدها ارتفع بشكل كبير بعد انهيار بنك "ليمان برادرز" ما عرض تمويل عدد كبير من مؤسسات الاقراض للخطر.

حاول البنك المركزي الاوربي الرد على الوضع من خلال إعادة تنشيط الأسواق التي تعطلت تقريبا عن العمل، و قد تجسد ذلك على أرض الواقع بإعلان مجلس المحافظين في تاريخ 07 ماي 2009 عن تبني برنامج شراء السندات المحمية CPBB1 بهدف دعم عملية تزويد القطاع غير المالي بالقروض البنكية اللازمة، و قد امتد هذا البرنامج الأول من نوعه من تاريخ 06 جويلية 2009 إلى غاية تاريخ 30 جوان 2010.

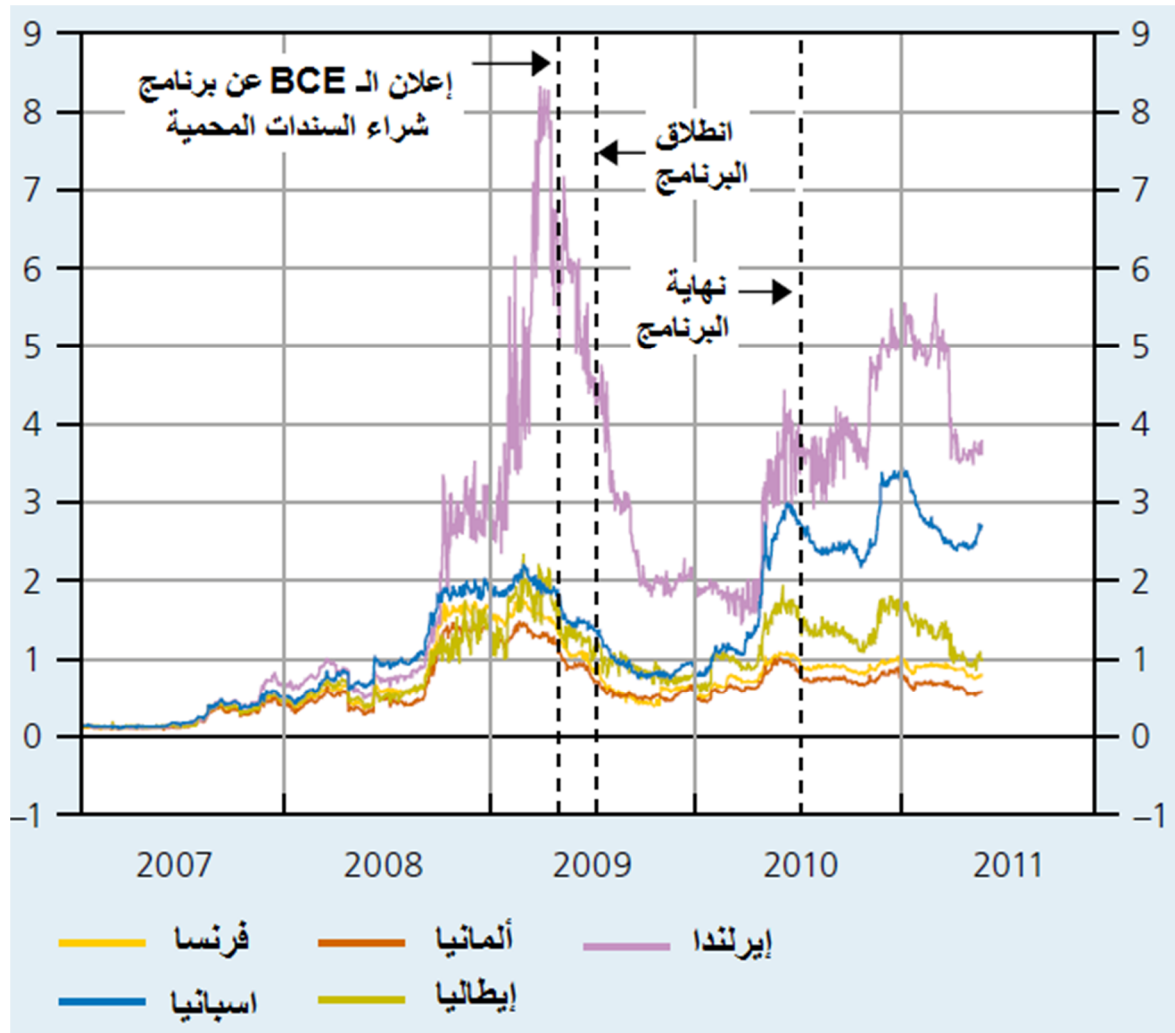
يتمثل جوهر هذا البرنامج في سماح الـ BCE للبنوك المركزية لدول منطقة اليورو بشراء السندات المحمية بقيمة اسمية كلية مساوية لـ 60 مليار يورو سواء في الأسواق الأولية أو في الأسواق الثانوية، و يسعى الـ BCE من وراء ذلك إلى إعادة انخفاض معدلات الفائدة على السندات المحمية حتى تتمكن الدول من الحصول على القروض بمعدلات فائدة معقولة.

سجلت العديد من الدول بعد انطلاق برنامج شراء السندات المحمية تراجع في الفروقات بين معدلات الفائدة و هو ما يوضحه الشكل رقم (56).

¹ Disponible sur: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_17520090704fr00180019.pdf (Consulté 27/01/2016)

* السندات المحمية هي الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات المالية و مغطاة بواسطة أصول عن القطاع الخاص أو العام، و هي تمثل فئة من الأصول الهامة في سوق السندات الأوروبية، وتمثل مصدرا رئيسيا لتمويل الرهن العقاري.

الشكل رقم (56): تطور فروقات العائد على السندات المحمية



Source: nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2011/revecoi20118h2.pdf

أدى تزايد التوترات داخل أسواق الديون العمومية في ربيع 2010 إلى تسجيل ارتفاع في معدل فائدة السندات المحمية في عدة دول على غرار إيرلندا و إسبانيا، و هو ما يدفعنا إلى القول بأن برنامج شراء السندات المحمية كان مجدياً في مرحلته الأولى أي لما كانت كل دول منطقة اليورو تعاني من مشاكل في سوق السندات المحمية، أما بعد ذلك فإنه يمكننا القول بأن هذا البرنامج أصبح غير مبرراً و أقل فعالية خاصة بعد أن أصبحت الاختلالات القائمة في سوق السندات المحمية ناتجة أساساً عن مشاكل في المالية العامة لبعض الدول الأوروبية.

ب- البرنامج الأول لشراء السندات المحمية CBPP2:

أعلن البنك المركزي الأوروبي BCE في تاريخ 03 نوفمبر 2011 عن تبني ثاني برنامج له لشراء السندات المحمية CBPP2 بقيمة اسمية حددت بـ 40 مليار يورو، و قد حدد تاريخ 31 أكتوبر 2012 كآخر أجل لتنفيذ هذا البرنامج.¹

¹ Disponible sur: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_29720111116fr00700071.pdf (Consulté 04/02/2016)

هدف الـ BCE عبر هذا البرنامج إلى دفع معدلات الفائدة المتوسطة و الطويلة الأجل نحو الانخفاض و إلى تحسين شروط تمويل البنوك و المؤسسات، و إلى أيضا تسهيل عملية الاقراض و السيولة داخل سوق الديون الخاصة.¹

على عكس البرنامج الأول **CBPP1** الذي حقق لا سيما في مرحلته الأولى فإن البرنامج الثاني **CBPP2** لم يحقق الأهداف المرجوة حيث أنه كان يهدف إلى شراء سندات محمية بقيمة 40 مليار يورو لكنه لم يسمح بشراء سوى ما قيمته 16.42 مليار يورو من السندات المحمية و قد برر الـ BCE هذه النتيجة ب:²

- التزايد المستمر لطلب المستثمرين على السندات المحمية لمنطقة اليورو؛
 - تراجع اصدارات السندات المحمية.
- إن تحليلنا للوضع الاقتصادي الذي كان سائدا خلال مرحلة تنفيذ **CBPP2** يأخذنا إلى القول بأن هناك عدة عوامل ساهمت في فشل هذا البرنامج أو على الأقل في عدم تحقيقه لنفس النجاح المسجل في البرنامج الأول **CBPP1** و هي:
- تنامي المخاوف و الشكوك داخل منطقة اليورو بسبب تنامي أزمة الديون السيادية؛
 - تزامن الـ **CBPP2** مع تبني الـ BCE لإجراء آخر اندرج في اجراءات السياسة النقدية غير التقليدية ألا و هو عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل (ذات أجل 03 سنوات) **VLTRO** و التي وفرت قرابة الـ 1000 مليار يورو و جعلت من عملية اصدار السندات المحمية عملية مكلفة.

¹ Disponible sur: https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/BCE-communique-presse-ptogramme-achat-obligations-securisees.pdf (Consulté 06/02/2016)

² Disponible sur: pansion.lexpress.fr/actualites/1/actualite-economique/la-bce-annonce-la-fin-d-un-programme-d-achats-d-obligations-securisees_1453960.html (Consulté 06/02/2016)

4-4-3-2- "Programme d'achat de titre souverain السيادية"

SMP "long terme"

قرر البنك المركزي في تاريخ 10 ماي 2010 قبول دين اليونان كمقابل أو كضمان و هذا مهما كانت النقطة الممنوحة من طرف وكالات التنقيط لليونان أي أن البنوك المركزية داخل منطقة اليورو أصبحت قادرة على شراء الدين الحكومي و الدين الخاص في الثانوية.¹

و قصد فهم الأسباب التي دفعت الـ BCE إلى اتخاذ هذا القرار سنسترجع الأحداث التي وقعت في الأسبوع الذي سبق اتخاذ هذا القرار.

شهدت البورصات الأوروبية خلال الأسبوع من 3 إلى 7 ماي 2010 و بالأخص في تاريخ 4 ماي رواج شائعة مفادها أن اسبانيا في حاجة إلى قرض بقيمة 280 مليار يورو من صندوق النقد الدولي، و هو الامر دفع بمؤشرات بورصات كل من البرتغال و ايطاليا و اليونان و اسبانيا إلى خسارة 10.58%، 12.6%، 12.81%، 13.78% على التوالي. أصبحت الأزمة النقدية إذن أزمة بورصة بسبب الوضعية المتدهورة للبنوك التجارية التي كانت ستفلس في حالة افلاس كل من اليونان و البرتغال و ايطاليا و اسبانيا حيث أن قيمة أسهم البنوك التجارية قد انخفضت خلال الأسبوع الذي سبق القرار بـ 20%.

أعلن مدير البنك المركزي الأوروبي السابق Jean Claude Trichet في يوم 6 ماي 2010 بأنه لم يتم التطرق لإمكانية السماح بشراء الديون الحكومية خلال اجتماع مجلس محافظي البنك، و هو المر الذي دفع (حسب جريدة Financial time) في تاريخ 7 ماي بـ 47 من أكبر البنوك التجارية الأوروبية بالتوسل للـ BCE من أجل أن يقوم بدور المشتري الأخير "Acheteur de dernier recours". أعلن بعد ذلك و بالضبط في تاريخ 10 ماي 2010 كل من الاتحاد الأوروبي و صندوق النقد الدولي عن البرنامج المشترك الذي قدرت قيمته بـ 750 مليار يورو، و هو الاعلان الذي تبعه البنك المركزي الاوربي بقرار السماح للبنوك المركزية لمنطقة اليورو بشراء الدين الحكومي و الدين الخاص داخل منطقة اليورو.²

برر المدير السابق للبنك المركزي الأوروبي Jean Claude Trichet هذا القرار بمرور منطقة اليورو بنفس الوضع الذي أعقب انهيار بنك "ليمان برادرز" أي التوقف الكلي للأسواق عن العمل. هدف الـ BCE عبر هذا القرار إلى توفير السيولة في أقسام السوق التي تشهد اختلالات ما يؤدي إلى تعطل ميكانيزم انتقال السياسة النقدية، فتغير مكونات محافظ المشاركين في السوق سيشجع على ظهور

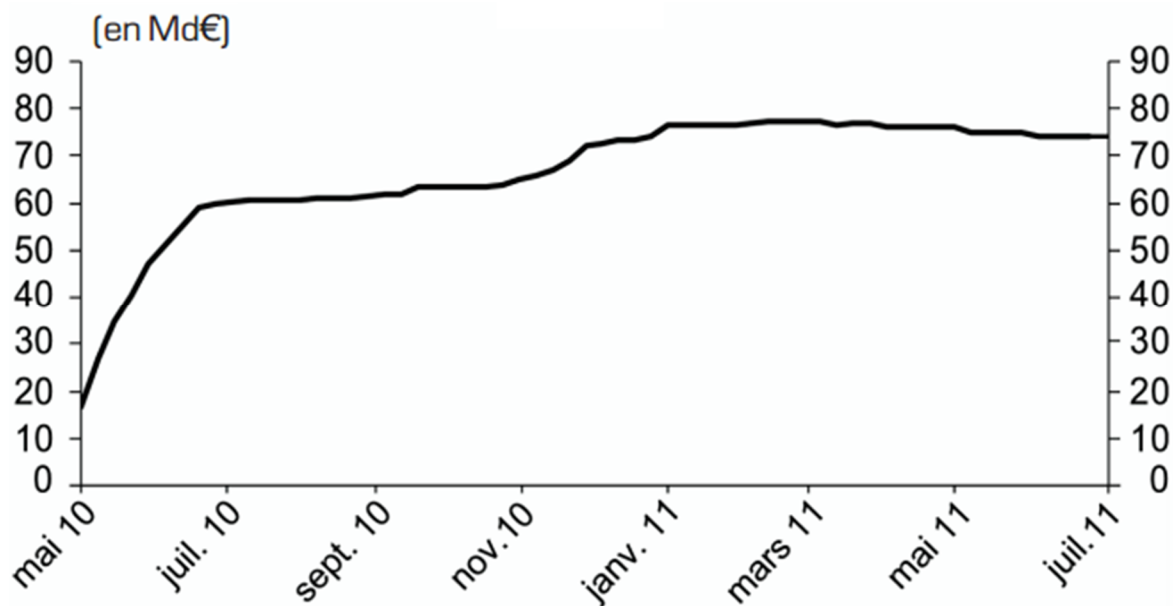
¹ Disponible sur: <http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Creation-monetaire/Le-rachat-de-titres-de-la-dette-publique-par-la-BCE-peut-il-etre-assimile-a-de-la-creation-monetaire> (Consulté 15/01/2016)

² Disponible sur: https://fr.wikipedia.org/wiki/Banque_centrale_europ%C3%A9enne#Le_programme_SMP_.28Securities_Market_Program.29 (Consulté 14/01/2016)

شكل جديد من العائد و الخطر على الأصول المالية داخل الأسواق المتذبذبة قد يسمح بالانتقال العادي للسياسة النقدية و يسمح أيضا بتدليل انعكاسات التذبذبات (الاختلالات) على الوضع الاقتصادي. قرر مجلس محافظي البنك المركزي الاوربي أيضا في إطار برنامج شراء السندات السيادية SMP بأن تتبع عمليات شراء الديون السيادية بعملية تعقيم قصد التحكم في أثر السيولة الناتج عن عمليات الشراء، و بناء على ذلك فإن الـ BCE و مختلف البنوك الوطنية المركزية الاخرى سيقومون كل أسبوع بامتصاص السيولة من عند البنوك التجارية بقيمة مساوية لقيمة ما تم شراؤه عليهم من ديون حكومية (تكون عملية امتصاص السيولة على شكل عملية اقتراض لدى البنوك و تأخذ شكل تسهيلات ودائع تدفع مقابلها فائدة تكون أقل من معدل الـ REFI).¹

يسمح لنا الشكل رقم (57) بإظهار تطور قيمة المشتريات من الديون السيادية في إطار الـ SMP من شهر ماي 2010 إلى غاية شهر جويلية 2011.

الشكل رقم (57): تطور قيمة المشتريات من الديون السيادية (ماي 2010 - جويلية 2011)



Source: <http://eifr.eu/files/file8771036.pdf>

سجلت قيمة المشتريات من الديون السيادية في إطار برنامج الـ SMP تزايدا كبيرا في الفترة بين شهر ماي 2010 وشهر جويلية 2010 حيث بلغت حوالي 60 مليار يورو لتستقر في بداية شهر أوت عند مستوى 60.3 مليار يورو ثم تصل بعد ذلك في شهر أكتوبر إلى مستوى 63.3 مليار يورو. لقد بلغت قيمة الديون المشتريات في نهاية عام 2010 حوالي 73.3 مليار يورو و هو تقريبا نفس المستوى الذي انتهى عنده برنامج الـ SMP في جويلية 2011 تاريخ توقيف البرنامج.

¹ Disponible sur: http://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=m_actu&ida=399602-la-bce-presente-son-programme-d-achat-d-obligations-securisees (Consulté 15/01/2016)

4-4-3-3- برنامج عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل VLTRO

يعتمد البنك المركزي الأوروبي في الحالات العادية على عمليات إعادة التمويل الرئيسية ذات أجل استحقاق 03 أشهر، إلا أنه و أمام تسارع أحداث الأزمة المالية 2007-2008 و انعكاسها المباشر على ظروف التمويل داخل منطقة اليورو قرر الـ BCE اجراء بعض التعديلات على هذه الأداة و ذلك من خلال قيامه في العديد من المرات بتمديد أجل استحقاقها من جهة و الرفع من قيمها من جهة أخرى. لقد شكل إدخال الـ BCE لهذه التعديلات على عمليات إعادة التمويل الرئيسية سببا مباشرا في تحول هذه الاداة من أداة تقليدية إلى أداة غير تقليدية، و قد تجسد ذلك على أرض الواقع في شهر ديسمبر 2011 و في شهر فيفبر 2012 من خلال ما أطلق عليه عمليات الـ VLTRO1 و الـ VLTRO2 التي قرر الـ BCE من خلالها تمديد تبني عمليات إعادة تمويل بأجل 03 سنوات.¹ لم تكن هذه هي الحالة الأولى التي يقوم فيها الـ BCE بتمديد أجل عمليات إعادة التمويل الرئيسية بعد اندلاع الأزمة المالية حيث قام بتمديدتها لأول مرة من 03 أشهر لـ 06 أشهر في شهر أكتوبر 2008 حيث أصبح ينفذ كل شهر عمليتين إعادة تمويل بأجل 03 أشهر و عملية ثالثة بأجل 06 أشهر و استمر ذلك إلى غاية مارس 2009، كما قتم بتمديدتها مرة أخرى ابتداء من شهر مارس 2009 إلى 12 شهر. قرر البنك المركزي الأوروبي و أمام الوضع الصعب الذي كان سائدا داخل منطقة اليورو في نهاية عام 2011 (نذرة كبيرة في السيولة) لا سيما بعد انفجار أزمة الديون السيادية في عدة دول أوربية القيام بعمليتين لإعادة التمويل بأجل 03 سنوات و بقيمة اسمية اجمالية تقارب الـ 1000 مليار يورو (تتطلق العملية الأولى في تاريخ 21 ديسمبر 2011 و قيمتها 489 مليار يورو و تتطلق العملية الثانية في تاريخ 29 فيفري 2012 و قيمتها 529 مليار يورو).²

برر البنك المركزي الأوروبي قراره هذا باقتراب عدد كبير من الديون البنكية إلى آجال استحقاقها في عام 2012 حيث أنه عادة ما تقوم الأسواق المالية باستباق الصعوبات التي ستواجهها لتسديد ديونها و عليه فقد هدف الـ BCE إلى تزويد البنوك بالسيولات اللازمة التي ستسمح لها بالتسديد المسبق لديونها.³

لقد سمحت عمليات الـ VLTRO (1-2) بتبديد الشكوك حول أداء سوق ما بين البنوك و بالتالي إلى زوال خطر نذرة السيولة، كما شهدنا خلال عام 2012 عودة الثقة إلى المستثمرين التي ترجمت ابتداء من شهر مارس 2012 بتراجع معدلات الفائدة على السندات الحكومية (و هو ما يوضحه الشكل 58).

¹ Disponible sur: <https://www.les-criises.fr/refinancement-eurozone/> (Consulté 13/02/2016)

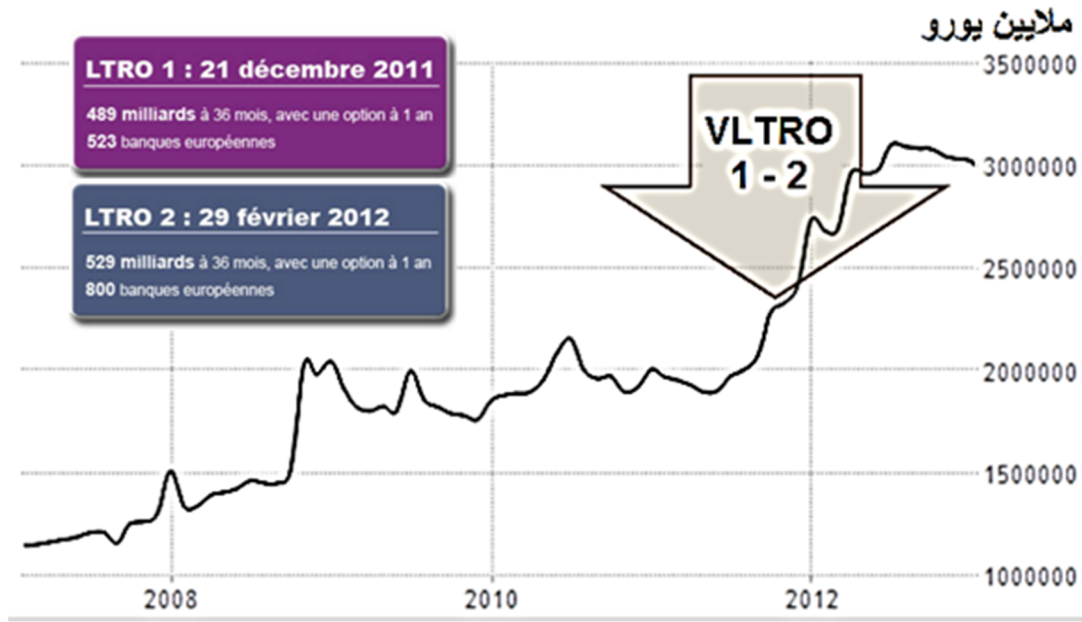
* بلغت القيمة الصافية لهاتين العمليتين 500 مليار يورو و هذا بعد دفع البنوك المركزية الوطنية لجزء كبير من ديونها العالقة

لدى الـ BCE

² Disponible sur: <http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/la-bce-ou-comment-devenir-moins-conventionnel/> (Consulté 15/02/2016)

³ Disponible sur: <http://www.fbf.fr/fr/secteur-bancaire-francais/actualites/les-operations-de-financement-a-long-terme-de-la-banque-centrale-europeenne> (Consulté 15/02/2016)

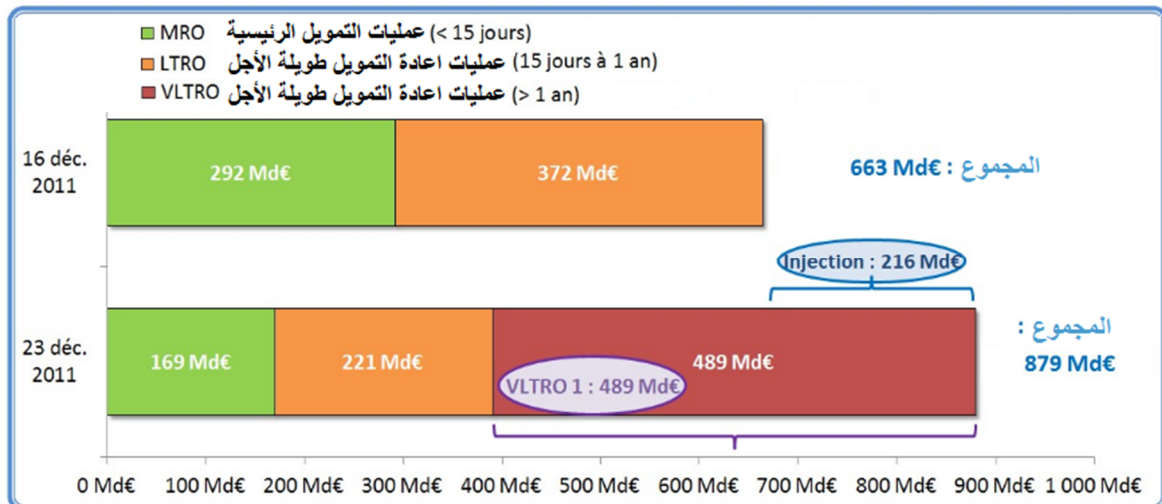
الشكل رقم (58): تطورات مستوى السيولة داخل منطقة اليورو (2008-2013)



Source: <http://knowledge.essec.edu/fr/economy-finance/les-dernieres-innovations-de-la-bce-en-matiere-de-.html>

و في محاولة منا لتقييم هذا الإجراء يمكننا القول بأن تبني الـ BCE لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل VLTRO1 و VLTRO2 قد مكنه من تحقيق هدفه الأساسي المتمثل في ربح الوقت من أجل معالجة المشاكل الأساسية، إذ أن هذه الاجراءات لا تشكل حلا للأزمة و إنما تدخل ضمن استراتيجية شاملة للرد على الأزمة، و قصد تقديم المزيد من التوضيحات حول عملية إعادة التمويل طويلة الأجل VLTRO1 التي تبناها الـ BCE في 21 ديسمبر 2011 قمنا بتقديم الشكل رقم (59).

الشكل رقم (59): مكونات السيولة في منطقة اليورو قبل و بعد الـ VLTRO1

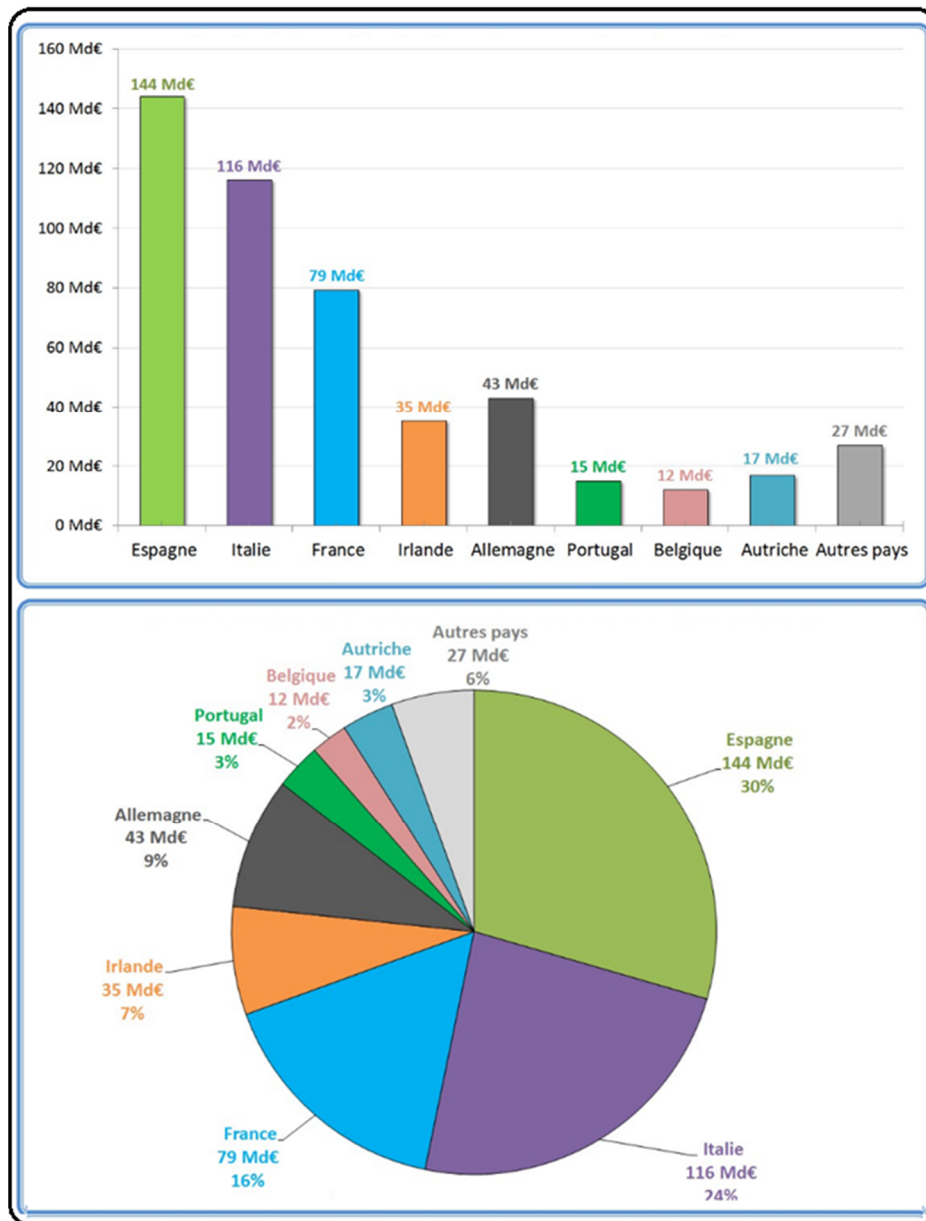


Source: <http://www.fbf.fr/fr/secteur-bancaire-francais/actualites/les-operations-de-financement-a-long-terme-de-la-banque-centrale-europeenne> (Consulté 24/02/2016)

يسمح لنا الشكل السابق بإجراء مقارنة بين مكونات السيولة قبل و بعد عملية VLTRO1 حيث نلاحظ بأن هذه العملية قد سمحت بضخ 216 مليار يورو* من السيولة و أخذت حيزا كبيرا مقارنة بعمليات التمويل الرئيسية MRO و بعمليات اعادة التمويل LTRO.¹

يسمح لنا الشكل رقم (60) بإظهار الكيفية التي وزعت بها قيمة عملية الـ VLTRO1 بين دول منطقة اليورو.

الشكل رقم (60): توزيع قيمة الـ VLTRO1 بين دول منطقة اليورو



Source: <https://www.les-crises.fr/refinancement-eurozone>

<http://www.fbf.fr/fr/secteur-bancaire-francais/actualites/les-operations-de-financement-a-long-terme-de-la-banque-centrale-europeenne>

* قيمة العملية 489 مليار يورو، استعملت منها البنوك 273 مليار يورو في تسديد ديونها قصيرة الأجل و تبقى ما قيمته 216 مليار يورو كسيولة

¹ Disponible sur: <https://www.les-crises.fr/refinancement-eurozone/> (Consulté 28/02/2016)

نلاحظ من خلال الشكل السابق بأن بنوك الدول الأوروبية الأكثر استفادة من عملية الـ VLTR01 هي بنوك الدول الأكثر تضررا من أزمة الديون السيادية على غرار اسبانيا و ايطاليا في حين نجد أن بنوك دول أخرى لم تستفد كثيرا من هذه العملية على غرار النمسا و بلجيكا.

4-3-4-4- توفير سيولات بالعملة الصعبة

أمام تأزم الوضع داخل السوق النقدي و تسجيل نقص كبير في السيولة المتداولة في سوق ما بين البنوك خاصة بعد انهيار بنك "ليمان برادرز" في تاريخ 15 سبتمبر 2008، قرر الـ BCE توفير سيولات بالعملة الصعبة داخل منطقة اليورو و هذا من خلال تفعيله للترتيبات المؤقتة لتبادل العملات (SWAP) المبرمة مع العديد من البنوك المركزية التي لا تنتمي لمنطقة اليورو على غرار الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) و البنك الوطني السويسري و بنك انجلترا و بنك السويد.

جاءت أهم الاجراءات المتخذة من طرف الـ BC في هذا الاتجاه كالآتي:

- جاء أول تدخل للـ BCE بتاريخ 18 سبتمبر 2008 حيث حصل على 40 مليار دولار في إطار اتفاقية الـ SWAP المبرمة مع الـ FED، كما حصل أيضا على 110 مليار دولار اضافية من نفس الجهة في إطار تسهيلات المزداد بالأجل (Facilité d'enchères à terme)¹؛
- فعل الـ BCE اتفاقية الـ SWAP المبرمة مع الـ FED مرة أخرى في تاريخ 26 سبتمبر 2008 أين حصل على 35 مليار دولار²؛
- عاود الـ BCE تفعيل اتفاقية الـ SWAP المبرمة مع الـ FED مرة أخرى في تاريخ 29 سبتمبر أين تم الاتفاق على تزويد الـ BCE بـ 240 مليار دولار إلى غاية تاريخ 30 أبريل 2009³؛
- قرر الـ BCE في تاريخ 15 أكتوبر 2008 تفعيل اتفاقية الـ SWAP المبرمة مع البنك الوطني السويسري بغية تمكين البنوك التابعة لمنطقة اليورو من الحصول على التمويل المطلوب بالفرنك الفرنسي⁴؛
- قرر الـ BCE في تاريخ 16 جانفي 2009 استمرار عمليات الـ SWAP القائمة بينه و بين البنك الوطني السويسري إلى غاية نهاية عام 2009.⁵

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080918.en.html> (Consulté 24/02/2015)

² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080926.en.html> (Consulté 24/02/2015)

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080929.en.html> (Consulté 24/02/2015)

⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081015.en.html> (Consulté 24/02/2015)

⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr090116.en.html> (Consulté 24/02/2015)

و في محاولة منا لتقييم مدى فعالية هذه الاجراءات يمكننا القول بأن تأثيرها على الأسواق النقدية (أسواق ما بين البنوك) كان مؤقتا فقط لأنها أساسا جاءت كرد فعل على وضع معين (شلل الأسواق) و ليس من أجل تقديم حل للمشاكل الأساسية القائمة وراء الوضع السائد.

4-4-3-5- توسيع قائمة الأصول المقبولة كضمان

يندرج هذا الاجراء ضمن اجراءات السياسة النقدية غير التقليدية و بالأخص في اجراءات التيسير النوعي حيث أعلن البنك المركزي الأوروبي في تاريخ 17 أكتوبر 2008 عن المواصفات الفنية لجملة الإجراءات التي اتخذها يوم 15 أكتوبر 2008، حيث تم أساسا إقرار توسيع لائحة الأصول المؤهلة كضمانات في مختلف عمليات الائتمان داخل منطقة اليورو، و ستظل هذه القائمة الموسعة للضمانات سارية المفعول إلى غاية نهاية عام 2009.¹

أضاف البنك المركزي الأوروبي إلى قائمة الضمانات المقبولة في عملية الائتمان العناصر التالية:

- سندات الدين الصادرة عن مؤسسات الائتمان، و كذلك شهادات الإيداع التي يتم تداولها في بعض الأسواق غير المنظمة و لكن تفي بجميع معايير الأهلية المحددة من طرف البنك المركزي الأوروبي؛
 - سندات الدين المحمية بضمانات مقبولة و التي تفي بجميع معايير الأهلية الأخرى.
- هدف البنك المركزي الأوروبي من خلال توسيعه لقائمة الضمانات المقبولة إلى توفير كميات اضافية من السيولة لصالح المؤسسات النقدية و المالية الناشطة داخل منطقة اليورو، و قد نجح الـ BCE إلى حد ما فقط في ذلك و لعل خير دليل على ذلك هو توسيعه لقائمة الضمانات المقبولة مرة أخرى في تاريخ 10 ماي 2010 حيث أقر بقبول الديون السيادية لدولة اليونان كضمان و هو ما تجسد في برنامج شراء السندات السيادية SMP.

¹ Disponible sur: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081017.en.html> (Consulté 23/02/2015)

خاتمة الفصل الرابع

شكلت الأزمة المالية 2007-2008 التي طالمت عدد كبير من دول العالم بما فيها دول الاتحاد الأوروبي تحدي حقيقي بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي و لمدى فعالية سياسته النقدية على مواجهة أزمات بهذا الحجم، و قد لجأ البنك المركزي في رده على الأزمة المالية 2007-2008 إلى استعمال الأدوات التقليدية لسياسته النقدية و بالأخص أداة السوق المفتوحة و أداة التسهيلات الدائمة (معدل الفائدة).

لم ينحصر رد فعل الـ BCE في استعمال أداة مع معدل الفائدة التي تعتبر من أدوات السياسة النقدية التقليدية و إنما اعتمد أيضا على أدوات السياسة النقدية المسماة بغير التقليدية لا سيما على أدوات التسيير الكمي و النوعي اللتان سعا من ورائها إلى توفير السيولة اللازمة داخل منظمة اليورو، و جاءت أهم الإجراءات المتخذة في هذا الإطار كالاتي:

- تبنى أيضا الـ BCE إجراء آخر تمثل في تقديم المزيد من السيوليات بالدولار بالتنسيق مع الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) في إطار (TAF) la facilité d'enchères، و قد تم استعمال هذا الإجراء في عدة محطات (10 جانفي 2008، 11 مارس 2008، 2 ماي 2008)؛

- تبنى أيضا الـ BCE بالاتفاق مع عدة بنوك مركزية أخرى خاصة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) الاستمرار في تقديم السيولة، و هي العملية التي أخذت صفة "Opération de pension" من أكتوبر 2009 إلى غاية 10 جانفي 2010؛

- اتفق أيضا الـ BCE مع الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) على تقديم هذا الأخير سيوليات بالدولار و يندرج هذا الإجراء في إطار اتفاقية سواب "SWAP" المبرمة بين الطرفين، و قد كان الهدف من تفعيل هذه الاتفاقية هو زيادة كميات السيولة المعروضة من الدولار الأمريكي في منطقة اليورو؛

- قرر أيضا الـ BCE تفعيل ترتيبات مؤقتة لتبادل العملات "سواب" مع البنك الوطني السويسري، و يهدف هذا الإجراء إلى تمكين البنوك التابعة لمنطقة اليورو من الحصول على التمويل المطلوب بالفرنك السويسري من 20 أكتوبر 2008 إلى غاية جانفي 2009، ثم من جانفي 2009 إلى غاية نهاية أفريل 2009؛

- قرر الـ BCE أيضا في إطار أداة التسيير النوعي توسيع قائمة الضمانات المقبولة في عملية الائتمان.

يمكن القول في الأخير بأن مختلف الإجراءات المتبعة من طرف البنك المركزي قد سمحت بالتحكم في الآثار السلبية للصدمة المالية لعام 2007-2008 لكنها لم تتمكن من استتباب الاستقرار بشكل دائم داخل منظمة اليورو و دليل ذلك انفجار أزمة الديون السيادية عام 2010.

الخاتمة العامة

أدى نظام المقايضة دورا فعالا في إشباع حاجات الإنسان التبادلية عندما كانت المجتمعات مجموعات صغيرة من الأفراد أي عندما كانت حاجاتها قليلة و محدودة، إلا أن تنامي المجتمعات البشرية و ازدياد عدد أفرادها و ما تبعه من توجه نحو التخصص و تقسيم العمل بين الأفراد إلى ظهور الفوائض الإنتاجية الأمر الذي قد أدى إلى تعذر الاستمرار بنظام المقايضة بسبب ما أصبح يواجه من صعوبات و مشاكل عديدة، كصعوبة توافق رغبات المتبادلين، و صعوبة تحديد نسب التبادل، و صعوبة التجزئة. فأمم كل الصعوبات السابقة بات من الضروري إيجاد وسيط للتبادل بين البائعين و المشترين للسلع و الخدمات، و قد جاءت النقود لتؤدي هذا الدور و تساعد الأفراد على تطوير النشاط الاقتصادي عبر ما تؤديه من وظائف هامة، فإلى جانب كون النقود تقوم بوظيفة وسيط في التبادل فهي تقوم أيضا بوظائف أخرى كوحدة للقياس و مستودع للقيمة و وسيلة للمدفوعات الآجلة، الأمر الذي جعل النقود تصنف في خانة ابرز الاختراعات البشرية إلى جانب الأرقام و الحروف و غيرها.

لقد شكل ظهور النقود أساس بروز الفكر النقدي من جهة و الأنظمة النقدية من جهة أخرى، فكلاهما ما كان ليكون لولا النقود، و تعود جذور الفكر النقدي إلى تاريخ ظهور النقود حيث كانت هذه الأخيرة منذ ظهورها محور نقاش و بحث للمفكرين و الفلاسفة و الاقتصاديين، وقد تجلى ذلك بشكل واضح من خلال آراء العديد من الفلاسفة القدامى أمثال "أرسطو" الذي رأى بأنه من الواجب ربط النقود بقيمة معينة ثابتة تميزها عن كافة السلع، أو آراء تلاميذه الذين اعتبروا الفوائد المرتفعة أصدق تعبير عن الاستخدام السيئ للنقود، كذلك لاقت النقود اهتماما كبيرا عند مختلف المدارس الاقتصادية التي بدأت تظهر منذ نهاية القرن 18، و حتى التيارات الفكرية التي سادت قبلها.

نظر الطبيعيون للنقود على أنها مجرد وسيط في التبادل ليس له أي تأثير في النشاط الاقتصادي، كما كانوا أيضا ينظرون للنقود على أنها مجرد أداة للحساب و استبعدوا إمكانية تأثيرها على الحياة الاقتصادية، كما نظر أيضا الكلاسيك للنقود على أنها عديمة المنفعة لا تملك منفعة خاصة بها و أن منفعتها مشتقة من منفعة السلع التي يتم شراؤها بواسطة هذه النقود، و ركز الكلاسيك في أبحاثهم على محاولة معرفة العوامل المحددة للمستوى العام للأسعار و توصلوا إلى نظرية كمية النقود.

لقد تواصل الاهتمام بالنقود عند مختلف المدارس الاقتصادية التي تلت الكلاسيك و تجلى ذلك فيما قدموه من نظريات و مؤلفات ذات علاقة مباشرة بالنقود كنظرية الدخل و نظرية الأرصدة النقدية بالنسبة للمدرسة النيوكلاسيكية، و كتاب النظرية العامة في التشغيل و الفائدة و النقود بالنسبة للمدرسة الكينزية التي درست محددات الطلب على النقود و بينت آلية التوازن النقدي، كما قدمت المدرسة النقدية بزعامه

"ميلتون فريدمان" مساهمات عديدة للفكر النقدي حيث أعادت صياغة النظرية النقدية التقليدية من خلال الحفاظ على بعض فرضياتها و إدخال فرضيات جديدة أكثر واقعية، و عموما قدمت المدرسة النقدية عدة مساهمات أبرزها معادلة كمية النقود، تكلفة الاحتفاظ بالنقود، و مكونات الثروة، و نشير في الأخير إلى أن البحث في النقود عموما و السياسة النقدية خصوصا عند المدرسة النقدية بل أن البحث فيها مستمر إلى حد الساعة و ربما يكون قد زاد عما كان عليه في الماضي بسبب الأدوار الكبيرة التي أصبحت تؤديها السياسة النقدية.

تعد ظاهرة الأزمات المالية أحد العوامل الرئيسية التي أدت إلى تزايد الاهتمام بالسياسة النقدية، فإلى جانب ما تؤديه السياسة النقدية من وظائف عديدة أصبحت تشرف مؤخرا على الحفاظ على الاستقرار المالي الذي يقتضي تبني تدابير معينة لمنع ظهور الأزمات المالية و معالجتها في حالة ظهورها خاصة إذا كان سببها هو العدوى، و قد أصبحت الأزمات المالية في العقود الأخيرة أكثر قوة و أكثر ترددا و أسرع انتشارا، و اكتسبت الأزمات المالية هذه الخصائص نتيجة ما شهده العالم من تحولات اقتصادية في العقود الأخيرة و بالأساس لما أطلق عليه تسمية العولمة المالية التي أسفرت عن تسارع الدول نحو التحرير المالي، تزايد حركة رؤوس الأموال بين الدول، ارتفاع معدلات التجارة البينية، تعدد الابتكارات المالية، و التهافت وراء العائد و تزايد المخاطر.

تُعرف الأزمات المالية بأنها تلك الدبدبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، كحجم الإصدار، و أسعار الأسهم و السندات، و معدل الصرف، و قد صنفت الأزمات المالية إلى أربعة أنواع رئيسية: أزمات بنكية، أزمات سعر الصرف، أزمات مديونية، أزمات سوق أوراق المال أو البورصة، و بالرغم من أن لكل نوع من الأزمات المالية أسبابه الخاصة فإن التمعن في هذه الأسباب يقودنا إلى القول بأنها متداخلة فيما بينها و متقاربة، و عليه فإنه عادة ما تحصر أسباب الأزمات المالية في ثلاثة عوامل رئيسية هي: التحرير المالي، الاندماج المالي، و تعدد الابتكارات المالية.

لقد شهد العالم خلال عام 2008 انفجار أكبر أزمة مالية منذ أزمة الكساد الكبير لعام 1929 حيث أنها و بعد أن اندلعت في السوق الثانوي للقروض العقارية خلال عام 2007 سرعان ما انتقلت بعد ذلك إلى كامل النظام المالي الأمريكي ثم إلى غالبية الأسواق المالية العالمية، و قد حاول الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) الراعي الأول للسياسة النقدية في الو.م.أ مواجهة الأزمة المالية باستعمال عدة أدوات و اتخاذ عدة إجراءات، نفس الشيء بالنسبة للبنوك المركزية في باقي الدول لاسيما المتقدمة حيث لاحظنا اتخاذها لجملة من الإجراءات الهادفة إلى تجاوز الأزمة المالية و إعادة بعث النشاط

الاقتصادي، و قد جاء رد فعل البنك المركزي الأوروبي (BCE) الذي يعتبر السلطة النقدية الأولى في منطقة اليورو نظرا لما يتمتع به من استقلالية و سلطة في نفس سياق الإجراءات الهادفة إلى تجاوز الاضطرابات المالية الناتجة عن أزمة عام 2007-2008، كما جاء رد فعل البنوك المركزية على مجريات الأزمة المالية 2007-2008 متشابهها إلى حد بعيد، فبعد أن حاولت اللجوء في بداية الأمر إلى أدوات سياستها النقدية على غرار أداة معدل الفائدة و أداة السوق المفتوحة سرعان ما اقتنعت بعدم جدوى مثل هذا النوع من الأدوات في مواجهة أزمات من طينة الأزمة المالية 2007-2008، ما دفعها إلى البحث عن أدوات جديدة أطلق عليها تسمية الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية "Politique monétaire non conventionnels".

اختبار الفرضيات:

بخصوص الفرضية الأولى التي جاء فيها بأن ظهور الأزمات المالية يرجع إلى تفاعل مجموعة من العوامل و ليس إلى عامل واحد فقط، و بأن الأزمة المالية 2007-2008 لم تكن بسبب أزمة الرهن العقاري فقط و إنما نتيجة تفاعل عدة عوامل، فقد سمحت لنا دراستنا بتأكيد هذه الفرضية حيث توصلنا إلى نتيجة مفادها أن الأزمات المالية تتدلع نتيجة تفاعل عدة عوامل قمنا بتقسيمها إلى: التحرير المالي، الاندماج المالي و تعدد الابتكارات المالية.

سمحت لنا أيضا هذه الدراسة بتأكيد صحة القسم الثاني من هذه الفرضية حيث بينت دراستنا لأسباب الأزمة المالية 2007-2008 بأن هذه الأخيرة متعددة و ما أزمة الرهن العقاري إلا القطرة التي أفاضت الكأس أي أنها كانت بمثابة الشرارة التي فجرت الأزمة.

أما بالنسبة للفرضية الثانية التي جاء فيها بأن خطط الإنقاذ الوطنية (أحادية الجانب) المتمثلة أساسا في تبني حكومات الدول لبرامج إنعاش اقتصادية باهظة الكلفة ستؤدي في المستقبل إلى تدهور الأوضاع الاقتصادية لهذه الدول، فإن ما يمكن قوله حول مدى صحة هذه الفرضية هو أنه و بعد قرابة الخمس سنوات من تنفيذ هذه الخطط تعاني العديد من هذه الدول من مديونية كبيرة و خير دليل على ذلك هو انفجار أزمة الديون السيادية في أوروبا عام 2010.

بالرغم مما سبق فإننا لاحظنا بأن هناك بعض الدول مثل الو.م.أ و إيرلندا من تشهد تحسنا ملحوظا في وضعيتها الاقتصادية، و بالتالي فإنه لا يمكن تعميم هذه الفرضية على كامل الدول التي تبنت خطط إنقاذ (إنعاش اقتصادي).

بالرجوع إلى الفرضية الثالثة التي جاء فيها بأن تواجد معدلات الفائدة الرئيسية عند مستويات منخفضة أثناء اندلاع الأزمة سيفقد البنوك المركزية أداة رئيسية لمعالجة هذه الأزمات، فإن تحليلنا لرد فعل البنوك المركزية على الأزمة المالية 2007-2008 جعلنا نؤكد صحة هذه الفرضية حيث لاحظنا بأن البنوك المركزية حاولت مع بداية الأزمة تخفيض معدلات فائدتها الرئيسية لكنها سرعان ما توقفت عن ذلك كون معدلات الفائدة قاربت الصفر و لا يمكن أن تكون سالبة.

جاء في الفرضية الرابعة من هذا البحث بأن البنوك المركزية لا تستطيع معالجة الأزمات المالية الكبيرة بواسطة أدوات السياسة النقدية التقليدية، و هو ما تم التأكد من صحته في تحليلنا لرد فعل البنوك المركزية الوطنية و كذا رد فعل البنك المركزي الأوروبي على مجريات الأزمة المالية 2007-2008 حيث لاحظنا بأن هذه البنوك قد حاولت في بداية الأزمة استعمال الأدوات التقليدية لسياستها النقدية لكنها أمام النتائج الهزيلة المحققة اضطرت إلى البحث عن وسائل جديدة تكون أكثر فعالية و تتماشى أكثر مع حجم الأزمة المالية 2007-2008.

نصت الفرضية الخامسة من هذا البحث بأن البنك المركزي الأوروبي (BCE) قد تمكن باستعمال أدوات سياسته النقدية سواء التقليدية أو غير التقليدية من معالجة تداعيات الأزمة المالية 2007-2008، إلا أن الواقع قد بين لنا بأن كل التدابير المتخذة قد سمحت بتدليل تداعيات الأزمة فقط و لم تسمح بالقضاء على كل التوترات و الاضطرابات السائدة داخل منطقة اليورو، و لعل ما يؤكد هذا القول هو اندلاع أزمة المديونية في عديد الدول الأوروبية ابتداء من عام 2010، و بناءً على ما سبق لا يمكن تأكيد بشكل كلي صحة هذه الفرضية.

النتائج العامة للدراسة:

انطلاقاً من الطرح العام المقدم حول دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية من جهة و الدور الذي قام به البنك المركزي الأوروبي (BCE) في الرد على الأزمة المالية 2007-2008 من جهة أخرى، نقوم فيما يلي بعرض أهم النتائج التي توصلنا إليها في هذه الدراسة.

- 1- بينت الدراسات النظرية وجود أربع قنوات أساسية ينتقل عبرها أثر السياسة النقدية و هي: قناة سعر الفائدة، قناة الائتمان، سعر الصرف، و قناة الإعلام أو المعلومة
- 2- سمحت لنا الدراسات الإحصائية بالتأكد من أن ظاهرة الأزمات المالية عكس الاعتقاد السائد ليست ظاهرة حديثة حيث يعود ظهور أولى الأزمات المالية إلى القرن الـ 17، و قد بينت لنا هذه الدراسات

أيضا بأن الأزمات المالية تتشابه و عاملها المشترك هو **المضاربة**، ففي القرن السابع عشر كانت المضاربة على عدة سلع كالزهور و المطاط...الخ، و في القرن الـ 21 أصبحت المضاربة على القيم التكنولوجية و العقار...الخ.

3- اشتهرت الأزمات المالية منذ ظهورها في القرن الـ 17 بمقدرتها على الانتقال بين الدول، و هي الظاهرة التي أطلق عليها ظاهرة عدوى الأزمات المالية، و قد قسمتها الدراسات النظرية إلى نوعين هما العدوى المحاكية و العدوى النظامية، و قد توصل مجموعة من الباحثين الاقتصاديين إلى تحديد أربعة نماذج لتفسير ظاهرة العدوى المالية جاءت كالاتي: نموذج الروابط الاقتصادية، نموذج زيادة الوعي، نموذج تعديل المحفظة الاستثمارية، و نموذج سلوك القطيع.

4- تنتقل الأزمات المالية من دولة إلى دولة أخرى عبر عدة قنوات قسمتها الدراسات النظرية إلى قنوات طبيعية كقناة التجارة الدولية و قناة الأسواق المالية، و أخرى غير طبيعية كقناة التوازنات المتعددة و قناة العدوى السياسية.

5- يعتبر موضوع استقلالية البنك المركزي من المواضيع الأكثر أهمية لدى الاقتصاديين حيث هناك بعض الاختلاف في تحديد مفهوم الاستقلالية، فمن الباحثين من يرى بأن تحقيق الاستقلالية أمر ممكن و من الباحثين من يرى بأن تحقيق الاستقلالية أمر مستحيل لأن البنك المركزي يكون دوما تحت ضغوط الحكومة.

6- عادة ما تعتمد المؤسسات المالية و النقدية الدولية كـ FMI و BM، و المؤسسات المالية و النقدية الوطنية على مجموعة من الأساليب الكمية لقياس أو تقدير الاستقرار المالي، و عموما يمكن تقسيم هذه الأساليب إلى نماذج الإنذار المبكر (EWS) التي تظم كل طريقة الإشارات *la méthode des signaux* و طريقة المتغير التابع Probit et Logit، و إلى اختبارات التوتر *Les stress-test*.

7- كما سبق ذكره في بداية الخاتمة العامة فقد طرأ تغير على مستوى أهداف البنك المركزي خلال العقود الأخيرة ساهم في حصوله عدة تحولات اقتصادية دولية و محلية، حيث انتقلت البنوك المركزية من السعي إلى تحقيق هدف استقرار الأسعار (محاربة التضخم) إلى السعي نحو تحقيق الاستقرار المالي (معالجة الأزمات المالية) أو السعي إلى تحقيق الهدفين السابقين معا، أي أن السياسة النقدية أصبحت تساهم بقدر كبير في معالجة الأزمات المالية.

8- تقف البنوك المركزية عاجزة على معالجة الأزمات المالية عبر الأدوات التقليدية لسياستها النقدية إذا توقفت قنوات انتقال أثر السياسة النقدية عن العمل أو إذا كانت لا تعمل بشكل جيد، و قد بينت

الأزمة المالية 2007-2008 صحة هذه النتيجة حين عجزت مختلف البنوك المركزية في الدول المتقدمة عن معالجة الأزمة باستعمال أدوات سياستها النقدية عموما و أداة معدل الفائدة خصوصا بسبب تعثر قناتين رئيسيتين هما: قناة معدل الفائدة و قناة الائتمان.

9- أمام عجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية على معالجة الأزمة المالية 2007-2008 اضطرت البنوك المركزية إلى اللجوء إلى أدوات جديدة سميت بالأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية و قد تم تقسيمها إلى ثلاث ادوات رئيسية هي أداة التيسير الكمي (Assouplissement Quantitative)، أداة التيسير النوعي (Assouplissement quantitatif)، و أداة إستراتيجية توجيه الإستباقات (Forward guidance).

10- سلكت الأزمة المالية 2007-2008 نفس القنوات التقليدية في انتقالها من الولايات المتحدة الأمريكية إلى عدد كبير من الدول، و عموما يمكن القول بأن هذه الأزمة قد سلكت القنوات التالية: قناة أسواق المال (البورصة)، قناة سعر الصرف، و قناة التجارة الخارجية، كما ساهمت أيضا مجموعة من العوامل في انتشار عدوى الأزمة المالية 2007-2008 نذكر منها: التشابه الكبير بين اقتصاد دول الـ OCDE، آلية التوريق، وكالات التنقيط، صناديق التحوط.

11- سمح لنا تحليلنا لمختلف إجراءات السياسة النقدية المتخذة بعد اندلاع الأزمة المالية 2007-2008 من طرف البنوك المركزية في عدة دول كالولايات المتحدة الأمريكية و انجلترا و اليابان و ألمانيا و الصين... الخ، بالوصول إلى نتيجة مفادها أن البنوك المركزية حتى و إن كانت قد واجهت صعوبات في البداية فقد تمكنت بعد ذلك من كبح و تدليل تداعيات هذه الأزمة، و هو ما يدل على استحالة عدم الاعتماد على أدوات السياسة النقدية لصد الأزمات المالية.

12- انطلاقا من المهام الموكلة للـ BCE سعى هذا الأخير إلى معالجة تداعيات الأزمة المالية 2007-2008 من خلال إتباع مجموعة من الإجراءات و اتخاذ مجموعة من التدابير، إذ لجأ الـ BCE في بادئ الأمر كغيره من البنوك المركزية الوطنية إلى استعمال الأدوات التقليدية لسياسته النقدية على غرار أداة السوق المفتوحة و أداة التسهيلات الدائمة إلا أنه سرعان ما تيقن بأن هذه الأدوات لن تكون كافية لمعالجة الأزمة ما جعله يتخذ مجموعة من الإجراءات الأخرى التي سميت بغير التقليدية تمثلت أساسا في:

- برنامج شراء السندات المحمية CBPP1, CPBB2؛

- برنامج شراء السندات السيادية SMP؛

- برنامج عمليات اعادة التمويل على المدى الطويل (أجل 3 سنوات) VLTRO؛
 - توسيع قائمة الأصول المقبولة كضمان؛
 - توفير سيولات بالعملة الصعبة من خلال تفعيل اتفاقيات تبادل العملات SWAP مع عدة بنوك مركزية كالاحتياطي الفدرالي الأمريكي و البنك الوطني السويسري.
- 13- جاءت انعكاسات غالبية الاجراءات غير التقليدية المتخذة من طرف البنك المركزي الاوربي في رده على تداعيات الأزمة المالية 2007-2008 إيجابية في المراحل الأولى لتنفيذها لكنها سرعان ما قلت فعاليتها، و يعود ذلك بدرجة أولى لعدم ادراج هذه الاجراءات ضمن استراتيجية شاملة تهدف إلى معالجة المشاكل الأساسية القائمة داخل منطقة اليورو و إنما كونها جاءت كمجرد حلول مؤقتة لمحاولة تجاوز وضع معين فقط، و قد لمسنا ذلك بشكل واضح عبر تحليلنا لبرنامج شراء السندات المحمية حيث و بعد أن نجح البرنامج الاول CPBB1 في تحقيق أهدافه تم تسجيل فشل كبير للبرنامج الثاني CPBB2.
- 14- سمحت الإجراءات المتبعة من طرف البنك المركزي الأوربي بتدليل تداعيات الأزمة المالية 2007-2008 لكنها لم تقض عليها نهائيا حيث ظلت التوترات المالية سائدة داخل منطقة اليورو، و لعل ما يؤكد ذلك هو انفجار أزمة الديون السياسة في أوروبا عام 2010.
- يمكننا القول بعد دراستنا لموضوع دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية بأن البنوك المركزية و عبر أدوات سياستها النقدية سواء التقليدية أو غير التقليدية تؤدي دور بالغ الأهمية في صد و معالجة الأزمات المالية.

الاقتراحات:

- انطلاقا مما تم التعرض له في هذه الدراسة و بالأخص من خلال تحليلنا لرد فعل عدة بنوك مركزية وطنية (BN) و كذلك رد فعل البنك المركزي الأوربي (BCE) على مجريات الأزمة المالية 2007-2008 حاولنا تقديم مجموعة من الاقتراحات جاءت كالآتي:
- نرى بأنه حتى تنجح السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية المعاصرة (ذات الطابع المدمر و السريعة الانتشار) ينبغي أن تعتمد البنوك المركزية في آن واحد على كل من الأدوات التقليدية لسياستها النقدية (بالأخص معدل الفائدة) و الأدوات غير التقليدية لسياستها النقدية المتمثلة أساسا في التيسير الكمي و التيسير النوعي و توجيه استباقات المتعاملين الاقتصاديين (إن اعتماد البنوك المركزية

على إحدى أدوات سياستها النقدية إما التقليدية أو غير التقليدية لن يكون بنفس الفعالية التي لو تم فيها الاعتماد على كلا الأدوات معا).

- نرى بأن على البنوك المركزية عدم الإفراط في استعمال أداة معدل الفائدة في الفترات العادية التي يمر بها الاقتصاد (خارج الأزمة المالية) و أن تسعى إلى تطوير بدائل أخرى تمكنها من معالجة بعض الحالات التي قد يمر بها الاقتصاد كنقص الطلب أو نقص الاستثمار أو التضخم... الخ. عادة ما تواجه البنوك المركزية عند اندلاع أزمة مالية ما مشكلة أساسية تتمثل في مدى إمكانية لجوئها لأداة معدل الفائدة لكون هذه الأداة عادة ما تستخدم لأغراض أخرى قد لا تصب في خانة معالجة الأزمة المالية.

يُفقد الوضع السالف الذكر البنوك المركزية في ردها على الأزمة المالية لأداة معدل الفائدة بسبب وجود معدلات الفائدة عند مستويات منخفضة أي أن البنوك المركزية لا تستطيع إجراء تخفيضات إضافية للمعدل كونه لا يمكن أن يكون سالبا.

إن ما يعزز هذا الطرح هي النتائج المحدودة التي حققتها بعض البنوك المركزية التي استعملت أداة معدل الفائدة فقط للرد على الأزمة المالية 2007-2008 و كذلك محدودية النتائج المحققة* من طرف البنوك المركزية التي في ردها على نفس الأزمة لم تتمكن من استعمال أداة معدل الفائدة و لجأت إلى استعمال الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية.

- يجب أن لا تكتفي المؤسسات النقدية و المالية في عملية تحليلها لمواقع الهشاشة المالية باستعمال أنظمة الإنذار المبكر EWS و إنما يستوجب على هذه المؤسسات استعمال أيضا اختبارات التوتر Les stress-test.

بينت الدراسات بأن القدرة التوقعية لأنظمة الإنذار المبكر EWS ضعيفة حيث أن عدد كبير من الإشارات المنبعثة من هذه الأنظمة خاطئ، في حين بينت الدراسات أيضا بأن اختبارات التوتر Les stress-test تقدم أخبار جيدة لأصحاب القرار تمكنهم من معرفة تصرف أو رد فعل النظام أمام صدمات استثنائية لكن محتملة.

- يجب تدعيم استقلالية البنك المركزي من خلال إعطائه الحرية الكاملة في إدارة سياسته النقدية و عزله عن كل الضغوط السياسية المتأتية من السلطة التنفيذية، حيث تؤدي الاستقلالية إلى عدم

* حتى و إن ظهرت النتائج المحققة باستعمال الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية مقنعة لحد ما فإنها خلفت آثار سلبية عديدة تمثلت أساسا في تضخيم ميزانية البنوك المركزية.

تسخير البنك المركزي من طرف الحكومة كأداة لتمويل عجز الميزانية العامة و بالتالي تجنب الوقوع في حالة التضخم التي تكبد الاقتصاد خسائر ضخمة.

آفاق الدراسة:

نشير هنا إلى أن موضوع الدراسة يبقى مفتوحا أمام الباحثين نظرا لتنوع و تعدد المواضيع التي تتفرع عنه، و التي تطرح جوانب في الموضوع لم نتطرق لها بما فيه الكفاية.

من ضمن الدراسات التي قد تثير اهتمام الباحثين في المستقبل القريب نشير للدراسات التي يمكن أن تتخصص أكثر في أدوات السياسة النقدية غير التقليدية على غرار أداة التيسير الكمي و أداة التيسير النوعي، كما يمكن إثارة مواضيع أخرى للبحث و النقاش مثل الموضوعات التي تركز على دراسة العلاقة بين الأزمات المالية و عدد من المتغيرات الاقتصادية كالنمو الاقتصادي و التضخم و البطالة... الخ.

إذن و كغيره من البحوث يحتاج هذا البحث لجهود إضافية من قبل الباحثين كون إسهامنا بسيط لا يمثل إلا مرحلة أولى من البحث تليها مراحل أخرى تكون مكملة لما لم نتطرق له.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1- قائمة الكتب

1-1- الكتب باللغة العربية

1. أحمد الأشقر، الاقتصاد الكلي، الدار العالمية الدولية للنشر و التوزيع، عمان، 2002
2. إدارة البحوث الاقتصادية ببنك الإسكندرية، التوريق العقاري كأحد آليات تفعيل قانون التمويل العقاري، النشرة الاقتصادية، 2003
3. إسماعيل شلبي، التجارة الدولية، جامعة الزقازيق، مصر، 1982
4. أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007
5. أنس البكري، وليد صافي، النقود و البنوك، دار المستقبل، عمان، 2009
6. بخراز يعدل فريده، تقنيات و سياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، 2005
7. بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001
8. بلقاسم عباس، إدارة الديون الخارجية، المعهد العربي للتخطيط، العدد: 30، الكويت، 2004
9. تاج الدين ابراهيم حامد ، محمد عثمان احمد محمد خير ، "البنك المركزي الإسلامي بين التبعية و الاستقلالية بالإشارة إلى تجربة بنك السودان"، منشورات بنك السودان، 2009
10. توفيق عبد الرحمان يوسف، الأداة المالية الدولية و التعامل بالعملات الأجنبية، ط1، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2004
11. جوده عبد الخالق، كريمة كريم، محاضرات في النقود والبنوك، دار النهضة العربيّة، القاهرة، 192
12. حسين عمر، التكامل الاقتصادي أنشودة العالم المعاصر النظرية و التطبيق، دار الفكر العربي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1998
13. دانيال أرنولد، ترجمة: عبد الأمير شمس الدين، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمم و اليوم، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، بيروت، 1992
14. رشاد العصار و رياض الحلبي، النقود و البنوك، دار الصفاء، الطبعة الأولى، عمان، 2000
15. زكرياء الدوري و يسرى السامراني، البنوك المركزية و السياسات النقدية، دار اليازوري، 2006
16. سعيد سامي الخلف، محمد محمود العلجوني، النقود و البنوك و المصارف المركزية، دار اليازوري، عمان، 2010
17. سمير صارم، اليورو، دار الفكر، دمشق، 1999

18. سهام محمد السويدي، استقلالية البنوك المركزية و دورها في فعالية السياسة النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010
19. سيف سعيد السويدي، النقود و البنوك، ط3، جامعة قطر، 2002
20. صالح فلاح، نظام النقد الدولي و معضلة الدول الفقيرة، مجلة اتحاد الجامعات العربية للعلوم التطبيقية، المجلد الأول، العدد الثالث، سبتمبر 1999
21. صالح مفتاح، النقود و السياسة النقدية، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، 2005
22. ضياء مجيد الموسوي، الإصلاح النقدي، دار الفكر، الجزائر، ط1، 1993
23. ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، دار الفكر، الجزائر، 1993
24. ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق المال و أدواتها الأسهم و السندات، 1998
25. طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية و انعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001
26. عبد الباسط و فاء محمد حسين، بورصة الأوراق المالية و دورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996
27. عبد الحسين وادي العطية، الاقتصاديات النامية أزمات و حلول، الشروق للنشر، مصر، 2003
28. عبد الرحمان سلوم، إدارة الصناديق السيادية و صناديق التحوط، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2010-2009
29. عبد العزيز فهمي هيكل، موسوعة المصطلحات الاقتصادية الإحصائية، دار النهضة العربية، 1980
30. عبد المنعم الزناييلي، زناييلي عبد المنعم، العالم الثالث في التوازن الاقتصادي العالمي، منشورات وزارة الثقافة، سوريا، 1992
31. عقيل جاسم عبد الله، النقود و البنوك، دار الحامد للنشر، عمان، 1999
32. عماد محمد العاني، اندماج الأسواق المالية و الدولية (أسبابه و انعكاساته على الاقتصاد العالمي، ط1، بيت الحكمة للطباعة و النشر و التوزيع، بغداد، 2002
33. عوض فاضل، محمد يونس، عبد النعيم مبارك، النقود و البنوك، جامعة الموصل، 1992
34. فاروق محمود الحمد، الوحدة النقدية الأوروبية و اليورو: النشأة، و التطور، و الآثار، العدد 61 الكويت: سلسلة رسائل البنك الصناعي، 2000
35. فريد التجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية، 1999
36. فيليب مولينو، مقدمة في الصيرفة، ترجمة مظهر مصطفى الحلاوي، عمان، مركز الكتب الأردني، 1994

37. لكل ليلي، السياسة النقدية و مسارها في الجزائر، رسالة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999
38. مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود و المال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000
39. محسن الخضيرى، اليورو: الإطار الشامل و الكامل للعملة الأوروبية الموحدة، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2002
40. محمد إبراهيم و علي مسعود عطية، "الاقتصاد الدولي: مدخل السياسات"، دار المريخ، الرياض، السعودية، 2007
41. محمد أحمد دزار، محاضرات في النقود و البنوك، مكتبة القاهرة الحديثة، مصر، 1974
42. محمد عبد الحليم عمر، العملة الأوروبية الموحدة "اليورو"، سلسلة المنتدى الاقتصادي، اللقاء السادس، القاهرة، 22 مارس 1999
43. محمد لخضر بن حسين، الأزمات الاقتصادية، مطبعة النخلة، الجزائر، 1995
44. محمود عبد الفضيل، العرب و التجربة الآسيوية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2000
45. مهدي صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002
46. مدحت صادق، أدوات و تقنيات مصرفية، دار غريب، القاهرة، 2001
47. مدحت صادق، النقود الدولية و عمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، 1997
48. مروان عطون، أسعار صرف العملات و أزمات العملات الدولية، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر
49. مروان عطون، الأسواق المالية و النقدية الدولية، البورصات و مشكلاته في حالة النقد و المال، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر
50. مصطفى رشدي شيخة، الاقتصاد النقدي و المصرفي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1985
51. مغاوري شلبي علي، اليورو الآثار على اقتصاد الدول العربية و العالم، مكتبة زهراء الشرق، القاهرة، 2000
52. منى قاسم، اليورو و أسواق المال الدولية و العربية، سلسلة قضايا مصرفية (01)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، عمان، 2000
53. منير هندي إبراهيم، الأسواق المالية و أسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006
54. نبيل حشاد، إستقلالية البنوك المركزية بين التأييد و المعارضة، إتحاد المصارف العربية، بيروت، 1994

55. هيل عجمي جميل العناني، النقود و المصارف و النظرية النقدية، دار وائل للنشر و التوزيع،

2009

56. وائل أحمد علام، البرلمان الأوروبي، دار النهضة العربية، القاهرة، 1998

57. وجدي حسين، المالية الحكومية و الاقتصادية العامة، الإسكندرية، 1988

2-1- الكتب باللغة الفرنسية

1. A Frachot, ChGourieroux, **Titrisation et remboursements anticipés**, Economica, Paris, 1995
2. Abdelkader Beltas, **la titrisation**, Edition Légende, Alger, 2007
3. Bernard Jouve et Yann Roche, **Des flux et des territoires: vers un monde sans états?**, Presses de l'université du Québec, Québec, 2006
4. Cerna, S., Donath, L., Seulean, V., Herbei, M., Barglazan, D., Albulescu, C. et Boldea, B., **La stabilité financière**, Edition de l'Université de l'Ouest, Timisoara, 2008
5. Charle Douniol, **Le Correspondant**, Libraire-Editeur, Tome6-nouvelle serie, Paris, 1857
6. Claude SIMON, **Les banques**, Editions La découverte, Paris, 1984
7. David Hénaud, **Les mouvements internationaux de capitaux: comprendre les crises financières**, Educagri édition, Dijon, 2009
8. Duc Khuong Nguyen, **Libéralisation financière et marchés émergents**, Edition l'Harmattan, Paris, 2008
9. Fouzi Mourji, Patrick Plane, Bernard Decal, **Le développement face à la pauvreté: réseau analyse économique et développement**, Edition Economica, Paris, 2006
10. Geert Bekaert, Campbell Harvey, Christian Lundblad, **la volatilité de croissance et une libéralisation financière**, Journal of International Money and Finance, Avril2006
11. George Soros, **La vérité sur la crise financière**, Edition Denoel Impacts, 2008
12. Hanspeter K Scheller, **La banque centrale européenne : Histoire, Rôle et fonction**, BCE, 2^{eme} édition révisée, Allemagne, 2006
13. Jaques Gravereau et Jaques Trauman, **crises financières**, Edition Economica, Paris, 2001
14. Jean-Claude Usunier et Gérard Verna, **La grande triche (Éthique, corruption et affaires internationales)**, 5eme chapitre, Éditions La Découverte, Paris, 1994

15. M Dehove, **Crises financières: deux ou trois choses que nous savons d'elles. Que nous apprend l'approche statistique des crises financières?**, CAE, Mimeo, Avril2003
16. Marc Montoussé, Serge d' Agostino, Arcangelo Figliuzzi, **100 fiches pour comprendre l'histoire économique contemporaine**, Bréal Edition, 2édition ,2008
17. Marie-Eve Joël et Jérôme Wittwer, **Economie du vieillissement: age et emploi**, Edition l'Harmattan, Tome1, Paris, 2005
18. Michel Aglietta, **la crise**, Edition Michalon, Paris, 2008
19. Michel Voisin, **Monnaie et politiques monétaires**, Bréal Edition, Paris, 2006
20. Patrick Artus, Marie-Paule Virard, **La liquidité incontrôlable** ,Pearson Education ,France , 2010
21. Philip D, **les taux de changes**, édition la découverte, Paris, 2001
22. Thierry Pouch, **La politique économique: mondialisation et mutations**, Edition l'Harmattan, Paris, 2006

الكتب باللغة الإنجليزية -3-1

- 1- Allen W et Wood G, **Defining and Achieving Financial Stability**, Journal of Financial Stability, Vol. 2, Issue 2, 2006
- 2- E Klein, **Stock Exchanges: IPO's and MutualFunds (Financial Institutions and Services)**, NOVA, New york, October, 2005
- 3- Edward Sgapiro, **Macroeconomics analysis**, Filth Edition, Harcourt Academic Press, INC, 1982
- 4- Feldman R A et Watson C M, **Into the EU: Policy Frameworks in Central Europe**, Edition IMF, 2002
- 5- Foot M, **What is financial stability and how do we get it**, Financial Services Authority, The Roy Bridge Memorial Lecture, Avril 2003
- 6- G Franke et J.P Krahenen, **Default Risk Sharing between Banks and Markets: The Contribution of Collaterized Debt Obligations in The Risks of Financial Institutions**, University of Chicago Press, 2006
- 7- K.E Case et R.J Shiller, **Is There a Bubble in the Housing Market? An Analysis**, Brookings Papers on Economic Activity, vol.2, 2003
- 8- Lemco J, **Political Stability in Federal Governments**, Edition Praeger Publishers, New York, 1991

- 9- Mishkin F.S, **The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers**, FED of Kansas, 1997
- 10- P Gupta, D Mishra et R Sahay, **Output Response During Currency Crises**, Miméo, FMI, 2000
- 11- Philip A.Klei, **The Management, Oriented Economics a comparative perspective**, wadswor publishing company, Belmont, California, 1973
- 12- R.G Rajan et L Zingales, **Saving Capitalism from the Capitalists**, Random House business books, Londre, 2003

2- الأطروحات و الرسائل الجامعية

1-2- أطروحات الدكتوراه باللغة العربية

- 1- أحمد أبريهي، **ميزان المدفوعات و التغير النقدي و الإنفاق العام**، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة بغداد، 1991
- 2- إيمان محمود عبد اللطيف، **الأزمات المالية العالمية الأسباب و الآثار و المعالجات**، أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، قسم الاقتصاد العام، جامعة سانت كليمنتس العالمية، العراق، 2011
- 3- دحمان بن عبد الفتاح، **السياسة النقدية و مدى فعاليتها في إدارة الطلب الكلي - دراسة حالة الاقتصاد الجزائري**، دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 1995
- 4- دراوس مسعود، **السياسة المالية و دورها في تحقيق التوازن الاقتصادي في حالة الجزائر 1990-** 2004، دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005
- 5- سليمان ناصر، **علاقة البنوك المركزية بالبنوك الإسلامية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005
- 6- عبد المجيد قدي، **فعالية التمويل بالضريبة في ظل التغيرات الدولية**، دراسة حالة النظام الضريبي الجزائري في الفترة 88-95، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1995
- 7- ماجدة مدوخ، **اليورو و السياسات النقدية في الدول النامية "دراسة حالة الجزائر"**، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012

- 8- نادية العقون، العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية: الوقاية و العلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، مقدمة في كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2013
- 9- نسيمة أوكيل، الأزمات المالية و إمكانية التوقي منها و التخفيف من أثارها "مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة الجزائر، 2008

2-2- أطروحات الدكتوراه باللغة الفرنسية

1. Claudiu Tiberiu ALBULESCU, **La stabilité du secteur financier en Roumanie dans la perspective de son adhésion à l'UEM**, thèse de doctorat, Faculté De Sciences Economiques, Université de POITIERS, 2009

3-2- رسائل ماجستير باللغة العربية

1. براهيم فوزية، العملة الأوروبية الموحدة (اليورو) و انعكاساتها على الاقتصاد الجزائري، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002/2001
2. سميرة محسن، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية-دراسة حالة البنك **BNP PARIBAS**، رسالة ماجستير فرع بنوك و تأمينات، جامعة منتوري قسنطينة، 2005
3. عمار بوطوك، دور التوريق في نشاط البنك حالة بنك التنمية المحلية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008
4. محمد محمود عبد الرحمان خليل، تحرير أسعارا لصراف في مصر و أثر نظام النقد الأوربي على الجنيه المصري، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2002
5. موسلي أمينة، عدوى الأزمات المالية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2012/2011
6. نوفل سمايلي، إشكالية استقلالية البنوك المركزية: دراسة حالة الجزائر، ماجستير في العلوم التجارية فرع مالية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي - تبسة، 2004-2003

3- المجلات و الجرائد

3-1- المجلات

3-1-1- مقالات باللغة العربية

1. آمال قحايرية، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد: 3، مخبر العولمة و اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، 2005
2. بلقاسم العباس، إدارة الديون الخارجية، مجلة جسر التنمية، العدد: 30، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004
3. حاج موسى نسيمية، علوي فاطمة الزهراء، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008، مجلة الباحث، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، عدد8، 2010
4. شذا جمال الخطيب، الأزمة المالية و النقدية في دول جنوب شرق آسيا، دراسات إستراتيجية، العدد51، مركز الإمارات للدراسات و البحوث الإستراتيجية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2001
5. مصطفى كامل، العملة الأوروبية الموحدة و انعكاساتها على واقع المصارف العربية مع التركيز على حالة مصر، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة السابعة، العدد الثالث و العشرون، 2009

3-1-2- مقالات باللغة الفرنسية

1. Bank For International Settelements, **Le risque de crédit de transfert**, Publications CSFM, N°20, Janvier2003
2. Céline Antonin, Christophe Blot, Paul Hubert, Fabien Labondance, Catherine Mathieu, Christine Riffart et Vincent Touzé, **Politiques monétaires: est-ce le début de la fin?**, Revue de l'OFCE, N°130, 2013
3. Christian Bordes et Laurent Clerc, **La BCE: quel(s) scénario(s) de sortie de crise?**, REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE, N°103, 2011
4. De Bandt O et Oung V, **Bilan des « stress tests » menés sur le système bancaire français**, dans « Revue de la stabilité financière », Banque de France, No 5, 2004
5. Dominique Plihon, **Nouveaux acteurs-nouveaux enjeux, Le financement de l'économie**, Cahiers français, N°331
6. Dusan Isakov, **Il faut trouver mieux que la VaR comme mesure du risque**, Revue: Business and Finance, Mars-Avril2009
7. Ernest Harsch, **Répercussions de la crise financière mondiale**, REVUE on ligne: Afrique Renouveau, janvier 2009

8. Françoise Forges, **Comment la finance c'est emparée des fonds de pension**, Revue: Dauphine Recherche, N°2, juillet2009
9. Gabriel Banon, **Le G20 cherche solution désespérément**, Revue: Maroc Hebdo International, N°815, Novembre2008
10. Gabriel Banon, **Le G20 cherche solution désespérément**, Revue: Maroc Hebdo International, N°815, Novembre2008
11. Ian Christensen, Ben Fung et Césaire Meh, **La modélisation de canaux financiers aux fins de l'analyse de la politique monétaire**, Revue de la banque du CANADA, Automne2006
12. Inna Mufteeva et Thomas Julien, **QE: effectivité des canaux de transmission de la politique monétaire**, FLASH ECONOMIE, NATIXIS, N°114, 11 février 2011
13. Isabelle Job, **Hier la bulle Internet- aujourd'hui le subprime et demain...**, Revue: CA ECO News, N°69, 6Septembre2007
14. Isabelle JOB, **politique monétaire: nouvelles frontières nouveaux défis**, ECO FOCUS, N°12/13, CREDIT AGRICOLE, 27 mars 2012
15. Jacques Mistral, **Joseph Schumpeter (1883-1950)**, Revue: Alternatives Economiques-pratiques, N°21, Novembre2000
16. Sandrine Della Gasper, **Trente ans de déréglementation financière**, Les cahiers français, N°301, Mars2001
17. Javier Santiso, **Wall Street face à la crise mexicaine**, Les Etudes du CERI, N°34, Décembre1997
18. Jean Coussy, **Une libéralisation financière croissante malgré les crises**, Revue: Alternatives Economiques, N°155, Janvier 1998
19. Julien Pons, **La crise bancaire japonaise des années 1980**, Revue: Alternatives Economiques, N°274, Novembre 2008
20. Laurent clerc, **les mesures non conventionnelles de politique monétaire**, banque de France, Revue: FOCUS, n°4, 23 Avril 2009
21. Mohamed Ayadi, Riadh Boudhina, Wajih Khallouli et René Sandretto, **La contagion de la crise asiatique: dynamiques de court terme et de long terme**, Revue: Économie internationale, N°105, 2006
22. Philippe Ithurbide, **Le marché de l'or et les bulles rationnelles**, Revue: L'Actualité économique, vol63, N°4, 1987
23. Pierre-Cyrille Hautcœur, **Crise de 1929 et politique internationale**, Revue: Politique Etrangère, N°3-4, 2000

24. Ricardo Ffrench-Davis, **l'économie chilienne depuis la crise globale**, Revue: Cahiers des Amériques latines, N°68, 2012
25. Sabine Montagne, **Les Fonds De Pension Dans L'Economie Américaine**, La lettre de la régulation, N°34, Septembre2000
26. Sylviane Guillaumont Jeanneney et Kangni Kpodar, **Développement financier, instabilité financière et croissance économique**, Revue: Économie et Prévision, N°174,

مقالات باللغة الانجليزية -3-1-3

1. Berg A et Pattillo C, **Predicting Currency Crises: The Indicators Approach and an Alternative**, dans « Journal of International Money and Finance », Vol 18, 1999
2. BOWDLER Christopher et RADIA Arma, **Unconventional monetary policy: the assessment**, In: Oxford Review of Economic Policy, Volume 28, issue 4, 2012
3. Bunn P, **Stress-testing as a Tool for Assessing Systemic Risks**, dans « **Financial Stability Review** », Banque d'Angleterre, 2005
4. Bussière M et Fratzscher M, **Towards a New Early Warning System of Financial Crises**, dans «Journal of International Money and Finance », Vol. 25, 2006
5. Crockett A, **Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability**, « BIS Speeches », 21 Septembre 2000
6. Davis P et Karim D, **Comparing early warning systems for banking crises**, dans « Journal of Financial Stability », Vol. 4, Issue 2, 2007
7. Donath L.E et Cismas L.M, **Determinants of financial stability**, dans « Romanian Economic Journal », ASE, Bucarest, No. 29, 2008
8. Eggerston Gauti et Michael Woodford, **The zero bound on interest rates and optimal monetary policy**, in Brooking papers on Economic Activity, N°63, 2003
9. FMI, **Perspective de l'économie mondiale**, FMI publication services, Washington, Octobre2007
10. Goodhart C.A.E, **Which Lender of Last Resort for Europe?**, Edition Central Banking Publications, Londres, 2000
11. Gunther J.W et Moore R.R, **Early warning models in real time**, dans « Journal of Banking & Finance», Vol 27, 2003
12. Jacobson T, Molin J et Vredin A, **How can central banks promote financial stability?**, dans « Economic Review », No 2, Sveriges Riksbank, 2001
13. Jacobson T, Molin J et Vredin A, **How can central banks promote financial stability?**, dans « Economic Review », No. 2, Sveriges Riksbank, 2001
14. Kaminsky G et Reinhart C.M, **The twin crises: The cause of banking and balance of payments problems**, dans «American Economic Review», Vol 3, 1999
15. M Bordo, B Eichengreen, D Klingebiel et M.S Martinez-Peria, **Is the Crisis Problem Growing More Severe?: Economic Policy: A European Forum**, N°32, Avril2001
16. Mishkin F.S, **The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers**, FED of Kansas, 1997

17. Paul Krugman, **it's back: Japan's slump and the return of the liquidity trap**, in Brooking papers on Economic Activity, N°2, 1999
18. R.J Shiller, **The New Financial Order: Risk In The 21st Century**, Princeton University Press, 2004
19. Schardax F, **An Early Warning Model for Currency Crises in Central and Eastern Europe**, dans « Focus on transition », Banque Nationale d'Autriche, No 1, 2002
20. Sorge M et Virolainen, K.A **comparative analysis of macro stress-testing methodologies with application to Finland**, dans « Journal of Financial Stability », Vol 2, Issue 2, 2006
21. Trainar P, **Assurance et stabilité financière**, dans « Revue de la stabilité financière », Banque de France, No.5, 2004

2-3- الجرائد (جرائد باللغة الفرنسية)

1. Joseph Stiglitz, **le plan Paulson est une transfusion sanguine a un malade souffrant d'une hémorragie interne**, journal: LE MONDE, 11/10/2008

3-3- الجرائد (جرائد باللغة الانجليزية)

1. Joseph Stiglitz, **The financial crisis is due to the system of rewards bankers**, Newspaper: The Independent, 24Mars2008

4- الملتقيات و المؤتمرات

1-4- باللغة العربية

1. بوددخد كريمة، كرباش رحمة، دور وكالات التنقيط العالمية: بين الحد من الأزمات المالية و التسبب فيها، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة و تأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة تبسة، 19 و 20 جوان 2013.
2. رمضان صديق، دور السياسة المالية في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية مع الإشارة لمصر، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، "من 1 إلى 2 أبريل"، 2009.
3. فداء محمد بهجت، دور مهنة المحاسبة و المراجعة في سواق المال في دول مجلس الخليج العربية، الملتقى الثاني لمكاتب المحاسبة و المراجعة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الكويت، مارس 2005.
4. محمد بن بوزيان و سمية زيرار، انتشار عدوى الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، العدد الثامن، ديسمبر 2010.

2-4- باللغة الفرنسية

1. Françoise Renversez, **les politiques non-conventionnelles des grandes banques centrales: procédures et instruments**, séminaire franco-russe, 46 eme session, 2014.
2. M Landau, **Theorie et réalité des crises financiers**, Conférence et réalité des crises financières, Ecole sciences PO, 21 Octobre 2009.
3. Richard Arena et Dominique Torre, **A propos des crises de 1866 et 1873**, Université Nice - Sophia Antipolis, Les journées de l'économie 20,21 et 22 Novembre 2008, Lyon.
4. Rouis Myriam et Trabelsi Jamel, **la dynamique du phénomène de contagion dans les pays d'Asie**, Journées de recherche Sur les crises financières internationales, Université d'Orléans, France, 2004 .

2-4- باللغة الانجليزية

1. Chivakul, M., **Stress Testing the Financial System**, IMF Seminar, Georgia, 2006
2. Lutton, T, **Early Warning Systems**, IMF-NBR Regional Seminar on Financial Stability Issues, Sinaia, 7-9 november ,2006
3. Michael Woodford, **Methods of policy accomandation at the rate lower bound, in The Charming Policy Land space**, symposium organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, 2012
4. Thoraval, P.-Y, **Stress-Testing on Credit Risk**, IMF-FSC/FSS « International Conference on Macroprudential Supervision », Séoul, 2006

5- التقارير

1-9- باللغة العربية

توثيق تجربة السودان في مجال المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية، بنك السودان المركزي، ط1، الخرطوم، 2006

2-9- باللغة الفرنسية

1. 81e Rapport annuel BRI
2. Frederic Mishkin, **les canaux de transmission monétaire: leçon pour la politique monétaire**, bulletin de la banque de France, Mars 1996
3. Institut national de la statistique et des études économiques, Note de conjoncture,

4. LOISEL Olivier et MESONNIER Jean-Stéphane. “**Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise**”, Publication Banque de France, n°1, Avril 2009
5. mars 2009, P36
6. OCDE, **L'entrepreneuriat et le développement économique local: quels programmes et quelles politiques**, Publication de l'OCDE, Paris, 2003
7. Patat, J. P, **La stabilité financière, nouvelle urgence pour les banques centrales**, dans « Bulletin de la Banque de France », Banque de France, No. 84, 2000
8. Patrick Artus et autres, **La crise des subprimes**, Rapport du Conseil d'Analyse Economique Français, la documentation française, Paris, 2008
9. **Rapport annuel 2009**, Banque centrale européenne, Allemagne, 2010
10. Rapport rédigé par Massoud Karshenas pour le Bureau du Haut-Représentant pour les pays les moins avancés, les pays en développement sans littoral et les petits États insulaires en développement (UN-OHRLLS), Impact de la crise financière et économique mondiale sur les pays les moins avancés, 2009
11. Rapport: **La politique monétaire de la BCE**, 2004

3-9. باللغة الانجليزية

1. FMI, Bulletin du FMI, **aide exceptionnelle au Mexique**, 13/01/1995
2. IMF, **currency banking and debt crisis**, vol39, N°4. December 2002

10- أوراق عمل بالانجليزية / Working paper

1. A Ashcraft et T Schuermann, **Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit**, Working Paper, Federal Reserve Bank of New York, 2007
2. Blanchard, **rethinking macro policy 2: getting granular, note discussion**, FMI, Avril 2013
3. Blaschke, W, Jones, M.T, Majnoni, J et Martinez Peria, S, **Stress Testing of Financial Systems: An Overview of Issues**, Methodologies and FSAP Experiences, WP/88, IMF, 2001
4. Blaschke W, Jones M.T, Majnoni J et Martinez Peria S, **Stress Testing of Financial Systems: An Overview of Issues**, Methodologies and FSAP Experiences, IMF, WP/88, 2001
5. C Boucher, **Identification des crises boursières**, Document de travail Université Paris XIII, 27Mars2003

6. Degryse H et Nguyen G, **Interbank Exposures: An Empirical Examination of Systemic Risk in the Belgian Banking System**, Banque de Belgique, WP/43, 2004
7. E Prasad, K Kogoff, S.J Wei et M.A Kose, **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**, IMF Working Paper, N°7, Mars2003
8. E Prasad, K Rogoff, S.J Wei et M.A Kose, **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**, IMF Working Paper, N°7, Mars2003
9. G.L Kaminsky et S.L Schmukler, **Short Run Pain- Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization**, NBER Working Paper°9787, 2002
10. Graciela Kaminsky et Carmen Reinhart, **Financial Markets in Times of Stress**, Working Paper N°W8569, Octobre2001
11. K Forbes et R Rigobon, **Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications**, National Bureau of Economic Research, Working paper N°7885
12. Krkoska L, **Assessing Macroeconomic Vulnerability in Central Europe**, EBRD, WP/52, 2000
13. Krznar I, **Currency crisis: theory and practice with application to Croatia**, Banque Nationale de Croatie, WP/12, 2004
14. Krznar I, **Currency crisis: theory and practice with application to Croatia**, Banque Nationale de Croatie, WP/12, 2004
15. Manmohan S Kumar et als, **Global Financial Crisis: Institutions Vulnerability**, IMF Working Paper
16. Mark Stone and Melveen Weeks, **Systemic Financial Crises: Balance Sheets and Model Uncertainty**, IMF Working Paper Nber162, 2001
17. P Arestis and S Basu, **Financial globalization and regulation**, The Levy Economics institute, Working Paper N°397, 2003
18. R Stulz, **Should We Fear Derivatives?**, NBER Working Paper, N°10574, 2004
19. Y Demyanyk et O VanHemert, **Understanding the Subprime Mortgage Crisis**, Working Paper, 2008

1. cafedelabourse.com/archive/article/le-role-des-agences-de-notation-dans-la-crise-des-subprime#.com
2. cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=56599
3. <http://economie-analyses-actualites-opinions.over-blog.com/article-36579958.html>
4. <http://europ2mjo.over-blog.com/article-chronologie-de-la-crise-financiere-en-2009-2-41632566.html>
5. <http://jffpm-economie.blogspot.com/2009/04/le-g20-sengage-sur-1100-milliards-de.html>
6. <http://Kibs.edu.Kw/Pdf-doc/publications/Edaat/CreditRatings-pdf>
7. http://mpira.ub.uni-muenchen.de/9716/1/MPRA_paper_9716.pdf
8. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173192
9. <http://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Tds/RMItd22.pdf>
10. http://tempsreel.nouvelobs.com/actualites/20081022.OBS7257/?xtmc=dana_perino&xtr=35
11. http://tempsreel.nouvelobs.com/depeches/economie/20090923.REU3637/le_g20_doit_renforcer_la_regulation_financiere_dit_bara.html
12. http://tempsreel.nouvelobs.com/speciales/economie/la_crise_financiere/20081115.OBS1056/g20__les_principales_pistes_de_reflexions.html
13. http://useconomy.about.com/od/grossdomesticproduct/p/89_Bank_Crisis.htm
14. <http://www.agoravox.fr/actualites/economie/article/la-verite-sur-le-g20-de-londres-54103>
15. http://www.alterinfo.net/les-six-recommandation-du-g20-d-avril-2009-face-a-la-crise-mondiale_a31294.html
16. http://www.alternatives-economiques.fr/obama-plan-de-relande_fr_art_815_41824.html
17. <http://www.america.gov/st/econfrench/2009/September/20090930110840eaifas0.5993616.html>
18. http://www.business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article3242996.ece
19. <http://www.challenges.fr/finance-et-marche/20080625.CHA4120/la-bce-hausse-ses-taux-pour-contrer-l-inflation.html>
20. http://www.challenges.fr/forums/special/la_fin_de_l_hyperconsommation,20090212181448924.html
21. <http://www.clesdusocial.com/telechargement/crisefinance-chrono2-2009.pdf>
22. http://www.curiosphere.tv/ressource/21596-la-crise-financiere-2007-2008/page_url=/html/02_chronologie.cfm

23. http://www.e24.fr/focus/crise_financiere/article1516.ece/chronologie-de-la-crise-financiere.html
24. <http://www.financefactory.fr/article/detail/id/2172>
25. <http://www.france.attac.org/spip.php?article9539>
26. <http://www.fruitymag.com/loi-erisa-d1221431.htm>
27. http://www.gouverner.net/go/articles/culture_bonus_banques_americaines.shtml
28. <http://www.hou.hc.keio.ac.jp/fukusenkou/2008pdf/Le%20traite%20de%20Versailles%20et%20la%20France.pdf>
29. <http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/survey/so/2009/new032409af.pdf>
30. http://www.institut-europlace.com/files/bourse_0703_01.pdf
31. <http://www.itrmanager.com/articles/91786/it-dope-dow-jones-cisco.html>
32. <http://www.jeunesump.fr/2009/09/29/le-g20-de-pittsburgh-un-bilan-positif/>
33. <http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Banque-centrale-europeenne/L-evolution-du-role-de-la-banque-centrale-europeenne>
34. <http://www.la-gauche-autrement.org/pdf/crise1.pdf>
35. <http://www.laviedesidees.fr/Le-G20-et-l-invention-d-une.html>
36. http://www.lavoixeco.com/actualite/dossiers/A_La_Loupe/La_crise_economique/divers/2009/03/30/article_chronologie-de-la-crise.shtml
37. http://www.lavoixeco.com/actualite/dossiers/A_La_Loupe/La_crise_economique/divers/2009/03/30/article_chronologie-de-la-crise.shtml
38. <http://www.leblogfinance.com/2008/01/bank-of-america.html>
39. <http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2008-09-28/londres-va-nationaliser-la-banque-b-b-selon-la-bbc/916/0/277772>
40. <http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2008-10-06/le-cac-40-enregistre-la-plus-forte-baisse-de-son-histoire-9-04/916/0/279840>
41. <http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2008-12-12/bernard-madoff-ancien-patron-du-nasdaq-accuse-d-une-gigantesque/916/0/299530>
42. <http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2009-07-03/nouveau-recul-pour-la-production-industrielle/916/0/358244>
43. http://www.lepost.fr/article/2008/10/23/1296433_temps-de-crise-perspective-historique.html
44. http://www.lexinter.net/JF/faillite_de_ltc.htm
45. <http://www.news.goldseek.com/MillenniumWaveAdvisors/1117375200.php>
46. <http://www.nouvelordremondial.cc/2009/04/02/le-g20-sengage-sur-1100-milliards-de-dollars-de-mesures/>
47. <http://www.perjacobsson.org/lectures/062704.pdf>
48. http://www.rfi.fr/actufr/articles/098/article_62892.asp

49. <http://www.umnguigamp.org/categorie-10395623.html>
50. <http://www.voltairenet.org/article158758.html>
51. http://www.webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Lettre_regulation/lettrepdf/LR52.pdf
52. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2007/html/pr070111.fr>
53. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/>
54. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/>
55. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr091120.en.html>
56. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr091203.en.html>
57. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr091203_1.en.html
58. [Labourse.com/chriqui/role-hedge-funds-dans-la-crise.php](http://labourse.com/chriqui/role-hedge-funds-dans-la-crise.php)
59. Regemag.fr/quantitative-easing-qui-se-cache-derriere-la-drogue-qui-fait-monter-la-bourse-52616/
60. www.20minutes.fr/economie/55387-20081109-economie-la-cgine-annonce-son-plan-de-relance
61. www.9alam.com/up/do.php?down=3944
62. www.annotationd.blog.free.fr/index.php?tag/Timothy%20Taylor
63. www.banque.ooreka.fr/astuce/voir/493217/taux-de-refinancement
64. www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/BCE-communique-presse-ptogramme-achat-obligations-securisees.pdf
65. www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Documents_Economiques/documents-et-debats-numero-4-chapitre-6.pdf
66. www.bis.org/publ/bppdf/bispap22u.pdf
67. www.bis.org/publ/bppdf/bispap22u.pdf
68. www.blog-illusio.com/article-la-strategie-de-forward-guidance-1141277772.html
69. www.cairn.info/zen.php?ID_ARTICLE=REOF_110_0291
70. www.causes-crise-economique.com/1928-2008.htm
71. www.cepii.fr/PDF_PUB/em/2012/em2012-04.pdf
72. www.cybel.fr/html/Communaute/rdf/197-4.pdf
73. www.diploweb.com/la-crise-en-Russie.html
74. www.ecb.europa.eu/press/calendars/caleu/html/index.en.html
75. www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081017.en.html
76. www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html

77. www.fbf.fr/fr/secteur-bancaire-francais/actualites/les-operations-de-financement-a-long-terme-de-la-banque-centrale-europeenne
78. www.feniciu.wordpress.com/la-crise-des-annees-1930-1929-1939/
79. www.fin.gc/pub/report-rapport/2011-7/ceap-paec-&-fra.asp
80. www.forum.scpo.com/economie/cannaux-transmission-politique-monetaire.htm
81. www.forum.scpo.com/economie/cannaux-transmission-politique-monetaire.htm
82. www.fr.reuters.com/article/idFRWEA470020091208
83. www.fr.wikipedia.org/assouplissement_quantitatif
84. www.fr.wikipedia.org/wiki/Banque_centrale_europ%C3%A9enne#Le_programme_SMP_.28Securities_Market_Program.29
85. www.fr.wikipedia.org/wiki/plan_de_relance_economique_du_japon_2008_2009
86. www.gecodia.fr/BCE-Liquidite-la-baisse-du-taux-de-reserves-obligatoires-libere-encore-plus-de-cash_a3387.html
87. www.idbe-egypt.com/doc/mortgage%20finance.doc
88. www.ieom.fr/ieom/banques/refinancement-facilite-de-premier-marginal.html
89. www.iotafinance.com/Definition-taux-de-la-facilite-de-depot.html
90. www.Kanz-redha.blogspot.com/2012/03/02.html
91. www.knowledge.essec.edu/fr/economy-finance/les-dernieres-innovations-de-la-bce-en-matiere-de-.html
92. www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Creation-monetaire/Le-rachat-de-titres-de-la-dette-publique-par-la-BCE-peut-il-etre-assimile-a-de-la-creation-monetaire
93. www.la-revanche-des-ses.fr/CoursCAEsubprime.doc
94. www.lemonde.fr/crise-financiere/article/2011/12/08/la-bce-vient-en-aide-aux-banques_1615816_1581613.html
95. www.lemonde.fr/la-crise-financiere/article/2008/10/29
96. www.les-crises.fr/refinancement-eurozone/
97. www.lesechos.fr/03/07/2012/LesEchos/21218-153-ECH_I-euro-maintien-a-25---sa-part-dans-les-reserves-de-change-mondiales.htm
98. www.ofce.sciences-po.fr/blog/la-bce-ou-comment-devenir-moins-conventionnel/
99. www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/12-110.pdf
100. www.pansion.lexpress.fr/actualites/1/actualite-economique/la-bce-annonce-la-fin-d-un-programme-d-achats-d-obligations-securisees_1453960.html
101. www.pr.laib-walif.sitew.com/fs/_/brf8c-_03.docx

102. www.sciencespo.aix.fr/media/ACTeiletche-hedge-funds-Avril_2008.pdf
103. www.sicavonline.fr/index.cfm?action=m_actu&ida=399602-la-bce-presente-son-programme-d-achat-d-obligations-securisees
104. www.stocksexperts.net/showthead.php?t=29788
105. www.touteurope.eu/actualite/chronologie-l-espagne-et-la-crise-.html
106. www.umpguingamp.org/categorie-10395623.html
107. www.webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Lettre_regulation/lettrepdf/LR52.pdf

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
27	تطور مؤشر داو جونز لأسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1929-1920	01
52	مصادر الأزمات المالية	02
56	تطور المؤشر الكلي للتحرير	03
59	تطور مؤشر التحرير المالي الخاص بحساب رأس المال	04
59	تطور مؤشر التحرير المالي الخاص بسوق البورصة	05
60	تطور مؤشر التحرير المالي الخاص بالقطاع المالي	06
61	حركة رؤوس الأموال الدولية نحو الدول النامية بالنسبة لاقتصاد الدول الأكثر اندماج ماليا (MFI)	07
62	حركة رؤوس الأموال الدولية نحو الدول النامية بالنسبة لاقتصاد الدول الأقل اندماج ماليا (LFI)	08
63	أثر الانفتاح المالي على زيادة ثم انخفاض فترات الازدهار و الانكماش	09
79	تردد الأزمات البنكية، أزمات الصرف و الأزمات المزدوجة (1830-1997)	10
80	تردد أزمات البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية (1900-2003)	11
82	تطور عدد الأزمات المالية المسجلة (1977-1999)	12
87	العلاقة بين أزمات الصرف و الأزمات البنكية	13
87	العلاقة بين الأزمات البنكية و أزمات الصرف	14
89	أثر أزمات الصرف على معدل النمو بالنسبة للدول النامية	15
106	العلاقة بين سعر إعادة الخصم و الطلب العملاء على الائتمان	16
115	منحنيات التوازن الكلي العام IS و LM و Bop	17
116	حالات عدم التوازن في سوق النقد و في سوق السلع	18
116	حالات انتقال منحنى LM	19
126	رواق استقرار النظام المالي	20
142	إطار التحليل الاحترازي الكلي	21
148	تطور معدل التضخم على المستوى الدولي خلال الفترة 1961 – 2006	22
153	تطور الكتلة النقدية العالمية بالنسبة إلى الـ BIP العالمي (1998 – 2009)	23
167	تطور أصول البنوك المركزية	24

168	% حجم ميزانية الـ FED و الـ BCE من الـ PIB (1999 - 2012)	25
169	تطور احتياطات دول الـ BRIC (2002 - 2011)	26
171	علاقة أصول البنوك المركزية ببعض المتغيرات (2007-210)	27
173	تطور معدلات التضخم في بعض الدول (2001 - 2011)	28
189	تطورات الكتلة النقدية المتداولة (2002-2007)	29
190	تطور نسبة التضخم العالمي و تقلباته (1998-2007)	30
191	تطور نسبة التعرض للمخاطر (2003-2006)	31
195	تطور نسبة القروض غير المسددة (2001-2006)	32
200	تطور توريق قروض الـ Subprimes (2001-2006)	33
219	حركة مؤشرات البورصات العالمية الكبرى ما بين الفترة الممتدة من 1993 إلى 2011	34
227	تطور سعر صرف الدولار	35
228	مكانة الدولار في الاقتصاد العالمي	36
229	استهلاك الأسر في الـ أوم أ (%)	37
230	تطور الصادرات و الواردات على المستوى العالمي 2002-2008	38
233	النسبة صادرات/PIB في الدول النامية الآسيوية و الدول النامية الإفريقية خلال (1980-2007)	39
233	متوسط النمو السنوي للصادرات و الـ PIB للدول النامية الإفريقية	40
234	تطور سعر المعادن (1984-2008)	41
235	تطور سعر البترول (2002-2008)	42
235	تطور أسعار المنتجات الزراعية (1984-2008)	43
237	الأرصدة النقدية المحولة من طرف العمال المغتربين "2000-2007"	44
239	الموارد الداخلية المتاحة للتمويل RIDF في الدول النامية و الدول المتقدمة 1980-2007	45
241	تطورات قيمة ثروة العائلات الأمريكية	46
273	كيفية عمل نظام الثعبان النقدي	47
276	تقلبات أسعار صرف بعض عملات النظام النقدي الأوربي في 1986/08/22	48
286	إجراءات التصويت المستقبلية في البنك المركزي الأوربي	49
312	منطق رد فعل البنك المركزي في إجابته على أزمة مالية نظامية	50

317	قيمة عمليات إعادة التمويل الرئيسية (1999-2012)	51
317	قيمة عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل (1999-2012)	52
320	تطورات معدلات الفائدة الرئيسية للـ BCE (2005-2012)	53
321	تطورات المعدل الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي (%)	54
323	مقارنة بين رد فعل مجموعة من البنوك المركزية	55
326	تطور فروقات العائد على السندات المحمية	56
329	تطور قيمة المشتريات من الديون السيادية (ماي 2010 - جويلية 2011)	57
331	تطورات مستوى السيولة داخل منطقة اليورو (2008-2013)	58
331	مكونات السيولة في منطقة اليورو (2008-2013)	59
332	توزيع قيمة الـ VLTRO1 بين دول منطقة اليورو	60

فهرس الجداول

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	تطور أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1926-1938	27
02	تطور بعض المؤشرات الاقتصادية الأساسية لدول جنوب شرق آسيا خلال الفترة 1995-1970	37
03	مؤشرات أزمة المديونية	47
04	تطور المالية "منبع للنمو و مصدر للأزمات"	54
05	آثار التحرير المالي	58
06	دور التحرير المالي في وقوع الأزمات المالية	64
07	تغير تردد الأزمات المالية بحسب الفترات	81
08	أزمات البورصة في دول مجموعة السبع (G7) منذ السبعينات	83
09	أهم أزمات البورصة في بعض الدول المنفتحة ماليا حديثا	84
10	تطور طول و عمق الأزمات على المدى الطويل	88
11	المؤشرات المستعملة من طرف الـ EWS	135
12	الاحتمال الشرطي المقابل لفئة من المؤشر المركب	138
13	العمليات الأولى للتوريق في الولايات المتحدة الأمريكية حسب الوكالات الفيدرالية الثلاثة خلال الفترة 1970 - 1990	187
14	خسائر صناديق التحوط (2005-2007)	225
15	تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى الدول النامية (2004-2006)	236
16	الأرصدة النقدية المحولة إلى الدول النامية "2007-2000"	237
17	أثر الأزمة المالية على الناتج الداخلي الخام (PIB) في الدول المتقدمة	243
18	خطة الإنقاذ الكندية	248
19	أوزان العملات الأوروبية المكونة للـ "إيكو"	275
20	نسبة مساهمة الدول الأعضاء في رأس المال البنك المركزي الأوروبي	281
21	عمليات السوق المفتوحة المبرمة و المنفذة من طرف البنك المركزي الأوروبي (2007 - 2010)	314

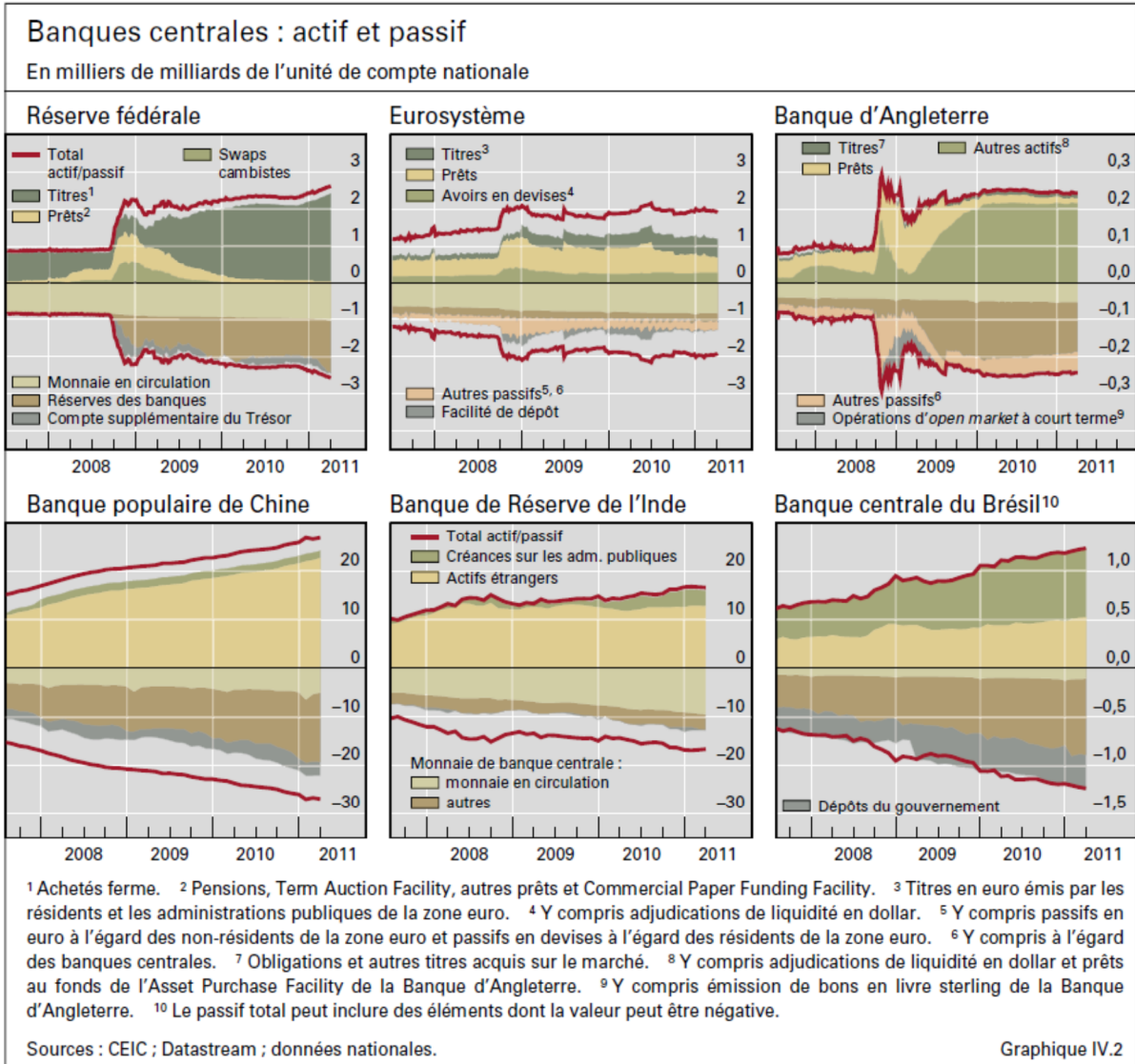
الملاحق

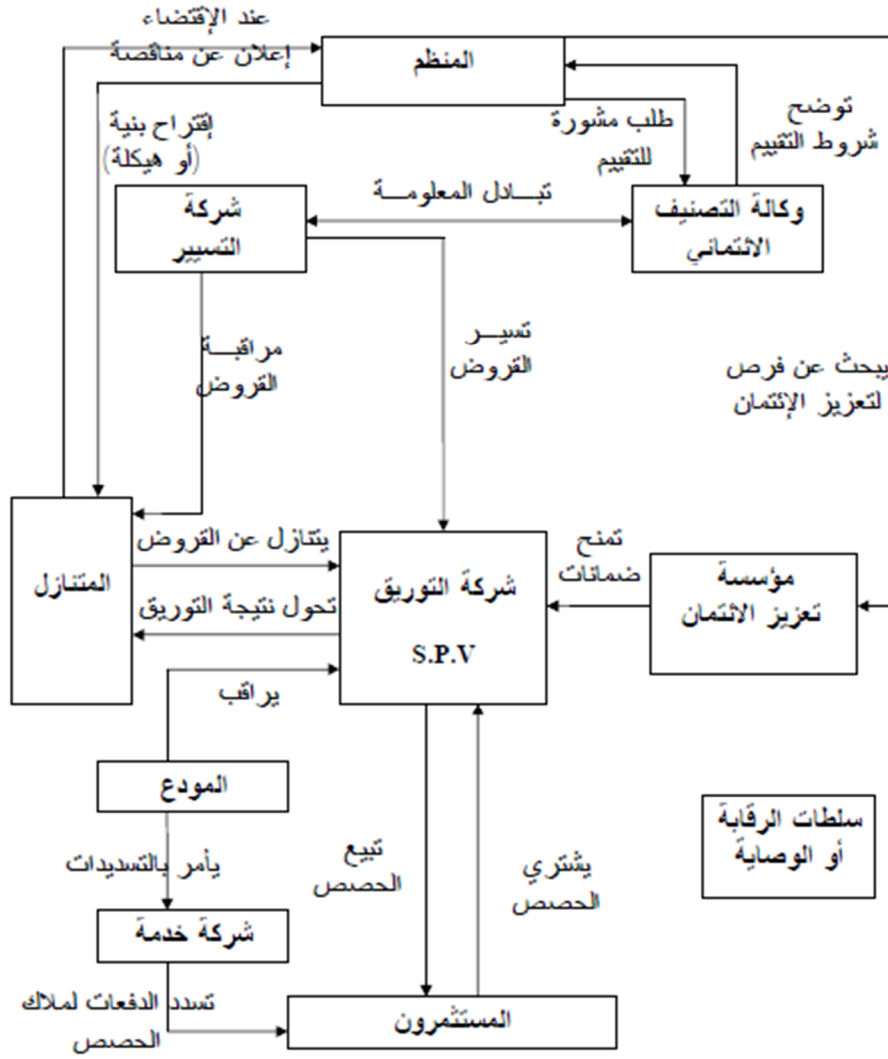
الدول صاحبة أسرع معدل نمو بين 1980- 2000	التباين الكلي للـ PIB لكل ساكن	الدول صاحبة أبطء معدل نمو بين 1980- 2000	مدمجة أكثر مالياً؟	التباين الكلي للـ PIB لكل ساكن	الدول صاحبة أسرع معدل نمو بين 1980- 2000
الصين	391.6	هايتي	لا/نعم	39.5-	لا
كوريا	243.0	النيجر	نعم	37.8-	لا
سنغافورة	155.5	نيكاراغوا	نعم	30.6-	لا
تايلندا	151.1	طوغو	نعم	30.0-	لا
جزر موريس	145.8	ساحل العاج	نعم	29.0-	لا
بتسوانا	135.4	بورندي	نعم	20.2-	لا
هونغ كونغ	114.5	فنزويلا	نعم	17.3-	نعم/لا
ماليزيا	108.8	جنوب إفريقيا	نعم	13.7-	نعم
الهند	130.2	الأردن	نعم/لا	10.9-	نعم
الشيلي	100.9	باراغواي	نعم	9.5-	لا
اندونيسيا	97.6	إكوادور	نعم	7.9-	لا
سريلنكا	90.8	بيرو	لا	7.8-	نعم

Source: E Prasad, K Rogoff, S.J Wei et M.A Kose, **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**, IMF Working Paper, N°7, Mars2003

(البنكية)

<i>Indicateur</i>	<i>Domaine</i>	<i>Commentaires</i>
Capital réglementaire divisé par actifs pondérés en fonction du risque	Adéquation du capital	Porte sur le capital au sens large, y inclus des éléments qui offrent une moindre protection contre les risques – la dette subordonnée par exemple.
Tier 1 réglementaire par rapport aux actifs pondérés en fonction du risque	Adéquation du capital	Reflète la haute qualité du capital (capital social et réserves) par rapport aux actifs pondérés en fonction du risque.
Créances douteuses nettes / Provisions de capital	Adéquation du capital	Indique le montant potentiel des provisions nécessaires par rapport au capital.
Créances douteuses / Crédits totaux bruts	Qualité des actifs	Indique la qualité des crédits bancaires.
Distribution sectorielle des crédits / Crédits totaux	Qualité des actifs	Identifie la concentration des expositions.
Rendement des actifs et rendement du capital	Revenus et profitabilité	Estime la façon dont les rendements dépassent les pertes relatives au capital ou aux actifs.
Marges d'intérêt / Revenu brut	Revenus et profitabilité	Indique l'importance du revenu net afférent aux intérêts dans le but de couvrir les pertes.
Dépenses, autres que les intérêts / Revenu brut	Revenus et profitabilité	Indique la mesure dans laquelle les dépenses, autres que les intérêts, fragilisent les revenus.
Actifs liquides / Actifs totaux et Actifs liquides / Dette à court terme	Liquidité	Estime la vulnérabilité du secteur par rapport à l'absence de l'accès aux financements sur le marché, ou une ruée aux guichets.
Position ouverte nette en devises / Capital	Exposition au risque de change	Mesure le manque de concordance entre les maturités des actifs et des passifs en devises étrangères.





المصدر: عمار بوطكوك، مرجع سابق، ص.24



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

14 October 2008

TENDER PROCEDURE FOR THE PROVISION OF US DOLLARS TO EUROSYSTEM COUNTERPARTIES

Following a decision by the ECB's Governing Council, the Eurosystem central banks will conduct operations with the following characteristics.

- Type:** Provision of US dollar term funding to Eurosystem counterparties against ECB-eligible collateral as set out in Chapter 6 of the General Documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures¹ (the 'GD'), in accordance with the procedures set out for long term refinancing operations, in particular in sections 3.1.3 and Chapter 5 of the GD with the deviations contained in this statement of tender procedure.
- Settlement date:** The settlement date will be indicated in the announcement of each operation.
- For overnight operations: the settlement date will be on the same day as the operation's announcement and allotment.
- For operations with a duration of approximately one week: the settlement date will usually be on the business day following each operation's announcement and allotment.
- For operations with a duration of approximately 28 or 84 days: the settlement date will usually be on the second business day following each operation's announcement and allotment.
- Maturity:** The exact maturity will be indicated in the announcement of each operation.
- Type of auction:** The auction type will be fixed rate tender or variable rate tender and will be communicated in the announcement of each operation.
- Auction details:** For operations with a duration of approximately 7, 28 or 84 days: Fixed rate tender communicated in the announcement of each operation.. The minimum bid amount is equal to USD 5 million. Bids exceeding this amount must be expressed as multiples of USD 0.1 million. The publication of the announcement of the tender and the allotment will take place on wire services.

For overnight operations: Variable rate tender in the form of a multiple rate auction (American auction). Counterparties may submit bids for up to two different interest rate levels. In each bid, the counterparties must state the amount and the respective interest rate. The interest rates bid must be expressed as multiple of 0.01 percentage point. The minimum bid amount is equal to USD 5 million for each bid. Bids exceeding this amount must be expressed as multiples of USD 0.1 million. The total cumulated maximum bid amount of all bids submitted by an individual bidder is equal to 10 % of the volume of the operation. The publication of the announcement of the tender and the allotment will take place on wire services.

Maximum amount: For operations with a duration of approximately 7, 28 or 84 days: No maximum will be applied and the ECB will satisfy all bids received (i.e. full allotment).

For overnight operations: the maximum amount will be indicated in the announcement of each operation.

Eligible counterparties: In the euro area, all institutions which are eligible for the ECB's marginal lending facility and which have provided their US dollar standard settlement instructions (SSIs) and a Statement of Acknowledgement (specified below) to their respective national central bank (NCB) in advance of the bid submission are deemed eligible.

Risk control measures: In the euro area, the usual haircuts as defined in Section 6.4 of the GD will be applied and in addition an initial margin of 10% for operations with a duration of approximately one day, 12% for operations with a duration of approximately one week, 17% for operations with a duration of approximately 28 days and 20% for operations with a duration of approximately 84 days will be applied to cater for foreign exchange rate risk. For possible operations with a different duration, the initial margin will be communicated in the announcement of each operation.

The euro value of the USD liquidity provided will be computed once, on the allotment date, using the last available ECB reference rate for EUR/USD. While the collateral position will not be subject to any daily revaluations or margin calls due to movements in the exchange rate, it will be subject to the normal daily mark to market valuation and variation margins applied to Eurosystem eligible collateral. The initial margin therefore caters for the foreign exchange risk to which the Eurosystem will be exposed for the whole of the duration of the operation and for the expected time required to liquidate assets in case of the default of a counterparty.

For background information on risk control measures please refer to the Annex to this note.

Settlement details: Similar to the settlement of other Eurosystem credit operations, there must be a delivery of euro-denominated collateral by the counterparty in advance of the provision of credit by the NCB. On the settlement date, market counterparties are required to deliver eligible euro-denominated collateral to their local NCB by 16:00 CET for operations with a duration of approximately 7, 28 or 84 days and by 15:00 CET for overnight operations. Possible changes to this rule will be communicated in the announcement of each operation. On receipt of such collateral, the NCB will submit the corresponding US dollar payment instruction to the Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) as soon as possible thereafter and ideally before 20:00 CET on the settlement date. On the maturity date, market counterparties are required to pay back US dollar funds to the accounts of NCBs at the FRBNY by 16:00 CET. Market counterparties are advised that in case US dollar funds are repaid after 16:00 CET, the respective NCB cannot guarantee return of euro-denominated collateral on the maturity date but will aim to do so on a 'best effort' basis.

Legal requirements: The operations set out in this note will take place in principle using existing legal documentation between the respective NCB and its eligible market counterparties. If certain NCB amendments are needed to such legal documentation, the NCBs will implement such amendments for the purposes of such operations.

Market counterparties wishing to participate in any US dollar tender are required, before bidding, to provide to their respective NCB their US dollar SSIs and a Statement of Acknowledgement. In such Statement of Acknowledgement, market counterparties are required to explicitly acknowledge – as a condition of their participation in the tender –

- that they are bound by the conditions of the tender set out in this note and communicated in the tender announcement; and
- the applicability of existing legal documentation between the counterparty and the NCB to the operation in question (unless amendment of the legal documentation is necessary).

The provision of US dollar SSIs by market counterparties to their respective NCB should be effected via SWIFT. The Statement of Acknowledgement may similarly be communicated via SWIFT or in another form as required by applicable national laws.

In the event of non-compliance by a counterparty with the requirements set out in this document, the procedures and sanctions set out in Annex 6 of the GD will be applicable.

Monitoring: Going forward, the European Central Bank will conduct US dollar overnight operations only if necessary in view of market developments.

ANNEX:

BACKGROUND INFORMATION ON THE METHODOLOGY APPLIED TO DEFINE THE FOREIGN EXCHANGE ADD-ON MARGIN TO BE APPLIED TO EURO COLLATERAL UNDERLYING US DOLLAR LIQUIDITY PROVISION

Collateral assets underlying Eurosystem credit operations are subject to risk control measures. These risk control measures are applied to protect the Eurosystem against the risk of financial loss if the collateral has to be realised owing to the default of a counterparty. For US dollar liquidity backed by euro denominated collateral, the Eurosystem incurs a foreign exchange rate (FX) risk relating to possible movements in the US dollar exchange rate, in addition to the risk of change in value of the euro denominated collateral.

The FX risk is catered for by adding an initial margin computed on the amount of the US dollar liquidity provided. The euro value of the liquidity provided in US dollars is computed on the allotment day using the ECB reference rate of the allotment date and is frozen for the duration of the operation. This results in a longer exposure to FX risk and a higher margin than would normally be experienced in an operation with shorter maturity (e.g. one week).

To obtain an adequate level of risk control for this FX risk in line with best market practices, first the volatility of the EUR/USD exchange rate is estimated for the relevant period. Then, Value at Risk (VaR) is estimated on the basis of the initial margin needed to reflect the maximum loss of market value due to adverse movements in the exchange rate with a given level of statistical confidence over the relevant period. The length of this period corresponds to the duration of the operation plus the time expected to be required for the liquidation of the assets in case of default by a counterparty.

7 May 2009 - Longer-term refinancing operations

The Governing Council of the European Central Bank has today decided to conduct liquidity-providing longer-term financing operations (LTROs) with a maturity of one year.

The operations will be conducted as fixed rate tender procedures with full allotment, and the rate in the first of these operations will be the rate in the main refinancing operations at that time. In subsequent longer-term refinancing operations with full allotment, the fixed rate may include a spread in addition to the rate in the main refinancing operations, depending on the circumstances at the time.

The operations will be conducted in addition to the regular and supplementary longer-term refinancing operations, which will be unaffected.

A tentative schedule for such longer-term refinancing operations in 2009 is provided below.

Moreover, the Governing Council of the European Central Bank has today decided to prolong until the end of 2010 the temporary expansion of the list of eligible assets, announced on 15 October 2008.

Operation	Announcement date	Allotment date	Settlement date	Maturity date	Maturity
One-year LTRO	Tuesday, 23 June 2009	Wednesday, 24 June 2009	Thursday, 25 June 2009	Thursday, 1 July 2010	12 months
One-year LTRO	Tuesday, 29 September 2009	Wednesday, 30 September 2009	Thursday, 1 October 2009	Thursday, 30 September 2010	12 months
One-year LTRO	Tuesday, 15 December 2009	Wednesday, 16 December 2009	Thursday, 17 December 2009	Thursday, 23 December 2010	12 months

الملخص

الملخص:

سجل العالم منذ انهيار نظام بروتن وودز في بداية سبعينات القرن الماضي تزايدا في عدد الأزمات المالية المسجلة، و قد ساهم في ذلك عدة عوامل أبرزها تسارع الدول نحو تحرير أنظمتها المالية و ظهور منتجات مالية معقدة.

أصبحت الأزمات المالية خلال العقود الأخيرة أكثر قوة و أكثر ترددا حيث سجل الاقتصاد العالمي عدة أزمات مالية كبرى، تميزت بسرعة انتقالها بين الدول (ظاهرة العدوى) و بخسائرها المالية و حتى غير المالية الضخمة.

تستعين الدول ببنوكها المركزية لمعالجة الأزمات المالية التي قد تمر بها اقتصادياتها، حيث أصبح هدف تحقيق الاستقرار المالي و ما يقتضيه من معالجة الأزمات المالية من الأهداف الرئيسية للبنوك المركزية. عادة ما كانت البنوك المركزية تعتمد في معالجة الأزمات المالية على الأدوات التقليدية لسياستها النقدية عموما و على أداة معدل الفائدة خصوصا، إلا أن الأزمة المالية العالمية 2007-2008 أبانت عن محدودية الأدوات السابقة في معالجة أزمات مالية من هذا العيار.

حتمت الأزمة المالية 2007-2008 على البنوك المركزية البحث عن أدوات جديدة لسياستها النقدية تكون أكثر فعالية و قدرة على مجارات الأزمات المالية الكبرى، و هو ما تجسد على أرض الواقع باستعمال مجموعة من الأدوات الحديثة التي أطلق عليها اسم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية و تمثلت أساسا في: أداة التيسير الكمي، أداة التيسير النوعي، أداة توجيه الاستباقات.

حاول البنك المركزي الأوروبي (BCE) هو الآخر الرد على تداعيات الأزمة المالية 2007-2008 التي عصفت بدول الإتحاد باعتباره المسؤول الأول على إدارة السياسة النقدية داخل منطقة اليورو من جهة و عن الحفاظ على الاستقرار النقدي و المالي داخل منطقة العملة الموحدة من جهة أخرى، و قد واجه هو الآخر نفس الصعوبات التي واجهتها مختلف البنوك المركزية الوطنية (BN) بسبب ضعف فعالية أداة معدل الفائدة، و اضطر بذلك إلى استحداث أدوات جديدة مثل:

- تبني عمليات إعادة التمويل الاستثنائية طويلة الأجل (LTRO)؛
- تقديم سيوليات بالدولار في إطار (TAF) la facilité d'enchères بالتنسيق مع الإحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED)؛
- تفعيل اتفاقيات تبادل العملات SWAP المبرمة مع عدة بنوك مركزية من خارج منطقة اليورو؛
- توسيع قائمة الضمانات المقبولة في عملية الائتمان.

الكلمات المفتاحية: الأزمات المالية، السياسة النقدية، البنوك المركزية، أدوات تقليدية، أدوات غير تقليدية، البنك المركزي

الأوروبي، الأزمة المالية 2007-2008

Resumé:

Depuis l'effondrement du système de «Bretton Woods» au début des années 70 au siècle dernier, l'économie mondiale a connu une nette hausse du nombre des crises financières. Les facteurs ayant beaucoup contribué à ces dernières sont la course effrénée des Etats vers la libéralisation de leurs systèmes financiers et l'apparition de produits financiers de plus en plus complexes. Ce qui a engendré lors des dernières décennies des crises très fortes et à répétition obligeant ainsi les Etats à s'appuyer sur leurs banques centrales pour lutter contre les incidences et arriver ainsi à leur but le plus important, la stabilité financière.

Traditionnellement, les banques centrales dans leur lutte contre les crises financières s'appuient sur les outils conventionnels de la politique monétaire (ex: instrumentalisation du taux d'intérêt) sauf que la crise financière 2008 a montré les limites de ces derniers.

L'importance de la crise de 2007-2008 a obligé les banques centrales à la recherche d'autres instruments qui soient plus aptes à lutter contre de telles crises. Cela s'est traduit sur le terrain par l'utilisation de nouveaux mécanismes appelés outils non conventionnels de la politique monétaire (assouplissement quantitatif, assouplissement qualitatif).

La BCE a essayé de contrer les incidences de cette crise de part sa responsabilité plénière dans la gestion de la politique monétaire et la conservation de la stabilité monétaire et financière dans la zone euro. La BCE a affronté les mêmes difficultés rencontrées par les différentes banques centrales nationales occasionnées par l'inefficacité de l'utilisation des instruments conventionnels de la politique monétaire. Ce qui l'a poussée à développer de nouveaux instruments tels: la facilité d'enchères (TAF), les opérations de refinancement a long terme (LTRO), et l'élargissement de la liste des garanties admissibles dans le processus de crédit

Mots clés: crise financière, politique monétaire, banque centrale, stabilité financière, banque centrale européenne

Abstract:

Since the collapse of the system of "Bretton Woods" in the early 70s in the last century, the global economy experienced a marked increase in the number of financial crises.

Factors that have contributed significantly to these are the mad rush of states to liberalize their financial systems and the development of financial products increasingly complex

Traditionally, central banks in their fight against financial crises are based on the conventional tools of monetary policy (eg: manipulation of interest rates) except that the "2008 financial crisis" has shown the limits of these tools.

The importance of the "2007-2008 crisis" has forced central banks in search of other instruments that are better able to fight against such crises.

This was reflected in the field by the use of new mechanisms called unconventional tools of monetary policy (quantitative easing, qualitative easing, forward guidance).

The ECB has tried to counter the impact of that crisis with its plenary liability in the management of monetary policy and preservation of monetary and financial stability in the euro area.

The ECB has faced the same difficulties faced by the various national central banks caused by the inefficient use of traditional instruments of monetary policy.

This led her to develop new instruments like:

- ease auction (TAF);
- refinancing long-term (VLTRO);
- Activate SWAP agreements concluded with several central banks from outside the euro zone;
- Expand the list of acceptable collateral in the credit process.

Keywords: financial crisis, monetary policy, central bank, financial stability, European Central Bank