

دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية
(حالة الدول العربية)

أ. وصاف عتيقة

جامعة بسكرة - الجزائر

الملخص:

في ظل الاتجاه العالمي لتبني سياسة الانفتاح الاقتصادي شرعت الدول العربية في سلسلة من الإصلاحات مست القطاع المصرفي و المالي بهدف تحقيق التحرير المالي الكامل ، وقد تعرض الاقتصاد العالمي في الآونة الأخيرة لأزمة مالية توصف بأنها الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير (1929)، والتي تأثرت بها مختلف دول العالم بسبب ارتفاع معدلات الترابط بينها.

وتهتم هذه الورقة بالبحث ودراسة ما يتعلق بالتحرير المالي بشكل عام وما يرتبط بالتحرير المالي في الدول العربية بشكل خاص، وكذلك تحليل أسباب الأزمة المالية الحالية، مع التركيز على العلاقة بين التحرير المالي والأزمات، كما تحاول الدراسة تبيان إمكانية تقليل الآثار السلبية للتحرير المالي وتقادي الأزمات المالية من خلال إيضاح الشروط الواجب توفرها قبل الشروع في التحرير المالي وكذا تبيان سياسات تجنب الأزمات المالية.

Résumé :

Compte tenu de la tendance mondiale d'adopter la politique d'ouverture économique, les pays arabes ont amorcé dans une série de réformes qui ont touché le secteur bancaire et financier afin de parvenir à la libéralisation financière totale. L'économie mondiale a connu ces derniers temps une crise financière décrite comme la pire depuis la grande crise de stagnation. Cette crise a touché les différents pays du monde en raison de taux élevé d'interdépendance entre eux.

Ce papier s'intéresse à la recherche et l'étude, de tout ce qui concerne la libéralisation financière en général et de ce qui s'attache à la libéralisation financière dans les pays arabes en particulier, ainsi que l'analyse des causes de la crise financière actuelle, en mettant l'accent sur la relation entre la libéralisation financière et les crises. L'étude tente également de démontrer la possibilité de réduire les effets négatifs de la libéralisation financière et d'éviter les crises financières en clarifiant les conditions qui doivent être remplies avant de s'engager dans la libéralisation financière et démontrer les politiques d'évitement des crises financières.

[Lire phonétiquement](#)

مقدمة:

في ظل بروز الاتجاهات العالمية المتسارعة نحو العولمة والانفتاح والتحرير الاقتصادي، فإن إعادة هيكلة النظام المالي وتحرير أسواق الخدمات المالية سيكون الميدان الجديد خلال المرحلة المقبلة، في سياق عملية إعادة هيكلة الاقتصاد العالمي وفقاً لمتطلبات استكمال حلقات التحرير الاقتصادي وذلك على عدة مسارات في آن واحد، منها ما تقرضه مقتضيات الاندماج نفسه، ومنها ما تحدده سياسات وتوصيات المؤسسات الدولية المعنية، ومنها ما يتم فرضه من خلال اتفاقيات دولية كاتفاقية تحرير الخدمات (الجاتس)، وهي اتجاهات ستعرض تجارب التنمية في الدول العربية إلى تحديات جديدة.

يعتقد الكثير من المحللين الاقتصاديين أن ظاهرة التحرير المالي تعد العامل الأساسي الذي أدى إلى انتشار الأزمة المالية الحالية وانتقالها من الاقتصاد الأمريكي إلى مختلف اقتصاديات الدول المتقدمة والمختلفة على حد سواء بما في ذلك الاقتصاديات العربية، وسنحاول من خلال هذه المداخلة تسليط الضوء على ماهية التحرير المالي، ودوافعه، ومظاهره مبينين دور التحرير المالي في عولمة الأزمة المالية الحالية، والعوامل المساهمة في تقليص آثار هذه الأزمة من خلال توفير متطلبات التحرير المالي لضمان كفاءة القطاع المالي.

المحور الأول: ماهية التحرير المالي:

تعزى موجة التحرير المالي التي يشهدها العالم المعاصر من الناحية المذهبية إلى الفكرة الرأسمالية التي تقضى بأن الدولة البنكية مساهم سيء ومسئول عن الإدارة السيئة وينبغي أن تتقلص سلطاتها الإشرافية على سوق الائتمان، وقد أدت الأفكار التحريرية إلى ظهور اقتصاد الأسواق المالية الحرة.

أولاً: مفهوم التحرير المالي:

اتجهت السياسة الاقتصادية الجديدة للتحرر الاقتصادي، بما في ذلك السياسة النقدية والائتمانية من خلال الإعلاء من قدر الجهاز المصرفي وإكسابه درجة أكبر من الاستقلالية في ممارسة وظائفه (كتحرير سعر الصرف وسعر الفائدة والعمولات المستحقة على مختلف الخدمات المالية التي يقدمها)¹.

وللتحرير المالي مفهومين رئيسيين:²

1- التحرير المالي بمفهومه الشامل : يقصد به مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً.

2- التحرير المالي بمفهومه الضيق: يقصد به تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي. وهذا يعني أن التحرير المالي هو أي إجراء أو قرار يهدف إلى جعل النظام المالي أكثر استجابة لتغيرات قوى السوق وجعل السوق أكثر تنافسية، وعليه فإن التحرير المالي يمكن أن يتضمن الإجراءات التالية:³

- تحرير أسعار الفائدة من القيود المفروضة عليها.
 - تخفيف القيود على تعامل البنوك التجارية بالأوراق المالية.
 - تقليل استخدام أدوات التدخل المباشر وزيادة استخدام أدوات التدخل غير المباشر في إدارة السياسة النقدية.
 - رفع أو تقليل الحواجز على المشاركة الأجنبية في أسواق المال الوطنية علاوة على السماح باستخدام الأدوات المالية المستحدثة.
 - رفع القيود على سوق الصرف الأجنبي وبالتحديد على حركة رأس المال من وإلى البلد سواء بالنسبة لحركة رأس المال الناتجة عن التجارة الدولية أو حركته الناتجة عن الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.
 - إي إجراء يؤدي إلى زيادة التنافس في القطاع المالي وتشجيع دور القطاع الخاص فيه بما في ذلك الاتجاه نحو خصخصة القطاع العام.
- وللتحرير المالي علاقة وطيدة بالعولمة المالية فهذه الأخيرة هي الناتج الأساسي لعملية التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، ومن ثمة أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في الأسواق المالية العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطاً.⁴

ويشير الجدول التالي إلى الأعوام التي بدأت فيها بعض البلدان الصناعية والنامية عمليات التحرير المالي، بعد مرحلة كان يسودها التدخل الحكومي الواسع النطاق في الأسواق المالية.

جدول رقم(01): تاريخ بدء عمليات التحرير المالي في بعض الدول

الدولة	بداية التحرير	الدولة	بداية التحرير
الولايات المتحدة	1982	المكسيك	1989
كندا	1980	بيرو	1991
اليابان	1979	فنزويلا	1991
المملكة المتحدة	1981	مصر	1991
ألمانيا	1984	المغرب	1991
هونغ كونج	1978	جنوب افريقيا	1980
أندونيسا	1981	بنجلاداش	1988
كوريا الجنوبية	1978	الهند	1989
ماليزيا	1978	فرنسا	1984
الفلبين	1981	تايلاندا	منتصف الثمانينات
سنغافورة	1978	البرازيل	1989
تاوان	1979	شيلي	1974

المصدر: شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، عمان(الأردن) : دار مجدلاوي، 2008، ص 24، 25.

لقد حددت الدراسات الاقتصادية ثلاثة أنظمة للتحرير وهي : التحرير الكامل، التحرير الجزئي و المكبوت، ويعتبر النظام المالي في حالة التحرير الكامل إذا تم تحرير القطاعات الثلاثة بالكامل(القطاع المالي المحلي، الأسواق المالية، حساب رأس المال) بينما يعتبر التحرير المالي جزئياً على الأقل إذا حرر قطاع واحد على الأقل فقط.⁵

ثانياً: أبعاد التحرير المالي:

بدأ التحرير مبكراً في الولايات المتحدة مقارنة بغيرها من الدول ومنها انتشر في باقي الأنظمة المالية الأكثر تطوراً، تحته دوافع عملية معينة أهمها:

1- شهدت العمليات المالية بدءاً من الثمانينات تطوراً غير مسبوق تبلور في شكل ظهور تكنولوجيات بنكية جديدة، وابتكارات مستحدثة من جراء التطورات في الهندسة المالية،

وحدوث توسع في المنتجات المتداولة بالأسواق المنظمة وغير المنظمة، هذه التطورات أفضت غالبا إلى نشوء صعوبات بين الأسواق والأدوات ترتب عليه نشوء انطباع بجدوى ترك الأسواق البنكية بلا قواعد تنظيمية، لتصبح أكثر استقلالا، وأكثر قدرة على الصمود التنافسي الذي بدأ يتخذ شبه كوكبية بعد انفتاح الأسواق، مما أدى إلى حدوث تطور سريع في الأنظمة المالية الموجهة أو شبه الموجهة، لتصبح أنظمة ذات جوهر حر .

2- يتبنى التحرير المالي عموما بغرض زيادة التنافس في المحيط المالي وتقوية فعالية تعبئة المدخرات، فهو يسبب زوال الأطراف الأقل فعالية، حيث تفتح الآفاق أمام الوسطاء الماليين للعمل في العديد من الأسواق التي تقع في أماكن مالية عديدة، وحيث يخلق الدمج المالي تداخلا عضويا بين مختلف أنواع المؤسسات المالية (البنوك-شركات التأمين-بيوت ومؤسسات إصدار الصكوك...)، كل ذلك يتطلب إكساب مرونة لقواعد تنظيم القطاع، بحيث لا تعيق انطلاق المؤسسات الائتمانية.⁶

3- لقد حظي التحرير المالي في البلدان النامية بقدر أكبر من الاهتمام نتيجة الخطاب الإعلامي لصندوق النقد الدولي الذي قدم حججا مؤداهما أن إلغاء الضوابط على أسعار الفائدة والأنظمة المتعلقة بمنح الائتمان لقطاعات بعينها، وإطلاق حرية الدخول في القطاع المالي والسماح بالملكية الخاصة للمؤسسات المالية يؤدي إلى تحسين تخصيص الاستثمار، وزيادة المدخرات. وعلى الصعيد العالمي، فإن الحجة المؤيدة للتحرير المالي تقوم إلى حد كبير على مبدأ كفاءة تخصيص الموارد، أي أن كفاءة العالم يمكن أن تبلغ أقصاها بالسماح بانتقال رأس المال إلى الأماكن التي يمكن أن يحقق فيها أعلى عائد.⁷

المحور الثاني: العلاقة بين التحرير المالي والأزمات المالية:

إن التحرير المالي على عكس ما تؤمن به نظريات التحرير يمكن أن يؤدي إلى حدوث أزمات مالية أو انتشار عدوى هذه الأزمات من دولة إلى أخرى، وسنبين هذه العلاقة من خلال ما يلي:

أولا: التحرير المالي عامل أساسي في حدوث الأزمة:

أثبتت العديد من الدراسات العلاقة بين التحرير المالي والأزمات المالية ومن بين هذه الدراسات، دراسة kaminski et rein hart سنة 1996، والتي أجريت على 20 دولة آسيوية وفي أوروبا من سنوات السبعينات إلى منتصف التسعينات وتوصل الباحثان من خلالها إلى

أن زيادة الحركة العامة للتحريير تؤدي في الغالب إلى حدوث أزمات بنكية، وكذلك دراسة Detragiache et Demiguc-Kund سنة 1998، وتوصلت إلى أن عمليات التحريير المالي يتبعها وقوع أزمات على مستوى القطاع المالي⁸، فالتحريير المالي يؤدي إلى :

1- إن التحريير المتسرع غير الحذر وغير الوقائي للسوق المالي بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقييد قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية. فمثلا عند تحريير أسعار الفائدة فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة، و يتزافق ذلك أيضا مع التوسع في منح الائتمان والذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية خصوصا في القروض العقارية أو القروض المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية.

2- كثيراً ما يؤدي التحريير المالي إلى تزايد مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر السيولة ومخاطر الائتمان، ومن المرجح أن تزداد مخاطر السيولة لأنه إذا انخفضت أسعار الأصول قد لا يستطيع المصرف بيع الأصول بالسعر المتوقع عندما يرغب في جمع مبالغ نقدية وترتفع مخاطر الائتمان لأن ارتفاع التقلب في الأسواق المالية وأسواق الأصول يؤثر على الثقة الائتمانية للمقترضين .

3- التحريير المالي يعني دخول مصارف أخرى إلى السوق المالي، مما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية سيما في أنشطة ائتمانية غير مهياة لها وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها المصرف. وبدون الإعداد والتهيئة الرقابية اللازمة قبل التحريير المالي فإن المصارف قد لا تتوفر لها الموارد أو الخبرات اللازمة للتعامل مع هذه النشاطات والمخاطر الجديدة، ورغم أن السماح بدخول شركات أجنبية جديدة في القطاع المالي يعزز المنافسة في القطاع، إلا أنه يبدو أن زيادة المنافسة يمكن أن تؤدي إلى انخفاض الربحية وانخفاض " قيمة الامتياز التجاري " للمصارف أي ما يعود على المصارف من أرباح ناتجة عن سمعتها.

4- إن زيادة المنافسة بين البنوك تقلل من مردود العمليات التقليدية، فتبحث البنوك على عمليات أخرى توفر لها مردودية أعلى فتقوم بالمضاربة بالأوراق المالية والقيام بعمليات خارج الميزانية مما يسبب ارتفاع المردودية من الأموال الخاصة، وهو ما سيضعف من الأخطار، وهذا يمكن أن يعني أنه بحثاً عن عائدات أعلى تقوم المصارف المحلية بإقراض

المشاريع الأكثر تعرضاً للمخاطر وهنا يكون الجهاز المصرفي في أسوأ الحالات إذا كان غير خاضع لإشراف جيد ورقابة صارمة.

5- تكون إمكانية حدوث أزمة مالية كبيرة بوجه خاص بعد انفتاح البلد أمام التدفقات المالية الخارجية وخاصة التدفقات القصيرة الأجل وقد تتمثل النتيجة في حدوث حالات ارتفاع مفاجئ للتدفقات الداخلة إلى البلدان المستفيدة من رؤوس الأموال التي يمكن أن تكون ذات طابع دوري وكان الافتراض الخارجي القصير الأجل مصدراً رئيسياً لعدم الاستقرار في الأزمة المالية الآسيوية في الفترة 1997-1998 وأزمة البيزو المكسيكي في الفترة من 1994-1995م، وتكون البلدان ضعيفة بوجه خاص أمام الآثار السلبية للتدفقات الداخلة من رؤوس الأموال إذا لم يكن جهازها المصرفي سليماً لأن هذه التدفقات الداخلة تعرض المصارف لمخاطر سعر الصرف بالإضافة إلى صعوباتها الأخرى.

6- وينجم عن تحرير التدفقات المالية إخطارات كثيرة من أبرزها تحويل الأصول إلى سوق مالية أخرى، ومن ثم إذا تعرضت السوق المالية المستثمرة فيها تلك الأموال إلى مخاطر عدم الاستقرار مما يؤدي إلى تصفية الأصول في البلد أو المشروع الذي يبدو أنه يتسم بخصائص الأزمة وهذا ما يعرف بأثر الأزمة أو سلوك القطيع.

ثانياً: التحرير المالي سبب مباشر لانتقال الأزمة:⁹

لا يوجد أي دليل على أن حرية انتقال رؤوس الأموال مقترنة بشكل مؤكد بكفاءة تخصيص الموارد، وفي حين أن الأدلة على فوائد التحرير المالي متباينة، بل من المؤكد أن هذا التحرير اقترن بانتشار عدوى الأزمات وإساءة تخصيص الموارد جراء تلك الأزمات. وفي عصر متسم بالعولمة يمكن أن يزداد احتمال حدوث أزمة مالية محلية إذا كانت هناك أزمة في بلد آخر، وهذه "العدوى" يمكن أن تنتج عن عدة عوامل فقد تكون نتيجة لصدمة مشتركة مثل حدوث زيادة في أسعار الفائدة الدولية أو تغير في أسعار الصرف بين العملات الرئيسية وقد اتسمت التغيرات في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة بالأهمية بوجه خاص لأمريكا اللاتينية وأدت على سبيل المثال إلى حدوث الأزمة في المكسيك في عام 1994 وبالمثل فإن كان ارتفاع قيمة دولار الولايات المتحدة مقابل اللين خلال عامي 1995-1996 أحد العوامل وراء ضعف أداء صادرات بلدان شرق آسيا مما أسهم في حدوث الأزمات المالية في عام 1997 .

وعلاوة على ذلك فإن حدوث أزمة في أحد البلدان يمكن أن يسبب أزمة في بلد آخر إذا ارتأى المستثمرون أن حالات الاقتصاد الكلي أو الحالات المالية مماثلة ينتج عن هذا إدراك نقاط الضعف التي لم تكن مدركة من قبل - ما يطلق عليه نداء الاستيقاظ فالأزمة في أحد البلدان يمكن أن تمتد إلى بلد آخر عن طريق التحول في توجهات السوق التي لا تقوم على العوامل الاقتصادية الأساسية وهو ما يسمى بانتقال أثر العدوى . وقد زادت إمكانية العدوى من احتمال أن تتأثر مع ذلك بعض البلدان التي لم تشهد تدهوراً في العوامل الاقتصادية الأساسية بأي أزمة مالية في مكان آخر في العالم ويمكن أن يطلق على هذه البلدان " المتفرجون الأبرياء" وعلى سبيل المثال ، أثناء الأزمة الروسية في هاننبيال / أغسطس 1998 ازدادت بصورة هائلة فروق العائدات بين أذون خزانة الولايات المتحدة(المقياس المرجعي الدولي) والسندات المحررة بالدولار التي أصدرتها بلدان نامية . وفجأة كان يتعين على البلدان النامية وشركاتها أن تدفع مزيداً من الفوائد على دينها الخارجي الذي تحملته حديثاً أو على دينها بالسعر المتغير حتى مع عدم تغير أي شيء آخر أن الأزمة المالية الحالية كان من المرجح ألا تكون ذات انتشار عالمي واسع في ظل غياب الانفتاح والعولمة المالية التي تحققت على مدار السنوات الماضية، وقد قدمت الأمم المتحدة في تقريرها عن الحالة الاقتصادية في العالم رؤية تحليلية عن التحرير المالي وعولمة الأسواق وانعكاساتها على اقتصاديات الدول النامية. وأشار التقرير أن الأزمات المالية/ المصرفية العديدة التي تفجرت خلال التسعينيات أثارت القضية المتعلقة بتزايد ضعف الأسواق المالية وتدويل الأزمات نتيجة حصول روابط أقوى بين الأسواق المالية الوطنية عن طريق تكنولوجيات الاتصالات باستخدام الحاسوب وبدء استخدام منتجات مالية أكثر تطوراً.

المحور الثالث: الأزمة المالية الحالية(2007)

تعرض العالم في الآونة الأخيرة لأزمة مالية توصف بأنها الأسوأ ربما منذ أزمة الكساد الكبيرة على حد تعبير الخبراء الاقتصاديين، وسنحاول من خلال هذا المحور تسليط الضوء على كيفية حدوث هذه الأزمة وفيما نتلخص أسبابها.

أولاً: قصة الأزمة:

إن الأزمة المالية بدأت نتيجة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة (انخفاض سعر الفائدة حتى وصل إلى 1% في عام 2003) مما دفع المؤسسات المالية للاستثمار في التمويل العقاري عن طريق منح قروض كبيرة تخطت حدود الاقتصاد الحقيقي و بدون ضمانات كافية أو مراعاة للطاقة التسديدية للعملاء¹⁰، فقدمت قروضا هائلة للتمويل العقاري بلغت حوالي 11 تريليون دولار لشراء المنازل، هذا الوضع أدى إلى دخول الملايين من المقترضين غير القادرين إلى سوق العقار. ومع سهولة وتيسير هذه القروض تزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، ما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع¹¹، وقد ظهرت الأزمة بصورتها الحالية عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات حيث اندلعت الأزمة على خلفية عجز أعداد متزايدة من المقترضين الأمريكيين عن سداد قروض الإسكان، التي مُنحت لهم برهونات و ضمانات غير كافية، فأدى هذا الوضع لخسارة 25 ألف منهم لمنازلهم، وإفلاس بعض شركات القروض العقارية والبنوك وصناديق التحوط وتراجع المؤشرات في بورصات عديدة في أنحاء مختلفة من العالم. حيث كانت نسبة الرهون العقارية الأقل جودة (Subprime) في عام 2001 تمثل 18 % ووصلت إلى 48 % بنهاية 2006، و يمكن تحديد مظاهر الأزمة كما يلي:¹²

1- الهرولة في سحب الإيداعات من البنوك، و لم تستطع هذه البنوك مواجهة السحوبات المفاجئة مما أدى ذلك إلى عجز في السيولة، ومع وجود مشكلة سيولة يعاني منها النظام المصرفي قامت العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات و الأفراد خوفا على صعوبة استردادها.

2- نقص السيولة لدى الأفراد و الشركات و المؤسسات المالية أدى ذلك إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي و في كافة نواحي الحياة مما أدى إلى توقف المقترضين عن سداد دينهم.

3- انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد و المال و هذا أحدث ارتباكا و خلافا في مؤشرات الهبوط و الصعود و أدى ذلك إلى انخفاض قيمة العديد من أسعار الأسهم و السندات.

- 4- انخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة و تجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جدا و ضمانات كبيرة.
- 5- ازدياد معدل البطالة بسبب التوقف و الإفلاس و التصفية مما أدى إلى ازدياد معدل الطلب على الإعانات الاجتماعية من الحكومات.
- 6- انخفاض معدلات الاستهلاك و الإنفاق و الادخار و الاستثمار و هذا أدى إلى مزيد من الكساد و التعثر و الإفلاس.

ثانيا: أسباب الأزمة المالية الحالية:

ترجع أسباب الأزمة المالية الحالية إلى الخلل في بعض الأساليب و الممارسات التي قامت بها البنوك و لعل أهمها هي:

- 1- **سياسة الإقراض:** حددت اتفاقية بازل للرقابة على البنوك حدود التوسع في الإقراض للبنوك بألا تتجاوز نسبة من رأس المال المملوك، لكن البنوك في ظل هذه الأزمة قامت بممارسات مرتفعة المخاطرة في الإقراض و الاقتراض، حيث توسعت في منح القروض إلى أن تشبع السوق فانخفضت أسعار العقارات و عجز المقترضون عن السداد.¹³
- 2- **التوريق:** الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية، وهو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة من خلال تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون) يمكن عن طريقها توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد. ولم تكتف البنوك بالتوسع في القروض الأقل جودة، بل استخدمت (المشتقات المالية) لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض، ولإضافة مزيد من الطمأنينة تقوم هذه البنوك بالتأمين عليها لدى شركات التأمين ضماناً للدين¹⁴

- 3- **أساليب المضاربات قصيرة الأجل:** و يظهر ذلك في أن الدافع الرئيسي للمتعاملين في البورصات هو المضاربة للحصول على فروق الأسعار وليس الاستثمار في الشركات، و أن البنوك تسعى إلى حصد مزيد من الفوائد بتدوير القروض مرة بعد أخرى.¹⁵

و تظهر صلة هذه الممارسات بالأزمة في أن المسئولين في أمريكا و أوربا أصدروا قرارات بوقف المضاربات قصيرة الأجل لمدة 12 يوما في أمريكا و لمدة أربعة

شهور في إنجلترا و على الأخص أسلوب البيع على المكشوف مما يؤكد أن لهذه الأساليب دور في حدوث الأزمة.¹⁶

4- تضخم الاقتصاد المالي و الانفصام بينه و بين الاقتصاد الحقيقي: فبينما استمر الاقتصاد الحقيقي في النمو بمعدلات منطقية من 2-3% كان الاقتصاد المالي المضارب يقفز بنسبة كبيرة جدا حتى أصبح حجمه الآن أكثر 100 مرة أكبر من حجم الاقتصاد المنتج و هذا يعني أن المطابع الأمريكية تطبع ورقا منفوخا أي بدون غطاء و تصدره للخارج ناقلة بذلك التضخم منها لبقية العالم.¹⁷

المحور الرابع: انتقال الأزمة المالية للدول العربية:

من البديهيات التي لا تحتاج إلى إثباتات هو أن الاقتصاديات العربية ترتبط ارتباطا وثيقا بالاقتصاد العالمي و نظرا لذلك فقد مستها الأزمة المالية من جوانب مختلفة.

أولا: جهود التحرير المالي في الدول العربية:

بدأ العديد من الدول العربية بتطبيق الإصلاحات من جوانب عديدة اعتبارا من مطلع التسعينات، وذلك في إطار التوجه العام نحو التحرير الاقتصادي، ويرتكز الإصلاح في القطاع المصرفي و المالي بشكل عام على عديد من العناصر الرئيسية أهمها:

1 - تحرير القطاع المصرفي من الكبح المالي: انصببت جهود الإصلاح في عدد من الدول العربية لتحرير القطاع المصرفي من الكبح المالي على:

تحرير أسعار الفائدة: توجهت معظم الدول العربية نحو تحرير أسعار الفائدة بصورة تدريجية. وتزامنت هذه الإصلاحات مع تحقيق أسعار فائدة موجبة من خلال رفع مستوى أسعار الفائدة الاسمية المحدد رسميا في عدد من هذه الدول، ويلاحظ أن التوجه نحو تحرير أسعار الفائدة في غالبية الدول العربية قد بدأ منذ عام 1991.

أ - إزالة القيود على الائتمان: انتهجت الدول العربية إصلاحات هيكلية بإزالة أو خفض الضوابط و القيود على الائتمان للقطاع الخاص كالاتبعاد عن الائتمان الموجه لقطاعات معينة. و يلاحظ أن عملية التحرير قد تمت في غالبية هذه الدول بشكل تدريجي، بدءا بوضع التشريعات الخاصة بذلك، ومن ثم إزالة الإعانات الائتمانية و أسعار الفائدة التفضيلية. ثم بعد ذلك تمت إزالة أو تخفيف القيود على حيازة سندات الخزنة التي كانت تفرض على المؤسسات المصرفية لكونها كانت تمثل أداة تمويل الديون العامة للدولة.

2 - تطوير إدارة واستقلالية السياسة النقدية: إن من أبرز الإصلاحات في مجال زيادة كفاءة السياسة النقدية التوجه نحو اعتماد السلطات النقدية بشكل أكبر على أسلوب الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية لتنظيم مستوى السيولة المحلية بشكل يكفل تحقيق النمو الاقتصادي القابل للاستمرار، من خلال أمرين :

- أ - تطبيق نظام الاحتياطي الإلزامي: تعتمد السلطات النقدية إلى تحديد الحد الأدنى من الودائع التي يتعين على المصارف الاحتفاظ بها لتغطية المسحوبات، وبشكل عام يؤثر استخدام نسبة الاحتياطي الإلزامي على الاقتراض وأسعار الفائدة والاقتصاد ككل.
- ب تعديل قانون البنك المركزي: تم تعديل قانون البنك المركزي في عدد من الدول العربية بهدف تعزيز مصداقية السياسة النقدية والمحافظة على استقرار الأسعار والاستقرار النقدي.¹⁸

تبنى أنظمة صرف مرنة: كانت دول الخليج العربي الأعضاء في مجلس التعاون تطبق نظام ربط عملاتها بالدولار الأميركي، وبالتالي كانت أسعار صرف عملاتها ثابتة مع الدولار الأميركي مهما تم من تغيرات عليه، أما بالنسبة للدول العربية الأخرى في كل من مصر وليبيا والمغرب، فمصر تطبق نظام صرف حر «تعويم حر» أما ليبيا فتربط عملتها بوحدة حقوق السحب الخاصة، وكذلك المغرب التي تربط عملتها بسلة خاصة من العملات «غير معلنة»، بينما يدار سعر الصرف في الجزائر بطريقة مرنة.

إعادة هيكلة الأسواق المالية: عملت الدول العربية على إحداث جملة من الإصلاحات تهدف في مجملها إلى زيادة كفاءة السوق المالي وتعزيز الدور الرقابي له، وتنشيط التعامل فيه وتطوير الأنظمة الضريبية، وتبسيط الإجراءات الإدارية، وتوفير المناخ الملائم لتلبية احتياجات المتعاملين واستحداث أدوات مالية جديدة لإيجاد فرص استثمارية لمختلف الفئات، كما تهدف إلى تحسين سرعة وسهولة ودقة عمليات التداول وتعزيز الشفافية والإفصاح.

ثانيا: الآثار الاقتصادية للأزمة على الدول العربية:

بدأت الدول العربية تتأثر بهذه الأزمة و يمكن تحديد القطاعات التي تتأثر بهذه الأزمة على سبيل المثال لا الحصر كما يلي:¹⁹

1- الطلب على النفط ومستوى أسعاره: أدت الأزمة إلى انخفاض أسعار النفط وبنسبة تتعدى الـ 60% خلال فترة الـ 6 شهور الأخيرة بعد أن بلغت هذه الأسعار أعلى مستوى

لها و هو 147 دولار للبرميل طيلة سنوات 2007 - 2008 ليصل لأدنى مستوى له منذ عامين و هو أقل من 50 دولارا للبرميل، هذا إضافة إلى اضطراب دول الأوبك إلى تخفيف إنتاجها من النفط. و يعتبر هذا التأثير هو الأكبر للأزمة على الاقتصاديات العربية خاصة إذا أخذنا في الاعتبار أن الإيرادات النفطية هي المصدر الوحيد للدخل تقريباً في كثير من البلدان العربية

2- الحصول على التمويل وتكاليفه : أدت زيادة المخاطر المالية التي تواجه البنوك والمصارف العربية إلى تغيير الممارسات المصرفية الخاصة بمنح الائتمان وتكاليفه حيث سوف يكون هناك حرص أكبر في اختيار المقترضين والمشاريع القابلة للتمويل. كما أن تكاليف التمويل ستبقى مرتفعة نسبياً الأمر الذي قد يؤدي إلى ممارسات مصرفية أكثر حذراً وأكثر انتقائية، تأثر الوضع الائتماني من خلال نقص السيولة وارتفاع تكلفة الاقتراض، وقد ظهرت بوادر أزمة الائتمان في دبي مع تراجع مستوى السيولة في السوق لتمويل المشاريع الجديدة حيث أعلن البنك المركزي الإماراتي عن تمويل يقدر ب 50 مليار درهم إماراتي متاح للبنوك الإماراتية للاستفادة منها.

3- الأسواق المالية: التراجع الكبير الملحوظ في مؤشرات المعاملات في البورصات العربية بصفة عامة والبورصات الخليجية بصفة خاصة، وترتب على ذلك خسائر مالية فادحة عرفت البورصات العربية خاصة المملكة السعودية و أبو ظبي و الكويت و دبي و سلطنة عمان و كذلك مصر و ذلك بالتوازي مع انخفاض البورصات العالمية، عرفت هي الأخرى انخفاضاً كبيراً، وقد تراوح معدل خسائر البورصات العربية المذكورة بين 30 و 40 % بفعل هروب المستثمرين الأجانب .

4- التجارة أيضاً متوقع لها أن تتأثر سلباً بهذه الأزمة بما يشمل مرافق التجارة من موانئ وقنوات مائية، توقع تقرير خليجي أن يبلغ العجز في الحسابات الجارية لدول مجلس التعاون الخليجي ثلاثين مليار دولار خلال العام الجاري (2010)، بعد أن كان الفائض أربعمائة مليار دولار في العام الماضي.

5- الاستثمارات الأجنبية: فعلى ضوء الحركة السريعة لهذه الاستثمارات خلال الأزمة خاصة بالنسبة للاستثمارات التي تدعى الأموال الساخنة (Hot Money) حيث أحدثت هذه الأموال في خروجها المفاجئ إرباكاً لأسواق المنطقة ، أما فيما يخص استثمارات المنطقة

العربية في الخارج فكذاك على أثر الأضرار التي ترتبت على هذه الاستثمارات من جراء هذه الأزمة قد تحتاج دول المنطقة إلى مراجعة سياسات واستراتيجيات استثماراتها في الخارج على صعيد نوع الأصول المستثمر فيها وكذلك القطاعات وحتى جغرافية هذه الاستثمارات ، وخاصة أن حجم الاستثمارات العربية بالبنوك الأجنبية تجاوز 600 مليار دولار وفق دراسة أجراها مؤخرا "معهد كارنيغي للسلام الدولي".

ومن المتوقع أن تتخفص الاستثمارات الأجنبية على أثر هذه الأزمة. ووفقاً لبعض التقديرات فإن مثل هذا الانخفاض قد يصل إلى 30 % مقارنة بالعام الماضي.

6- إنكشاف القطاع المصرفي العربي على القطاع المصرفي العالمي:

يمكن أن تؤثر تطورات أزمة السيولة العالمية على القطاع المصرفي العربي الذي تتواجد فيه المصارف الأجنبية بكثافة من خلال احتمال انسحاب إحدى هذه المصارف الأجنبية من السوق أو امتصاصها للسيولة المحلية وذلك بغرض تعزيز أوضاعها المالية في مؤسساتها الأم في الخارج.

7- التذبذبات في أسعار صرف العملات العربية: تأثرت أسعار صرف العملات العربية بتداعيات الأزمة المالية العالمية خلال الربع الأخير من عام 2008، حيث شهد كل من الدولار الأمريكي واليورو ارتفاعا في قيمتها مقابل العملات الرئيسية الأخرى خلال الثلاثي جويلية-أكتوبر 2008، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع أسعار صرف عدد من الدول العربية التي تتبع نظم صرف مرنة (تونس، المغرب، موريتانيا ومصر) وذلك خلال الفترة نفسها، وفي نهاية عام 2008، ومع تراجع سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى، إثر تزايد المخاطر بدخول الاقتصاد الأمريكي في كساد اقتصادي، تراجعت أيضا قيمة العملات العربية النظم المرنة.

وفيما يخص تحركات أسعار الصرف العربية مقابل اليورو، فقد أدى ارتفاع قيمة اليورو الاسمي والفعلي خلال الفترة جويلية-أكتوبر 2008، إلى ارتفاع قيمة غالبية العملات العربية المثبتة إلى الدولار (الأردن، الإمارات، البحرين، السعودية، عمان، قطر ولبنان) خلال نفس الفترة.

المحور الخامس:متطلبات تحقيق التحرير المالي الآمن

إن الوصول إلى متطلبات تحقيق التحرير المالي الآمن يتطلب توفير مجموعة من الشروط قبل الشروع في التحرير وتبني سياسات للتحوط ضد الأزمات كما يلي:

أولاً:الشروط الواجب توفرها قبل الشروع في التحرير:

يرى"ماكينون" و "شو" أنه على الدول النامية قبل الشروع في إصلاح النظام المصرفي أن تعطي الأولوية لتحقيق التوازن المالي الحكومي المركزي ، فالسيطرة يجب أن تسبق التحرير المالي و طريق ذلك هو التحكم في الإنفاق الحكومي المباشر قدر المستطاع، كما أن منهج التحرير الأمثل المتمثل في فتح سوق وطنية لرأس المال تتيح للمودعين تلقي و كذلك يسدد فيها المقترضون أسعار فائدة فعلية مجزية لا يمكن فيه المضي في عملية الاقتراض و الإقراض و إطلاقها دون قيود على مستوى الأفراد أو المؤسسات، ما لم تنتشب مستويات الأسعار عند حد معين و ما لم يزل العجز المالي، و دون استقرار في معدلات التضخم فان التذبذب الذي لا يمكن التنبؤ به فيما يتعلق بأسعار الفائدة الفعلية و أسعار صرف العملات يجعل من الاقتراض و الإقراض محفوف بالمخاطر، وعليه ينصح (ماكينون) الدول السائرة في نهج التحرير أن تتحرك بقوة عند بدأ العملية و أن تجعل أسعار الفائدة إيجابية حسب الأسعار الواقعية، و أن ترغم المؤسسات المستدينة على سداد التزاماتها و أن تحد في صرامة تامة من تدفق الائتمان الجديد ، كما ينبغي أن لا تكون التحولات التصحيحية في السياسة النقدية مبررا للقيام بإمكانية التمويل الكامل للعملة الصعبة إلى المعاملات التجارية بالحسابات الاستثمارية²⁰

إن إصلاح النظام المصرفي أمر ضروري و حيوي لعمليات الاقتصاد الكلي و أمر لا مفر منه في تحقيق كفاءة و نجاعة عمليات التكيف و التغيرات الهيكلية التي تقتدرن بعملية الإصلاح في الأنظمة المالية و النقدية ثم أن إصلاح الجهاز المصرفي و المالي يتطلب توفر مجموعة من الشروط من أهمها:²¹

- 1-ضمان المنافسة:إن التحرير المالي يتطلب إلغاء المعوقات أمام عملية المنافسة.
- 2-ضمان عدم تجزئة السوق :إن تجاه المشروعات إلى التعامل مع بعض المؤسسات المالية و المصرفية دون الأخرى نتيجة لامتلاك هذه المشروعات لمصارف قد يؤدي إلى عدم تكامل السوق، و لذا يجب إعطاء تسهيلات لمنح التراخيص و تسهيل عمليات الاندماج و

فتح فروع مصرفية جديدة .

3- يجب الابتعاد عن التمييز في عمليات الائتمان و منع تقديم أسعار فائدة اقل من المعدلات السائدة في السوق، و من ثم فالسياسة المثلى في الإصلاح يجب أن تعمل على تثبيت مستوى الأسعار (التضخم) و التخلص من عبء الاحتياط على البنوك التجارية و الإلغاء التدريجي بكل أنواع إعانات الائتمان ،

4- ينصح في السياسات النقدية والمالية الواجب إتباعها إلغاء المزيد من الإعانات المالية و لوائح أسعار الفائدة و تسهيلات الائتمان الخاصة و ان يسمح للبنك المركزي باستعمال سياسة الخصم وسياسة السوق المفتوحة.

ثانيا: سياسات التحوط ضد الأزمات:

أوضحت العديد من الدراسات والتقارير الدولية الحديثة مجموعة من الأساليب المقترحة التي يمكن لرسم السياسة الاقتصادية المحلية أن يتبعها للتحوط ضد الأزمات، ويمكن إجمالي هذه الأساليب في مجموعتين أساسيتين هما:²²

1- المجموعة الأولى: تتضمن الأساليب التي تهدف إلى تقييد أنواع معينة من التدفقات عن طريق فرض قيود على حركة رؤوس الأموال سواء في حالة دخولها أو خروجها، ومن أهم هذه الأساليب ، مايلي:

أنظام الاحتياطي الشيلي: بدأت شيلي في شهر يونيو من عام 1991 بفرض نسبة احتياطي من كافة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل للاستثمار في المحفظة تودع لدى البنك المركزي بدون فائدة وقد كانت هذه النسبة متغيرة بدأت بنسبة 20% تودع لدى البنك المركزي لمدة عام بالنسبة للأوراق المالية التي تستحق خلال فترة تزيد عن عام واحد. بينما تظل نسبة الاحتياطي الخاصة بالأوراق المالية التي تستحق في فترة أقل من عام مودعة لدى البنك المركزي مدة الاستحقاق.

وفي شهر يوليو 1992، رفعت نسبة الاحتياطي إلى 30% من تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل وحدت مدة بقاء هذه النسبة لدى البنك المركزي لسنة كاملة، كما شملت القيود عمليات الائتمان والقروض المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر، وفي عام 1995 تم تطبيق نظام نسبة الاحتياطي على الأوراق المالية الشيلية المتداولة في بورصة نيويورك، وعلى

الإصدارات الدولية من السندات، ومع تزايد الضغوط على البيزو الشيلي، قامت الحكومة بتخفيض نسبة الاحتياطي إلى 10% في يونيو 1998، وتم إلغاؤها تماما في سبتمبر 1998. وقد أكدت العديد من الدراسات فعالية هذه السياسة نظرا لعدم تأثيرها على تدفقات رؤوس المال طويلة الأجل، إضافة إلى كونها ساهمت في رفع متوسط آجال التدفقات قصيرة الأجل فقد انخفض نصيب التدفقات قصيرة الأجل من إجمالي التدفقات من 96.3% في عام 1992 إلى 2.8% في عام 1997.

غير أن تطبيق هذه السياسة يتضمن تكلفة تتمثل في بعض الآثار المؤقتة في الأجل القصير، مثل: رفع سعر الفائدة المحلي وبالتالي انخفاض في معدلات الاستثمار ومعدل النمو الاقتصادي بحوالي 0.5%، كما أن تطبيق هذه السياسة يتطلب تغطية كاملة لكافة التدفقات حتى تتحقق الفعالية الكاملة منه.

ب- الرقابة الحذرة: أشارت بعض الدراسات إلى أن الرقابة الحذرة على تدفقات رؤوس الأموال تعد أمرا ضروريا للحد من افتراض البنوك في ظل تطوير الأدوات والابتكارات المالية، وارتفاع نسبة التعاملات خارج الميزانية، ونمو سوق المشتقات هذا إضافة إلى دورها في تخفيض نسبة الديون قصيرة الأجل لكل من الشركات والحكومات، وبالتالي الحد من مشاكل عدم التوفيق بين جانبي الأصول والخصوم. علما بأن تطبيق هذا الأسلوب يتطلب توافر كيانات مؤسسية قوية لإحكام الرقابة .

ج- قيود على خروج رؤوس الأموال: أشارت بعض الدراسات إلى فعالية فرض قيود مؤقتة ونوعية على خروج رؤوس الأموال تؤدي إلى حماية الاقتصاد من صدمات مالية مفاجئة: مثل فرض قيود على عمليات خروج مبالغ كبيرة، أو على رؤوس الأموال قصيرة الأجل وشديدة التقلب.

وقد انتشر هذا الأسلوب بصفة خاصة بعد نجاح التجربة الماليزية والتي لجأت إلى فرض قيود على خروج أحجام كبيرة من رؤوس الأموال سواء كان ذلك بواسطة المقيمين أو غير المقيمين، كما فرضت مدة حيازة للأوراق المالية لا تقل عن 12 شهرا قبل أن يتم خروج رأس المال المستثمر فيها، وأوجب على مواطنيها الحصول على موافقة مسبقة قبل القيام بأي شكل من أشكال الاستثمار في الخارج.

إن تطبيق هذا الأسلوب ساعد على التغلب على تداعيات الأزمة المالية 1997 فلم يسفر عن نتائج سلبية على حجم التدفقات طويلة الأجل، واستمرت تدفقات رؤوس الأموال في شكل استثمار أجنبي مباشر إلى ماليزيا وبنسب أكبر من تلك التي حظيت بها كل من كوريا وتايلاند.

2- المجموعة الثانية: تتضمن الأساليب التي تهدف إلى توفير سبل سريعة للحصول على السيولة في حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال، ومن أهمها:

أ- توفير احتياطات لتغطية الدين قصير الأجل: أكدت العديد من الدراسات الحديثة على أن الاحتياطي الدولي يجب ألا يقل عن المبلغ الذي يساوي رأس المال الأجنبي المتدفق إلى الداخل والذي يمكن أن ينكمش نتيجة خروجه خلال عام (الدين قصير الأجل) وقد أشارت تلك الدراسات إلى أن المستوى الأمثل للاحتياطي يختلف باختلاف عوامل عديدة منها:- نسبة العجز في الحساب الجاري: فكلما زادت نسبة العجز فإن الاحتياطي المطلوب يصل إلى مستويات تفوق حجم الدين قصير الأجل بكثير.

- نظام سعر الصرف: إن نظام سعر الصرف الثابت يتطلب مستوى أعلى من الاحتياطي عما يتطلبه نظام سعر الصرف المرن.

- مستوى السيولة المحلية: لا بد أن يؤخذ مستوى السيولة المحلية في الحسبان، وأن يتم ربطه بالاحتياطي الدولي في حالة تدفق رؤوس الأموال للخارج.

ب- خطوط ائتمان الطوارئ: ويحد هذا الأسلوب من تكلفة احتفاظ الدول باحتياطي مرتفع، ويتمثل ذلك باتفاق بين دولة ما والمقترضين الدوليين يتعهد بموجبه المقرض الدولي بأن يقرض الدولة صاحبة الائتلاف (أو أي مقترضين محددين وليكن بنوك داخل الدولة) مبلغاً يتفق عليه مسبقاً في حالة حدوث ظروف طارئة على أن يكون التعاقد بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة على السندات السيادية في ذلك الوقت كما يتعهد صاحب الحق بدفع رسوم محددة نتيجة حق الاقتراض في الظروف الطارئة، وهي أقل من 1% من المبلغ المنفق عليه.

خاتمة:

يتعرض العالم في الآونة الأخيرة لأزمة مالية توصف بأنها الأسوأ ربما منذ أزمة الكساد الكبيرة على حد تعبير الخبراء الاقتصاديين حيث تتبأت المؤشرات الاقتصادية المختلفة

بحوث كساد في النشاط الاقتصادي على المستوى العالمي، وإذا كان فشل الأسواق المالية قد حطم الاعتقاد الساذج بأن التحرير المالي الجامح وامتناع الحكومات المقصود عن التدخل سيحققان درجة قصوى من الرفاهية، فإنه يجب أن تضطلع الحكومات وهيئات الإشراف والمؤسسات الدولية بدور حيوي، وحتى تتلافى دول المناطق هذه الانعكاسات الناجمة عن القوى الجديدة المؤثرة في اقتصادياتها، لا بد لها من:

- فرض قيود صارمة على أسواقها المالية، كي تبعدا عن آثار التحكم والمضاربة الساخنة واقتناص الفرص التي تسعى إليها دوماً رؤوس الأموال الأجنبية، وقد أثبتت التجارب وجود حاجة لأنظمة احترازية وأنظمة رقابية مصرفية بالإضافة إلى ضرورة وجود حماية قانونية لحقوق المودعين والمساهمين والمتعاملين في الأسواق المالية.

- تعزيز الرقابة على حركات رأس المال الأجنبي المضارب، وجعلها محدودة لتجنب الآثار السلبية الممكنة على اقتصاديات البلدان النامية وأسواقها المالية الناشئة.

- كما أن الدول العربية مدعوة لتبني سياسة نقدية توسعية لضمان السيولة في السوق والإسهام في إعادة الثقة لتعبئة الاستثمارات المحلية، وذلك من خلال أسعار فائدة منخفضة نسبياً وتقديم التسهيلات النقدية للمصارف.

- بالنسبة للسياسة المالية فإن تباطؤ النشاط الاقتصادي وتقلص الاستثمارات المحلية والأجنبية يستدعي التوسع في الإنفاق الحكومي في مشاريع البنية التحتية والمشاريع التي تستهدف تنويع الاقتصاد وخلق فرص عمل جديدة.

المراجع والإحالات:

¹ عبد الباسط وفاء، القطاع المصرفي بين التحرر المالي والرقابة المرنة، دار النهضة العربية، مصر، 2004، ص: 111. 12.
² عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد(العراق)، 2002، ص: 148.

³ نزار العيسى، "تأثيرات التحرير المالي على السياسة النقدية والمضاعف النقدي(الحالة الأردنية)", مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية)، المجلد 21(1)، 2007، ص: 109، الموقع الإلكتروني: www.najah.edu/researches/176.pdf . تاريخ الاطلاع: 09/07/2009.

⁴ عبد المطلب عبد الحميد. العولمة واقتصاديات البنوك. الإسكندرية(مصر): الدار الجامعية للنشر. 2001. ص: 33.
⁵ Saoussen Ben Gamra1 et Mickaël Clévenot , Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement Croissance économique ou instabilité financière ?CEPN UMR 7115, hal-00323334, version 1 - 20 Sep 2008, p6, 7.

⁶ عبد الباسط وفاء، مرجع سابق، ص 13-16.

- ⁷ أحمد الجميلي، التحرير المالي وعولمة الأسواق: الأبعاد والانعكاسات، الموقع الإلكتروني: www.oalibya.com/front-page/economy تاريخ الاطلاع: 2009/08/15.
- ⁸ بن ثابت علا. « الأسواق المالية في ظل العولمة بين أزمات ومظاهر التجديد». رسالة ماجستير في علوم التسيير . تخصص: مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر: 2003، ص 53.
- ⁹ أحمد الجميلي، التحرير المالي وعولمة الأسواق: الأبعاد والانعكاسات، مرجع سابق.
- ¹⁰ سامي أبو عاصي، "جذور الأزمة المالية الراهنة"، الموقع الإلكتروني www.annour.com ،تاريخ الاطلاع: 2009-03-30.
- ¹¹ نورة عبدالرحمن اليوسف، "أسباب الأزمة المالية العالمية"، جريدة "الجزيرة" السعودية، الموقع الإلكتروني: www.al-jazirah.com تاريخ الاطلاع: 2009/02/20.
- ¹² حسين شحاتة، "أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي"، الموقع الإلكتروني: www.darelmashoura.com، التاريخ: 2009-03-17.
- ¹³ حازم البيلاوي، "الأزمة المالية العالمية الحالية"، الموقع الإلكتروني: www.iid-alraid.com، تاريخ الاطلاع: 2009/04/04، ص4.
- ¹⁴ سامر مطهر قنطقجي، "ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية"، الموقع الإلكتروني: www.kantakji.com تاريخ الاطلاع: 15 مارس 2009، ص: 29
- ¹⁵ محمد النوري، "الأزمة المالية"، الموقع الإلكتروني www.islamonline، التاريخ: 2008-12-02
- ¹⁶ محمد الشراقي، "الأزمة المالية العالمية"، الموقع الإلكتروني www.jps-dir.com، تاريخ الاطلاع: 2009-04-06.
- ¹⁷ سامي أبو عاصي، "جذور الأزمة المالية الراهنة"، الموقع الإلكتروني www.annour.com، التاريخ، 2009-03-30.
- ¹⁸ جمال الدين زروق وآخرون، أوضاع القطاع المصرفي في الدول العربية وتحديات الأزمة المالية العالمية،تقرير صادر عن صندوق النقد العربي: الموقع الإلكتروني: www.amf.org.ae، تاريخ الاطلاع: جانفي 2010، ص21-25.
- ¹⁹ جاسم المناعي، "الأزمة المالية العالمية وقفة مراجعة"، الموقع الإلكتروني: www.amf.org.ae 16/11/2008.
- الموقع الإلكتروني: <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/09310699-D0C3-4044-BE28-7AD328DA790A.htm>، تاريخ الاطلاع: 2009/03/17.
- حسين حسين شحاتة، "كيف النجاة من أثر الأزمة المالية الرأسمالية على أسواق المال العربية"، سلسلة بحث في الفكر الاقتصادي الإسلامي، الموقع الإلكتروني: www.darelmashora.com ، ص3.
- فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية،الموقع الإلكتروني: www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/kourtel.pdf، تاريخ الاطلاع: ديسمبر 2009 .
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2009، الموقع الإلكتروني: www.amf.org.ae، تاريخ الاطلاع: جانفي 2010، ص 165، 166.
- http://www.lexpertjournal.com/arabe/details_article.php?ID_art=2802
- ²⁰ بالعزوز بن علي ، كتوش عاشور ، واقع المنظومة المصرفية و منهج الإصلاح" ، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية -واقع و تحديات-، جامعة الشلف، ديسمبر 2004، ص500، 501.
- ²¹ المرجع سابق ،ص-ص: 502- 504.
- ²² شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي ، عمان(الأردن) ، 2008، ص147-151.